파마리서치 214450

Analyst 하태기 | 에스테틱, 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

국내외 성장 잠재력 더 커지고 있다

BUY 유지

목표주가 상향	460,000원
종가(25.05.13)	398,000원
상승여력	15.6%

Stock Data

KOSDAQ(05/13)	731.8pt
시가총액	41,303억원
액면가	500원
52주 최고가	401,500원
52주 최저가	127,500원
외국인지분율	16.4%
90일 일평균거래대금	275억원
주요주주지분율	
정상수 (외 8인)	34.5%
유동주식비율	75.7%

Stock Price

QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2025년 1분기 매출과 영업이익 시장 가이던스 초과

파마리서치의 **2025년 1분기 매출액은 전년동기대비 56.5% 성장한 1,169억원, 영업이익은 67.7% 증가한 447억원으로 발표**되었다. 매출과 영업이익 모두 시장 가이던스를 초과했다. 지속되는 놀라운 성장세다. 그만큼 오리지널 리쥬란 품질과 브랜드의 강력함을 보여주고 있는 것이며, 수출과 내수에서 모두 높은 성장세를 창출한 결과이다. 2025년 2분기와 하반기에도 리쥬란 브랜드를 중심으로 매출과 영업이익이 고성장할 것으로 전망된다.

리쥬란 오리지널 브랜드의 성장 잠재력 더 커지고 있다

첫째, 의료기기에서 오리지널 리쥬란의 강한 경쟁력이 확인되고 있다. 2025년 1분기에 전체 의료기기 매출액은 81.0% 증가한 695억원이다. 이중에서 국내 매출은 71.9% 증가한 483억원, 수출은 105.8% 증가한 212억원이다. 리쥬란의 매출 성장이 가속되고 있으며, 수출에서는 일부 고환율의 수혜도 작용했을 것으로 분석된다.

국내 매출에서 의료관광 매출이 여전히 증가하고 있는 것으로 평가된다. 수출을 보면 중국, 아시아 등에서 고성장하는 가운데 신규 진출 지역에서 매출이 가세하고 있다. 앞으로도 신규 지역 진출을 늘린다는 계획이다. 특히 하반기에는 유럽 시장에 출시할 것으로 예상된다. 리쥬란의 브랜드 파워로 2025년 의료기기 수출은 70.0% 증가한 955억원으로 전망된다. 앞으로 리쥬란의 국내외 매출이 급성장, 2025년 연간 의료기기 매출은 59.7% 증가한 3,091억원으로 전망된다. 이중에서 리쥬란 의료기기 비중은 약 90% 이상으로 추정된다.

둘째, 화장품 매출도 고성장하고, 지속될 전망이다. 화장품 매출은 2025년 1분기에 국내외 수요 증가로 57.6% 증가한 279억원으로 나타났다. 리쥬란 브랜드 후광으로 앞으로도 지속적으로 높은 성장률을 보일 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	261	92	77	7,417	14.8	9.9	2.6	19.7	0.9
2024	350	126	92	8,568	30.6	18.3	5.7	18.9	0.4
2025E	505	186	144	13,773	28.9	19.4	7.0	23.9	0.2
2026E	642	235	208	19,973	19.9	15.0	5.4	27.2	0.2
2027E	783	273	239	22,912	17.4	12.3	4.2	24.4	0.2

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

장기적으로 섹터 내 주가를 선도할 대표 종목이다

매수의견 유지
장기 보유 종목으로
평가 유지

주가는 실적 호조에 대한 기대감이 작용하며 2024년 3월부터 상승세로 전환, 2025년 5월 중순 현재 역사적 고점 수준인 39만원대 이상까지 꾸준히 상승한 상황이다. 주가 그래프만 보면 상당히 부담스러운 그림이다. 주가 밸류에이션 부담도 부인할 수 없다. 그럼에도 불구하고 앞으로 주가 밸류에이션 부담을 극복하고, 파마리서치의 주가가 추가로 상승할 수 있는지에 대해 고민해 보았다. 결론은 높은 기업가치 성장으로 밸류에이션 부담을 극복할 수 있는 것으로 평가된다.

첫째, 리쥬란 브랜드의 성장 잠재력이 더 커지고 있는 것으로 평가된다. 국내시장에서는 의료관광 수요가 가세하여 고성장을 지속할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 세계시장으로 오리지널 리쥬란 브랜드의 확장이 앞으로 지속될 것으로 예상된다. 아직 글로벌 시장기준으로 보면 초기 국면으로 볼 수 있다. 진출 지역을 늘리 수 있는 여지가 많고, 진출 국가의 매출 침투를 확대할 수도 있는 것이다. 2025년 하반기부터 글로벌 사모펀드 CVC 후광으로 유럽 수출에 진출하면서 수출에서 성장 폭이 확대될 수도 있다. 미래 잠재 성장력이 높아 당겨 올 수 있는 기업의 미래가치가 큰 것으로 판단된다.

둘째, 리쥬란 브랜드의 후광을 이용하여 미용의료기기, 톡신, 화장품사업도 상대적으로 유리하게 키울 수 있다는 장점이다. 우선 화장품은 현재 국내외 매출이 고성장하며 리쥬란 브랜드 후광을 확실히 증명하고 있는 것으로 평가된다. 앞으로도 화장품의 성장 잠재력이 커 보인다. 또한 현재 자회사 톡신 공장을 완공하고, 향후 GMP 승인을 받아 2026년 하반기 가동에 진입하는 다는 목표이다. 물론 사업과 경영을 잘 해야하는 과제는 있지만 일단 유리한 입지에 있다고 평가된다.

셋째, M&A를 통한 연관사업 진출 가능성이 있다는 점이다. 2024년말 별도 기준 현금성 자산이 4,735억원이다. 전환상환우선주 2천억원을 제외하면 차입금성 부채가 전혀 없다. 여기에 2025년 추정 EBITDA는 2,012억원이다. 장기적으로 봐야하겠지만 충분히 M&A할 수 있는 자금 능력이 있고, 또한 회사의 의지도 강한 것으로 파악된다.

이렇게 보면 최근 2여년간 주가가 8만원내외에서 현재 40만원에 접근할 만큼 급등했다. 2025년 추정이익 기준 PER은 29배내외이다. 주가 수준과 밸류에이션에서 부담을 배제할 수는 없는 상황이다. 그럼에도 불구하고 PN의료기기 부문에서 글로벌 오리지널 브랜드라는 강한 품질과 경쟁력으로 접근해 보면 아직도 기업가치가 크게 증가할 수 있고, 주가의 추가 상승 여력도 크다고 평가된다. 2~3년후, 5년후 기업의 모습을 생각해 볼 필요가 있다.

상향 조정된 2025년 추정이익을 적용하고, 2025년 1분기 실적에서 성장에 대한 믿음이 더 강화/확인된 점을 감안하여 적정 PER을 상향 조정, 목표주가를 기존의 330,000원에서 460,000원으로 대폭 상향 조정한다. 매수 후 장기보유하는 전략이 여전히 유효하다고 평가된다.

표1, 부문별 매출액 추이 (단위: 억원)

			2024					2025				
구분	2022	2023	1Q	2Q	3Q	4Q	2024	1Qp	2QE	3QE	4QE	2025E
의약품	**456**	**548**	**163**	**179**	**165**	**142**	**649**	**172**	**191**	**186**	**169**	**717**
(증감률)	2.9%	20.2%	32.5%	32.6%	10.0%	1.4%	18.4%	5.5%	6.6%	12.4%	18.9%	10.5%
내수	313	341	101	94	104	87	386	106	102	112	100	420
(내수 증감률)	-0.9%	8.9%	29.5%	11.9%	14.3%	-1.1%	13.2%	5.0%	8.0%	8.0%	15.0%	8.8%
수출	143	206	62	85	61	55	263	66	89	73	69	297
(수출증감률)	11.7%	44.1%	37.8%	66.7%	5.2%	50.0%	27.7%	6.5%	5.0%	20.0%	25.0%	13.0%
의료기기	**1,020**	**1,389**	**384**	**430**	**507**	**615**	**1,936**	**695**	**735**	**801**	**861**	**3,091**
(증감률)	33.9%	36.2%	39.1%	24.3%	36.7%	55.3%	39.4%	81.0%	70.9%	57.9%	40.0%	59.7%
내수	827	976	281	314	360	419	1,374	483	509	558	587	2,136
(내수 증감률)	31.9%	18.0%	63.4%	35.9%	31.4%	40.1%	40.8%	71.9%	62.0%	55.0%	40.0%	55.5%
수출	194	413	103	116	147	196	562	212	226	243	274	955
(수출증감률)	42.6%	112.9%	-1.0%	0.9%	51.5%	55.0%	36.1%	105.8%	95.0%	65.0%	40.0%	70.0%
화장품	**384**	**585**	**177**	**199**	**170**	**228**	**774**	**279**	**277**	**229**	**299**	**1,084**
(증감률)	41.7%	52.3%	27.3%	18.5%	21.4%	65.2%	32.3%	57.6%	39.2%	34.8%	31.1%	40.1%
내수	171	280	82	86	59	88	315	107	108	74	110	398
(내수 증감률)	51.3%	63.7%	-11.8%	-6.5%	22.9%	87.2%	12.5%	30.5%	25.0%	25.0%	25.0%	26.4%
수출	214	305	95	113	111	140	459	172	170	155	189	686
(수출증감률)	34.6%	42.5%	111.1%	48.7%	19.4%	53.8%	50.5%	81.1%	50.0%	40.0%	35.0%	49.4%
기타	**88**	**88**	**23**	**23**	**50**	**41**	**138**	**23**	**27**	**58**	**47**	**154**
(증감률)	39.0%	0.6%	41.0%	21.5%	10.0%	8.0%	56.1%	-0.7%	15.0%	15.0%	15.0%	12.4%
매출액 계	**1,948**	**2,610**	**747**	**831**	**892**	**1,031**	**3,501**	**1,169**	**1,229**	**1,273**	**1,376**	**5,047**
(증감률)	26.4%	34.0%	34.8%	24.4%	29.7%	46.7%	34.0%	56.5%	47.9%	42.7%	33.5%	44.2%

자료: 파마리서치, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산	2024p				2025E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	747	831	892	1,031	1,169	1,229	1,273	1,376
영업이익	267	308	349	337	447	465	484	465
세전이익	233	380	310	236	459	481	515	565
순이익	183	287	255	164	360	364	399	387
YoY(%)								
매출액	34.8	24.4	29.7	46.7	56.5	47.9	42.7	33.5
영업이익	28.6	30.1	27.0	65.4	67.7	51.0	38.5	38.0
세전이익	1.9	63.1	-9.5	16.1	97.6	26.8	66.1	139.5
순이익	-0.1	89.1	-9.5	5.5	96.7	26.9	56.5	136.1

자료: 파마리서치, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

2025년 추정이익	1,439	
적정 PER(배)	37.0	리쥬란의 글로벌 성장 잠재력 상향 프리미엄 부여로 상향 조정
기업가치	53,251	
발행주식수㈜	11,685,247	
자기주식수㈜	119,952	
유통주식수㈜	11,565,295	
적정 주가(원)	460,439	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**256.5**	**554.5**	**677.9**	**871.6**	**1,089.1**
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	227.7	370.2	537.1
매출채권	34.7	42.5	75.4	95.1	114.3
재고자산	50.2	57.3	73.7	92.9	111.7
비유동자산	**278.8**	**301.2**	**316.3**	**337.5**	**364.7**
관계기업투자등	99.1	85.8	89.3	92.9	96.7
유형자산	123.1	147.3	161.0	180.3	205.0
무형자산	32.0	33.4	29.9	26.8	24.0
자산총계	**535.3**	**855.7**	**994.1**	**1,209.2**	**1,453.9**
유동부채	**65.9**	**82.8**	**95.2**	**109.8**	**124.0**
매입채무	19.0	40.2	51.5	65.0	78.1
단기금융부채	33.8	16.7	16.7	16.7	16.7
비유동부채	**7.2**	**203.4**	**203.6**	**203.8**	**204.0**
장기금융부채	1.3	197.0	197.0	197.0	197.0
부채총계	73.1	286.3	298.8	313.6	328.0
지배주주지분	**433.1**	**539.4**	**665.3**	**865.6**	**1,095.8**
자본금	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	175.4	197.3	197.3	197.3	197.3
이익잉여금	260.8	343.1	473.6	673.9	904.1
비지배주주지분	**29.1**	**30.0**	**30.0**	**30.0**	**30.0**
자본총계	**462.2**	**569.4**	**695.3**	**895.6**	**1,125.8**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**261.0**	**350.1**	**504.7**	**642.2**	**782.8**
매출원가	70.8	98.9	139.0	175.7	235.1
매출총이익	190.3	251.2	365.7	466.4	547.7
판매비와 관리비	98.0	125.2	179.7	231.5	274.5
영업이익	**92.3**	**126.1**	**186.0**	**235.0**	**273.2**
EBITDA	104.3	139.7	201.2	251.1	290.6
금융손익	4.0	10.5	15.9	39.0	40.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.4	-20.7	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	**100.7**	**115.8**	**202.1**	**274.2**	**314.4**
계속사업법인세비용	23.4	26.9	50.9	54.8	62.9
당기순이익	77.3	88.9	151.1	219.4	251.5
지배주주순이익	**76.6**	**92.0**	**143.9**	**208.4**	**238.9**
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	72.5	72.6	70.0
영업이익률 (%)	35.3	36.0	36.9	36.6	34.9
EBITDA 마진률 (%)	39.9	39.9	39.9	39.1	37.1
세전이익률 (%)	38.6	33.1	40.0	42.7	40.2
지배주주순이익률 (%)	29.3	26.3	28.5	32.5	30.5
ROA (%)	15.1	13.2	15.6	18.9	17.9
ROE (%)	19.7	18.9	23.9	27.2	24.4
ROIC (%)	27.1	35.0	44.7	52.4	54.0

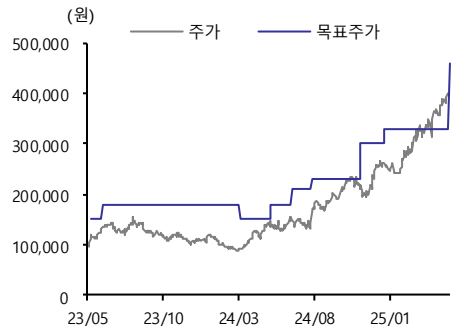
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**64.9**	**138.1**	**116.0**	**198.4**	**230.9**
당기순이익(손실)	77.3	88.9	151.1	219.4	251.5
현금수익비용가감	27.8	61.0	3.5	5.3	5.0
유형자산감가상각비	8.4	9.8	11.5	12.8	14.5
무형자산상각비	3.5	3.8	3.7	3.3	2.9
기타현금수익비용	6.2	28.9	-11.7	-10.8	-12.4
운전자본 증감	-30.7	0.4	-38.6	-26.3	-25.6
매출채권의 감소(증가)	-0.3	-5.2	-32.9	-19.7	-19.2
재고자산의 감소(증가)	-28.2	-11.9	-16.3	-19.3	-18.8
매입채무의 증가(감소)	-0.3	15.9	11.3	13.5	13.1
기타영업현금흐름	-1.9	1.6	-0.7	-0.8	-0.8
투자활동 현금흐름	**-44.7**	**-225.5**	**-40.2**	**-47.7**	**-55.4**
유형자산 처분(취득)	-12.0	-36.4	-25.2	-32.1	-39.1
무형자산 감소(증가)	-0.6	-2.3	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-22.1	-172.4	-13.4	-14.0	-14.6
기타투자활동	-9.9	-14.5	-1.4	-1.5	-1.5
재무활동 현금흐름	**-26.0**	**182.6**	**-13.4**	**-8.1**	**-8.7**
차입금의 증가(감소)	-34.0	8.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-7.2	-10.1	-13.4	-8.1	-8.7
배당금 지급	-7.5	-10.1	13.4	8.1	8.7
기타재무활동	15.2	184.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**-5.7**	**98.1**	**62.3**	**142.6**	**166.8**
기초현금	72.9	67.2	165.3	227.7	370.2
기말현금	67.2	165.3	227.7	370.2	537.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	14.8	30.6	28.9	19.9	17.4
P/B	2.6	5.7	7.0	5.4	4.2
EV/EBITDA	9.9	18.3	19.4	15.0	12.3
P/S	4.3	8.8	9.2	7.2	5.9
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액 증가율	34.0	34.1	44.2	27.2	21.9
영업이익 증가율	40.0	36.6	47.6	26.3	16.3
세전이익 증가율	86.3	15.0	74.5	35.7	14.7
지배주주순이익 증가율	88.7	20.2	56.4	44.8	14.7
EPS 증가율	84.8	15.5	60.8	45.0	14.7
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	43.0	35.0	29.1
유동비율	389.2	669.6	712.0	794.0	878.1
순차입금/자기자본	-20.8	-34.6	-38.7	-47.2	-53.3
영업이익/금융비용	30.9	27.2	21.8	27.5	32.0
총차입금 (십억원)	35.1	213.6	213.6	213.6	213.6
순차입금 (십억원)	-96.3	-197.1	-269.4	-422.3	-599.9
주당지표 (원)					
EPS	7,417	8,568	13,773	19,973	22,912
BPS	41,966	46,161	56,931	74,073	93,777
SPS	25,291	29,962	43,193	54,954	66,993
DPS	950	1,100	700	750	750

파마리서치 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-17	Buy	180,000	1년	-23.3	-13.2
2024-06-28	Buy	210,000	1년	-32.0	-28.4
2024-08-07	Buy	230,000	1년	-13.2	2.4
2024-11-13	Buy	300,000	1년	-24.1	-11.2
2025-01-03	Buy	330,000	1년	-5.8	21.7
2025-02-10	Buy	330,000	1년	0.5	21.7
2025-05-14	Buy	460,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	93.3%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	6.7%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	00.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	