파마리서치 (214450)

EARNINGS REVIEW Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2026.2.5

어닝 쇼크, 그러나 여전한 리쥬란 성장 스토리

회계 기준 변경과 의료기기 매출 부진으로 어닝 쇼크 기록

4Q25 매출은 1,428억원(+39% yoy, +5% qoq), 영업이익 518억원(+54% yoy, -16% qoq)으로 시장 컨센서스 대비 매출은 8%, 영업이익은 20%를 하회하는 어닝 쇼크를 기록했다. 의료기기 사업부 매출 인식 회계 기준이 기존 마케팅 지원금을 포함한 총액 인식 방식에서 순액 인식 방식으로 변경 되면서 4분기에 약 50억원 매출 차감이 발생했다. 회계 기준 변경에 따른 영향을 감안하더라도, 의료기기 사업부문 매출은 시장 기대 수준에는 미치지 못하는 실적을 기록했다. 사업부문별 매출은 의약품 229억원(+62% yoy, +4% qoq), 의료기기 832억원(+35% yoy, +8% qoq), 화장품 376억원(+62% yoy, +7% qoq)을 기록했다. 영업이익률은 의료기기 해외 인증 및 의약품 파이프라인 관련 연구비개발비가 증가하면서 36%(+3%p yoy, -10%p qoq)의 낮은 수익성을 기록했다.

내수: 외국인 인바운드 소비에 기인한 의료기기 매출 성장 투자포인트 여전히 유효

4Q25 의료기기 내수 매출은 584억원(+21% qoq, -2% qoq), 동기간 외국인의 국내 피부과 소비금액은 3,830억원(+75% yoy, +28% qoq)을 기록했다. 동사 의료기기 내수 매출에는 리쥬란 외에도 필러, 콘쥬란 등 제품 매출이 포함되어 있으며, 4Q25 리쥬란 내수 매출은 qoq로 약 +10% 수준 증가한 것으로 파악되기 때문에 외국인 인바운드 호조에 따른 리쥬란 내수 매출 증가라는 투자포인트는 여전히 유효한 것으로 판단한다. 다만, 외국인 피부과 소비금액 qoq 성장률 +28% qoq 대비 리쥬란 내수 매출 qoq 성장률 약 +10%는 시장 기대치 대비 아쉬운 실적이며, 이러한 부분이 스킨부스터 내수 시장 경쟁심화 영향이 아님을 2026년 매출로 증명해야 될 것으로 판단한다.

2026E 의료기기 내수 매출은 2,808억원으로 전년 대비 24% 성장을 예상한다. 2025년 외국인 피부과 소비금액 추이(1Q 2,013억원 → 2Q 3,082억원 → 3Q 3,002억원 → 4Q 3,830억원)와 동사 의료기기 내수 매출 트렌드(1Q 483억원 → 2Q 607억원 → 3Q 572억원 → 4Q 597억원)의 방향성이 매우 유사했고, 동사가 외국인 피부과 시술 트렌드인 패키지 시술의 가장 기본이 되는 스킨부스터 시장을 과점하고 있기 때문에, 외국인 피부과 소비금액 성장에 따른 동사 의료기기 내수 매출 수혜는 지속될 것으로 판단된다.

Financial Data

(억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	2,610	3,501	5,357	6,913	8,057
영업이익	923	1,261	2,143	2,734	3,579
순이익	773	889	1,706	2,184	2,842
EPS (원)	7,417	8,568	16,729	20,808	26,402
증감률 (%)	84.8	15.5	95.3	24.4	26.9
PER (x)	14.8	30.6	26.3	21.1	16.6
PBR (x)	2.6	5.7	7.2	5.8	4.6
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.0	39.5	44.4
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	42.9	41.8	46.4
ROE (%)	19.7	18.9	28.0	27.5	28.6

주: IFRS 연결 기준, 자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	560,000 원
현재주가	439,500 원
상승여력	27.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (2/4)	1,149.43 pt
시가총액	45,663 억원
발행주식수	10,390 천주
52 주 최고가/최저가	711,000 / 250,000 원
90 일 일평균거래대금	804.0 억원
외국인 지분율	9.8%
배당수익률(25.12E)	0.9%
BPS(25.12E)	60,746 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -20.3%
	6 개월 -67.4%
	12 개월 -15.1%
주주구성	정상수 (외 8 인) 34.9%
	파마리서치프로덕트우리사주 (외 1 인) 1.1%

Stock Price

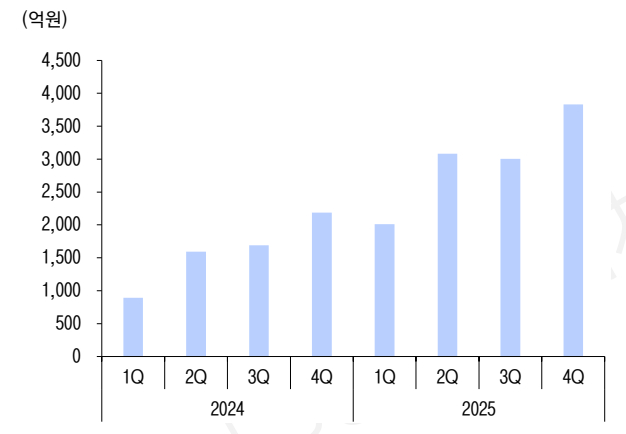
수출: 아직 성장률 둔화를 걱정하기엔 이른 시점

2026E 의료기기 수출 매출은 1,268억원(+43% yoy)을 예상한다. 지역별 매출은 중국 및 기타 아시아를 포함한 기존 수출 국가 매출을 1,118억원(+25% yoy), 서유럽향 신규 매출을 150억원으로 예상한다. 기존 수출 국가 예상 매출 성장률 +25% yoy는 2024년 성장률 +36% yoy에서 2025년 +59% yoy로 더 가속화 되었다는 점 감안하면 보수적인 추정이라고 판단하며, 2024년 수출이 시작된 호주와 미국의 초기 월 매출이 5억원~10억원 이었다는 점 감안하면, 서유럽향 5개국 이상(영국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인 등)의 연간 매출 150억원(서유럽향 국가 합산 월 매출 약 13억원)은 보수적인 추정이라고 판단한다.

리쥬란 성장 내러티브를 다시 한번 숫자로 증명해야 하는 시점

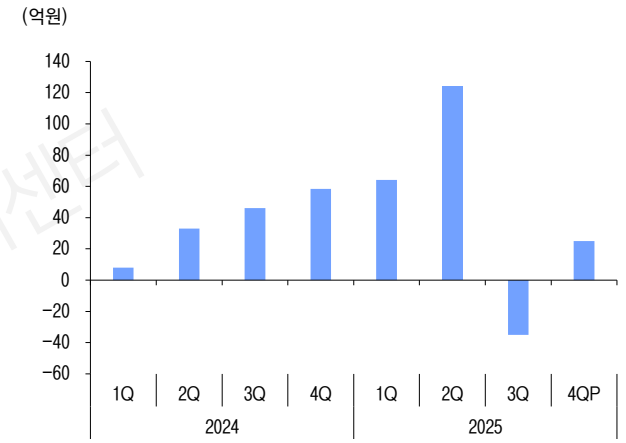
파마리서치에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 560,000원으로 하향한다. 목표주가는 예상 실적 하향 조정과 타겟 PER30배(피어 평균 대비 할증률 +30%에서 0%로 축소)를 적용해 산출했다. 2026년 예상 매출은 6,913억원(+29% yoy), 영업이익 2,734억원(+28% yoy), 영업이익률 40%(flat yoy) 이다. 사업부문별 예상 매출은 의약품 969억원(+17% yoy), 의료기기 4,076억원(+30% yoy), 화장품 1,795억원(+36% yoy) 이다. 외국인 인바운드 피부과 소비금액 수혜 정도와 4Q25 높아진 변동비성 판관비를 감안해 이익 추정을 보수적으로 조정했다. 다만, 과거 여러 분기 실적을 통해 동사가 외국인 인바운드 피부과 소비 성장의 최대 수혜를 증명했다는 점, 미국, 유럽 등으로의 수출이 시작되는 초기라는 점 감안하면, 고성장 하는 시장 지표가 동사 실적으로 확인되는 시점에 주가 반등이 가능할 것으로 판단한다.

그림1 **분기 외국인 피부과 소비금액**



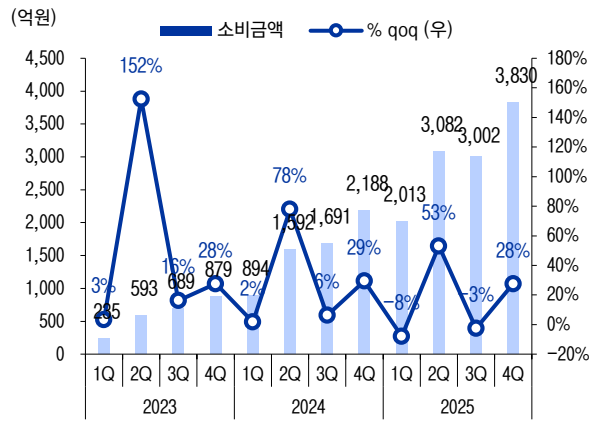
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림3 **파마리서치 의료기기 내수 매출 QoQ 증분**



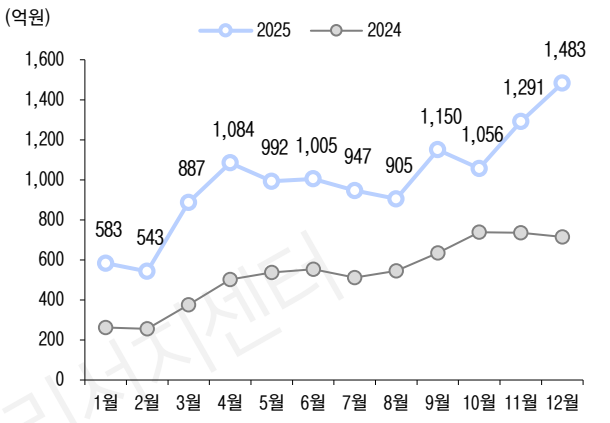
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림1 분기 외국인 피부과 소비금액



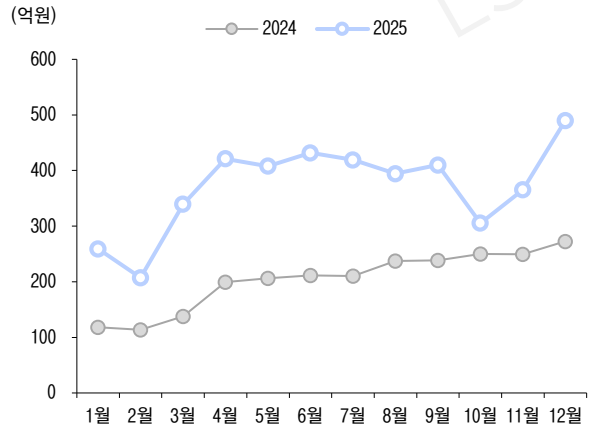
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림2 월별 외국인 피부과 소비금액



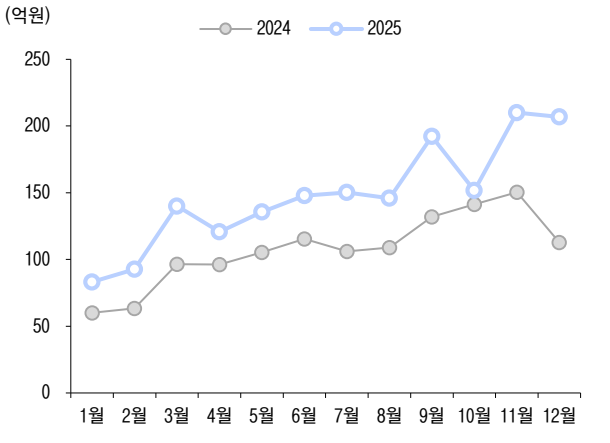
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림3 월별 중국인 피부과 소비금액



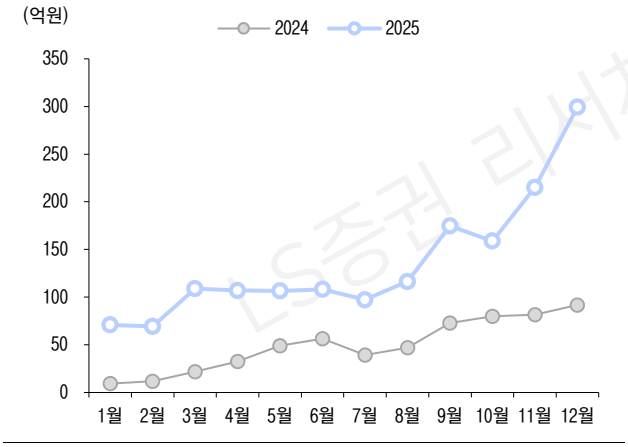
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림4 월별 일본인 피부과 소비금액



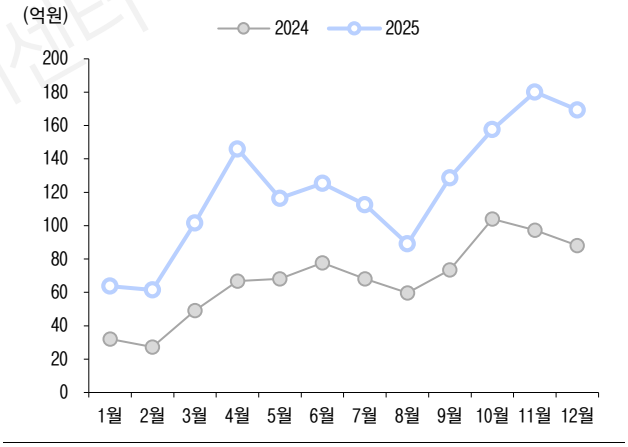
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림5 월별 대만인 피부과 소비금액



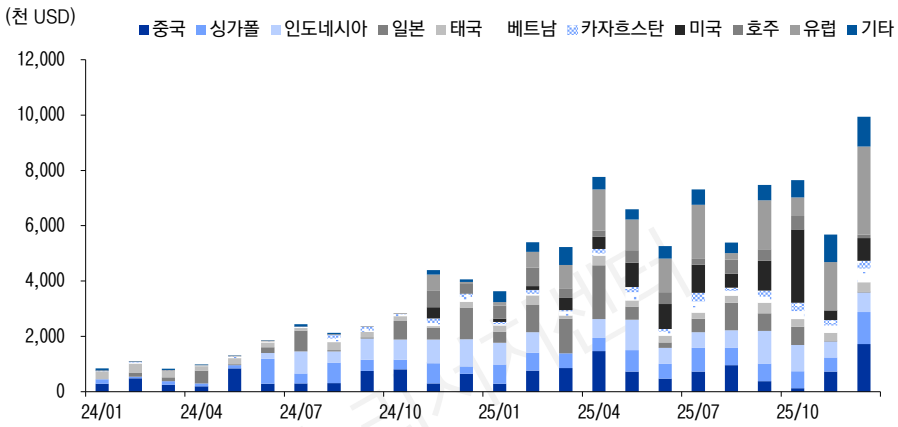
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림6 월별 미국인 피부과 소비금액



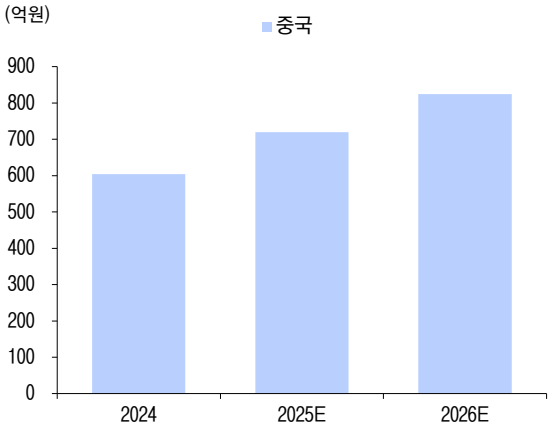
자료: 한국관광데이터랩, LS증권 리서치센터

그림7 강원 강릉시(파마리서치) 월별 필러류 수출데이터



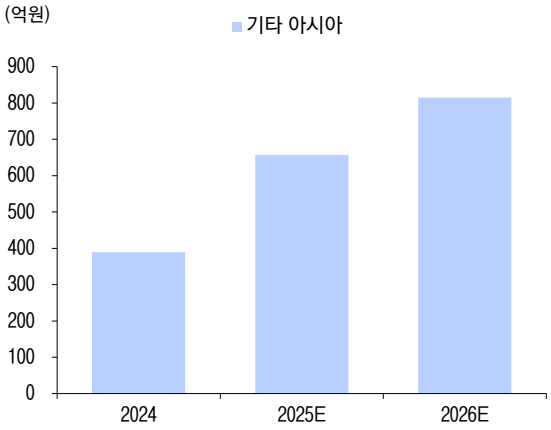
자료: LS증권 리서치센터

그림8 중국 매출 추이



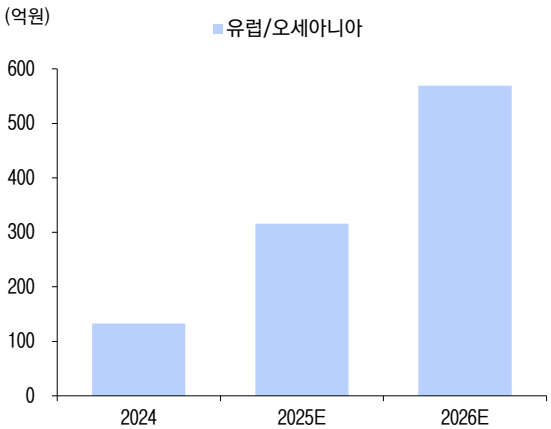
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림9 기타 아시아 매출 추이



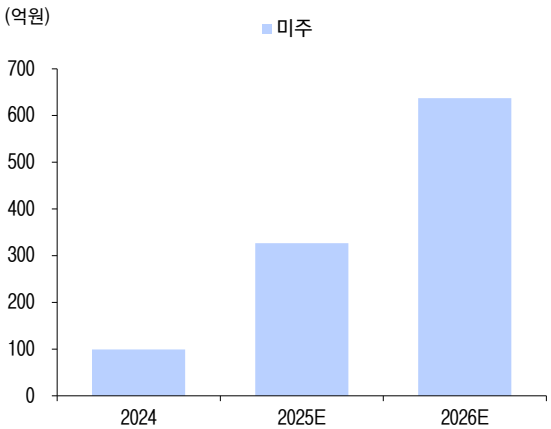
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림10 유럽/오세아니아 매출 추이



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림11 미주 매출 추이



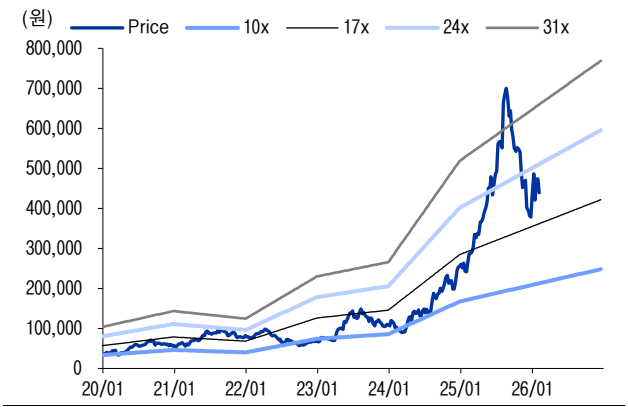
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표1 **파마리서치 실적 테이블**

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**747**	**831**	**892**	**1,031**	**1,169**	**1,406**	**1,354**	**1,428**	**2,610**	**3,501**	**5,357**	**6,913**
% yoy	*35%*	*24%*	*30%*	*47%*	*56%*	*69%*	*52%*	*39%*	*34%*	*34%*	*53%*	*29%*
1. 의약품	163	179	161	142	172	205	220	229	545	645	825	969
% yoy	*31%*	*33%*	*8%*	*3%*	*5%*	*14%*	*36%*	*62%*	*18%*	*28%*	*17%*	*12%*
% sales	*22%*	*22%*	*18%*	*14%*	*15%*	*15%*	*16%*	*16%*	*21%*	*18%*	*15%*	*14%*
2. 의료기기	384	430	506	615	695	850	767	832	1,361	1,935	3,144	4,076
% yoy	*27%*	*24%*	*47%*	*67%*	*81%*	*98%*	*52%*	*35%*	*33%*	*42%*	*63%*	*30%*
% sales	*51%*	*52%*	*57%*	*60%*	*59%*	*60%*	*57%*	*58%*	*52%*	*55%*	*59%*	*59%*
내수	281	314	360	419	483	607	572	597	950	1,374	2,259	2,808
% yoy	*42%*	*36%*	*45%*	*53%*	*72%*	*94%*	*59%*	*43%*	*15%*	*45%*	*64%*	*24%*
% sales	*38%*	*38%*	*40%*	*41%*	*41%*	*43%*	*42%*	*42%*	*36%*	*39%*	*42%*	*41%*
수출	103	116	146	196	212	243	196	236	412	561	886	1,268
% yoy	*-1%*	*0%*	*50%*	*106%*	*106%*	*109%*	*34%*	*20%*	*113%*	*36%*	*58%*	*43%*
% sales	*14%*	*14%*	*16%*	*19%*	*18%*	*17%*	*14%*	*16%*	*16%*	*17%*	*18%*	*20%*
3. 화장품	177	199	169	232	279	308	352	376	600	777	1,315	1,795
% yoy	*61%*	*18%*	*0%*	*51%*	*58%*	*55%*	*108%*	*62%*	*56%*	*29%*	*69%*	*36%*
% sales	*24%*	*24%*	*19%*	*23%*	*24%*	*22%*	*26%*	*26%*	*23%*	*22%*	*25%*	*26%*
내수	82	86	59	88	107	113	132	120	301	314	472	542
% yoy	*27%*	*-7%*	*-23%*	*29%*	*30%*	*32%*	*126%*	*37%*	*76%*	*4%*	*50%*	*15%*
% sales	*11%*	*10%*	*7%*	*9%*	*9%*	*8%*	*10%*	*8%*	*12%*	*9%*	*9%*	*8%*
수출	95	113	111	145	172	195	219	256	299	463	843	1,252
% yoy	*109%*	*49%*	*20%*	*69%*	*82%*	*72%*	*98%*	*77%*	*40%*	*55%*	*82%*	*49%*
% sales	*13%*	*14%*	*12%*	*14%*	*15%*	*14%*	*16%*	*18%*	*11%*	*13%*	*16%*	*18%*
매출총이익	518	592	646	757	854	1,072	1,091	1,092	1,903	2,512	4,110	5,162
% yoy	*28%*	*19%*	*28%*	*53%*	*65%*	*81%*	*69%*	*44%*	*34%*	*32%*	*64%*	*26%*
GPM	*69%*	*71%*	*72%*	*73%*	*73%*	*76%*	*81%*	*76%*	*73%*	*72%*	*77%*	*75%*
판관비	251	285	296	420	407	513	473	574	980	1,252	1,967	2,429
% yoy	*28%*	*19%*	*28%*	*53%*	*65%*	*81%*	*59%*	*37%*	*30%*	*28%*	*57%*	*23%*
% sales	*34%*	*34%*	*33%*	*41%*	*35%*	*36%*	*35%*	*40%*	*38%*	*36%*	*37%*	*35%*
영업이익	**267**	**308**	**349**	**337**	**447**	**559**	**619**	**518**	**923**	**1,261**	**2,143**	**2,734**
% yoy	*29%*	*30%*	*27%*	*65%*	*68%*	*82%*	*77%*	*54%*	*40%*	*37%*	*70%*	*28%*
OPM	*36%*	*37%*	*39%*	*33%*	*38%*	*40%*	*46%*	*36%*	*35%*	*36%*	*40%*	*40%*

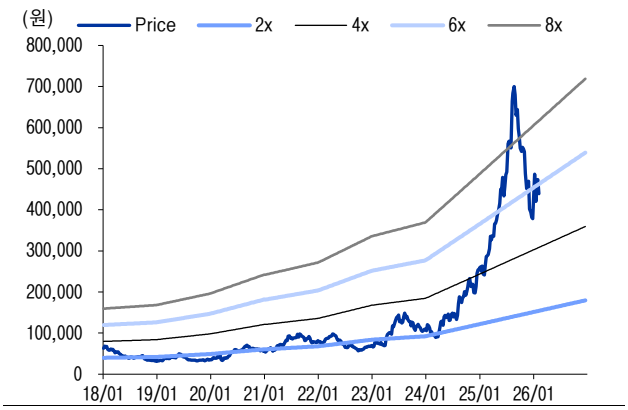
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림12 **파마리서치 12M FWD PER 밴드 차트**



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림13 **파마리서치 12M FWD PBR 밴드 차트**



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

표2 파마리서치 PER Valuation

	2022	2023	2024	2025P	2026E
지배주주순이익 (억원)	434	773	889	1,738	2,162
발행주식수(천주)					11,565
Target PER(x)					30
적정 시가총액 (억원)					64,856
현재주가 (원)					439,500
목표주가 (원)					**560,000**
상승여력					**27.4%**

자료: LS증권 리서치센터
주석: 발행주식수는 RCPS 포함 산출

표3 피어 밸류에이션 테이블 (컨센서스 기준)

(억원, mn USD)	시가총액	매출액			OPM (%)			PER (배)		
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
클래시스	48,867	2,429	3,412	4,647	50	49	50	31	38	27
휴젤	31,621	3,730	4,200	4,941	45	47	48	26	22	18
GALDERMA	45,140	4,440	5,206	6,157	15	18	21	115	61	44
평균					**36%**	**38%**	**39%**	**57**	**40**	**30**

자료: FnGuide, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

재무상태표

(억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	2,565	5,545	6,931	8,703	11,008
현금 및 현금성자산	672	1,653	1,574	3,027	5,108
매출채권 및 기타채권	347	425	563	644	684
재고자산	502	573	814	890	905
기타유동자산	1,043	2,894	3,980	4,142	4,310
비유동자산	2,788	3,012	2,963	2,952	2,945
관계기업투자등	991	858	705	733	763
유형자산	1,231	1,473	1,655	1,615	1,578
무형자산	320	334	335	324	314
자산총계	**5,353**	**8,557**	**9,894**	**11,654**	**13,953**
유동부채	659	828	550	645	721
매입채무 및 기타재무	190	402	313	398	464
단기금융부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비유동부채	72	2,034	2,040	2,007	1,980
장기금융부채	13	1,970	1,980	1,945	1,917
기타비유동부채	59	65	61	62	64
부채총계	**731**	**2,863**	**2,590**	**2,651**	**2,701**
지배주주지분	4,331	5,394	7,025	8,725	10,974
자본금	52	53	53	53	53
자본잉여금	1,754	1,973	1,981	1,981	1,981
이익잉여금	2,608	3,431	5,008	6,708	8,957
비지배주주지분(연결)	291	300	278	278	278
자본총계	**4,622**	**5,694**	**7,303**	**9,003**	**11,252**

손익계산서

(억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**2,610**	**3,501**	**5,357**	**6,913**	**8,057**
매출원가	708	989	1,247	1,751	1,805
매출총이익	**1,903**	**2,512**	**4,110**	**5,162**	**6,252**
판매비 및 관리비	980	1,252	1,967	2,429	2,673
영업이익	**923**	**1,261**	**2,143**	**2,734**	**3,579**
(EBITDA)	1,043	1,397	2,301	2,893	3,735
금융손익	40	105	27	102	112
이자비용	30	46	99	87	86
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	44	-207	38	0	0
세전계속사업이익	**1,007**	**1,158**	**2,207**	**2,836**	**3,691**
계속사업법인세비용	234	269	501	652	849
계속사업이익	773	889	1,706	2,184	2,842
중단사업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
당기순이익	**773**	**889**	**1,706**	**2,184**	**2,842**
지배주주	766	920	1,738	2,162	2,814
총포괄이익	**784**	**910**	**1,706**	**2,184**	**2,842**
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	76.7	74.7	77.6
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.0	39.5	44.4
EBITDA 마진률 (%)	39.9	39.9	42.9	41.8	46.4
당기순이익률 (%)	29.6	25.4	31.8	31.6	35.3
ROA (%)	15.1	13.2	18.8	20.1	22.0
ROE (%)	19.7	18.9	28.0	27.5	28.6
ROIC (%)	27.1	35.0	48.9	53.6	69.8

현금흐름표

(억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**649**	**1,381**	**1,370**	**2,224**	**2,954**
당기순이익(손실)	773	889	1,706	2,184	2,842
비현금수익비용가감	278	610	494	139	128
유형자산감가상각비	84	98	115	121	118
무형자산상각비	35	38	43	39	37
기타현금수익비용	62	289	229	-20	-27
영업활동 자산부채변동	-307	4	-516	-98	-16
매출채권 감소(증가)	-3	-52	-134	-81	-40
재고자산 감소(증가)	-282	-119	-249	-77	-15
매입채무 증가(감소)	-3	159	-111	85	66
기타자산, 부채변동	-19	16	-22	-26	-27
투자활동 현금흐름	**-447**	**-2,255**	**-1,103**	**-274**	**-280**
유형자산처분(취득)	-120	-364	-238	-81	-80
무형자산 감소(증가)	-6	-23	-55	-28	-28
투자자산 감소(증가)	-221	-1,724	-745	-154	-161
기타투자활동	-99	-145	-65	-11	-11
재무활동 현금흐름	**260**	**-1,826**	**334**	**497**	**593**
차입금의 증가(감소)	-340	83	-215	-35	-28
자본의 증가(감소)	-72	-101	-134	-462	-565
배당금의 지급	-75	-101	-134	-462	-565
기타재무활동	672	-1,809	683	994	1,186
현금의 증가	**-57**	**981**	**-80**	**1,453**	**2,082**
기초현금	729	672	1,653	1,574	3,027
기말현금	672	1,653	1,574	3,027	5,108

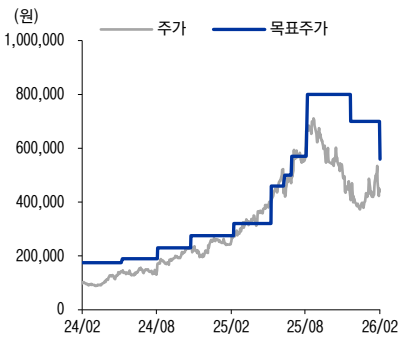
주요 투자지표

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	14.8	30.6	26.3	21.1	16.6
P/B	2.6	5.7	7.2	5.8	4.6
EV/EBITDA	9.9	18.3	0.8	0.1	-0.5
P/CF	10.8	20.5	4.3	4.6	5.8
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.9	1.1	1.4
성장성 (%)					
매출액	34.0	34.1	53.0	29.0	16.5
영업이익	40.0	36.6	70.0	27.6	30.9
세전이익	86.3	15.0	90.6	28.5	30.1
당기순이익	77.9	15.1	91.8	28.0	30.1
EPS	84.8	15.5	95.3	24.4	26.9
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	35.5	29.4	24.0
유동비율	389.2	669.6	1,260.3	1,350.2	1,527.6
순차입금/자기자본(x)	-20.8	-34.6	-36.9	-47.9	-58.2
영업이익/금융비용(x)	30.9	27.2	21.6	31.4	41.8
총차입금 (십억원)	351	2,136	1,975	1,940	1,912
순차입금 (십억원)	-963	-1,971	-2,697	-4,311	-6,552
주당지표(원)					
EPS	7,417	8,568	16,729	20,808	26,402
BPS	41,966	46,161	60,746	75,443	94,887
CFPS	10,181	12,830	19,020	20,084	25,685
DPS	950	1,100	4,040	4,940	6,000

자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

파마리서치 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2023.01.18	신규	조은애			
2024.05.13	Buy	190,000	-12.2		-25.8
2024.08.08	Buy	230,000	1.3		-15.2
2024.10.29	Buy	275,000	-0.5		-14.3
2025.02.11	Buy	320,000	25.5		4.3
2025.05.14	Buy	460,000	13.7		-0.6
2025.06.16	Buy	500,000	-0.1		-6.3
2025.07.03	Buy	570,000	16.5		-0.5
2025.08.11	Buy	800,000	-11.1		-27.4
2025.11.25	Buy	700,000	-23.7		-39.2
2026.02.05	Buy	560,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	88.7% 11.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025.1.1 ~ 2025.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)