

EARNINGS REVIEW

14 May, 2025

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 | jungwoo@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	510,000	390,000원	상향
Earnings			상향

Stock Information

현재가 (05/13)	398,000원
예상 주가상승률	28.1%
시가총액	41,828억원
비중(KOSDAQ내)	1.12%
발행주식수	10,510천주
52주 최저가/최고가	127,500 - 401,500원
90일 일평균거래대금	281억원
외국인 지분율	16.4%
주요주주지분율(%)	
정상수 (외 8인)	34.5
자사주 (외 1인)	1.1
우리사주 (외 1인)	1.1

Valuation wide

	2024	2025E	2026E
PER(배)	30.0	28.4	22.3
PBR(배)	6.1	7.3	5.7
EV/EBITDA(배)	18.3	19.3	14.6
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	8.7	81.7	183.5	51.6
KOSDAQ 대비 상대수익률	3.5	75.6	197.8	43.7

DAOL 다올투자증권

파마리서치 (214450)

폭주 리쥔란

Issue

1Q25P Review

Pitch

매출액과 영업이익 컨센서스 각각 +11%, +8% 상회. 상회 사유는 의료기기 및 화장품 내수 매출 호조, 의료 관광 인바운드 최고 수혜 종목으로서 연간 추정치 실적 상향. 적정주가 51만원 상향

Rationale

- 1Q25P 매출액 1,169억원(YoY +57%, QoQ +13%), 영업이익 447억원(YoY +68%, QoQ +33%)을 기록. 내수 의료기기와 화장품은 483억원과 107억원을 기록, 당사 추정치 +15%, +12% 상회하며 호실적 견인. 중국/일본 포함한 주변국 인바운드 관광 수요가 의료기기 내수 매출액의 높은 성장률(YoY +72%)을 견인(수도권 기준 이용객의 30%가 외국인 추정). 화장품 내수 호조는 매출 부진 우려했던 면세 채널의 QoQ 증가와 SKU 확대에 기인. 다만, OPM은 기존 추정치 39.8% 대비 1.5%p 하회한 38.3% 달성하였으며 이는 메디코슨 제품 개발 연구개발비 집행
- 항후 출시 예정 제품으로는 2025년말 RF 미용 의료기기 출시 예정이며, PLLA 스킨부스터 국내 시장을 위해 도입. 2026년 파마리서치 바이오 증축 완료에 따라 국내 독신 본격 판매 예정. 메디컬 에스테틱 퓨어 업체로서 발돋움하기 위한 포트폴리오 순조롭게 확장 중. 화장품 SKU도 확대 중. 유럽 리쥔란 판매는 2H25E 개시 예정으로 파트너사 선정 완료되지 않음
- 2Q25E 매출액 1,215억원(YoY +46%, QoQ +4%), 영업이익 482억원(YoY +57%, QoQ +8%)을 전망. 2Q25E 의료 관광 인바운드 확대에 따른 내수 의료기기 매출 증가(YoY +65%, QoQ +7%)가 실적 성장 견인
- 타사 PLLA 스킨부스터 시술 사고로 인한 시술 수요 위축 우려 있었으나, 제품 특성에 기인한 사고로 인식되며 시술 수요 위축은 나타나고 있지 않음
- 해외 PEER PER 적용 및 추정치 상향에 따라 적정주가 51만원 상향. 의료 관광 인바운드 최고 수혜를 입증하는 실적과 동시에 QoQ 증익 구간 돌입

1Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정 2025.03(P)	당사 예상 2025.03(E) vs Chg		시장 컨센서스 2025.03(E) vs Con		전년 동기 2024.03(A) YoY		전분기 2024.12(A) QoQ	
매출액	116.9	107.1	9.1	105.0	11.3	74.7	56.5	103.1	13.4
영업이익	44.7	42.7	4.8	41.3	8.3	26.7	67.7	33.7	32.7
지배주주순이익	36.2	33.6	7.7	31.5	14.8	17.2	109.8	18.7	93.5
OPM	38.3%	39.8%	-1.6%p	39.3%	-1.1%p	35.7%	2.6%p	32.7%	5.6%p
NIM	30.9%	31.3%	-0.4%p	30.0%	0.9%p	23.1%	7.9%p	18.1%	12.8%p

Note: K-IFRS 연결 기준

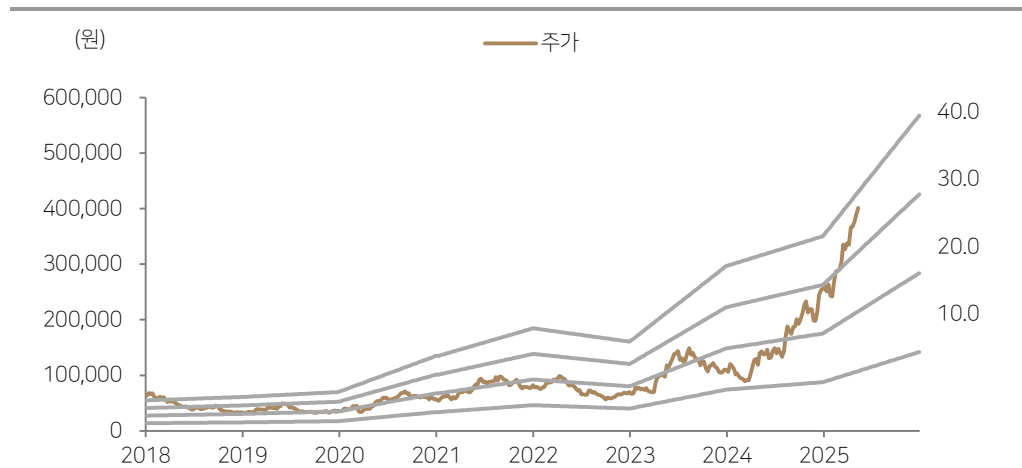
Source: 다올투자증권

Fig. 1: Valuation

PER Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EPS(원)	3,348	4,617	4,013	7,417	8,758	14,202	18,070	21,670	26,469	32,877	37,809
YOY	91%	38%	-13%	85%	18%	62%	27%	20%	22%	24%	15%
완전 희석 EPS(원)				6,669	7,874	12,769	16,246	19,482	23,797	29,558	33,992
YOY					18%	62%	27%	20%	22%	24%	15%
적정 PER(배)	40.0										
완전 희석 적정주가(원)	510,741										
	Implied PER						31.4	26.2	21.4	17.3	15.0
적정주가(원)							510,000				
증가(원)							398,000				
상승여력							28.1%				

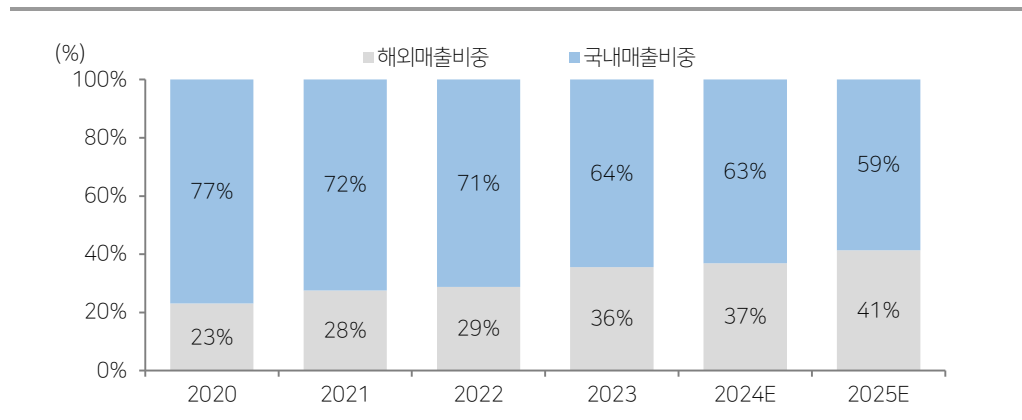
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 3: 파마리서치 해외 매출 비중 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 파마리서치 실적 추정

(십억원)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	74.7	83.1	89.2	103.1	116.9	121.5	114.1	128.5	350.1	481.0	616.9
YoY(%)	35%	24%	30%	47%	56%	46%	28%	25%	34%	37%	28%
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	74.4	67.2	81.5	193.6	292.5	382.3
YoY(%)	27%	24%	47%	67%	81%	73%	33%	32%	42%	51%	31%
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	48.3	51.8	42.7	47.6	137.4	190.4	220.7
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	21.2	22.6	24.5	33.9	56.2	102.1	161.7
의약품	16.1	18.1	16.1	14.2	17.2	17.3	17.9	16.2	64.5	68.5	80.9
YoY(%)	30%	34%	8%	3%	7%	-4%	11%	14%	18%	6%	18%
내수	10.1	9.6	10.0	8.7	10.6	10.5	11.0	9.5	38.4	41.7	51.1
수출	6.0	8.5	6.1	5.5	6.6	6.8	6.8	6.6	26.1	26.8	29.8
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	27.9	27.6	26.9	28.7	77.3	111.2	145.0
YoY(%)	61%	18%	0%	49%	58%	39%	59%	26%	29%	44%	30%
내수	8.2	7.9	5.9	8.8	10.7	10.3	10.5	10.5	30.8	42.0	46.2
수출	9.5	12.0	11.1	14.0	17.2	17.4	16.4	18.2	46.5	69.2	98.8
GP	51.8	59.2	64.6	75.7	85.4	88.9	82.6	95.0	251.2	351.9	454.6
GPM	69.3%	71.3%	72.4%	73.4%	73.1%	73.2%	72.4%	73.9%	71.8%	73.1%	73.7%
OP	26.7	30.8	34.9	33.7	44.7	48.2	44.2	48.6	126.1	185.6	240.7
YoY(%)	29%	30%	27%	65%	68%	57%	26%	44%	37%	47%	30%
OPM	35.7%	37.0%	39.1%	32.7%	38.3%	39.7%	38.7%	37.8%	36.0%	38.6%	39.0%
판관비	25.1	28.5	29.6	42.0	40.7	40.7	38.4	46.4	125.2	166.2	213.9
인건비	7.7	8.2	8.6	10.0	11.2	11.3	10.7	12.1	34.4	45.3	58.2
광고선전비	5.0	5.7	6.2	12.8	9.4	9.7	9.2	14.1	29.6	42.5	54.4
지배주주 NP	17.2	31.4	24.7	18.7	36.2	39.0	35.4	38.7	92.0	149.3	189.9
YoY(%)	-3%	88%	-7%	21%	110%	24%	43%	107%	20%	62%	27%
NPM	23.1%	37.8%	27.7%	18.1%	30.9%	32.1%	31.1%	30.1%	26.3%	31.0%	30.8%

Source: 다올투자증권

Fig. 5: 파마리서치 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03
매출액	111.4	112.1	129.6	126.5	121.5	114.1	128.5	149.0	9.0	1.8	(0.8)	17.8
영업이익	44.0	44.6	49.4	50.1	48.2	44.2	48.6	57.8	9.6	(1.0)	(1.7)	15.5
영업이익률	39.4	39.8	38.1	39.6	39.7	38.7	37.8	38.8	0.2	(1.1)	(0.4)	(0.8)
EBITDA	47.9	48.7	53.7	54.5	52.2	48.3	52.9	62.3	8.9	(0.9)	(1.5)	14.4
EBITDA이익률	43.0	43.5	41.4	43.1	43.0	42.3	41.1	41.8	(0.1)	(1.1)	(0.3)	(1.2)
지배주주순이익	35.3	35.8	39.2	39.3	39.0	35.4	38.7	45.6	10.4	(0.9)	(1.5)	15.9

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 파마리서치, 다올투자증권

파마리서치 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	256.5	554.5	855.3	991.0	1,151.5
현금성자산	131.4	410.7	691.0	794.0	922.6
매출채권	34.7	42.5	51.1	64.8	78.2
재고자산	50.2	57.3	68.8	87.3	105.4
비유동자산	278.8	301.2	339.9	390.2	449.7
투자자산	123.8	120.5	125.3	130.4	135.7
유형자산	123.1	147.3	184.7	233.0	290.0
무형자산	32.0	33.4	29.9	26.8	24.0
자산총계	535.3	855.7	1,195.3	1,381.2	1,601.2
유동부채	65.9	82.8	91.0	104.2	117.1
매입채무	19.0	40.2	48.1	61.0	73.7
유동성이자부채	33.8	16.7	16.7	16.7	16.7
비유동부채	7.2	203.4	403.6	403.8	404.0
비유동이자부채	1.3	197.0	397.0	397.0	397.0
부채총계	73.1	286.3	494.6	508.0	521.1
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	478.9	651.5	858.4
자본조정	(8.3)	(6.2)	(10.9)	(10.9)	(10.9)
자기주식	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
자본총계	462.2	569.4	700.6	873.2	1,080.1
투하자본	266.8	286.6	334.0	399.9	474.5
순차입금	(96.3)	(197.1)	(277.4)	(380.4)	(508.9)
ROA	15.2	12.8	14.7	15.1	15.6
ROE	19.9	18.3	25.0	25.6	24.5
ROIC	27.1	35.0	46.7	51.2	51.5

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	261.0	350.1	481.0	616.9	739.5
증가율 (Y-Y,%)	34.0	34.1	37.4	28.3	19.9
영업이익	92.3	126.1	185.6	240.7	288.4
증가율 (Y-Y,%)	40.0	36.6	47.3	29.7	19.8
EBITDA	104.3	139.7	201.9	259.9	311.2
영업외손익	8.4	(10.2)	8.0	8.0	9.5
순이자수익	4.4	5.5	3.9	3.1	3.7
외화관련손익	(0.4)	5.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	7.0	7.8	9.3
세전계속사업손익	100.7	115.8	193.7	248.7	297.9
당기순이익	77.3	88.9	151.2	194.0	232.3
지배기업당기순이익	76.6	92.0	149.3	189.9	227.7
증가율 (Y-Y,%)	77.9	15.1	70.0	28.3	19.8
NOPLAT	70.8	96.8	145.0	187.7	224.9
(+) Dep	12.0	13.6	16.3	19.2	22.8
(-) 운전자본투자	21.4	(15.3)	12.3	19.5	19.0
(-) Capex	12.1	36.4	50.0	64.2	76.9
OpFCF	49.3	89.3	99.0	123.3	151.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	33.9	31.5	35.2	33.2	28.3
영업이익증가율(3Yr)	40.3	33.9	41.2	37.7	31.8
EBITDA증가율(3Yr)	35.6	31.1	38.2	35.6	30.6
순이익증가율(3Yr)	33.5	23.8	51.6	35.9	37.7
영업이익률(%)	35.3	36.0	38.6	39.0	39.0
EBITDA마진(%)	39.9	39.9	42.0	42.1	42.1
순이익률(%)	29.6	25.4	31.4	31.4	31.4

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	64.9	138.1	141.8	182.0	222.4
당기순이익	77.3	88.9	151.2	194.0	232.3
자산상각비	12.0	13.6	16.3	19.2	22.8
운전자본증감	(30.7)	0.4	(12.3)	(19.5)	(19.0)
매출채권감소(증가)	(0.3)	(5.2)	(8.6)	(13.7)	(13.4)
재고자산감소(증가)	(28.2)	(11.9)	(11.5)	(18.5)	(18.1)
매입채무증가(감소)	(0.3)	15.9	7.9	12.9	12.6
투자현금	(44.7)	(225.5)	(58.1)	(71.9)	(83.9)
단기투자자산감소	(18.1)	(173.9)	(10.0)	(10.4)	(10.8)
장기투자증권감소	(4.0)	1.6	3.5	4.2	5.5
설비투자	(12.1)	(36.4)	(50.0)	(64.2)	(76.9)
유무형자산감소	(0.6)	(2.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
재무현금	(26.0)	182.6	186.6	(17.3)	(20.8)
차입금증가	(34.0)	8.3	200.0	0.0	0.0
자본증가	(7.2)	(10.1)	(13.4)	(17.3)	(20.8)
배당금지급	7.5	10.1	13.4	17.3	20.8
현금 증감	(5.7)	98.1	270.3	92.7	117.7
총현금흐름(Gross CF)	105.1	149.9	154.1	201.4	241.5
(-) 운전자본증가(감소)	21.4	(15.3)	12.3	19.5	19.0
(-) 설비투자	12.1	36.4	50.0	64.2	76.9
(+) 자산매각	(0.6)	(2.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	29.7	(75.2)	83.8	110.0	138.6
(-) 기타투자	4.0	(1.6)	(3.5)	(4.2)	(5.5)
잉여현금	25.7	(73.7)	87.2	114.2	144.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	7,417	8,758	14,034	17,869	21,413
BPS	38,867	43,303	54,831	69,866	87,813
DPS	950	1,100	1,500	1,800	2,300
Multiples(x,%)					
PER	14.8	30.0	28.4	22.3	18.6
PBR	2.8	6.1	7.3	5.7	4.5
EV/ EBITDA	9.9	18.3	19.3	14.6	11.8
배당수익률	0.9	0.4	0.4	0.5	0.6
PCR	10.8	20.5	30.2	23.1	19.3
PSR	4.3	8.8	9.7	7.5	6.3
재무건전성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	70.6	58.2	48.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	389.2	669.6	939.8	951.0	983.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	1.3	6.2	6.8	6.8
자산구조					
투하자본(%)	51.1	35.0	29.0	30.2	31.0
현금+투자자산(%)	48.9	65.0	71.0	69.8	69.0
자본구조					
차입금(%)	7.1	27.3	37.1	32.1	27.7
자기자본(%)	92.9	72.7	62.9	67.9	72.3

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 87.8% HOLD : 12.2% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

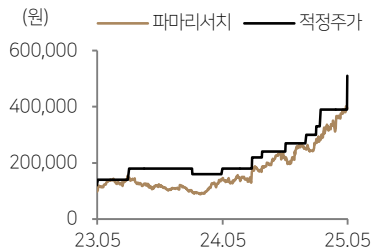
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
 · BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
 · HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
 · SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

파마리서치 (214450)



일자	2023.05.15	2023.05.16	2023.08.14	2024.02.13	2024.05.13	2024.08.08
투자등급	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	12,000원	140,000원	180,000원	160,000원	180,000원	220,000원
일자	2024.09.06	2024.11.14	2025.01.13	2025.02.11	2025.02.24	2025.05.14
투자등급	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	240,000원	270,000원	300,000원	330,000원	390,000원	510,000원

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.05.15	12,000원	102,900원	102,900원	757.5	757.5
2023.05.16	140,000원	129,840원	154,400원	-7.3	10.3
2023.08.14	180,000원	117,356원	146,900원	-34.8	-18.4
2024.02.13	160,000원	107,058원	143,000원	-33.1	-10.6
2024.05.13	180,000원	140,954원	166,900원	-21.7	-7.3
2024.08.08	220,000원	176,460원	188,100원	-19.8	-14.5
2024.09.06	240,000원	211,807원	235,500원	-11.8	-1.9
2024.11.14	270,000원	232,023원	266,500원	-14.1	-1.3
2025.01.13	300,000원	252,471원	273,500원	-15.8	-8.8
2025.02.11	330,000원	283,889원	294,500원	-14.0	-10.8
2025.02.24	390,000원	341,115원	401,500원	-12.5	3.0
2025.05.14	510,000원	-	-	-	-

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 05월 13일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.