

파마리서치 (214450)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2025. 6.16

미지의 인적분할, 미래의 리쥔란 성장성

인적분할로 인한 불확실성 확대 vs 상향조정 필요한 예상 실적

6/13일 파마리서치는 지주회사 전환을 위한 인적분할 결정을 공시했다. 존속법인인 투자를 영위하는 파마리서치홀딩스(가칭), 재상장하는 신설법인인 메디컬 에스테틱 사업회사인 파마리서치(가칭)이고, 분할비율은 0.74:0.26, 주주총회일은 10/17, 분할상장일은 12/10 이다.

공시 당일 주가는 17% 하락했는데, 이는, 기존 투자포인트인 리쥔란의 글로벌 성장을 담당하는 사업법인의 분할비율이 0.26으로 너무 낮고, 리쥔란 해외 판매법인과 추가적인 M&A로 인한 성장이 존속법인인 홀딩스의 자회사로 들어가게 되면서 중장기 투자 포인트 훼손에 대한 우려가 반영된 것으로 보여 진다.

당사는 인적분할은 불확실성(분할 이후 사업구조와 수익구조)을 높이는 요인으로 작용하며 주가에 부정적인 요인이라는 점에 동의한다. 다만, 여전히 리쥔란의 글로벌 성장은 초입이고, 2분기 실적부터 추가적인 어닝상향으로 현재 주가는 2025년 예상실적 기준 PER 27배로 충분히 투자매력이 높아진 밸류에이션 수준이라는 측면에서 인적분할 이벤트로 인한 불확실성 확대 보다 업황, 실적, 밸류에이션에 초점을 맞춘 투자를 추천한다.

여전히 높은 중장기 실적 모멘텀

회사는 그룹의 중장기 성장 전략으로 2029년 연매출 1조원 달성(CAGR +25%) 목표를 제시했다. 동사 매출 성장의 핵심 동력은 ① 2025년 리쥔란의 본격적인 해외 진출 및 침투율 확대: 2H24 유럽을 시작으로, 2028년 중국, 일본, 중동, 남미, 2032년 미국 진출, ② 인바운드 의료관광 증가에 따른 내수 성장 모멘텀: 다양한 EBD 및 복합시설에 적용 가능한 리쥔란 제품 특성 기반으로, 내수 피부과 시술 수요 증가에 따른 내수 매출 성장 지속, ③ 제품 포트폴리오 다각화: 1H25 에버클(PLLA) 출시, 2H25 EBD 신규사업 확장, 2026년 특신 사업 본격화 등 연속적인 신사업 추진에 기반한다.

Financial Data

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,323	6,363	7,442
영업이익	923	1,261	1,992	2,378	2,828
순이익	766	920	1,690	2,011	2,392
EPS (원)	7,417	8,568	16,079	19,136	22,087
증감률 (%)	84.8	15.5	87.7	19.0	15.4
PER (x)	14.8	30.6	27.0	22.7	19.6
PBR (x)	2.6	5.7	7.3	6.0	4.9
영업이익률 (%)	35.3	36.0	37.4	37.4	38.0
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	40.6	40.3	40.6
ROE (%)	19.7	18.9	27.3	26.0	25.4

주: IFRS 연결 기준, 자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터



Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	500,000 원
현재주가	433,500 원
상승여력	15.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(06/13)	768.86 pt
시가총액	45,559 억원
발행주식수	10,510 천주
52 주 최고가/최저가	523,000 / 129,900 원
90 일 일평균거래대금	352.17 억원
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(25.12E)	0.9%
BPS(25.12E)	59,644 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 3.9%
	6개월 66.1%
	12개월 51.8%
주주구성	정상수 (외 8인) 34.5%
	자사주 (외 1인) 1.1%
파마리서치프로덕트우리스주 (외 1인)	1.1%

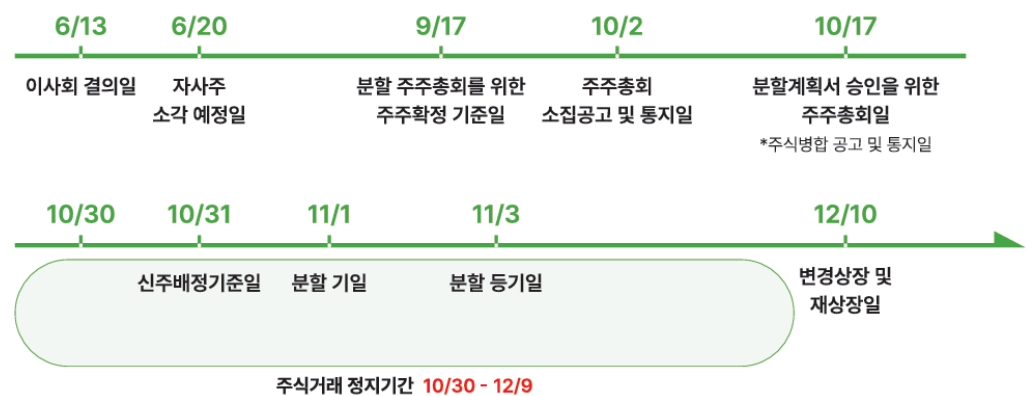
Stock Price



수출데이터와 인바운드 의료관광 데이터 감안하여 예상 실적 상향조정

파마리서치에 대해 투자이견 Buy를 유지하고, 목표주가는 500,000원으로 상향한다. 동사 리쥬란 내수 및 수출 매출 선행지표인 강원 강릉시 수출데이터(4월 778만달러, 5월 728만달러) 감안할 때 의료기기 수출매출은 1Q25의 216억원을 상회할 것으로 예상된다. 또한, 2분기 인바운드 피부과 지출금액 추정치(2Q25F 2,980억 원, +57% qoq)의 건조한 성장세를 고려할 때, 동사의 의료기기 내수 매출 역시 1Q25 대비 큰 폭의 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 2025년 예상 매출액은 5,323억원(+52% yoy), 영업이익 1,992억원(+58% yoy), 의료기기 내수 매출은 2,174억원(+58% yoy), 수출 매출은 1,204억원(+115% yoy) 이다.

그림1 인적분할 및 재상장 일정



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림2 인적분할 이후 지배구조



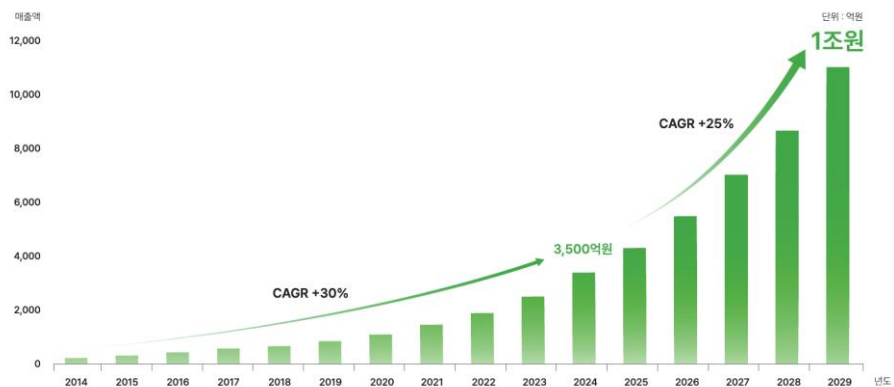
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림3 인적분할 전후 재무제표 (단위: 백만원)

구분	분할 전	분할 후	
		존속회사	산설회사
유동자산	456,493	329,144	127,349
매출채권	39,022	0	39,022
재고자산	52,728	0	52,728
비유동자산	343,274	251,086	92,187
투자자산	217,355	217,355	0
유형자산	107,168	19,688	87,480
무형자산	7,595	6,213	1,381
기타비유동자산	11,156	7,831	3,325
자산총계	799,766	580,231	219,536
유동부채	60,946	31,591	29,355
매입채무	11,052	0	11,052
단기차입금	0	0	0
비유동부채	198,175	147,051	51,124
장기차입금	0	0	0
부채총계	259,121	178,642	80,479
자본금	5,255	3,919	1,336
자본잉여금	194,046	56,325	137,721
이익잉여금	343,931	339,292	0
자본총계	540,646	401,588	139,057

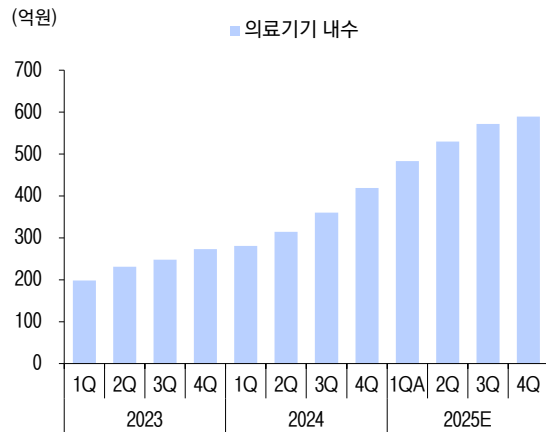
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터, 주석: 2024년 별도 기준

그림4 파마리서치그룹 중장기 성장 목표



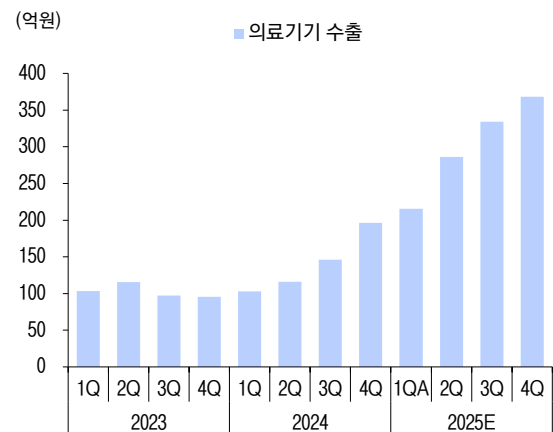
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림1 파마리서치 의료기기 내수 매출 추이



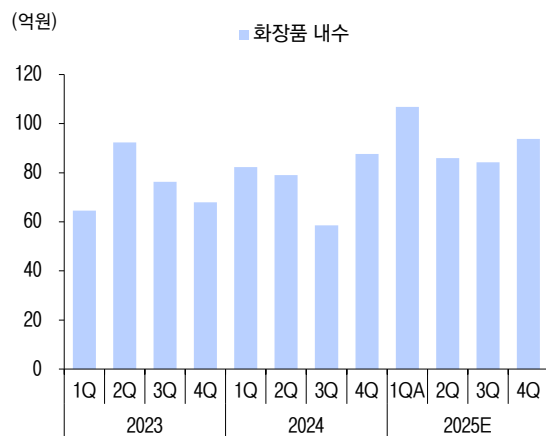
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림2 파마리서치 의료기기 수출 매출 추이



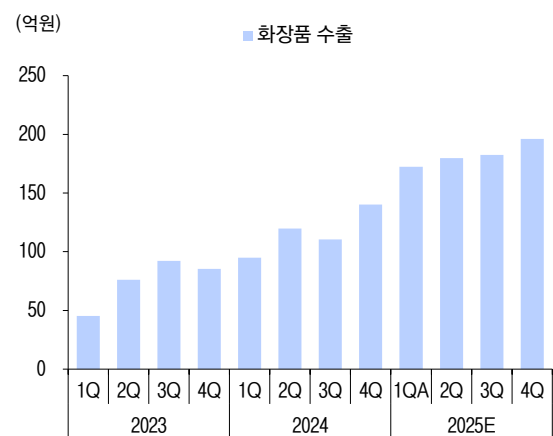
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림3 파마리서치 화장품 내수 매출 추이



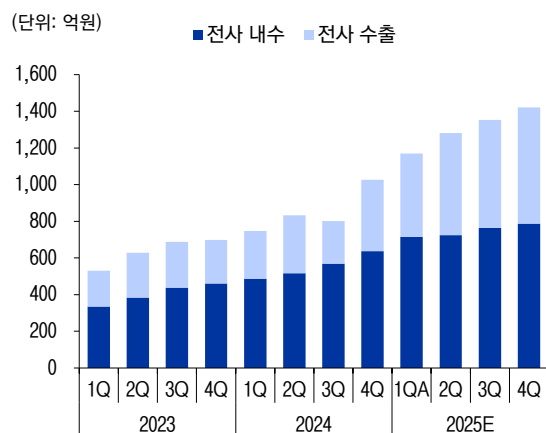
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림4 파마리서치 화장품 수출 매출 추이



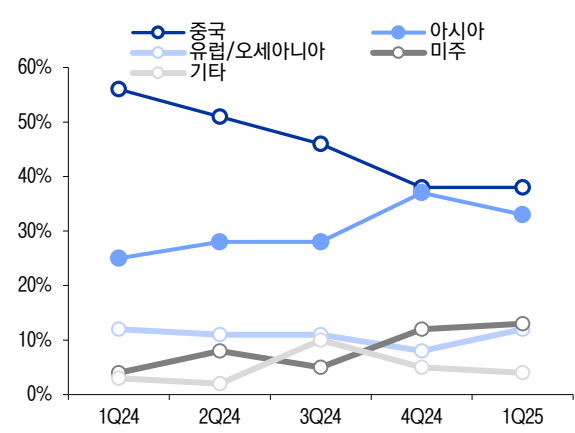
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림5 파마리서치 내수, 수출 매출 추이



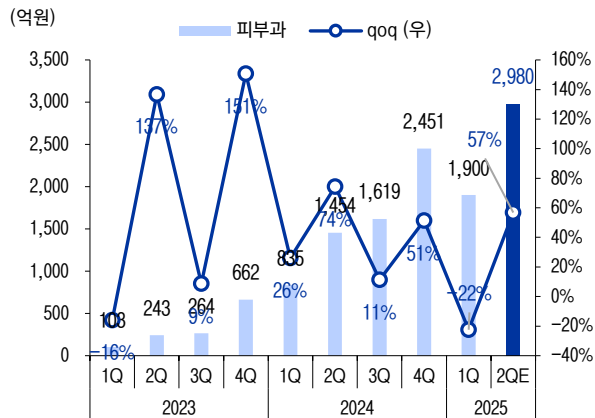
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림6 수출 국가별 매출 비중



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

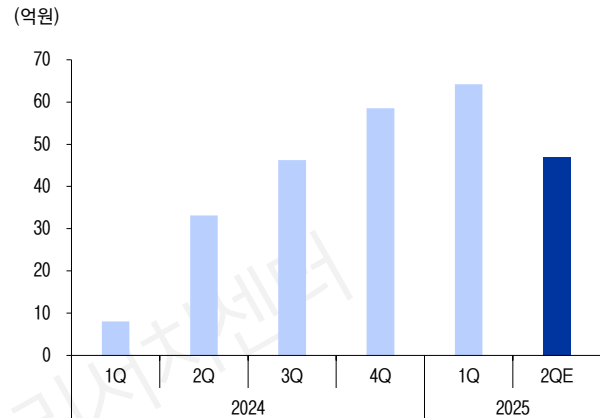
그림1 분기별 외국인 의료관광 피부과 지출 금액



자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

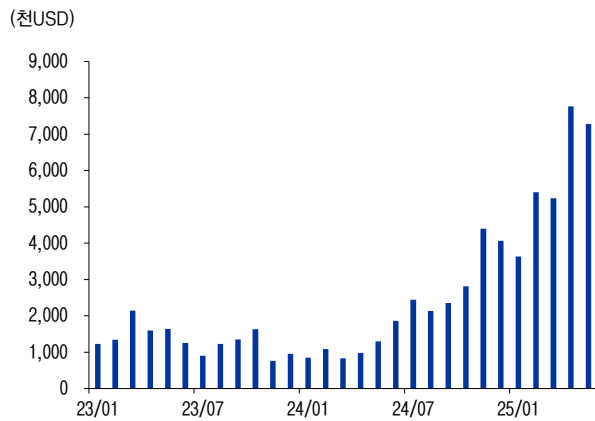
주석: 2Q25는 4월 1,034억원, 5월 952억원 누적 숫자를 분기 환산한 값

그림1 파마리서치 의료기기 내수 매출 QOQ 증분



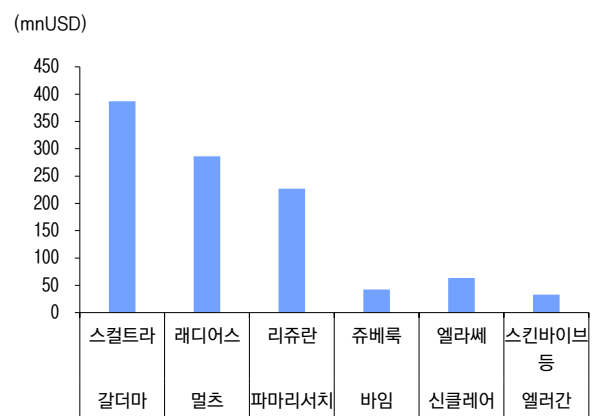
자료: TRASS, LS증권 리서치센터

그림3 강원 강릉시 필러류 수출데이터



자료: TRASS, LS증권 리서치센터

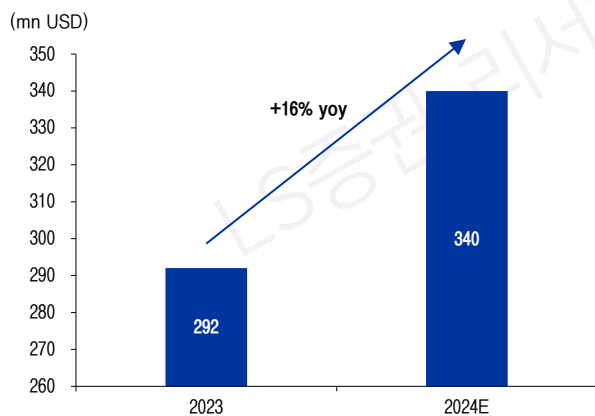
그림4 바이오스티뮬레이터 브랜드별 매출 규모(2025E)



자료: 각 사, Medical Insight, LS증권 리서치센터

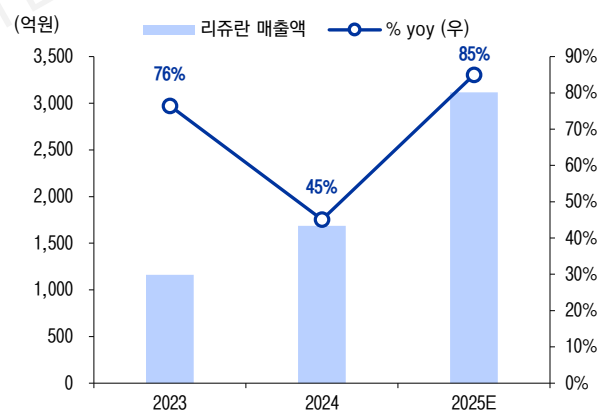
주석: 바임은 2024년 기준

그림5 스컬트라(갈더마) 연간 매출과 성장률



자료: 갈더마, Medical Insight, LS증권 리서치센터

그림6 리쥬란 의료기기 연간 매출과 성장률 추이 및 전망



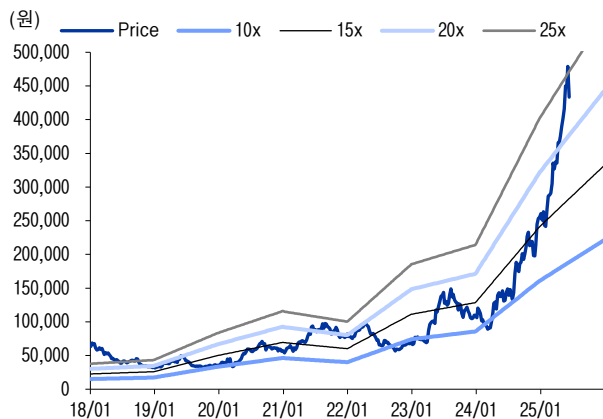
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표1 파마리서치 실적 테이블

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	747	831	892	1,031	1,169	1,312	1,386	1,456	2,610	3,501	5,323	6,363
% yoy	35%	24%	30%	47%	56%	58%	55%	41%	34%	34%	52%	20%
1. 의약품	163	181	160	142	172	197	177	170	545	646	716	782
% yoy	31%	34%	8%	3%	5%	9%	10%	20%	18%	11%	9%	13%
% sales	22%	22%	18%	14%	15%	15%	13%	12%	21%	18%	13%	12%
2. 의료기기	384	430	506	615	699	816	906	957	1,361	1,935	3,378	4,085
% yoy	27%	24%	47%	67%	82%	90%	79%	56%	33%	42%	75%	21%
% sales	51%	52%	57%	60%	60%	62%	65%	66%	52%	55%	63%	64%
내수	281	314	360	419	483	530	572	589	950	1,374	2,174	2,450
% yoy	42%	36%	45%	53%	72%	69%	59%	41%	15%	45%	58%	13%
% sales	38%	38%	40%	41%	41%	40%	41%	40%	36%	39%	41%	39%
수출	103	116	146	196	216	286	334	368	412	561	1,204	1,625
% yoy	-1%	0%	50%	106%	110%	147%	129%	87%	113%	36%	115%	35%
% sales	14%	14%	16%	19%	18%	22%	24%	25%	16%	23%	26%	28%
3. 화장품	177	199	169	228	279	266	267	290	600	773	1,101	1,358
% yoy	61%	18%	0%	49%	58%	34%	58%	27%	56%	29%	42%	23%
% sales	24%	24%	19%	22%	24%	20%	19%	20%	23%	22%	21%	21%
내수	82	79	59	88	107	86	84	94	301	308	371	408
% yoy	27%	-14%	-23%	29%	30%	9%	44%	7%	76%	2%	21%	10%
% sales	11%	10%	7%	9%	9%	7%	6%	6%	12%	9%	7%	6%
수출	95	120	111	140	172	180	182	196	299	465	731	950
% yoy	109%	57%	20%	64%	82%	50%	65%	40%	40%	56%	57%	30%
% sales	13%	14%	12%	14%	15%	14%	13%	13%	11%	13%	14%	15%
매출총이익	518	592	646	757	854	958	1,015	1,063	1,903	2,512	3,883	4,657
GPM	69%	71%	72%	73%	69%	73%	73%	73%	73%	72%	73%	73%
판매비	251	285	296	420	407	454	478	558	980	1,252	1,898	2,279
% sales	34%	34%	33%	41%	35%	35%	35%	38%	38%	36%	36%	36%
영업이익	267	308	349	337	447	504	536	504	923	1,261	1,992	2,378
% yoy	29%	30%	27%	65%	68%	64%	54%	50%	40%	37%	58%	19%
OPM	36%	37%	39%	33%	38%	38%	39%	35%	35%	36%	37%	37%

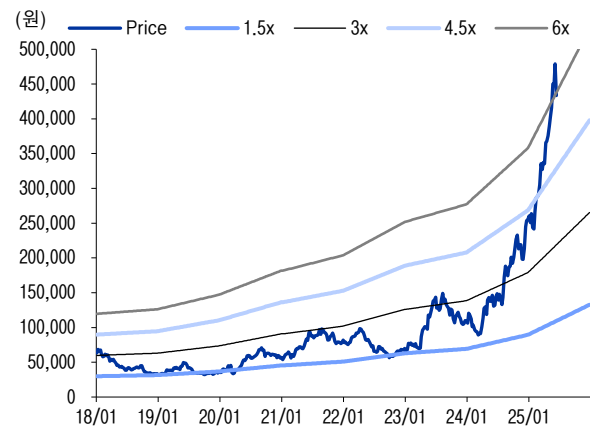
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림7 파마리서치 12M FWD PER 밴드 차트



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림8 파마리서치 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

표2 파마리서치 예상 실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,923	5,993	5,323	6,363	+8%	+6%
영업이익	1,804	2,337	1,992	2,378	+10%	+2%
영업이익률	1,573	1,944	1,688	2,011	+7%	+3%

자료: LS증권 리서치센터

표3 파마리서치 PER Valuation

	2022	2023	2024	2025E	2026E
지배주주순이익 (억원)	434	773	889	1,688	2,011
발행주식수(천주)				11,565	
Target PER(x)				34	
적정 시가총액 (억원)				58,079	
현재주가 (원)				433,500	
목표주가 (원)				500,000	
상승여력				15.3%	

자료: LS증권 리서치센터

주석: 발행주식수는 RCPS 반영한 완전 희석 반영, 소각 예정 자사주 제외 산출

파마리서치 (214450)

재무상태표

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,565	5,545	6,606	7,881	9,457
현금 및 현금성자산	672	1,653	1,799	2,927	4,304
매출채권 및 기타채권	347	425	574	593	632
재고자산	502	573	830	819	836
기타유동자산	1,043	2,894	3,403	3,541	3,685
비유동자산	2,788	3,012	3,325	3,463	3,591
관계기업투자등	991	858	898	934	972
유형자산	1,231	1,473	1,669	1,628	1,589
무형자산	320	334	460	590	706
자산총계	5,353	8,557	9,931	11,344	13,048
유동부채	659	828	614	530	470
매입채무 및 기타채무	190	402	319	366	428
단기금융부채	338	167	16	-126	-260
기타유동부채	131	260	279	291	302
비유동부채	72	2,034	2,051	2,052	2,054
장기금융부채	13	1,970	1,988	1,988	1,988
기타비유동부채	59	65	63	64	66
부채총계	731	2,863	2,664	2,582	2,524
지배주주지분	4,331	5,394	6,970	8,513	10,333
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973
이익잉여금	2,608	3,431	5,006	6,550	8,370
비지배주주지분(연결)	291	300	297	297	297
자본총계	4,622	5,694	7,267	8,810	10,631

현금흐름표

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	649	1,381	1,271	2,174	2,524
당기순이익(손실)	773	889	1,688	2,011	2,392
비현금수익비용가감	278	610	262	138	140
유형자산감가상각비	84	98	120	122	119
무형자산상각비	35	38	48	64	78
기타현금수익비용	62	289	63	-47	-57
영업활동 자산부채변동	-307	4	-568	25	-8
매출채권 감소(증가)	-3	-52	-122	-18	-39
재고자산 감소(증가)	-282	-119	-260	10	-17
매입채무 증가(감소)	-3	159	-198	47	62
기타자산, 부채변동	-19	16	12	-14	-14
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-961	-436	-442
유형자산처분(취득)	-120	-364	-262	-81	-80
무형자산 감소(증가)	-6	-23	-182	-194	-194
투자자산 감소(증가)	-221	-1,724	-349	-149	-155
기타투자활동	-99	-145	-168	-12	-13
재무활동 현금흐름	-260	1,826	-166	-610	-705
차입금의 증가(감소)	-340	83	-165	-142	-134
자본의 증가(감소)	-72	-101	-134	-468	-571
배당금의 지급	75	101	134	468	571
기타재무활동	152	1,844	133	0	0
현금의 증가	-57	981	145	1,128	1,376
기초현금	729	672	1,653	1,799	2,927
기말현금	672	1,653	1,799	2,927	4,304

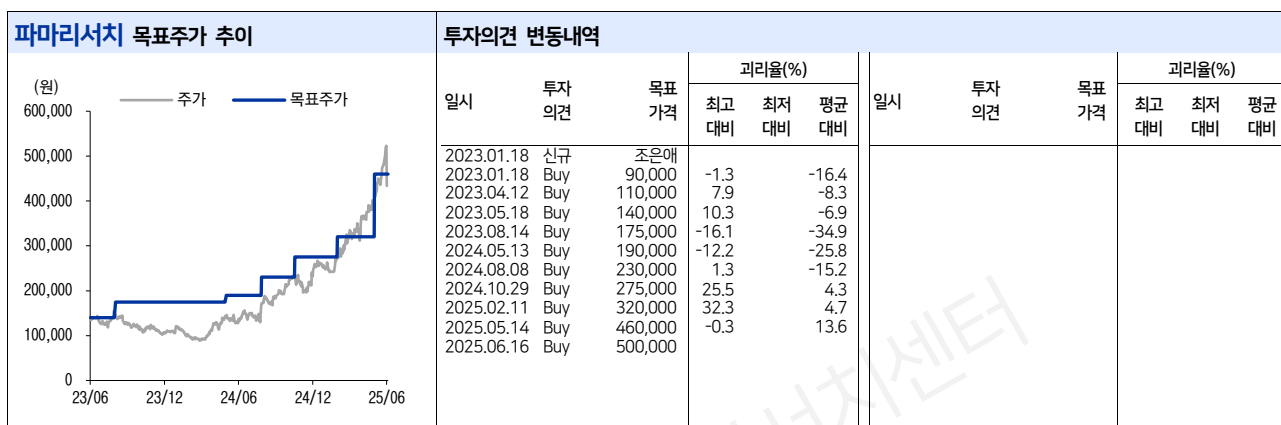
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,323	6,363	7,442
매출원가	708	989	1,434	1,706	1,973
매출총이익	1,903	2,512	3,890	4,657	5,469
판매비 및 관리비	980	1,252	1,898	2,279	2,641
영업이익	923	1,261	1,992	2,378	2,828
(EBITDA)	1,043	1,397	2,161	2,563	3,025
금융손익	40	105	56	75	89
이자비용	30	46	106	99	92
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	44	-207	22	0	0
세전계속사업이익	1,007	1,158	2,070	2,453	2,917
계속사업법인세비용	234	269	382	441	525
계속사업이익	773	889	1,688	2,011	2,392
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	773	889	1,688	2,011	2,392
지배주주	766	920	1,688	2,011	2,392
총포괄이익	784	910	1,688	2,011	2,392
매출총이익률 (%)	73	72	73	73	73
영업이익률 (%)	35	36	37	37	38
EBITDA 마진률 (%)	40	40	41	40	41
당기순이익률 (%)	30	25	32	32	32
ROA (%)	15	13	18	19	20
ROE (%)	20	19	27	26	25
ROIC (%)	27	35	49	51	59

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	14.8	30.6	27.0	22.7	19.6
P/B	2.6	5.7	7.3	6.0	4.9
EV/EBITDA	9.9	18.3	19.9	16.2	13.2
P/CF	10.8	20.5	26.0	23.6	20.0
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.9	1.1	1.4
성장성 (%)					
매출액	34.0	34.1	52.0	19.5	16.9
영업이익	40.0	36.6	58.0	19.4	18.9
세전이익	86.3	15.0	78.8	18.5	18.9
당기순이익	77.9	15.1	89.8	19.1	18.9
EPS	84.8	15.5	87.7	19.0	15.4
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	36.7	29.3	23.7
유동비율	389.2	669.6	1,076.1	1,486.3	2,011.8
순차입금/자기자본(x)	-20.8	-34.6	-35.5	-45.0	-52.6
영업이익/금융비용(x)	30.9	27.2	18.8	24.1	30.9
총차입금 (억원)	351	2,136	2,003	1,861	1,727
순차입금 (억원)	-963	-1,971	-2,578	-3,961	-5,589
주당지표(원)					
EPS	7,417	8,568	16,079	19,136	22,087
BPS	41,966	46,161	59,644	72,853	88,431
CFPS	10,181	12,830	16,690	18,393	21,669
DPS	950	1,100	4,040	4,940	6,000



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15%~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.7% 8.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.4.1 ~ 2025.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)