

제약/바이오

# 파마리서치 214450

2Q25 Pre; 분할 철회가 남긴 고민, 그래서 아직도 사도 돼요?

Jul 09, 2025

**BUY**

유지

인적분할 철회 코멘트

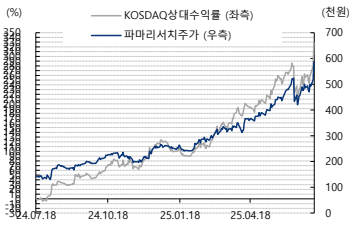
**TP 650,000 원**

상향

Company Data

현재가(07/08)	588,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	588,000 원
52 주 최저가(보통주)	129,900 원
KOSPI (07/08)	3,114.95p
KOSDAQ (07/08)	784.24p
자본금	53 억원
시가총액	61,091 억원
발행주식수(보통주)	1,039 만주
발행주식수(우선주)	118 만주
평균거래량(60 일)	21.9 만주
평균거래대금(60 일)	1,049 억원
외국인지분(보통주)	16.12%
주요주주	
정상수 외 7 인	34.93%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.8	133.8	298.1
상대주가	18.4	114.5	336.2

2Q25 매출액 1,393억원 (YoY +67.6%), 영업이익 564억원 (YoY +83.3%, OPM 40.5%)로 추정치 상향. 외국인 피부과 소비 금액은 4,5월 합산만으로 1분기 데이터 이미 상회. 강릉시 수출입데이터 확인 시 마찬가지로 4,5월 합산액이 1분기 수출금액을 상회. Trass상 주요 수출국은 중국, 싱가포르, 일본 등으로 전년부터 이어져온 소비 트렌드 유지되고 있는 것으로 판단. 하반기 중국 무비자 진행 시 여전히 최대 수혜주는 동사일 것으로 전망. 중국인의 국내 시술 트렌드는 1) 현지 내 미승인 시술 중 2) 오리지널 제품 (리쥘란, 울쎃라)

지난 6월 13일 인적분할 예정 공시, 이후 분할 비율 관련 논란 존재. 7월 8일 분할 철회 재공시. 분할 이후 신설 법인의 본업 가치 반영 예상되었으나 견조한 펀더멘털과는 무관하게 단기 노이즈 존재했음. 현재 시점에서는 외부적 요인에서 눈을 돌려 다시 실적에 집중할 시기. 분할 공시 당시 주주환원을 위해 보유 중이던 자사주 11만 7천주 (627억원)에 대한 소각 공시도 진행. 소각은 6/20 완료된 사안으로, 분할 철회와는 무관

단기적으로 기대되는 모멘텀은 유럽 파트너십 계약 임박. 유럽은 주사제 시술 횟수 기준 Top 10 국가 나열 시 절반 이상 차지하는 시장으로, 주사제가 익숙함에도 단기간 내 폭발적 성장이 어렵다고 판단했던 이유는 기존 회사의 진출 전략이 직판 위주였기 때문. 유럽은 글로벌 메이저 미용의료기기 기업 Merz, Galderma 등의 높은 인지도로 보수적인 시장. 2026년 추정치 반영은 파트너사 규모 및 MOQ에 대한 파악이 필요하나 현지 파트너사를 통해 진입 시 침투율 확보 가속화 가능하다고 전망. 현재 유럽 시장 내 의미 있는 스킨부스터 플레이어는 Galderma의 'Sculptra'. 다만 해당 제품은 PLA 성분 기반의 콜라겐 스티물레이터로 리쥘란 용법과의 교집합 없음

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 650,000원으로 상향

파마리서치의 투자의견 Buy 유지 및 목표주가 650,000원으로 상향. 인적분할로 손바뀜 진행. 펀더멘털에 집중 가능한 현재 시점에서 2분기 실적 호조, 유럽 파트너십 계약 임박 등 긍정적 모멘텀이 연달아 존재. 하반기 중국인 무비자 입국 시행 시 현지 내 주사제 형태의 미승인 시술인 리쥘란에 대한 고수요 가속화 예상. 추후 MSCI 편입 가능성에 따른 패시브 자금 유입 수급까지 고려 시 여전히 주가 업사이드 존재 판단



[제약/바이오/의료기기]

정희령 책임연구원

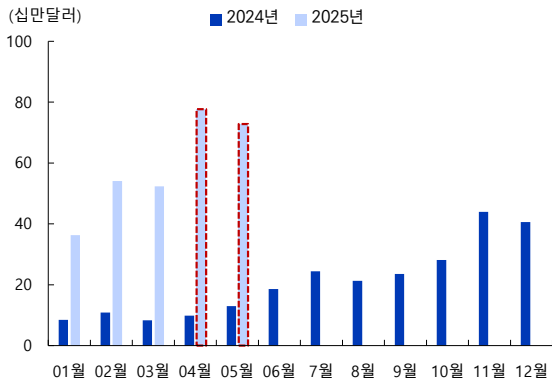
3771-9730

hr.jung @iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

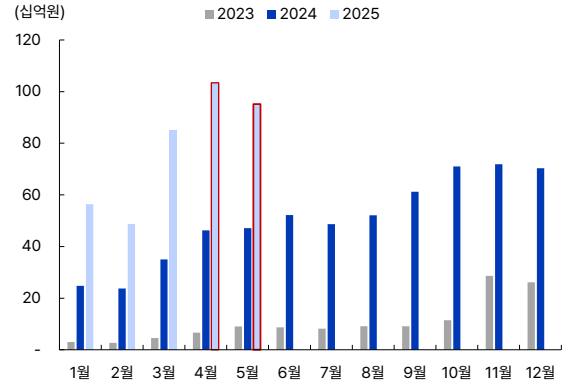
	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	261	350	546	719	917
YoY(%)	34.0	34.1	55.9	31.7	27.5
영업이익(십억원)	92	126	220	298	384
OP 마진(%)	35.2	36.0	40.3	41.4	41.9
순이익(십억원)	77	89	173	237	301
EPS(원)	7,481	8,642	17,272	23,564	29,990
YoY(%)	86.4	15.5	99.9	36.4	27.3
PER(배)	14.6	30.4	34.0	25.0	19.6
PCR(배)	10.7	17.9	23.1	17.8	14.2
PBR(배)	2.6	5.7	9.6	7.2	5.5
EV/EBITDA(배)	9.8	18.2	24.8	18.0	13.5
ROE(%)	19.7	18.9	28.8	29.8	28.6

[도표 1] 파마리서치 수출입 데이터 추이



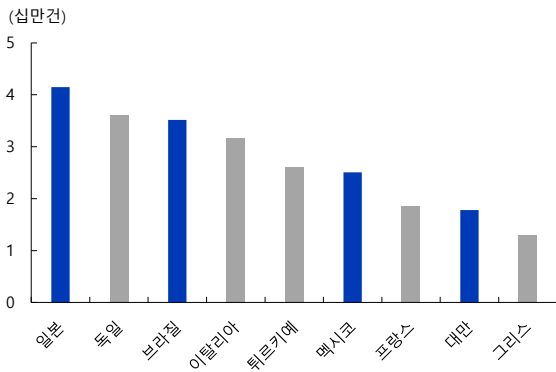
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 외국인 피부과 결제 금액 추이



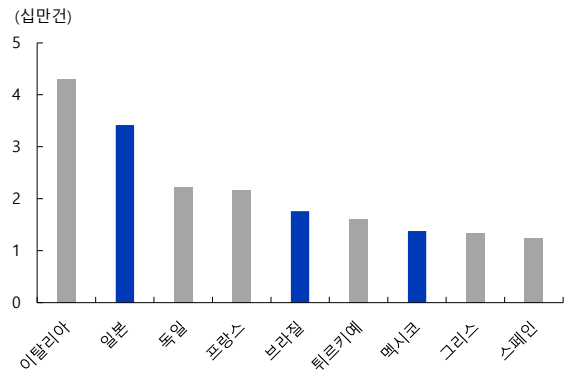
자료: 한국관광데이터랩, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 전세계 Top2~10 특신 시술 횟수 국가



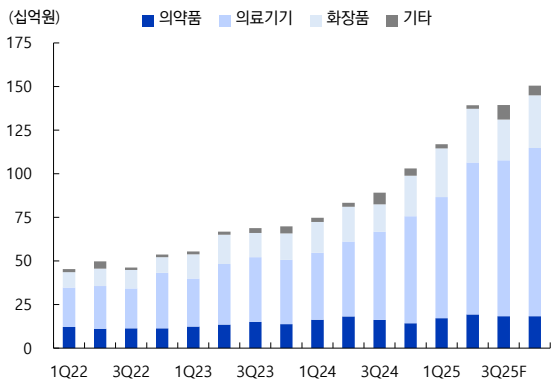
자료: ISAPS, 교보증권 리서치센터 / 주: 1위국인 미국 제외 데이터

[도표 4] 전세계 Top2~10 필러 시술 횟수 국가



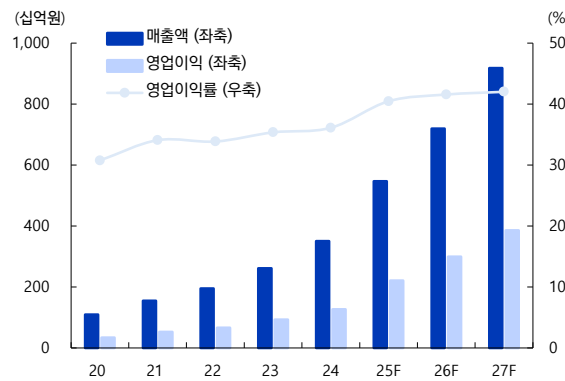
자료: ISAPS, 교보증권 리서치센터 / 주: 1위국인 미국 제외 데이터

[도표 5] 파마리서치 분기 매출 추정



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 파마리서치 연간 매출 추정



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 파마리서치 분기 실적 추정치

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
<b>매출액</b>	<b>74.7</b>	<b>83.1</b>	<b>89.2</b>	<b>103.1</b>	<b>116.9</b>	<b>139.3</b>	<b>139.4</b>	<b>150.5</b>	<b>261.0</b>	<b>350.3</b>	<b>546.1</b>
YoY	34.8	24.4	29.6	47.3	56.5	67.6	56.3	46.0	34.0	34.2	55.9
의약품	16.3	18.1	16.1	14.2	17.2	19.3	18.3	18.3	54.5	64.7	73.2
YoY	32.7	33.9	7.5	3.2	5.4	6.8	13.7	29.2	19.5	18.6	13.1
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	87.1	89.4	96.4	136.1	193.6	342.4
YoY	39.0	24.1	36.7	67.1	81.0	102.5	76.4	56.8	33.4	42.2	76.9
화장품	17.7	19.9	15.6	23.2	27.9	30.8	23.3	30.2	59.9	76.4	112.3
YoY	27.7	18.2	11.6	53.1	57.5	55.0	49.4	30.1	55.8	27.7	46.9
기타	2.3	2.3	6.8	4.2	2.4	2.0	8.3	5.6	10.3	15.6	18.3
YoY	38.5	(20.0)	5.0	5.0	1.5	(20.0)	5.0	5.0	18.6	51.6	17.1
<b>매출총이익</b>	<b>51.8</b>	<b>59.2</b>	<b>64.6</b>	<b>75.8</b>	<b>85.5</b>	<b>100.3</b>	<b>100.7</b>	<b>108.6</b>	<b>190.3</b>	<b>251.4</b>	<b>395.0</b>
YoY	28.1	18.8	27.6	53.4	65.0	69.3	55.9	43.4	34.4	32.1	57.2
GPM	69.3	71.3	73.4	72.3	73.1	72.0	73.4	72.7	72.9	71.8	72.3
<b>영업이익</b>	<b>26.7</b>	<b>30.8</b>	<b>34.9</b>	<b>34.1</b>	<b>44.7</b>	<b>56.4</b>	<b>62.1</b>	<b>57.7</b>	<b>92.3</b>	<b>126.4</b>	<b>220.9</b>
YoY	28.6	30.1	27.0	67.3	67.8	83.3	77.8	69.2	40.0	37.0	74.7
OPM	35.7	37.0	39.1	33.1	38.3	40.5	44.5	38.3	35.3	36.1	40.4
<b>당기순이익</b>	<b>18.3</b>	<b>28.7</b>	<b>25.5</b>	<b>15.8</b>	<b>36.0</b>	<b>44.1</b>	<b>52.0</b>	<b>43.5</b>	<b>77.3</b>	<b>88.3</b>	<b>171.1</b>
YoY	(2.6)	87.6	(7.5)	2.5	109.8	46.6	0.0	143.3	88.6	16.4	93.8
NPM	23.1	37.8	27.7	15.3	30.9	33.0	17.7	25.5	29.3	25.4	31.6

자료: 교보증권 리서치센터

[파마리서치 214450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	546	719	917
매출원가	71	99	151	191	241
매출총이익	190	251	395	528	676
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	72.3	73.5	73.7
판매비와관리비	98	125	175	230	291
영업이익	92	126	220	298	384
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.4	41.5	41.9
EBITDA	104	140	232	309	394
EBITDA Margin (%)	39.9	39.9	42.5	42.9	42.9
영업외손익	8	-10	5	10	8
관계기업손익	1	6	6	6	6
금융수익	18	25	9	10	11
금융비용	-6	-41	-9	-6	-9
기타	-4	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	101	116	226	308	392
법인세비용	23	27	52	71	91
계속사업순이익	77	89	173	237	301
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	89	173	237	301
당기순이익률 (%)	29.6	25.4	31.8	32.9	32.8
비지배자분순이익	1	-3	-6	-8	-10
지배자분순이익	77	92	179	245	312
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	32.9	34.0	34.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	2	2	2	2
포괄순이익	79	91	175	238	303
비지배자분포괄이익	1	-3	-6	-8	-11
지배자분포괄이익	78	94	181	247	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	161	228	285
당기순이익	77	89	173	237	301
비현금항목의 가감	28	61	85	99	120
감가상각비	8	10	9	8	7
외환손익	0	-1	0	0	0
자본법평가손익	0	0	-6	-6	-6
기타	19	52	82	97	118
자산부채의 증감	-31	0	-46	-40	-46
기타현금흐름	-9	-12	-52	-67	-89
투자활동 현금흐름	-45	-226	-14	-12	-9
투자자산	-14	-5	2	2	2
유형자산	-12	-36	0	0	0
기타	-19	-184	-16	-13	-11
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	144	219	282
기초 현금	73	67	165	309	529
기말 현금	67	165	309	529	810
NOPLAT	71	97	169	229	295
FCF	40	74	135	199	258

자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256	555	760	1,033	1,373
현금및현금성자산	67	165	309	529	810
매출채권 및 기타채권	35	43	65	85	108
재고자산	50	57	89	118	150
기타유동자산	104	289	297	302	304
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	1,051	1,317	1,655
유동부채	66	83	90	95	102
매입채무 및 기타채무	19	40	46	52	58
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	46	42	43	43	43
비유동부채	7	203	217	231	245
차입금	0	1	2	2	2
사채	0	0	10	20	30
기타비유동부채	7	202	205	209	213
부채총계	73	286	306	326	347
지배자분	433	539	705	939	1,239
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	175	197	197	197	197
이익잉여금	261	343	509	742	1,043
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-5
비지배자분	29	30	39	52	69
자본총계	462	569	745	991	1,308
총차입금	34	206	219	231	244

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,481	8,642	17,272	23,564	29,990
PER	14.6	30.4	34.0	25.0	19.6
BPS	41,966	46,161	60,990	81,170	107,123
PBR	2.6	5.7	9.6	7.2	5.5
EBITDAPS	10,188	13,065	20,061	26,686	34,048
EV/EBITDA	9.8	18.2	24.8	18.0	13.5
SPS	25,506	33,603	52,534	69,207	88,266
PSR	4.3	7.8	11.2	8.5	6.7
CFPS	3,909	6,960	11,687	17,220	22,333
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	55.9	31.7	27.5
영업이익 증가율	40.0	36.6	74.8	35.3	28.9
순이익 증가율	77.9	15.1	95.0	36.4	27.3
수익성					
ROIC	35.9	45.3	72.0	84.9	96.5
ROA	15.1	13.2	18.8	20.7	21.0
ROE	19.7	18.9	28.8	29.8	28.6
안정성					
부채비율	15.8	50.3	41.1	32.9	26.5
순차입금비율	6.3	24.1	20.8	17.6	14.7
이자보상배율	30.9	27.2	23.3	48.6	42.6

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
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							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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\_2025.06.30

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