

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	600,000원
현재주가(26/8/14)	398,000원
상승여력	50.8%

영업이익(26F,십억원)	281
Consensus 영업이익(26F,십억원)	271
EPS 성장률(26F,%)	42.5
MKT EPS 성장률(26F,%)	278.0
P/E(26F,x)	19.7
MKT P/E(26F,x)	6.7
KOSDAQ	864.65
시가총액(십억원)	4,135
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	65.0
외국인 보유비중(%)	6.8
벤투(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	259,000
52주 최고가(원)	711,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.0	15.4	-41.8
상대주가	13.3	47.6	-45.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeasset.com

파마리서치

아시아 견문록: 다각화의 힘은 더 강해질 것

2Q26 Review: 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 부합

매출 1,787억원(27% YoY), 영업이익 665억원(19% YoY, OPM 37.2%) 모두 시장 기대치 부합. 조정 EBITDA는 612억원(25% YoY, 마진 41.9%)로 추정.

품목별 매출(성장률, YoY 생략): 의료기기 967억원(14%, 국내 6%, 아시아 4%, 유럽 92%, 중동 165%), 화장품 602억원(96%, 국내 47%, 아시아 86%, 미주 98%, 유럽 1,093%), 의약품 184억원(-10%, 국내 -20%, 해외 10%)

목표주가 600,000원 및 매수의견 유지

의료기기: 국내는 의료관광객 주도의 견조한 성장세. 3Q26은 의료관광의 비수기이나 4Q26이 최성수기라는 점에서 3Q26 실적에서 전분기 대비 큰 하락을 보이지 않는다면 4Q26 역대 최대 실적 경신 기대. 수출은 첫 300억원 돌파하며 국내의 절반 수준까지 성장. 비바시향 유럽 수출 50억원(1Q26 20억원) 및 대리점 관리 강화가 주된 요인. 내년에는 내수 매출 넘어설 수도.

화장품: 2Q26 국내는 외국인 단체관광객 및 올리브영 중심 고성장세 기록. 해외 수출은 124% YoY 성장하며 430억원 돌파. 우크라이나 일회성 매출(40억원) 감안해도 폭발적인 성장세. 동남아 온라인 채널과 미국 아마존 프라임데이·세포라 효과. 3Q26에는 국내 쿠팡, 미국 아마존 입점 예정.

신성장동력: 4Q26 미용기기, 4Q26~1H27 합성 콜라겐, 2H27 특신 캐파 증설, 27~28년 차세대 리쥬란, M&A(시점 미정)

'26년 예상 실적: '26년 실적은 매출 7,121억원(33% YoY), 조정 EBITDA 2,996억원(30% YoY, 마진 42.1%), 영업이익 2,815억원(31% YoY, OPM 39.5%).

밸류에이션: 2Q26에는 화장품 매출 비중이 처음으로 30%를 넘어섰고(33%), 수출 비중도 47%까지 증가. '26년은 지역적, 품목적 다각화의 원년으로 앞으로 점점 매출 구조가 건강해질 것. 현 주가는 12개월 선행 P/E 17배로 동사의 지난 1년 평균(21배) 및 최고점(39배) 대비 저평가. 동사는 오리지널 브랜드인 리쥬란의 무형자산을 중심으로 포트폴리오 다각화를 추진하며 글로벌 시장 확대를 진행 중인 20% 이상의 외형 성장과 40%의 고마진이 기대되는 기업. 코스닥 활성화 정책시, 코스닥 내 펀더멘탈이 뒷받침되는 시총 상위 기업으로 수혜 가능.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	350	536	712	870	1,078
영업이익 (십억원)	126	214	281	353	445
영업이익률 (%)	36.0	39.9	39.5	40.6	41.3
순이익 (십억원)	92	165	234	286	363
EPS (원)	8,608	14,209	20,252	24,725	31,406
ROE (%)	18.9	26.9	29.8	28.5	28.1
P/E (배)	30.5	28.4	19.7	16.1	12.7
P/B (배)	5.6	6.8	5.2	4.1	3.2
배당수익률 (%)	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

1. 2Q26 실적 Review

Q) 방한 외국인이 많이 들어왔는데, 생각보다 의료기기 성장이 크지 않았던 이유?

A) 작년 2분기가 방한 외국인(메디컬 투어리즘) 급증으로 기저가 유독 높았던 분기였다. 병원 커버리지 확장 속도 자체는 크게 꺾이지 않았다고 판단하며, 작년 3~4분기 기저효과가 소멸되는 하반기부터 성장률이 다시 개선될 것으로 예상한다. 연간 내수 성장 목표는 약 20%이며 현재까지는 달성 가능 범위로 보고 있다.

내수 매출에서 의료관광객 비중은 내부 추정치로 이번 2분기는 40% 초중반 수준이다. 작년 2분기(고점) 약 50%, 3분기 30%대 후반, 4분기 30%대 후반~40%대 초반, 올해 1분기 30%대로 낮아졌다가 2분기 다시 상승하는 흐름이다.

국가별로 살펴보면, 중국 관광객은 새로운 시술(ECM 등)에 더 개방적으로 시도하는 반면, 일본·동남아 관광객은 리쥔란 캡티브 성향이 강해 국가별 온도차가 있다.

Q) 외형성장에도 영업 레버리지 효과가 제한적인 것 같다?

A) 우리의 목표 영업이익률은 30% 후반이며, 매출이 계획보다 잘 나올 경우 오히려 마케팅비를 늘려 재투자하는 전략을 취하고 있다.

2분기 판관비가 1분기 대비 약 150억원 증가했는데, 이 중 약 100억원(상반기 직원 상여금 30억원 + TV광고 등 브랜드 마케팅비 70억원, 타깃 연령층을 기존 30~40대에서 20대 후반~30대 초반으로 확대하기 위한 캠페인)은 3분기부터 다소 가벼워질 수 있다.

나머지 50억원은 화장품 매출 증가에 따른 지급수수료(약 25억원) 및 유럽·중국 허가 관련 R&D 비용 증가(약 27억원)와 관련이 있다.

Q) 화장품 매출이 늘었는데도 GP 마진이 유지(오히려 상승)된 배경은?

A) 미국 화장품 매출 비중 확대가 주된 이유다. 미국(특히 아마존 등 B2C)은 유통수수료 차감 전 판매가 기준으로 매출을 인식해 GP가 60%대로 높다. 반면 국내 올리브영 등 B2B 채널은 유통수수료를 차감한 순매출 인식이라 GP가 40%대에 그친다. 전체 화장품 GP는 1년 반 전 40%대에서 현재 50%대로 상승했다고 보면 좋을 것 같다.

Q) 의약품 수출은 경쟁 때문에 계절성이 없는 것으로 봐야 하는지?

A) 특신 제품 믹스 변화의 영향이며, 경쟁보다는 공급 부족 상황이 주된 이유다. 현재 풀개파 상태로 생산량 전량이 판매되고 있어 시장 수요·믹스 변화에만 영향을 받는다.

Q) 우크라이나향 일회성 매출(약 40억원)의 배경은?

A) 우크라이나에서 화장품 허가 제도가 새로 신설되어, 거래처가 허가 준비 기간(약 반년) 동안 판매할 물량을 미리 확보한 것이다.

Q) 의료기기 내수·수출 중 리쥘란 비중?

A) 내수는 90% 초과, 수출은 99% 수준이다.

2. 2H26 Preview**Q) 의료기기 수출 중 비바시향 연간 120억원 가이드언스를 유지하는지, 상향 가능한지?**

A) 대략적으로 1Q26 20억원, 2Q26 50억원을 기록했고, 3분기도 50억원 수준이 기대된다. 4분기는 아직 협상 중이나, 현재까지 최소 3분기 수준(50억원대)은 가능할 것으로 본다.

Q) 의료기기 내수 사업의 하반기 전망은?

A) 의료기기 사업의 3분기는 내수는 계절적 비수기(여름철 내국인 기피, 외국인 방한 감소)이고, 4분기는 연중 내수·관광객 지출이 가장 집중되는 성수기다. 따라서 3Q26에 2분기 수준의 실적만 달성해도 4분기 큰 폭의 반등(YoY 20% 근접)이 가능한 체력을 확인할 수 있을 것이다.

Q) 하반기 유럽 국가별 전망(프랑스 비수기 시 다른 유럽국이 매꿀 수 있는지)은?

A) 하반기 의료기기 성장 기대 지역은 일본, 튀르키예, 스웨덴, 인도네시아 등 기존 영업 지역 중심이며, 중동 일부 신규 매출도 사업계획에 반영되어 있다. 특정 신흥국의 급성장보다는 기존 진출국의 꾸준한 성장 형태다.

Q) 2H26-2027F까지 국내 마케팅비도 계속 늘어난다고 봐야 하는가?

A) 광고비는 통상 매출액 대비 10% 내외를 유지하며, 2분기는 13% 근처까지 증가했다. 매출 증가에 따라 자연스럽게 광고 활동을 늘리는 방향으로, 통상 10~11% 수준을 기준으로 본다.

Q) 의료기기와 화장품 GP 마진을 나눠서 알려줄 수 있나?

A) 공통비용이 섞여 있어서 정확하게 구분하기 어려우나, 대략적으로 의료기기 GP는 80% 중반, 화장품 GP는 약 50% 초중반(지역별로 미국 60%대, 아시아 50%대, 국내 40%대)이라고 보면 좋을 것 같다.

Q) 인력 증가 추세와 향후 계획은?

A) 최근 4년간 매년 약 20~25%씩 인력이 증가했다. 최근 2년은 생산·해외사업부에 채용이 집중되어 거래처 밀착 관리 인력이 늘며 특정 국가에서 가파른 매출 성장으로 이어졌다. 향후 인력 증가 속도는 다소 둔화될 것 같다.

3. 리쥘란 및 신제품

Q) 강조하신 거래처 관리 강화가 구체적으로 어떤 내용인가?

A) 중소형 거래처를 대상으로 사업계획 점검, 병원 소개, CVC 포트폴리오 연결, 국가별 맞춤 영업 코칭 등 맨투맨 관리를 강화한 것이다. 예상보다 매출 기여 효과가 컸다.

Q) 해외 유통전략과 직접판매전략은?

A) 국가별로 단일 distributor 체제이며, 2분기 성과가 좋았던 국가는 베트남, 태국, 홍콩, 카자흐스탄이다. (참고로 불법 유통은 업계 전반의 이슈로 완전 통제는 어렵지만, 현재는 시장 내 관리 인식이 자리잡아 향후 발생 가능성은 낮다고 판단한다.)

유통사들은 자사 제품 외 타사 특신·필러 등도 함께 취급하기 때문에 우리가 원하는 전략과 100% 일치하기 어려운 것은 맞고, 유통사 마진이 통상 판매가보다 높은 편이다. 국가별 지사·사무소를 순차 개설할 계획(프랑스 4분기)이다. 다만 판가 정책 자체는 병행수입·국가간 재정거래 및 선진국 허가 취소 리스크 때문에 쉽게 변경하지 않을 것 같다.

Q) 리쥘란 아시아권(중국·일본 중심)의 2H26-2027F 국가별 전략?

A) 아시아 지역은 과거 중국이 최대 비중(의료기기 수출의 약 10%)이었으나 올해 4분기까지 지속 감소 예상되며, 2028년 허가 전까지 큰 반등은 어려울 전망이다. 대신 일본·인도네시아의 꾸준한 성장(특히 인도네시아)과, 태국·홍콩·싱가포르 등 연매출 50억원 미만 소규모 국가에서의 큰 폭 성장을 기대하고 있다. 거래처 관리 강화가 매출 성장의 핵심 요인으로 작용하고 있다.

일본은 2분기 회복세를 보였고 3·4분기 추가 성장을 목표로 하고 있다. 올해는 전년 대비 꾸준한 성장이 예상되며 하반기 성장 기여 요소로 판단하고 있다. 글루타치온 복합제 효과가 있으며, 기존 리쥘란 판매와 함께 일본 성장을 견인하고 있다.

Q) 유럽 수출 현황과 마진은?

A) 유럽은 자체적으로 폴란드가 가장 큰 시장이고, 영국·프랑스·스페인·독일·이탈리아 순으로 시장이 큰 것으로 파악하고 있다. 물류비는 회사가 아닌 유통사가 부담한다. 유럽 GP 마진은 약 80%다. 다만, 3분기 프랑스는 여름 휴가 영향으로 부진할 것으로 예상된다.

Q) 중동·브라질·중국 등 신규 수출 동력은?

A) 중동은 허가를 순차적으로 획득했으나 전쟁 등으로 런칭이 지연되어 왔고, 불확실성이 있으나 하반기부터 매출이 불기 시작할 것으로 예상된다. 내년에는 브라질 진입, '28년에는 중국 의료기기 허가가 기대된다. 미국은 아직 시간이 더 필요하다.

Q) ECM/PLLA 계열과의 경쟁은 어떻게 되고 있나?

A) 내국인 대상으로는 세그먼트가 나뉘는 추세인 것 같다. 리쥘란은 피부결·속건조 개선, ECM/PLLA는 볼륨·주름 개선 영역으로 각자 자리잡아가고 있다. 작년 4분기 병원의 ECM 프로모션(마진 우위)으로 경쟁이 심화됐으나, 이후 ECM 시술가가 낮아지며 마진 차이가 줄었고, 다시 리쥘란을 선호하는 흐름으로 이어진 것 같다. 과거 PN 제네릭·쥬베룩 출시 당시에도 우려가 컸지만 결과적으로 시장이 더 커졌다.

Q) 미국에서 화제가 됐던 도포용 리쥘란(오프라벨 주사 이슈) 현황은?

A) 24년 하반기 SNS 화제로 분기 매출이 100~150만 달러 수준까지 빠르게 상승했으나, FDA 정식 허가 절차를 본격화하며 25년부터 의도적으로 마케팅을 축소하고 있다. 오프라벨 주사 확산에 따른 규제 리스크(중국에서 유사 사례로 정부 규제 직격 경험)를 우려해 보수적으로 대응하고 있으며, FDA 정식 허가 시점까지는 현재 수준을 유지하려고 한다.

4. 화장품

Q) 화장품의 B2C·B2B 채널별 비중은?

A) 미국 기준으로는 B2C가 과반(약 50%), 나머지가 B2B로 보고 있다.

Q) 화장품 매출 중 아마존 채널 비중이 컸는데, 지급수수료 전망은?

A) 채널별로 손익 구조가 다르다. 대형 리테일사향 B2B는 유통수수료 차감 후 순액 인식이라 GP는 낮지만 판관비(지급수수료) 부담이 없고, 소비자 직판(B2C) 채널은 GP가 높은 대신 지급수수료가 늘어난다. 아마존은 매출 증가가 지급수수료 증가와 연동되는 구조이며, 반대로 코스트코·올리브영 등은 순액 인식이라 GP가 낮아지는 효과가 있다.

Q) 화장품이 구조적으로 왜 이렇게 잘 되고 있나, 계속 잘 나올 수 있는 트렌드인가?

A) 해외 관광객(방한 외국인) 소비 증가가 주요 원인 중 하나인 것 같다. 국내 소비자는 가격 민감도가 높아 상대적 고가인 자사 제품보다 중저가 트렌디 화장품을 선호하는 반면, 방한 관광객은 가격에 덜 민감하고 리쥘란(의료기기) 브랜드 인지도가 화장품 구매로 이어지는 흐름이 있는 것 같다.

수출 측면에서는 세포라·쇼파·실리콘투 등 신규 유통 채널 확장을 시작한 것이 성장의 주요 동력이다. 유럽에서 리쥘란이 고가 포지셔닝("에르메스"에 비유)되고 있는 것처럼 화장품도 브랜드 프리미엄 전략이 실행될 가능성도 보고 있다. 다만, 화장품 사업에 대한 경험은 상대적으로 길지 않아, 성장률을 정밀하게 예측하기는 다소 어려움이 있다.

Q) 미국 화장품 사업 구조(생산법인·유통법인)와 최근 인수한 회사는 무엇인가?

A) 미국에는 화장품 생산법인과 유통법인이 별도로 존재한다. 크림·세럼 등 주요 제품은 미국에서 자체 생산(현지 유기농 인증·메이드인USA 콘셉 등)하고 있고, 마스크팩 등 일부는 ODM을 사용하기도 한다. 최근 인수한 회사는 미국 내 완제품 총진(캐파 확장) 목적이며, 하반기 중 연결 편입 예정이다.

CG USA는 연 매출 약 1천만 달러, 연 영업손실 약 100~200만 달러 수준을 기록하고 있었다. 미국 물류비용 자체가 크지 않아 매출총이익률 개선 폭은 제한적이며, 절감되는 물류비만큼 미국 인건비가 비싸 큰 수익 개선을 노린 결정은 아니다. 장기적으로 한국에서 벌크를 가져와 총진하던 구조를 미국 현지 완결 구조로 전환하는 것이 목표다.

Q) 화장품 마케팅비용은? 인플루언서 마케팅 전략은?

A) 사업계획상 광고비는 매출 대비 약 10~11%가 타깃이며 이 중 약 70%가 화장품에 활용된다. 의료기기는 규제상 B2C 광고가 쉽지 않다. 인플루언서 마케팅은 대형 인플루언서(예: 크리스 제너, 작년 1회 진행 후 성과 미흡) 위주이며 마이크로 인플루언서는 활용하지 않고 있다. 오프라인 OOH 광고(일본·홍콩 등 주요 상권 빌딩 래핑)를 적극 활용하고 있다.

Q) 약국향으로 출시한 리쥬비에스는 매출 인식상 화장품인지, 의료기기인지?

A) 약국 채널이지만 화장품으로 인식된다.

5. 기타**Q) M&A 티켓 사이즈와 최근/검토 중인 건은?**

A) 웬만하면 레버리지를 최소화하면서 진행하려고 한다. 3분기에 미국 화장품 회사(충진 캐파 확보 목적)를 인수했으며, 그 외도 여러 가능성을 검토하고 있다.

Q) CVC의 역할은?

A) CVC는 유럽 시장 진출을 밀접히 지원하고 있으며, 유럽계 PE가 소유한 비바시와의 마케팅 비용 조율, 코마케팅·로드쇼 지원 등을 수행 중이고, 이사회에서도 독립적인 역할을 하고 있다.

주요차트

표 1. 2Q26 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	2Q25	1Q26	2Q26			성장률	
			잠정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	140.6	146.1	178.7	161.0	169.5	27.1	22.3
영업이익	55.9	57.3	66.5	65.1	67.7	19.0	16.0
영업이익률 (%)	39.7	39.2	37.2	40.4	39.9	-2.5	-2.0
순이익	47.4	47.6	56.6	54.9	53.8	19.3	18.9

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	668	794	712	870	6.5	9.6	2Q26 실적반영
영업이익	270	327	281	353	4.4	8.1	
순이익	227	270	234	286	3.1	6.1	

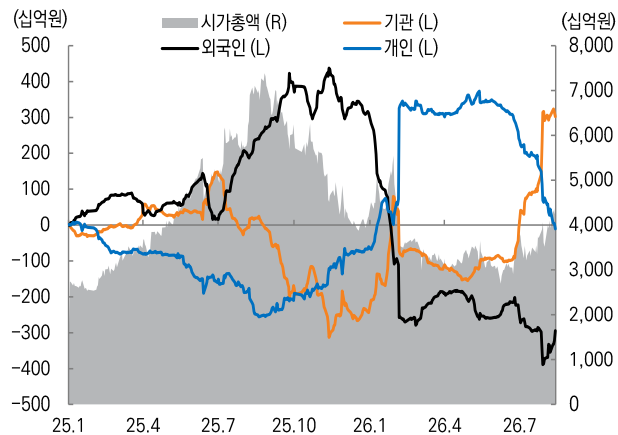
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	116.9	140.6	135.4	143.3	146.1	178.7	185.6	201.7	536.3	712.1	869.8
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	21.4	18.4	18.9	20.4	82.5	79.1	91.5
의료기기	69.5	85.0	76.7	83.2	79.5	96.7	103.1	112.1	314.4	391.4	482.5
화장품	27.9	30.8	35.2	37.6	42.2	60.2	60.1	65.8	131.5	228.2	281.5
기타	2.4	4.4	0.4	-1.0	3.0	3.4	3.5	3.5	6.1	13.4	14.4
영업이익	44.7	55.9	61.9	51.9	57.3	66.5	76.1	81.6	214.4	281.5	353.3
순이익(지배)	36.2	47.4	49.0	32.6	47.6	55.3	63.3	68.1	165.1	234.2	286.0
매출 성장률(%)	56.5	69.2	51.8	39.1	25.0	27.1	37.0	40.7	53.2	32.8	22.2
의약품	5.4	14.1	36.4	61.7	24.7	-10.0	-14.1	-11.2	27.9	-4.2	15.7
의료기기	81.0	97.6	51.5	35.3	14.5	13.8	34.4	34.6	62.4	24.5	23.3
화장품	57.5	54.7	108.1	65.2	51.0	95.6	70.8	74.7	70.1	73.5	23.4
기타	1.5	90.3	-92.7	-124.5	25.8	-21.7	767.7	-443.2	-57.1	118.4	7.4
영업이익률 (%)	38.3	39.7	45.7	36.2	39.2	37.2	41.0	40.5	40.0	39.5	40.6
순이익률 (지배,%)	30.8	29.9	37.6	27.4	33.4	31.0	34.1	33.8	31.4	33.1	32.9

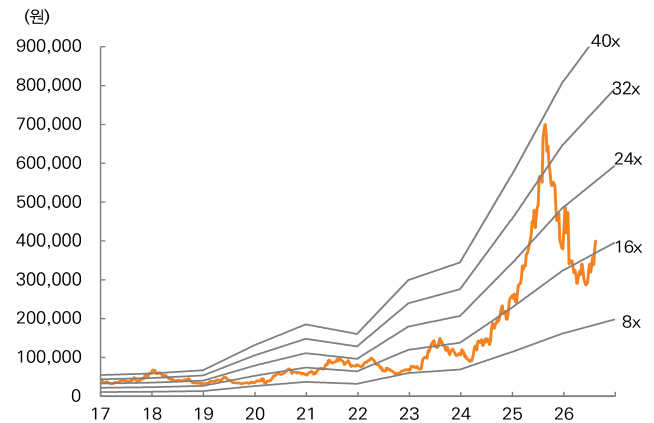
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

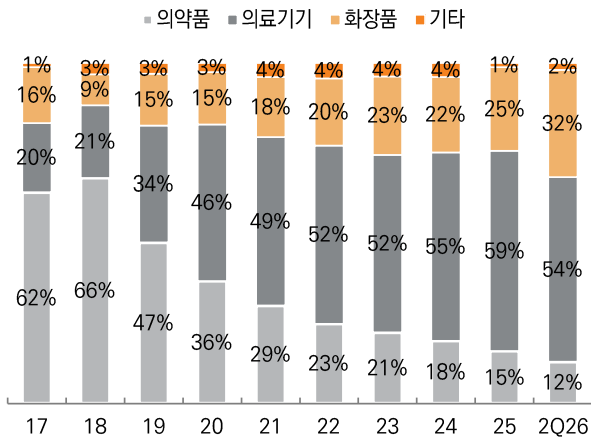
표 4. Global Peer Valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			EV/EBITDA(x)			매출(십억원)		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
Establishment Labs	3,191	(18.5)	(2.8)	7.9	-	-	-	9.2	8.4	6.6	-	132.1	-	300.1	382.5	481.0
파마리서치	4,140	40.0	39.2	39.8	22.3	20.4	17.0	6.9	6.0	5.0	10.3	12.5	10.3	536.3	686.2	824.1
휴젤	3,204	47.2	40.6	42.9	17.6	18.1	14.4	5.8	6.0	5.0	8.9	11.3	9.0	425.1	531.2	645.1
클래스스	2,450	50.7	44.7	45.7	17.8	15.5	12.0	6.6	5.5	4.4	17.8	11.4	8.9	336.8	445.3	552.1
엘앤씨바이오	1,475	5.2	23.1	29.0	-	-	26.2	11.6	8.8	7.3	88.6	31.8	25.1	85.5	168.2	201.4
Inmode	1,364	23.0	18.5	19.4	12.4	11.6	10.8	2.5	2.6	2.5	4.5	6.5	6.1	526.8	528.7	539.5
Evolus	750	(11)	3	9	-	-	48.3	1.7	1.6	1.4	-	61	19	422.5	474.6	556.9
메디톡스	560	6.9	12.2	16.9	36.1	21.5	15.0	2.1	2.1	2.0	19.1	12.7	10.4	247.3	260.8	276.6
AirSculpt Tech	345	(7.6)	(3.1)	-	-	-	-	1.5	1.6	1.6	322.7	21.9	20.6	215.9	213.2	218.9
원텍	474	33.0	29.1	29.3	11.9	10.2	8.8	3.0	2.4	2.1	10.3	6.6	5.7	156.8	196.0	225.0
한스바이오메드	302	(28.8)	13.2	16.9	-	19.1	11.1	2.3	2.1	1.5	-	-	8.5	89.8	142.5	194.8
아스테라시스	228	27.4	6.4	19.3	29.2	99.2	25.5	5.8	5.0	4.2	39.2	35.8	10.1	37.9	45.2	54.8
Sisram Medical	194	7.7	8.4	8.6	7.2	5.0	4.2	0.4	0.3	0.3	5.7	3.2	3.0	519.5	607.0	677.2
리센스메디컬	129	(120.5)	(3.7)	17.0	-	-	44.0	-	6.9	4.6	-	-	22.5	8.8	18.8	28.2
Beauty Health	122	(6.9)	(0.6)	3.1	-	-	-	0.3	0.3	0.3	12.5	5.3	4.6	427.7	403.3	422.8
동방메디컬	139	15.0	-	-	11.6	-	-	1.2	-	-	6.9	-	-	113.5	-	-
시지메드텍	115	8.1	4.9	10.3	17.4	-	-	2.2	1.9	1.6	37.2	-	-	47.2	59.6	73.5
전체 평균		4.2	14.6	21.0	18.3	24.5	19.8	3.9	3.9	3.2	44.9	27.1	11.7	-	-	-

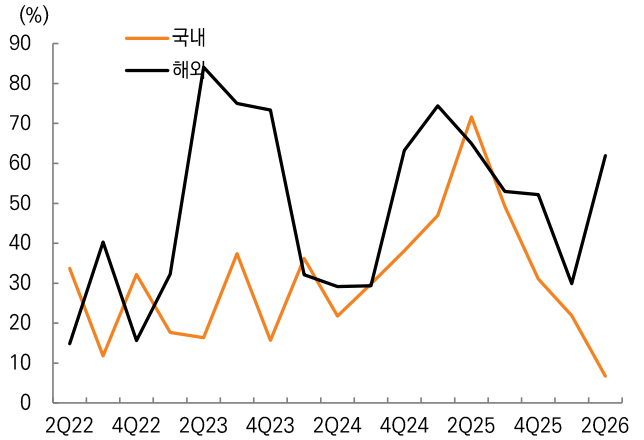
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출비중 추이



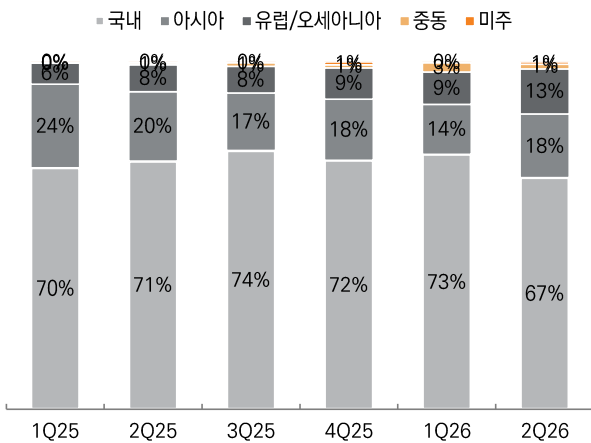
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



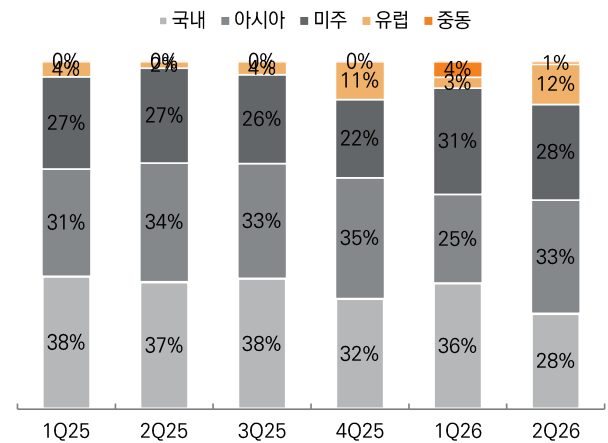
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 의료기기 지역별 매출 비중 추이



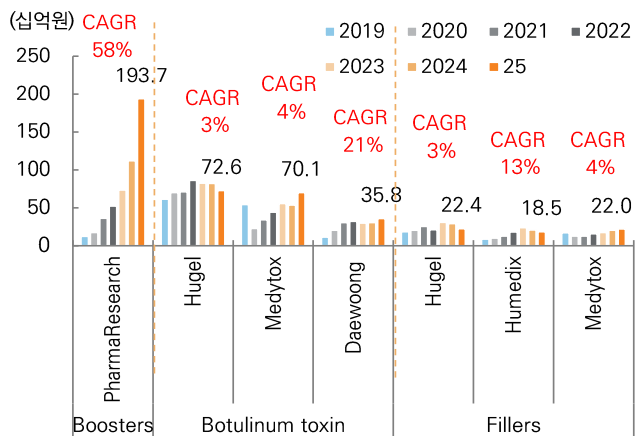
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 화장품 지역별 매출 비중 추이



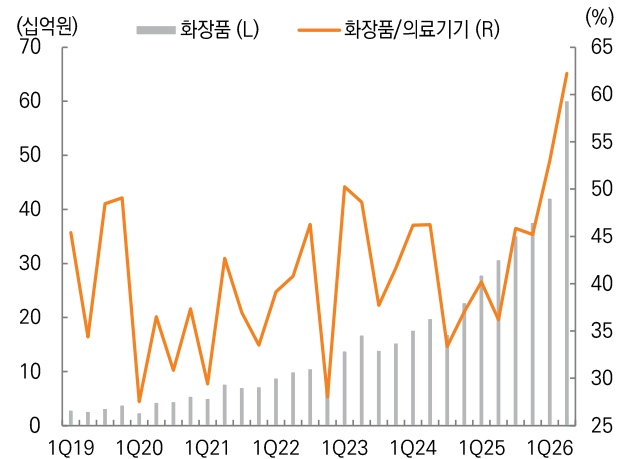
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 화장품 vs. 의료기기 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 1Q26 말 기준 부채비율은 48%다. 현금흐름이 매우 우수한 기업으로 1Q26 약 6,307억원의 현금성 자산을 보유했다. 다만, 최근 재고자산 및 매출 채권 증가로 운전자본이 1,200억원대로 증가한 것은 관찰할 필요가 있어 보인다.

동사의 주요 투자자인 CVC는 본래 크로스보더 M&A에 힘을 보태기 위해 SI로 참여했다. 그런데 CVC가 자본재조정(Re-cap)을 한 뒤 얼마 지나지 않아 디레이팅이 진행되었다. 리캡을 진행한 가격대를 고려할 때 현재 주가는 CVC에게 매우 부담스러운 가격대로 M&A에 속도가 붙을 가능성이 높다. M&A 규모와 인수 기업 재무 상태에 따라 단기 재무 부담이 커질 수 있다.

사업 리스크

동사는 리쥬란을 중심으로 각종 주사 요법과 화장품, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다.

대표 제품인 리쥬란은 PN 기반의 경쟁 제품이 여럿 등장하고 있으나, 동사와의 격차가 확연하다. 다만, ECM 스킨부스터와 같은 신규 카테고리의 부상은 경계할 만하다. 동사는 리쥬란의 글로벌 확산과 더불어 스킨부스터 내 포트폴리오 다각화 전략으로 대응할 계획이다.

다만, 여전히 내수 비중이 높은 것은 단점이다. 유럽 파트너인 Vivacy와 SI인 CVC의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 리쥬란의 의미 있는 시장 침투를 하고자 한다.

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 수혜가 가능하다. 또한, 미국과 같이 아직 공식적으로 리쥬란 허가가 없는 지역에서는 오히려 시장 개척의 역할을 담당하고 있다.

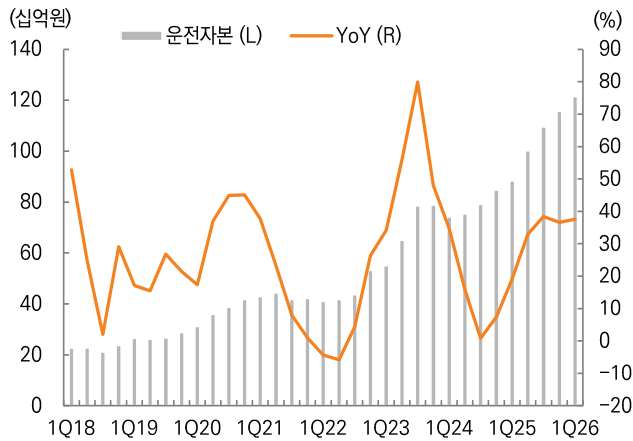
마이크로니들 고주파 미용기기 출시가 2026년 하반기, 특신 생산 캐파 증설이 2027년 하반기에나 가능하다는 것은 아쉽다.

관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장 범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

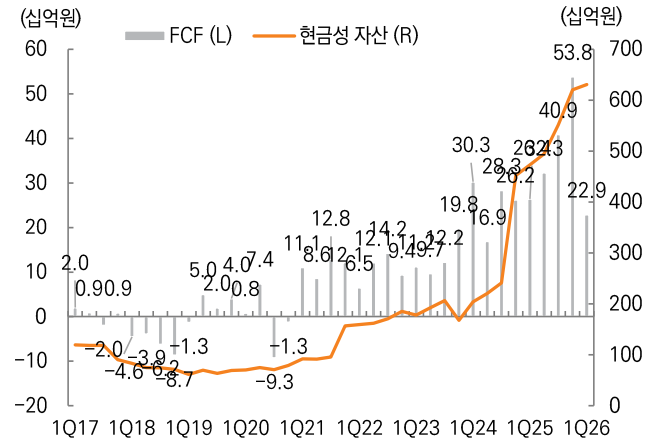
현 주가는 12개월 선행 P/E 17배로 동사의 지난 1년 평균(21배) 및 최고점 (39배) 대비 저평가 상태다.

그림 9. 운전자본 추이



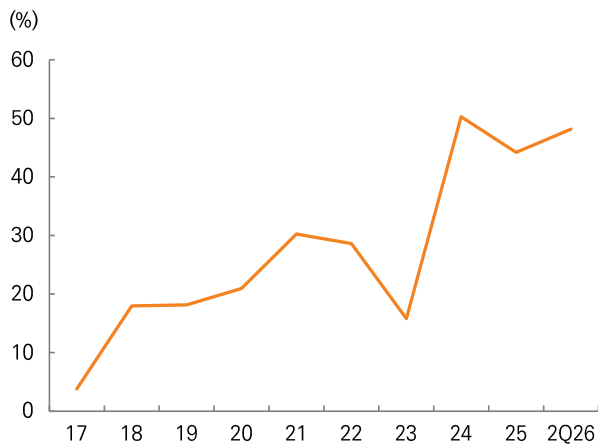
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. FCF 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 부채비율



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 지분율

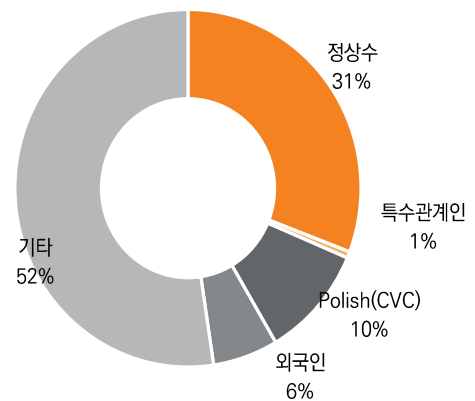
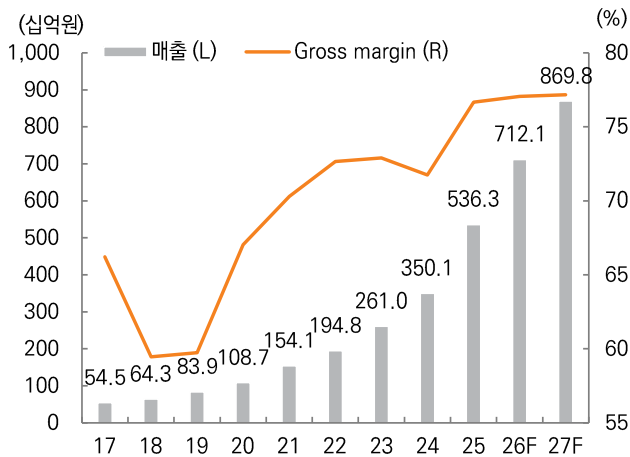
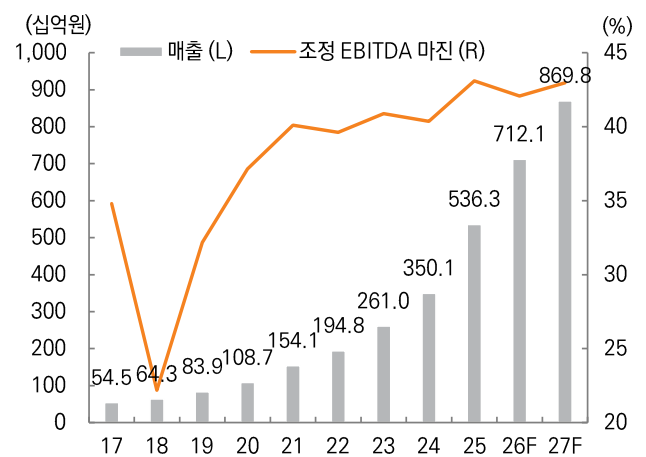
주: 총 주식 수는 CVC 상환전환우선주 반영,
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	536	712	870	1,078
매출원가	125	163	199	245
매출총이익	411	549	671	833
판매비와관리비	197	267	318	388
조정영업이익	214	281	353	445
영업이익	214	281	353	445
비영업손익	3	21	19	27
금융손익	6	12	18	27
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	217	302	372	472
계속사업법인세비용	48	66	86	109
계속사업이익	168	236	286	364
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	168	236	286	364
지배주주	165	234	286	363
비지배주주	3	1	0	0
총포괄이익	168	236	286	364
지배주주	165	230	279	354
비지배주주	3	6	7	10
EBITDA	230	298	369	460
FCF	153	207	284	359
EBITDA 마진율 (%)	42.9	41.9	42.4	42.7
영업이익률 (%)	39.9	39.5	40.6	41.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	30.8	32.9	32.9	33.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	760	1,019	1,308	1,682
현금 및 현금성자산	176	250	377	550
매출채권 및 기타채권	50	67	83	103
재고자산	83	120	148	184
기타유동자산	451	582	700	845
비유동자산	284	305	310	319
관계기업투자등	33	32	40	49
유형자산	175	181	180	180
무형자산	31	28	25	22
자산총계	1,044	1,324	1,618	2,001
유동부채	110	189	233	288
매입채무 및 기타채무	11	19	23	29
단기금융부채	15	13	15	17
기타유동부채	84	157	195	242
비유동부채	210	218	220	224
장기금융부채	203	207	207	207
기타비유동부채	7	11	13	17
부채총계	320	407	453	511
지배주주지분	689	881	1,129	1,454
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	194	194	194	194
이익잉여금	492	686	933	1,258
비지배주주지분	35	36	36	36
자본총계	724	917	1,165	1,490

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	183	224	296	371
당기순이익	168	236	286	364
비현금수익비용가감	66	65	82	96
유형자산감가상각비	11	12	12	12
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	51	49	67	81
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-25	-26	-5	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-18	-15	-19
재고자산 감소(증가)	-26	-36	-29	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-1	4	6
법인세납부	-40	-64	-86	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	-156	-140	-124	-153
유형자산처분(취득)	-30	-17	-12	-12
무형자산감소(증가)	-5	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-90	-133	-112	-141
기타투자활동	-31	11	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-15	-2	-37	-36
장단기금융부채의 증가(감소)	4	2	2	2
자본의 증가(감소)	-4	0	0	0
배당금의 지급	-12	0	-38	-38
기타재무활동	-3	-4	-1	0
현금의 증가	10	74	128	173
기초현금	165	176	250	377
기말현금	176	250	377	550

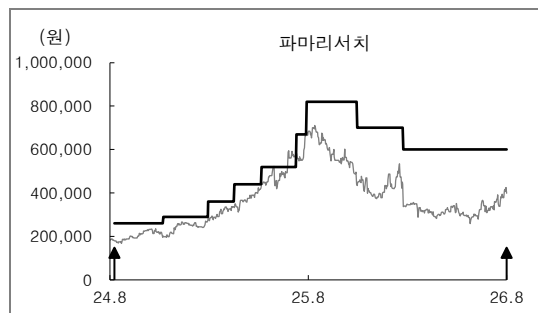
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	28.4	19.7	16.1	12.7
P/CF (x)	20.0	15.3	12.5	10.0
P/B (x)	6.8	5.2	4.1	3.2
EV/EBITDA (x)	17.1	12.0	9.1	6.6
EPS (원)	14,209	20,252	24,725	31,406
CFPS (원)	20,116	25,996	31,882	39,760
BPS (원)	59,603	76,199	97,601	125,682
DPS (원)	3,700	3,700	3,700	3,700
배당성향 (%)	22.8	16.3	13.4	10.6
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	53.2	32.8	22.2	23.9
EBITDA증가율 (%)	64.8	29.4	23.8	24.7
조정영업이익증가율 (%)	70.1	31.3	25.5	26.0
EPS증가율 (%)	65.1	42.5	22.1	27.0
매출채권 회전율 (회)	12.9	13.1	12.1	12.1
재고자산 회전율 (회)	7.7	7.0	6.5	6.5
매입채무 회전율 (회)	11.1	10.8	9.5	9.5
ROA (%)	17.7	19.9	19.5	20.1
ROE (%)	26.9	29.8	28.5	28.1
ROIC (%)	70.1	88.4	109.2	134.4
부채비율 (%)	44.2	44.3	38.9	34.3
유동비율 (%)	687.5	539.3	562.0	584.9
순차입금/자기자본 (%)	-40.0	-64.3	-70.9	-76.2
조정영업이익/금융비용 (x)	20.6	27.4	34.1	42.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2026.02.05	매수	600,000	-	-
2025.11.12	매수	700,000	-38.68	-23.71
2025.08.11	매수	820,000	-27.00	-13.29
2025.07.23	매수	670,000	-14.20	-0.90
2025.05.20	매수	520,000	-4.24	14.23
2025.03.31	매수	440,000	-15.71	-3.75
2025.02.11	매수	360,000	-14.25	-6.25
2024.11.20	매수	290,000	-16.78	-5.69
2024.08.22	매수	260,000	-21.19	-9.42



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.