파마리서치 (214450)

1Q26 Re: 살짝 약한 리쥬란 수출 커버하는 화장품 강세

BUY (유지)

목표주가(12M)	480,000원
현재주가(5.08)	341,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,181.12
52주 최고/최저(원)	711,000/282,500
시가총액(십억원)	3,542.9
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	10,389.6
60일 평균 거래량(천주)	139.0
60일 평균 거래대금(십억원)	52.7
외국인지분율(%)	8.08
주요주주 지분율(%)	
정상수 외 7 인	34.92

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	674.0	820.8
영업이익(십억원)	271.4	331.7
순이익(십억원)	218.2	269.5
EPS(원)	18,767	23,155
BPS(원)	77,186	98,151

Stock Price

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	350.1	536.3	666.5	846.0
영업이익	126.1	214.4	274.3	368.3
세전이익	115.8	216.5	288.7	385.3
순이익	92.0	165.1	211.2	283.6
EPS	8,608	14,209	18,266	24,523
증감율	15.06	65.07	28.55	34.25
PER	30.49	28.36	16.62	12.38
PBR	5.64	6.76	4.07	3.06
EV/EBITDA	18.26	16.59	9.18	6.34
ROE	18.93	26.88	27.24	28.24
BPS	46,558	59,603	74,519	99,140
DPS	1,100	3,700	3,700	3,700

Analyst 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

1Q26 Review: 살짝 약한 리쥬란 수출 커버하는 화장품 강세

파마리서치는 1Q26 매출 1,461억원(YoY+25%), 영업이익 573억원(YoY+28%, 영업이익률 39%) 달성, 내부 목표대비 약한 수출 의료기기를 화장품 강세로 메워 컨센서스 부합했다. **내수 의료기기**는 584억원(YoY+21%) 기록했다. 1분기는 전통적 비수기로 인바운드 피부과 소비가 QoQ 약 1,100억원 감소했으나, 피부과 외에 성형외과, 치과, 부인과 등 400곳에 추가로 진입해 내국인 수요가 늘어 마케팅비 순액 인식(과거 매출의 약 3% 차감) 감안 시 실제 매출은 성수기 4분기 대비 소폭 성장했다. 2분기 인바운드 피부과 소비 반등으로 QoQ+10% 성장 전망한다. **수출 의료기기**는 211억원(YoY flat)으로 중국 둔화는 예상 범위 내였으나 일본 리오더가 늦어져 아시아 매출 기대를 하회, 유럽은 1분기 20억원 선적 후 예상보다 빠른 리오더에 연간 100억원 전망한다. 전쟁 중에도 긍정적인 중동 런칭 반응까지 더해져 2분기 수출 의료기기 QoQ+25% 이상 기대된다. 내수 의약품은 리쥬비넥스 크림의 약세로 112억원(YoY+6%), 수출 의약품은 200유닛 중심 믹스 개선에 102억원(YoY+55%), 화장품은 외국인이 견인해 수출 269억원(YoY+56%), 내수 153억원(YoY+43%) 기록했다.

동종진피 ECM은 강력하지만 리쥬란도 솟을 구멍이 있다

동종진피 ECM 인젝터블이 새로운 스킨부스터 카테고리로 자리를 잡으며 파마리서치의 12m fwd P/E가 하향조정 됐으나, 최근 심화된 ECM 제품간 경쟁이 기회로 작용하고 있다. 시판 ECM 스킨부스터가 8개로 늘어나며 작년 70만원대에서 지켜졌던 시술가가 후발 제품 중심으로 5~60만원대까지 하락했다. ECM 스킨부스터는 의료기기와 허가 체계가 달라, 시술 시 소비자 동의서를 받고 의사 판단 하에 오프 라벨 시술처럼 진행된다. 마진이 줄어든다면 책임 소재 리스크로 인해 과거 대비 병원의 시술 유인이 약화될 여지가 있다. 카테고리 내 경쟁 심화로 ECM 스킨부스터 시술가가 무너질 경우 리쥬란의 반사 수혜가 기대된다.

리쥬란이라는 브랜드 가치가 견인하는 실적

수출 의료기기 실적이 일본 약세로 기대를 하회해 아쉽지만, 유럽과 중동 런칭 행사와 미국 화장품 오프라인 확장을 통해 리쥬란 브랜드 가치를 확인한 것은 긍정적이다. 새로운 제품에 보수적인 유럽에서 이미 리쥬란을 알고 있는 사용자 비중이 높았던 점과 유통사 도움 없이 미국 세포라에 직접 입점한 점은 높은 브랜드 가치를 증명한다. 구글트렌드로 확인한 리쥬란의 글로벌 인지도는 전세계 1등 스킨부스터 제품인 갈더마의 스컬트라를 바로 뒤에서 추격하고 있다. 의료기기와 화장품의 같은 브랜드명 덕분에 화장품과 의료기기는 서로 사용자 수요로 연결되는 선순환 구조를 갖춰 브랜드 가치 상승 시 동반 성장 가능하다. 파마리서치 2026년 매출 6,754억원(YoY+26%), 영업이익 2,832억원(YoY+32%, 영업이익률 42%)을 전망하며, Target P/E 20.8배 적용해 목표주가 48만원을 유지한다. 현재 시가총액은 약 3조 5천억원으로 당사 추정치 기준 12m fwd P/E는 14.8배에 불과하다.

도표 1. 파마리서치의 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
연결 매출	**116.9**	**140.6**	**135.4**	**143.4**	**148.2**	**166.0**	**173.0**	**179.4**	**350.1**	**535.7**	**666.5**	**846.0**
% YoY	56%	69%	52%	39%	27%	18%	28%	25%	34%	53%	24%	27%
% QoQ	13%	20%	-4%	6%	3%	12%	4%	4%				
품목별												
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	24.1	26.2	28.8	26.6	64.5	82.5	105.8	118.7
내수	10.6	13.4	13.3	13.7	15.8	16.8	18.3	16.5	38.2	51.1	67.4	74.2
수출	6.6	7.0	8.6	9.2	8.3	9.4	10.5	10.1	26.3	31.5	38.4	44.5
의료기기	69.5	85.0	76.7	83.2	84.1	100.4	98.4	105.0	193.5	314.4	387.9	516.5
내수	48.3	60.7	57.2	59.7	60.3	71.8	67.6	70.6	137.4	225.9	270.3	333.0
수출	21.2	24.3	19.6	23.6	23.8	28.6	30.8	34.4	56.2	88.6	116.5	183.6
화장품	27.9	30.8	35.2	37.6	38.0	38.1	42.6	44.9	77.7	131.5	163.6	204.4
내수	10.7	11.3	13.2	12.0	12.4	13.1	15.4	14.0	31.4	47.2	55.0	64.2
수출	17.2	19.5	21.9	25.6	25.5	25.0	27.1	30.9	46.3	84.3	108.5	140.2
기타	2.4	4.4	1.5	-1.0	2.0	1.2	3.2	2.9	14.3	7.2	9.2	6.4
비중 의약품	15%	15%	16%	16%	16%	16%	17%	15%	18%	15%	16%	14%
의료기기	59%	60%	57%	58%	57%	61%	57%	59%	55%	59%	58%	61%
화장품	24%	22%	26%	26%	26%	23%	25%	25%	22%	25%	25%	24%
기타	2%	3%	1%	-1%	1%	1%	2%	2%	4%	1%	1%	1%
% YoY												
의약품	5%	14%	36%	62%	40%	28%	31%	16%	18%	28%	28%	12%
내수	5%	43%	33%	58%	49%	25%	37%	20%	14%	34%	32%	10%
수출	7%	-18%	42%	67%	26%	134%	122%	110%	26%	20%	22%	16%
의료기기	81%	98%	51%	35%	21%	18%	28%	26%	42%	62%	23%	33%
내수	72%	94%	59%	43%	25%	18%	18%	18%	45%	64%	20%	23%
수출	106%	109%	34%	20%	13%	18%	57%	46%	36%	58%	32%	58%
화장품	58%	55%	108%	62%	36%	24%	21%	19%	29%	69%	24%	25%
내수	30%	32%	126%	37%	17%	17%	17%	17%	50%	51%	76%	4%
수출	82%	72%	98%	77%	48%	128%	124%	120%	72%	35%	40%	55%
기타	2%	90%	-73%	적전	-17%	-73%	110%	흑전	39%	-49%	27%	-31%
지역												
내수	71.6	88.7	84.9	83.5	89.5	102.7	103.4	102.9	221.0	328.8	398.6	477.7
수출	45.3	51.9	50.5	59.3	58.7	63.2	69.6	76.5	129.1	206.9	266.9	373.7
매출총이익	**85.5**	**107.2**	**109.1**	**109.4**	**108.9**	**124.3**	**146.9**	**137.1**	**251.2**	**411.2**	**517.2**	**664.1**
% YoY	65%	81%	69%	45%	27%	16%	35%	25%	32%	64%	26%	28%
% GPM	73%	76%	81%	76%	73%	75%	85%	76%	72%	77%	78%	79%
영업이익	**44.7**	**55.9**	**61.9**	**51.9**	**58.6**	**61.0**	**88.5**	**66.1**	**126.1**	**214.4**	**274.3**	**368.3**
% YoY	68%	82%	77%	54%	31%	9%	43%	27%	37%	70%	27%	35%
% OPM	38%	40%	46%	36%	40%	37%	51%	37%	36%	40%	41%	44%
지배주주순이익	**36.2**	**47.4**	**49.0**	**32.6**	**39.4**	**72.0**	**56.7**	**42.9**	**92.0**	**165.1**	**211.2**	**283.6**
% YoY	110%	51%	98%	74%	9%	52%	16%	32%	20%	79%	28%	34%
% NPM	31%	34%	36%	23%	27%	43%	33%	24%	26%	31%	32%	34%

자료: 하나증권

도표 2. 파마리서치 컨퍼런스콜 정리 ①

구분	내용
1Q26 Review	**1Q26 Review** - 매출 1,461억원(YoY+25%), 영업이익 573억원(YoY+28%, OPM 39%) - 판관비 내역 4Q25와 크게 달라지지 않음, 급여 줄었고 광고비 늘었음 1) 내수 의료기기 584억원(QoQ-2%) - 마케팅 비용 순익 인식으로 전체 매출은 전분기 유사, 내부적으로는 소폭 성장했다고 판단 - 1Q26 방한 외국인 피부과 소비액 감소로 외국인 기여도 4Q25대비 감소, 1~2월 위축되었으나 3월 회복 - 1Q26 진료과 400개처 증가, 내국인 수요 확대로 offset됨 - ECM 스킨부스터 경쟁 심화로 시술단가 6~70만원 → 5~60만원대로 하락해 병원 수익성 저하 - 허가 특성상 의료기기나 의약품과 달라 병원과 회사의 책임소재 불명확, 수익성 감소 시 리쥬란 우호적 2) 내수 화장품 153억원(QoQ+26%) - 외국인 단체 관광객 수혜로 성장, 의료관광객과 다르게 올리브영과 면세점, 약국에서 기념품 사는 수요 - 기본적으로 관광객 많이 몰리는 지역에서 매출 증가 - 최근 올리브영 SKU 증가, 리쥬비에스, 리쥬더마 등 신규 매출 증가하며 상당히 긍정적 트렌드 3) 내수 의약품 112억원(QoQ-19%) - 잘 못했음. 리쥬비넥스 크림 성장 더디고, 요양병원 판매량 더뎌짐 - 빠른 회복을 위해 노력하고 있음 4) 수출 의료기기 211억원(QoQ-10%) - 사업계획 대비 소폭 미달 - 3Q25부터 중국과 일본 둔화. 중국은 구조적 위축으로 사업계획 반영했으나, 일본은 리오더 늦어지며 계획대비 하회 - 아시아 slow down을 중동으로 만회하려 했는데 중동전쟁 여파로 만회가 안됨 - 그러나 1Q26 유럽향 초도물량 선적 잘 되었고, K뷰티 확장에 힘입어 연초 소통한 100~120억원 매출 달성 무난할 것 - 당초 1, 4, 7, 10월 선적 예정이었는데 추가 주문 나오면서 리오더 시점이 앞당겨짐 - 유럽 외 중동도 사업 시작, 초반 반응 긍정적이라 2Q 좀 더 점진적 확장 기대 5) 수출 화장품 269억원(QoQ+5%) - 사업계획 상회, 동남아 온라인몰 쇼피 잘 진행되었음 - 중국, 미국 세포라 입점. 중국은 계획대로 300개 매장 입점, 미국은 3월 380개 매장 입점. 세포라 초도 원래 작게 감 - 수출 가속 기대: 1) 미국 매장 확장 – 코스트코, 얼타 등 기타 오프라인 채널, 2) 지역 확장 – 캐나다, 동남아 계획 상회 6) 수출 의약품 102억원(QoQ+11%) - 믹스 개선에 의한 증가. 가격 비싼 200유닛 비중이 올라가며 매출 늘어남 **2Q26 Update** - 매출액 하이싱글 성장 기대 - 내수 의료기기 QoQ+10% - 수출 의료기기 QoQ+25% - 내수, 수출 화장품 모두 성장하나 얼마나 더 상회할지 가늠이 안되어 추후 업데이트 드릴 것 (cf. 2026G: 매출 +25%, 내수 의료기기 +20%, 수출 의료기기 +30%, 내수 화장품 +10%, 수출 화장품 +20%)
2026년 가이던스	**2026년 매출 탑라인 +25% 이상** **의료기기: 내수 +20%, 수출 +30%** - 내수 20% 성장은 내국인 기준이고 외국인 인바운드 추가 성장 시 더 상회할 여지 있음 - 7~80% 매출이 피부과에서 창출, 비에스테틱 채널 중에서 성형외과 판매처 침투율 예정 - 회사는 쥬베룩, PN제네릭과 마찬가지로 ECM이 회사의 경쟁력 약화시킨다고 보지 않으며 판가조정 없음 (ECM 진출 계획도 X) **화장품: 내수 +10%, 수출 +20%** - 올리브영+면세 비중 80%로 중국인 관광객 효과가 의료기기보다 화장품 내수에서 클 것으로 봄, SKU 확장예정 - 수출은 중국>일본>미국 순, 오프라인 채널 확장으로 성장할 것. 동남아 지역은 쇼피를 통해 온라인 확장예정 - 유럽 화장품 진출도 올해 안에 진행 예정

자료: 하나증권

도표 3. 파마리서치 컨퍼런스콜 정리 ②

구분	내용
Q&A	[Q&A] **Q. 마케팅 순액 인식, 기존 내수 의료기기 매출의 2.5% 정도 차감해서 계산하면 맞는지?** A. 맞음. 리쥬란 포인트 어워드 소비자에게 돌려주는 것이라 대략적으로 그 정도 보면 됨 **Q. 의료과 확장은 어느 과, 기여도는 얼마 정도이고 얼마나 더 나올 수 있다고 보는지?** A. 가장 주 타겟은 피부과에 집중된 것을 성형외과나 기타 의원급으로 늘리려 노력 PN의 확장성은 여러 쪽에서 다른 과까지, 치과나 부인과까지도 확장하려 하고 있음 1Q 기여도는 디테일하게 확보 못함. 다만 올해 내수 의료기기 매출 성장 +25% 목표 중 상당수가 신규 과 포함 **Q. 의료기기 수출이 부진한 것 말씀해주셨는데, VIVACY향이 말했던 대로 20억 맞는지?** A. 맞음. 1Q 1월에 20억 찍혀서 나감. 2Q 기여 지역은 유럽, 중동, 그리고 기타 아시아도 여전히 성장 큼 **Q. 중동은 요새 2Q면 타격이 있는 것 아닌지?** A. 사실 1Q에도 중동 런칭 계획, 행사 있었는데 일부는 못 가고 일부는 나감. 1Q보다는 2Q가 조금 더 낫다고 함 **Q. 4Q때 의료기기 내수 안좋았던 이유가 클리닉과의 가격 갈등 있었다던데, 현재는 내수 가격 변동은 없는지?** A. 저희 가격 정책은 바뀌지 않았고 계속 유지 중 **Q. 리쥬란이 아이코닉한 시술이 되고 있다고 느끼셨다고 했는데, 어디서 느끼셨는지? 수출로는 체감이 어려운데?** A. 저희가 큰 확신 가졌던 것 중 하나는 유럽 런칭. 아픈 것 싫어하고 새로운 것에 보수적인 시장인데 반응이 좋음. 새로운 에스테틱 제품이라고 관심을 갖는 분들도 있지만 제품에 대해 이미 알고 오는 분들의 비중 높음 두번째는 미국 화장품 확장. 세포라 입점할 때 저희는 국내 기업 도움없이 단독으로 세포라 입점해서 런칭 우연히 올리브영이 K뷰티 섹션으로 세포라 입점하며 리쥬란도 편입 제안해 시너지 발생. 브랜드 입점 요청 증가 중 **Q. 올해 목표 25% 공격적이지 않은지?** A. 수출 의료기기는 25% 성장이면 약 260억원 정도로 전 최고점 수준. 유럽 반응 상당히 긍정적이기에 현실성 있다고 봄 내부에서는 잘했다고 평가하나 시장 기대치 미달로 보는 주가 움직임이 나와서 아예 2Q 목표 구체적으로 공개한 것 **Q. 2Q26 방향성, 내수 의료기기는 외국인 지출 증가에 수출 의료기기는 유럽. QoQ로 올라간다고 보면 되는지?** A. 의도와 현황을 구분해서 말씀드려야 할 것. 저희 의도는 수출 의료기기에서 QoQ 성장 화장품과 의약품 flat하게 보는게 어떨까 싶음. 화장품이 계획보다 잘 되고 있음 실제 업황에서는 화장품에 대한 업사이드가 좀 더 열려있음 **Q. IR자료 숫자 확인, 품목별로 지역별 Breakdown, 1Q26 의료기기 유럽 35% 맞는지?** A. 유럽 35% 맞음. VIVACY와 기타 유럽의 차이 때문. 서유럽 뿐만 아니라 기존에 이미 동유럽 사업 진행 중이었음 매출 원장 기준으로 분리해서 35% 나오고 있음 **Q. 해외에서 단가 인상은 계획이 없는지?** A. 판가 터치는 역효과 있어서 고려하지 않음. 국내 대비 해외 경쟁이 우호적이라 단가를 올릴 수 있는 톡신과 달리 리쥬란은 대체품 없는 오리지널 제품으로 이미 해외 허가 받아놓은 상황에서 단가 차이 두면 원치 않는 유통 발생 작년에 실제로 특정 지역 유통사가 계약 외 타 지역까지 넘어가 가격구조 망가짐. 그래서 단가 차이 최소화 다만 사업구조의 수익성은 장기 플랜 존재. 주요 거점 국가, 매출 일정 수준 이상 증가하는 곳은 직접 진출할 계획 중국이나 유럽, 미국 지역은 어느정도 시장규모 올라온 이후는 직접 영업 **Q. 화장품에서 미국 화장품 매출에 클리닉 리쥬란, 아마존 화장품, 오프라인도 들어가는데 비중 어떻게 되는지?** A. 미국 클리닉향 화장품은 3Q이후로 flat, 4~50억대로 알고있는데 점검 필요하나 flat 한 상황 그 이후 늘어난 게 아마존과 오프라인 이제 막 시작한 것이라 봐야 함. 세포라는 원래 초도 물량이 크지 않다고 함 미국은 기존 클리닉 60%, 온라인 40%에서 오프라인이 추가되었다고 보면 될 것 **Q. 오프라인, 미국이나 유럽에서 추가로 들어가실 예정 있는지?** A. 생각보다 많은 기회들이 주어진 것 같음. 이번 미국 들어가면서. 상당히 적극적으로 화장품 오프라인, 온라인까지 확장해서 좋게 보고 있음 가시성 있게 보는 건 올해 연내에도 몇 건 더 있을 것 같은데 아직 협상 중이라 추후 업데이트 드릴 것 **Q. 동남아 쇼피향 화장품 매출 증가, 이건 소비자가로 인식되는지?** A. 쇼피는 셀아웃 기준으로 수익 인식하는 것으로 알고 있고, 이에 대한 수수료를 내는 것으로 알고 있음 미국만큼 수익성이 국내 화장품보다는 좋음. 내수 화장품 사업부 영업이익률 2~30%, 그보단 좀 더 잘 나오는 수준 **Q. 화장품은 이전에 엣지가 약하고 가격대도 살짝 애매하다 말씀해주셨는데, 지금은 무엇이 엣지라고 생각하시는지?** A. 과거 히스토리 생각하면 의료기기 리쥬란도 한국시장 안착할 때 병원에서 많은 챌린지 있었다고 함 처음 들어보는데 비싸게 팔아서 뭐하나, 였는데 장기간의 노력으로 프리미엄 시술로 자리잡고 판가 걱정 없이 사업 진행 화장품도 일단 브랜딩. 리쥬란 브랜드 가치 장기간 소비자에게 세뇌시킨 영향. 같은 용량대비 가장 비싼 화장품 중 하나 장기간에 걸쳐 소비자에게 익숙한 브랜드가 만들어지고 있어 거기서 오는 경쟁력이라 보고 있음

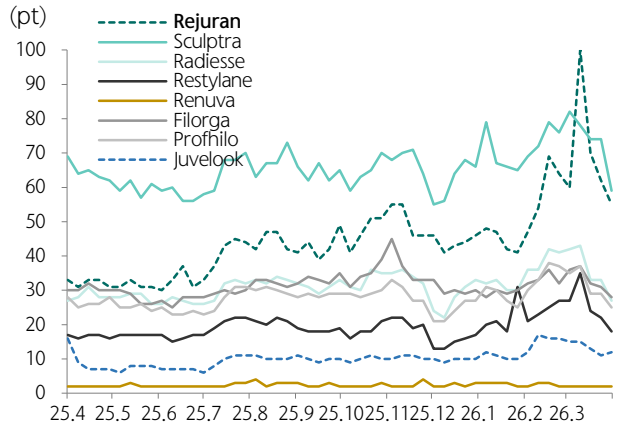
자료: 하나증권

도표 4. 파마리서치 컨퍼런스콜 정리 ③

구분	내용
Q&A	**Q. 화장품 사업 마진이 좋아진 건 마케팅비 절감 영향인지?** A. 지급수수료 요율 낮아지는 영향. 규모의 경제는 관련 투자 고민하고 있으나 아직 실현되긴 이른 시점 **Q. GPM 70% 후반대, 화장품 늘어나면서 마진 내려가는 우려는 이제 없다고 보면 되는지?** A. 과거 브랜드 인지도 쌓고자 홈쇼핑 하면서 GPM 하락, 제품 매출 늘면서 올리브영. 면세점 수수료 부담 줄고 있고 해외는 국내보단 수수료 부담이 적기 때문에 마진 개선 효과가 좀 있는 걸로 판단 의료기기 마진이 좋아서 화장품 늘어나면 GPM 내려갈 수 있지만, 계획으로는 GPM 흔들릴 정도로 차지 나진 않을 것 현재는 GPM 70% 후반, OPM 30% 후반에는 큰 변화 없을 것으로 봄 **Q. 혹시 중동때문에 화장품 원료 수급에 문제가 있을 수 있는지?** A. 저희는 없음 **Q. 영업외 이익 많이 나왔는데 내용이 뭔가요?** A. 금융상품 투자인데, 이자수익 외에는 특이사항 없음 Q. 판관비가 1Q치고 많이 올라온 것 같은데, 1Q엔 어디서 많이 늘었고 이 추세 연간으로 이어질지? A. 절대적 판관비 매출 연동해서 늘어나고 있고, 1Q 광고비가 가장 많이 늘었음 국내 및 아시아 지역 곳곳에서 광고 늘리는 중이라 광고비 꾸준하게 올라가는 모습 가장 크게 보일 것 **Q. TV광고 하고 있는데, 광고비 얼마나 나올지?** A. 얼마나 노출되냐 따라 다른데 보통 과거엔 월 10억 정도 나왔기에 유사하게 보면 될 듯 계획상으로는 매출의 퍼센티지로 잡고 있어 영업이익률의 변화는 없을 것으로 보고 있음 **Q. 내수 의약품 슬로우?** A. 연간 25% 달성에는 계획보다 화장품 잘되고 있고, 의약품이 안되고 있어 이런 부분 상쇄하며 진행 중 화장품에 대해서 내부에서 점검 중. 여기서 변화가 생긴다면 더 업데이트 드릴 것 **Q. 리쥬비넥스 크림 반등은 어떤 방안이 있는지?** A. 리쥬비넥스 크림이 잘 되고 있어서 광고도 내고 좀 더 잘 되려고 했는데 저희보다 타사 제품에 도움이 됨 약국 가보니 리쥬올이라는 품목과 비교. 잘 모르는 소비자 입장에서 리쥬비넥스는 일반의약품, 리쥬올은 기능성 화장품 효과를 기재하면 기능성 화장품이 의약품보다 효과있는 것처럼 보임. 그걸 개선하고 있음 그래서 저희도 아예 약국용 화장품 런칭하자 해서 리쥬비에스 런칭, 그런 측면에서 노력하고 있음 **Q. 연말 EBD 출시 계획은 인라인하게 진행될지? 추가 영업사원 필요하진 않나?** A. 신제품 계획은 4Q EBD, 연말/내년초 콜라겐, 내후년 27~28년에 리쥬란 넥스트 제품 나올 예정 현재 영업조직에서 소화 가능하다고 판단, 별도의 조직이나 비용 추가 없이 사업 시작이 가능할 것으로 보고 있음 RF 디바이스는 좋은 제품과 훌륭한 시술 많지만, 여러 제품을 콤비로 쓰는 건 책임소재 때문에 병원 입장에선 부담 존재 한 회사 제품으로 구매하면 부담 적음. PLLA. PDRN 의약품 합산한 프로모션으로 제품간 시너지 강조한 영업 진행 **Q. 이 콜라겐은 어떤 종류?** A. 합성 콜라겐, 저희 연구소에서 만드는 것. Recombinated collagen으로 4년 전에 일본에서 기술이전 받은 제품 **Q. 내년~내후년 신제품은 스킨부스터?** A. 라인업은 모두 스킨부스터가 될 것

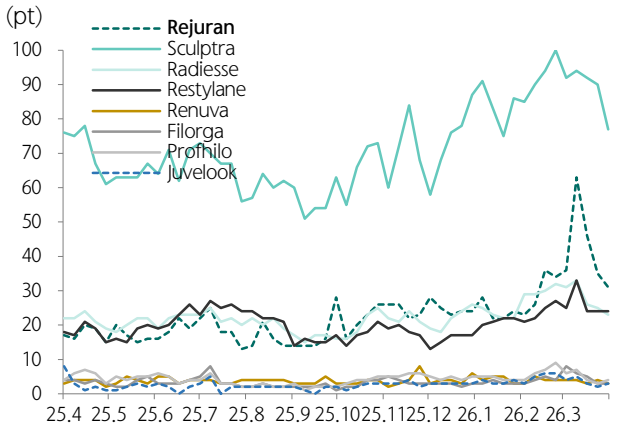
자료: 하나증권

도표 5. 파마리서치의 최근 1년 전세계 구글 트렌드



자료: Google Trends, 하나증권

도표 6. 파마리서치의 최근 1년 미국 구글 트렌드

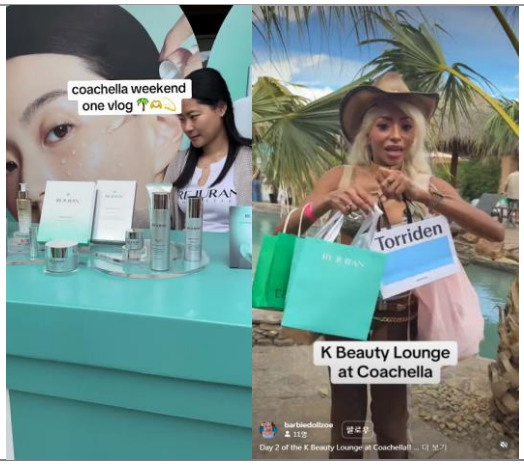


자료: Google Trends, 하나증권

도표 7. 리쥬란코스메틱, 3월 미국 세포라 온/오프라인 입점

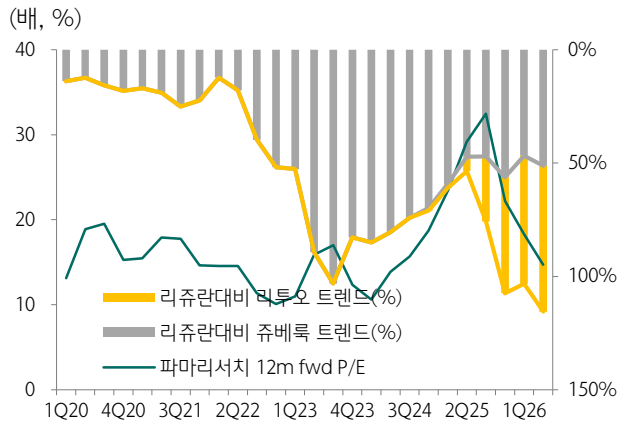
자료: 세포라/리쥬란코스메틱 인스타그램 계정, 하나증권

도표 8. 리쥬란코스메틱, 미국 음악 페스티벌 코첼라 부스 참여



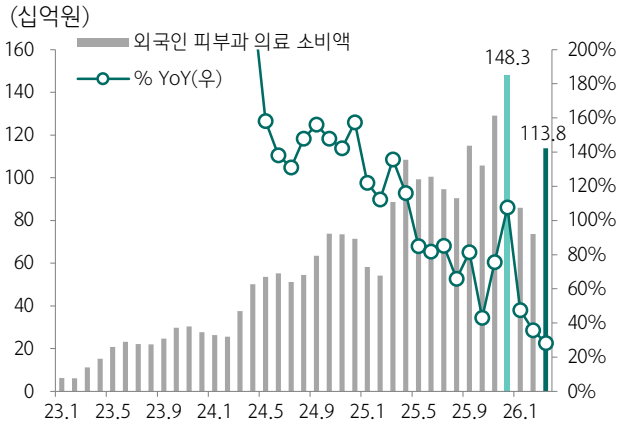
자료: 리쥬란코스메틱 인스타그램 계정, 하나증권

도표 9. 쥬베룩, 리투오 트렌드 지표와 파마리서치 밸류에이션 추이



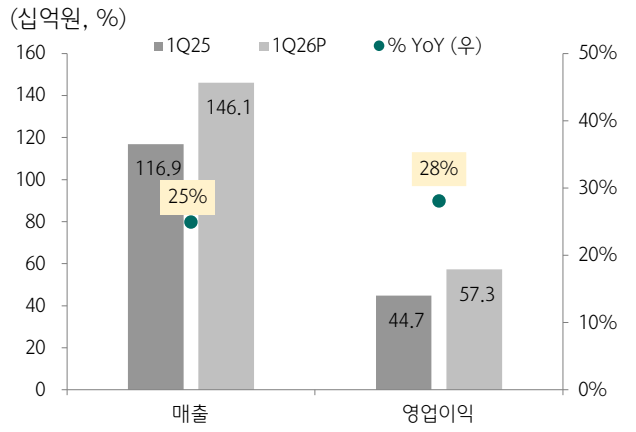
자료: 네이버데이터랩, 하나증권

도표 10. 방한 외국인 피부과 의료 소비액 추이



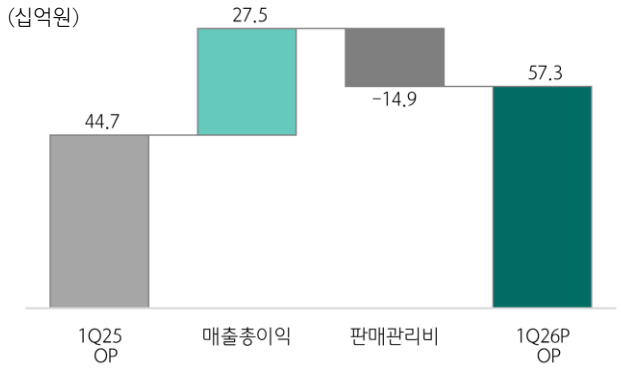
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 11. 파마리서치의 1Q26P 연결 실적



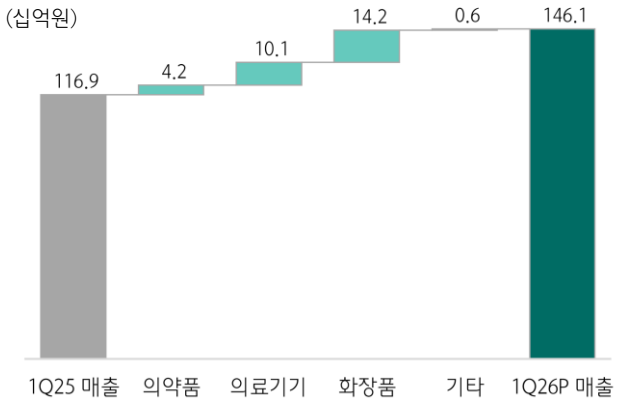
자료: 하나증권

도표 12. 파마리서치의 1Q26P 손익 변동



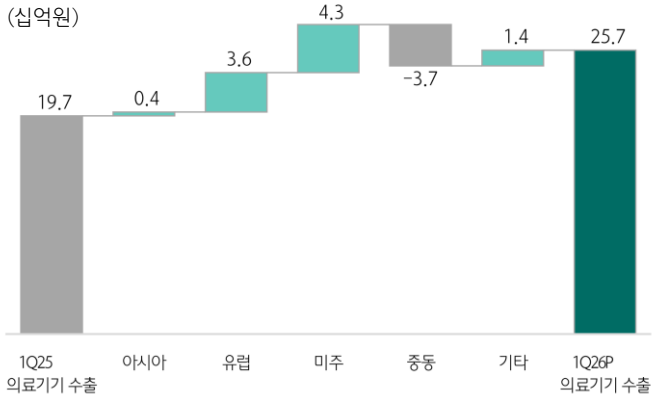
주: 판매관리비 1Q25 407억원 → 1Q26P 556억원 (+148억원)
자료: 하나증권

도표 13. 파마리서치의 1Q26P 부문별 매출 변동



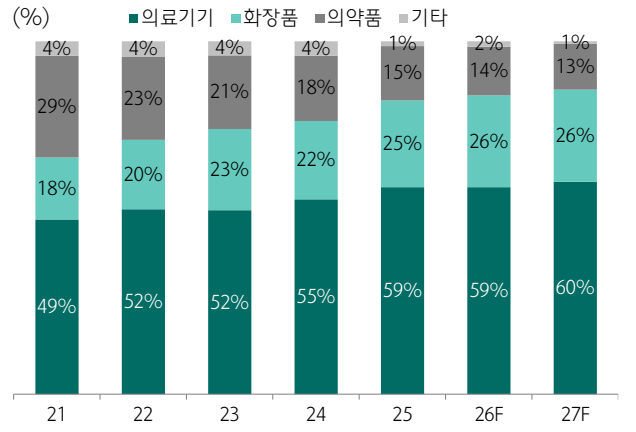
자료: 하나증권

도표 14. 파마리서치의 1Q26P 지역별 의료기기 수출 추이



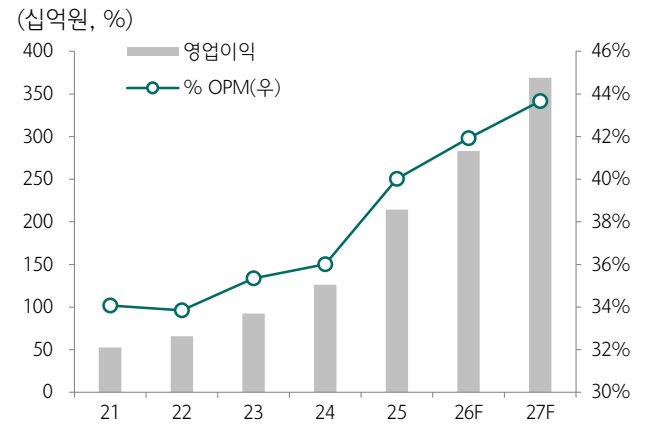
자료: 하나증권

도표 15. 파마리서치의 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 16. 파마리서치의 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 17. 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	1,466건	439건	186건	207건	117건
평점	4.4	4.5	3.9	4.6	4.2
가격	$52.00	$23.00	$72.00	$54.00	$55.00
이미지					

제품명	액티브 크림 인핸스드	리밸런싱 토너	모이스처 버블 클렌징 워터	리프레싱 에멀젼	모이스처 트리트먼트 마스크
용량	50ml	120ml	45ml	45ml	5매
리뷰수	135건	96건	81건	79건	77건
평점	4.6	4.6	4.5	4.2	4.4
가격	$42.00	$39.00	$25.00	$44.00	$18.00
이미지					

자료: 아마존, 하나증권
주: 리뷰수는 출시 이후 누적 수치

도표 18. 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	5,064건	4,017건	3,355건	2,941건	2,578건
평점	4.6	4.8	4.7	4.6	4.8
가격	¥2,728	¥3,850	¥8,250	¥4,620	¥5,250
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	2,574건	1,873건	945건	803건	691건
평점	4.7	4.7	4.8	4.6	4.7
가격	¥4,290	¥3,740	¥2,180	¥3,135	¥5,445
이미지					

자료: 큐텐, 하나증권
주: 리뷰수는 출시 이후 누적 수치

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**261.0**	**350.1**	**536.3**	**666.5**	**846.0**
매출원가	70.8	98.9	125.1	149.3	181.9
매출총이익	190.2	251.2	411.2	517.2	664.1
판관비	98.0	125.2	196.8	242.9	295.9
영업이익	**92.3**	**126.1**	**214.4**	**274.3**	**368.3**
금융손익	11.7	(15.8)	9.2	15.0	17.6
종속/관계기업손익	0.7	6.0	0.4	0.5	0.6
기타영업외손익	(3.9)	(0.4)	(7.5)	(1.2)	(1.2)
세전이익	**100.7**	**115.8**	**216.5**	**288.7**	**385.3**
법인세	23.4	26.9	48.3	69.3	55.9
계속사업이익	77.3	88.9	168.3	219.4	329.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**77.3**	**88.9**	**168.3**	**219.4**	**329.3**
비지배주주지분 순이익	0.7	(3.1)	3.1	4.1	6.1
지배주주순이익	**76.6**	**92.0**	**165.1**	**211.2**	**283.6**
지배주주지분포괄이익	77.6	94.0	165.1	215.3	323.2
NOPAT	70.8	96.8	166.6	208.5	314.8
EBITDA	104.3	139.7	230.2	289.7	383.8
성장성(%)					
매출액증가율	33.98	34.14	53.18	24.28	26.93
NOPAT증가율	33.58	36.72	72.11	25.15	50.98
EBITDA증가율	36.34	33.94	64.78	25.85	32.48
영업이익증가율	40.06	36.62	70.02	27.94	34.27
(지배주주)순익증가율	88.67	20.10	79.46	27.92	34.28
EPS증가율	86.42	15.06	65.07	28.55	34.25
수익성(%)					
매출총이익률	72.87	71.75	76.67	77.60	78.50
EBITDA이익률	39.96	39.90	42.92	43.47	45.37
영업이익률	35.36	36.02	39.98	41.16	43.53
계속사업이익률	29.62	25.39	31.38	32.92	38.92

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	**256.5**	**554.5**	**759.5**	**923.1**	**1,204.1**
금융자산	167.9	452.2	620.4	747.5	978.3
현금성자산	67.2	165.3	175.7	209.7	334.2
매출채권	31.4	38.5	44.5	55.6	66.7
재고자산	50.2	57.3	82.7	107.5	145.1
기타유동자산	7.0	6.5	11.9	12.5	14.0
비유동자산	**278.8**	**301.2**	**284.3**	**311.0**	**341.6**
투자자산	103.0	88.2	51.3	60.6	73.5
금융자산	86.3	67.4	17.9	19.1	20.8
유형자산	123.1	147.3	174.5	195.5	216.1
무형자산	**32.0**	**33.4**	**31.5**	**27.9**	**25.0**
기타비유동자산	**20.7**	**32.3**	**27.0**	**27.0**	**27.0**
자산총계	**535.3**	**855.7**	**1,043.9**	**1,234.1**	**1,545.7**
유동부채	**65.9**	**82.8**	**110.5**	**122.9**	**141.8**
금융부채	33.0	16.7	14.8	12.7	11.5
매입채무	2.8	11.1	11.5	14.3	18.1
기타유동부채	30.1	55.0	84.2	95.9	112.2
비유동부채	**7.2**	**203.4**	**209.5**	**211.0**	**213.1**
금융부채	**1.3**	**197.0**	**203.4**	**203.4**	**203.4**
기타비유동부채	5.9	6.4	6.1	7.6	9.7
부채총계	**73.1**	**286.3**	**320.0**	**334.0**	**354.9**
지배주주지분	**433.1**	**539.4**	**689.4**	**861.9**	**1,146.6**
자본금	**5.2**	**5.3**	**5.3**	**5.3**	**5.3**
자본잉여금	175.4	197.3	193.6	193.6	193.6
자본조정	(4.6)	(4.6)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(3.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
이익잉여금	260.8	343.1	492.1	664.6	949.3
비지배주주지분	**29.1**	**30.0**	**34.5**	**38.3**	**44.2**
자본총계	**462.2**	**569.4**	**723.9**	**900.2**	**1,190.8**
순금융부채	(133.6)	(238.6)	(402.3)	(531.5)	(763.4)

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,481	8,608	14,209	18,266	24,523
BPS	42,415	46,558	59,603	74,519	99,140
CFPS	10,268	14,022	20,116	25,604	33,534
EBITDAPS	10,188	13,065	19,810	25,046	33,188
SPS	25,506	32,745	46,148	57,631	73,152
DPS	950	1,100	3,700	3,700	3,700
주가지표(배)					
PER	14.64	30.49	28.36	16.62	12.38
PBR	2.58	5.64	6.76	4.07	3.06
PCFR	10.66	18.72	20.03	11.85	9.05
EV/EBITDA	9.84	18.26	16.59	9.18	6.34
PSR	4.29	8.02	8.73	5.27	4.15
재무비율(%)					
ROE	19.71	18.93	26.88	27.24	28.24
ROA	15.11	13.23	17.38	18.55	20.41
ROIC	38.65	46.79	70.29	76.57	102.20
부채비율	15.81	50.27	44.21	37.10	29.81
순부채비율	(28.90)	(41.90)	(55.58)	(59.04)	(64.11)
이자보상배율(배)	30.88	27.20	20.63	26.25	35.50

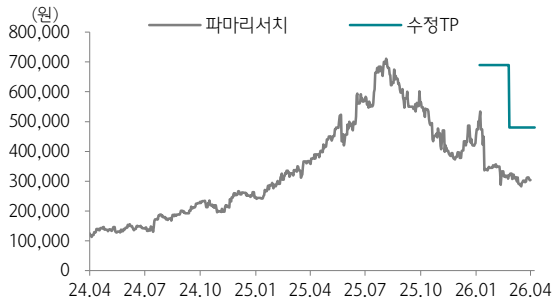
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**64.9**	**138.1**	**183.2**	**225.0**	**326.9**
당기순이익	77.3	88.9	168.3	219.4	329.3
조정	18.3	48.8	39.6	17.7	18.4
감가상각비	12.0	13.6	15.8	15.4	15.6
외환거래손익	0.1	(1.3)	2.4	2.4	2.7
지분법손익	(0.7)	(6.0)	2.5	0.0	0.0
기타	6.9	42.5	18.9	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채변동	(30.7)	0.4	(24.7)	(12.1)	(20.8)
투자활동 현금흐름	**(44.7)**	**(225.5)**	**(155.9)**	**(137.7)**	**(155.5)**
투자자산감소(증가)	(28.0)	48.1	68.3	(9.6)	(13.2)
자본증가(감소)	(12.1)	(36.4)	(29.7)	(32.7)	(33.3)
기타	(4.6)	(237.2)	(194.5)	(95.4)	(109.0)
재무활동 현금흐름	**(20.5)**	**191.6**	**(8.1)**	**(44.9)**	**(39.6)**
금융부채증가(감소)	(32.5)	179.3	4.5	(2.1)	(1.2)
자본증가(감소)	17.9	22.0	(3.7)	0.0	0.0
기타재무활동	0.7	(0.0)	4.5	0.0	0.0
배당지급	(6.6)	(9.7)	(13.4)	(42.8)	(38.4)
현금의 증감	**(0.2)**	**104.2**	**19.2**	**13.6**	**124.5**
Unlevered CFO	105.1	149.9	233.8	296.1	387.8
Free Cash Flow	52.9	101.7	153.4	192.3	293.6

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 5월 11일 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 4월 23일 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	96.73%	3.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 11일