

파마리서치 (214450)

리쥘란 Capa 확대와 글로벌 진출

투자의견 Buy, 목표주가 890,000원으로 커버리지를 개시

파마리서치에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 890,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 12M Fwd EPS에 목표 PER 45배를 적용하였다. 글로벌 확장과 신사업 모멘텀을 반영하며 밸류에이션 부담에도 불구하고, 실적 가시성과 브랜드 파워 확대가 이를 상쇄할 것으로 판단된다. 단기적으로는 유럽 계약 체결과 특신·EBD 신사업 가시화가 프리미엄을 정당화하며 주가의 추가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

첫째, 성장을 대비한 생산능력 확대를 검토 중이다. 리쥘란 공장의 가동률은 2025년 2분기 들어 100%를 초과하였다. 이는 1교대 기준 산정치로, 만약 3교대로 전환할 경우 최대 3배까지 생산이 가능해 공급능력에는 아직 여유가 있다. 다만, 신규 증설은 내년 혹은 내후년에 이뤄질 수 있는 방안으로 검토 단계에 있으며 확정된 것은 아니다. 이러한 점은 수요 강세와 맞물려 중장기적으로 성장 여력이 충분하다는 신호로 해석될 수 있으며, 글로벌 수출 확대와 함께 향후 실적의 안정적 성장을 뒷받침할 수 있는 요인이 될 것으로 보인다.

둘째, 글로벌 진출 가속화다. 전일 동사는 프랑스 글로벌 에스텍 기업 비바시(VIVACY)와 의료기기 리쥘란 유럽 유통 파트너십을 체결해 5년간 880억원 규모로 영국·독일·프랑스·이탈리아·스페인 등 서유럽 포함 22개국에 진출했다. 리쥘란은 PN 성분 의료기기 중 유럽 MDR 승인을 받은 유일한 브랜드로 2025년 초도 물량은 20억 원으로 추정된다. 미국은 이미 수출의 16%를 차지하며 도포형·화장품 매출이 확대되고 있으며, 의료기기 인허가는 2032년을 목표로 진행 중이다. 또한 중국(2028년), 일본(2027년) 인허가 계획도 제시하고 있어 글로벌 확장 로드맵은 뚜렷하다.

셋째, 신사업 확장과 브랜드 파워 강화다. 화장품 부문은 일본과 미국에서 성장세가 확인되었고, 리쥘란 브랜드 파워가 타 사업부로 확산되고 있다. 하반기에는 EBD 장비가 출시되며, 2026년 특신 사업이 본격화될 예정이다. 특신은 초기 연간 매출액 250억 원을 기대하며, GMP 허가 후 Capa는 4배로 확대 가능하다. 이들 신사업은 리쥘란·특신·필러·EBD를 아우르는 패키지 판매 전략으로 연결되어 매출 안정성과 브랜드 충성도를 동시에 높일 것이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,610	3,501	5,550	7,400
영업이익	923	1,261	2,300	3,080
지배순이익	766	920	1,880	2,500
PER	14.4	18.0	37.8	28.3
PBR	2.5	3.3	11.0	8.2
EV/EBITDA	9.6	10.1	27.6	20.4
ROE	19.7	18.9	30.0	29.9

자료: 유안타증권



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant
doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (I)**목표주가 890,000원 (I)**

직전 목표주가 -원

현재주가 (8/29) **680,000원**상승여력 **31%**

시가총액	70,650억원
총발행주식수	11,565,295주
60일 평균 거래대금	693억원
60일 평균 거래량	129,779주
52주 고/저	711,000원 / 167,700원
외인지분율	19.36%
배당수익률	0.42%
주요주주	정상수 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.9	53.5	301.2
상대	21.1	41.8	280.6
절대 (달러환산)	20.0	51.9	284.8

[Fig. 1] 파마리서치 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q.25	2Q.25	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	747	831	892	1,026	3,497	1,169	1,406	1,455	1,520	5,550
YoY	35	24	30	47	34	56	69	63	48	59
내수	488	517	569	637	2,210	716	887	908	926	3,438
의약품	101	94	100	87	382	106	134	140	130	510
의료기기(리주란, 콘쥘란)	281	314	360	419	1,374	483	607	615	635	2,340
화장품(올리브영, 면세점)	82	86	59	88	314	107	113	115	118	453
기타	23	23	50	44	140	21	33	38	43	135
수출	260	315	323	389	1,286	453	519	547	594	2,113
의약품	62	85	61	55	263	66	70	62	57	255
의료기기(리주란, 콘쥘란)	103	116	147	196	562	212	243	265	300	1,019
화장품(올리브영, 면세점)	95	113	111	140	459	172	195	210	230	807
기타	0	0	5	-2	3	3	11	10	7	31
내수	36	22	30	38	31	47	72	60	45	56
의약품	28	12	10	5	14	5	43	39	50	33
의료기기(리주란, 콘쥘란)	42	36	45	53	45	72	94	71	52	70
화장품(올리브영, 면세점)	27	-7	-23	29	4	30	32	97	35	44
기타	43	32	116	16	48	-10	43	-24	-2	-4
수출	32	29	29	63	39	74	65	69	53	64
의약품	37	66	6	0	26	7	-18	2	3	-3
의료기기(리주란, 콘쥘란)	-1	0	50	106	36	106	109	81	53	81
화장품(올리브영, 면세점)	109	49	20	64	53	82	72	90	64	76
기타	-97	-78	99	-188	-61	3413	8392	92	-411	876
영업이익	267	308	349	336	1,259	447	559	630	664	2,300
YoY	29	30	27	65	36	68	82	80	98	83
영업이익률	36	37	39	33	36	38	40	43	44	41

자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 파마리서치 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주] 순이익 (억원)	1,880	2,500	
주식수 (만주)	1,157	1,157	상환전환우선주 포함
EPS (원)	16,256	21,616	12M FWD EPS
적정 PER (배)	45	45	
적정주가 (원)	731,499	972,738	890,000 원
상승여력 (%)	8	43	31%

자료: 유안타증권 리서치센터

품목명	구분	1공장		2공장		합 계	
		1H.25	2024	1H.25	2024	1H.25	2024
원료 (Gram)	생산능력	28,800	57,600	108,000	216,000	136,800	273,600
	생산실적	8,280	14,392	132,483	223,069	140,763	237,461
	가동률	29%	25%	123%	103%	103%	87%
의료기기 (관)	생산능력	600,000	1,200,000	3,600,000	7,200,000	4,200,000	8,400,000
	생산실적	254,866	454,904	4,208,874	4,422,792	4,463,740	4,877,696
	가동률	42%	38%	117%	61%	106%	58%
화장품 (Vial/개)	생산능력	250,000	500,000	3,082,000	6,164,000	3,332,000	6,664,000
	생산실적	-	-	590,112	550,101	590,112	550,101
	가동률	-	-	19%	9%	18%	8%

Category	2022	2023	2024	2025E
Domestic Pharmaceuticals (내수 의약품)	42%	36%	39%	42%
Foreign Pharmaceuticals (수출 의약품)	10%	16%	16%	18%
Domestic Cosmetics (내수 화장품)	11%	11%	13%	15%
Foreign Cosmetics (수출 화장품)	16%	13%	11%	9%
Domestic Medical Devices (내수 의료기기)	9%	12%	9%	8%
Foreign Medical Devices (수출 의료기기)	7%	8%	8%	5%
Others (기타)	4%	4%	4%	3%

연월	외국인 순매수 (%p)	기관 순매수 (%p)
24/8	0.5	-1.5
24/9	1.5	-2.5
24/10	1.0	-3.5
24/11	4.5	-5.5
25/1	5.5	-6.5
25/2	7.0	-6.0
25/3	8.5	-6.0
25/4	7.5	-5.5
25/5	8.0	-5.0
25/6	9.5	-4.5
25/7	7.5	-5.5
25/8	10.9	-5.3

해의 인허가 현황 (품목허가 획득 국가) - REJURAN				해의 인허가 현황 (품목허가 획득 국가) - REJURAN 이외				해의 인허가 현황 (품목허가 계획 국가)			
REJURAN				CLEVEL	CONIURAN	REJURAN COSMETIC		CLEVEL	CONIURAN	REJURAN	REJURAN COSMETIC
Asia	Europe/Oceania	America	Middle East	Asia	Asia	Asia		Asia	Asia	Asia	Asia
- 싱가포르 - 말레이시아 - 인도네시아 - 태국 - 베트남 - 카자흐스탄 - 중국* - 대한 - 우즈베키스탄 - 홍콩 - 미얀마	- 우크라이나 - 벨라루스 - 리투아니아 - 튀르키예 - 중국 - 호주 - 뉴질랜드 - 체코 - 덴마크 - 스웨덴 - 핀란드 - 노르웨이 - 불가리아 - 알바니아 - 유럽 MDR	- 칠레 - 멕시코 - 페루	- 아랍에미리트 - 이스라엘 - 이라크	- 대한 - 인도네시아 - 싱가포르 - 태국 - 홍콩	- 싱가포르 - 태국 - 말레이시아	- 중국 - 일본 - 미국 - 싱가포르 - 말레이시아 - 대한 - 홍콩		중국	대한	- 우즈베키스탄 - 중국 - 일본	- 우즈베키스탄 - 중국 - 일본
				Europe/Oceania	Europe/Oceania	Europe/Oceania				America	America
					우크라이나	우크라이나				미국	
						미국				Middle East	Middle East
						미국				이스라엘	

 유안타증권
Yuantan Securities (Korea)

파마리서치 (214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,610	3,501	5,550	7,400	8,900
매출원가	708	989	1,360	1,740	2,050
매출총이익	1,903	2,512	4,190	5,660	6,850
판매비	980	1,252	1,890	2,580	3,070
영업이익	923	1,261	2,300	3,080	3,780
EBITDA	1,043	1,397	2,436	3,198	3,888
영업외손익	84	-102	30	10	20
외환관련손익	-4	50	-20	-25	-40
이자손익	44	55	91	143	206
관계기업관련손익	7	60	76	70	93
기타	37	-267	-117	-179	-239
법인세비용차감전순이익	1,007	1,158	2,330	3,090	3,800
법인세비용	234	269	500	670	810
계속사업순이익	773	889	1,830	2,420	2,990
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	773	889	1,830	2,420	2,990
지배지분순이익	766	920	1,880	2,500	3,020
포괄순이익	785	908	1,849	2,438	3,009
지배지분포괄이익	776	940	1,914	2,524	3,115

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	649	1,381	2,094	2,453	3,104
당기순이익	773	889	1,830	2,420	2,990
감가상각비	84	98	98	80	70
외환손익	1	-13	20	25	40
중속, 관계기업관련손익	0	0	-76	-70	-93
자산부채의 증감	-307	4	-89	-312	-214
기타현금흐름	98	402	311	311	311
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-1,860	-1,741	-1,947
투자자산	-138	-53	-198	-268	-419
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-364	-150	-100	-400
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-189	-1,839	-1,512	-1,373	-1,127
재무활동 현금흐름	-260	1,826	-230	-205	-265
단기차입금	-161	65	-3	-5	-5
사채 및 장기차입금	-163	1,728	-7	0	-60
자본	179	220	0	0	0
현금배당	-75	-101	-134	-114	-114
기타현금흐름	-39	-86	-86	-86	-86
연결범위변동 등 기타	0	29	-242	-75	-104
현금의 증감	-57	981	-238	433	788
기초 현금	729	672	1,653	1,416	1,848
기말 현금	672	1,653	1,416	1,848	2,636
NOPLAT	923	1,261	2,300	3,080	3,780
FCF	529	1,017	1,944	2,353	2,704

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

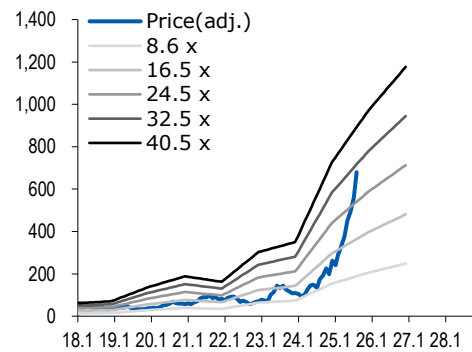
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,565	5,545	7,029	9,192	11,359
현금및현금성자산	672	1,653	1,416	1,848	2,636
매출채권 및 기타채권	347	425	514	646	783
재고자산	502	573	600	800	900
비유동자산	2,788	3,012	3,224	3,474	4,185
유형자산	1,231	1,473	1,525	1,545	1,875
관계기업 등 지분관련 자산	167	208	329	439	528
기타투자자산	863	674	751	909	1,240
자산총계	5,353	8,557	10,252	12,666	15,544
유동부채	659	828	812	879	844
매입채무 및 기타채무	190	402	448	530	570
단기차입금	4	3	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	72	2,034	2,032	2,055	2,073
장기차입금	2	12	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
부채총계	731	2,863	2,843	2,933	2,917
지배지분	4,331	5,394	7,158	9,562	12,487
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973
이익잉여금	2,608	3,431	5,177	7,562	10,468
비지배지분	291	300	250	170	140
자본총계	4,622	5,694	7,409	9,733	12,627
순차입금	-1,336	-2,386	-3,749	-5,573	-7,556
총차입금	343	2,136	2,127	2,122	2,057

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,481	8,642	18,000	24,059	29,069
BPS	42,459	46,640	61,896	82,682	107,968
EBITDAPS	10,188	13,065	20,966	27,653	33,619
SPS	25,506	32,745	47,758	63,985	76,954
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
PER	14.4	18.0	37.8	28.3	23.4
PBR	2.5	3.3	11.0	8.2	6.3
EV/EBITDA	9.6	10.1	27.6	20.4	16.3
PSR	4.2	4.8	14.2	10.6	8.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	34.0	34.1	58.5	33.3	20.3
영업이익 증가율 (%)	40.0	36.6	82.5	33.9	22.7
지배순이익 증가율 (%)	88.7	20.2	104.3	32.9	20.8
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	75.5	76.5	77.0
영업이익률 (%)	35.3	36.0	41.4	41.6	42.5
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	33.9	33.8	33.9
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	43.9	43.2	43.7
ROIC	35.9	45.3	80.3	98.6	105.1
ROA	15.1	13.2	20.0	21.8	21.4
ROE	19.7	18.9	30.0	29.9	27.4
부채비율 (%)	15.8	50.3	38.4	30.1	23.1
순차입금/자기자본 (%)	-30.8	-44.2	-52.4	-58.3	-60.5
영업이익/금융비용 (배)	30.9	27.2	28.9	38.8	48.4

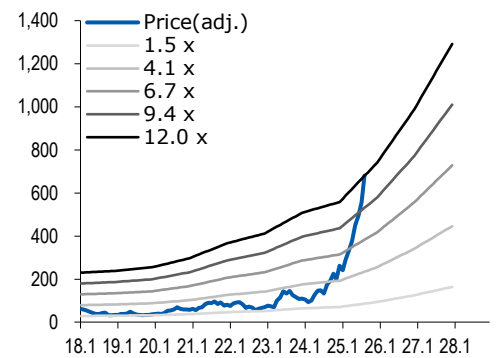
P/E band chart

(천원)

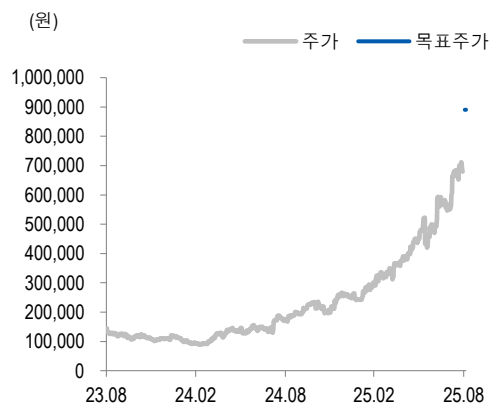


P/B band chart

(천원)



파마리서치 (214450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-01	BUY	890,000	1년		

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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-30

※ 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.