

파마리서치 (214450)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

430,000

유지

현재주가

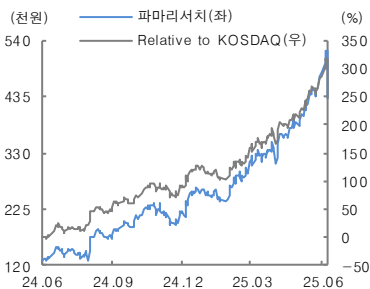
433,500

(25.06.13)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	768.86
시가총액	4,556십억원
시가총액비중	1.20%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	523,000원 / 129,900원
120일 평균거래대금	340억원
외국인지분율	17.89%
주요주주	정상수 외 7 인 34.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	33.6	76.9	214.8
상대수익률	3.7	25.6	59.6	256.8



단기 노이즈는 호실적이 깨부순다

- 6/13, 지주사와 핵심 사업을 영위하는 사업회사로 분할 발표
- 인적분할 뉴스 이후 주가가 급락했으나 이는 과도한 반응으로 판단
- 단기 노이즈보다는 결국 실적을 통한 펀더멘털 증명이 중요

투자의견 시장수익률, 목표주가 430,000원 유지

TP는 2025F EPS 14,937원에 글로벌 평균 PER 32.3배를 적용한 기준 밸류에이션 유지. 4~5월 수출액(약 1,500만달러)만으로 분기 최대 수출액을 달성한 것을 보면 실적 펀더멘털은 여전히 견조. 이에 물적분할도 아닌 인적분할 발표 직후의 주가 급락(-17%)은 과도한 반응으로 판단

다만 RCPS 회석 관련 불확실성과 아직 증명되지 않은 하반기 실적, 그리고 단기 급등한 주가는 부담 요인. 보유 시 매도할 종목은 아니나 새로 담기에는 부담스러운 자리라는 의견은 유지

Fact Check: 인적분할 구조 - 현금 지주 vs. 성장 사업회사

10/17 임시주총에서 인적분할이 승인되면, 회사는 투자·배당 중심의 존속법인 파마리서치홀딩스(분할비율 74.28%)와 사업 중심의 신설법인 파마리서치(25.72%)로 나뉘. 홀딩스는 현금 4,500억 원 등 비영업 자산을, 사업회사는 리주란·콘주란 등 핵심 사업과 생산 시설을 확보.

분할 이후 주식 거래는 10/30부터 약 6주간 정지된 뒤 12/10 두 법인이 함께 재상장될 예정. 회사는 2026년 상반기 내 현물출자 유상증자 등을 통해 지주사 요건을 충족하고, 2029년까지 매출 1조원 달성, 자사주 전량 소각 및 주주환원을 30% 유지를 목표로 제시

Comment: 주가는 빠졌지만 악재라고 보긴 힘들다

분할 이후 지주사는 할인율, 성장 사업회사는 프리미엄을 받는 일반적인 경로를 따를 가능성이 높음. 한편, 이번 분할을 계기로 CVC RCPS 117만주(전환가 17만원, 3년 양도제한)의 오버행 이슈가 나온다면 리스크

주가 하락은 높은 가치의 핵심인 사업회사의 분할 비율이 25.72%로 낮은 점, 단기 주가 급등에 대한 부담, 그리고 분할 자체의 불확실성이 맞물리며 비중 높은 투자자들이 선매도, 후고민 전략을 택한 것으로 보임. 단기적인 수급 이슈와 별개로, 결국 주가는 펀더멘털을 따라갈 것. 실적이 시장 컨센서스를 계속 뛰어넘는 어닝 서프라이즈를 보여준다면, 과거 F&F의 사례처럼 지배구조나 분할 비율의 우려를 넘어 기업 가치 자체가 재평가받을 가능성은 충분

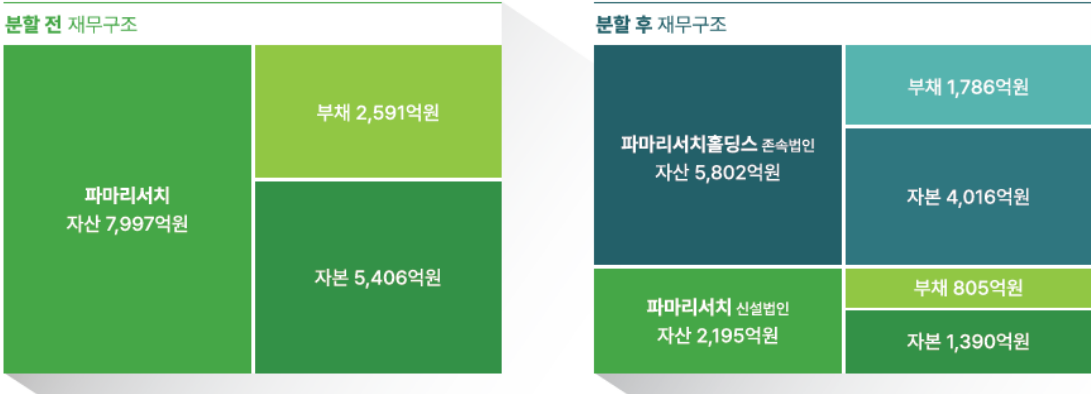
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	509	654	871
영업이익	92	126	199	253	331
세전순이익	101	116	203	256	333
총당기순이익	77	89	157	198	258
지배지분순이익	77	92	155	197	256
EPS	7,569	8,743	14,937	18,923	24,617
PER	14.5	30.0	26.6	21.0	16.2
BPS	42,323	50,448	58,369	74,250	95,175
PBR	2.6	5.2	7.4	5.8	4.6
ROE	19.7	18.9	25.4	25.4	25.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 1. 분할 전/후 재무구조



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

표1. 일정과 주주 관련 사안

일정	주요 이벤트	세부 내용 / 비고
6 / 13 (금)	이사회 결의분할 공시	인적분할 · 지주 전환 결정
6 / 20 (목)	자사주 소각 예정일	119,952 주 전량 소각
9 / 17 (수)	주주확정 기준일	임시주총 의결권 기준
10 / 2 (목)	주주총회 소집공고	법정 공시 및 통지
10 / 17 (금)	임시주총 특별결의	분할계획서 승인
10 / 30 – 12 / 9	주식거래 정지	변경 · 재상장 준비 기간
10 / 31 (금)	신주배정 기준일	보유 1 주당 0.2572056 주 배정 단주는 현금 정산
11 / 1 (토)	분할 기일	법률상 분리 효력 발생
11 / 3 (월)	분할 등기일	존속 · 신설 모두 등기
12 / 10 (수)	신설 파마리서치 재상장 존속 홀딩스 변경상장	코스닥 시장 (예정)

주: 단순 · 인적분할이므로 주식매수청구권이 발생하지 않음
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

표2. 지배구조 / 재무 구조 변화

구분	파마리서치홀딩스(존속 · 지주/투자)	파마리서치(신설 · 사업회사)
법인명	(주)파마리서치홀딩스	(주)파마리서치
주요 사업부문	지주 / 투자	의료기기 · 의약품 · 화장품
주요 자회사	파마리서치바이오 등	자회사 없음
분할비율	0.7427944	0.2572056
자본금(2024-12-31, 백만원)	3,919	1,336
액면가	500 원	500 원
발행주식수	7,717,373 주	2,672,275 주
총자산(2024-12-31 기준)	5,802 억원	2,195 억원
총부채	1,786 억원	805 억원
자본총계	4,016 억원	1,390 억원
최근 매출액(2024 사업연도)	32 억원(투자/관리 수수료 등)	3,095 억원(‘리주린’ 등)
핵심 기능	자회사 지배, 투자M&A, 포트폴리오 리밸런싱	R&D-제조-판매 집중, 에스테틱 사업 확장

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

표3. 파마리서치 분기별 실적 온도차트

(단위: %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액 과리율	12.3%	-1.6%	-	-	-	-12.4%	-	0.5%	-	-	-	-
영업이익 과리율	-6.0%	-8.4%	-	-	-	-29.1%	-	-100.5%	-	-	-	-
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
매출액 과리율	10.0%	-	-	-	13.6%	3.3%	0.0%	-3.6%	13.2%	13.6%	-1.0%	4.3%
영업이익 과리율	-5.6%	-	-	-	19.8%	29.3%	10.9%	28.5%	19.9%	18.1%	-3.2%	-9.1%
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액 과리율	7.4%	7.6%	-5.0%	5.7%	3.2%	13.6%	6.2%	-1.0%	10.1%	5.1%	0.9%	9.5%
영업이익 과리율	-1.1%	12.6%	-5.1%	-8.9%	11.9%	11.0%	13.3%	-23.7%	5.4%	8.0%	5.5%	-1.4%
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25								
매출액 과리율	11.3%											
영업이익 과리율	8.3%											

주: 공백인 분기는 쿼티와이즈에 컨센서스 데이터가 존재하지 않는 경우
자료: 쿼티와이즈, 대신증권 Research Center

표4. 파마리서치 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	74.7	83.1	89.2	102.6	116.9	125.9	128.6	138.1	261.0	350.1	509.5	652.7
YoY (%)	35%	24%	30%	47%	56%	51%	44%	34%	34%	34%	46%	28%
내수	48.8	51.7	56.9	63.7	71.6	76.9	81.4	83.6	168.2	221.0	313.6	361.6
수출	26.0	31.5	32.3	38.9	45.3	49.0	47.2	54.5	92.6	129.1	195.9	292.3
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	19.0	18.4	16.1	54.5	64.5	70.7	83.8
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	77.3	79.4	88.4	136.1	193.5	314.5	407.5
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	48.3	52.1	55.2	59.2	95.0	137.4	214.8	255.6
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	21.2	25.2	24.1	29.2	41.2	56.2	99.6	151.9
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	27.9	26.3	27.6	30.5	59.9	77.7	112.3	147.0
내수	8.2	8.6	5.9	8.8	10.7	11.2	12.1	12.3	30.1	31.4	46.3	46.3
수출	9.5	11.3	11.1	14.0	17.2	15.2	15.5	18.2	29.8	46.3	66.0	100.7
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	3.3	3.2	3.1	10.3	14.3	12.0	14.4
매출총이익	51.8	59.2	64.6	75.3	85.4	91.4	93.9	100.6	190.3	251.2	371.3	479.4
YoY (%)	28%	19%	28%	52%	65%	54%	45%	33%	34%	32%	48%	29%
총이익률	69%	71%	72%	73%	73%	73%	73%	73%	73%	72%	73%	73%
영업이익	26.7	30.8	34.9	33.6	44.7	50.9	51.6	52.1	92.3	126.1	199.3	252.9
YoY (%)	31%	15%	14%	-4%	33%	14%	1%	1%	40%	37%	58%	27%
영업이익률	36%	37%	39%	33%	38%	40%	40%	38%	35%	36%	39%	39%
세전이익	23.3	38.0	31.0	23.6	46.7	51.6	52.3	52.9	100.7	115.8	203.5	256.0
YoY (%)	1.9%	63.1%	-9.5%	16.0%	100.7%	36.0%	68.6%	124.3%	86%	15%	76%	26%
세전이익률	31%	46%	35%	23%	40%	41%	41%	38%	39%	33%	40%	39%
당기순이익	18.3	28.7	25.5	16.5	36.0	39.8	40.3	40.7	77.3	88.9	156.8	198.4
YoY (%)	0%	89%	-10%	-35%	120%	10%	1%	1%	78%	15%	76%	27%
당기순이익률	24%	35%	29%	16%	31%	32%	31%	29%	30%	25%	31%	30%

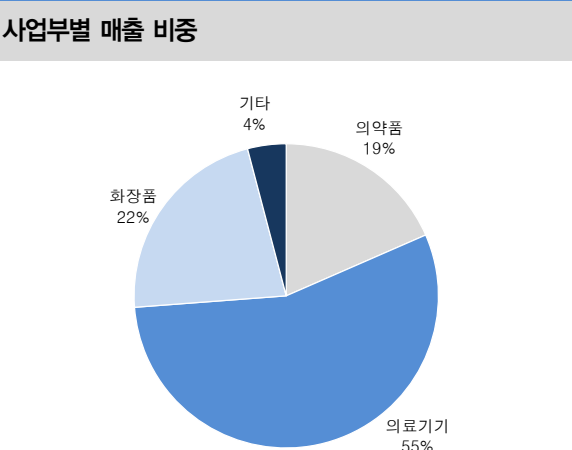
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

기업개요

- 기업 및 경영진 현황
- 2001년 설립, 2015년 KOSDAQ 상장, PDRN 및 PN 제조기술 기반 재생의학 솔루션 제공: 근골격계 질환, 항노화산업 안면미용
 - 주요사업: 의약품(PDRN/PN 기반 주사제, 점안액) 의료가기(관절강주사 콘주란, 스킨부스터 리주란), 화장품 등
 - 설립자 정상수,
 - 자산 8,557억원, 부채 2,862억원, 자본 5,695억원 (24년 기준) (발행주식 수: 10,509,600) *RCPS 117만주

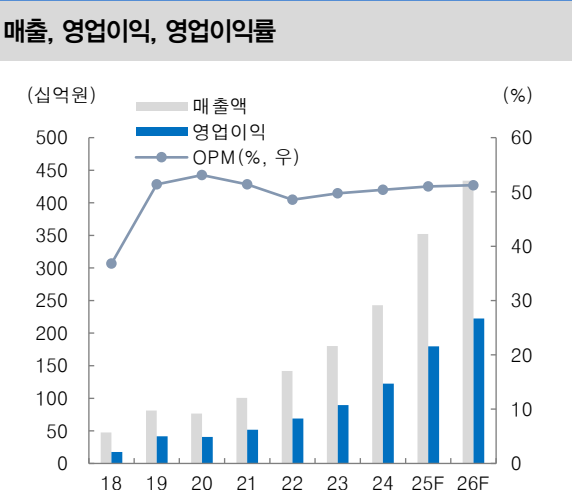
- 주가 변동요인
- (+) 해외 인허가 획득, 리주란 해외 매출 본격화, 수출입 데이터 성장
 - (-) 해외 진출 지연, 수출입 데이터 역성장, 실적 역성장

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

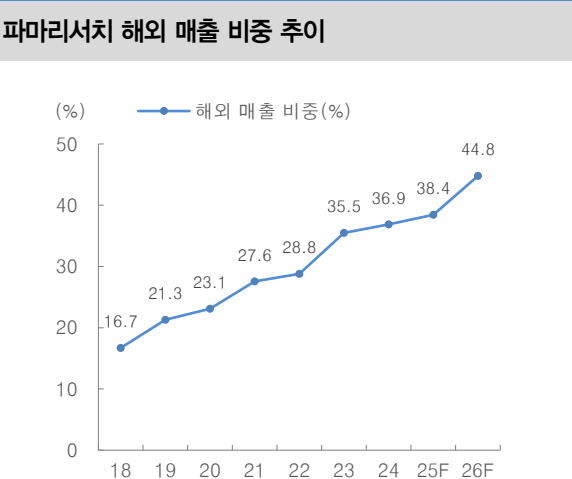


주: 2024년 기준
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

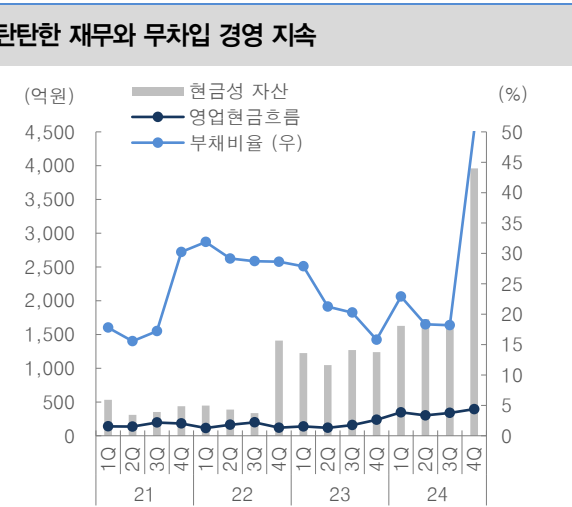
Earnings Driver



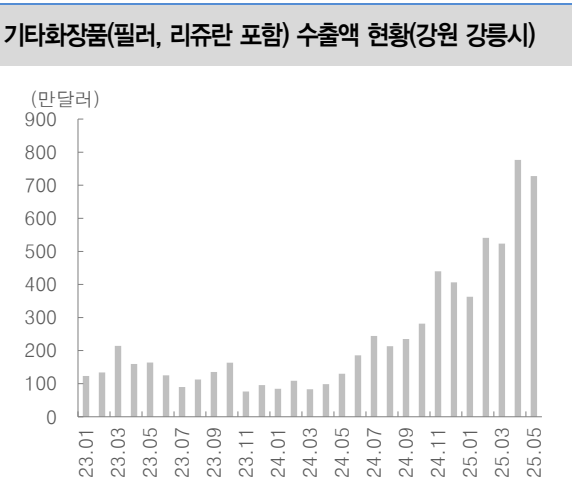
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center



주: 4Q24 RCPS 관련 부채 약 2,000억원 계상
자료: 파마리서치 대신증권 Research Center



주: HSCODE: 3304.99.9000, 강원 강릉시 파마리서치 추정
자료: 관세청 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	509	654	871
매출원가	71	99	138	175	242
매출총이익	190	251	371	479	629
판매비와관리비	98	125	172	226	298
영업이익	92	126	199	253	331
영업이익률	35.3	36.0	39.1	38.7	38.0
EBITDA	104	140	214	266	345
영업외손익	8	-10	4	3	2
관계기업손익	1	6	6	6	6
금융수익	18	25	12	12	12
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6	-41	-5	-6	-7
외환관련손실	2	2	1	1	1
기타	-4	0	-9	-9	-9
법인세비용차감전순손익	101	116	203	256	333
법인세비용	-23	-27	-47	-58	-75
계속사업순손익	77	89	157	198	258
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	89	157	198	258
당기순이익률	29.6	25.4	30.8	30.3	29.7
비지배지분순이익	1	-3	2	2	3
지배지분순이익	77	92	155	197	256
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	1
포괄순이익	79	91	160	203	265
비지배지분포괄이익	1	-3	2	2	3
지배지분포괄이익	78	94	158	201	262

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,569	8,743	14,937	18,923	24,617
PER	14.5	30.0	26.6	21.0	16.2
BPS	42,323	50,448	58,369	74,250	95,175
PBR	2.6	5.2	7.4	5.8	4.6
EBITDAPS	10,188	13,065	18,297	22,797	29,546
EV/EBITDA	9.8	18.3	20.2	15.7	11.5
SPS	25,506	32,745	43,600	55,960	74,532
PSR	4.3	8.0	9.9	7.7	5.8
CFPS	10,268	14,022	20,254	24,755	31,503
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.0	34.1	45.5	28.3	33.2
영업이익 증가율	40.0	36.6	58.1	26.9	30.9
순이익 증가율	77.9	15.1	76.2	26.6	30.2
수익성					
ROIC	33.5	41.6	53.4	56.7	66.7
ROA	18.2	18.1	21.1	22.1	23.7
ROE	19.7	18.9	25.4	25.4	25.8
안정성					
부채비율	15.8	50.3	43.6	36.8	30.7
순차입금비율	-28.9	-41.9	-37.8	-47.4	-54.6
이자보상배율	30.9	27.2	76.3	69.2	76.4

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256	555	692	893	1,166
현금및현금성자산	67	165	113	189	308
매출채권 및 기타채권	35	43	80	98	123
재고자산	50	57	93	102	136
기타유동자산	104	289	407	503	599
비유동자산	279	301	342	359	368
유형자산	123	147	168	184	198
관계기업투자금	17	21	19	18	16
기타비유동자산	139	133	155	158	154
자산총계	535	856	1,034	1,253	1,534
유동부채	66	83	100	111	123
매입채무 및 기타채무	19	40	45	50	57
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	4	4	0
기타유동부채	46	42	50	57	66
비유동부채	7	203	214	226	237
차입금	0	1	12	22	32
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	202	203	204	204
부채총계	73	286	314	337	360
자배지분	433	539	682	868	1,112
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	175	197	197	197	197
이익잉여금	261	343	485	670	914
기타자본변동	-8	-6	-5	-5	-5
비지배지분	29	30	38	48	62
자본총계	462	569	720	916	1,174
순차입금	-134	-239	-272	-434	-642

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	138	145	219	246
당기순이익	77	89	157	198	258
비현금항목의 가감	28	61	80	91	110
감가상각비	12	14	14	13	14
외환손익	0	-1	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	16	49	69	81	99
자산부채의 증감	-31	0	-50	-17	-50
기타현금흐름	-9	-12	-42	-54	-72
투자활동 현금흐름	-45	-226	-114	-106	-117
투자자산	-13	-15	-10	-5	2
유형자산	-12	-36	-30	-25	-25
기타	-19	-174	-74	-75	-93
재무활동 현금흐름	-26	183	166	164	160
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-2	10	10	10	10
장기차입금	-15	0	0	0	0
유상증자	22	17	0	0	0
현금배당	-8	-10	-13	-11	-11
기타	-24	165	169	165	161
현금의 증감	-6	98	-52	76	118
기초 현금	73	67	165	113	189
기말 현금	67	165	113	189	308
NOPLAT	71	97	154	196	256
FCF	70	72	123	183	246

[Compliance Notice]

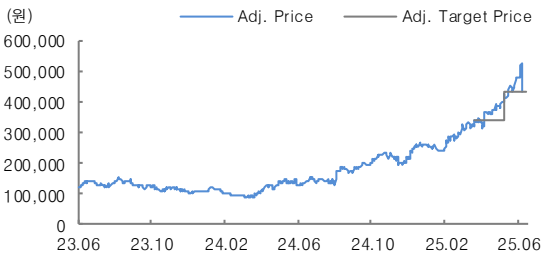
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한송협)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

파마리서치(214450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.06.16	25.05.14	25.03.24
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	430,000	430,000	340,000
과리율(평균%)		6.68	6.22
과리율(최대/최소%)		21.63	24.56

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250612)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상