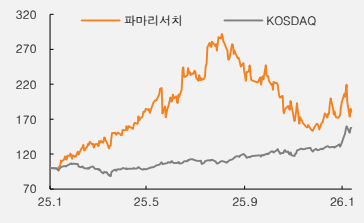


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 600,000원
현재주가(26/2/4)	439,500원
상승여력	36.5%

영업이익(25F,십억원)	214
Consensus 영업이익(25F,십억원)	228
EPS 성장률(25F,%)	74.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	26.9
MKT P/E(25F,x)	18.4
KOSDAQ	1,149.43
시가총액(십억원)	4,566
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	65.0
외국인 보유비중(%)	9.8
벤투(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	250,000
52주 최고가(원)	711,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.3	-20.8	75.8
상대주가	-16.7	-46.0	10.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

파마리서치

매매 버튼 누르기 전(前) 생각해 볼 3가지

4Q25 Review: 매출 및 영업이익의 시장 기대치 크게 하회

매출은 1,428억원(39% YoY)으로 시장 기대치를 하회했다. 품목별로 의약품 229억원(62% YoY, 국내 59% YoY, 해외 67% YoY), 의료기기 832억원(35% YoY, 국내 43% YoY, 해외 20% YoY), 화장품 376억원(65% YoY, 국내 37% YoY, 해외 83% YoY)를 기록했다.

영업이익은 518억원(54% YoY, OPM 36.3%)로 시장기대치를 역시 하회했다. 조정 EBITDA는 563억원(68% YoY, 조정 EBITDA 마진 39.4%)으로 추정된다.

목표주가 600,000원으로 하향하나 매수 의견 유지

동사에 대한 실적 추정치를 하향 조정하여 목표주가를 600,000원(기존 700,000원)으로 하향한다. 상승 여력이 36.5% 인점을 고려하여 매수 의견을 유지한다. 3Q25에 이어 4Q25에도 시장의 기대치에 미치지 못하는 실적을 기록했다. 고민이 많아지는 시점에서 투자 판단을 위해 반드시 곱씹어야 할 3가지를 제시한다.

첫째, 식상할 수 있지만, 밸류에이션 부담 해소다. 2026년은 2025년에 비해 성장률이 떨어질 수밖에 없는 해다. 회사에 문제가 있다기 보다는 그동안 반복해온 고성장의 기저 효과(Base effect) 때문이다. 이제 동사의 밸류에이션은 12개월 선행 P/E 24.6배로, 지난 1년 평균(28.2배)과 최고점 (42.4배)대비 저평가 상태다. 실망한 마음을 추스리고 다시 보면, 동사는 리쥬란이라는 오리지널 브랜드라는 무형자산을 중심으로 포트폴리오 다각화를 추진하며 글로벌 시장 확대를 진행 중인 20% 이상의 외형 성장과 40%에 가까운 고마진이 기대되는 기업이다. 2026년 실적은 매출 6,416억원(20% YoY), 조정 EBITDA 2,733억원(18% YoY, 마진 42.6%), 영업이익 2,543억원(19% YoY, OPM 39.6%)을 기록할 것으로 전망한다.

둘째, M&A 가능성이다. 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 가격대다. M&A에 속도가 붙기 좋은 명분이다.

셋째, 코스닥 활성화 정책으로 인한 수급 개선 시 코스닥 내 시총 상위 기업으로 수혜가 가능하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	261	350	536	642	768
영업이익 (십억원)	92	126	214	254	317
영업이익률 (%)	35.2	36.0	39.9	39.6	41.3
순이익 (십억원)	77	92	174	201	252
EPS (원)	7,481	8,608	14,989	17,341	21,818
ROE (%)	19.7	18.9	28.1	25.2	25.0
P/E (배)	14.6	30.5	26.9	25.3	20.1
P/B (배)	2.6	5.6	6.7	5.7	4.5
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3

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

주요 Q&A

Q) 매출 실적 및 QoQ 변동 요인이 무엇인가?

A) 4분기 매출은 전분기 대비 약 73억 원 증가했으나, 시장 기대치에는 미치지 못했다. 이는 4분기부터 회계 기준이 총액 기준에서 순액 기준으로 변경되면서 판관비에서 약 50억 원이 차감되었고, 이에 따라 매출액에서도 동일한 금액이 감소했고, 의료기기 내수 성장률이 주춤했고, 화장품 내수 매출이 전분기 대비 소폭 감소했으며, 유럽향 의료기기 초도 물량 일부가 1월로 이연되었다. 또한, 분기 중 제품 믹스 변화도 발생했다. 그 외로 4분기에는 내수 클리닉향 의료기기 매출 비중이 낮아지면서, 이전 분기에 일시적으로 높았던 매출총이익률(GPM)이 정상적인 수준으로 안정화된 것을 감안해야 한다.

Q) 판관비 증가 세부 내용이 무엇인가?

A) 판관비는 전분기 대비 약 100억 원 증가했다. 주요 증가 요인은 연구개발비, 인건비, 성 비용, 지급수수료 증가다. 연구개발비는 약 35억 원 증가했으며, 이는 항암 파이프라인 개발과 2028년 일본 허가를 대비한 준비 비용, 그리고 1월부터 계획된 임상시험이 상반기에 본격 개시되면서 발생한 비용 증가에 기인한다. 인건비, 성 비용은 전분기 대비 약 30억 원 증가했고, 지급수수료는 전분기 대비 17억 원 증가했는데, 해외 매출 확대에 따른 해외 판매 수수료 비중이 커진 영향이다. 광고선전비는 일부 1회성 비용이 발생했으나, 회계 기준 변경으로 광고 관련 비용이 약 50억 원이 차감되면서 전분기 대비 전체적으로는 유사한 수준을 유지했다.

Q) 실적 가이드스 및 중장기 사업 계획은 어떤가?

A) 매출 탑라인 기준으로 25% 이상의 성장을 목표로 하고 있다. 영업이익률(OPM)은 40% 초반을 목표로 설정했으나, 유럽 확장, 일본 임상, 중국을 포함한 해외 진출 과정에서 매출과 함께 비용도 동반 증가할 것으로 보아 단기적인 영업 레버리지는 제한적일 것으로 본다. 내수 의료기기 부문은 내국인 기준으로 전년 대비 20% 성장을 목표로 하고 있으며, 외국인 인바운드 수요는 가이드스에 반영하지 않았다. 향후 비에스테틱 분야와 성형외과 영역으로의 침투를 확대할 계획이다. 신제품은 2027~2028년 출시 타임라인에 맞춰 준비 중이며, ECM 관련 회사의 입장은 기존과 동일하다. 2026년 하반기에는 RF 마이크로니들 기술을 결합한 신규 제품 출시를 예정하고 있다.

수출 의료기기 부문은 30% 성장을 목표로 하며, EU가 핵심 타겟 시장이다. 비바시 계약 물량은 최소 물량 기준으로 보수적으로 설정된 것이며, MOQ를 초과하는 성장이 가능할 것으로 보고 있다. 중동과 남미 국가도 지속적으로 추가할 계획이다. 내수 화장품은 10% 성장을 목표로 하고 있으며, 면세점과 올리브영, 관광객 효과를 바탕으로 시장 확장을 이어갈 예정이다. 수출 화장품은 중국, 일본, 동남아 국가를 중심으로 오프라인 채널 확장과 온라인 병행 전략을 통해 약 20% 성장을 계획 중에 있다.

Q) 품목군별 내수 매출 현황은 어떤가?

A) 의약품 부문에서는 4Q25 기준 매출 137억 원을 기록했다. 이 중 리쥬비넥스가 약 20% 초반의 비중을 차지했으며, 매출은 점진적으로 성장하는 흐름을 보였다.

의료기기 내수 매출은 4Q25 기준 597억 원을 기록했다. 필터 등 일부 품목 매출이 감소하면서 전분기 대비 증가폭은 약 25억 원 수준에 그쳤다. 시술 공급은 2분기만큼 회복되지 못한 상태다. 우리는 2026년 의료기기 내수 부문에서 전분기 대비 약 20% 성장을 기대하고 있고, 현재 시점에서는 계획대로 잘 진행이 되고 있다.

화장품 내수 매출은 전반적으로 소폭 감소했으나, 올리브영과 면세점 채널에서는 소폭의 성장세를 유지하고 있다.

Q) 품목군별 수출 매출 현황은 어떤가?

A) 의료기기 수출의 경우 4분기 매출이 일시적으로 감소했던 원인은 비바시 초도 물량 공급이 1월로 지연된 데 있다. 해당 물량은 1월 21일 통관 신고를 완료했으며, 약 20억 원 규모의 초도 물량이 프랑스로 수출되었다. 이 물량은 유럽 전역으로 유통될 예정이다. 비바시에 대한 리오더 물량도 조만간 발생할 것으로 보고 있으며, 리쥬란에 대한 유럽 내 관심도 높은 상황이다. 향후 의료기기 수출은 유럽을 시작으로 중동과 남미 국가로 확장할 계획이다.

화장품 수출에서는 우크라이나 매출 증가폭이 컸고, 미국 매출은 전분기 대비 유사한 수준을 유지했다. 중국과 북미를 중심으로도 판매가 이뤄지고 있는데, 오프라인 채널 진입을 계획하고 있다. 신규 국가 진입 시에는 통상적으로 리쥬란을 먼저 출시하는 전략을 세우며, 유럽에서는 현재 화장품 허가 판매를 기다리고 있는 상황으로 2026년부터 판매 개시를 예상하고 있다.

Q) 국가별 매출 비중 변화는 어떠한가?

A) 중국 매출은 전분기 대비 감소하지 않았으며, 4분기에도 증가했다. 다만 유럽 등 타 지역의 성장 폭이 더 커 상대적으로 중국 비중이 줄어든 것처럼 보일 수 있다. 미국 매출은 전반적으로 플랫한 수준을 유지했으며, 채널 확장을 통해 매출이 감소하지 않도록 관리하고 있다. 유럽은 비바시 초도 물량과 함께 북유럽, 우크라이나, 스웨덴, 체코, 터키 등 기존 진출국에서의 매출 증가가 누적되며 성장세를 보였다.

Q) 의사 수 회복 및 내수 수요 판단 기준이 무엇인가?

A) 의사 수 회복과 관련해 회사는 전문의 수 기준으로 90~100% 수준까지 회복된 것으로 판단하고 있다. 다만 완전한 100% 회복이라고 보기는 어렵다. 2월 국시 종료 이후 3월부터는 공급이 정상화되면서 분기 기준으로는 공급이 늘어날 것으로 예상하고 있다.

국내와 외국인 환자 비중은 리쥬란 인증 이벤트 참여 데이터를 통해 추정하고 있으며, 외국인 비중은 약 40~50% 수준으로 보고 있다. 의료 데이터 자체로는 직접적인 추정이 어려워 간접적인 지표를 활용한다.

Q) 리쥬란·리쥬비넥스 및 기타 주요 품목의 상황은 어떤가?

A) 리쥬란은 내수 의료기기 매출의 약 80~90%를 차지하고 있으며, 수출 의료기기 매출의 대부분도 리쥬란으로 구성되어 있다. 리쥬비넥스는 내수 의료기기 매출의 약 10% 중반 비중을 차지하고 있으며, 광고 집행 이후 반응이 긍정적인 상황이다. 또 특신 CAPA 가동 시점은 기존 계획과 동일하게 2026년 하반기로 예정되어 있고, 앞당겨질 계획은 없다.

Q) 회계 기준 변경된 내용이 무엇인가?

A) 4분기에 반영된 매출 차감 50억 원은 2025년 전체 누적분이 한 번에 반영된 것이다. 해당 금액은 의료기기 내수가 아닌 기타 매출로 인식되었으며, 4분기 의료기기 내수 매출 597억 원에는 차감이 반영되지 않았다. 2026년부터는 순액 기준으로 일관되게 인식될 예정이어서 추가적인 조정은 발생하지 않을 것이다.

주요차트

표 1. 4Q25 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25			성장률	
			잠정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	103.1	135.4	142.8	162.5	154.7	38.5	5.4
영업이익	33.7	61.9	51.8	70.0	65.1	53.7	-16.3
영업이익률 (%)	32.7	45.7	36.3	43.1	42.1	3.6	-9.4
순이익	18.7	49.0	41.7	57.3	51.6	123.0	-14.9

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	701	896	642	768	-8.5	-14.4	4Q25 실적반영
영업이익	301	395	254	317	-15.6	-19.7	
순이익	241	320	201	252	-16.9	-21.0	

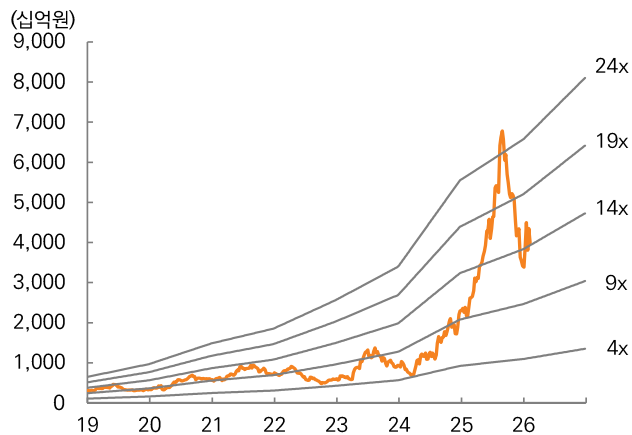
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	116.9	140.6	135.4	142.8	146.8	165.3	163.0	166.5	535.7	641.6	767.6
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	21.8	22.8	22.8	23.8	82.5	91.2	102.2
의료기기	69.5	85.0	76.7	83.2	90.3	104.4	96.9	96.3	314.4	387.9	477.0
화장품	27.9	30.8	35.2	37.6	32.4	35.8	40.9	44.0	131.5	153.1	178.7
기타	2.4	4.4	0.4	-1.0	2.3	2.3	2.4	2.4	6.1	9.4	9.7
영업이익	44.7	55.9	61.9	51.8	60.0	68.7	64.4	61.2	214.3	254.3	317.0
순이익(지배)	36.2	47.4	49.0	41.6	47.1	53.9	50.9	48.7	174.2	200.6	252.3
매출 성장률(%)	56.5	69.2	51.8	38.5	25.6	17.6	20.4	16.6	53.0	19.8	19.6
의약품	5.4	14.1	36.4	61.7	26.9	11.5	3.8	3.8	27.9	10.5	12.1
의료기기	81.0	97.6	51.5	35.3	30.0	22.9	26.3	15.7	62.4	23.4	23.0
화장품	57.5	54.7	108.1	65.2	16.2	16.3	16.2	16.8	70.1	16.4	16.7
기타	1.5	90.3	-92.7	-124.5	-2.8	-48.1	495.1	-336.1	-57.1	52.8	3.4
영업이익률 (%)	38.3	39.7	45.7	36.3	40.9	41.6	39.5	36.8	40.0	39.6	41.3
순이익률 (지배, %)	30.8	29.9	37.6	29.2	32.1	32.7	31.2	29.3	31.8	31.3	32.9

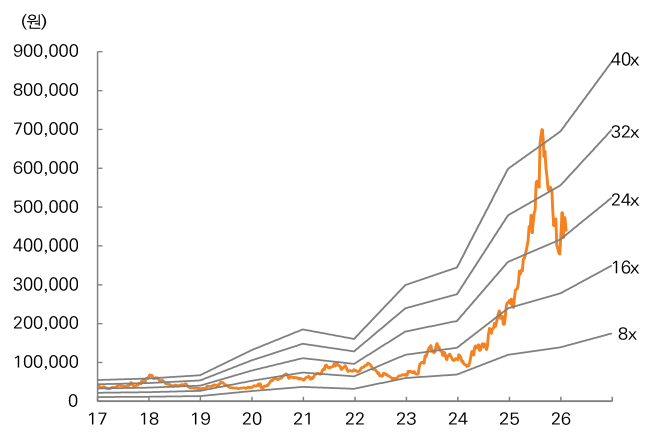
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



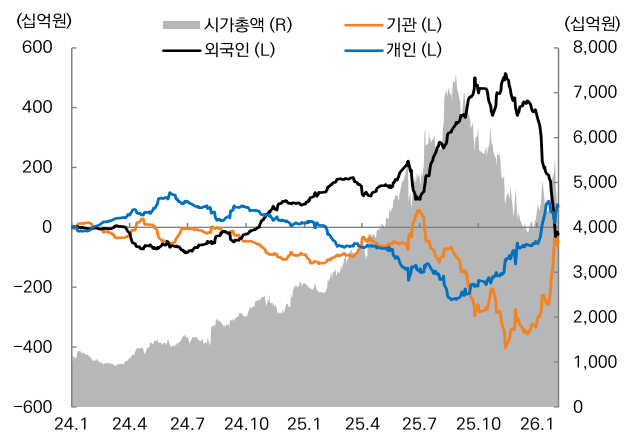
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

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 EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer Valuation

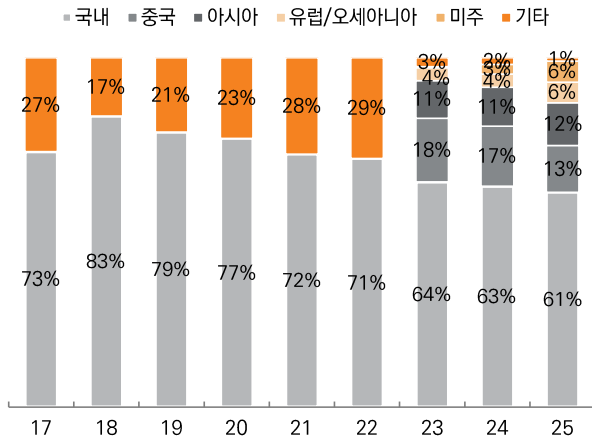
(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			EV/EBITDA(x)			매출(십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
파마리서치	4,317	36.0	41.2	45.2	28.5	24.8	18.4	8.7	7.9	6.4	27.2	15.9	12.0	350	550	674
클래스스	4,867	50.4	49.3	48.8	41.3	38.4	27.3	15.3	14.5	10.8	18.9	27.1	20.4	243	336	451
Establishment Labs	2,935	(30.1)	(17.1)	(4.6)	-	-	-	10.6	9.6	7.6	-	-	-	227	302	377
휴젤	3,156	44.6	46.6	47.3	19.7	21.4	17.1	6.9	7.5	6.4	13.8	12.8	10.9	373	421	494
Inmode	1,387	28.5	25.5	25.9	7.0	9.6	9.1	2.7	2.6	2.5	4.7	4.4	4.2	539	534	549
엘앤씨바이오	2,305	3.5	4.1	15.1	26.2	-	123.8	26.5	26.0	17.3	153.6	-	-	72.1	88.6	133.3
메디톡스	970	8.9	12.6	16.8	39.9	35.0	23.8	3.9	3.8	3.4	20.5	22.4	16.1	229	252	281
원텍	835	30.2	36.8	35.2	19.2	18.5	15.5	5.6	5.3	4.6	13.6	12.3	11.1	115	157	183
Evolus	435	(13)	(4)	1	-	-	-	1	1	1	-	-	47	363	431	480
아스테라시스	551	23.1	31.8	41.8	57.0	49.7	26.4	14.2	13.4	9.3	38.6	34.8	19.9	29	41	59
AirSculpt Tech	202	(1.0)	(2.8)	-	-	-	-	0.8	0.9	0.9	-	12.0	11.6	246	220	225
한스바이오메드	652	(28.8)	-	-	-	44.6	26.9	6.6	4.8	4.2	-	-	20.7	90	-	-
Sisram Medical	350	10.3	10.5	10.4	11.6	6.5	5.0	0.7	0.6	0.5	5.7	3.9	3.3	476	548	648
Beauty Health	270	(20.3)	(8.5)	(1.2)	-	-	-	0.6	0.6	0.6	-	8.6	8.9	456	431	449
동방메디컬	165	14.7	14.8	18.4	41.0	13.8	8.4	1.2	1.4	1.1	-	7.0	4.8	105	115	149
전체 평균		10.5	17.2	23.0	29.2	26.3	27.4	7.0	6.7	5.1	33.0	14.7	14.7	260.9	316.1	368.1

주: 2026년 2월 4일 종가 기준

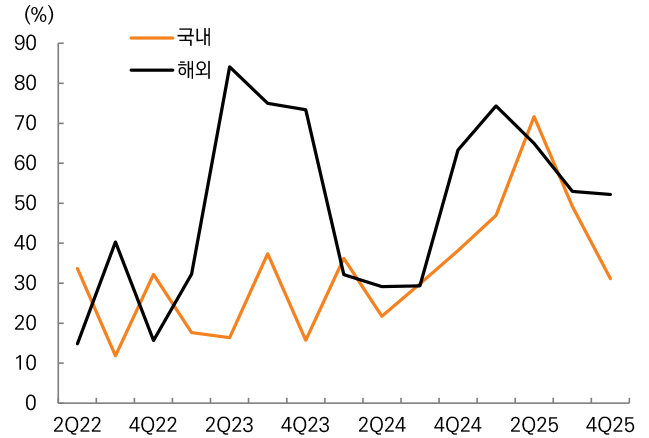
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중 추이



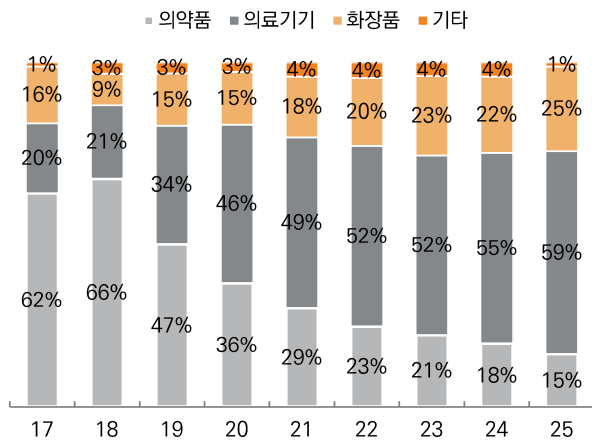
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



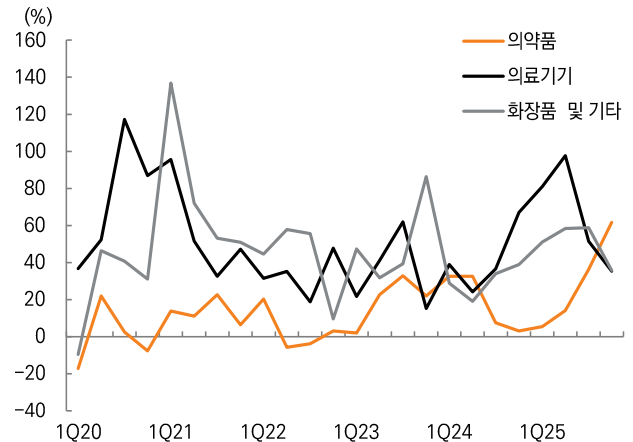
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중 추이



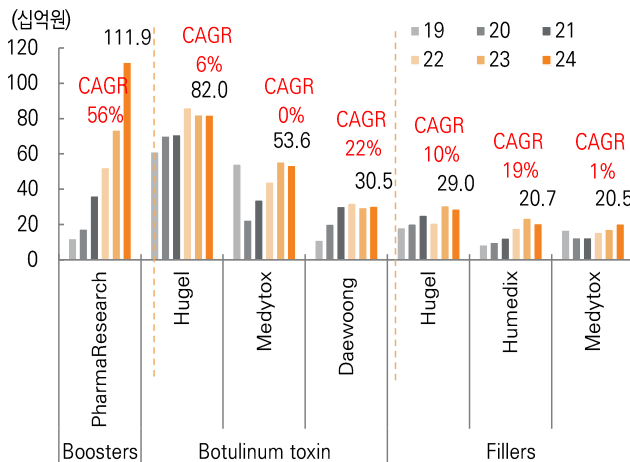
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 성장률 추이



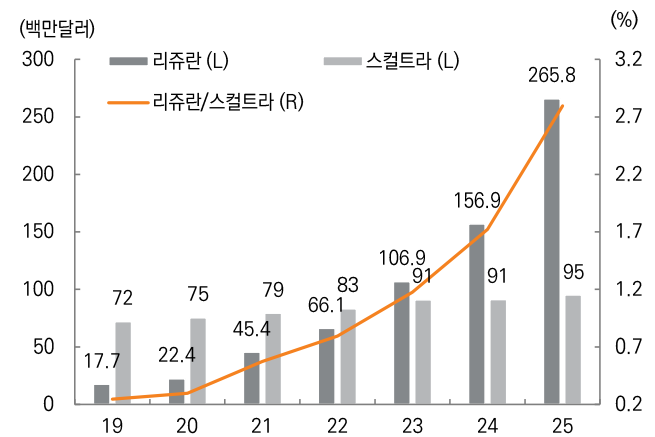
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 리주란 및 스컬트라 매출 추이



주: 스컬트라 매출은 24년부터 추정치

자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 약 50%로 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 3Q25말 기준 부채비율은 45%다. 동사는 2021년부터 매년 400억원 이상 발생하고 있는 잉여현금흐름에 CVC로부터의 자금까지 유입되어 3Q25에 약 5,392억원의 현금성 자산을 보유했다. 3Q25까지 누적 잉여현금흐름이 996억원이 발생하였다. 다만, 최근 재고자산 증가로 운전자본이 1,000억원대로 증가한 것은 관찰할 필요가 있어 보인다.

사업 리스크

동사는 리쥬란을 중심으로 화장품과 특신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표 제품인 리쥬란은 작년부턴 경쟁 제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와의 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다.

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

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 손해가 가능하다.

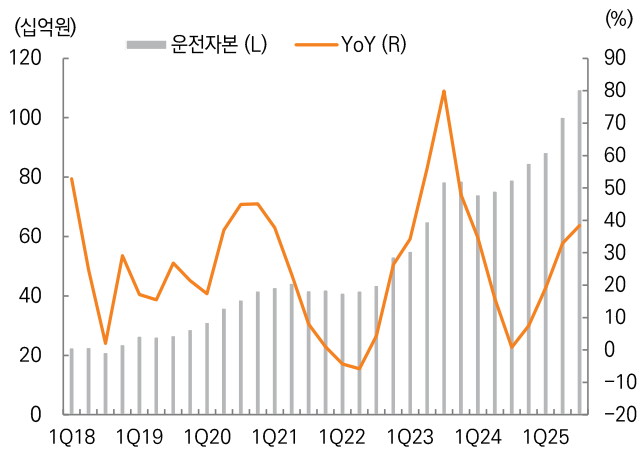
마이크로니들 고주파 미용기기 출시가 2026년 하반기, 특신 생산 캐파 증설이 2027년 하반기에나 가능하다는 것은 아쉽다.

관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장 범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

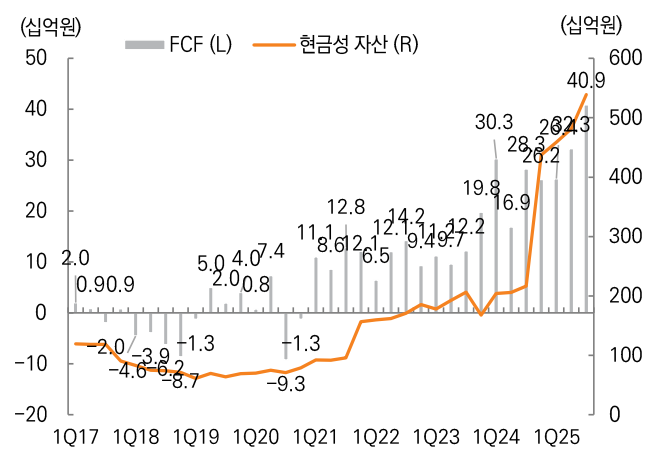
현 주가는 12개월 선행 P/E 25배로 동사의 지난 3년평균 (18배) 및 글로벌 Peer(18배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다.

그림 11. 운전자본 추이



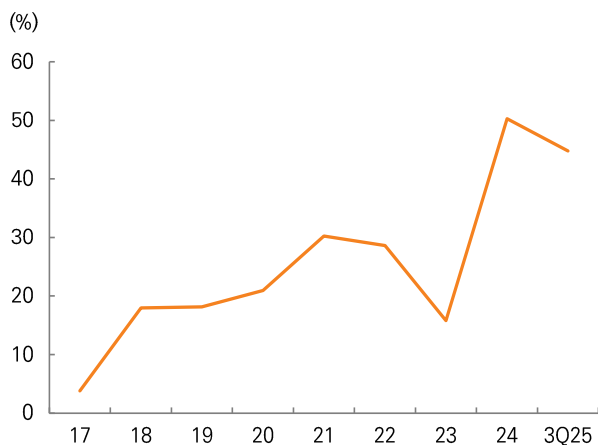
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. FCF 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부채비율



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지분율

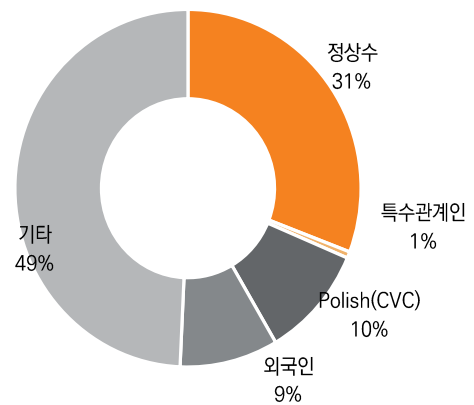
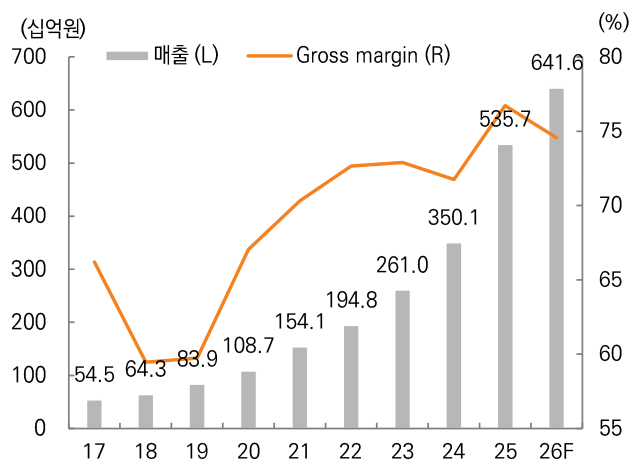
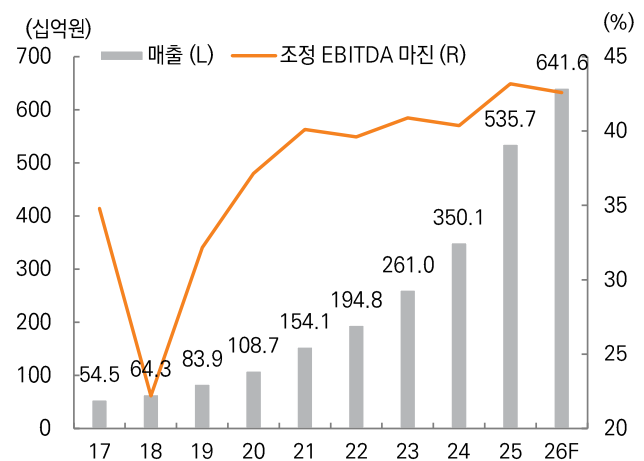
주: 총주식수는 CVC 상환전환우선주 반영,
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	350	536	642	768
매출원가	99	125	163	194
매출총이익	251	411	479	574
판매비와관리비	125	197	224	256
조정영업이익	126	214	254	317
영업이익	126	214	254	317
비영업손익	-10	7	7	11
금융손익	6	4	6	11
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	116	221	261	328
계속사업법인세비용	27	50	60	75
계속사업이익	89	171	201	253
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	89	171	201	253
지배주주	92	174	201	252
비지배주주	-3	-4	0	0
총포괄이익	91	170	201	253
지배주주	94	172	193	243
비지배주주	-3	-2	7	9
EBITDA	140	230	269	331
FCF	102	141	198	247
EBITDA 마진율 (%)	40.0	42.9	41.9	43.1
영업이익률 (%)	36.0	39.9	39.6	41.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.3	32.5	31.3	32.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	555	735	937	1,191
현금 및 현금성자산	165	187	311	470
매출채권 및 기타채권	40	60	69	81
재고자산	57	75	87	102
기타유동자산	293	413	470	538
비유동자산	301	298	301	308
관계기업투자등	21	59	69	81
유형자산	147	166	162	160
무형자산	33	33	29	26
자산총계	856	1,033	1,238	1,499
유동부채	83	97	111	129
매입채무 및 기타채무	38	13	15	17
단기금융부채	17	15	16	18
기타유동부채	28	69	80	94
비유동부채	203	208	210	211
장기금융부채	197	201	201	201
기타비유동부채	6	7	9	10
부채총계	286	305	321	340
지배주주지분	539	700	890	1,131
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	197	198	198	198
이익잉여금	343	501	690	931
비지배주주지분	30	28	28	28
자본총계	569	728	918	1,159

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	138	165	206	255
당기순이익	89	171	201	253
비현금수익비용가감	61	61	69	78
유형자산감가상각비	10	11	11	11
무형자산상각비	4	4	4	3
기타	47	46	54	64
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	0	-24	-10	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-19	-9	-11
재고자산 감소(증가)	-12	-18	-12	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	12	2	3
법인세납부	-20	-51	-60	-75
투자활동으로 인한 현금흐름	-226	-122	-62	-73
유형자산처분(취득)	-36	-24	-8	-8
무형자산감소(증가)	-2	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-180	-78	-54	-65
기타투자활동	-8	-15	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	183	-14	-10	-10
장단기금융부채의 증가(감소)	179	3	1	1
자본의 증가(감소)	22	1	0	0
배당금의 지급	-10	-12	-11	-11
기타재무활동	-8	-6	0	0
현금의 증가	98	21	124	159
기초현금	67	165	187	311
기말현금	165	187	311	470

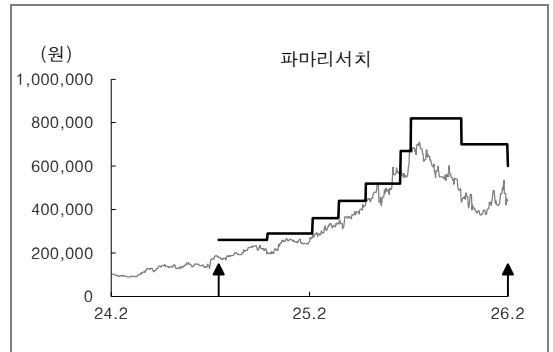
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	30.5	26.9	25.3	20.1
P/CF (x)	18.7	20.2	18.9	15.4
P/B (x)	5.6	6.7	5.7	4.5
EV/EBITDA (x)	18.6	16.7	15.0	11.6
EPS (원)	8,608	14,989	17,341	21,818
CFPS (원)	14,022	19,925	23,283	28,604
BPS (원)	46,558	60,556	76,909	97,739
DPS (원)	1,100	1,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	12.8	6.7	5.7	4.5
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	34.1	53.0	19.8	19.6
EBITDA증가율 (%)	34.0	64.6	17.1	22.9
조정영업이익증가율 (%)	36.6	70.0	18.7	24.6
EPS증가율 (%)	15.1	74.1	15.7	25.8
매출채권 회전율 (회)	10.0	11.7	11.1	11.4
재고자산 회전율 (회)	6.5	8.1	7.9	8.1
매입채무 회전율 (회)	14.2	10.5	11.9	12.1
ROA (%)	12.8	18.1	17.7	18.5
ROE (%)	18.9	28.1	25.2	25.0
ROIC (%)	44.5	69.2	72.2	88.1
부채비율 (%)	50.3	41.9	35.0	29.4
유동비율 (%)	669.6	761.0	841.7	921.8
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-50.9	-59.6	-66.4
조정영업이익/금융비용 (x)	27.2	21.4	26.5	32.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 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.