

파마리서치 (214450)

성장은 이어진다. 눈높이만 낮추면

2Q26 Review: 수출이 이끌고 판관비가 늘었다

2026년 2분기 실적은 매출액 1,787억원(+27% YoY)으로 컨센서스 1,680억원을 8% 상회하였고, 영업이익은 665억원(+19% YoY, OPM 37.2%)으로 컨센서스(671억원, 역산 시 OPM 40%)에 부합하였다. 내수 매출은 947억원(+7% YoY)으로, 의료기기 매출액은 645억원(+6% YoY)을 기록했다. 방한 외국인 피부과 수요 회복 및 성수기 효과에도 동사가 계획했던 +10% YoY 성장에는 다소 미달했다. 화장품은 +47% YoY로 외국인 단체관광객 유입에 힘입어 고성장했다. 수출 매출은 840억원(+62% YoY, 매출 비중 47%)으로, 의료기기 수출은 +33% YoY로 역대 최대 분기 수출을 기록했고(유럽 비바시향 매출 1Q 20억원 → 2Q 50억원→3Q 50억원 예상), 화장품 수출은 +124% YoY로 우크라이나 일회성 물량(40억원)과 동남아 온라인 채널·미국 아마존/세포라 효과에 힘입어 급성장했으며, 의약품(특신) 수출은 200유닛 대신 100유닛 사용을 선호하는 병원이 증가하는 믹스 변화로 매출이 감소했으며, 이는 병원 선호도 변화에 순수하게 기인한 것으로 파악된다. 판관비는 1분기 대비 광고비 70억원, 지급수수료 25억원, 연구개발비 25억원, 인건비 20억원, 상여금 30억원이 각각 증가하며 영업이익률 상승 폭을 일부 제한했다.

투자의견 Buy, 목표주가 450,000원 유지

파마리서치에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가 450,000원을 유지한다. 실적발표 당일에는 영업이익 컨센서스 부합에도 불구하고 전일 종가 대비 16% 하락한 뒤 6.3% 하락으로 마감하며 주가 변동성이 확대되었다. 매출은 역대 최대(+27% YoY)를 기록했으나 OPM이 1분기 39%대비 2분기 37%로 오히려 둔화되며, 매출 고성장에 기반한 이익 레버리지 기대감이 훼손된 점이 주가 급락의 배경으로 판단된다. 3분기는 TV광고비·상여금 등 일회성 비용 소멸로 판관비 부담이 일부 경감(100억원 추정)되나 지급수수료·임상비용 증가(50억원 추정)가 지속되며 OPM은 회사 가이던스 수준인 30%대 후반(37~39%)에서 형성될 것으로 예상되고, 4분기 의료기기 성수기 재진입에 따른 실적 반등으로 연간 매출 성장 목표(+25% YoY) 달성 자체는 무난할 전망이다. 다만 2025년과 같은 40%대 고마진 분기의 재현 가능성은 낮아 마진 구조가 30%대 후반에서 고착화될 가능성이 높은 만큼, 주가는 매출 서프라이즈보다 분기별 마진 추이에 연동되는 흐름을 당분간 이어갈 것으로 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	3,501	5,363	6,853	7,750
영업이익	1,261	2,144	2,580	2,960
지배순이익	920	1,651	2,020	2,320
PER	18.0	29.1	19.5	16.9
PBR	3.3	7.5	5.2	4.2
EV/EBITDA	10.1	18.7	12.5	10.4
ROE	18.9	26.9	26.3	24.5

자료: 유안타증권



이승은 화장품/의료기기/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

조계철 Research Assistant

gyecheol.jo@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 450,000원 (M)
직전 목표주가 450,000원
현재주가 (8/7) 378,500원
상승여력 19%

시가총액	39,325억원
총발행주식수	11,565,295주
60일 평균 거래대금	562억원
60일 평균 거래량	165,598주
52주 고/저	711,000원 / 259,000원
외인지분율	4.89%
배당수익률	0.92%
주요주주	정상수 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.2	13.8	(37.7)
상대	15.7	70.9	(37.2)
절대 (달러환산)	20.0	16.9	(39.3)

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 파마리서치 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.25	2Q.25	3Q.25	4Q.25	2025	1Q.26	2Q.26P	3Q.26E	4Q.26E	2026E
매출액	1,169	1,406	1,354	1,428	5,363	1,461	1,787	1,833	1,772	6,853
YoY	56	69	52	39	53	25	27	35	24	28
내수	716	887	849	835	3,288	873	947	960	950	3,730
의료기기(리주란, 콘쥘란)	483	607	572	597	2,259	584	645	650	670	2,549
화장품(올리브영, 면세점)	107	113	132	120	472	153	166	180	160	659
의약품	106	134	133	137	511	112	107	105	100	424
기타	21	33	11	-19	46	24	29	25	20	99
수출	453	519	505	593	2,069	588	840	838	787	3,053
의료기기(리주란, 콘쥘란)	212	243	196	236	886	211	322	350	320	1,203
화장품	172	195	219	256	843	269	436	390	380	1,474
의약품	66	70	86	92	315	102	77	90	80	349
기타	3	11	4	9	26	5	5	8	7	26
CG USA	-	-	-	-	-	-	-	35	35	70
내수	47	72	49	31	49	22	7	13	14	13
의료기기(리주란, 콘쥘란)	72	94	59	43	64	21	6	14	12	13
화장품(올리브영, 면세점)	30	32	126	37	50	43	47	36	33	40
의약품	5	43	33	58	34	6	-20	-21	-27	-17
기타	-10	43	-77	-143	-67	17	-12	119	-206	113
수출	74	65	56	52	61	30	62	66	33	48
의료기기(리주란, 콘쥘란)	106	109	34	20	58	0	33	79	36	36
화장품	82	72	98	83	84	56	124	78	48	75
의약품	7	-18	42	67	20	55	10	4	-13	11
기타	3413	8392	-30	-484	728	90	-51	119	-19	-2
영업이익	447	559	619	519	2,144	573	665	690	652	2,580
영업이익률	38	40	46	36	40	39	37	38	37	38

자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 파마리서치 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	1,590	6,384	7,500	1,833	6,853	7,750	15.3%	7.3%	3.3%
영업이익	657	2,580	3,090	690	2,580	2,960	5.0%	0.0%	-4.2%
OPM	41.3%	40.4%	41.2%	37.6%	37.6%	38.2%	-3.7%p	-2.8%p	-3.0%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[파마리서치 하반기 가이드نس]

■ 전사

- 3Q26 매출: +30%대 초중반 YoY, 1,800 억원대 중반
- 3Q26 OPM: 30%대 후반 목표(37~39%)
- FY26 매출 성장 목표: +25% YoY 차질없이 진행
- 4Q26: 의료기기 성수기 재진입, 재차 큰폭 성장 기대

■ 내수

[의료기기]

- 3Q 계절적 비수기 + 2Q 관광 고점 기저부담
- 가이드نس +10%대 중반 YoY, 잘되면 +10%대 후반 YoY

[화장품]

- 3Q 목표수치 대신 방향성 위주(긍정적)
- 3Q~ 쿠팡 신규 입점

[의약품]

- 3Q. 2Q 와 유사한 매출 볼륨(QoQ flat)

■ 수출

[의료기기]

- 3Q 성장률 +33% YoY(2Q 실적 645 억원) 상회, 기저효과
- 매출 규모 2Q 대비 소폭 증가
- 비바시 향: 3Q 도 분기 50 억원대, 4Q 협상중(최소 50 억원대 목표)
- 중국 4Q 까지 지속 감소(Worst case 28 년 허가 전까지 반등 어려움)
- 일본·인도네시아 꾸준히 성장, 태국·홍콩·싱가포르 등 소형국 큰폭 성장 기대

[화장품]

- 3Q 완만한 성장(2Q 같은 급등 X)
- 미국 코스트코 신규 입점 예정
- 우크라이나 일회성 물량(40 억, 2Q) → 3Q·4Q 미발생

[의약품]

- 3Q, 2Q 대비 소폭 개선(현재 풀캐파, 공급부족)
- 신규 공장 가동: 내년 하반기

■ 비용/수익성

- 3Q 판관비 2Q 대비 감소(TV 광고 종료)
- 지급수수료·임상비용은 하반기 지속 증가
- 광고비 통상 매출액 대비 10~11%(2Q 13%)
- 상여금(30 억)·TV 광고(70 억) 3Q 미발생

■ 기타

- CG USA 인수: 미국 현지 충전 완결구조 전환 목적(연 매출액 1 천만불, 연 영업손실 100~200 만불 내외로 추정)
- 3Q 부터 연결편입(이익영향 미미)
- 거래처 관리 강화: 베트남·태국·홍콩·카자흐스탄 등 효과 확인
- CVC: 유럽 진출 지원, 비바시(유럽계 PE 소유) 마케팅비용 조율

파마리서치 (214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,501	5,363	6,853	7,750	8,500
매출원가	989	1,251	1,580	1,790	1,950
매출총이익	2,512	4,112	5,273	5,960	6,550
판매비	1,252	1,968	2,693	3,000	3,260
영업이익	1,261	2,144	2,580	2,960	3,290
EBITDA	1,397	2,302	2,738	3,118	3,448
영업외손익	-102	21	220	240	260
외환관련손익	50	-9	0	0	0
이자손익	55	58	106	164	234
관계기업관련손익	60	4	4	4	4
기타	-267	-32	110	72	22
법인세비용차감전순이익	1,158	2,165	2,800	3,200	3,550
법인세비용	269	483	750	850	940
계속사업순이익	889	1,683	2,050	2,350	2,610
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	889	1,683	2,050	2,350	2,610
지배지분순이익	920	1,651	2,020	2,320	2,580
포괄순이익	908	1,682	2,050	2,350	2,610
지배지분포괄이익	940	1,651	2,012	2,306	2,561

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,381	1,832	1,898	2,326	2,617
당기순이익	889	1,683	2,050	2,350	2,610
감가상각비	98	114	114	114	114
외환손익	-13	24	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	29	-4	-4	-4
자산부채의 증감	4	-247	-324	-196	-164
기타현금흐름	402	228	62	62	62
투자활동 현금흐름	-2,255	-1,559	-1,144	-784	-782
투자자산	-53	-295	-107	-64	-54
유형자산 증가 (CAPEX)	-364	-297	-150	-200	-300
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-1,839	-969	-887	-520	-429
재무활동 현금흐름	1,826	-153	-652	-1,335	-926
단기차입금	65	-8	-52	-8	1
사채 및 장기차입금	1,728	53	-129	-900	-500
자본	220	-37	0	0	0
현금배당	-101	-117	-428	-384	-384
기타현금흐름	-86	-43	-43	-43	-43
연결범위변동 등 기타	29	-17	214	127	106
현금의 증감	981	103	316	334	1,014
기초 현금	672	1,653	1,757	2,073	2,406
기말 현금	1,653	1,757	2,073	2,406	3,420
NOPLAT	1,261	2,144	2,580	2,960	3,290
FCF	1,017	1,534	1,748	2,126	2,317

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

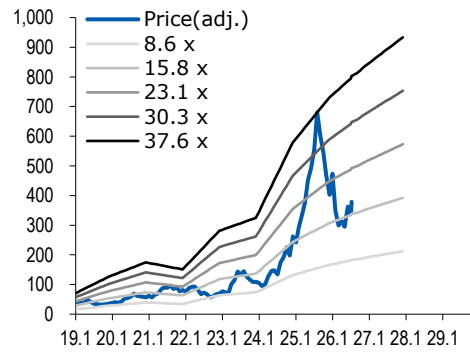
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,545	7,595	9,221	10,343	12,016
현금및현금성자산	1,653	1,757	2,073	2,406	3,420
매출채권 및 기타채권	425	518	662	749	821
재고자산	573	827	1,057	1,195	1,311
비유동자산	3,012	2,843	2,942	3,048	3,244
유형자산	1,473	1,745	1,781	1,867	2,053
관계기업 등 지분관련 자산	208	334	427	483	530
기타투자자산	674	179	193	201	208
자산총계	8,557	10,439	12,163	13,391	15,260
유동부채	828	1,105	1,319	1,471	1,606
매입채무 및 기타채무	402	565	722	816	895
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,034	2,095	1,983	1,094	602
장기차입금	12	4	4	4	4
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,863	3,200	3,302	2,565	2,208
지배지분	5,394	6,893	8,485	10,421	12,616
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	1,973	1,936	1,936	1,936	1,936
이익잉여금	3,431	4,921	6,513	8,449	10,644
비지배지분	300	345	375	405	435
자본총계	5,694	7,239	8,861	10,826	13,052
순차입금	-2,386	-4,023	-5,443	-7,240	-9,218
총차입금	2,136	2,181	2,000	1,092	593

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	8,642	15,391	19,443	22,331	24,832
BPS	46,640	59,603	73,369	90,105	109,088
EBITDAPS	13,065	19,810	23,676	26,961	29,815
SPS	32,745	46,148	59,255	67,011	73,496
DPS	1,100	3,700	3,700	3,700	3,700
PER	18.0	29.1	19.5	16.9	15.2
PBR	3.3	7.5	5.2	4.2	3.5
EV/EBITDA	10.1	18.7	12.5	10.4	8.9
PSR	4.8	9.7	6.4	5.6	5.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	34.1	53.2	27.8	13.1	9.7
영업이익 증가율 (%)	36.6	70.1	20.3	14.7	11.1
지배순이익 증가율 (%)	20.2	79.4	22.3	14.9	11.2
매출총이익률 (%)	71.8	76.7	76.9	76.9	77.1
영업이익률 (%)	36.0	40.0	37.6	38.2	38.7
지배순이익률 (%)	26.3	30.8	29.5	29.9	30.4
EBITDA 마진 (%)	39.9	42.9	40.0	40.2	40.6
ROIC	45.3	71.5	74.2	81.7	85.8
ROA	13.2	17.4	17.9	18.2	18.0
ROE	18.9	26.9	26.3	24.5	22.4
부채비율 (%)	50.3	44.2	37.3	23.7	16.9
순차입금/자기자본 (%)	-44.2	-58.4	-64.1	-69.5	-73.1
영업이익/금융비용 (배)	27.2	20.6	25.6	39.8	81.1

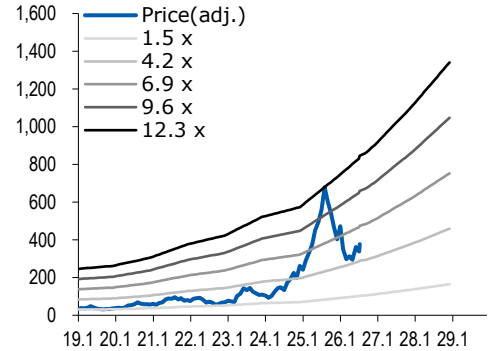
P/E band chart

(천원)



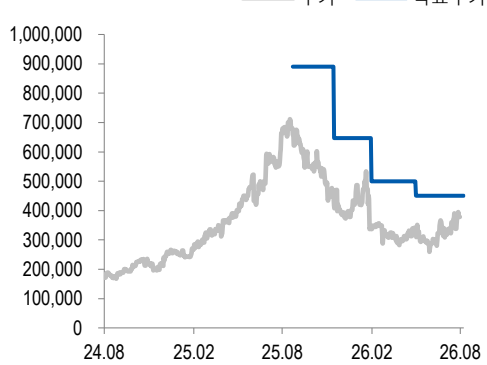
P/B band chart

(천원)



파마리서치 (214450) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-08-10	BUY	450,000	1년		
2026-05-11	BUY	450,000	1년		
2026-02-09	BUY	500,000	1년	-36.18	-28.70
2025-11-24	BUY	647,000	1년	-34.76	-17.47
2025-09-01	BUY	890,000	1년	-37.54	-24.16

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.7
Hold(중립)	3.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-08-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.