

파마리서치 (214450)

EARNINGS PREVIEW

Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2025.7.3

예상보다 더 빠른 리쥘란 성장속도

인적분할로 인한 불확실성 확대 우려가 반영된 주가

동사 주가는 인적분할 공시 이후 급등락하는 큰 폭의 변동성을 보였으며, 현재 주가는 공시 이후 10% 하락한 상태다. 분할비율이 기존 주주들에게 비우호적이고, 인적분할 이후 리쥘란 해외 판매법인과 추가적인 M&A로 인한 성장에 존속법인인 홀딩스의 자회사로 들어가게 되면서 사업구조 변경에 따른 수익구조 불확실성 우려가 반영된 것으로 보여진다. 현재 주가는 2025년 예상실적 기준 PER 29배(RCPS 완전 희석 가정)로 충분히 투자매력이 높아진 밸류에이션 수준이라는 측면에서 인적분할 이벤트로 인한 불확실성 확대 보다 업황, 실적, 밸류에이션에 초점을 맞춘 투자를 추천한다.

2Q25E, 예상을 뛰어 넘는 인바운드와 수출 매출 성장 속도

2Q25 예상 매출액은 1,362억원(+64% yoy, +17% qoq), 영업이익 571억원(+86% yoy, +28% qoq)을 예상한다. 의료기기 사업부 매출은 866억원(+101% yoy, +24% qoq)으로 분기 매출 성장의 대부분을 기여할 것으로 추정한다. 의료기기 내수는 580억원(+85% yoy, +20% qoq)으로 인바운드 의료관광 증가에 따라 분기 내수 매출 성장 속도가 가속화(1Q24 +3% qoq → 2Q24 +12% qoq → 3Q24 +15% → 4Q24 +16% qoq → 1Q25 +15% qoq → 2Q25E +20% qoq)되고 있는 것으로 파악된다. 의료기기 수출은 286억원(+146% yoy, +33% qoq)으로 일본, 중국 등 기존 수출 국가 중심으로 고성장이 지속되고 있는 것으로 보인다.

미지의 인적분할 보다 미래의 가시성 높은 리쥘란 성장성에 집중할 시점

파마리서치에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 예상 실적 상향 조정을 반영해 570,000원으로 상향한다. 적정 멀티플은 피어그룹(갈더마, 휴젤, 클래시스) 2025E 기준 PER 평균 35배를 적용했다. 피어그룹 대비 압도적인 성장률(2025년 예상 매출 성장률 +55% yoy, 영업이익 성장률 +75% yoy)로 멀티플 프리미엄이 적용 가능하지만, 하반기 시작될 유럽 등 선진국가 수출 성과를 보고 판단할 예정이다. 인적분할 불확실성이 있지만, 글로벌 미용기기 시장에서 리쥘란의 제품 포지셔닝은 대체할만한 제품이 없고, 글로벌 소비재 상장 주식 중에 압도적인 성장률을 보이고 있다는 관점에서 동사에 대한 투자자들의 관심은 지속될 것으로 판단한다. 참고로, 리쥘란 유럽 수출은 하반기 중에 유통사 계약과 초도물량 수출이 시작될 것으로 예상된다.

Financial Data

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,438	6,488	7,579
영업이익	923	1,261	2,210	2,606	3,058
순이익	766	920	1,871	2,198	2,580
EPS (원)	7,417	8,568	17,806	20,913	23,880
증감률 (%)	84.8	15.5	107.8	17.4	14.2
PER (x)	14.8	30.6	26.8	22.8	20.0
PBR (x)	2.6	5.7	7.8	6.3	5.1
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.6	40.2	40.3
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	43.7	43.0	42.9
ROE (%)	19.7	18.9	29.8	27.4	26.1

주: IFRS 연결 기준, 자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터



Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	570,000 원
현재주가	470,000 원
상승여력	21.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

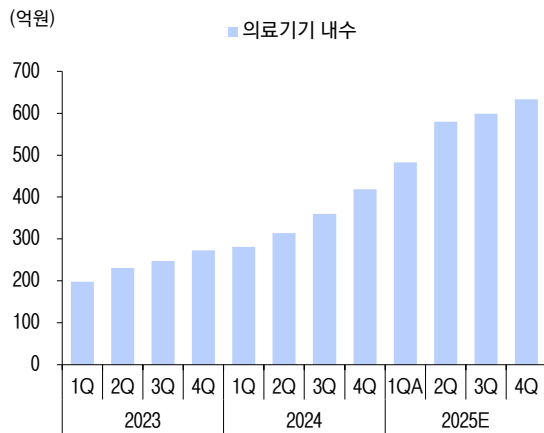
Stock Data

KOSDAQ(7/2)	782.17 pt
시가총액	49,395 억원
발행주식수	10,510 천주
52 주 최고가/최저가	523,000 / 129,900 원
90 일 일평균거래대금	481.21 억원
외국인 지분율	15.5%
배당수익률(25.12E)	0.3%
BPS(25.12E)	61,198 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -6.4%
	6개월 66.5%
	12개월 63.7%
주주구성	정상수 (외 9인) 34.5%
	국민연금공단 (외 1인) 1.1%
	자사주 (외 1인) 1.1%

Stock Price

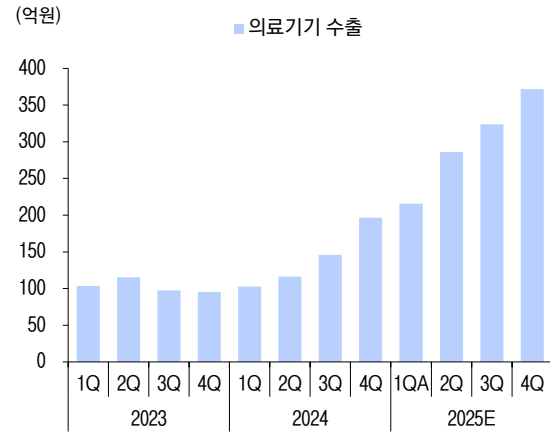


그림1 파마리서치 의료기기 내수 매출 추이



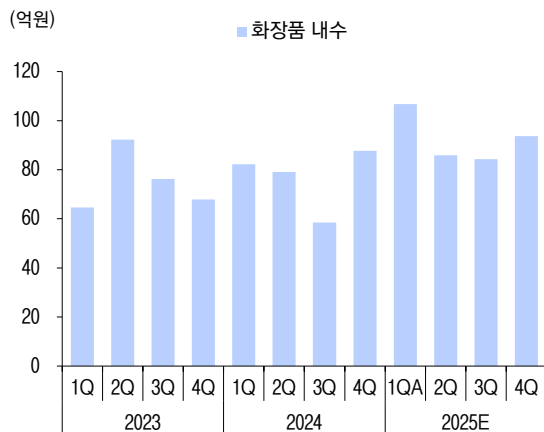
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림2 파마리서치 의료기기 수출 매출 추이



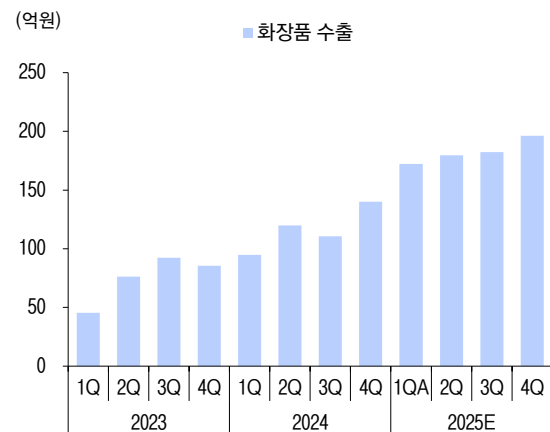
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림3 파마리서치 화장품 내수 매출 추이



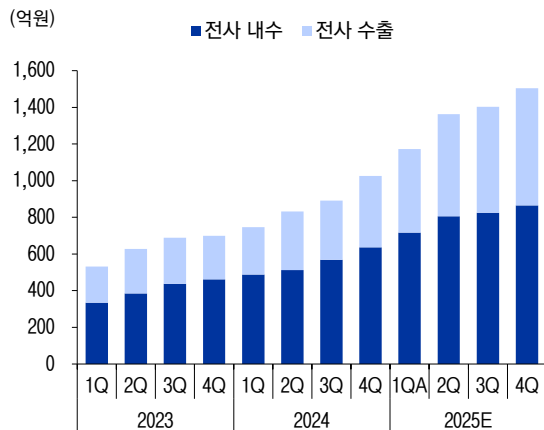
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림4 파마리서치 화장품 수출 매출 추이



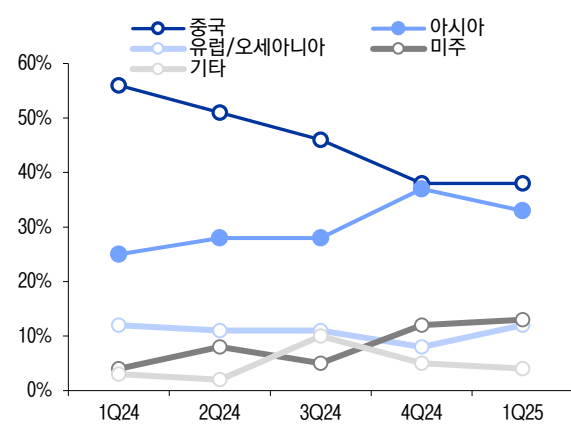
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림5 파마리서치 내수, 수출 매출 추이



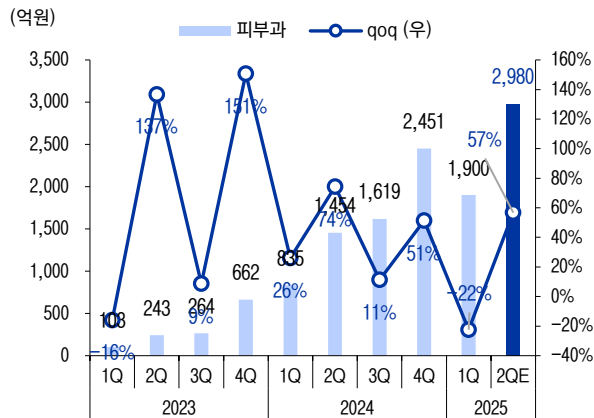
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림6 수출 국가별 매출 비중



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

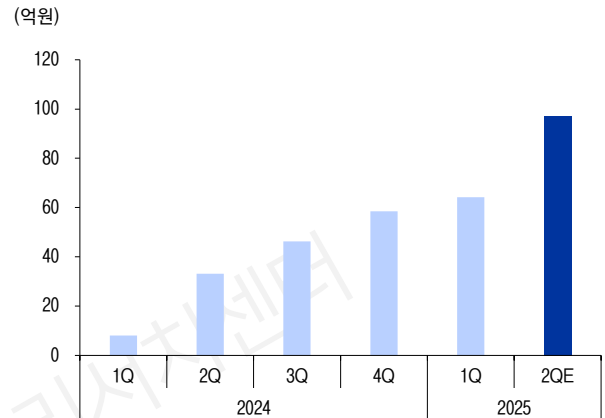
그림1 분기별 외국인 의료관광 피부과 지출 금액



자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

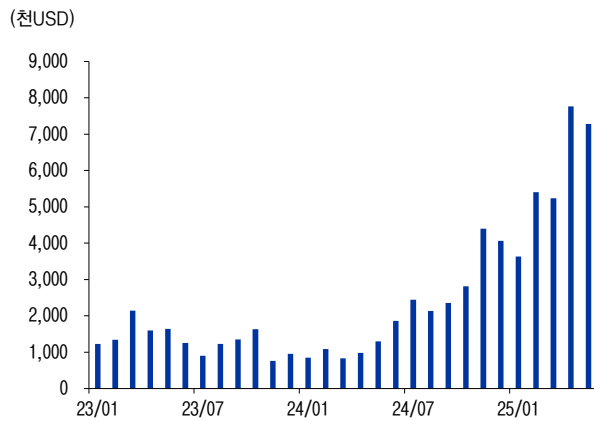
주석: 2Q25는 4월 1,034억원, 5월 952억원 누적 숫자를 분기 환산한 값

그림1 파마리서치 의료기기 내수 매출 QOQ 증분



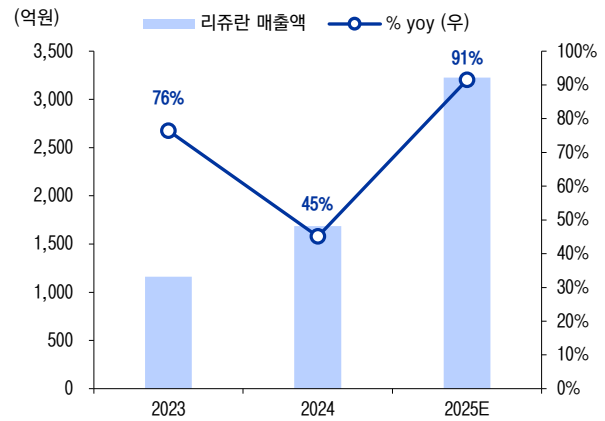
자료: TRASS, LS증권 리서치센터

그림3 강원 강릉시 필러류 수출데이터



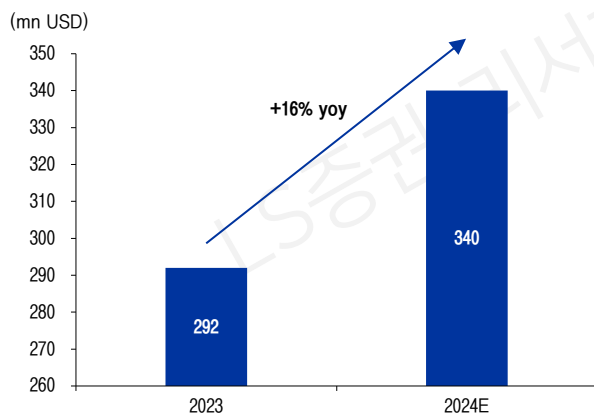
자료: TRASS, LS증권 리서치센터

그림4 리쥬란 의료기기 연간 매출과 성장률 추이 및 전망



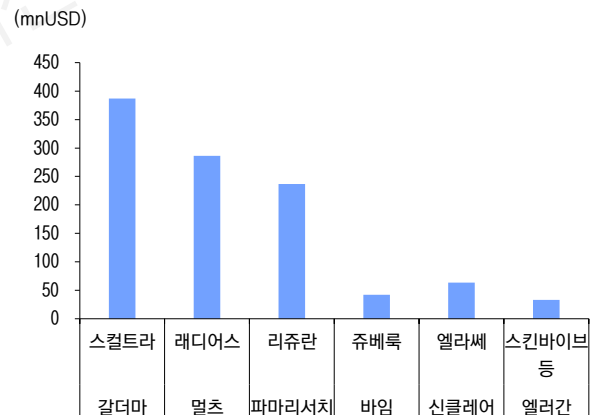
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림5 스컬트라(갈더마) 연간 매출과 성장률



자료: 갈더마, Medical Insight, LS증권 리서치센터

그림6 바이오스티뮬레이터 브랜드별 매출 규모(2025E)



자료: 각 사, Medical Insight, LS증권 리서치센터

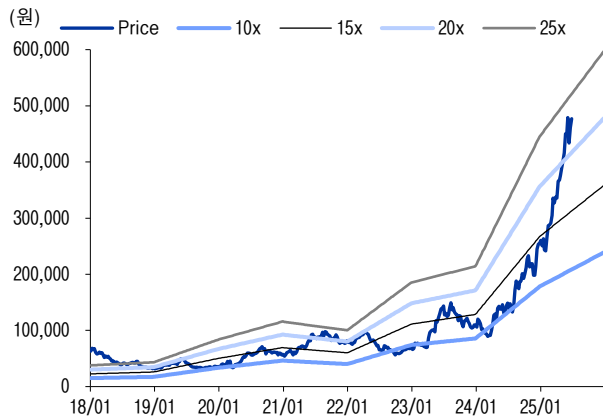
주석: 바임은 2024년 기준

표1 파마리서치 실적 테이블

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	747	831	892	1,031	1,169	1,362	1,403	1,504	2,610	3,501	5,438	6,488
% yoy	35%	24%	30%	47%	56%	64%	57%	46%	34%	34%	55%	19%
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%	14%	13%	11%	21%	18%	13%	12%
2. 의료기기	384	430	506	615	699	866	923	1,005	1,361	1,935	3,493	4,210
% yoy	27%	24%	47%	67%	82%	101%	82%	63%	33%	42%	80%	21%
% sales	51%	52%	57%	60%	60%	64%	66%	67%	52%	55%	64%	65%
내수	281	314	360	419	483	580	599	633	950	1,374	2,295	2,583
% yoy	42%	36%	45%	53%	72%	85%	66%	51%	15%	45%	67%	13%
% sales	38%	38%	40%	41%	41%	43%	43%	42%	36%	39%	42%	40%
수출	103	116	146	196	216	286	324	372	412	561	1,198	1,617
% yoy	-1%	0%	50%	106%	110%	146%	122%	89%	113%	36%	113%	35%
% sales	14%	14%	16%	19%	18%	21%	23%	25%	16%	22%	25%	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%	19%	23%	22%	20%	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%	6%	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%	13%	13%	13%	11%	13%	13%	15%
매출총이익	518	592	646	757	854	1,023	1,055	1,131	1,903	2,512	4,058	4,840
% yoy	28%	19%	28%	53%	65%	73%	63%	50%	34%	32%	62%	19%
GPM	69%	71%	72%	73%	69%	75%	75%	73%	73%	72%	75%	75%
판관비	251	285	296	420	407	452	469	527	980	1,252	1,855	2,234
% sales	34%	34%	33%	41%	35%	33%	33%	35%	38%	36%	34%	34%
영업이익	267	308	349	337	447	571	587	605	923	1,261	2,210	2,606
% yoy	29%	30%	27%	65%	68%	86%	68%	79%	40%	37%	75%	18%
OPM	36%	37%	39%	33%	38%	42%	42%	40%	35%	36%	41%	40%

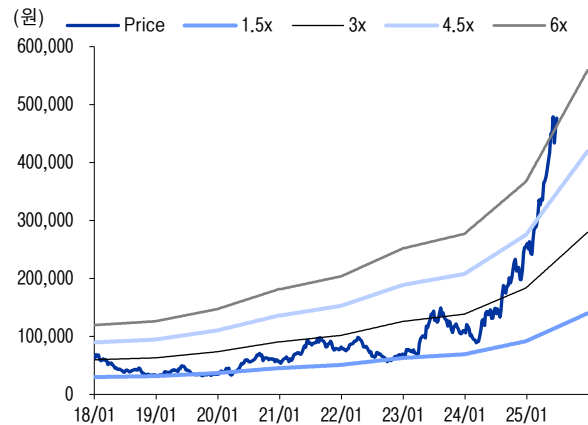
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

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 2Q25 Preview

(억원)	2Q25E	2Q24	yoy	1Q25	qoq	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,362	831	+64%	1,169	+17%	1,232	+11%
영업이익	571	308	+86%	447	+28%	480	+19%
영업이익률	42%	40%	+2%p	38%	+4%p	39%	+3%p

자료: LS증권 리서치센터

표3 파마리서치 예상 실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,323	6,363	5,438	6,488	+2%	+2%
영업이익	1,992	2,378	2,210	2,606	+11%	+10%
영업이익률	1,688	2,011	1,870	2,198	+11%	+9%

자료: LS증권 리서치센터

표4 파마리서치 PER Valuation

	2022	2023	2024	2025E	2026E
지배주주순이익 (억원)	434	773	889	1,870	2,198
발행주식수(천주)				11,565	
Target PER(x)				35	
적정 시가총액 (억원)				65,446	
현재주가 (원)				470,000	
목표주가 (원)				570,000	
상승여력				21.2%	

자료: LS증권 리서치센터

주식: 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	6,652	7,908	9,484
현금 및 현금성자산	672	1,653	1,799	2,927	4,304
매출채권 및 기타채권	347	425	593	604	644
재고자산	502	573	857	835	851
기타유동자산	1,043	2,894	3,403	3,541	3,685
비유동자산	2,788	3,012	3,330	3,468	3,595
관계기업투자등	991	858	898	934	972
유형자산	1,231	1,473	1,674	1,633	1,594
무형자산	320	334	460	590	706
자산총계	5,353	8,557	9,983	11,376	13,079
유동부채	659	828	624	537	478
매입채무 및 기타채무	190	402	330	373	436
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	2,675	2,590	2,532
지배주주지분	4,331	5,394	7,151	8,881	10,890
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973
이익잉여금	2,608	3,431	5,188	6,918	8,927
비지배주주지분(연결)	291	300	297	297	297
자본총계	4,622	5,694	7,449	9,179	11,188

현금흐름표

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	649	1,381	1,276	2,174	2,524
당기순이익(손실)	773	889	1,870	2,198	2,580
비현금수익비용가감	278	610	121	-64	-50
유형자산감가상각비	84	98	121	122	119
무형자산상각비	35	38	48	64	78
기타현금수익비용	62	289	-78	-250	-247
영업활동 자산부채변동	-307	4	-603	40	-7
매출채권 감소(증가)	-3	-52	-141	-11	-39
재고자산 감소(증가)	-282	-119	-287	22	-16
매입채무 증가(감소)	-3	159	-187	44	63
기타자산, 부채변동	-19	16	12	-14	-14
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-966	-436	-442
유형자산처분(취득)	-120	-364	-267	-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

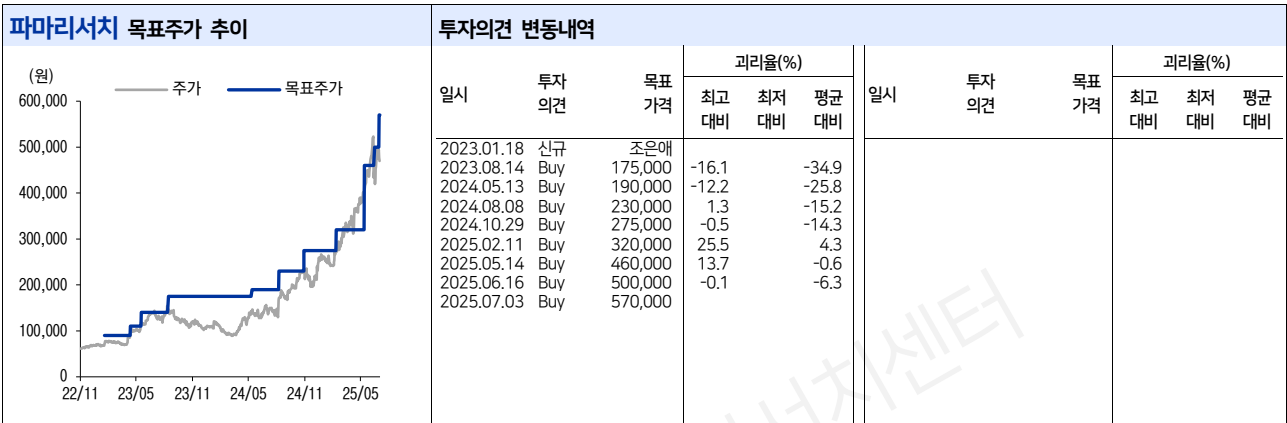
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,438	6,488	7,579
매출원가	708	989	1,374	1,648	1,919
매출총이익	1,903	2,512	4,064	4,840	5,660
판매비 및 관리비	980	1,252	1,855	2,234	2,603
영업이익	923	1,261	2,210	2,606	3,058
(EBITDA)	1,043	1,397	2,379	2,791	3,255
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	2,288	2,680	3,147
계속사업법인세비용	234	269	418	482	566
계속사업이익	773	889	1,870	2,198	2,580
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	773	889	1,870	2,198	2,580
지배주주	766	920	1,871	2,198	2,580
총포괄이익	784	910	1,870	2,198	2,580
매출총이익률 (%)	73	72	75	75	75
영업이익률 (%)	35	36	41	40	40
EBITDA 마진률 (%)	40	40	44	43	43
당기순이익률 (%)	30	25	34	34	34
ROA (%)	15	13	20	21	21
ROE (%)	20	19	30	27	26
ROIC (%)	27	35	54	55	64

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	14.8	30.6	26.8	22.8	20.0
P/B	2.6	5.7	7.8	6.3	5.1
EV/EBITDA	9.9	18.3	20.0	16.5	13.7
P/CF	10.8	20.5	28.0	26.1	22.0
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.8	1.0	1.3
성장성 (%)					
매출액	34.0	34.1	55.3	19.3	16.8
영업이익	40.0	36.6	75.3	17.9	17.4
세전이익	86.3	15.0	97.6	17.1	17.4
당기순이익	77.9	15.1	110.2	17.5	17.4
EPS	84.8	15.5	107.8	17.4	14.2
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	35.9	28.2	22.6
유동비율	389.2	669.6	1,065.4	1,471.6	1,984.3
순차입금/자기자본(x)	-20.8	-34.6	-34.6	-43.2	-50.0
영업이익/금융비용(x)	30.9	27.2	20.8	26.4	33.4
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	17,806	20,913	23,880
BPS	41,966	46,161	61,198	76,006	93,196
CFPS	10,181	12,830	17,041	18,263	21,657
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 현재당사에서 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15%~ +15% 기대 -15% 이하 기대	89.2% 10.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)