

(214450)

파마리서치

의료기기 이다빈

6144 / db23@eugenefn.com

3Q26 Preview: 성장 모멘텀은 여전히 유효

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
420,000 원(하향)
228,500 원(10/28)

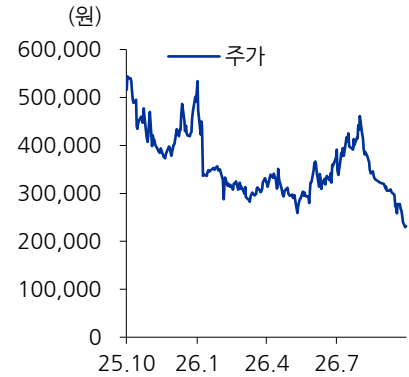
“ [3Q26 Preview: 환율 영향으로 컨센서스 하회 예상] 파마리서치의 2026년 3분기 매출액은 1,734억원(+28%yoy, -3%qoq), 영업이익은 620억원(+0.1%yoy, -7%qoq)으로, 영업이익 기준 컨센서스를 약 10% 하회할 것으로 예상된다. 2분기 실적 성장을 견인한 화장품 수출, 의료기기 수출 매출액 모두 전분기 대비 소폭 감소한 것으로 예상된다. 수출 물량 자체는 기존 예상치를 거의 달성한 것으로 파악되나 원화 강세 영향이 예상보다 크게 반영되었다. 또한 화장품 매출 비중 상승, 미국 화장품 생산법인 CG USA의 손실 반영으로 영업이익률은 35.7%(-1.5%p qoq)를 기록할 전망이다.

“ [의료기기 912억원(+19%yoy, -6%qoq)] 의료기기 내수는 계절적 비수기와 경쟁 심화 영향으로 +7%yoy 성장을 예상한다. 3분기 의료관광 피부과 소비액은 3,600억원(+59%yoy, -16%qoq)으로 전분기 대비 감소하면서 계절적 수요 둔화가 나타났다. 의료기기 수출은 +53%yoy로 고성장이 지속될 전망이다. 원화 강세로 환산 매출이 전분기 대비 감소했다. 서유럽 파트너사 비바시향 물량은 전분기와 유사한 수준으로 선적되었다.

“ [화장품 605억원(+72%yoy, +1%qoq)] 화장품 내수는 약국·쿠팡 등 유통 채널 확대와 아시아로 판매되는 실리콘투향 물량의 회계상 내수 인식으로 +43%yoy 성장할 전망이다. 관광객의 약국 소비액이 874억원으로 전년 동기 대비 약 3배 증가한 것이 긍정적으로 작용했다. 화장품 수출은 원화 강세와 2분기 일회성 매출에 따른 높은 기저로 -5%qoq를 예상한다. 다만 상반기 확보한 신규 채널 내 성장, 10월 입점한 코스트코 초도 물량이 소폭 반영된 영향으로 전년 동기 대비 +90%yoy의 고성장이 지속될 전망이다.

“ [제7회 PGS & 대표이사 간담회 후기] 10월 26-28일 개최된 제7회 파마리서치 글로벌 심포지엄(PGS)은 글로벌 의료진 및 업계 관계자 800여명이 참여한 학술 행사이다. 행사 현장 및 대표이사 간담회를 통해 파마리서치가 글로벌 미용의료 기업으로 성장하기 위한 방향성을 일부 확인했다. 의료기 기에서는 연말 리넥스(MNRF) 국내 승인을 시작으로 2027년 리넥스 국내 출시, 리주란 브라질 승인 및 출시, 2028년 리주란 일본·중국 출시를 목표로 하고 있으며 화장품에서는 2대주주인 CVC와 실리콘투와의 협력을 기반으로 채널을 다각화하는 가운데 사업 확장 방향성을 구체화해 나가고 있다.

“ [투자의견 BUY, 목표주가 42만원] 당사는 파마리서치에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 42만원으로 하향한다. 실적 추정치 및 업종 밸류에이션 하향을 반영해 12MF EPS에 Target PER 19배(종전 23배)를 적용했다. 동사의 12MF PER는 3분기 실적 부진 우려가 선반영되며 10배까지 낮아졌다. 그러나 화장품 사업의 해외 확장은 이제 본격화되고 있으며, 의료기기에서도 EBD로의 확대, 리주란 주요국 출시 모멘텀이 다가오고 있다. 단기 수익성 개선은 제한적이겠으나, 현재는 이익률 회복보다 글로벌 시장 확대를 통한 중장기 성장 기반 확보가 중요한 시점이라고 판단한다.



시가총액(십억원)	2,374
발행주식수(천주)	10,390
52 주 최고	561,000 원
최저	225,500 원
52 주 일간 Beta	0.28
60 일 평균 거래대금	519 억원
외국인 지분율	16.7%
배당수익률(26E)	2.1%
주주구성	
정상수 (외 8 인)	34.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-28.6	-29.7	-57.4
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	420,000	540,000	▼
영업이익(26E)	254	280	▼
영업이익(27E)	306	349	▼

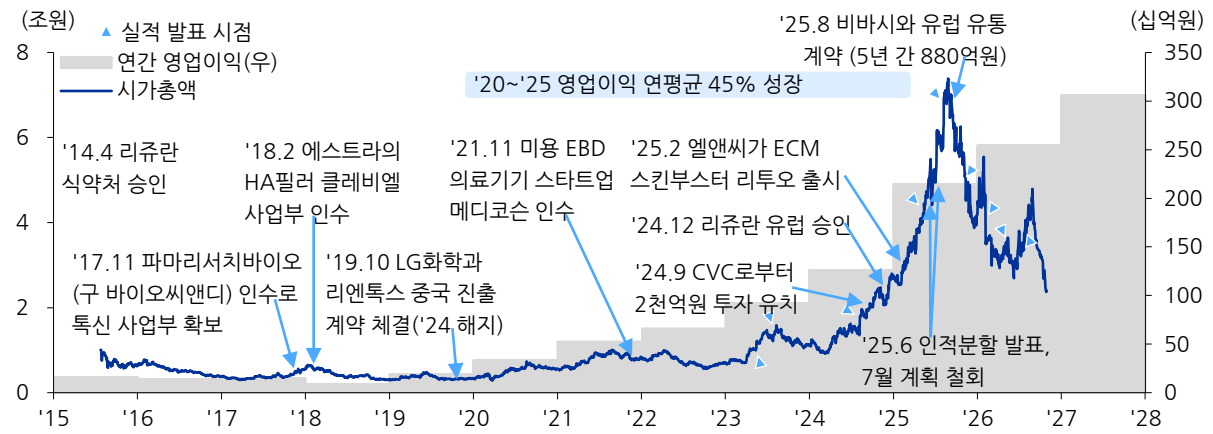
12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	536	690	837
영업이익	214	254	306
세전손익	217	274	319
당기순이익	168	206	244
EPS(원)	15,893	19,627	23,382
증감률(%)	81.5	23.5	19.1
PER(배)	25.4	11.6	9.8
ROE(%)	26.9	26.4	25.7
PBR(배)	6.8	3.1	2.5
EV/EBITDA(배)	16.9	7.6	6.1

파마리서치 실적 추정표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	116.9	140.6	135.4	143.4	146.1	178.7	173.4	191.5	536.3	689.7	836.6
%yoy	56.5	69.2	51.8	39.1	25.0	27.1	28.0	33.6	53.2	28.6	21.3
사업부별											
의약품	17.2	20.4	21.9	22.9	21.4	18.4	19.2	20.6	82.4	79.5	82.2
의료기기	69.5	85.0	76.8	83.3	79.5	96.7	91.2	100.7	314.6	368.1	424.6
내수	48.3	60.7	57.2	59.7	58.4	64.5	61.2	66.0	225.9	250.2	271.6
수출	21.2	24.3	19.6	23.6	21.1	32.2	30.0	34.6	88.7	117.9	152.9
화장품	27.9	30.8	35.1	37.6	42.2	60.2	60.5	67.3	131.4	230.1	318.6
내수	10.7	11.3	13.2	12.0	15.3	16.6	18.9	20.7	47.2	71.4	89.8
수출	17.2	19.5	21.9	25.6	26.9	43.6	41.6	46.6	84.2	158.7	228.8
기타	2.4	4.4	1.5	(1.0)	3.0	3.5	2.6	2.9	7.3	11.9	11.2
%yoy											
의약품	5.5	14.0	36.0	61.3	24.5	(9.8)	(12.5)	(10.2)	27.8	(3.5)	3.3
의료기기	81.0	97.7	51.5	35.4	14.5	13.7	18.7	20.8	62.5	17.0	15.3
내수	71.9	93.3	58.9	42.5	20.9	6.3	7.0	10.6	64.4	10.7	8.6
수출	105.8	109.5	33.3	20.4	(0.3)	32.5	53.0	46.7	57.8	33.0	29.7
화장품	57.6	54.8	106.5	64.9	51.1	95.4	72.3	79.0	69.8	75.1	38.5
내수	30.5	31.4	123.7	36.4	43.0	46.8	43.0	72.3	49.8	51.3	25.7
수출	81.1	72.6	97.3	82.9	56.1	123.5	90.0	82.1	83.4	88.4	44.2
% of sales											
의약품	14.7	14.5	16.2	16.0	14.7	10.3	11.0	10.7	15.4	11.5	9.8
의료기기	59.4	60.5	56.7	58.1	54.4	54.1	52.6	52.6	58.7	53.4	50.8
내수	41.3	43.2	42.2	41.6	40.0	36.1	35.3	34.5	42.1	36.3	32.5
수출	18.1	17.3	14.5	16.5	14.5	18.0	17.3	18.1	16.5	17.1	18.3
화장품	23.9	21.9	25.9	26.2	28.9	33.7	34.9	35.1	24.5	33.4	38.1
내수	9.2	8.0	9.7	8.4	10.5	9.3	10.9	10.8	8.8	10.4	10.7
수출	14.7	13.9	16.2	17.9	18.4	24.4	24.0	24.4	15.7	23.0	27.4
매출원가	31.5	33.4	26.3	33.9	33.2	41.2	42.0	45.8	125.1	162.1	196.6
매출총이익	85.5	107.2	109.1	109.4	112.9	137.6	131.4	145.7	411.2	527.6	640.0
%yoy	65.0	81.0	69.1	44.7	32.2	28.3	20.4	33.1	63.7	28.3	21.3
GPM%	73.1	76.2	80.6	76.3	77.3	77.0	75.8	76.1	76.7	76.5	76.5
판매관리비	40.7	51.3	47.3	57.5	55.6	71.1	69.5	77.1	196.8	273.3	334.3
영업이익	44.7	55.9	61.9	51.9	57.3	66.5	62.0	68.5	214.4	254.3	305.7
%yoy	67.7	81.7	77.2	54.0	28.1	19.0	0.1	32.0	70.1	18.6	20.2
OPM%	38.3	39.7	45.7	36.2	39.2	37.2	35.7	35.8	40.0	36.9	36.5
지배순이익	36.2	47.4	49.0	32.6	47.6	56.6	46.4	53.4	165.1	203.9	242.9
%yoy	109.8	51.1	98.1	74.3	31.5	19.3	(5.2)	63.8	79.4	23.5	19.1
NPM%	30.9	33.7	36.2	22.7	32.6	31.7	26.8	27.9	30.8	29.6	29.0

자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 시가총액 추이 및 주요 이벤트



주: 예상 실적은 당사 추정치
 자료: Quantwise, 유진투자증권

파마리서치 실적 추정치 조정(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	2025	NEW			OLD			Change		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
매출액	536	690	837	993	712	864	1,023	(3.2)	(3.2)	(2.9)
영업이익	214	254	306	365	280	349	423	(9.2)	(12.5)	(13.8)
지배순이익	165	204	243	291	227	280	335	(10.0)	(13.3)	(13.3)
영업이익률	40.0	36.9	36.5	36.7	39.3	40.4	41.4	(2.4)	(3.9)	(4.7)
지배순이익률	30.8	29.6	29.0	29.3	31.8	32.4	32.8	(2.2)	(3.4)	(3.5)

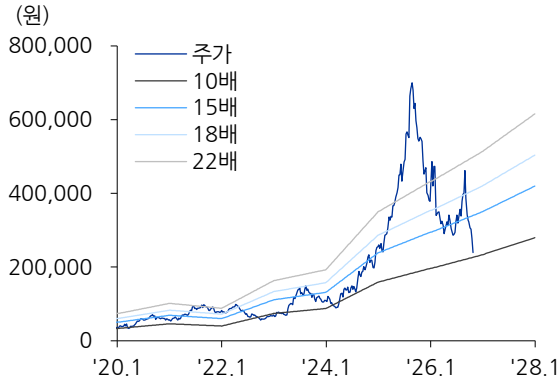
자료: 파마리서치, 유진투자증권

파마리서치 목표 주가 산출

항목		단위	비고
지배순이익	236	십억원	12MFwd 기준
발행주식수	10,390	천주	보통주 기준
EPS	22,756	원	12MFwd 기준
Target PER	19	배	Target PER은 역사적 평균 12MFwd PER 19배를 적용
목표 시가총액	4,518	십억원	-
목표 주가	420,000	원	-

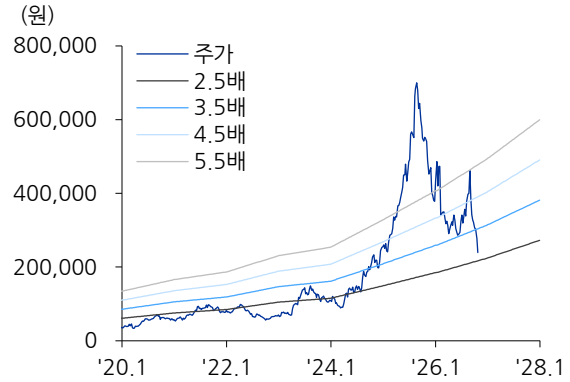
자료: 유진투자증권 추정

파마리서치 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

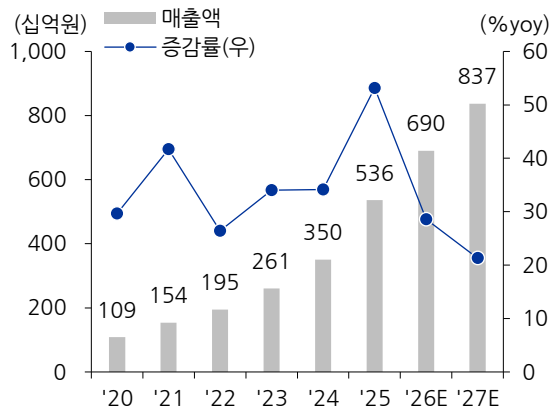
글로벌 미용의료 기업 피어 테이블(컨센서스 기준)

카테고리		국내 (단위: 십억원, 배)							글로벌 (단위: 백만달러, 배)	
		특신		스킨부스터			EBD			
항목\기업명		휴젤	메디톡스	파마리서치	엘앤씨 바이오	한스 바이오메드	클래스스	원텍	갈더마 (GALD)	에볼루스 (EOLS)
현재 시가총액		2,272	480	2,374	673	255	1,761	352	\$53.4B	\$0.5B
YTD 주가수익률		-21%	-46%	-43%	-16%	-35%	-50%	-49%	+15%	+15%
매출액	2025	425	247	536	85	90	337	157	5,241	297
	2026E	506	272	695	164	140	425	189	6,378	330
	2027E	652	301	843	220	173	528	218	7,474	388
매출증가율	2025	14%	8%	53%	19%	11%	39%	36%	18%	12%
	2026E	19%	10%	30%	92%	56%	26%	20%	22%	11%
	2027E	29%	11%	21%	34%	24%	24%	16%	17%	17%
영업이익	2025	201	17	214	4	(26)	171	52	889	(38)
	2026E	185	29	264	37	16	182	48	1,356	9
	2027E	254	39	325	57	27	238	56	1,827	33
영업이익률	2025	47%	7%	40%	5%	-29%	51%	33%	17%	-13%
	2026E	37%	11%	38%	23%	11%	43%	25%	21%	3%
	2027E	39%	13%	39%	26%	16%	45%	26%	24%	8%
당기순이익 (자배)	2025	141	17	165	(138)	(31)	132	35	'25 미용사업부 매출, 비중	
	2026E	147	23	215	(1)	12	143	45	2,572	297
	2027E	200	31	258	50	23	183	41	49%	100%
PER	2025	20.3	56.3	28.4	-	-	27.1	19.7	78.8	-
	2026E	15.3	22.0	12.3	-	20.8	12.3	7.8	46.0	-
	2027E	11.4	15.4	10.2	30.8	11.0	9.6	8.5	33.8	36.2

주: 현재 시가총액 및 YTD 주가수익률은 2026.10.28 기준; 예상 실적은 Fnguide, Bloomberg 컨센서스

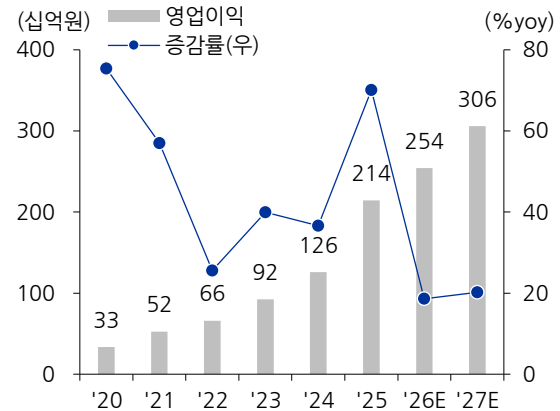
자료: Quantwise, Bloomberg, 유진투자증권

파마리서치 연간 매출액 추이 및 전망



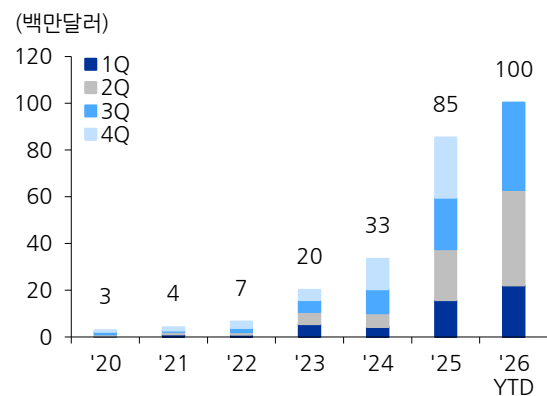
자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

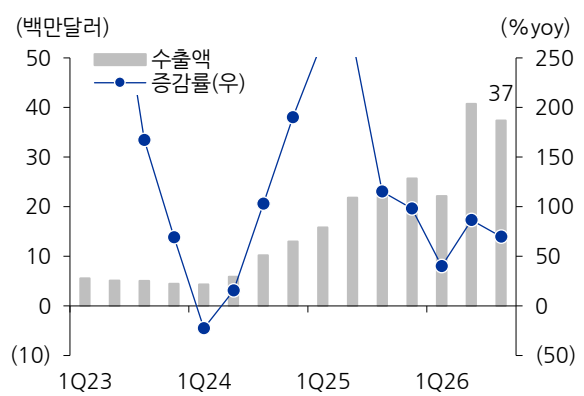
강릉시 필러/기타화장품 연간 수출액 추이



주: HS Code 3304.99; 2026 년은 9 월 YTD 기준

자료: KITA, 유진투자증권

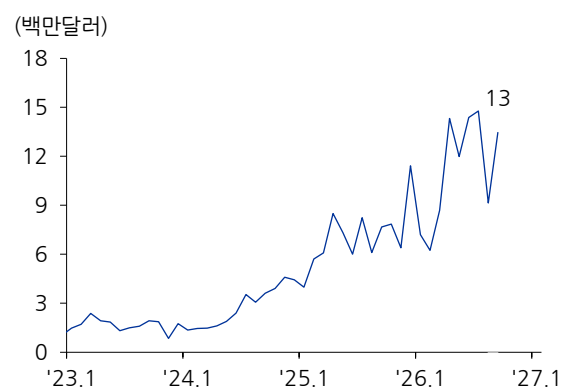
강릉시 필러/기타화장품 분기별 수출액 추이



주: HS Code 3304.99; 2026 년은 9 월 YTD 기준

자료: KITA, 유진투자증권

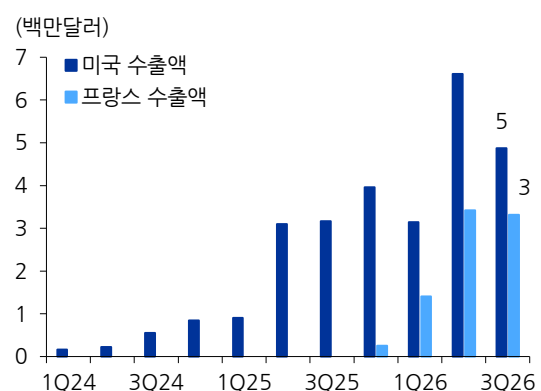
강릉시 필러/기타화장품 월별 수출액 추이



주: HS Code 3304.99; 2026 년은 9 월 YTD 기준

자료: KITA, 유진투자증권

강릉시 필러/기타화장품 주요 국가향 수출액



주: HS Code 3304.99; 2026 년은 9 월 YTD 기준

자료: KITA, 유진투자증권

파마리서치(214450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	856	1,044	1,203	1,394	1,618
유동자산	555	760	837	955	1,100
현금성자산	411	508	510	587	696
매출채권	43	52	88	112	129
재고자산	57	83	121	137	154
비유동자산	301	284	366	439	518
투자자산	120	78	101	111	123
유형자산	147	175	237	303	372
기타	33	31	28	25	23
부채총계	286	320	314	320	321
유동부채	83	110	97	105	111
매입채무	40	56	48	55	61
유동성이자부채	17	15	10	10	10
기타	26	39	40	40	40
비유동부채	203	210	217	215	210
비유동이자부채	197	203	211	208	205
기타	6	6	6	6	5
자본총계	569	724	889	1,075	1,296
지배지분	539	689	853	1,040	1,261
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	197	194	194	194	194
이익잉여금	343	492	655	841	1,063
기타	(6)	(2)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	30	35	35	35	35
자본총계	569	724	889	1,075	1,296
총차입금	214	218	221	218	215
순차입금	(197)	(290)	(289)	(369)	(481)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	138	183	83	232	279
당기순이익	89	168	206	244	292
자산상각비	14	16	19	24	29
기타비현금성손익	47	50	(17)	(8)	(17)
운전자본증감	0	(25)	(134)	(33)	(30)
매출채권감소(증가)	(5)	(9)	(34)	(24)	(17)
재고자산감소(증가)	(12)	(26)	(36)	(16)	(18)
매입채무증가(감소)	16	11	(9)	8	6
기타	2	(0)	(55)	(1)	(1)
투자현금	(226)	(156)	(36)	(109)	(112)
단기투자자산감소	(174)	(96)	(3)	(14)	(14)
장기투자증권감소	2	14	0	(7)	(9)
설비투자	36	30	67	86	87
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(5)	(2)	(1)	(1)
재무현금	183	(15)	(51)	(60)	(72)
차입금증가	8	(3)	(7)	(3)	(3)
자본증가	(10)	(12)	(43)	(57)	(69)
배당금지급	10	12	43	57	69
현금 증감	98	10	1	64	95
기초현금	67	165	176	176	240
기말현금	165	176	176	240	335
Gross Cash flow	150	234	251	265	308
Gross Investment	51	85	167	128	127
Free Cash Flow	99	149	84	137	181

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	350	536	690	837	993
증가율(%)	34.1	53.2	28.6	21.3	18.7
매출원가	99	125	162	197	233
매출총이익	251	411	528	640	760
판매 및 일반관리비	125	197	273	334	395
기타영업손익	28	57	39	22	18
영업이익	126	214	254	306	365
증가율(%)	36.6	70.1	18.6	20.2	19.3
EBITDA	140	230	273	330	393
증가율(%)	34.0	64.8	18.7	20.8	19.3
영업외손익	(10)	2	20	14	21
이자수익	10	16	20	22	24
이자비용	5	10	11	9	9
지분법손익	6	(3)	3	3	2
기타영업외손익	(22)	(1)	8	(2)	3
세전순이익	116	217	274	319	385
증가율(%)	15.0	87.0	26.5	16.6	20.7
법인세비용	27	48	68	75	93
당기순이익	89	168	206	244	292
증가율(%)	15.1	89.2	22.4	18.5	19.7
지배주주지분	92	165	204	243	291
증가율(%)	20.2	79.4	23.5	19.1	19.7
비지배지분	(3)	3	2	1	1
EPS(원)	8,758	15,893	19,627	23,382	27,986
증가율(%)	18.1	81.5	23.5	19.1	19.7
수정EPS(원)	8,758	15,893	19,073	22,703	27,171
증가율(%)	18.1	81.5	20.0	19.0	19.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	8,758	15,893	19,627	23,382	27,986
BPS	46,161	59,603	73,794	89,898	109,040
DPS	1,100	3,700	4,900	6,000	7,200
밸류에이션(배, %)					
PER	30.0	25.4	11.6	9.8	8.2
PBR	5.7	6.8	3.1	2.5	2.1
EV/ EBITDA	18.3	16.9	7.6	6.1	4.8
배당수익률	0.4	0.9	2.1	2.6	3.2
PCR	20.5	19.9	10.5	10.0	8.6
수익성(%)					
영업이익률	36.0	40.0	36.9	36.5	36.7
EBITDA이익률	39.9	42.9	39.6	39.4	39.6
순이익률	25.4	31.4	29.9	29.2	29.4
ROE	18.9	26.9	26.4	25.7	25.3
ROIC	35.0	49.4	41.9	40.8	41.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(34.6)	(40.0)	(32.5)	(34.3)	(37.1)
유동비율	669.6	687.5	862.3	909.9	991.1
이자보상배율	27.2	20.6	23.9	34.6	41.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	9.1	11.4	9.9	8.3	8.2
재고자산회전율	6.5	7.7	6.8	6.5	6.8
매입채무회전율	11.8	11.1	13.2	16.2	17.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

동 자료는 사측 경비 제공으로 파마리서치 글로벌 심포지엄 행사 참여 후 작성된 자료입니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.9.30 기준)

