

제약/바이오

파마리서치 214450

파마리서치 NDR 후기; 성장의 무한열차

Aug 21, 2025

BUY

유지

2분기 매출액 1,406억원 영업이익 559억원 기록

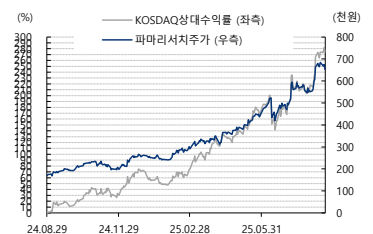
TP 800,000 원

상향

Company Data

현재가(08/20)	653,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	684,000 원
52 주 최저가(보통주)	167,700 원
KOSPI (08/20)	3,130.09p
KOSDAQ (08/20)	777.61p
자본금	53 억원
시가총액	67,844 억원
발행주식수(보통주)	1,039 만주
발행주식수(우선주)	118 만주
평균거래량(60 일)	9.3 만주
평균거래대금(60 일)	567 억원
외국인지분(보통주)	19.13%
주요주주	
정상수 외 7 인	34.93%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.2	136.6	254.3
상대주가	21.5	133.8	258.8

2분기 매출액 1,406억원 (YoY +69.2%), 영업이익 559억원 (YoY +81.7%) 기록. 의료기기 비중 60.4%로 2분기 리쥘란 고성장으로 인해 GPM 76% 기록하며 수익성 개선. 의료기기뿐 아니라 시술용 화장품 고성장 또한 마진 개선에 기여. 일반 화장품도 인바운드 수요에 비례해 전년동기대비 54.6% 성장한 308억원 기록. 2분기 판관비는 513억원, TV 광고비 약 50억원 사용되며 OPM 39.8% 기록. B2C 및 B2B 단으로 광고 활동 늘려가며 리쥘란 브랜딩 공고히 진행 중

3분기 매출액 1,489억원 (YoY +66.9%), 영업이익 647억원 (YoY +85.3%) 추정. 3분기는 미용 산업의 비수기로 계절성에 기인한 내용이나 9월 예정된 중국인 단체 관광객 무비자 진행 후 입국자수 및 관련 데이터에 따라 추정치 추가 상향의 가능성도 존재. 의료기기 사업부 비중 증가에 따라 하반기는 2분기 수준의 GPM 유지 가능하다고 판단. 3분기는 전분기 진행되었던 TV 광고비 제거됨에 따라 판관비 감소되며 영업이익률 43.5% 추정. 인적분할 공시 당시 사용된 법무비는 2분기 약 2억원 인식되었으며 3분기는 약 5억원 인식될 것으로 추정

유럽향 계약은 3분기 내로 확정 목표, 초도 물량은 연말 내로 선적 예정. 중국 3등급 의료기기 및 미국 인허가 스케줄링 기존 계획대로 유지. RF 디바이스, 콜라겐 스킨부스터, 에버클 등 신제품 출시로 번들링 전략 진행 노력도 진행 중

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 800,000원 상향

파마리서치의 투자의견 Buy 및 목표주가 800,000원으로 상향. 타깃 멀티플 45배 적용. 하반기는 관광 성수기, 중국인 단체 관광객 무비자 진행, 유럽 신규 진출, 미국향 도포용 리쥘란 판매 증가로 성장의 속도 유지될 것으로 판단. 서유럽 파트너사 계약 등 단기 모멘텀도 여전히 살아있는 상황. 트렌드 상승의 초입 단계에 있는 소비자 중 여전히 성장 여력 다수 존재하고 있어 고멀티플 적용의 이유도 충분



[제약/바이오/의료기기]

정희령 책임연구원

3771-9730

hr.jung@iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	261	350	562	739	941
YoY(%)	34.0	34.1	60.4	31.6	27.3
영업이익(십억원)	92	126	241	301	387
OP 마진(%)	35.2	36.0	42.9	40.7	41.1
순이익(십억원)	77	89	187	240	301
EPS(원)	7,481	8,642	18,591	23,868	30,000
YoY(%)	86.4	15.5	115.1	28.4	25.7
PER(배)	14.6	30.4	35.1	27.4	21.8
PCR(배)	10.7	17.9	23.7	19.5	15.6
PBR(배)	2.6	5.7	10.5	7.9	6.0
EV/EBITDA(배)	9.8	18.2	25.5	20.0	15.1
ROE(%)	19.7	18.9	30.7	29.6	28.2

NDR Q&A

1. 리주란 공장의 Capa 및 가동률 상황?

보통 3~40%였으며, 이번 분기 가동률 100% 상회. 다만 산정 기준이 1교대였고, 3교대로 진행 시 3배 정도는 추가 생산이 가능함에 따라 증설 검토를 시작하는 단계. 빠르게 진행하더라도 증설은 내년 또는 내후년 예정

2. 유럽 파트너사는 어떤 곳이 될 예정인지?

HA 필터 브랜드를 보유하고 있는 회사, 특신은 미보유

3. 국내 대비 해외 진출 시에 다른 포지셔닝?

국내/해외 진출 전략이 크게 다르지 않음. 마진율도 비슷. 화장품 광고를 진행하며 리주란에 대한 브랜딩 진행 중

4. 하반기 판관비 계획?

3분기는 광고비용 QoQ 감소 예정이나 4분기 문화재단 기부비용, 글로벌 심포지엄 및 행사 다수 진행되어 판관비 사용 예정

5. 화장품 비중이 많이 올라왔는데?

24년부터 시작된 일본의 성장, 최근 미국향 시술용 화장품 매출 성장함에 기인

6. 2분기 내 일회성 비용은 어느정도 수준인가?

TV 광고비 50억. 3분기에는 발생하지 않을 예정. 대신 다른 해외 광고비가 집행 예정이나 TV 광고비 정도의 규모는 아닐 것

7. 동유럽 판매 현황?

현재 수출국은 우크라이나, 체코 등인데 아직 비중이 너무 작고, 하반기 파트너사 확정되면 서유럽 본격적으로 판매 시작될 것

8. 특신 현황 및 향후 계획?

연간 약 250억 매출 가능한 Capa, GMP 허가 후 증설된 Capa는 4배. 인증받은 동남아 국가들 먼저 들어가고, 추후 허가국 확대되는 그림

9. 콘주란 행정소송?

소송 여전히 진행 중. 1심 판결이 나오기 전까지는 가처분 신청 인용을 4월에 받아서 정상적으로 판매. 1심이 1년 이상 소요될 것 같아서 연내에는 매출에서 타격이 없음

10. 국가별 인허가 타깃?

미국 2032년, 중국 3등급 의료기기 2028년, 일본 2027년

11. 미국 인허가가 오래 걸리는 이유는?

리주란은 특신, 미용의료기기와 다르게 오리지널 제품이다 보니 원료도 FDA 승인이 없는 상황. 따라서 생산 시설 개편 등 자문도 진행 중

12. 현재 판매 중인 미국의 비중은?

2분기는 수출의 16%가 미국. 도포용/일반 화장품 각각 50%씩

[도표 1] 파마리서치 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	74.7	83.1	89.2	103.1	116.9	140.6	148.9	155.6	261.0	350.3	562.0
YoY	34.8	24.4	29.6	47.3	56.5	69.2	66.9	50.9	34.0	34.2	60.4
의약품	16.3	18.1	16.1	14.2	17.2	20.5	18.8	18.3	54.5	64.7	74.7
YoY	32.7	33.9	7.5	3.2	5.4	13.0	16.5	29.2	19.5	18.6	15.5
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	85.0	89.4	96.4	136.1	193.6	340.3
YoY	39.0	24.1	36.7	67.1	81.0	97.6	76.4	56.8	33.4	42.2	75.8
화장품	17.7	19.9	15.6	23.2	27.9	30.8	32.9	35.3	59.9	76.4	126.8
YoY	27.7	18.2	11.6	53.1	57.5	54.6	110.6	51.9	55.8	27.7	65.9
기타	2.3	2.3	6.8	4.2	2.4	4.4	7.8	5.6	10.3	15.6	20.2
YoY	38.5	(20.0)	5.0	5.0	1.5	(20.0)	5.0	5.0	18.6	51.6	29.2
매출총이익	51.8	59.2	64.6	75.8	85.5	107.2	112.6	119.2	190.3	251.4	424.4
YoY	28.1	18.8	27.6	53.4	65.0	81.0	74.4	57.3	34.4	32.1	68.8
GPM	69.3	71.3	73.4	72.3	73.1	76.2	75.6	76.6	72.9	71.8	75.5
영업이익	26.7	30.8	34.9	34.1	44.7	55.9	64.7	68.2	92.3	126.4	241.0
YoY	28.6	30.1	27.0	67.3	67.8	81.7	85.3	100.1	40.0	37.0	90.6
OPM	35.7	37.0	39.1	33.1	38.3	39.8	43.5	43.8	35.3	36.1	42.9
당기순이익	18.3	28.7	25.5	15.8	36.0	42.0	54.2	51.7	77.3	88.3	186.7
YoY	(2.6)	87.6	(7.5)	2.5	109.8	39.9	0.0	189.3	88.6	16.4	111.6
NPM	23.1	37.8	27.7	15.3	30.9	31.2	16.6	29.4	29.3	25.4	33.6

자료: 교보증권 리서치센터

[파마리서치 214450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	562	739	941
매출원가	71	99	138	196	248
매출총이익	190	251	424	544	694
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	75.5	73.5	73.7
판매비와관리비	98	125	183	242	307
영업이익	92	126	241	301	387
영업이익률 (%)	35.3	36.0	42.9	40.8	41.1
EBITDA	104	140	253	312	396
EBITDA Margin (%)	39.9	39.9	45.0	42.2	42.1
영업외손익	8	-10	-2	6	-1
관계기업손익	1	6	1	1	1
금융수익	18	25	9	10	11
금융비용	-6	-41	-9	-6	-9
기타	-4	0	-3	1	-3
법인세비용차감전순손익	101	116	239	307	386
법인세비용	23	27	53	68	85
계속사업순손익	77	89	187	240	301
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	89	187	240	301
당기순이익률 (%)	29.6	25.4	33.2	32.4	32.0
비지배지분순이익	1	-3	-7	-8	-10
지배지분순이익	77	92	193	248	312
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	34.4	33.5	33.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	2	2	2	2
포괄순이익	79	91	189	241	303
비지배지분포괄이익	1	-3	-7	-9	-11
지배지분포괄이익	78	94	195	250	314

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	138	178	234	293
당기순이익	77	89	187	240	301
비현금항목의 가감	28	61	93	99	122
감가상각비	8	10	9	8	7
외환손익	0	-1	3	-1	3
지분법평가손익	0	0	-1	-1	-1
기타	19	52	83	93	112
자산부채의 증감	-31	0	-50	-41	-47
기타현금흐름	-9	-12	-53	-63	-83
투자활동 현금흐름	-45	-226	-14	-14	-14
투자자산	-14	-5	2	2	2
유형자산	-12	-36	0	0	0
기타	-19	-184	-16	-16	-16
재무활동 현금흐름	-26	183	180	181	181
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-2	10	10	10	10
장기차입금	-15	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-10	-13	-11	-11
기타	-2	182	183	182	182
현금의 증감	-6	98	172	239	297
기초 현금	73	67	165	338	577
기말 현금	67	165	338	577	874
NOPLAT	71	97	188	235	302
FCF	40	74	150	204	264

자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256	555	793	1,089	1,451
현금및현금성자산	67	165	338	577	874
매출채권 및 기타채권	35	43	67	87	111
재고자산	50	57	92	121	154
기타유동자산	104	289	297	304	312
비유동자산	279	301	291	284	282
유형자산	123	147	138	130	123
관계기업투자금	17	21	19	18	16
기타금융자산	86	67	67	67	67
기타비유동자산	53	66	66	68	75
자산총계	535	856	1,084	1,373	1,733
유동부채	66	83	90	96	103
매입채무 및 기타채무	19	40	47	52	59
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	46	42	43	43	44
비유동부채	7	203	234	268	304
차입금	0	1	2	2	2
사채	0	0	10	20	30
기타비유동부채	7	202	223	246	272
부채총계	73	286	325	364	407
지배지분	433	539	719	956	1,256
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	175	197	197	197	197
이익잉여금	261	343	523	759	1,060
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-5
비지배지분	29	30	40	53	70
자본총계	462	569	759	1,009	1,326
총차입금	34	206	237	269	303

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,481	8,642	18,591	23,868	30,000
PER	14.6	30.4	35.1	27.4	21.8
BPS	41,966	46,161	62,174	82,628	108,590
PBR	2.6	5.7	10.5	7.9	6.0
EBITDAPS	10,188	13,065	21,837	26,962	34,242
EV/EBITDA	9.8	18.2	25.5	20.0	15.1
SPS	25,506	33,603	54,066	71,176	90,617
PSR	4.3	7.8	12.1	9.2	7.2
CFPS	3,909	6,960	12,968	17,650	22,801
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.0	34.1	60.4	31.6	27.3
영업이익 증가율	40.0	36.6	91.1	25.1	28.3
순이익 증가율	77.9	15.1	109.8	28.4	25.7
수익성					
ROIC	35.9	45.3	79.2	85.7	96.8
ROA	15.1	13.2	19.9	20.2	20.1
ROE	19.7	18.9	30.7	29.6	28.2
안정성					
부채비율	15.8	50.3	42.8	36.1	30.7
순차입금비율	6.3	24.1	21.8	19.6	17.5
이자보상배율	30.9	27.2	25.4	49.2	42.9

파마리서치 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.09.10	매수	250,000	(1.44)	34.20					
*2025.03.26	매수	380,000	(10.23)	(3.55)					
2025.04.16	매수	380,000	(4.94)	5.66					
2025.05.14	매수	450,000	4.27	30.67					
2025.07.09	매수	650,000	(8.12)	5.23					
2025.08.21	매수	800,000							

자료: 교보증권 리서치센터/ 주:*표는 담당자 변경

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조서자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.06.3012.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하