

파마리서치 (214450)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2025.8.11

또 실적 상향을 해야하는 이유

의료기기 매출 성장과 GPM 상승으로 증명한 영업레버리지 효과

2Q25 매출액은 1,406억원(+69% yoy, +20% qoq), 영업이익 559억원(+82% yoy, +25% qoq)을 기록했다. 지역별 매출은 내수 887억원(+72% yoy, +24% qoq), 수출 519억원(+65% yoy, +15% qoq), 사업부문별 매출은 의료기기 850억원(+98% yoy, +22% qoq), 화장품 308억원(+55% yoy, +10% qoq), 의약품 205억원(+14% yoy, +19% qoq)을 기록했다.

의료기기 내수 매출이 607억원(+94% yoy, +26% qoq)으로 인바운드 의료관광 증가에 따라 내수 매출 성장 속도가 가속화(qoq, 1Q24 +3% → 2Q24 +12% → 3Q24 +15% → 4Q24 +16% → 1Q25 +15% → 2Q25P +26%) 되고 있다. 수익성이 좋은 의료기기 사업부문 중심의 매출 성장에 따라 사상 최대 매출총이익률(76%, +5%p yoy, +3%p qoq)을 기록했고, TV광고 등 비경상적 판관비가 반영되었음에도 불구하고 영업이익률은 40%(+3%p yoy, +2%p qoq)를 기록했다.

하반기와 내년까지 이어지는 실적 모멘텀

하반기에도 인바운드 의료관광 증가(중국인 관광객 무비자 시행 등)와 성수기 진입에 따른 내수 성장 모멘텀은 지속될 수 있을 전망이다. 리쥔란은 다양한 EBD 및 패키지 시술에 적용 가능한 제품 특성을 기반으로, 내수 피부과 시술 수요 확대에 따른 매출 성장세를 유지할 것으로 보인다.

리쥔란 유럽 수출은 하반기 중 유통사 계약 체결과 초도물량 선적이 시작될 것으로 예상되며, 이는 당사 실적 전망치에 미반영된 업사이드 요인이다. 유럽 수출이 시작되면, 이번 2분기 실적에서 확인된 의료기기 매출 중심의 분기 매출 성장 흐름이 지속되면서 수익성 개선 폭이 확대될 가능성이 높다. 제품 포트폴리오 다각화측면에서는 1H25 출시한 에버클(PLLA)에 이어, 2H25 EBD 신규사업 확장과 2026년 독신 사업 본격화 등 연속적인 신사업 추진이 이어질 것으로 전망된다.

Financial Data

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,644	6,942	8,181
영업이익	923	1,261	2,281	2,964	3,569
순이익	766	920	1,899	2,525	2,988
EPS (원)	7,417	8,568	18,072	24,024	27,756
증감률 (%)	84.8	15.5	110.9	32.9	15.5
PER (x)	14.8	30.6	33.6	25.3	21.9
PBR (x)	2.6	5.7	9.9	7.7	6.1
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.4	42.7	43.6
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	43.4	45.4	46.0
ROE (%)	19.7	18.9	30.2	30.8	28.6

주: IFRS 연결 기준,

자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터



Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	800,000 원
현재주가	664,000 원
상승여력	20.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ(8/8)	809.27 pt
시가총액	68,987 억원
발행주식수	10,390 천주
52 주 최고가/최저가	664,000 / 167,700 원
90 일 일평균거래대금	629.42 억원
외국인 지분율	18.5%
배당수익률(25.12E)	0.6%
BPS(25.12E)	61,198 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 9.7%
	6개월 140.7%
	12개월 133.6%
주주구성	정상주 (외 9인) 34.9%
	국민연금공단 (외 1인) 1.1%
	자사주 (외 1인) 1.1%

Stock Price



피어 대비 압도적인 성장 지속, 이제는 멀티플 프리미엄이 적절한 시점

파마리서치에 대해 투자 의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 예상 실적 및 적정 멀티플 상향을 반영해 800,000 원으로 상향한다. 적정 멀티플은 피어그룹(갈더마, 휴젤, 클래시스) 대비 압도적 성장률(2025 년 예상 매출 성장률 +61% yoy, 영업이익 성장률 +81% yoy)과 하반기 시작될 유럽 수출에 따른 리쥔란 수출 고성장 기대감을 감안해 피어그룹 12M FWD PER 평균 32 배를 20% 상향 적용한 38 배를 적용했다.

표1 파마리서치 2Q25 Review

(억원)	2Q25P	2Q24	yoy	1Q25	qoq	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,406	831	+69%	1,169	+20%	1,308	+7%
영업이익	559	308	+82%	447	+25%	526	+6%
영업이익률	40%	40%	-0%p	38%	+1%p	40%	-0%p

자료: LS증권 리서치센터

표2 파마리서치 예상 실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,438	6,488	5,644	6,942	+4%	+7%
영업이익	2,210	2,606	2,281	2,964	+3%	+14%
영업이익률	1,870	2,197	1,898	2,525	+1%	+15%

자료: LS증권 리서치센터

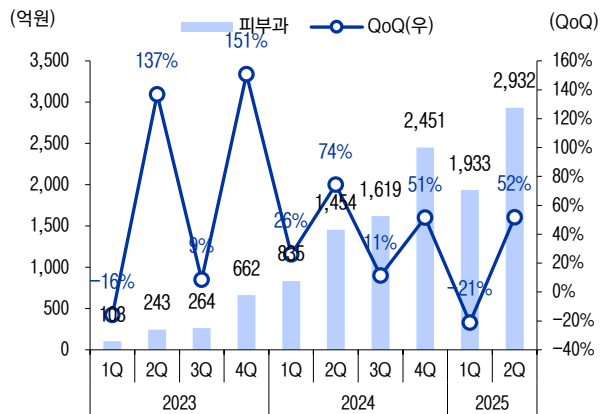
표3 파마리서치 PER Valuation

	2023	2024	2025E	4Q FWD	2026E
지배주주순이익 (억원)	773	889	1,898	2,379	2,525
발행주식수(천주)				11,445	
Target PER(x)				38	
적정 시가총액 (억원)				91,367	
현재주가 (원)				664,000	
목표주가 (원)				800,000	
상승여력				20.5%	

자료: LS증권 리서치센터

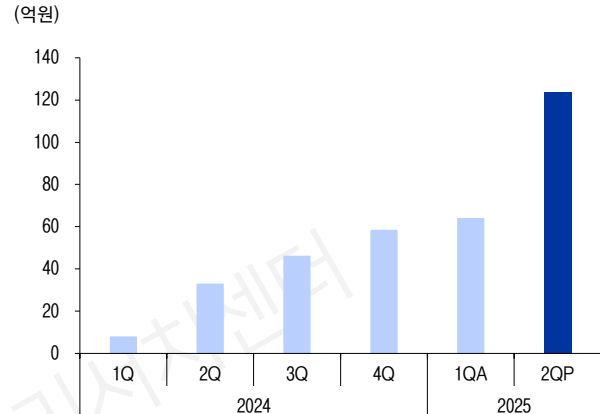
주식: 발행주식수는 RCPS 포함, 소각 예정 자사주 제외 산출

그림1 분기별 외국인 의료관광 피부과 지출 금액



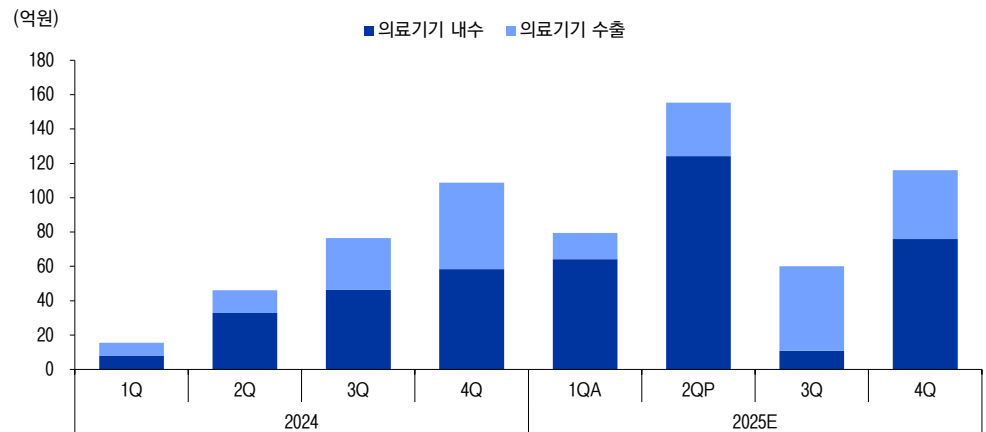
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림1 파마리서치 의료기기 내수 매출 qoq 증분



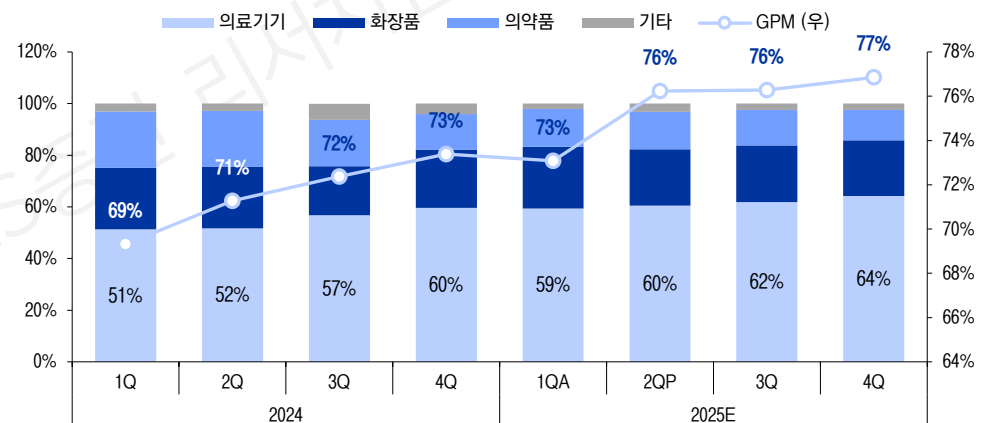
자료: TRASS, LS증권 리서치센터

그림3 의료기기 내수, 수출 qoq 매출 증분 추이



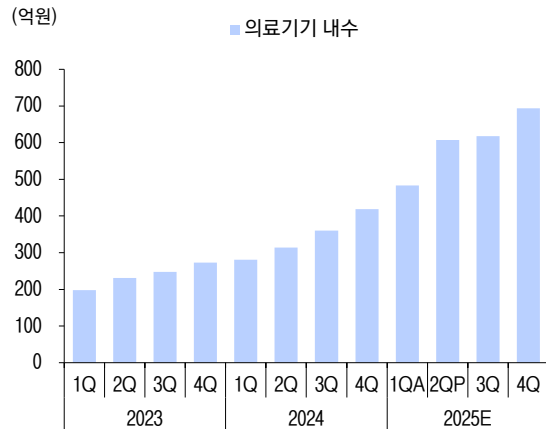
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림4 사업부문별 매출비중과 매출총이익률 추이



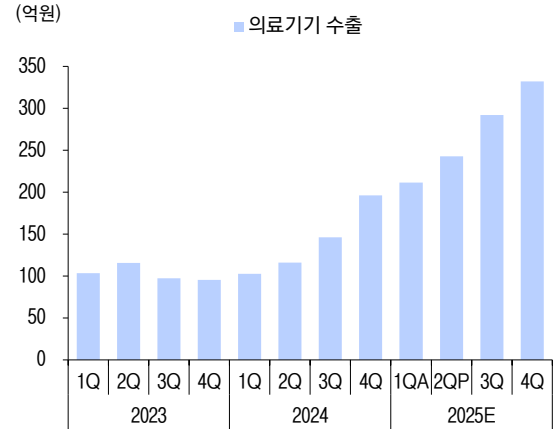
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림5 의료기기 내수 매출 추이



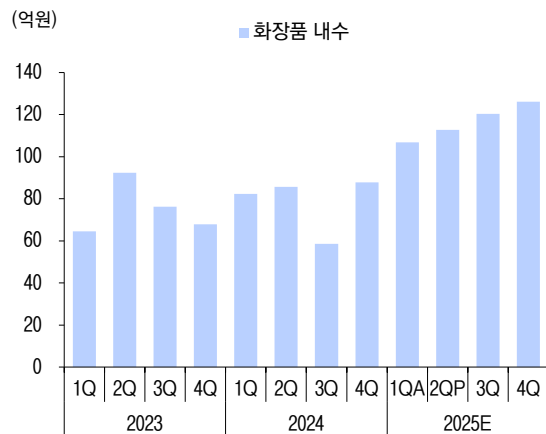
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림6 의료기기 수출 매출 추이



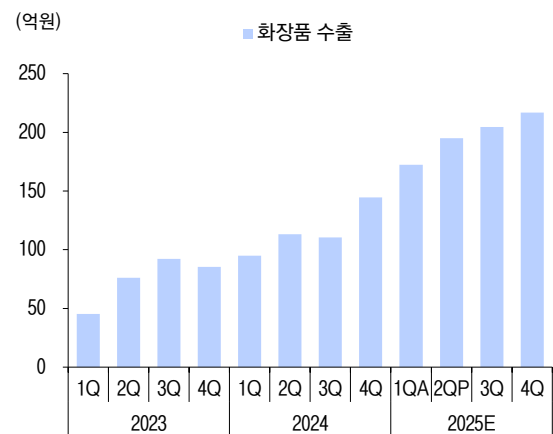
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림7 화장품 내수 매출 추이



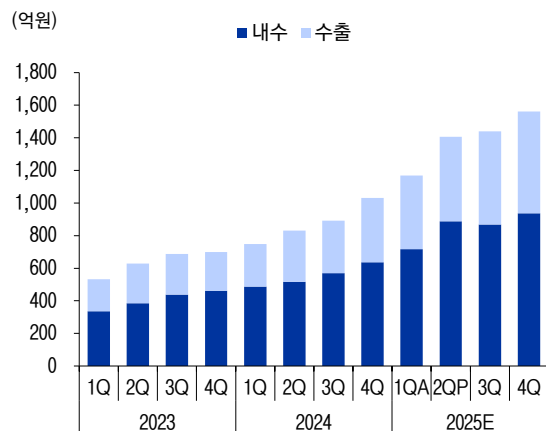
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림8 화장품 수출 매출 추이



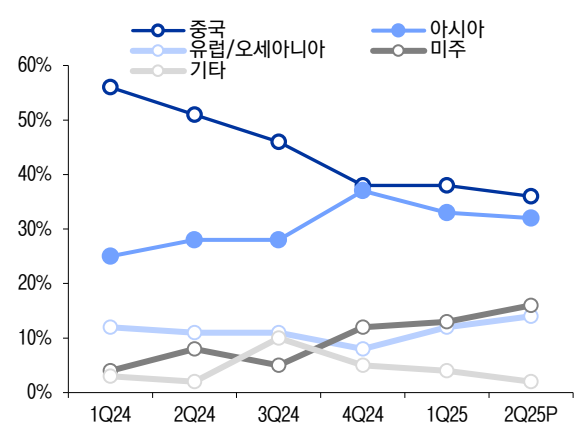
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림9 내수, 수출 매출 추이



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림10 수출 국가별 매출 비중



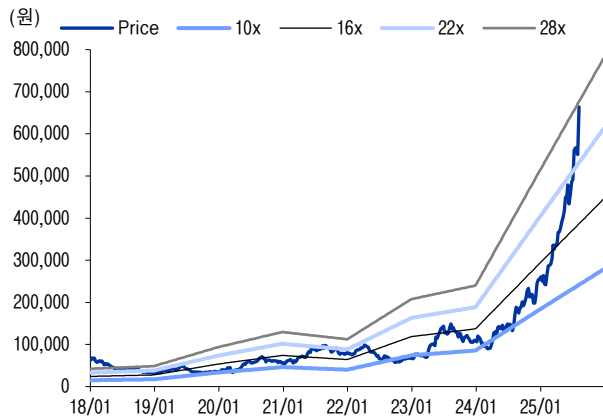
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표4 파마리서치 실적 테이블

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	747	831	892	1,031	1,169	1,406	1,473	1,597	2,610	3,501	5,644	6,942
% yoy	35%	24%	30%	47%	56%	69%	65%	55%	34%	34%	61%	23%
1. 의약품	163	179	161	142	172	205	202	189	545	645	767	828
% yoy	31%	33%	8%	3%	5%	14%	25%	33%	18%	19%	8%	8%
% sales	22%	22%	18%	14%	15%	15%	14%	12%	21%	18%	14%	12%
2. 의료기기	384	430	506	615	695	850	910	1,026	1,361	1,935	3,480	4,319
% yoy	27%	24%	47%	67%	81%	98%	80%	67%	33%	42%	80%	24%
% sales	51%	52%	57%	60%	59%	60%	62%	64%	52%	55%	62%	62%
내수	281	314	360	419	483	607	618	694	950	1,374	2,402	2,854
% yoy	42%	36%	45%	53%	72%	94%	72%	66%	15%	45%	75%	19%
% sales	38%	38%	40%	41%	41%	43%	42%	43%	36%	39%	43%	41%
수출	103	116	146	196	212	243	292	332	412	561	1,078	1,456
% yoy	-1%	0%	50%	106%	106%	109%	100%	69%	113%	36%	92%	35%
% sales	14%	14%	16%	19%	18%	17%	20%	21%	16%	19%	21%	23%
3. 화장품	177	199	169	232	279	308	325	343	600	777	1,255	1,645
% yoy	61%	18%	0%	51%	58%	55%	92%	48%	56%	29%	61%	31%
% sales	24%	24%	19%	23%	24%	22%	22%	21%	23%	22%	22%	24%
내수	82	86	59	88	107	113	120	126	301	314	466	604
% yoy	27%	-7%	-23%	29%	30%	32%	106%	44%	76%	4%	48%	30%
% sales	11%	10%	7%	9%	9%	8%	8%	8%	12%	9%	8%	9%
수출	95	113	111	145	172	195	204	217	299	463	788	1,041
% yoy	109%	49%	20%	69%	82%	72%	85%	50%	40%	55%	70%	32%
% sales	13%	14%	12%	14%	15%	14%	14%	14%	11%	13%	14%	15%
매출총이익	518	592	646	757	854	1,072	1,123	1,227	1,903	2,512	4,270	5,300
% yoy	28%	19%	28%	53%	65%	81%	74%	62%	34%	32%	70%	24%
GPM	69%	71%	72%	73%	73%	76%	76%	77%	73%	72%	76%	76%
판매비	251	285	296	420	407	513	504	571	980	1,252	1,995	2,336
% sales	34%	34%	33%	41%	35%	36%	34%	36%	38%	36%	35%	34%
영업이익	267	308	349	337	447	559	619	656	923	1,261	2,281	2,964
% yoy	29%	30%	27%	65%	68%	82%	77%	95%	40%	37%	81%	30%
OPM	36%	37%	39%	33%	38%	40%	42%	41%	35%	36%	40%	43%

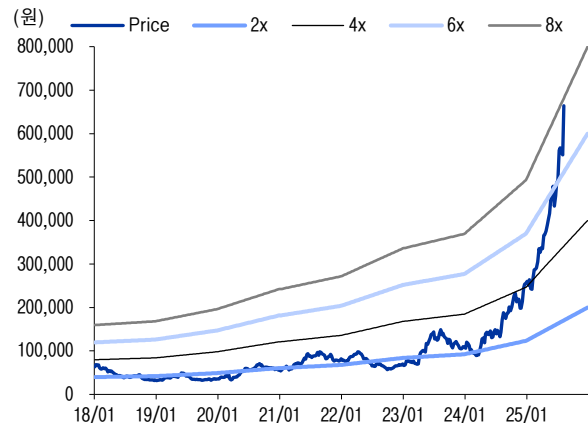
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림11 파마리서치 12M FWD PER 밴드 차트



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림12 파마리서치 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

재무상태표

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,565	5,545	6,802	8,750	11,096
현금 및 현금성자산	672	1,653	1,859	3,668	5,797
매출채권 및 기타채권	347	425	630	647	695
재고자산	502	573	910	894	919
기타유동자산	1,043	2,894	3,403	3,541	3,685
비유동자산	2,788	3,012	3,335	3,472	3,599
관계기업투자등	991	858	898	934	972
유형자산	1,231	1,473	1,678	1,637	1,597
무형자산	320	334	460	590	706
자산총계	5,353	8,557	10,137	12,221	14,695
유동부채	659	828	645	705	789
매입채무 및 기타채무	190	402	350	399	471
단기금융부채	338	167	16	16	16
기타유동부채	131	260	279	291	302
비유동부채	72	2,034	2,016	1,982	1,956
장기금융부채	13	1,970	1,953	1,918	1,890
기타비유동부채	59	65	63	64	66
부채총계	731	2,863	2,660	2,688	2,745
지배주주지분	4,331	5,394	7,179	9,236	11,653
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973
이익잉여금	2,608	3,431	5,216	7,273	9,689
비지배주주지분(연결)	291	300	297	297	297
자본총계	4,622	5,694	7,476	9,534	11,950

현금흐름표

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	649	1,381	1,377	2,748	3,170
당기순이익(손실)	773	889	1,898	2,525	2,988
비현금수익비용가감	278	610	263	188	199
유형자산감가상각비	84	98	121	122	119
무형자산상각비	35	38	48	64	78
기타현금수익비용	62	289	63	2	2
영업활동 자산부채변동	-307	4	-672	35	-16
매출채권 감소(증가)	-3	-52	-177	-17	-48
재고자산 감소(증가)	-282	-119	-340	16	-25
매입채무 증가(감소)	-3	159	-167	49	71
기타자산, 부채변동	-19	16	12	-14	-14
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-971	-436	-442
유형자산처분(취득)	-120	-364	-271	-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	-201	-503	-599
차입금의 증가(감소)	-340	83	-200	-35	-28
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	206	1,809	2,129
기초현금	729	672	1,653	1,859	3,668
기말현금	672	1,653	1,859	3,668	5,797

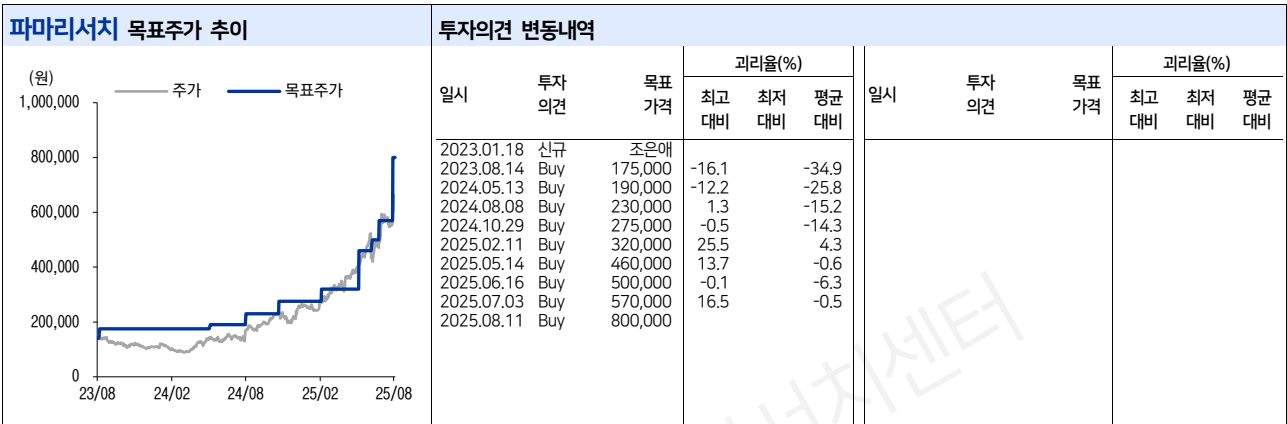
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,644	6,942	8,181
매출원가	708	989	1,368	1,642	1,882
매출총이익	1,903	2,512	4,277	5,300	6,299
판매비 및 관리비	980	1,252	1,995	2,336	2,730
영업이익	923	1,261	2,281	2,964	3,569
(EBITDA)	1,043	1,397	2,451	3,150	3,767
금융손익	40	105	75	118	123
이자비용	30	46	96	79	77
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	44	-207	2	35	19
세전계속사업이익	1,007	1,158	2,358	3,117	3,711
계속사업법인세비용	234	269	460	592	724
계속사업이익	773	889	1,898	2,525	2,988
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	773	889	1,898	2,525	2,988
지배주주	766	920	1,899	2,525	2,988
총포괄이익	784	910	1,898	2,525	2,988
매출총이익률 (%)	73	72	76	76	77
영업이익률 (%)	35	36	40	43	44
EBITDA 마진률 (%)	40	40	43	45	46
당기순이익률 (%)	30	25	34	36	37
ROA (%)	15	13	20	23	22
ROE (%)	20	19	30	31	29
ROIC (%)	27	35	54	61	71

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	14.8	30.6	33.6	25.3	21.9
P/B	2.6	5.7	9.9	7.7	6.1
EV/EBITDA	9.9	18.3	25.0	18.8	15.1
P/CF	10.8	20.5	32.9	26.2	22.3
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.7	0.8	1.0
성장성 (%)					
매출액	34.0	34.1	61.2	23.0	17.9
영업이익	40.0	36.6	81.0	29.9	20.4
세전이익	86.3	15.0	103.6	32.2	19.1
당기순이익	77.9	15.1	113.4	33.0	18.3
EPS	84.8	15.5	110.9	32.9	15.5
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	35.6	28.2	23.0
유동비율	389.2	669.6	1,055.1	1,240.3	1,407.1
순차입금/자기자본(x)	-20.8	-34.6	-35.8	-48.6	-57.8
영업이익/금융비용(x)	30.9	27.2	23.9	37.7	46.2
총차입금 (억원)	351	2,136	1,968	1,933	1,905
순차입금 (억원)	-963	-1,971	-2,673	-4,630	-6,904
주당지표(원)					
EPS	7,417	8,568	18,072	24,024	27,756
BPS	41,966	46,161	61,437	79,043	99,720
CFPS	10,181	12,830	18,488	23,215	27,272
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) 합계	+15% 이상 기대 -15%~ +15% 기대 -15% 이하 기대	89.2% 10.8% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)