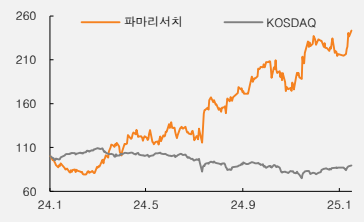


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 360,000원
현재주가(25/2/10)	273,500원
상승여력	31.6%

영업이익(24F,십억원)	126
Consensus 영업이익(24F,십억원)	127
EPS 성장률(24F,%)	11.7
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.0
P/E(24F,x)	31.4
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSDAQ	749.67
시가총액(십억원)	2,874
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	59.6
외국인 보유비중(%)	16.2
베타(12M) 일간수익률	-0.20
52주 최저가(원)	89,100
52주 최고가(원)	273,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.0	59.0	164.8
상대주가	4.3	62.1	191.9



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraesec.com박선영
seunyoung.park@miraesec.com

파마리서치

글로벌 1위 스킨부스터에 올라서다

4Q24 Review: 매출 시장기대치 상회, 영업이익 시장기대치 부합

4Q24 매출은 전년대비 47% 증가한 1,026억원으로 시장기대치를 상회하며 분기 1,000억원을 최초로 돌파했다. 영업이익은 전년대비 65% 증가한 336억원으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익률은 전년대비 4.4%p 증가한 32.7%를 기록했다.

품목별로는 의약품이 전년대비 3% 증가한 142억원, 의료기기는 전년대비 67% 증가(국내 54% YoY, 해외 106% YoY)한 615억원, 화장품은 전년대비 49% 증가(국내 29% YoY, 해외 64% YoY)한 228억원, 기타는 전년대비 3% 증가한 42억원을 기록했다.

목표주가 360,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

동사의 목표 주가배수를 P/E 30배로 상향하며 동사의 목표주가를 360,000원(기준 290,000원)으로 상향한다. 상승여력이 32%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

역사적으로 성장성과 이익률이 동시에 높은 미용업체는 12개월 선행 P/E 30배 이상으로 평가받곤 했다. 이런 상황에서 주력제품인 리주란 매출이 2024년 약 1,650억원으로 글로벌 1위 스킨부스터에 올라선 것으로 추정된다. 사실상 국내와 아시아 매출만으로 달성한 업적인데, 올해부터 본격적으로 CVC와 함께 유럽으로 시장을 넓혀나갈 것으로 보인다. 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 그리고 점차 높아질 해외매출 비중을 밸류에이션에 반영해야 한다고 판단한다.

동사의 2025년 실적은 의료기기가 외형성장을 견인하며 매출 4,250억원(22% YoY), 영업이익은 전년 대비 26% 증가한 1,589억원(OPM 37.4%)을 기록할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 22배로 글로벌 Peer(19배) 및 동사의 지난 3년 평균(14배) 대비 고평가되고 있다.

아직 시기와 타켓을 유추하긴 어렵지만, CVC를 통해 확보한 자금을 활용한 M&A 전략도 연중 기대해볼 만하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	195	261	350	425	513
영업이익 (십억원)	66	92	126	159	197
영업이익률 (%)	33.8	35.2	36.0	37.4	38.4
순이익 (십억원)	41	77	89	136	169
EPS (원)	4,013	7,481	8,359	11,672	14,476
ROE (%)	12.5	19.7	18.4	22.7	22.8
P/E (배)	17.4	14.6	31.4	23.4	18.9
P/B (배)	2.0	2.6	5.7	4.8	3.9
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.4	0.3	0.3

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

표 1. 4Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24			성장률	
			확정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	70.0	89.2	102.6	92.8	93.8	46.7	15.1
영업이익	20.4	34.9	33.6	36.2	34.0	64.7	-3.9
영업이익률 (%)	29.1	39.1	33.6	32.7	36.3	4.4	-5.6
순이익	15.4	24.7	-	31.0	26.0	-	-

주: K-IFRS 기준

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24P	25F	24P	25F	24P	25F	
매출액	340	401	350	425	2.9	6.1	4Q24 실적 반영
영업이익	129	153	126	159	-2.1	3.9	
순이익	104	135	89	136	-14.4	1.1	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

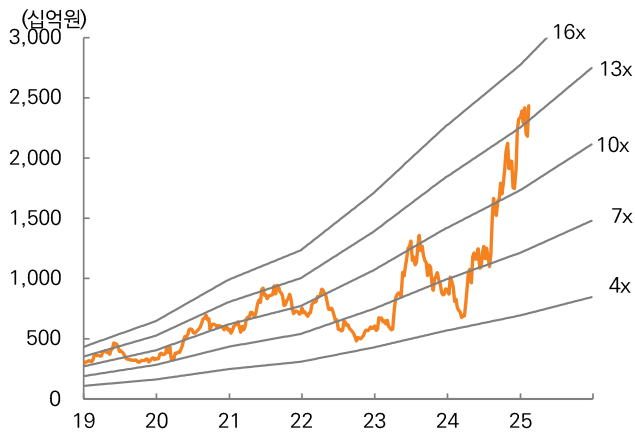
표 3. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.1	89.2	102.6	261.0	349.7	425.0
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	18.1	16.1	14.2	54.5	64.5	69.8
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	50.7	61.5	136.1	193.6	253.0
화장품	13.9	16.8	14.0	15.3	17.7	19.9	16.9	22.8	60.0	77.3	89.3
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	5.5	4.2	10.3	14.3	12.8
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.8	34.9	33.6	92.3	125.9	158.9
순이익(지배)	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	31.4	24.7	16.0	76.6	89.4	136.4
매출 성장률(%)	22.5	34.4	49.0	30.5	34.8	24.4	29.7	46.7	34.0	34.0	21.5
의약품	2.0	22.6	32.9	22.0	32.7	33.7	7.6	3.2	19.5	18.3	8.1
의료기기	21.8	41.2	62.0	15.3	39.0	24.2	36.7	67.1	33.4	42.2	30.7
화장품	56.3	68.3	32.0	71.3	27.7	18.1	20.9	48.6	56.2	28.7	15.6
기타	0.1	-56.5	94.9	179.5	38.5	28.4	100.4	2.8	18.5	39.1	-10.5
영업이익률 (%)	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	37.0	39.1	32.7	35.3	36.0	37.4
순이익률 (지배, %)	33.1	22.7	41.0	22.2	24.5	34.6	28.6	16.1	29.6	25.5	33.1

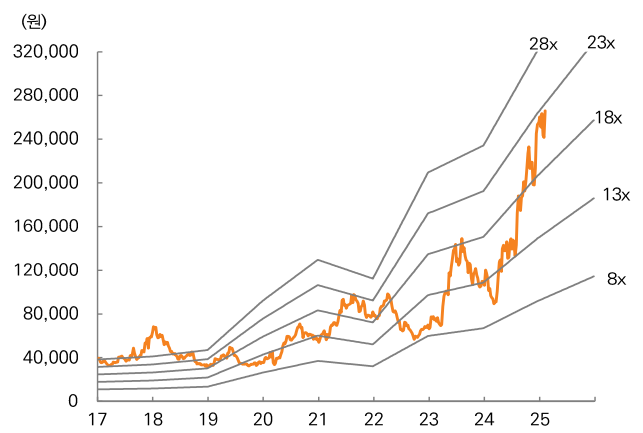
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



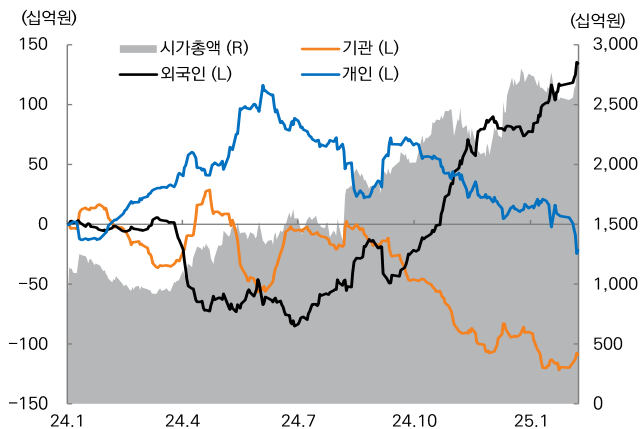
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



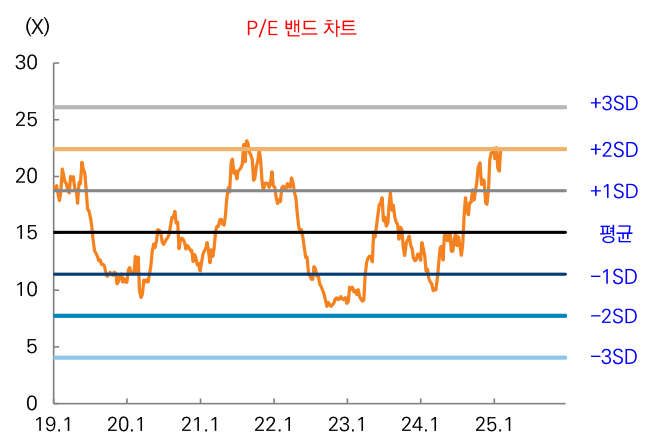
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 P/E와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

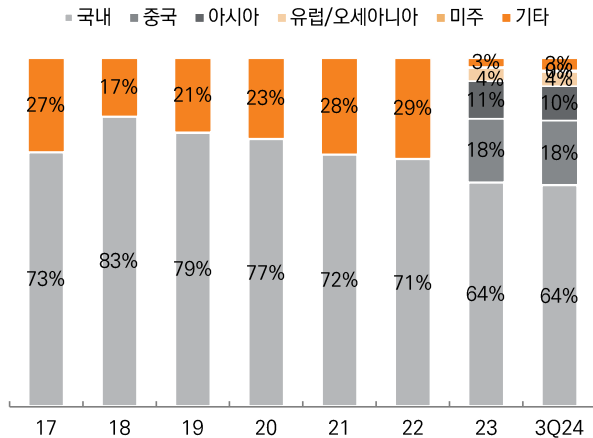
표 4. Global Peer Valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		22	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
클래스스	3,400	49.8	50.2	49.4	39.2	34.5	25.8	15.4	14.2	10.7	30.2	26.9	20.6	180	239	318
휴젤	3,258	36.8	45.4	47.2	25.1	23.2	18.8	7.7	8.6	7.2	13.1	15.6	12.5	320	378	452
파마리서치	2,874	35.3	37.2	38.4	31.5	28.8	22.2	8.8	8.4	6.7	14.8	19.4	15.4	261	342	426
Inmode	1,871	28.5	33.3	35.0	7.9	9.6	8.7	3.7	3.3	3.1	5.1	5.2	4.8	539	570	598
Establishment Labs	1,225	(39.4)	(26.5)	(16.6)	-	-	-	5.4	5.1	4.1	-	-	-	216	238	296
Evolus	1,205	(24)	(5)	2	-	-	-	3	3	2	-	-	91	264	385	509
메디톡스	864	7.8	15.4	23.3	75.1	34.0	15.5	3.3	3.5	3.1	33.0	16.3	10.1	221	244	282
원텍	502	39.8	28.6	30.8	20.3	21.4	16.5	4.6	4.5	4.0	16.8	13.0	10.8	116	111	125
비율	483	52.5	58.7	59.3	22.3	13.7	10.7	11.3	6.8	5.3	18.9	9.9	7.7	43	71	91
AirSculpt Tech	458	4.8	(0.5)	3.4	-	83.8	30.6	1.7	1.7	1.6	25.6	15.9	12.4	256	269	294
Beauty Health	292	(32.9)	(24.0)	(11.8)	-	-	-	0.5	0.6	0.6	-	262.7	28.8	520	470	483
Sisram Medical	300	11.2	7.4	7.3	8.8	8.5	6.8	0.6	0.6	0.5	4.1	7.0	6.0	469	535	621
아스테라시스	316	8.9	24.5	38.0	298.3	-	21.5	14.8	10.9	6.3	-	-	-	17	29	50
하이로닉	117	15.6	-	-	15.8	-	-	3.2	-	-	22.2	-	-	34	-	-
한스바이옴에드	114	0.8	-	-	-	-	-	1.3	-	-	28.2	-	-	81	-	-
전체 평균		10.4	16.2	21.3	56.1	27.9	16.8	5.0	4.8	3.7	18.2	40.6	19.9	239.7	303.4	352.4

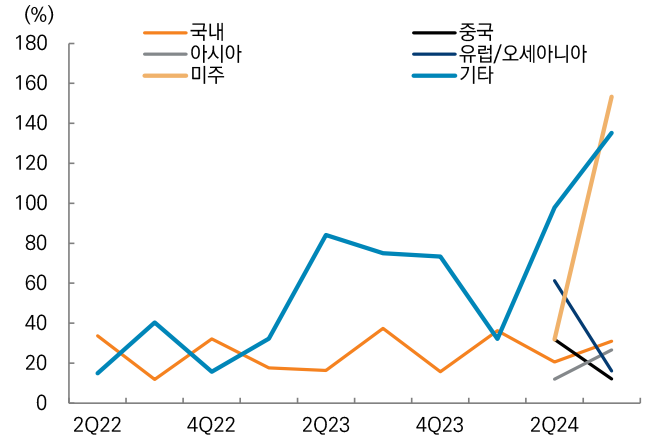
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중 추이



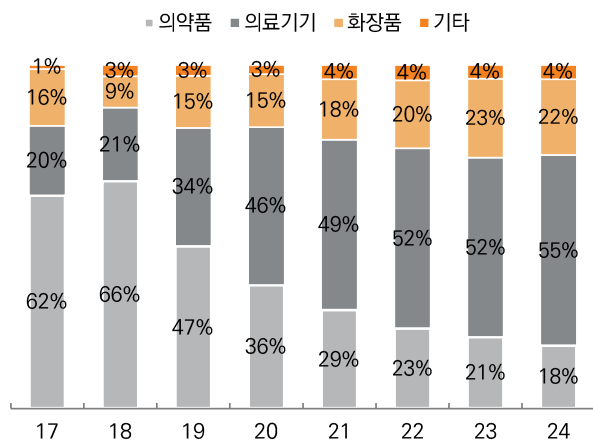
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



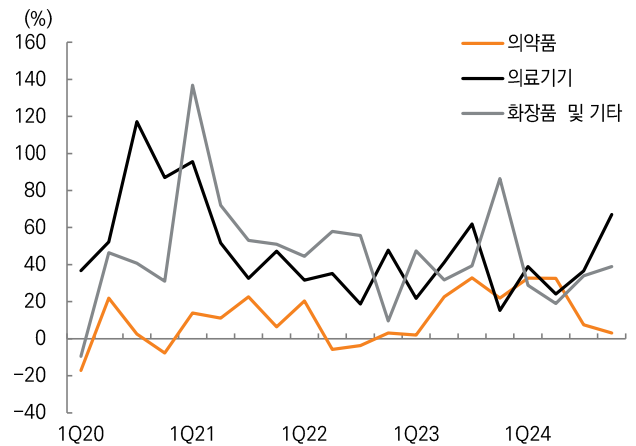
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중 추이



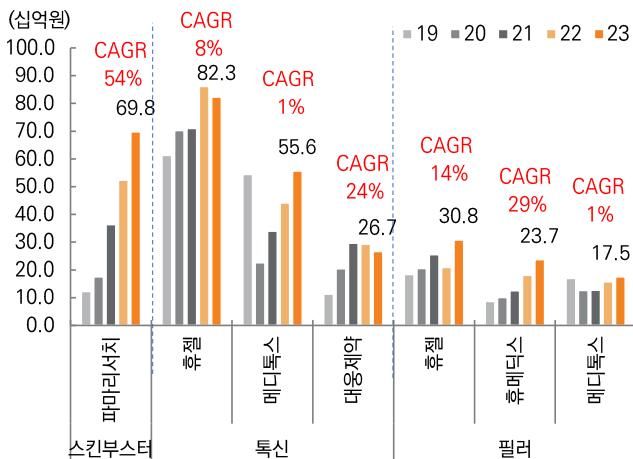
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 성장률 추이



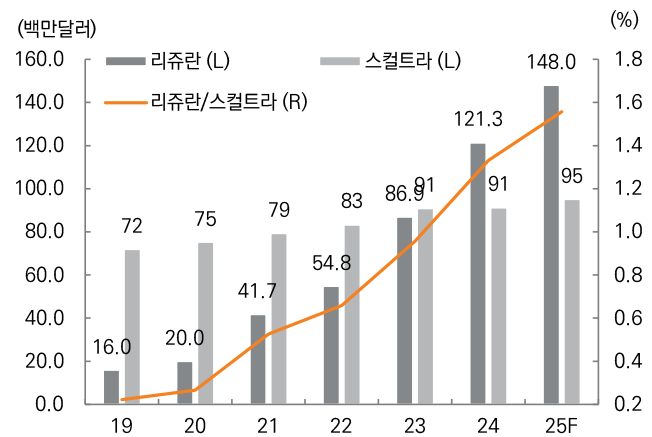
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 리주란 및 스컬트라 매출 추이



주: 스컬트라 매출은 204년부터 추정치

자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 주요 국가별 인허가 현황

대륙	국가	리쥬란(스킨부스터)	리쥬란 코스메틱	Cleviel(필러)	콘쥬란
아시아	싱가포르	0	0	0	0
	태국	0	0	0	0
	말레이시아	0	0		0
	카자흐스탄	0			
	중국	0(2등급, 3등급 진행 중)	0	진행 중	
	인도네시아	0		0	
	베트남	0			
	필리핀	0			
	대만	0	0	0	진행 중
	일본	진행 중	0		
	우즈베키스탄	진행 중			
	홍콩		0	0	
유럽	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	체코	0			
	덴마크	0			
	스웨덴	0			
	핀란드	0			
	노르웨이	0			
	불가리아	0			
	알바니아	0			
	폴란드	진행 중			
	유럽 CE	0(MDR)			
	러시아		0		
미주	칠레	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	이스라엘	진행 중			
	UAE	0			

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

24년 말 부채비율이 약 50%로 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 당사는 2021년부터 매년 400억원 이상의 발생하고 있는 잉여현금흐름에 CVC로부터의 자금까지 유입되어 24년 말 기준 약 4,000억원의 현금성 자산을 보유한 것으로 추정된다.

2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다.

사업 리스크

당사는 리쥬란을 중심으로 화장품과 특신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표 제품인 리쥬란은 작년부터 경쟁제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와의 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수비중이 높은 것은 단점이다. CVC와의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 의미있는 시장침투를 하고자 한다.

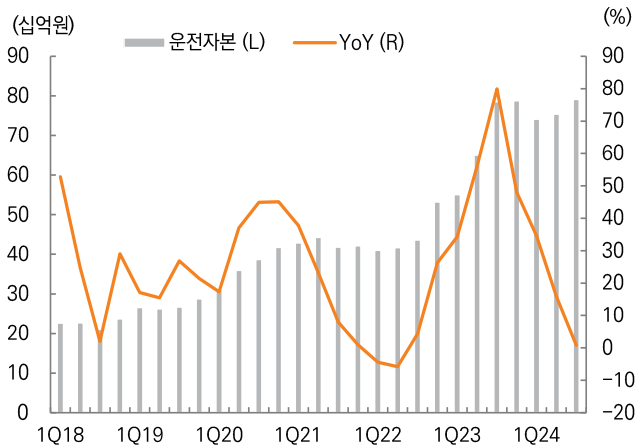
화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 손해가 가능하다. 특신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2026년 초에나 가능하다는 것이 아쉽다. 관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

최근 CTC바이오의 2대 주주였던 이민구가 보유지분 5.9%를 기존주주인 바이오노트에 매도함에 따라 CTC 바이오와의 동사의 시너지 발생 가능성이 높아지고 있다. 동사가 보유한 CTC바이오 지분은 18%(플루토 포함) 수준이며, SDB인베스트먼트(바이오노트 포함) 지분은 15% 수준이다. 언론 보도에 의하면 양 기업은 CTC바이오의 경영정상화를 위해 우호적인 관계를 구축할 가능성이 높아 보인다.

주가 리스크

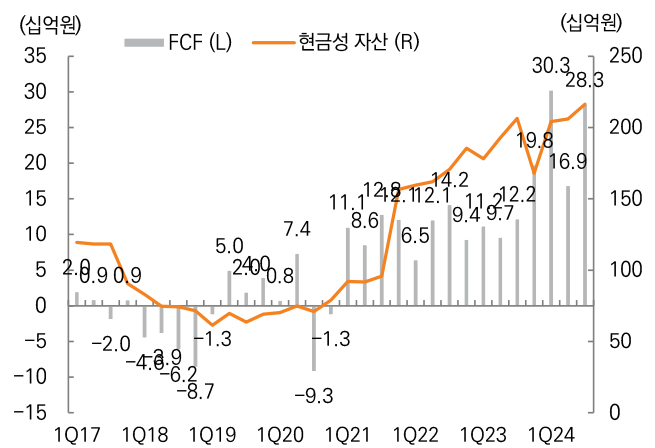
현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 22배로 동사의 과거 5년간 P/E의 2표준편차에 근접한 수치이며, 글로벌 Peer(19배) 및 동사의 지난 3년 평균(14배) 대비 고평가되고 있다.

그림 11. 운전자본 추이



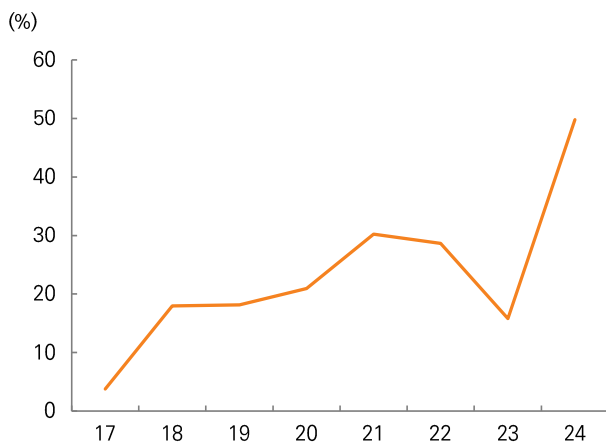
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. FCF 추이



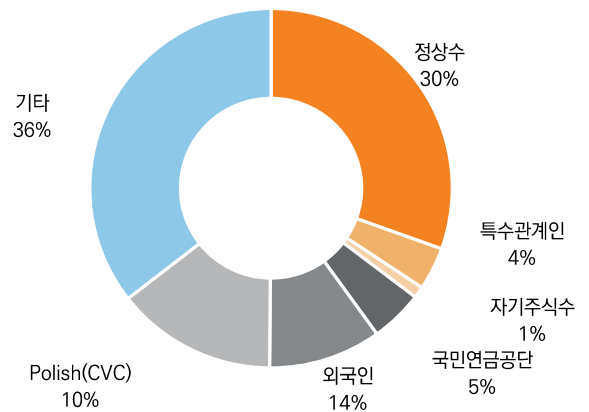
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부채비율



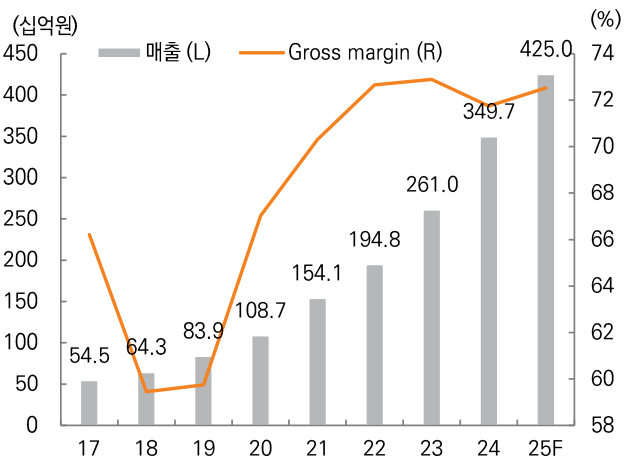
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지분율



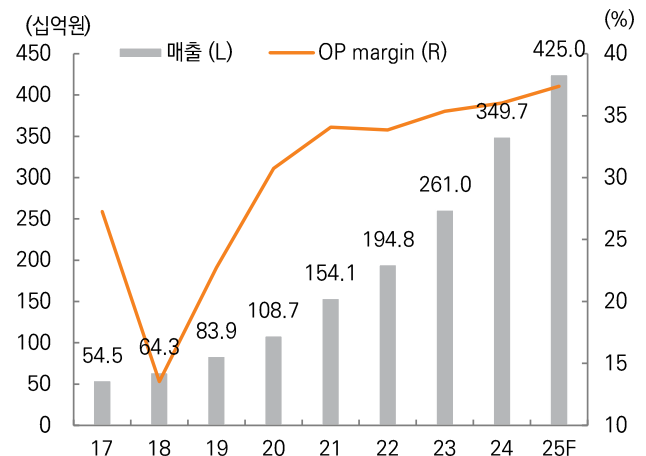
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	350	425	513
매출원가	71	99	117	138
매출총이익	190	251	308	375
판매비와관리비	98	125	149	179
조정영업이익	92	126	159	197
영업이익	92	126	159	197
비영업손익	9	-10	17	21
금융손익	4	9	17	21
관계기업등 투자손익	1	6	0	0
세전계속사업손익	101	116	176	218
계속사업법인세비용	23	27	35	44
계속사업이익	77	89	141	174
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	77	89	141	174
지배주주	77	89	136	169
비지배주주	1	0	4	5
총포괄이익	79	90	141	174
지배주주	78	90	136	169
비지배주주	1	0	4	5
EBITDA	104	139	172	209
FCF	53	86	134	167
EBITDA 마진율 (%)	39.8	39.7	40.5	40.7
영업이익률 (%)	35.2	36.0	37.4	38.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.5	25.4	32.0	32.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	256	546	685	863
현금 및 현금성자산	67	320	435	571
매출채권 및 기타채권	34	38	47	57
재고자산	50	64	73	88
기타유동자산	105	124	130	147
비유동자산	279	306	304	307
관계기업투자등	17	25	27	33
유형자산	123	146	144	143
무형자산	32	32	29	26
자산총계	535	852	989	1,170
유동부채	66	67	73	89
매입채무 및 기타채무	18	37	41	49
단기금융부채	33	9	10	12
기타유동부채	15	21	22	28
비유동부채	7	215	216	217
장기금융부채	1	209	209	209
기타비유동부채	6	6	7	8
부채총계	73	282	289	306
지배주주지분	433	537	663	823
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	175	201	201	201
이익잉여금	261	340	467	626
비지배주주지분	29	33	37	42
자본총계	462	570	700	865

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	65	111	142	175
당기순이익	77	89	141	174
비현금수익비용가감	28	41	31	34
유형자산감가상각비	8	9	10	9
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	16	28	18	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	-1	-12	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-3	-8	-9
재고자산 감소(증가)	-28	-17	-9	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	17	1	2
법인세납부	-17	-27	-35	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	-45	-46	-15	-25
유형자산처분(취득)	-12	-25	-8	-8
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-8	-7	-17
기타투자활동	-40	-11	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	192	-9	-8
장단기금융부채의 증가(감소)	-32	184	1	2
자본의 증가(감소)	18	26	0	0
배당금의 지급	-8	-10	-10	-10
기타재무활동	-4	-8	0	0
현금의 증가	-6	252	115	136
기초현금	73	67	320	435
기말현금	67	320	435	571

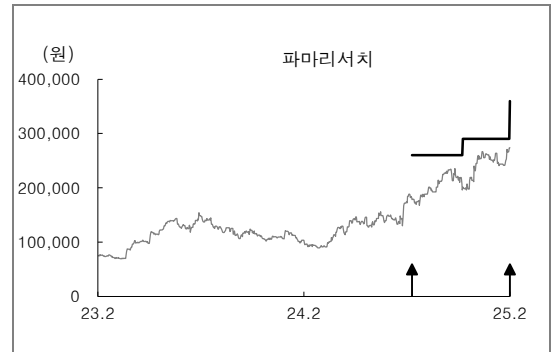
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	14.6	31.4	23.4	18.9
P/CF (x)	10.7	21.6	18.6	15.3
P/B (x)	2.6	5.7	4.8	3.9
EV/EBITDA (x)	10.2	18.5	15.0	11.6
EPS (원)	7,481	8,359	11,672	14,476
CFPS (원)	10,268	12,175	14,686	17,853
BPS (원)	42,415	46,337	57,165	70,796
DPS (원)	950	950	950	950
배당성향 (%)	12.5	11.1	7.0	5.7
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	34.0	34.0	21.5	20.7
EBITDA증가율 (%)	36.2	33.2	23.6	21.6
조정영업이익증가율 (%)	40.0	36.5	26.2	23.7
EPS증가율 (%)	86.4	11.7	39.6	24.0
매출채권 회전율 (회)	8.2	10.7	11.1	11.0
재고자산 회전율 (회)	7.0	6.1	6.2	6.4
매입채무 회전율 (회)	22.3	16.1	11.8	12.1
ROA (%)	15.2	12.8	15.3	16.1
ROE (%)	19.7	18.4	22.7	22.8
ROIC (%)	35.0	41.4	54.2	64.9
부채비율 (%)	15.8	49.6	41.3	35.3
유동비율 (%)	389.2	810.8	934.1	974.7
순차입금/자기자본 (%)	-21.0	-38.8	-48.8	-56.9
조정영업이익/금융비용 (x)	30.9	582.5	-221.3	-271.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2025.02.11	매수	360,000	-	-
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

투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 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.