파마리서치 (214450)

Coverage Initiation

Analyst 김현석 heunseok0419@hmsec.com

리쥬란의 해외 공략은 이제 시작이다

BUY **TP 430,000원**

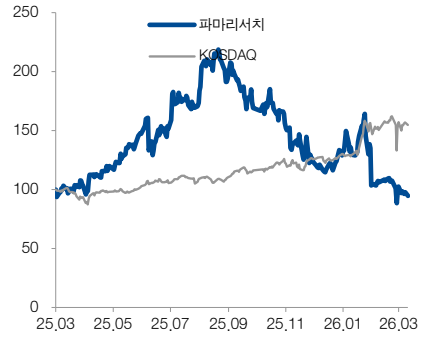
현재주가 (3/16)	308,000원
상승여력	39.6%
시가총액	3,200십억원
발행주식수	10,390천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	711,000원/288,000원
일평균 거래대금 (60일)	73십억원
외국인 지분율	7.43%
주요주주 지분율	
정상수외 7인	34.92%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-10.7	-18.2	-51.0
상대주가(%p)	-13.3	-34.2	-63.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	16,530	20,526	430,000
Consensus	15,886	18,993	594,167
Cons. 차이	4.1%	8.1%	-27.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

국내 시장 시장점유율 하락 우려 존재하나, 의료관광객 증가에 따른 성장 지속 전망

- 국내 경쟁사들의 ECM(세포외기질) 스킨부스터 제품 출시 및 공격적인 CAPA 증설 따라 2026년 ECM 스킨부스터 제품들의 매출 전망이 높은 수준으로 형성되며 시장 지배력 약화에 대한 우려 확산. 다만 ECM 스킨부스터 제품의 매출 전망치는 증설된 CAPA 기반 추정치인 것으로 판단되어 실제 판매 데이터를 확인해야할 필요성 존재
- 국내 인바운드 의료관광객 소비 지출액 최대치 지속 경신. 특히 2026년은 중일 갈등에 따른 중국인, 일본인 관광객의 국내 유입이 크게 증가할 것으로 예상되어 중국, 일본에서 인지도 높은 리쥬란 수혜 전망. 2025년 내수 의료기기 매출 중 40% 이상이 인바운드 의료관광객 매출인 것으로 파악

유럽은 주사제, 미국과 중국은 도포형과 화장품으로 본격화될 해외 시장 공략

- 2026년 유럽 비바시향 리쥬란 공급 물량 온기 반영되는 첫 해로 연간 최소주문물량(MOQ)을 고려했을 때 유럽향 매출은 120억원 수준 기대. 다만, 해외 피부재생 스킨부스터 시장이 초기단계임을 고려한 최소 수준으로 판단되며 매출 규모 확대 가능성 존재
- 현재 리쥬란 주사제형 의료기기 주요국 진출 예상 시점은 중국 28년, 미국 32년, 브라질 27년으로 단기간 내 진입은 어려울 것으로 판단. 그러나 현재 미국과 중국에서 도포형 리쥬란과 화장품 고성장 중으로 주사제형 허가까지의 공백 매워줄 수 있을 것으로 판단
- 2026년 하반기 마이크로니들 RF 장비 출시 예정으로 마이크로니들 RF 복합시술 시 기존 주사 시술의 강한 통증 문제를 해결하여 시술 접근성 확대할 수 있을 것으로 전망. 또한 2027년 하반기 톡신 공장 GMP 인증 완료로 주사제 포트폴리오 확장도 기대
- 2026년 매출액 6,861억원(YoY +28.1%), 영업이익 2,821억원(YoY +31.7%, OPM 41.1%) 전망

주가전망 및 Valuation

- 투자의견 BUY 및 목표주가 430,000원으로 커버리지 개시. 2026년 예상 지배주주순이익 2,133억원에 Target P/E 21배(최근 2년 P/E의 평균값)를 적용하여 목표주가 산출
- 동사 주가는 고점대비 50% 이상 하락한 상황으로 12개월 선행 P/E 역시 고점 37배에서 16배 수준까지 하락. 글로벌 시장에서 피부 재생형 스킨부스터 시작 단계이며, 동사의 리쥬란이 유일하다는 점을 감안했을 때 현재 멀티플 수준은 저평가 상황으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	261	92	77	104	7,481	86.4	14.6	2.6	9.8	19.7	0.9
2024	350	126	92	140	8,642	15.5	30.4	5.7	18.2	18.9	0.4
2025	536	214	173	230	16,530	91.3	24.4	6.6	16.5	27.8	0.3
2026F	686	282	213	296	20,526	24.2	15.0	3.9	9.7	26.6	0.3
2027F	827	340	258	352	24,804	20.8	12.4	3.1	7.5	25.1	0.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 파마리서치 Valuation Table (단위: 십억원, 배, 주, 원)

구분	내용	비고
2026F 지배주주순이익	213.3	2026F EPS 20,526원
Target Multiple	21	최근 2년 P/E의 평균값
기업가치	4,478	
발행주식수	10,389,648	
적정주가	431,051	
목표주가	430,000	
현재주가	308,000	
상승여력	39.6%	

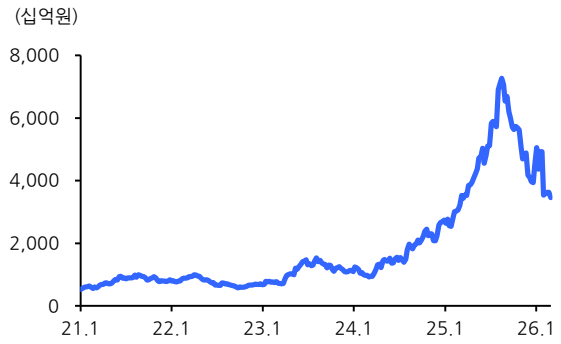
자료: 현대차증권

〈표2〉 파마리서치 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출	**116.9**	**140.6**	**135.4**	**142.8**	**149.9**	**171.9**	**176.0**	**188.3**	**535.7**	**686.1**
YoY	56.5%	69.2%	51.8%	39.1%	28.2%	22.3%	29.9%	31.8%	53.2%	28.1%
내수	71.6	88.7	84.9	83.5	88.4	104.6	106.6	111.0	328.8	410.6
수출	45.3	51.9	50.5	59.3	61.6	67.3	69.4	77.2	206.9	275.5
의료기기	**69.5**	**85.0**	**76.7**	**83.2**	**88.2**	**103.4**	**100.8**	**110.1**	**314.4**	**402.5**
YoY	81.0%	97.7%	51.5%	35.3%	27.0%	21.6%	31.4%	32.3%	62.5%	28.0%
내수	48.3	60.7	57.2	59.7	60.0	72.3	71.8	77.6	225.9	281.7
수출	21.2	24.3	19.6	23.6	28.1	31.0	29.0	32.5	88.6	120.7
의약품	**17.2**	**20.5**	**22.0**	**22.9**	**21.1**	**25.0**	**25.6**	**26.5**	**82.5**	**98.1**
YoY	5.4%	14.1%	36.4%	61.7%	22.9%	22.2%	16.3%	15.4%	27.9%	18.9%
내수	10.6	13.4	13.3	13.7	13.5	16.6	15.9	16.2	51.1	62.2
수출	6.6	7.0	8.6	9.2	7.6	8.4	9.7	10.2	31.5	35.9
화장품	**27.9**	**30.8**	**35.2**	**37.6**	**37.9**	**40.9**	**46.8**	**49.2**	**131.5**	**174.8**
YoY	57.5%	54.7%	108.1%	65.2%	36.0%	32.8%	32.9%	30.7%	70.1%	32.9%
내수	10.7	11.3	13.2	12.0	12.5	13.4	16.6	15.2	47.2	57.7
수출	17.2	19.5	21.9	25.6	25.4	27.5	30.2	34.0	84.3	117.1
기타	2.4	4.4	1.5	-1.0	2.7	2.7	2.8	2.5	7.2	10.7
매출총이익	**85.4**	**107.2**	**109.1**	**109.2**	**112.3**	**129.8**	**130.9**	**140.8**	**411.0**	**513.9**
YoY	65.0%	81.0%	69.0%	44.3%	31.5%	21.1%	19.9%	29.0%	63.6%	25.0%
GPM	73.1%	76.2%	80.6%	76.5%	74.9%	75.5%	74.4%	74.8%	76.7%	74.9%
영업이익	**44.7**	**55.9**	**61.9**	**51.8**	**62.2**	**71.8**	**73.3**	**74.9**	**214.3**	**282.1**
YoY	67.7%	81.6%	77.2%	53.7%	39.1%	28.5%	18.4%	44.5%	70.0%	31.7%
OPM	38.3%	39.7%	45.7%	36.3%	41.5%	41.7%	41.6%	39.8%	40.0%	41.1%
지배주주순이익	**36.2**	**47.4**	**49.0**	**40.1**	**45.5**	**56.4**	**56.5**	**54.9**	**172.7**	**213.3**
YoY	109.8%	51.0%	98.1%	114.6%	25.9%	18.9%	15.3%	36.8%	87.6%	23.5%
NPM	30.9%	33.7%	36.2%	28.1%	30.4%	32.8%	32.1%	29.2%	32.2%	31.1%

자료: 현대차증권

<그림1> 파마리서치 시가총액 추이

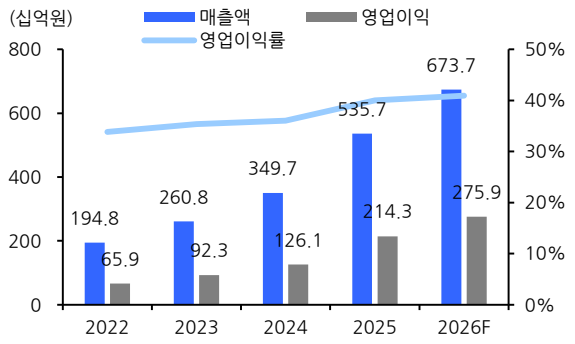


자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림2> 파마리서치 12개월 선행 P/E 추이

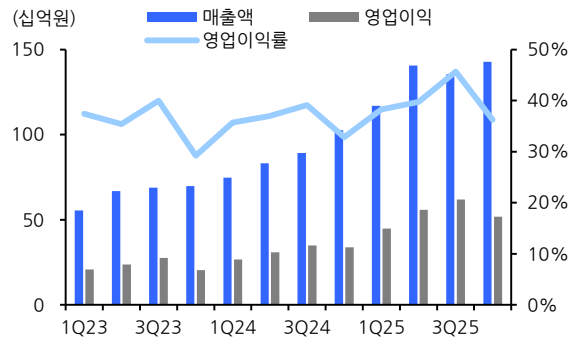
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림3> 파마리서치 연간 실적 추이



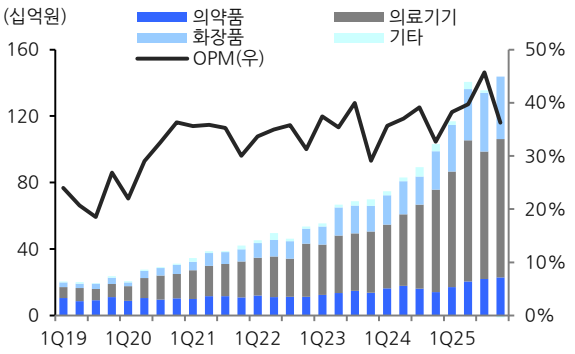
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림4> 파마리서치 분기별 실적 추이



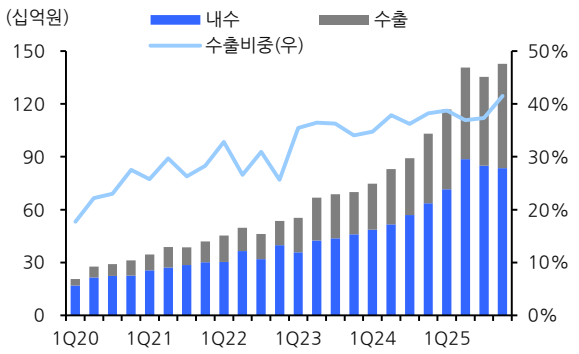
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림5> 분기별 사업부문별 실적 추이



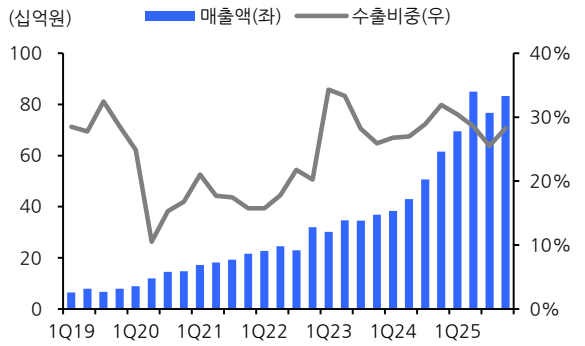
자료: 파마리서치, 현대차증권

<그림6> 분기별 내수 및 수출 실적 추이



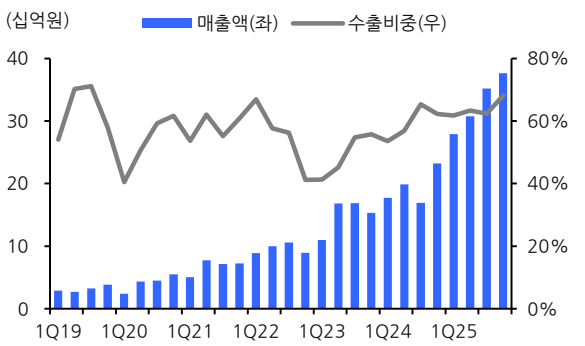
자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림7〉 의료기기 부문 매출 및 수출 비중 추이



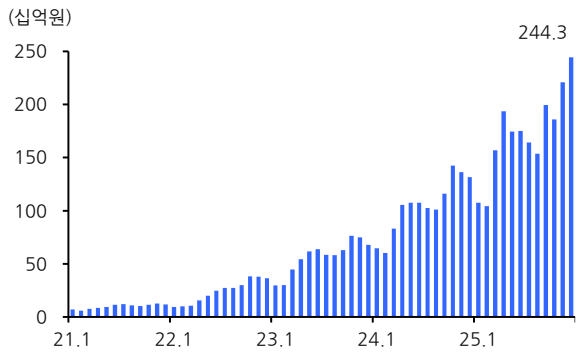
자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림8〉 화장품 부문 매출 및 수출 비중 추이



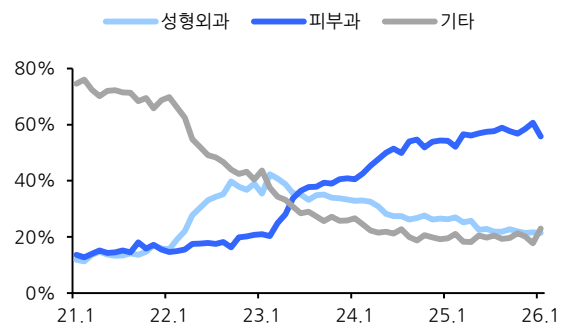
자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림9〉 국내 인바운드 의료관광객 소비액 추이



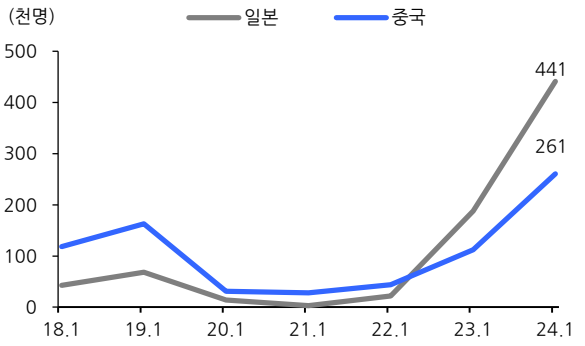
자료: 한국관광데이터랩, 현대차증권

〈그림10〉 의료관광객 진료과목별 소비액 비중 추이



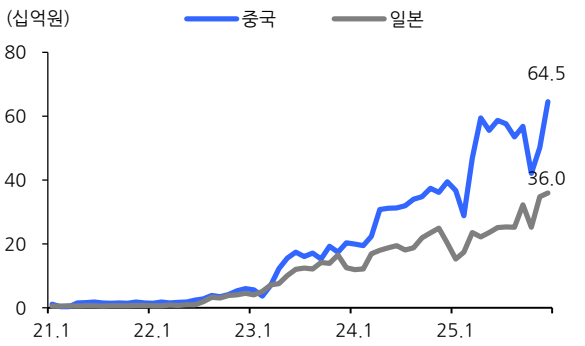
자료: 한국관광데이터랩, 현대차증권

〈그림11〉 중국, 일본 의료관광객 수 추이



자료: 한국관광데이터랩, 현대차증권

〈그림12〉 중국, 일본 의료관광객 소비액 추이



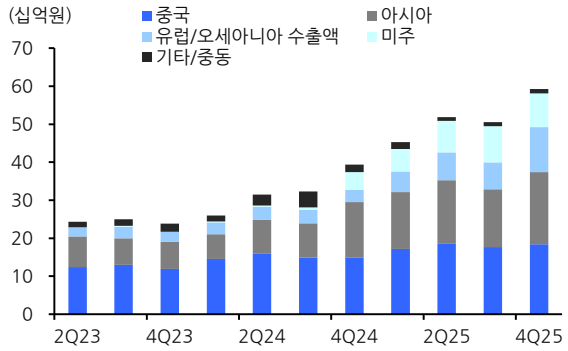
자료: 한국관광데이터랩, 현대차증권

〈표3〉 파마리서치 유럽 리쥬란 공급 계약 체결

구분	주요 내용
계약 일시	2025-08-29
계약 상대방	VIVACY(프랑스 에스테틱 기업)
계약 목적	리쥬란의 유럽 시장 진출 본격화
계약 내용	5 년간 총 880 억원 규모로 리쥬란을 영국·독일·프랑스·이탈리아·스페인 등 서유럽 주요국을 포함한 22 개국에 공급
기대 효과	- 파마리서치 리쥬란(PN)과 비바시 필러(HA)의 복합 판매망 구축 - 유럽 및 글로벌 유통 네트워크 활용 및 현지 생산 거점 확보

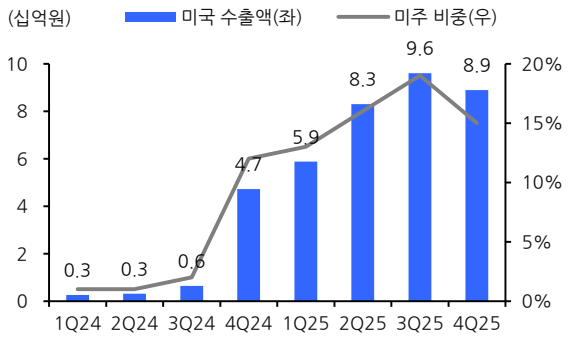
자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림13〉 지역별 매출액 추이



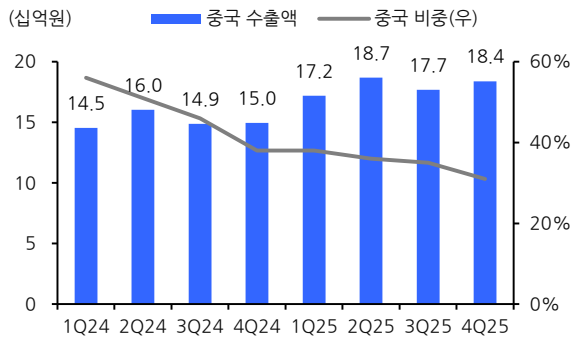
자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림14〉 미국향 매출 및 비중 추이



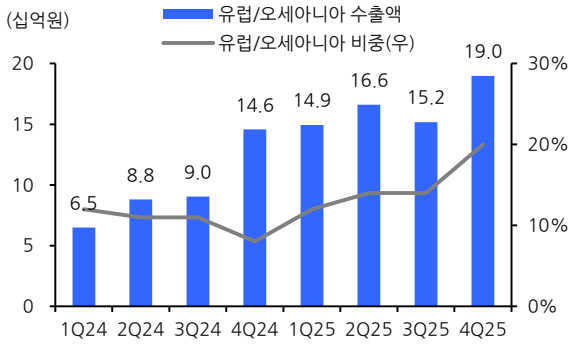
자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림15〉 중국향 매출 및 비중 추이



자료: 파마리서치, 현대차증권

〈그림16〉 유럽향 매출 및 비중 추이



자료: 파마리서치, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	261	350	536	686	827
증가율 (%)	33.8	34.1	53.1	28.0	20.6
매출원가	71	99	125	172	214
매출원가율 (%)	27.2	28.3	23.3	25.1	25.9
매출총이익	190	251	411	514	613
매출이익률 (%)	72.8	71.7	76.7	74.9	74.1
증가율 (%)	33.8	32.1	63.7	25.1	19.3
판매관리비	98	125	197	232	273
판관비율(%)	37.5	35.7	36.8	33.8	33.0
EBITDA	104	140	230	296	352
EBITDA 이익률 (%)	39.8	40.0	42.9	43.1	42.6
증가율 (%)	35.1	34.6	64.3	28.7	18.9
영업이익	92	126	214	282	340
영업이익률 (%)	35.2	36.0	39.9	41.1	41.1
증가율 (%)	39.4	37.0	69.8	31.8	20.6
영업외손익	8	-16	5	2	3
금융수익	18	25	22	25	30
금융비용	6	41	16	22	26
기타영업외손익	-4	-0	-1	-1	-1
종속/관계기업관련손익	1	6	0	0	0
세전계속사업이익	101	116	220	284	343
세전계속사업이익률	38.7	33.1	41.0	41.4	41.5
증가율 (%)	87.0	14.9	89.7	29.1	20.8
법인세비용	23	27	49	62	75
계속사업이익	77	89	171	221	268
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	89	171	221	268
당기순이익률 (%)	29.5	25.4	31.9	32.2	32.4
증가율 (%)	79.1	15.6	92.1	29.2	21.3
지배주주지분 순이익	77	92	173	213	258
비지배주주지분 순이익	1	-3	-2	8	10
기타포괄이익	1	2	-0	0	0
총포괄이익	79	91	170	221	268

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	256	555	785	1,035	1,325
현금성자산	67	165	226	323	481
단기투자자산	64	245	340	448	541
매출채권	31	38	53	70	85
재고자산	50	57	79	105	126
기타유동자산	7	7	9	12	14
비유동자산	279	301	266	262	259
유형자산	123	147	164	153	144
무형자산	32	33	33	29	26
투자자산	103	88	45	56	64
기타비유동자산	21	33	24	24	25
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	535	856	1,051	1,297	1,584
유동부채	66	83	109	142	170
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	3	11	15	20	24
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	63	72	94	122	146
비유동부채	7	203	211	215	218
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	1	0	0	0
장기금융부채	1	195	200	200	200
기타비유동부채	6	7	11	15	18
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	73	286	321	357	387
지배주주지분	433	539	701	902	1,150
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	175	197	198	198	198
자본조정 등	-5	-5	0	0	0
기타포괄이익누계액	-4	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	261	343	500	701	948
비지배주주지분	29	30	29	38	47
자본총계	462	569	730	940	1,197

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	65	138	184	227	276
당기순이익	77	89	171	221	268
유형자산 상각비	8	10	11	11	9
무형자산 상각비	4	4	4	4	3
외환손익	0	-1	2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-31	0	-5	-13	-11
기타	7	36	1	4	7
투자활동으로인한현금흐름	-45	-226	-110	-123	-109
투자자산의 감소(증가)	-56	15	43	-10	-9
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-36	-22	0	0
기타	23	-205	-131	-113	-100
재무활동으로인한현금흐름	-26	183	-12	-8	-9
차입금의 증가(감소)	-0	195	5	0	0
사채의증가(감소)	-15	-23	-1	0	0
자본의 증가	18	22	1	0	0
배당금	-8	-10	-12	-11	-11
기타	-21	-1	-5	3	2
기타현금흐름	0	3	-1	0	0
현금의증가(감소)	-6	98	61	97	158
기초현금	73	67	165	226	323
기말현금	67	165	226	323	481

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	7,550	8,345	16,330	21,315	25,757
EPS(지배순이익 기준)	7,481	8,642	16,530	20,526	24,804
BPS(자본총계 기준)	44,784	48,732	63,158	81,317	103,468
BPS(지배지분 기준)	41,966	46,161	60,621	78,073	99,367
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
P/E(당기순이익 기준)	14.5	31.5	24.7	14.5	12.0
P/E(지배순이익 기준)	14.6	30.4	24.4	15.0	12.4
P/B(자본총계 기준)	2.4	5.4	6.4	3.8	3.0
P/B(지배지분 기준)	2.6	5.7	6.6	3.9	3.1
EV/EBITDA(Reported)	9.8	18.2	16.5	9.7	7.5
배당수익률	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	75.8	10.5	95.7	30.5	20.8
EPS(지배순이익 기준)	86.4	15.5	91.3	24.2	20.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	18.5	17.2	26.2	26.5	25.0
ROE(지배순이익 기준)	19.7	18.9	27.8	26.6	25.1
ROA	15.2	12.8	17.9	18.9	18.6
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	43.9	37.9	32.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	30.9	27.2	21.3	29.1	34.8

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.17	BUY	430,000		

▶ 최근 2년간 파마리서치 주가 및 목표주가

▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현석의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.