

파마리서치 (214450)



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant
doeyub.kim@yuantakorea.com

4Q25 Review: 내수 둔화, 수출 성장 유효

4Q25 Review: 의료기기 내수 둔화·수출 이연으로 기대치 하회

2025년 4분기 매출액은 1,428억원(+39% YoY), 영업이익 518억원(+54% YoY, OPM 36%)으로 영업이익 시장기대치 651억원을 하회하였다. 시장기대치를 하회한 의료기기 내수 성장세가 예상보다 둔화된 가운데, 유럽향 의료기기 초도 물량 일부(17억원 추정)가 1월로 이연되며 수출 매출 인식이 지연된 영향이 더해졌다.

2026년 가이드선스: 매출 25%+ 성장, 의료기기 수출 중심 성장 지속

2026년 동사는 매출액 25% 이상 성장을 내부 목표로 제시했으며, 내수 의료기기는 내국인 기준 +20% YoY, 수출 의료기기는 유럽을 중심으로 +30% YoY 성장을 목표로 제시했다. 비바시 계약국 22개국 연내 진입을 통해 수출 지역 확대를 추진할 방침이다. 화장품 부문은 내수 +10% YoY, 수출 +20% YoY대 성장을 계획하고 있으며, 수익성 측면에서는 해외 확장 및 임상 비용 반영에도 불구하고 2026년 영업이익률(OPM) 40% 초반 유지를 가이드선스로 제시했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 500,000원으로 하향

파마리서치에 대해 투자의견 Buy를 유지하되 목표주가는 500,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 25배를 적용해 산출했다. 목표주가 하향의 배경은 의료기기 내수 성장세가 기대 대비 둔화되며 단기 실적 가시성이 저하된 가운데, 이에 따라 2026~2027년 실적 추정치 조정이 불가피했기 때문이다. 동사 실적 발표 이후 주가는 약 23% 하락했는데, 이는 시장 기대치를 하회한 실적과 의료기기 내수 성장 둔화 우려가 단기적으로 확대된 데 따른 것이다. 특히 내수 핵심 제품인 리쥬란의 성장 탄력이 기대 대비 약화되며 투자심리에 부정적으로 작용했다. 여기에 ECM 스킨부스터 등 경쟁 제품의 시장 침투로 내수 성장 둔화에 대한 구조적 우려가 부각되며, 주가 조정으로 이어진 것으로 판단된다. 주가를 재차 상승 국면으로 전환시킬 수 있는 핵심 요인은 수출 부문의 구조적 성장으로 판단된다. 내수 성장 둔화 국면에서도 리쥬란을 중심으로 한 글로벌 의료기기 수요 확대와 신규 국가 진입에 따른 수출 지역 다변화가 이어질 경우, 성장 프리미엄의 재평가 가능성은 충분하다고 판단된다.

BUY (M)

목표주가 **500,000원 (D)**

직전 목표주가 **647,000원**

현재주가 (2/6) **340,000원**

상승여력 **47%**

시가총액	35,325억원
총발행주식수	11,565,295주
60일 평균 거래대금	868억원
60일 평균 거래량	201,571주
52주 고/저	711,000원 / 266,000원
외인지분율	6.20%
배당수익률	0.42%
주요주주	정상수 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(21.5)	(31.2)	25.7
상대	(30.5)	(42.8)	(13.9)
절대 (달러환산)	(22.8)	(32.2)	23.8

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	2,610	3,501	5,357	6,680
영업이익	923	1,261	2,143	2,700
지배순이익	766	920	1,744	2,225
PER	14.4	18.0	22.8	15.9
PBR	2.5	3.3	6.3	4.3
EV/EBITDA	9.6	10.1	16.0	10.7
ROE	19.7	18.9	28.1	27.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 파마리서치 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.25	2Q.25	3Q.25	4Q.25P	2025P	1Q.26E	2Q.26E	3Q.26E	4Q.26E	2026E
매출액	1,169	1,406	1,354	1,428	5,357	1,487	1,678	1,688	1,827	6,680
YoY	56	69	52	39	53	27	19	25	28	25
내수	716	887	849	835	3,288	880	975	960	1,015	3,830
의약품	106	134	133	137	511	140	145	150	155	590
의료기기(리뷰란, 콘쥘란)	483	607	572	597	2,259	610	690	660	700	2,660
화장품(올리브영, 면세점)	107	113	132	120	472	120	130	140	150	540
기타	21	33	11	-19	46	10	10	10	10	40
수출	453	519	505	593	2,069	607	703	728	812	2,850
의약품	66	70	86	92	315	70	75	90	95	330
의료기기(리뷰란, 콘쥘란)	212	243	196	236	886	260	320	310	350	1,240
화장품	172	195	219	256	843	270	300	320	360	1,250
기타	3	11	4	9	26	7	8	8	7	30
내수	47	72	49	31	49	23	10	13	22	16
의약품	5	43	33	58	34	32	8	12	13	15
의료기기(리뷰란, 콘쥘란)	72	94	59	43	64	26	14	15	17	18
화장품(올리브영, 면세점)	30	32	126	37	50	12	15	6	25	14
기타	-10	43	-77	-143	-67	-52	-70	-12	-153	-14
수출	74	65	56	51	61	34	35	44	37	38
의약품	7	-18	42	67	20	6	7	4	3	5
의료기기(리뷰란, 콘쥘란)	106	109	34	20	58	23	32	58	49	40
화장품	82	72	98	83	84	57	54	46	40	48
기타	3,413	8,392	-30	-484	728	149	-28	119	-19	15
영업이익	447	559	619	518	2,143	600	700	720	680	2,700
영업이익률	38	40	46	36	40	40	42	43	37	40

자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 파마리서치 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경 전 대비	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	7,150	8,600	6,680	7,500	-6.6%	-12.8%
영업이익	2,960	3,600	2,700	3,070	-8.8%	-14.7%
OPM	41.4%	41.9%	40.4%	40.9%	-1.0%p	-0.9%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 파마리서치 목표주가 산정 PER Multiple

	2026F	2027F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,225	2,560	
주식수 (만주)	1,157	1,157	상환전환우선주 포함
EPS (원)	19,239	22,135	12M FWD EPS
적정 PER (배)	25	25	
적정주가 (원)	480,965	553,380	500,000 원
상승여력 (%)	41	63	47%

자료: 유안타증권 리서치센터

파마리서치 (214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	2,610	3,501	5,357	6,680	7,500
매출원가	708	989	1,247	1,540	1,710
매출총이익	1,903	2,512	4,110	5,140	5,790
판매비	980	1,252	1,967	2,440	2,720
영업이익	923	1,261	2,143	2,700	3,070
EBITDA	1,043	1,397	2,279	2,836	3,206
영업외손익	84	-102	67	90	110
외환관련손익	-4	50	0	0	0
이자손익	44	55	86	134	202
관계기업관련손익	7	60	0	0	0
기타	37	-267	-19	-44	-92
법인세비용차감전순손익	1,007	1,158	2,210	2,790	3,180
법인세비용	234	269	504	625	700
계속사업순손익	773	889	1,706	2,165	2,480
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	773	889	1,706	2,165	2,480
지배지분순이익	766	920	1,744	2,225	2,560
포괄순이익	785	908	1,725	2,184	2,499
지배지분포괄이익	776	940	1,786	2,261	2,587

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	649	1,381	1,683	2,270	2,707
당기순이익	773	889	1,706	2,165	2,480
감가상각비	84	98	98	98	98
외환손익	1	-13	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-307	4	-433	-304	-182
기타현금흐름	98	402	311	311	311
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-1,699	-1,241	-905
투자자산	-138	-53	-122	-87	-54
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-364	-200	-150	-200
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-189	-1,839	-1,377	-1,003	-651
재무활동 현금흐름	-260	1,826	-181	-354	-1,108
단기차입금	-161	65	-3	-54	-8
사채 및 장기차입금	-163	1,728	42	-100	-900
자본	179	220	0	0	0
현금배당	-75	-101	-134	-114	-114
기타현금흐름	-39	-86	-86	-86	-86
연결범위변동 등 기타	0	29	16	58	-5
현금의 증감	-57	981	-181	734	689
기초 현금	729	672	1,653	1,472	2,206
기말 현금	672	1,653	1,472	2,206	2,895
NOPLAT	923	1,261	2,143	2,700	3,070
FCF	529	1,017	1,483	2,120	2,507

자료: 유안타증권

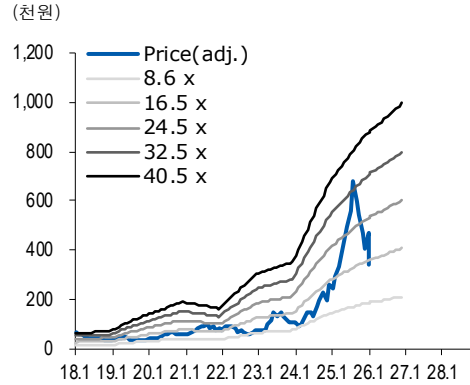
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	2,565	5,545	7,207	9,254	10,758
현금및현금성자산	672	1,653	1,472	2,206	2,895
매출채권 및 기타채권	347	425	650	811	911
재고자산	502	573	877	1,094	1,228
비유동자산	2,788	3,012	3,198	3,298	3,416
유형자산	1,231	1,473	1,575	1,627	1,728
관계기업 등 지분관련 자산	167	208	318	396	445
기타투자자산	863	674	686	695	701
자산총계	5,353	8,557	10,405	12,553	14,174
유동부채	659	828	1,008	1,163	1,284
매입채무 및 기타채무	190	402	615	766	860
단기차입금	4	3	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	72	2,034	2,111	2,035	1,150
장기차입금	2	12	12	12	12
사채	0	0	0	0	0
부채총계	731	2,863	3,119	3,198	2,435
지배지분	4,331	5,394	7,022	9,152	11,616
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973
이익잉여금	2,608	3,431	5,040	7,151	9,596
비지배지분	291	300	263	203	124
자본총계	4,622	5,694	7,285	9,355	11,739
순차입금	-1,336	-2,386	-3,465	-5,280	-7,452
총차입금	343	2,136	2,176	2,022	1,114

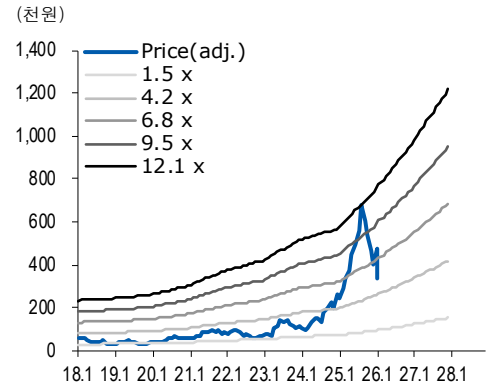
결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
EPS	7,481	8,642	16,696	21,415	24,638
BPS	42,459	46,640	60,719	79,129	100,435
EBITDAPS	10,188	13,065	19,615	24,526	27,725
SPS	25,506	32,745	46,097	57,759	64,849
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
PER	14.4	18.0	22.8	15.9	13.8
PBR	2.5	3.3	6.3	4.3	3.4
EV/EBITDA	9.6	10.1	16.0	10.7	8.7
PSR	4.2	4.8	8.3	5.9	5.2

결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	34.0	34.1	53.0	24.7	12.3
영업이익 증가율 (%)	40.0	36.6	70.0	26.0	13.7
지배순이익 증가율 (%)	88.7	20.2	89.5	27.6	15.0
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	76.7	76.9	77.2
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.0	40.4	40.9
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	32.6	33.3	34.1
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	42.6	42.5	42.8
ROIC	35.9	45.3	70.0	78.3	83.6
ROA	15.1	13.2	18.4	19.4	19.2
ROE	19.7	18.9	28.1	27.5	24.7
부채비율 (%)	15.8	50.3	42.8	34.2	20.7
순차입금/자기자본 (%)	-30.8	-44.2	-49.3	-57.7	-64.2
영업이익/금융비용 (배)	30.9	27.2	26.6	34.4	52.4

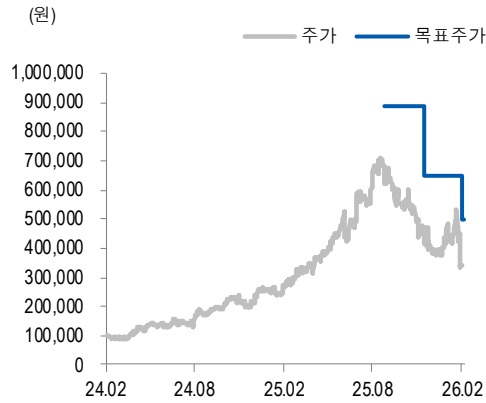
P/E band chart



P/B band chart



파마리서치 (214450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-02-09	BUY	500,000	1년		
2025-11-24	BUY	647,000	1년	-34.76	-17.47
2025-09-01	BUY	890,000	1년	-37.54	-24.16

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-02-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.