

파마리서치 (214450)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

430,000

상향

현재주가

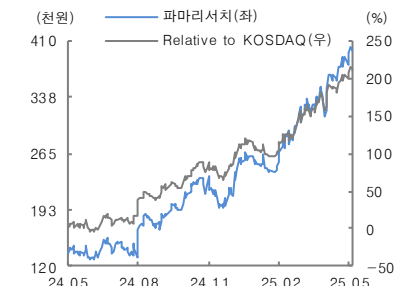
398,000

(25.05.13)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	731.88
시가총액	4,183십억원
시가총액비중	1.12%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	401,500원 / 127,500원
120일 평균거래대금	305억원
외국인지분율	16.40%
주요주주	정상수 외 7 인 34.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.7	46.1	81.7	183.5
상대수익률	3.4	49.5	71.2	230.9



멈추지 않는 실적 성장, 다만 주가는 트레이딩 영역

- 1Q 실적 리쥔란 성장에 힘입어 YoY+56% 고성장, 수익성도 견조
- 유럽 진출 전임에도 성장세 지속. 하반기 유럽 진출 본격화 기대
- TP 43만원으로 26% 상향, 단기 밸류 부담 감안해 시장수익률 유지

1Q25 Review: 의료기기(리쥔란)의 폭발적 성장으로 분기 최대 실적

1Q25 매출 1,169억원(YoY +56.5%, QoQ +13%), 영업이익 447억원(YoY +67.7%, QoQ +33%, OPM 38%) 기록. 특정 프로모션이나 비일상적 이벤트 없이도 모든 제품군과 지역에서 고르게 성장했다는 점으로 실질적인 사업 체력이 얼마나 탄탄한지 입증된 분기

의료기기 매출은 695억원(YoY+81%, QoQ+13%)으로 리쥔란 중심의 내수·수출 모두 견조한 성장세를 기록. 내수 중 콘쥔란 60~70억, HA 필러 10억을 제외한 대부분이 리쥔란 매출. 화장품 279억원(YoY+58%)으로 중국·일본 오프라인 유통 확대와 미국향 PN 화장품 출하가 성장을 견인

판관비는 전분기 일회성 비용(40억) 제거+신규 광고비(10억) 반영으로 약 280억 수준에서 관리. GPM 73%, OPM 38%의 수익성 달성

2025 Preview: 실적 추세 너무 좋다, 꺾이는 것 보단 성장이 더 기대

2025년 매출액 5,095억원(YoY+46%), 영업이익 1,993억원(YoY+58%, OPM 39%) 기대. 작년 한 해 동안 강화한 B2C 마케팅과 제품군 다변화, 광고 투자 확대의 성과가 올해 본격적인 실적 가속으로 이어지고 있음

리쥔란 중심으로 내수(의료관광 회복·인지도 제고)와 수출(일본·동남아 재주문·신규 진출국 확대)이 동반 성장. 특히 유럽 수출 없이도 1분기 매출이 전년 대비 56% 급증해 빅마켓 확장 전부터 구조적 성장력이 입증되었다는 점이 주목. 하반기 내 유럽 진출에 대한 청사진(파트너사 등)이 본격화

목표주가 430,000원으로 26.5% 상향, 다만 투자의견 시장수익률 유지

TP는 2025F EPS 14,937원에 글로벌 평균 PER 32.3배를 적용해 43만원으로 26.5% 상향. 리쥔란 중심의 고성장 구조와 유럽 진출, 신제품 확대가 실적과 밸류에이션에 모멘텀을 더할 전망. 다만 미국 등 선진국 시장 진입이 장기 과제인 만큼, 단기 과열 부담은 존재한다고 판단해 투자의견 시장수익률을 유지. 굳이 팔 종목은 아니나 새로 사기에는 부담스러운 자리

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	75	103	95	117	56.5	13.4	105	126	51.4	7.7
영업이익	27	34	36	45	67.7	32.7	41	51	65.4	13.8
순이익	17	19	26	41	137.5	119.1	32	45	44.4	10.6

자료: 파마리서치, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	509	654	871
영업이익	92	126	199	253	331
세전순이익	101	116	203	256	333
총당기순이익	77	89	157	198	258
지배지분순이익	77	92	155	197	256
EPS	7,569	8,743	14,937	18,923	24,617
PER	14.5	30.0	26.6	21.0	16.2
BPS	42,323	50,448	58,369	74,250	95,175
PBR	2.6	5.2	6.8	5.4	4.2
ROE	19.7	18.9	25.4	25.4	25.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	425	501	509	654	19.7	30.7
판매비와 관리비	149	174	172	226	15.8	30.0
영업이익	162	183	199	253	22.9	37.9
영업이익률	38.1	36.7	39.1	38.7	1.0	2.0
영업외손익	5	-5	4	3	-16.1	흑자조정
세전순이익	167	178	203	256	21.8	43.6
지배지분순이익	129	142	155	197	20.5	38.2
순이익률	30.6	28.7	30.8	30.3	0.2	1.7
EPS(지배지분순이익)	12,396	13,695	14,937	18,923	20.5	38.2

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

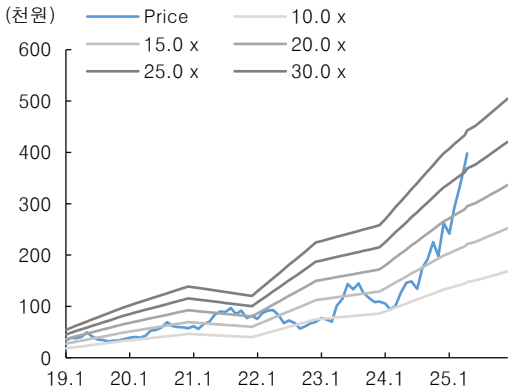
표1. 파마리서치 목표주가 산출

(단위: 원, 배)

	내용	비고
2025F EPS (원)	14,937	3/25 보고서 기준 12,396 원
2025F 획석 EPS(원)	13,281	CVC 그룹 투자 RCPS 117 만주 획석 반영
Target Multiple(배)	32.3	Peer(휴젤·클래시스·갈더마) 25F 평균 멀티플
목표가(원)	430,000	기본 EPS 로 계산 시 48 만원(Upside+21%)
현재주가(원)	398,000	2025/05/14 종가 기준
Upside(%)	8.0%	

주: 글로벌 피어 평균 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 파마리서치 12MF 선행 PER Band



주: 당사 추정치 기준, PER 값은 RCPS를 반영하지 않은 기본 EPS 기준
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 2. 파마리서치 12MF PER 추이(컨센 기준)



주: 컨센서스 기준, 위 PER 값은 RCPS를 획석한 EPS와 기본 EPS가 혼재
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

표2. 파마리서치 분기별 실적 온도차트 (단위: %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액 과리율	12.3%	-1.6%	-	-	-	-12.4%	-	0.5%	-	-	-	-
영업이익 과리율	-6.0%	-8.4%	-	-	-	-29.1%	-	-100.5%	-	-	-	-
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
매출액 과리율	10.0%	-	-	-	13.6%	3.3%	0.0%	-3.6%	13.2%	13.6%	-1.0%	4.3%
영업이익 과리율	-5.6%	-	-	-	19.8%	29.3%	10.9%	28.5%	19.9%	18.1%	-3.2%	-9.1%
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액 과리율	7.4%	7.6%	-5.0%	5.7%	3.2%	13.6%	6.2%	-1.0%	10.1%	5.1%	0.9%	9.5%
영업이익 과리율	-1.1%	12.6%	-5.1%	-8.9%	11.9%	11.0%	13.3%	-23.7%	5.4%	8.0%	5.5%	-1.4%
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25								
매출액 과리율	11.3%											
영업이익 과리율	8.3%											

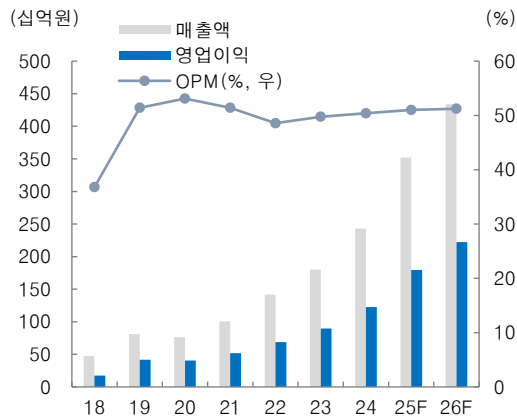
주: 공백인 분기는 쿼티와이즈에 컨센서스 데이터가 존재하지 않는 경우
자료: 쿼티와이즈, 대신증권 Research Center

표3. 파마리서치 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	74.7	83.1	89.2	102.6	116.9	125.9	128.6	138.1	261.0	350.1	509.5	652.7
YoY (%)	35%	24%	30%	47%	56%	51%	44%	34%	34%	34%	46%	28%
내수	48.8	51.7	56.9	63.7	71.6	76.9	81.4	83.6	168.2	221.0	313.6	361.6
수출	26.0	31.5	32.3	38.9	45.3	49.0	47.2	54.5	92.6	129.1	195.9	292.3
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	19.0	18.4	16.1	54.5	64.5	70.7	83.8
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	77.3	79.4	88.4	136.1	193.5	314.5	407.5
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	48.3	52.1	55.2	59.2	95.0	137.4	214.8	255.6
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	21.2	25.2	24.1	29.2	41.2	56.2	99.6	151.9
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	27.9	26.3	27.6	30.5	59.9	77.7	112.3	147.0
내수	8.2	8.6	5.9	8.8	10.7	11.2	12.1	12.3	30.1	31.4	46.3	46.3
수출	9.5	11.3	11.1	14.0	17.2	15.2	15.5	18.2	29.8	46.3	66.0	100.7
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	3.3	3.2	3.1	10.3	14.3	12.0	14.4
매출총이익	51.8	59.2	64.6	75.3	85.4	91.4	93.9	100.6	190.3	251.2	371.3	479.4
YoY (%)	28%	19%	28%	52%	65%	54%	45%	33%	34%	32%	48%	29%
총이익률	69%	71%	72%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	72%	73%	73%
영업이익	26.7	30.8	34.9	33.6	44.7	50.9	51.6	52.1	92.3	126.1	199.3	252.9
YoY (%)	31%	15%	14%	-4%	33%	14%	1%	1%	40%	37%	58%	27%
영업이익률	36%	37%	39%	33%	38%	40%	40%	38%	35%	36%	39%	39%
세전이익	23.3	38.0	31.0	23.6	46.7	51.6	52.3	52.9	100.7	115.8	203.5	256.0
YoY (%)	1.9%	63.1%	-9.5%	16.0%	100.7%	36.0%	68.6%	124.3%	86%	15%	76%	26%
세전이익률	31%	46%	35%	23%	40%	41%	41%	38%	39%	33%	40%	39%
당기순이익	18.3	28.7	25.5	16.5	36.0	39.8	40.3	40.7	77.3	88.9	156.8	198.4
YoY (%)	0%	89%	-10%	-35%	120%	10%	1%	1%	78%	15%	76%	27%
당기순이익률	24%	35%	29%	16%	31%	32%	31%	29%	30%	25%	31%	30%

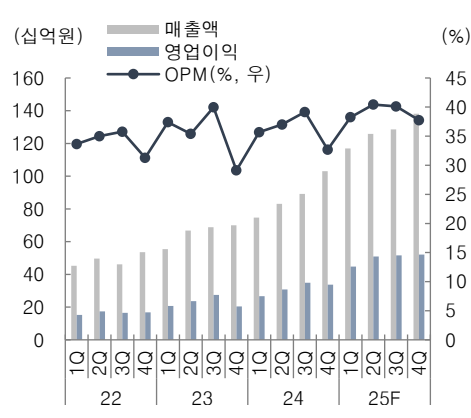
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 3. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



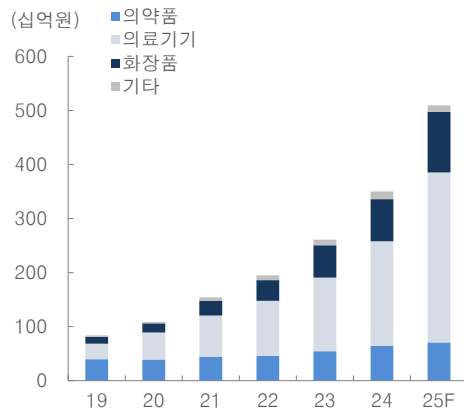
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 4. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률



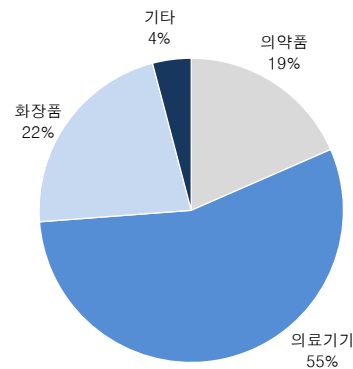
자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

그림 5. 사업부별 매출 추이 (연간)



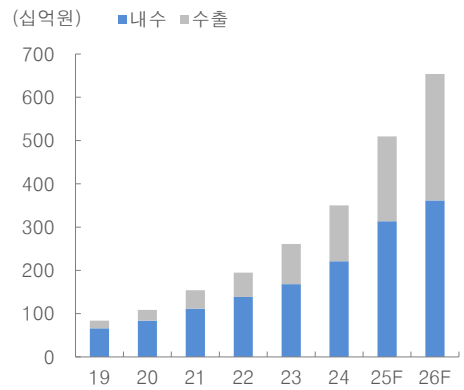
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 6. 사업부별 매출 비중 (2024년)



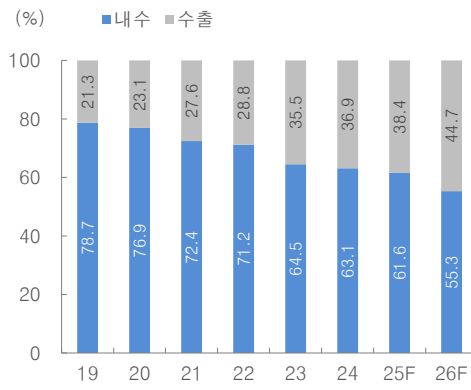
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 7. 지역별 매출 추이 (연간)



자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

그림 8. 지역별 매출 비중 추이 (연간)



자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 2001년 설립, 2015년 KOSDAQ 상장, PDRN 및 PN 제조기술 기반 재생의학 솔루션 제공: 근골격계 질환, 항노화산업 안면미용
- 주요사업: 의약품(PDRN/PN 기반 주사제, 점안액) 의료기기(관절강주사 콘주란, 스킨부스터 리주란), 화장품 등
- 설립자 정성재, 최대주주 베인캐피탈, 대표이사 백승한
- 자산 8,557억원, 부채 2,862억원, 자본 5,695억원 (24년 기준) (발행주식 수: 10,509,600) *RCPS 117만주

주가 변동요인

- (+) 해외 인허가 획득 및 해외매출 증가, 특신 매출 본격화, 수출입 데이터 성장
- (-) 해외 진출 지연, 수출입 데이터 역성장, 실적 역성장

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중

사업부	비중 (%)
의료기기	55%
화장품	22%
의약품	19%
기타	4%

주: 2024년 기준
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

매출, 영업이익, 영업이익률

연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)
18	~50	~20	~30
19	~80	~40	~45
20	~80	~40	~48
21	~100	~50	~45
22	~150	~70	~42
23	~180	~90	~45
24	~250	~120	~45
25F	~350	~180	~48
26F	~420	~220	~48

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

파마리서치 해외 매출 비중 추이

연도	해외 매출 비중 (%)
18	16.7
19	21.3
20	23.1
21	27.6
22	28.8
23	35.5
24	36.9
25F	38.4
26F	44.8

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

탄탄한 재무와 무차입 경영 지속

연도	현금성 자산 (억원)	영업현금흐름 (억원)	부채비율 (%)
21 1Q	~500	~100	~15
21 2Q	~500	~100	~15
21 3Q	~500	~100	~15
21 4Q	~500	~100	~15
22 1Q	~500	~100	~30
22 2Q	~500	~100	~30
22 3Q	~500	~100	~30
22 4Q	~500	~100	~30
23 1Q	~1,500	~100	~25
23 2Q	~1,200	~100	~20
23 3Q	~1,200	~100	~20
23 4Q	~1,200	~100	~15
24 1Q	~1,500	~100	~20
24 2Q	~1,500	~100	~20
24 3Q	~1,500	~100	~20
24 4Q	~4,000	~100	~20

주: 4Q24 RCPS 관련 부채 약 2,000억원 계상
자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

기타화장품(필러, 리주란 포함) 수출액 현황(강원 강릉시)

연월	수출액 (만달러)
23.01	~100
23.03	~200
23.05	~150
23.07	~100
23.09	~120
23.11	~150
24.01	~100
24.03	~100
24.05	~120
24.07	~250
24.09	~220
24.11	~280
25.01	~550

주: HSCODE: 3304.99.9000, 강원 강릉시파마리서치 추정
자료: 관세청 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	509	654	871
매출원가	71	99	138	175	242
매출총이익	190	251	371	479	629
판매비와관리비	98	125	172	226	298
영업이익	92	126	199	253	331
영업이익률	35.3	36.0	39.1	38.7	38.0
EBITDA	104	140	214	266	345
영업외손익	8	-10	4	3	2
관계기업손익	1	6	6	6	6
금융수익	18	25	12	12	12
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-41	-5	-6	-7
외환관련손실	2	2	1	1	1
기타	-4	0	-9	-9	-9
법인세비용차감전순손익	101	116	203	256	333
법인세비용	-23	-27	-47	-58	-75
계속사업순손익	77	89	157	198	258
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	89	157	198	258
당기순이익률	29.6	25.4	30.8	30.3	29.7
비지배지분순이익	1	-3	2	2	3
지배지분순이익	77	92	155	197	256
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	1
포괄순이익	79	91	160	203	265
비지배지분포괄이익	1	-3	2	2	3
지배지분포괄이익	78	94	158	201	262

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,569	8,743	14,937	18,923	24,617
PER	14.5	30.0	26.6	21.0	16.2
BPS	42,323	50,448	58,369	74,250	95,175
PBR	2.6	5.2	6.8	5.4	4.2
EBITDAPS	10,188	13,065	18,297	22,797	29,546
EV/EBITDA	9.8	18.3	18.5	14.3	10.4
SPS	25,506	32,745	43,600	55,960	74,532
PSR	4.3	8.0	9.1	7.1	5.3
CFPS	10,268	14,022	20,254	24,755	31,503
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.0	34.1	45.5	28.3	33.2
영업이익 증가율	40.0	36.6	58.1	26.9	30.9
순이익 증가율	77.9	15.1	76.2	26.6	30.2
수익성					
ROIC	33.5	41.6	53.4	56.7	66.7
ROA	18.2	18.1	21.1	22.1	23.7
ROE	19.7	18.9	25.4	25.4	25.8
안정성					
부채비율	15.8	50.3	43.6	36.8	30.7
순차입금비율	-28.9	-41.9	-37.8	-47.4	-54.6
이자보상배율	30.9	27.2	76.3	69.2	76.4

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256	555	692	893	1,166
현금및현금성자산	67	165	113	189	308
매출채권 및 기타채권	35	43	80	98	123
재고자산	50	57	93	102	136
기타유동자산	104	289	407	503	599
비유동자산	279	301	342	359	368
유형자산	123	147	168	184	198
관계기업투자금	17	21	19	18	16
기타비유동자산	139	133	155	158	154
자산총계	535	856	1,034	1,253	1,534
유동부채	66	83	100	111	123
매입채무 및 기타채무	19	40	45	50	57
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	4	4	0
기타유동부채	46	42	50	57	66
비유동부채	7	203	214	226	237
차입금	0	1	12	22	32
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	202	203	204	204
부채총계	73	286	314	337	360
자배지분	433	539	682	868	1,112
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	175	197	197	197	197
이익잉여금	261	343	485	670	914
기타자본변동	-8	-6	-5	-5	-5
비지배지분	29	30	38	48	62
자본총계	462	569	720	916	1,174
순차입금	-134	-239	-272	-434	-642

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	138	145	219	246
당기순이익	77	89	157	198	258
비현금항목의 가감	28	61	80	91	110
감가상각비	12	14	14	13	14
외환손익	0	-1	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	16	49	69	81	99
자산부채의 증감	-31	0	-50	-17	-50
기타현금흐름	-9	-12	-42	-54	-72
투자활동 현금흐름	-45	-226	-114	-106	-117
투자자산	-13	-15	-10	-5	2
유형자산	-12	-36	-30	-25	-25
기타	-19	-174	-74	-75	-93
재무활동 현금흐름	-26	183	166	164	160
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-2	10	10	10	10
장기차입금	-15	0	0	0	0
유상증자	22	17	0	0	0
현금배당	-8	-10	-13	-11	-11
기타	-24	165	169	165	161
현금의 증감	-6	98	-52	76	118
기초 현금	73	67	165	113	189
기말 현금	67	165	113	189	308
NOPLAT	71	97	154	196	256
FCF	70	72	123	183	246

[Compliance Notice]

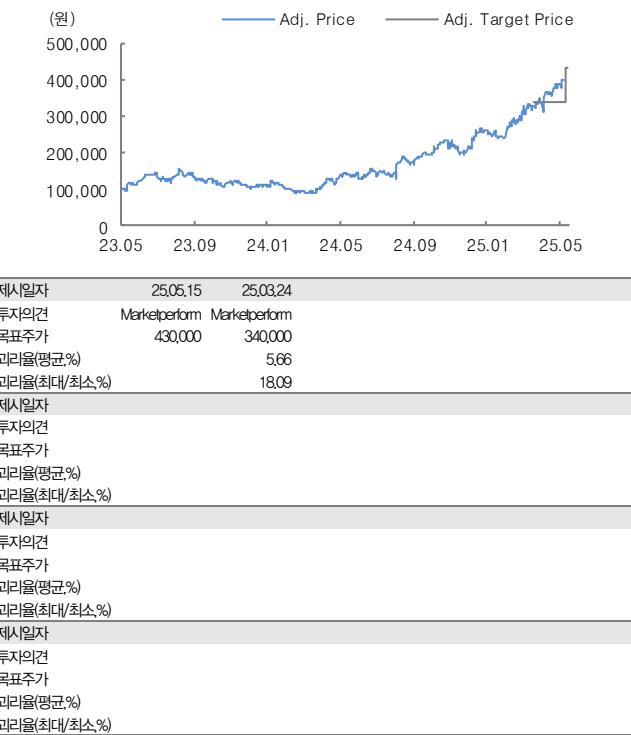
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한송협)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

파마리서치(214450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250511)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상