파마리서치 (214450)

멀티플 조정, 그래도 리쥬란은 Only One

BUY (유지)

목표주가(12M)	480,000원(하향)
현재주가(3.17)	320,000원

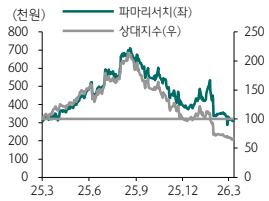
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,136.94
52주 최고/최저(원)	711,000/288,000
시가총액(십억원)	3,324.7
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	10,389.6
60일 평균 거래량(천주)	179.1
60일 평균 거래대금(십억원)	73.1
외국인지분율(%)	7.14
주요주주 지분율(%)	
정상수 외 7 인	34.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	547.5	674.3
영업이익(십억원)	228.1	272.3
순이익(십억원)	181.3	219.8
EPS(원)	15,886	18,993
BPS(원)	61,483	77,684

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	261.0	350.1	535.7	742.1
영업이익	92.3	126.1	214.3	300.8
세전이익	100.7	115.8	218.3	310.6
순이익	76.6	92.0	175.5	240.4
EPS	7,481	8,608	15,104	20,785
증감율	86.42	15.06	75.46	37.61
PER	14.64	30.49	26.68	15.40
PBR	2.58	5.64	6.62	3.95
EV/EBITDA	9.84	18.26	16.80	11.59
ROE	19.71	18.93	28.34	29.47
BPS	42,415	46,558	60,868	81,005
DPS	950	1,100	1,100	1,100

Analyst 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

내수 의료기기 절반에 해당하는 인바운드 관광객 수요 견조

파마리서치의 1Q26F 실적은 매출 1,627억원(YoY+39%), 영업이익 638억원(YoY+43%, 영업이익률 39%) 추정한다. 국내 리쥬란 수요의 50%를 구성하는 방한 관광객이 1분기 내수 의료기기, 화장품 고성장을 견인할 것이다. 1월 방한 관광객은 127만명(YoY+13%), 1~2월 누적 외국인 피부과 소비액은 1,596억원(YTD YoY+42%)을 기록했다. 이를 토대로 1Q26F 파마리서치 의료기기 내수는 622억원(YoY+29%), 화장품 내수는 137억원(YoY+28%) 추정한다. 3월 BTS 콘서트로 방한 관광객 증가 폭이 확대되면, 리쥬란의 높은 글로벌 인지도와 방한 외국인 시술 수요로 인해 동사가 가장 직접적인 수혜를 받을 것으로 예상된다.

의료기기 수출 유럽 선적이 견인, 화장품 수출 신규 채널 입점

유럽 지역 유통사 VIVACY향 선적이 4Q25에서 1Q26으로 미뤄지며 1월 프랑스로 약 20억원(140만달러) 선적이 인도되었다. 추가 선적은 4월 예정이며, 상반기 유럽향 의료기기 수출 약 60억원 예상된다. 하반기 유사한 선적이 이뤄진다면 유럽향 의료기기 연간 수출은 약 120억원으로 연초 소통한 MOQ 기반의 가이던스 100억원을 20% 상회할 것이다. 화장품 수출도 긍정적 흐름 이어지고 있다. 3월 리쥬란 코스메틱의 중국, 미국 세포라 온/오프라인 스토어 입점이 예정되어 있으며, 두 국가 합해서 300개 이상의 매장 입점을 위한 초도 물량과 오프라인 접점 확대로 인한 브랜드 인지도 상승은 화장품 수출 성장으로 연결될 것이다. 1분기 의료기기 수출 299억원(YoY+41%), 화장품 수출 323억원(YoY+87%) 추정한다.

동종진피 ECM 스킨부스터 등장에 멀티플 조정, 그러나 리쥬란은 Only One

파마리서치는 연초 제시한 가이던스를 충족할 것으로 전망하며, 2026년 매출 7,421억원(YoY+39%), 영업이익 3,008억원(YoY+40%) 추정한다. 스킨부스터 품목 내 동종진피 ECM 주사제가 소비자 호응을 얻어 빠르게 성장하고 있다. 동종진피 ECM 스킨부스터는 의료기기가 아닌 인체조직이므로 정식 품목 허가를 얻기 전에는 리쥬란처럼 도포형 화장품으로 주요 해외 시장에 진입하는게 불가능하다. 제한된 해외 접점으로는 리쥬란만큼 방한 관광객에게 소구되기 어려워 동종진피 ECM이 파마리서치의 인바운드 수요를 위협하진 않을 것이다.

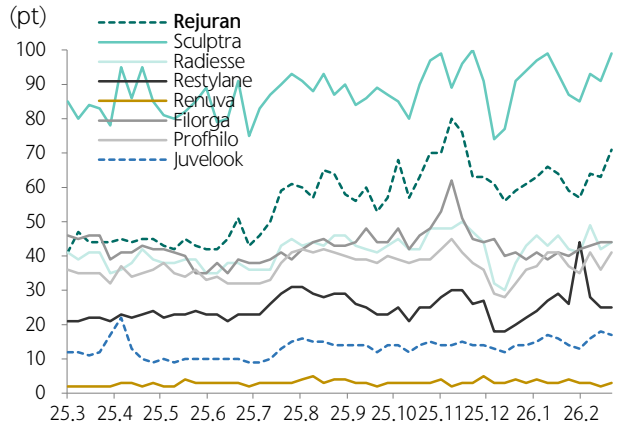
동종진피 ECM이 잇따른 후발 제품으로 인해 카테고리화 되고 있는 현재, 내국인 수요 분산이 불가피하므로 파마리서치에게 과거의 독보적 입지에 따른 멀티플을 다시 부여하기는 어렵다. 그러나 강력한 경쟁자 쥬베룩의 등장에도 '압도적 브랜드 가치를 지닌 PN 주사제'라는 포지셔닝으로 파마리서치는 멀티플을 회복했고, 향후 동종진피 ECM이 스테디셀러가 되더라도 다른 기전에 따른 효능의 차이는 결국 리쥬란의 자리를 지켜낼 근거가 될 것이다. 2020년 쥬베룩 출시 2년 뒤 파마리서치의 2022년 멀티플은 전년대비 23% 하락 후 이듬해 11% 상승했다. 동종진피 ECM 스킨부스터 리투오가 출시된 지 2년이 된 올해, 파마리서치 멀티플은 전년대비 하락 후 회복할 것으로 추정해 Target P/E를 2025년 평균 12m fwd P/E 27.0배를 23% 할인한 20.8배로 조정, 12m fwd EPS 23,137원을 적용하여 목표주가를 480,000원으로 변경한다.

도표 1. 파마리서치의 분기 실적 추이 및 전망 (단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F	2027F
연결 매출	**116.9**	**140.6**	**135.4**	**142.8**	**162.7**	**184.2**	**193.5**	**201.7**	**350.1**	**535.7**	**742.1**	**975.6**
% YoY	56%	69%	52%	39%	39%	31%	43%	41%	34%	53%	39%	31%
% QoQ	13%	20%	-4%	5%	14%	13%	5%	4%				
품목별												
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	22.4	24.4	26.8	24.8	64.5	82.5	98.4	110.5
내수	10.6	13.4	13.3	13.7	14.4	15.3	16.6	15.0	38.2	51.1	61.3	67.4
수출	6.6	7.0	8.6	9.2	8.0	9.1	10.2	9.8	26.3	31.5	37.1	43.0
의료기기	69.5	85.0	76.7	83.2	92.1	113.5	111.7	118.7	193.5	314.4	436.0	579.8
내수	48.3	60.7	57.2	59.7	62.2	78.2	73.6	76.9	137.4	225.9	290.9	333.0
수출	21.2	24.3	19.6	23.6	29.9	35.3	38.1	41.8	56.2	88.6	145.1	246.9
화장품	27.9	30.8	35.2	37.6	46.0	45.1	51.6	55.2	77.7	131.5	197.9	279.2
내수	10.7	11.3	13.2	12.0	13.7	14.5	17.0	15.4	31.4	47.2	60.6	74.9
수출	17.2	19.5	21.9	25.6	32.3	30.6	34.6	39.8	46.3	84.3	137.2	204.3
기타	2.4	4.4	1.5	-1.0	2.2	1.2	3.4	3.1	14.3	7.2	9.8	6.1
비중 의약품	15%	15%	16%	16%	14%	13%	14%	12%	18%	15%	13%	11%
의료기기	59%	60%	57%	58%	57%	62%	58%	59%	55%	59%	59%	59%
화장품	24%	22%	26%	26%	28%	24%	27%	27%	22%	25%	27%	29%
기타	2%	3%	1%	-1%	1%	1%	2%	2%	4%	1%	1%	1%
% YoY												
의약품	5%	14%	36%	62%	30%	19%	22%	8%	18%	28%	19%	12%
내수	5%	43%	33%	58%	36%	14%	25%	9%	14%	34%	20%	10%
수출	7%	-18%	42%	67%	22%	130%	118%	106%	26%	20%	18%	16%
의료기기	81%	98%	51%	35%	33%	33%	46%	43%	42%	62%	39%	33%
내수	72%	94%	59%	43%	29%	29%	29%	29%	45%	64%	29%	14%
수출	106%	109%	34%	20%	41%	145%	195%	178%	36%	58%	64%	70%
화장품	58%	55%	108%	62%	65%	47%	47%	47%	29%	69%	50%	41%
내수	30%	32%	126%	37%	28%	28%	28%	28%	4%	50%	28%	24%
수출	82%	72%	98%	77%	87%	157%	158%	155%	5%	82%	63%	49%
기타	2%	90%	-73%	-125%	-8%	-72%	122%	-403%	39%	-49%	36%	-38%
지역												
내수	71.6	88.7	84.9	83.5	91.2	108.9	109.2	109.0	221.0	328.8	418.4	481.4
수출	45.3	51.9	50.5	59.3	71.5	75.3	84.3	92.7	129.1	206.9	323.7	501.5
매출총이익	**85.5**	**107.2**	**109.1**	**109.2**	**120.1**	**139.0**	**157.7**	**155.9**	**251.2**	**411.0**	**572.6**	**761.3**
% YoY	65%	81%	69%	44%	41%	30%	45%	43%	32%	64%	39%	33%
% GPM	73%	76%	81%	76%	74%	75%	82%	77%	72%	77%	77%	78%
영업이익	**44.7**	**55.9**	**61.9**	**51.8**	**63.8**	**68.1**	**92.4**	**76.6**	**126.1**	**214.3**	**300.8**	**420.7**
% YoY	68%	82%	77%	54%	43%	22%	49%	48%	37%	70%	40%	40%
% OPM	38%	40%	46%	36%	39%	37%	48%	38%	36%	40%	41%	43%
지배주주순이익	**36.2**	**47.4**	**49.0**	**43.0**	**45.0**	**82.0**	**64.6**	**48.8**	**92.0**	**175.5**	**240.4**	**371.6**
% YoY	110%	51%	98%	130%	24%	73%	32%	14%	20%	91%	37%	55%
% NPM	31%	34%	36%	30%	28%	44%	33%	24%	26%	33%	32%	38%

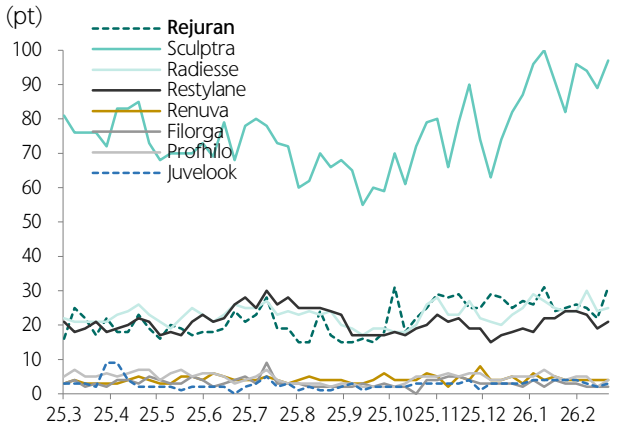
자료: 하나증권

도표 2. 파마리서치의 최근 1년 전세계 구글 트렌드



자료: Google Trends, 하나증권

도표 3. 파마리서치의 최근 1년 미국 구글 트렌드



자료: Google Trends, 하나증권

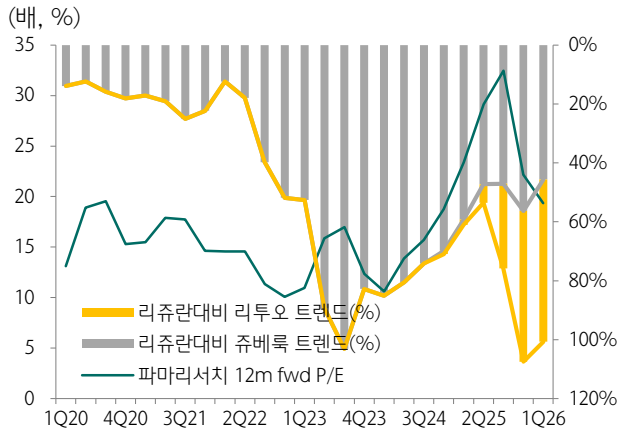
도표 4. 리쥬란코스메틱, 3월 미국 세포라 온/오프라인 입점

자료: 세포라/리쥬란코스메틱 인스타그램 계정, 하나증권

도표 5. 리쥬란코스메틱, 중국 세포라 1월 온라인, 3월 오프라인 입점

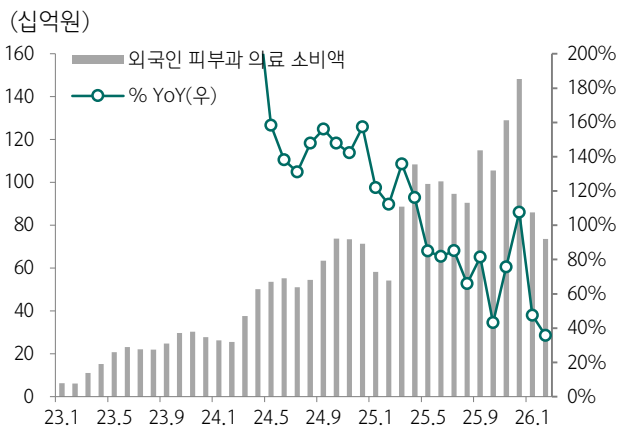
자료: 언론종합, 하나증권

도표 6. 쥬베룩, 리투오 트렌드 지표와 파마리서치 밸류에이션 추이



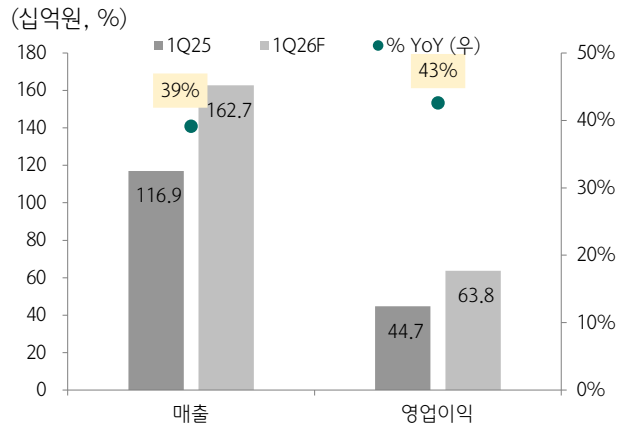
자료: 네이버데이터랩, 하나증권

도표 7. 방한 외국인 피부과 의료 소비액 추이



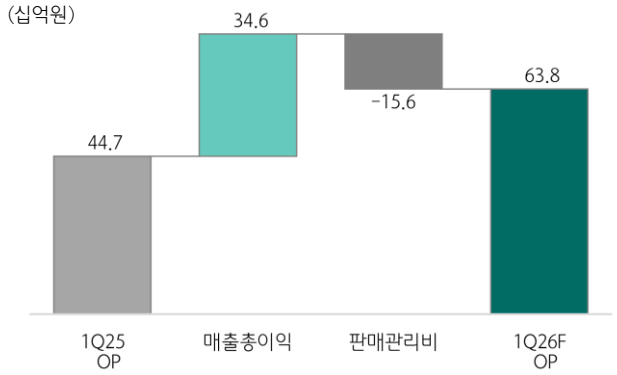
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 8. 파마리서치의 1Q26F 연결 실적 추정



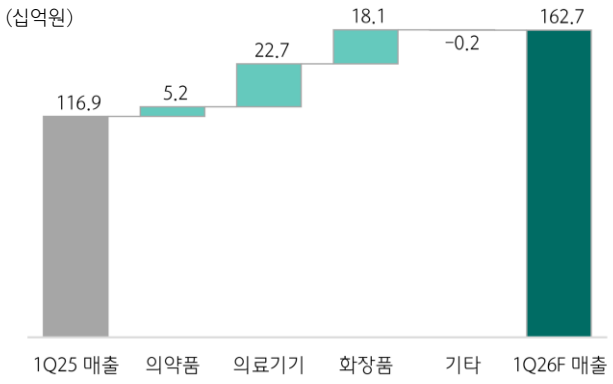
자료: 하나증권

도표 9. 파마리서치의 1Q26F 손익 변동 추정



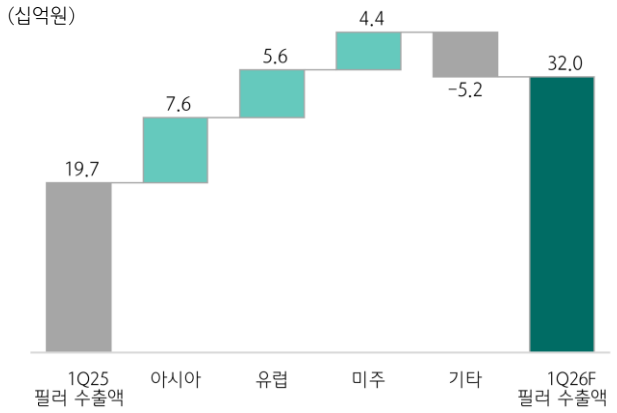
주: 판매관리비 1Q25 407억원 → 1Q26F 563억원 (+156억원)
자료: 하나증권

도표 10. 파마리서치의 1Q26F 부문별 매출 변동



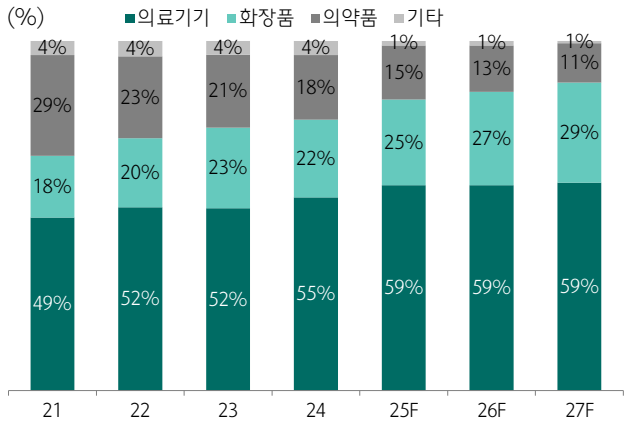
자료: 하나증권

도표 11. 파마리서치의 1Q26F 지역별 의료기기 수출 추이



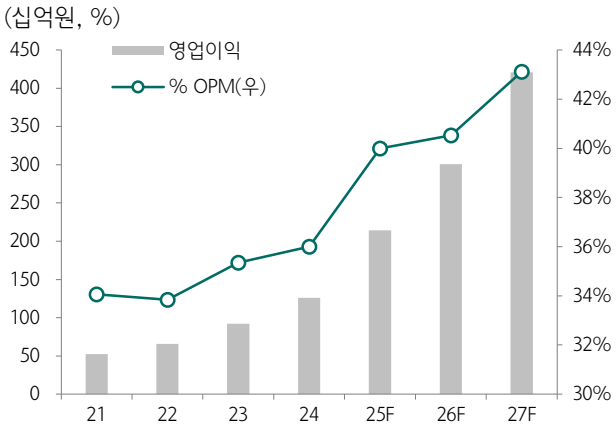
자료: 하나증권 추정

도표 12. 파마리서치의 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 13. 파마리서치의 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 14. 리쥬란 미국 아마존 주요 제품

아마존 주요 제품					
제품명	턴오버 앰플, c-PDRN	퍼펙트 V 타이터 듀얼시트 마스크	어드밴스드 인텐시브 피그먼트 코렉터	뉴트리티브 크림, c-PDRN	어드밴스드 스카 겔
용량	50ml	4매	30ml	50ml	40ml
리뷰수	1,306건	336건	184건	180건	117건
평점	4.4	4.6	3.8	4.5	4.2
가격	$52.00	$28.00	$72.00	$54.00	$55.00
이미지					

제품명	액티브 크림 인핸스드	리밸런싱 토너	모이스처 트리트먼트 마스크	모이스처 버블 클렌징 워터	리프레싱 에멀젼
용량	50ml	120ml	5매	45ml	45ml
리뷰수	111건	86건	77건	75건	72건
평점	4.6	4.6	4.4	4.6	4.4
가격	$42.00	$39.00	$18.00	$25.00	$44.00
이미지					

자료: 아마존, 하나증권
주: 리뷰수는 출시 이후 누적 수치

도표 15. 리쥬란 일본 큐텐 주요 제품

큐텐 주요 제품					
제품명	PDRN 턴 오버 앰플	PDRN 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 앰플	듀얼 이펙트 앰플	턴오버 크림 인핸스드	턴오버 마스크
용량	10ml	30ml	30ml	50ml	5매*2
리뷰수	5,044건	3,997건	3,110건	2,925건	2,367건
평점	4.6	4.8	4.7	4.6	4.8
가격	¥2,613	¥3,080	¥6,513	¥3,630	¥2,530
이미지					

제품명	턴오버 액티브 크림	리밸런싱 토너	더마힐러 모이스처 트리트먼트 마스크	UV 프로텍션 크림 PDRN	뉴트리티브 크림 PDRN
용량	50ml	120ml	5매	40ml	50ml
리뷰수	2,479건	1,823건	940건	781건	645건
평점	4.7	4.7	4.8	4.6	4.7
가격	¥2,776	¥3,100	¥2,130	¥3,038	¥4,460
이미지					

자료: 큐텐, 하나증권
주: 리뷰수는 출시 이후 누적 수치

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**261.0**	**350.1**	**535.7**	**742.1**	**975.6**
매출원가	70.8	98.9	124.7	169.5	214.3
매출총이익	190.2	251.2	411.0	572.6	761.3
판관비	98.0	125.2	196.7	271.8	340.7
영업이익	**92.3**	**126.1**	**214.3**	**300.8**	**420.7**
금융손익	11.7	(15.8)	0.5	6.3	7.9
종속/관계기업손익	0.7	6.0	3.6	4.0	4.7
기타영업외손익	(3.9)	(0.4)	(0.1)	(0.4)	(0.4)
세전이익	**100.7**	**115.8**	**218.3**	**310.6**	**432.9**
법인세	23.4	26.9	50.8	74.6	61.2
계속사업이익	77.3	88.9	167.5	236.1	371.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**77.3**	**88.9**	**167.5**	**236.1**	**371.6**
비지배주주지분 순이익	0.7	(3.1)	(5.8)	(8.2)	(13.0)
지배주주순이익	**76.6**	**92.0**	**175.5**	**240.4**	**371.6**
지배주주지분포괄이익	77.6	94.0	173.4	244.4	384.8
NOPAT	70.8	96.8	164.4	228.6	361.1
EBITDA	104.3	139.7	226.9	313.4	433.7
성장성(%)					
매출액증가율	33.98	34.14	53.01	38.53	31.46
NOPAT증가율	33.58	36.72	69.83	39.05	57.96
EBITDA증가율	36.34	33.94	62.42	38.12	38.39
영업이익증가율	40.06	36.62	69.94	40.36	39.86
(지배주주)순익증가율	88.67	20.10	90.76	36.98	54.58
EPS증가율	86.42	15.06	75.46	37.61	54.60
수익성(%)					
매출총이익률	72.87	71.75	76.72	77.16	78.03
EBITDA이익률	39.96	39.90	42.36	42.23	44.45
영업이익률	35.36	36.02	40.00	40.53	43.12
계속사업이익률	29.62	25.39	31.27	31.82	38.09

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**256.5**	**554.5**	**685.9**	**891.5**	**1,226.2**
금융자산	167.9	452.2	555.8	725.1	1,012.0
현금성자산	67.2	165.3	195.3	275.3	460.1
매출채권	31.4	38.5	50.0	62.5	75.0
재고자산	50.2	57.3	71.7	93.2	125.8
기타유동자산	7.0	6.5	8.4	10.7	13.4
비유동자산	**278.8**	**301.2**	**328.8**	**362.6**	**398.2**
투자자산	103.0	88.2	100.4	114.0	129.4
금융자산	86.3	67.4	68.6	70.0	71.6
유형자산	123.1	147.3	165.9	188.7	211.2
무형자산	**32.0**	**33.4**	**30.2**	**27.5**	**25.3**
기타비유동자산	**20.7**	**32.3**	**32.3**	**32.4**	**32.3**
자산총계	**535.3**	**855.7**	**1,014.7**	**1,254.1**	**1,624.4**
유동부채	**65.9**	**82.8**	**84.4**	**95.5**	**101.4**
금융부채	33.0	16.7	4.6	3.3	2.6
매입채무	2.8	11.1	17.0	23.5	30.9
기타유동부채	30.1	55.0	62.8	68.7	67.9
비유동부채	**7.2**	**203.4**	**206.9**	**210.7**	**215.0**
금융부채	**1.3**	**197.0**	**197.0**	**197.0**	**197.0**
기타비유동부채	5.9	6.4	9.9	13.7	18.0
부채총계	**73.1**	**286.3**	**291.3**	**306.2**	**316.4**
지배주주지분	**433.1**	**539.4**	**699.3**	**932.2**	**1,305.3**
자본금	**5.2**	**5.3**	**5.3**	**5.3**	**5.3**
자본잉여금	175.4	197.3	197.3	197.3	197.3
자본조정	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
기타포괄이익누계액	(3.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
이익잉여금	260.8	343.1	503.0	735.9	1,109.0
비지배주주지분	**29.1**	**30.0**	**24.1**	**15.7**	**2.7**
자본총계	**462.2**	**569.4**	**723.4**	**947.9**	**1,308.0**
순금융부채	(133.6)	(238.6)	(354.2)	(524.8)	(812.4)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,481	8,608	15,104	20,785	32,134
BPS	42,415	46,558	60,868	81,005	113,271
CFPS	10,268	14,022	19,092	26,745	36,692
EBITDAPS	10,188	13,065	19,521	27,097	37,504
SPS	25,506	32,745	46,099	64,169	84,359
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
주가지표(배)					
PER	14.64	30.49	26.68	15.40	9.96
PBR	2.58	5.64	6.62	3.95	2.83
PCFR	10.66	18.72	21.11	11.96	8.72
EV/EBITDA	9.84	18.26	16.80	11.59	7.68
PSR	4.29	8.02	8.74	4.99	3.79
재무비율(%)					
ROE	19.71	18.93	28.34	29.47	33.22
ROA	15.11	13.23	18.77	21.19	25.82
ROIC	38.65	46.79	71.72	87.86	117.48
부채비율	15.81	50.27	40.27	32.30	24.19
순부채비율	(28.90)	(41.90)	(48.96)	(55.37)	(62.11)
이자보상배율(배)	30.88	27.20	27.61	40.04	56.29

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**64.9**	**138.1**	**174.8**	**234.1**	**352.4**
당기순이익	77.3	88.9	167.5	236.1	371.6
조정	18.3	48.8	12.3	12.2	12.6
감가상각비	12.0	13.6	12.6	12.6	13.1
외환거래손익	0.1	(1.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)
지분법손익	(0.7)	(6.0)	0.0	0.0	0.0
기타	6.9	42.5	0.0	(0.0)	0.1
영업활동자산부채변동	(30.7)	0.4	(5.0)	(14.2)	(31.8)
투자활동 현금흐름	**(44.7)**	**(225.5)**	**(113.7)**	**(135.3)**	**(150.3)**
투자자산감소(증가)	(28.0)	48.1	(12.4)	(13.7)	(15.5)
자본증가(감소)	(12.1)	(36.4)	(28.0)	(32.7)	(33.3)
기타	(4.6)	(237.2)	(73.3)	(88.9)	(101.5)
재무활동 현금흐름	**(20.5)**	**191.6**	**(25.5)**	**(12.7)**	**(12.2)**
금융부채증가(감소)	(32.5)	179.3	(12.0)	(1.3)	(0.8)
자본증가(감소)	17.9	22.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.7	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(6.6)	(9.7)	(13.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	**(0.2)**	**104.2**	**18.4**	**80.0**	**184.8**
Unlevered CFO	105.1	149.9	221.9	309.3	424.4
Free Cash Flow	52.9	101.7	146.8	201.4	319.1

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

파마리서치

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.18	BUY	480,000		
26.1.28	BUY	690,000	-48.57%	-22.61%
26.1.26	담당자 변경		-	-
24.12.20	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 3월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김다혜)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김다혜)는 2026년 3월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.76%	3.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 03월 18일