

의료기기 (Overweight)

동남아 접수 끝. 남은 건 미국뿐

Issue

IMCAS 2025 ASIA 참석 후기

Pitch

태국 피부 미용 의료 시장에서 높은 시술 관심도 확인되며 국내 업체들의 MS는 높음. 인도네시아 시장 또한 확장기이며, 여전히 높은 시술 단가로 인해 국내 의료 관광에 대한 수요 또한 유효. 미용 의료기기 업종에 대한 선호 의견(Overweight) 유지

Rationale

- IMCAS 2025 ASIA 참여 업체 중 한국 업체 비중 50%. 비침습RF와 PDRN 제품에 대한 높은 관심도 확인. HIFU 제품은 클래시스의 압도적인 MS 확인
- 태국/인도네시아 시장에서 국내 제품 인지도 높아지고 있으나, 여전히 한국 대비 시술가는 3배 이상. 특히나 2024년 관광 수입 대비 의료관광 비중은 6.1%이며 2025E 10% 달성 기대. 피부재생 OTC 제품 또한 넥스트 K뷰티 품목으로 주목 가능
- 중장기 피부 미용 의료기기 업체의 리스크는 MSO와 시술 어플리케이션 부상에 따른 브랜딩 파워 약화. 2025E 레이저/마이크로웨이브/EMS+모노폴라 RF 등 신규 리프팅/타이트닝 장비 출현
- 클래시스와 파마리서치, 휴젤 3사에 대한 TAM과 MS 계산을 통한 중장기 기업 가치 산정. 클래시스와 파마리서치, 휴젤 각각 10조원, 9.5조원, 7조원 제시
- 클래시스: 마케팅 팀과의 인터뷰 통해 태국 시장에서의 동사 MS 확대 기대감 통해 Conviction BUY 제시, 적정주가 8.5만원. 2020 ~ 2022년 급격한 성장을 보인 브라질 시장을 태국에서 반복 재현 중. 1,500개 클리닉 유저 기반으로 Ultraformer 3 구매 유저를 Ultraformer MPT, Volnewmer로 전환 중. 미국/유럽 시장의 HIFU/RF 침투율 확대 기대
- 파마리서치: 인적분할 코멘트. 인적분할로 인한 기업 가치 훼손 요소 없음. 주주환원을 강화(30%) 및 신규 포트폴리오 및 해외 진출 전략 주목. 적정주가 51만원 유지. 잠재 리스크였던 승계 관련 이슈 완전 해소되며 현 구조 상 사업회사 주가 상승은 최대주주와 일반주주 모두 수혜로 사업회사 Long, 홀딩스 Short 유효. 적정주가 51만원 제시하며, 인적분할에 따른 사업회사와 홀딩스 합산 가치는 7.5조원(주가 기준 64만원)

CONTENTS

03	I. IMCAS2025 후기: 동남아 접수는 끝났다
	I-1. IMCAS 참석 주요 기업 소개
	I-2. 스킨부스터에 대한 높은 관심도
05	II. 현지 시장 조사: 의료 관광, 올 수 밖에 없더라
	II-1. 현지의 높은 시술가
	II-2. 리쥬란의 높은 인지도 재확인
11	III. 아직 헤게모니는 제조업체에게 있으나
	III-1. MSO와 시술 어플로 무게중심 이동 가능성 경계
14	IV. 2025년 국내 시술 트렌드
	IV-1. 신규 에너지 기반 EBD 소개 중
16	V. TAM 얼마까지 볼 수 있을까?
	V-1. 클래스스: 못한 대륙이 없다. 미국/유럽도 당연히
	V-2. 파마리서치: 막차는 타야지, PDRN 열풍이 만든 수혜
	V-3. 휴젤: 미국 내 MS 10%를 가정한다면
23	VI. 종목별 투자의견
24	클래스스 (214150) _ Top Pick
34	파마리서치 (214450)

I. IMCAS2025 후기: 동남아 접수는 끝났다

I-1. IMCAS 참석 주요 기업 소개

IMCAS 2025 ASIA는 태국 방콕에서 6/6 ~ 6/8일 3일 동안 진행되었다. 해당 학회에서는 3,000여명의 참석자와 함께 150개의 세션이 진행되었으며 110개의 세션이 진행되었다. 그 중 국내 기업은 50여개 참석하여 국내 업체들의 미용 의료기기 시장에서의 시장 점유율을 다시금 확인하였다.

해당 학회는 태국 시장뿐만 아니라 글로벌 시장에서의 기술 트렌드를 확인할 수 있었으며 글로벌 기업들의 신제품들 또한 확인할 수 있었다.

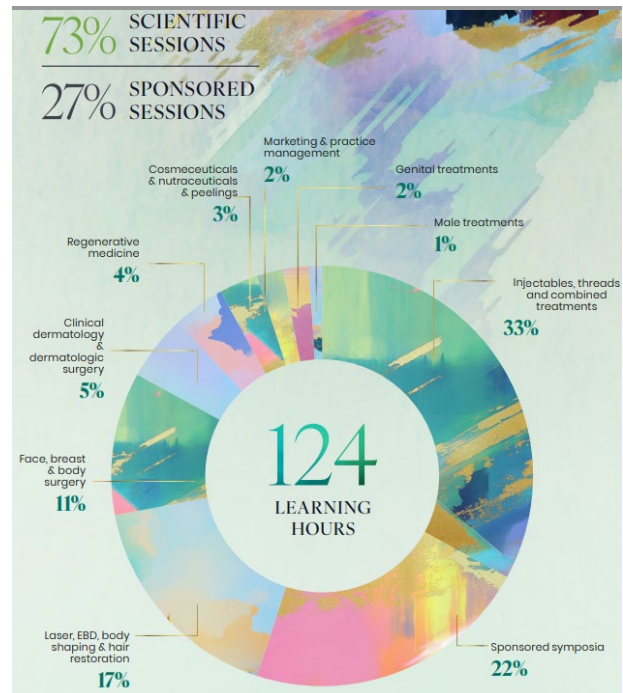
해외 업체 중 Alma, Galderma, Deka, Inmode, Cutera 등이 국내에서도 유의미한 성과를 보인 기업들로서 참석하였고, 국내 기업은 클래시스, 원텍, 비올, 아스테라시스, 사이노슈어루트로닉, 제이시스메디칼, 파마리서치, 휴온스, 한국비앤씨, 차메디텍, 은성글로벌, 쉬엔비, 엑스코바이오, 동방메디컬, 브이티, 텐텍 등이 참석하였다. 시술에 대한 노하우에 대한 공유하며, 적합한 시술 및 제품을 공유하는 세션이 진행되며, 전시 부스에서는 현지 키닥터들이나 병원들이 제품에 대한 소개를 받으며, 향후 영업이나 현재 대리점을 통해 판매가 이루어지는 형태다.

Fig. 1: IMCAS 2025



Source: IMCAS, 다올투자증권

Fig. 2: 세션 구성



Source: IMCAS, 다올투자증권

I-2. 스킨부스터에 대한 높은 관심도

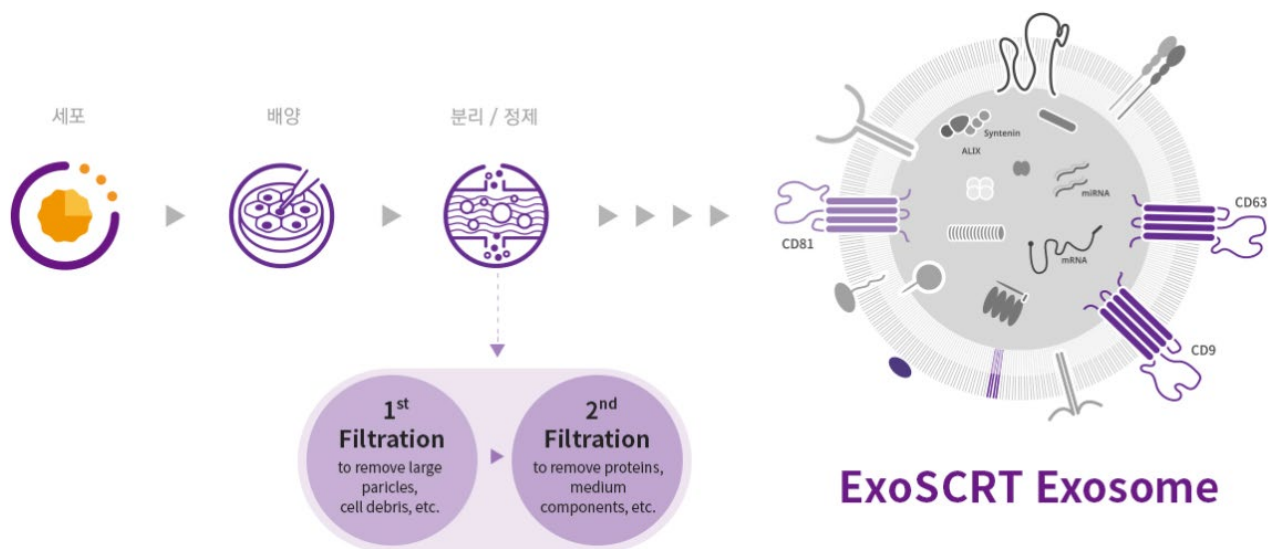
따라서 해당 업체들의 분포와 유사하겠지만, 시장에 화두가 되고 있는 제품은 비침습RF와 PDRN 필러에 대한 높은 관심도였다. HIFU 기술의 경우, 클래시스가 태국 시장 내 압도적인 점유율을 보이고 있어 클래시스 외 다른 업체들의 전시가 미진하였으나 비침습RF의 경우, 현지 직판을 통해 판매를 하고 있는 원텍의 올리지오를 필두로 클래시스의 불뉴머, 사이노슈어루트로닉의 세르프, 제이시스메디칼의 덴서티, 아스테라시스의 쿨페이즈 등이 전시되었다.

HA필러가 가져오는 물리적인 수복 대비 PDRN과 PLLA이 스킨부스터의 원료로 주목받고 있으나, IMCAS2025 ASIA에서 또한 대안 재료에 대한 고민을 확인할 수 있었다. 스킨부스터에 있어서는 Galderma의 Sculptra나 파마리서치의 Rejuran이 대표 제품으로 소개되었으나, RF 마이크로니들링을 활용한 Lacto-X 부스터를 유니레버의 Dermalogica가 출시하였다. 엑소코바이오는 ASCE+를 활용한 220만건의 임상 사례와 33개의 논문 소개 세션을 가졌다.

한국 식약처는 2023년 세포외소포치료제에 대한 품질, 비임상 및 임상 평가 가이드라인을 제시한 바 있다. ‘세포외소포는 세포에서 분비되는 이중 지질막 구조의 물질로, 살아있는 세포에서 분비되는 세포외소포를 분리, 정제하여 제조하는 의약품은 세포외소포 치료제로 정의’한다. 엑소코바이오는 인체유래 ExoSCRT 분리정제 기술 기반으로 2025.02월 RSCE로 장미 줄기세포 배양액 엑소좀 제품화를 성공하였다.

Fig. 3: 엑소코바이오 ExoSCRT 분리정제 기술

- ✓ 줄기세포 배양액에서 0.1~0.5%의 순수한 엑소좀만을 분리정제하는 엑소코바이오의 특허기술입니다.
- ✓ ExoSCRT 분리정제 기술로 바이오 신약 개발에 적합한 고순도 고효능 엑소좀을 대량 생산합니다.



Source: 엑소코바이오, 다올투자증권

II. 현지 시장 조사: 의료 관광, 올 수 밖에 없더라

II-1. 현지의 높은 시술가

IMCAS2025 ASIA와 인도네시아 코스맥스 공장 투어 일정 진행 간 현지 피부과에 방문하여 국내 피부 미용 시술에 대한 가격이나 인기를 확인하였다. 현지 피부과에서 시술하는 시술 가격대는 국내 대비 2 ~ 3배 정도 높은 가격대로 형성되어 있었다.

Fig. 4: 태국 대비 국내 시술 가격 비교

제품명	단위	태국 시술 가격(원)	국내 시술 가격(원)
슈링크 유니버스	600 샷	500,000	200,000
올리지오	300 샷	500,000	300,000
리쥘란	1cc	500,000	150,000

Source: 다올투자증권

또한 피부 미용 시술 시장이 발달할수록 상대적으로 브랜드에 대한 인지도가 높게 나타나고 있음을 확인하였다. 태국 시장의 경우, 리프팅/타이트닝 장비인 슈링크 유니버스(Ultraformer MPT)나 올리지오(Oligio)의 인지도가 높은 반면, 인도네시아 시장의 경우, 제품명 보다는 에너지원으로 시술을 소개하는 경우가 많다. 상대적으로 피부 미용 시술 시장이 발달할수록 경쟁이 심화되는 과정 속에서 장비 인지도가 높아지는 과정 속에서 시술 차별화를 보이기 때문이라고 판단한다.

Fig. 5: 에너지원으로 시술을 소개하는 인도네시아

Treatment	Normal Price	New Patient Specials	Member Specials	Package 3x
HIFU Full Face	4,000,000	3,899,000	3,899,000	10,500,000
HIFU Lower Face	3,000,000	2,200,000	2,500,000	7,000,000
Scarlett Microneedle RF	5,000,000	4,800,000	4,700,000	13,800,000
IPL Rejuvenation (Face/Back/Underarm)	800,000	704,000	-	2,040,000
IPL Hair Removal Underarm/Hands/Feet/Nipple/Breast	500,000	450,000	-	1,200,000
IPL Hair Removal Arm (Upper/Lower)	1,000,000	900,000	-	2,000,000
IPL Hair Removal Legs (Upper/Lower)	1,500,000	1,350,000	-	3,500,000
IPL Brazilian	1,000,000	900,000	-	2,550,000
IPL Upper Lip	750,000	675,000	-	1,930,000
Microneedling/PRP/Hair Regrowth	2,300,000	2,100,000	2,100,000	5,100,000
Cauter	200,000	176,000	-	-

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 제품명이 소개되는 태국

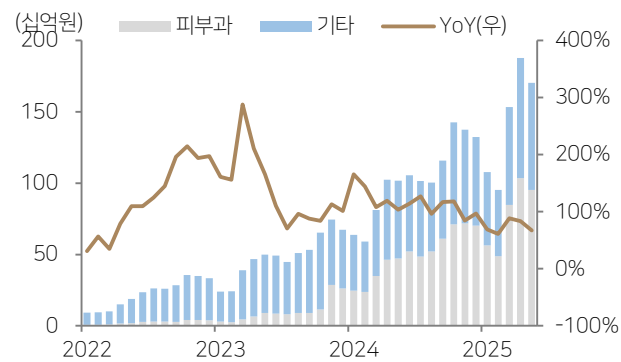
Product Name	Offer	Normal Price (฿)	Special Price (฿)
Ultravolmer V	300 SHOT	16,990	2,832
3D Microneedling	400 SHOT	15,990	2,665
Ultravolmer V	300 SHOT	14,990	2,490
Ultravolmer V	300 SHOT	7,990	1,331

Source: 다올투자증권

2025.05월 전체 의료관광 소비금액은 1,703억원으로 YoY +67%, MoM -9% 증가하였다. 원달러 환율이 2Q25 들어 빠르게 하향 안정화되고 있는 추세로 원화 강세를 보이고 있어 이에 따른 여행 심리에 소폭 타격을 입었다고 판단한다.

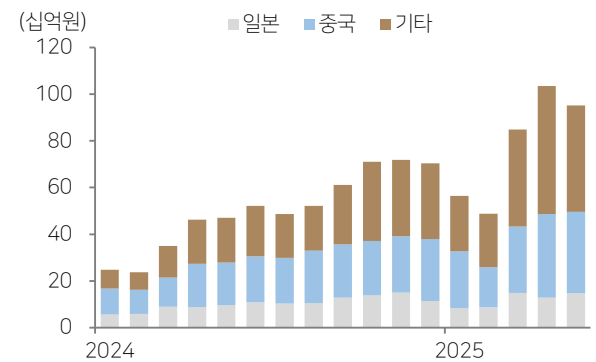
2024년 국내 관광수입은 164.5억 달러이다. 그에 비해 우리나라 외국인 의료 관광 소비 금액은 1.3조원(10억 달러) 수준으로 전체 국내 관광 수입에서 차지하는 비중은 6.1%다. 2025.05월 현재 의료관광 소비금액은 YTD +75% 증가하여 해당 추세가 이어질 경우, 의료관광이 관광 지출에서 차지하는 비중이 10%에 도달할 전망이다. 또한 상반기 대비 하반기가 중국 단체 관광 비자 면제 등 의료관광 유입에 긍정적인 요소들이 있어 국내 관광 지출 대비 의료관광 비중은 증가를 전망한다.

Fig. 7: 월별 의료관광 소비금액 추이



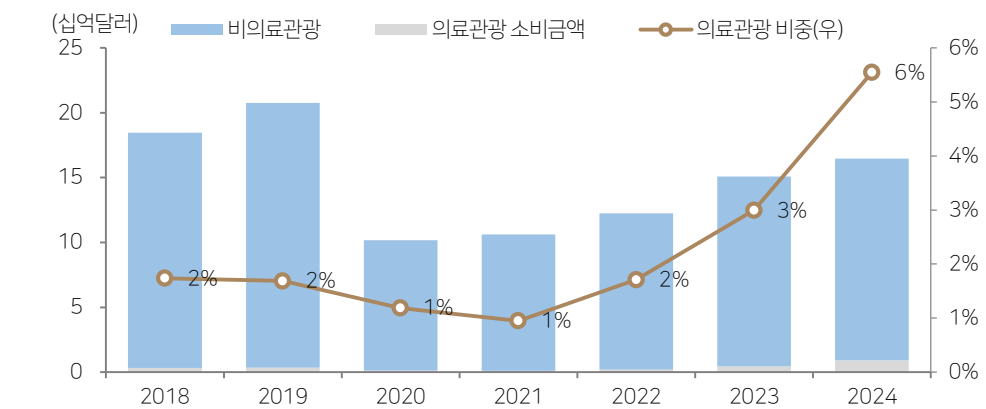
Source: 한국관광데이터랩, 다올투자증권

Fig. 8: 월별 국가별 피부과 소비금액 추이



Source: 한국관광데이터랩, 다올투자증권

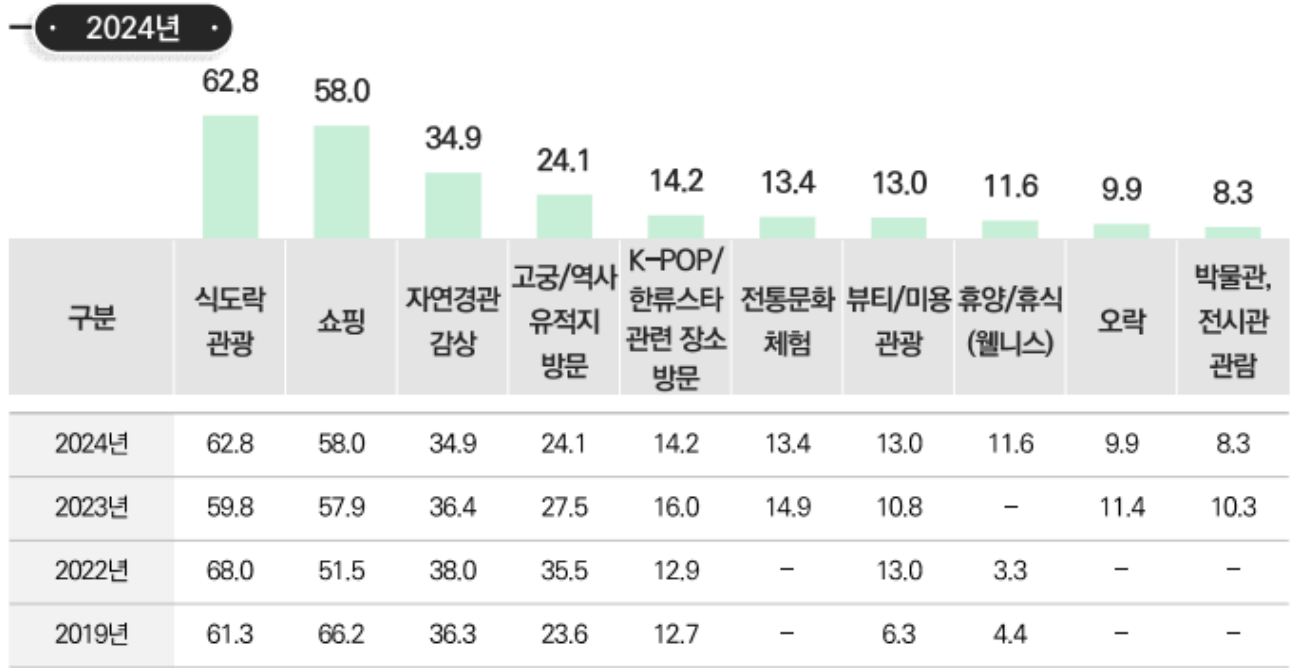
Fig. 9: 연간 관광 지출 대비 의료관광 비중은 2024년 기준 6.1%



Source: 다올투자증권

또한 방한에 있어 뷰티/미용 관광을 응답한 관광객은 13.0%로 2023년 10.8%대비 2.2%p 증가하였다. 특히나 월별로 분석할 경우, 2023.01월 뷰티/미용 관광을 응답한 소비자는 8.3%에 불과하였으나, 2024.12월은 16.2%로 7.9%p 증가하여 월별로 보았을 때도 뷰티/미용 관광에 대한 인지도가 빠르게 증가하고 있음을 확인하였다.

Fig. 10: 방한 고려 관광활동

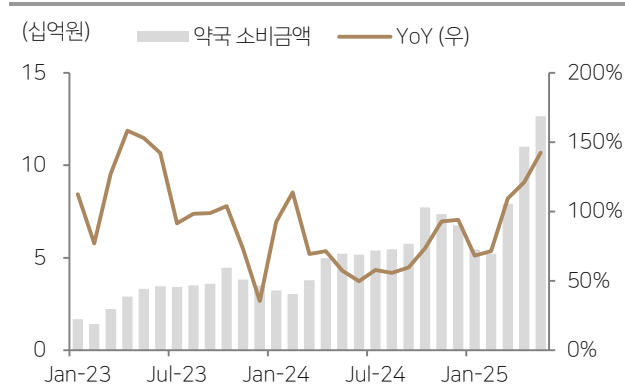


Source: 한국관광데이터랩, 다올투자증권

약국이 또다른 필수 관광
코스로 부각 중

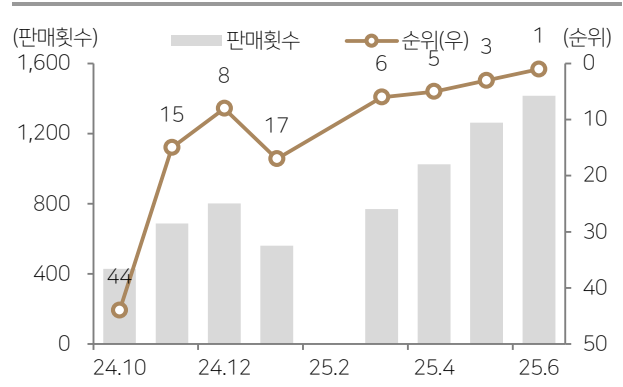
의료관광과 K뷰티가 만들어낸 또 다른 트렌드는 의약품 소비다. H&B 매장에서 판매하는 제품이 아닌 OTC에 대한 트렌드가 올라오고 있다. 여드름 연고나 흉터 치료제, 재생 크림 같은 피부 연고류 제품에 대한 인기가 높아지고 있다. 2024년 의료관광 약국 소비금액은 639억원으로 YoY +71% 성장하였으며, 2025.05월 YTD 소비금액은 422억원으로 YoY +109% 증가세를 보이고 있다.

Fig. 11: 의료관광 약국 소비금액 추이



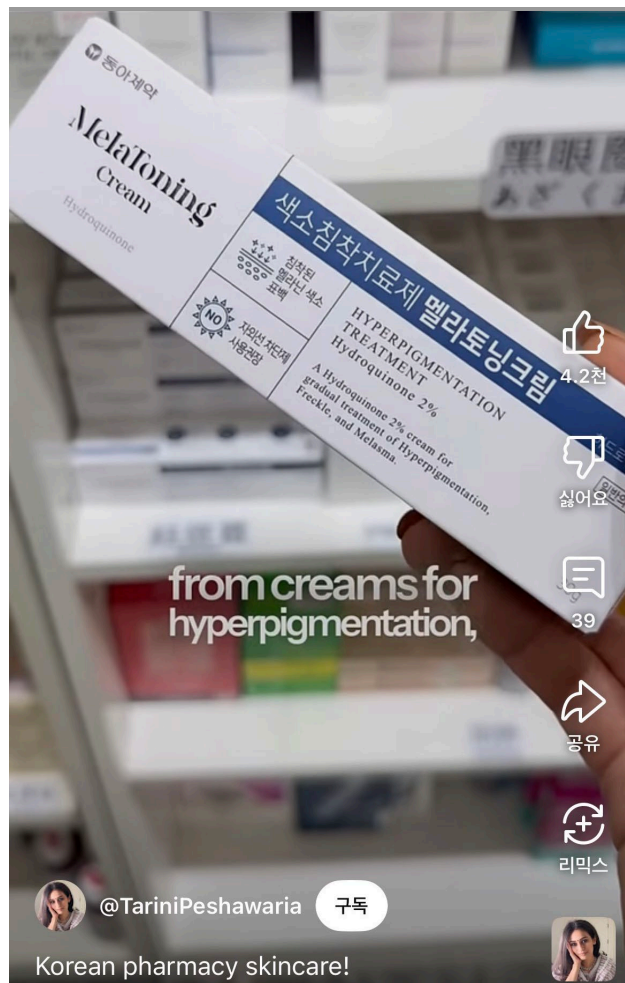
Source: 한국관광데이터랩, 다올투자증권

Fig. 12: 리쥬비넥스 크림 판매 순위



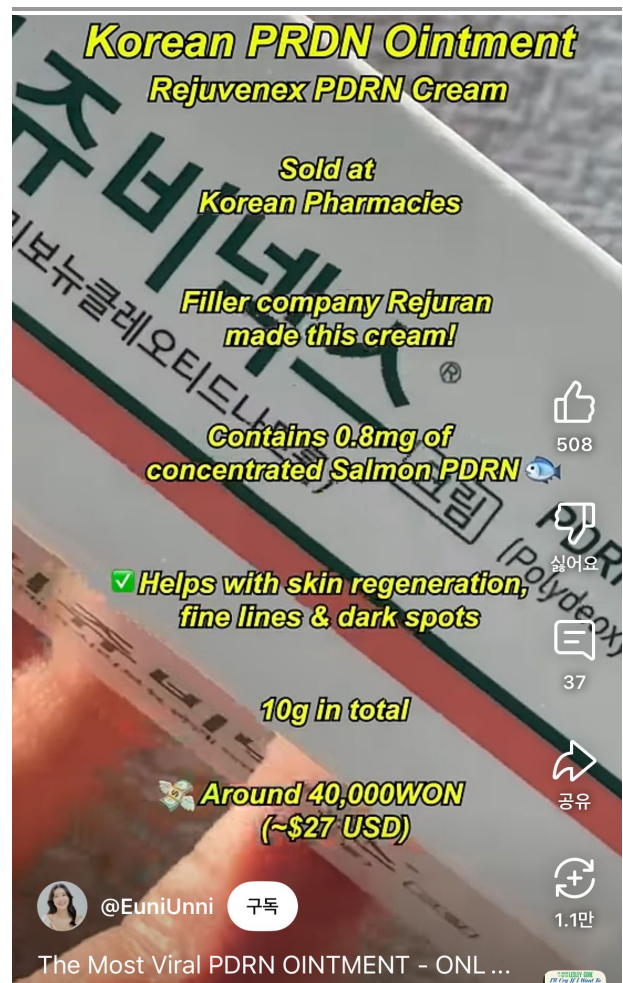
Source: 데일리팜, 다올투자증권

Fig. 13: 동아제약 - 색소침착치료제 멜라토닝크림



Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 14: 파마리서치 - 리쥬비넥스 크림



Source: Youtube, 다올투자증권

II-2. 리쥬란의 높은 인지도 재확인

인도네시아 피부과 10개를 방문한 결과 1개의 피부과를 제외하고는 리쥬란을 판매하고 있었다. 리쥬란은 현재 iDSMed라는 유통사를 통해 판매되고 있으며, 해당 업체는 파마리서치를 포함하여 Solta Medical, 비올, Cutera, Cynosure의 유통을 담당하고 있다.

또한 리프팅/타이트닝의 경우, 제품 브랜드에 대한 인지도가 낮아 Tightening 기술이라고 소개된 클리닉이 많았다. 태국 시장에서 Ultraformer MPT와 Oligio의 점유율이 높게 나타나는 데에 비해 상대적으로 압도적인 점유율을 보인 업체는 없다고 판단한다.

또한 기술 가격대는 태국과 유사하게 국내 기술 가격 대비 2 ~ 3배 높은 가격으로 설정되어 있어 국내 의료 관광에 대한 가능성을 다시 한번 확인하였다. 또한 현지 인력들은 국내와 동일하게 의사 면허를 소지한 사람이 비침습을 포함한 기술을 진행하고 있으며, 현지 유통사들이 주기적인 교육을 진행하고 있으나, 한국이나 해외 기술 교육 경험을 강조하는 병원도 확인할 수 있었다.

Fig. 15: 현지 리쥬란 Pricelist



Source: 다올투자증권

Fig. 16: 현지 리쥬란 Pricelist



Source: 다올투자증권

Fig. 17: 현지 리쥘란 Pricelist

Glow DNA			
Treatment	Normal Price	New Patient Specials	Member Specials
Baby Glow DNA	2,300,000	2,100,000	2,100,000
Glow DNA Healer	2,900,000	2,000,000	2,500,000
Glow DNA Healer+	6,500,000	5,999,000	5,799,000
Glow DNA Brightening	2,900,000	2,000,000	2,500,000
Glow DNA Brightening+	6,900,000	6,699,000	6,499,000
Glow DNA Hydrating	2,900,000	2,000,000	2,500,000
Glow DNA Hydrating+	7,900,000	7,799,000	7,699,000
Glow DNA Firming	7,000,000	5,999,000	6,499,000
Glow DNA Firming+	9,500,000	9,450,000	9,399,000
Glow DNA Scars	4,500,000	4,300,000	4,100,000
Glow DNA Eyes	5,000,000	4,499,000	4,000,000
Glow DNA Hair	3,000,000	2,700,000	2,800,000
Glow DNA Intimate	2,000,000	1,700,000	-
Glow DNA Lips	1,500,000	1,200,000	-
Glow DNA Lips+	4,000,000	3,700,000	3,500,000
Glow DNA Ultimate	15,900,000	-	-
Thread Lift			
Treatment	Normal Price	New Patient Specials	Member
		700,000	899

Source: 다올투자증권

Fig. 18: 현지 리쥘란 Pricelist

TREATMENT PRICELIST	
SKIN BOOSTERS	
STEM CELL 10 JUTA CELL	35,000
FROZEN CELL	8,800
GROWTH FACTOR	8,000
EXOSOME BY EXOMATRIX	5,500
MOCHI SKIN PREMIUM	10,000
MOCHI HAND	5,000
GLASS SKIN	5,000
PROFILO PRO AMINO BOOSTER	15,000
PROFILO HYBRID BOOSTER	6,800
7 LAYERS SALMON DNA	4,500
REJURAN	3,750
WHITE SALMON	2,500
X-DNA SALMON	1,500
HA SALMON DNA	880
JALUTOX REZYME	5,000
CROMA VITAL BOOSTER	3,500
JALUPRO SUPERHYDRO (2 SYRINGES)	9,900
JALUPRO SUPERHYDRO	5,950
JALUPRO VITAL BOOSTER	3,000
JALUPRO DEEP HYDRATION TREATMENT	3,000
PEPTIDES MELASMA INJECTION	2,500
VITAL WHITE	800
CELLSCIENCE	

Source: 다올투자증권

III. 아직 헤게모니는 제조업체에게 있으나

III-1. MSO와 시술 어플로 무게중심 이동 가능성 경계

화장품 업종과 비교하였을 때, 화장품 업종의 밸류체인은 ODM(제조) > 브랜드 > 유통사 > 소비자의 구조를 가진다. 물론 유통의 단계에 벤더사의 유무 정도로 세분화할 수 있다. 이 밸류 체인을 미용 의료기기 업종으로 표현한다면, 미용 의료기기 업체(제조, 판매, 마케팅) > 대리점(해외) > 피부과 or 의사 > 환자로 구분된다. 국내와 해외에 따라 현지 대리점이 있다는 차이가 있으나, 유통 단계에 있어 헤게모니를 가져가는 채널이 없다.

2018년 이래로 피부 미용 의료 업종에 있어 학회 활동과 B2C 마케팅이 병행되기 시작하면서 미용 의료기기 업체가 가지는 마케팅 툴들을 피부과와 의사가 활용하여 환자에게 전달하는 방식이 되고 있다. 또한 그 시술 효과를 확인한 환자들이 다시 SNS를 활용하여 트래픽을 만드는 과정을 거친다. 시술을 하는 의사가 제조사가 제공한 마케팅 툴을 활용하여 마케터가 되는 개념에 가깝다.

다만, 최근에는 MSO의 영향력이 커지거나 미용 시술 어플리케이션의 MAU가 높아지며, 피부 미용 의료기기 업체들 중심으로 나타나던 마케팅 영향력이 분산될 가능성이 나타나고 있다. 이는 미국에서 PEF들의 Medspa 인수 이후 판매 채널의 영향력은 점점 높아지고 있다. 2025년 아직까지는 해당 판매 채널의 입지 강화가 나타나기 보다는 제조 업체의 브랜드 파워가 더 크게 나타나고 있으나, 해당 리스크는 충분히 검증해야 할 필요가 있다.

Fig. 19: 볼뉴머 Youtube 썸네일



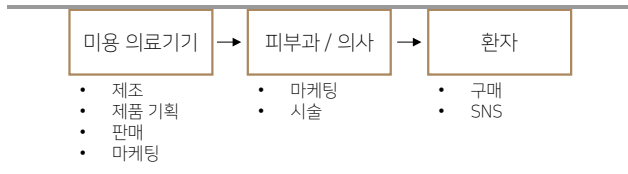
Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 20: 주베룩 키닥터 Youtube 썸네일



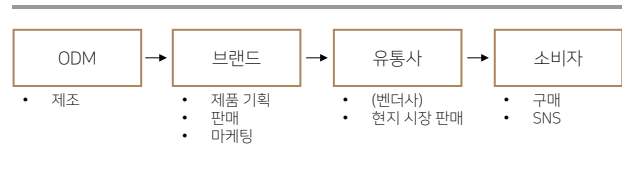
Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 21: 피부 미용 밸류 체인



Source: 다올투자증권

Fig. 22: 화장품 밸류 체인



Source: 다올투자증권

Fig. 23: 리쥬란 상패



Source: 더힐피부과의원, 다올투자증권

Fig. 24: 주베룩 상패



Source: 오블리브의원, 다올투자증권

특히나 MSO의 국내 확대뿐만 아니라 해외 확대 또한 관측되고 있는데, 지난 5월 뽐 의원은 신주쿠에 해외 1호점 개점을 위한 부동산 계약을 종료했다고 밝혔다. MSO의 병원들이 별도의 비영리 법인이나 규모의 경제가 발생할 수 있다는 점에서 MSO의 글로벌 지점 확대는 보다 MSO의 영향력이 커질 수 있는 지점이다.

Fig. 25: 뽐의원 관련 기사

[단독] 뽐의원도 도쿄에 1호점...미용의료 해외진출 탄력

입력 2025-05-20 16:10:11 수정 2025.05.20 18:54:57 김연하 기자



| 뽐의원 이어 4분기 오픈 추진



Google Ads



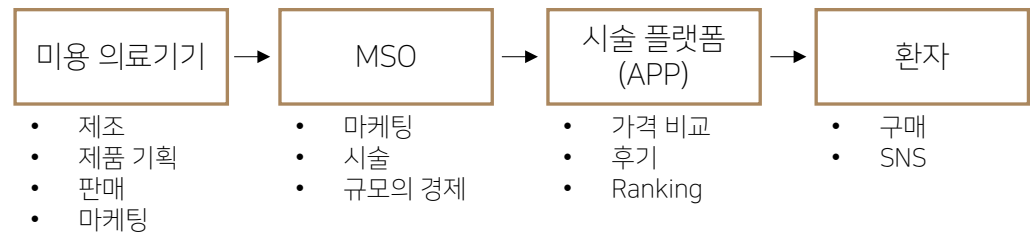
YouTube 광고를 통해 매출이
73% 상승했습니다
프로젝트솔루션 Co-founder
이리아

자세히 알아보기

오늘의 핫토픽

Source: 서울경제, 다올투자증권

Fig. 26: 중장기 미용 의료 업종 밸류 체인



Source: 다올투자증권

IV. 2025년 국내 시술 트렌드

IV-1. 신규 에너지 기반 EBD 소개 중

국내에서 소개되고 있는 신규 에너지원 기반 제품은 소프라노 티타늄과 온다가 있다. 해당 제품은 세가지 레이저 파장을 이용한 리프팅과 마이크로웨이브(전자기파, 2.45GHz)를 활용한 리프팅 효과를 가지고 있다. 기존 소프라노 티타늄은 제모 등을 목적으로 개발된 제품이었으나, STACK / SHR 모드를 활용하여 피부 깊이 8mm와 4mm를 타겟한 리프팅 프로토콜을 개발하였다. Onda 또한 마이크로웨이브를 이용하여 2가지 핸드피스(3, 7mm) 통해 지방 제거 및 셀룰라이트 감소 효과를 낸다. 바디 목적 시술로 인허가가 나와있으나, 안면 리프팅에도 활용되고 있다. 해당 제품들은 HIFU/RF 시술 대비 소모품이 발생하지 않아 일부 피부과에서 선호도가 높아지고 있다.

Fig. 27: Alma의 소프라노 티타늄



Source: Alma, 다올투자증권

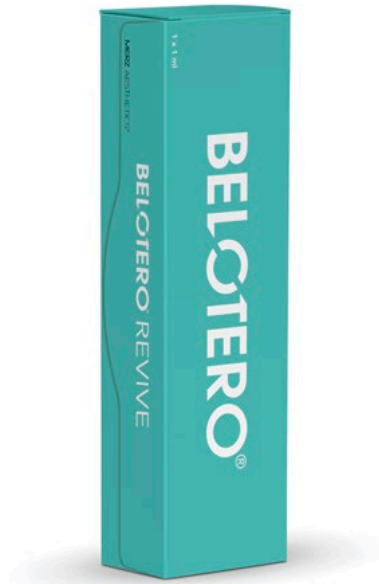
Fig. 28: Deka의 온다



Source: Deka, 다올투자증권

2025년 Merz는 히알루론산과 글리세롤이 함유된 스킨부스터 벨로테로 리바이브를 국내에 출시하였다. 해당 제품은 2022년 FDA 인허가를 획득하였다. 또한 3.2MHz 모노폴라 RF와 HIFES(EMS)를 조합하여 얼굴 표피와 진피층을 가열하여 콜라겐 재생 및 리프팅 효과를 유도한다.

Fig. 29: Merz의 벨로테로 리바이브



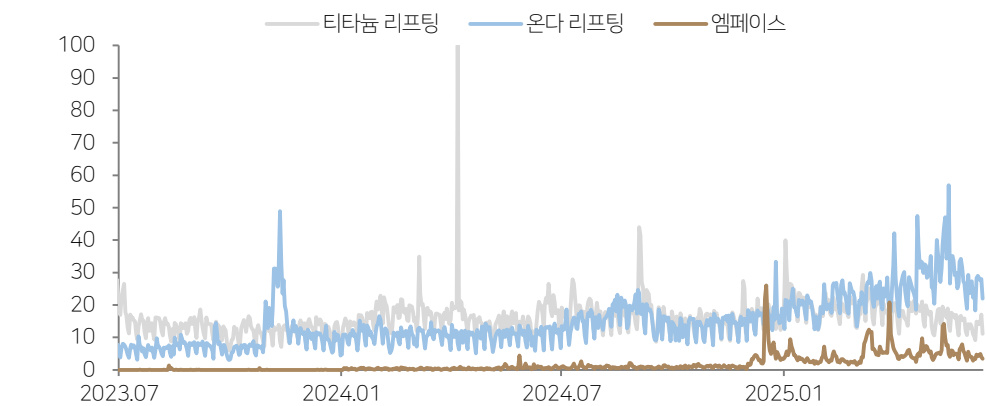
Source: Merz, 다올투자증권

Fig. 30: BTL의 Emface



Source: BTL, 다올투자증권

Fig. 31: 신규 에너지원 리프팅 네이버 트렌드



Source: 네이버 데이터랩, 다올투자증권

V. TAM 얼마까지 볼 수 있을까?

V-1. 클래스시스: 못한 대륙이 없다. 미국/유럽도 당연히

클래스시스와 파마리서치는 각각 2030년까지 10억달러 및 2029년 1조원 중장기 매출 목표를 제시하였으며, 휴젤은 미국 진출 3년차에 시장 점유율 10%를 목표로 하고 있다. 해당 기반 클래스시스와 파마리서치, 휴젤의 중장기적 기업 가치를 도출할 수 있다. 클래스시스의 중장기 적정 시가총액을 10조원으로 제시한다.

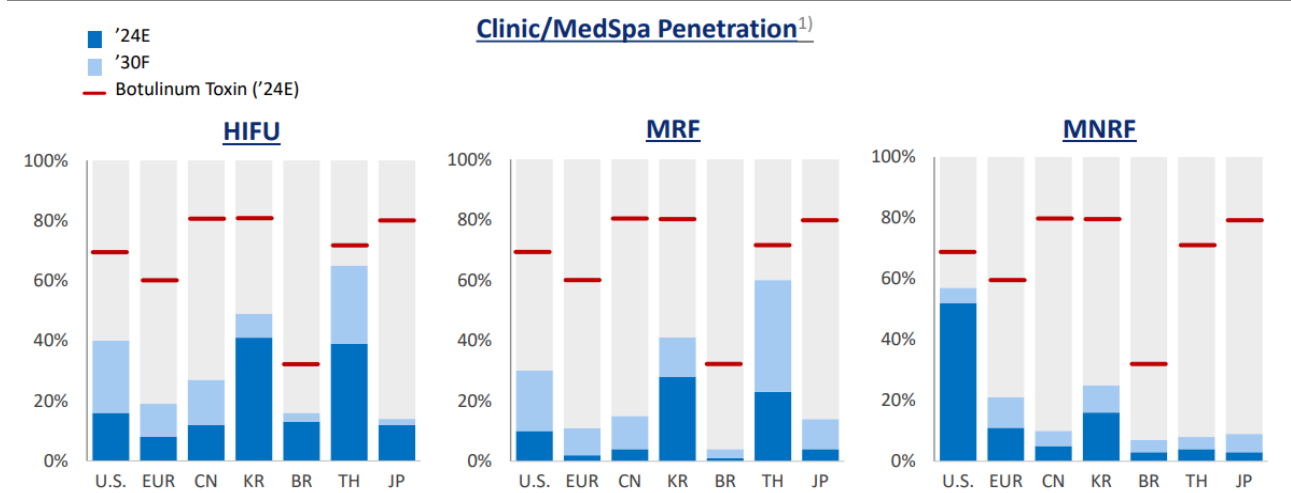
Fig. 32: 클래스시스 중장기적 기업 가치 추정

클래스시스 매출액 2030 년 추정	(십억원)
2024 년 매출액	242.9
+	
미국 및 유럽, 중국	351.0
Top 4 시장 매출액 증가분(한국, 브라질, 태국, 일본)	351.0
기타 시장	175.5
M&A 및 기타 B2B, B2C	351.0
=	
2030 년 목표 매출액	1,471.4

클래스시스 2030 영업이익	662.1
클래스시스 지배주주 순이익	503.2
PER 밸류에이션	20.0
2027E 적정 시가총액	10,100.0

Source: 다올투자증권

Fig. 33: 보툴리눔 독신 제제 시술 대비 낮은 EBD 시술 침투율



Source: 클래스시스, 다올투자증권

결국 시장의 고민은 미국의 낮은 EBD 침투율을 클래시스가 극복하며 EBD 제품들의 안정적인 판매가 가능하느냐는 것이다. 미국 내 Non-surgical 시술에서 보툴리눔 독신과 필러 시술 비중이 높은 만큼 EBD에 대한 상대적 시술 침투도가 낮았다. 미국에서의 EBD 침투율 낮은 사유를 1) 인종간 피부 차이와 2) 오리지널 업체들의 침투율 확대 실패로 해석한다.

다만 인종별로 진피 두께에 대한 경향을 분석하자면 동아시아인은 진피 두께에 있어 중간 정도로 상대적으로 백인의 경우, 진피 두께가 낮게 나타나는 경향이 있다. 따라서 RF는 타이팅 효과가 더 빠르게 나타날 수 있으나, HIFU의 경우 과도한 자극의 위험이 있다. 다만 클래시스 볼뉴머의 히든 엣지 기능을 통한 고주파 에너지 화상 위험 방지 및 자동 임피던스 감지를 통해 환자 맞춤형 시술이 가능하며, HIFU의 경우, 양방향 조사를 통한 빠른 시술과 정확히 원하는 지점에 응고점을 모을 수 있다는 제품 특징으로 인하여 상대적으로 진피 두께가 다른 백인에게도 시술 효과를 극대화할 수 있을 전망이다.

클래시스의 해외 Top 5 국가 분포를 보면 브라질과 태국, 일본, 호주, 러시아 등 여러 대륙의 국가들이 분포되어 있다는 점을 감안하면 동사의 미국 진출은 긍정적이다.

Fig. 34: 인종간 진피 두께 경향

인종	진피 두께 경향	주요 특징
흑인(아프리카계)	상대적으로 두꺼운 진피	콜라겐 섬유가 치밀하고 구조가 견고하여 노화에 따른 주름이 적게 생김
백인(유럽계)	보통 또는 얇은 편	진피 내 콜라겐 감소 속도 빠름, 자외선 손상에 민감하여 광노화가 빠르게 진행됨
동아시아인(한국, 중국, 일본 등)	비교적 균형 잡힌 두께	진피는 중간 정도 두께이나, 멜라닌 세포는 적은 편이라 자외선에 민감
남아시아인(인도, 파키스탄 등)	중간에서 두꺼운 편	멜라닌이 많아 자외선 차단 효과는 높지만, 염증 후 색소침착 가능성 있음

Source: 다올투자증권

Fig. 35: 진피 두께 경향에 따른 시술 영향

시술명	주요 작용 층	진피 두께에 따른 영향
RF (Radio Frequency)	주로 진피층	진피가 두꺼울수록 열에너지 분산이 커져 열 집중 효과가 낮아질 수 있음 → 얇은 진피에서는 타이팅 효과가 더 빠르게 나타날 수 있음
HIFU (High-Intensity Focused Ultrasound)	주로 SMAS + 진피하층까지	진피가 두꺼운 경우 초점 깊이에 더 잘 맞을 수 있어 더 정밀한 리프팅 효과 가능. 반면, 얇은 진피에서는 과도한 자극 위험 or 효과 미미 가능성

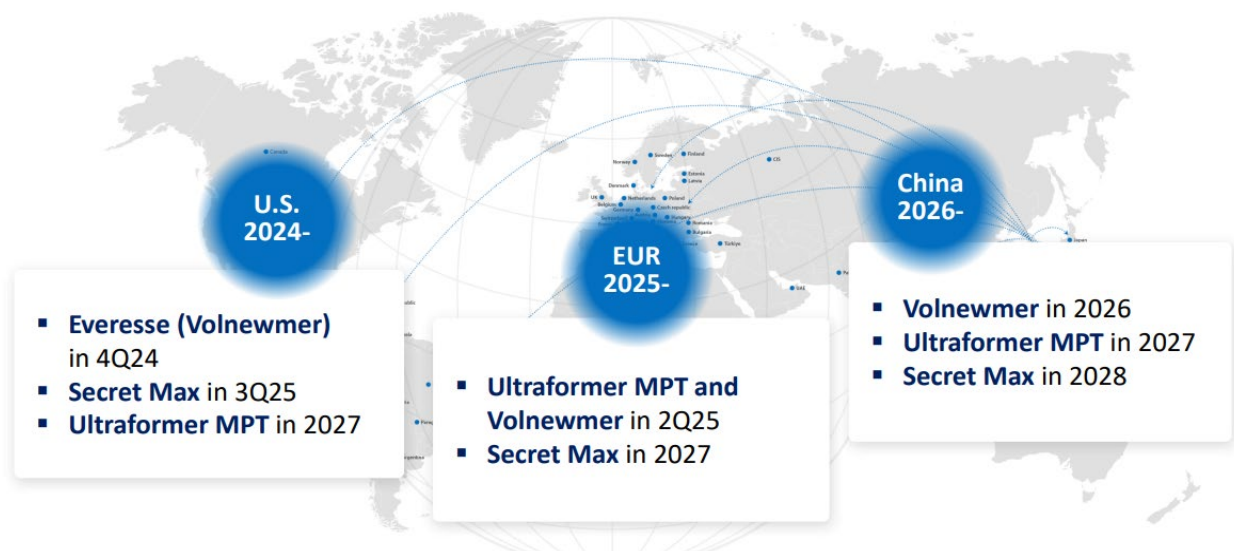
Source: 다올투자증권

또한 2번째로 언급한 RF와 HIFU의 시술 침투 실패는 선두 업체들인 1) Solta Medical의 무리한 제품 확장을 통한 마케팅 집중 실패와 2) Merz의 제약사적인 관점에서 접근을 통한 마케팅 실패가 미국 시장 침투 실패로 작용했다. 2024년 출시했던 Merz의 Ultherapy Prime의 경우 여전히 동사가 보여주고 있는 Linear 방식이나 Dot 방식은 채택되지 않았으며 디스플레이 화면 개선 정도의 개선을 보여주었기 때문에 HIFU 시장에서의 동사 MS 확대를 기대해볼 수 있는 부분이다.

동사는 미국을 포함하여 미국과 유럽, 중국을 신규 진출 Top 3 국가로 선정하였으며 해당 국가에서의 진출 계획은 아래와 같다. 미국은 볼뉴머에 대한 허가를 4Q24에 취득하였으며, 시크릿 맥스를 3Q25E 중에 출시할 예정이며, 2027E 슈링크 유니버스를 출시할 예정이다.

반면, 유럽의 경우 슈링크 유니버스와 볼뉴머를 2Q25E 중 출시 예정이며, 시크릿 맥스는 2027년 중 출시할 예정이다. 중국 같은 경우에도 계획을 일부 구체화하였는데, 볼뉴머를 2026E, 슈링크유니버스를 2027E 중 출시할 예정이다.

Fig. 36: 클래스시스 제품 출시 일정



Source: 클래스시스, 다올투자증권

V-2. 파마리서치: 막차는 타야지, PDRN 열풍이 만든 수혜

2025E 리쥬란 내수 매출액 1,600억원이 전망되며, 이는 국내 보툴리눔 독신 시장에 맞먹는 수준이다. 이는 리쥬란 시술의 독신 대비 높은 단가에 기인한다. 따라서 해외 스킨부스터 시장 규모를 추정하기 쉽지 않으나, 리쥬란 매출액이 국내 독신 시장만큼 발생하였기에 리쥬란의 잠재 TAM은 미용 목적 보툴리눔 독신 제제의 시장에 준한다는 접근이 가능하다.

따라서 글로벌 스킨부스터 시장 규모는 5조원 수준으로 추정되며, 파마리서치 MS 15% 가정 시, 파마리서치 해외 리쥬란 매출 매출액은 7천억원 수준이며, 30% 가정 시, 1.5조원 수준이 달성 가능하다. 이에 2030E 스킨부스터 해외 매출액 7천억원 달성 시, 파마리서치 적정 기업 가치는 9.5조원 수준으로 제시할 수 있다.

Fig. 37: 휴젤 vs. 파마리서치 내수 매출액 비교

내수	1Q25	2025E
휴젤	39.8	159.8
독신	19.5	87.6
필러	7.2	32.2
화장품	13.1	40.0
파마리서치	110.9	436.5
의료기기	48.3	190.4
리쥬란	41.3	162.4
콘쥬란	6.0	24.0
필러	1.0	4.0
의약품	10.6	41.7
화장품	10.7	42.0

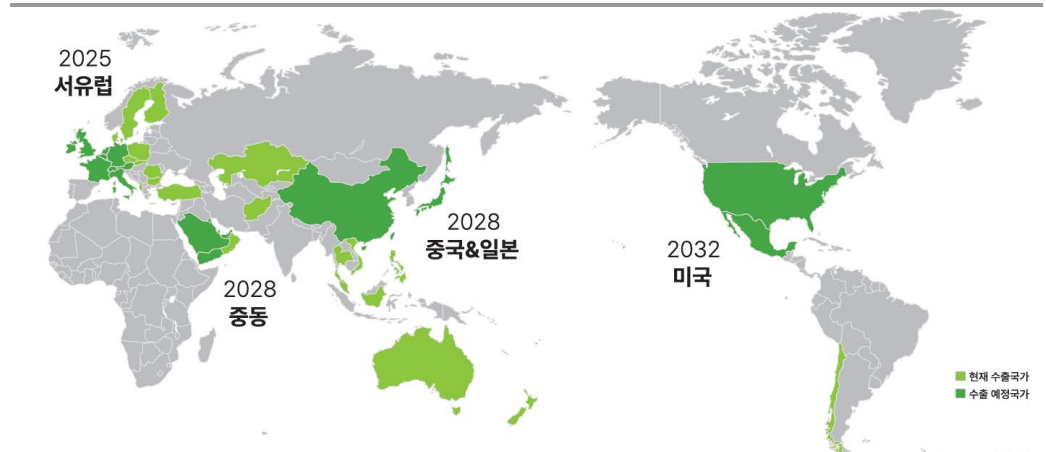
Source: 다올투자증권

Fig. 38: 파마리서치 중장기 적정 기업가치

2030년 파마리서치 매출액	십억원	CAGR
의료기기 내수	304.5	10%
스킨부스터 해외	700.0	
화장품	279.9	10%
기타	100.0	10%
2030년 파마리서치 매출액	1,384.4	
2030 영업이익	623.0	
파마리서치 지배주주 순이익	473.5	
PER 밸류에이션	20.0	
적정 시가총액	9,500.0	

Source: 다올투자증권

Fig. 39: 파마리서치 중장기 성장 전략 - G4 시장 진출



Source: 다올투자증권

Fig. 40: 파마리서치 중장기 제품 출시 일정

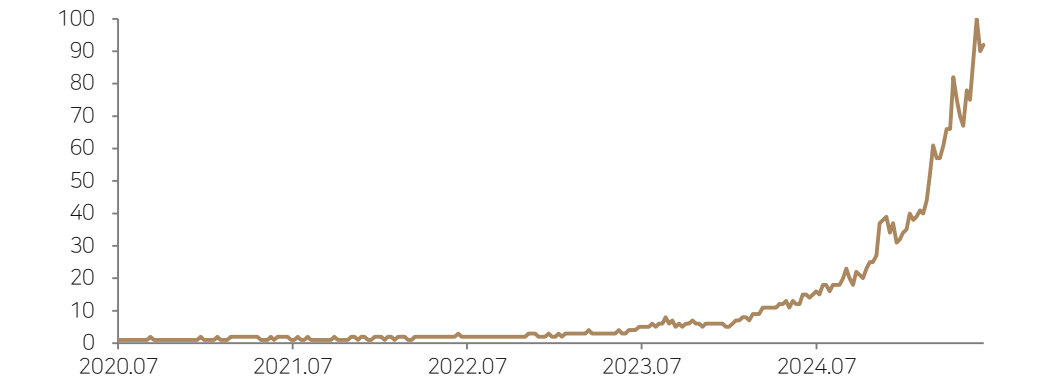
| 글로벌 토털 에스테틱 기업으로 성장



Source: 파마리서치, 다올투자증권

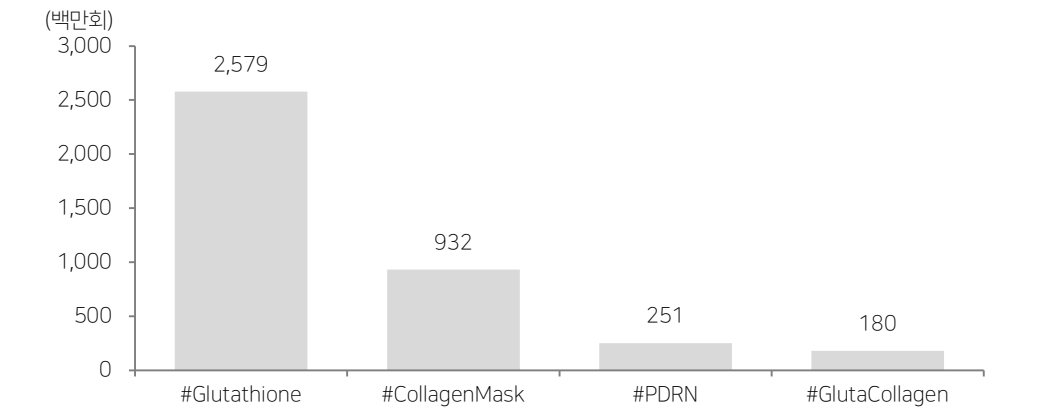
또한 PDRN 함유 화장품 출시 또한 동사에게 수혜가 나타나고 있다. K뷰티 스킨케어 브랜드들이 해외 수출에서 긍정적인 성과를 기록하면서 PDRN 성분에 대한 글로벌 인지도가 높아지고 있다. 비타민C나 레티놀 같이 더마 스킨케어의 필수 성분으로 언급되고 있는 PDRN에 대한 인지도가 높아지고 있는 만큼 오리지널 의료기기인 리쥬란에 대한 인지도 또한 높아지고 있는 상황이다. 글루타치온과 콜라겐, PDRN은 틱톡에서 가장 많이 언급되고 있는 해시태그 중 하나다.

Fig. 41: 글로벌 PDRN 검색 트렌드



Source: 구글 트렌드, 다올투자증권

Fig. 42: 글로벌 틱톡 검색 트렌드



Source: 틱톡, WGSN, 다올투자증권

V-3. 휴젤: 미국 내 MS 10%를 가정한다면

휴젤은 3년내 미국 시장에서 MS 10%를 목표로 하고 있다. 해당 시장 점유율을 가정하고, 휴젤의 미국 매출액 감안 시, 2027E 미국에서 영업이익은 1,620억원으로 전사 영업이익의 44%에 달한다.

Fig. 43: 휴젤 중장기적 기업 가치 추정

휴젤 SOTP 밸류에이션 (2027E)		단위	비고
미국 특신 시장 규모	3.0	십억달러	
휴젤 2027E 특신 시장 MS 목표	10%	%	
베네브 미국 매출액	0.30	십억달러	
휴젤 미국 매출액(베네브 GPM 50%)	0.15	%	
휴젤 미국 매출액(환율 1,350 원)	202.5	십억원	
휴젤 미국 영업이익(OPM 80%)	162.0	십억원	㉑
휴젤 미국 외 매출액	411.5	십억원	
휴젤 미국 외 영업이익(OPM 50%)	205.8	십억원	㉒
휴젤 합산 영업이익(십억원)	367.8	십억원	㉑ + ㉒ = ㉓
휴젤 지배주주 순이익	279.5	십억원	
PER 밸류에이션	25.0	십억원	
2027E 적정 시가총액	7,000.0	십억원	

Source: 다올투자증권

VI. 종목별 투자의견

클래스스 (214150)

파마리서치 (214450)

클래스

(214150)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
적정주가	85,000		유지
Earnings			유지

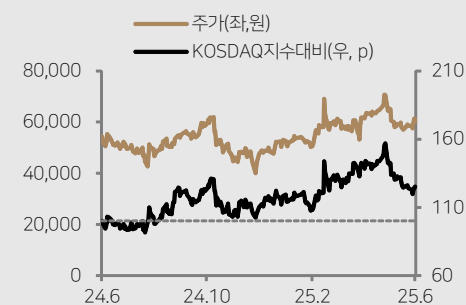
Stock Information

현재가 (6/13)	60,000원
예상 주가상승률	41.7%
시가총액	39,303억원
비중(KOSDAQ내)	1.00%
발행주식수	65,506천주
52주 최저가 / 최고가	40,050 - 70,700원
3개월 일평균거래대금	211억원
외국인 지분율	72.1%
주요주주지분율(%)	
BCPE Centur Investments (외 4인)	67.8

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	31.9	28.1	21.0
PBR(배)	10.0	8.7	6.0
EV/EBITDA(배)	23.6	19.6	14.2
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(8.3)	26.1	10.5	25.9
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(13.3)	15.2	22.3	12.5

Price Trend



DAOL 다올투자증권

클비어천가

Issue

IMCAS2025 ASIA 후기

Pitch

아시아 마케팅 팀 인터뷰 진행. 동사 사업 전략에 대한 Conviction BUY. 적정주가 8.5만원 유지

Rationale

- IMCAS ASIA 2025 중 아시아 마케팅 팀과 인터뷰 진행. 1) 태국은 직판 전환 없이도 현재의 MS 유지/확대 가능. 2Q25 누적 1,500개 클리닉에 판매 진행하여 태국 현지 시장에 대한 이해도가 높음. 무리한 판매 정책은 없을 예정. Ultraformer 3 유저를 대상으로 Ultraformer MPT, Volnewmer 판매 예정. 2022년 브라질 상황과 유사. 동사 시술 가격이 점진적으로 낮아질 수 있는 판매 방식을 고수하여 장비 판매가 소모품 판매로 안정적으로 이어짐
- 마케팅 팀 및 KOL 모두 동사 제품군을 엔진으로 표현. HIFU/비침습 RF의 핵심 기능에 집중한 제품이며 해당 제품을 클리닉/피부과에서 적절한 시술 프로토콜과 함께 최상의 효과를 낼 수 있음
- 동사 이루다 제품군인 리팻은 AI 기능인 autoderm 기술을 보유하고 있어 병변만을 인식한 이후, 다른 색소 레이저 대비 10배 강한 빛 에너지를 조사하여 병변을 파괴. 유저 편의성 확보. 2025.07월 시크릿 맥스(Quadessy) 출시 예정으로 해당 제품은 4종의 핸드피스를 보유하고 있음. (Smartcure, Deeplus, Wavplus)
- 2025E 매출액 3,596억원(YoY +48%), 영업이익 1,816억원(YoY +48%)을 전망. 동사의 피부 미용 의료기기 사업 전략은 국내와 브라질, 태국 시장에서 유효했음. 향후 미국과 유럽, 중국에서의 확대 전략 기대. 피부 미용 의료기기 플랫폼 업체로서 최선호 의견 유지. 적정주가 8.5만원, 투자 의견 BUY

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	180	243	360	471	577	709	872
영업이익	90	122	182	240	302	376	470
EBITDA	94	130	190	248	310	384	477
지배주주순이익	74	98	144	191	239	296	368
자산총계	375	608	766	982	1,249	1,581	1,995
자본총계	284	453	608	817	1,076	1,399	1,800
순차입금	(44)	(67)	(205)	(399)	(643)	(946)	(1,324)
매출증가율	27.0	34.9	48.0	31.0	22.6	22.8	23.0
영업이익률	49.8	50.4	50.5	51.0	52.3	53.1	53.9
지배순이익률	41.2	40.3	40.0	40.6	41.4	41.8	42.2
EPS증가율	(1.5)	30.4	42.8	33.7	24.9	24.0	24.3
ROE	28.9	26.5	26.7	26.5	24.9	23.6	22.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

마케팅 팀 인터뷰

Q. 태국 시장 평가?

A. 뷰티에 관심이 많은 시장. 1인당 GDP와 무관하게 피부 미용에 많은 지출을 하고 있는 나라로 동사 Top 2 매출 국가로 등극

Q. 태국 직판에 대한 니즈가 있는지?

A. 없음. 현지 태국 법인은 영업/클리닉(데모) 등 완비되어 있으며, **현지 1,500개 클리닉에 판매가 완료된 상황. 해당 클리닉에서의 소모품 판매 추이가 실시간으로 확인되고 있기 때문에** 태국 시장 내 유저에 대한 **이해도가 가장 높음**

Q. 가격 정책 및 판매 정책?

A. 브라질 시장과 유사하게 Ultraformer 3를 중저가로 포지셔닝하며 Ultraformer MPT를 고가 제품으로 포지셔닝하고 있음

Q. 장비 판매 현황은?

A. Ultraformer 3(슈링크)도 여전히 판매가 잘 되고 있는 상황. Ultraformer 3의 소모품 판매가 견조했던 클리닉 위주로 Ultraformer MPT(슈링크 유니버스)와 Volnewmer에 대한 판매를 진행. Ultraformer 3의 소모품 소진이 없던 클리닉의 경우, MPT나 Volnewmer를 판매해도 시술 없이 방치되는 사례도 발생할 수 있음. **결국 시장에 제품이 무분별하게 풀리면 시술가격이 무너지며 유저에게도 피해가 발생하는 사례가 생김.** 동사는 시술 가격이 점진적으로 감소하는 방향으로 장비 판매를 유지하고 있음

Q. 볼뉴머의 장점?

A. 히든 엡지. 히든 엡지를 통해서 가장 자리에서 쉽게 발생할 수 있는 화상을 방지할 수 있음. 또한 수냉식을 통해 지속적으로 냉각을 줄 수 있어 환자의 통증을 최소화. 따라서 **히든 엡지와 수냉식 방식을 통해 사용자 친화적 특성 확보**

Q. 슈링크 유니버스에 대한 평가?

A. 시술자 편의적인 기능을 갖춘 제품. **열 응고점이 원하는 부위에 정확히 조사되기 때문에 낮은 통증에도 원하는 시술 효과**를 얻을 수 있으며, Linear와 MP 기능을 통해 빠른 시술이 가능해짐. 경쟁 제품 대비 우위를 가지고 있는 제품

Q. 아시아 외 시장에 대한 평가?

A. 미국이나 유럽의 시술 트렌드가 뒤쳐짐. 한국에서 비침습 RF와 HIFU 시술이 인기를 끄는 동안 레이저와 마이크로니들 RF를 고수하였음. **국내 비침습RF와 HIFU 제품들이 낮은 통증과 적은 다운타임에도 좋은 효능을 가지면서 해외 시장에 진출하여 MS가 확대되고 있음.** 미국과 유럽의 시술 트렌드가 변해야 하지만 중장기적으로 달성 가능

또한 클래스시스 APAC 심포지엄 2025에서는 슈링크 유니버스와 볼뉴머의 임상 경험 및 시술 프로토콜에 대한 소개가 있었으며, 2025.07월 출시 예정인 시크릿 맥스(Quadessy)의 소개 또한 함께 진행되었다.

Fig. 44: 클래스시스 APAC 심포지엄 2025



Source: 클래스시스, 다올투자증권

Fig. 45: 클래스시스 APAC 심포지엄 2025



Source: 다올투자증권

Fig. 46: 클래스시스 APAC 심포지엄 2025



Source: 다올투자증권

TAM 얼마까지 볼 수 있을까?

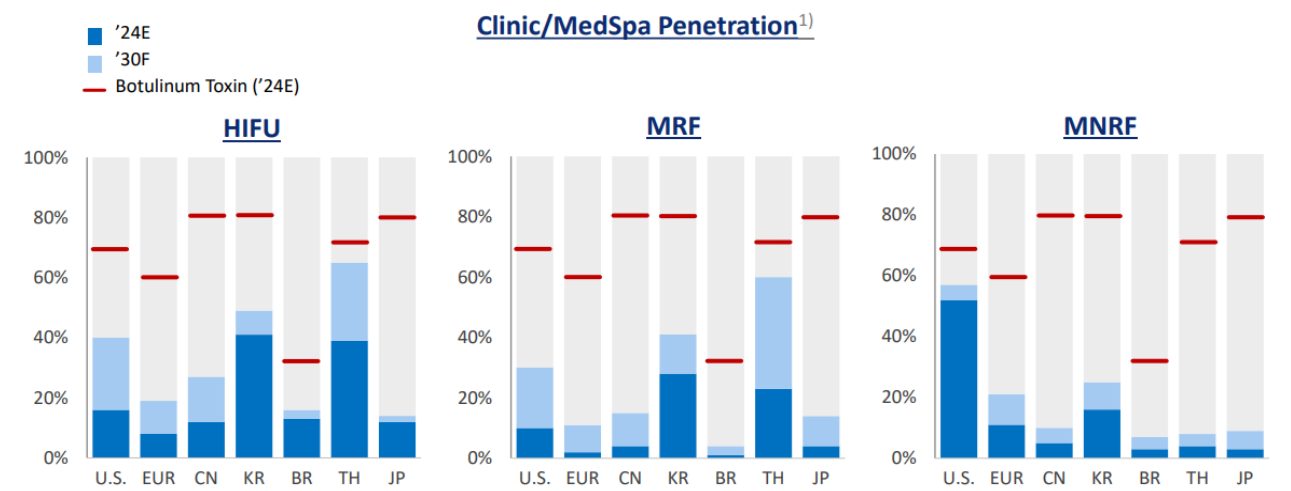
클래시스와 파마리서치는 각각 2030년까지 10억달러 및 2029년 1조원 중장기 매출 목표를 제시하였으며, 휴젤은 미국 진출 3년차에 시장 점유율 10%를 목표로 하고 있다. 해당 기반 클래시스와 파마리서치, 휴젤의 중장기적 기업 가치를 도출할 수 있다. 클래시스의 중장기 적정 시가총액을 10조원으로 제시한다.

Fig. 47: 클래시스 중장기적 기업 가치 추정

클래시스 매출액 2030 년 추정 (십억원)	
2024 년 매출액	242.9
+	
미국 및 유럽, 중국	351.0
Top 4 시장 매출액 증가분(한국, 브라질, 태국, 일본)	351.0
기타 시장	175.5
M&A 및 기타 B2B, B2C	351.0
=	
2030 년 목표 매출액	1,471.4
클래시스 2030 영업이익	662.1
클래시스 지배주주 순이익	503.2
PER 밸류에이션	20.0
2027E 적정 시가총액	10,100.0

Source: 다올투자증권

Fig. 48: 보툴리눔 독신 제제 시술 대비 낮은 EBD 시술 침투율



Source: 클래시스, 다올투자증권

결국 시장의 고민은 미국의 낮은 EBD 침투율을 클래시스가 극복하며 EBD 제품들의 안정적인 판매가 가능하느냐는 것이다. 미국 내 Non-surgical 시술에서 보툴리눔 독신과 필러 시술 비중이 높은 만큼 EBD에 대한 상대적 시술 침투도가 낮았다. 미국에서의 EBD 침투율 낮은 사유를 1) 인종간 피부 차이와 2) 오리지널 업체들의 침투율 확대 실패로 해석한다.

다만 인종별로 진피 두께에 대한 경향을 분석하자면 동아시아인은 진피 두께에 있어 중간 정도로 상대적으로 백인의 경우, 진피 두께가 낮게 나타나는 경향이 있다. 따라서 RF는 타이팅 효과가 더 빠르게 나타날 수 있으나, HIFU의 경우 과도한 자극의 위험이 있다. 다만 클래시스 볼뉴머의 히든 엣지 기능을 통한 고주파 에너지 화상 위험 방지 및 자동 임피던스 감지를 통해 환자 맞춤형 시술이 가능하며, HIFU의 경우, 양방향 조사를 통한 빠른 시술과 정확히 원하는 지점에 응고점을 모을 수 있다는 제품 특징으로 인하여 상대적으로 진피 두께가 다른 백인에게도 시술 효과를 극대화할 수 있을 전망이다.

클래시스의 해외 Top 5 국가 분포를 보면 브라질과 태국, 일본, 호주, 러시아 등 여러 대륙의 국가들이 분포되어 있다는 점을 감안하면 동사의 미국 진출은 긍정적이다.

Fig. 49: 인종간 진피 두께 경향

인종	진피 두께 경향	주요 특징
흑인(아프리카계)	상대적으로 두꺼운 진피	콜라겐 섬유가 치밀하고 구조가 견고하여 노화에 따른 주름이 적게 생김
백인(유럽계)	보통 또는 얇은 편	진피 내 콜라겐 감소 속도 빠름, 자외선 손상에 민감하여 광노화가 빠르게 진행됨
동아시아인(한국, 중국, 일본 등)	비교적 균형 잡힌 두께	진피는 중간 정도 두께이나, 멜라닌 세포는 적은 편이라 자외선에 민감
남아시아인(인도, 파키스탄 등)	중간에서 두꺼운 편	멜라닌이 많아 자외선 차단 효과는 높지만, 염증 후 색소침착 가능성 있음

Source: 다올투자증권

Fig. 50: 진피 두께 경향에 따른 시술 영향

시술명	주요 작용 층	진피 두께에 따른 영향
RF (Radio Frequency)	주로 진피층	진피가 두꺼울수록 열에너지 분산이 커져 열 집중 효과가 낮아질 수 있음 → 얇은 진피에서는 타이팅 효과가 더 빠르게 나타날 수 있음
HIFU (High-Intensity Focused Ultrasound)	주로 SMAS + 진피하층까지	진피가 두꺼운 경우 초점 깊이에 더 잘 맞을 수 있어 더 정밀한 리프팅 효과 가능. 반면, 얇은 진피에서는 과도한 자극 위험 or 효과 미미 가능성

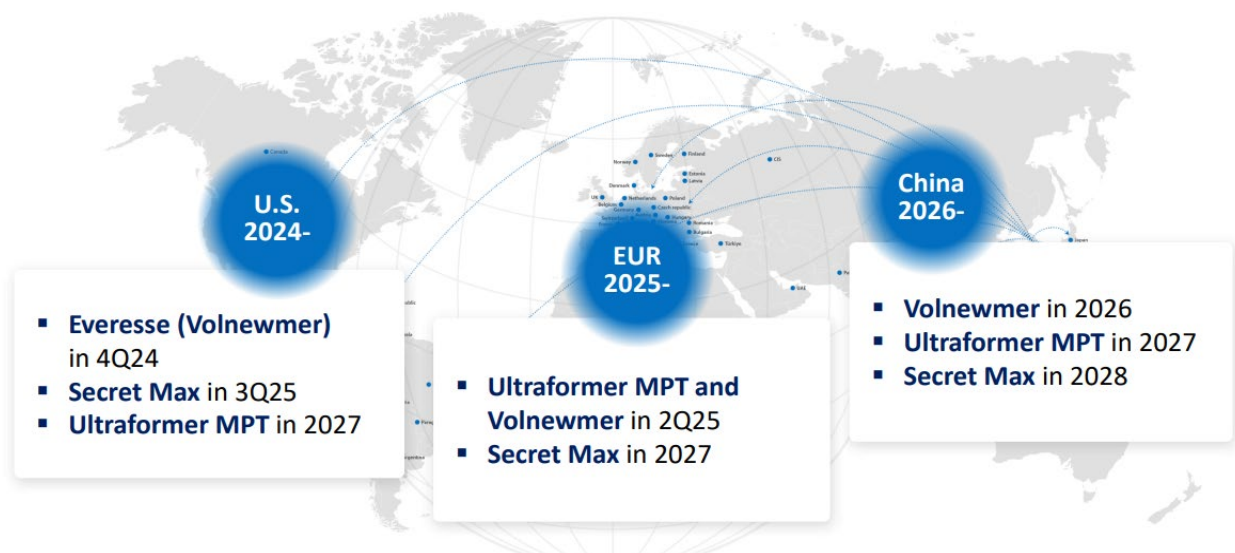
Source: 다올투자증권

또한 2번째로 언급한 RF와 HIFU의 시술 침투 실패는 선두 업체들인 1) Solta Medical의 무리한 제품 확장을 통한 마케팅 집중 실패와 2) Merz의 제약사적인 관점에서 접근을 통한 마케팅 실패가 미국 시장 침투 실패로 작용했다. 2024년 출시했던 Merz의 Ultherapy Prime의 경우 여전히 동사가 보여주고 있는 Linear 방식이나 Dot 방식은 채택되지 않았으며 디스플레이 화면 개선 정도의 개선을 보여주었기 때문에 HIFU 시장에서의 동사 MS 확대를 기대해볼 수 있는 부분이다.

동사는 미국을 포함하여 미국과 유럽, 중국을 신규 진출 Top 3 국가로 선정하였으며 해당 국가에서의 진출 계획은 아래와 같다. 미국은 볼뉴머에 대한 허가를 4Q24에 취득하였으며, 시크릿 맥스를 3Q25E 중에 출시할 예정이며, 2027E 슈링크 유니버스를 출시할 예정이다.

반면, 유럽의 경우 슈링크 유니버스와 볼뉴머를 2Q25E 중 출시 예정이며, 시크릿 맥스는 2027년 중 출시할 예정이다. 중국 같은 경우에도 계획을 일부 구체화하였는데, 볼뉴머를 2026E, 슈링크유니버스를 2027E 중 출시할 예정이다.

Fig. 51: 클래스시스 제품 출시 일정



Source: 클래스시스, 다올투자증권

Fig. 52: 클래스리스 연간 실적 추정

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	비고
매출액	76.5	100.6	141.8	180.1	242.9	359.6	471.1	
YoY(%)		32%	41%	27%	35%	48%	31%	
국내	34.6	30.4	54.4	63.1	75.9	90.6	104.1	
YoY(%)		-12%	79%	16%	20%	19%	15%	
브라질	9.2	13.5	26.6	45.7	47.1	47.1	56.5	2025E 울트라포머3 재고 조정
YoY(%)		47%	97%	72%	3%	0%	20%	
태국	2.3	1.6	6.3	10.0	22.0	31.9	41.5	
YoY(%)		-30%	294%	59%	120%	45%	30%	
일본		5.8	8.2	9.6	14.2	21.3	29.8	2025E 직판 영업 개시
YoY(%)			41%	17%	48%	50%	40%	
미국					1.3	13.0	21.9	4Q24 볼뉴머 판매 개시
YoY(%)						940%	68%	
유럽						11.2	36.2	2H25E 슈링크 유니버스/볼뉴머 출시
YoY(%)							223%	
중국							5.0	2027E 볼뉴머 허가
YoY(%)								
이루다					11.7	55.4	66.5	4Q24 편입
YoY(%)						374%	20%	
기타	30.4	49.3	46.3	51.7	70.8	89.1	109.6	중동 포함
YoY(%)		62%	-6%	12%	37%	26%	23%	
볼뉴머 판매 대수								
글로벌			50	100	840	1,270	1,850	
미국					25	200	350	
유럽						100	300	2Q25 CE-MDR 허가 목표
국내			50	310	345	365	345	
슈링크 판매 대수								
글로벌	1,000	1,800	1,250	3,125	2,100	1,885	3,000	
국내			1,250	490	475	480	400	
유럽						200	700	2Q25 CE-MDR 허가 목표

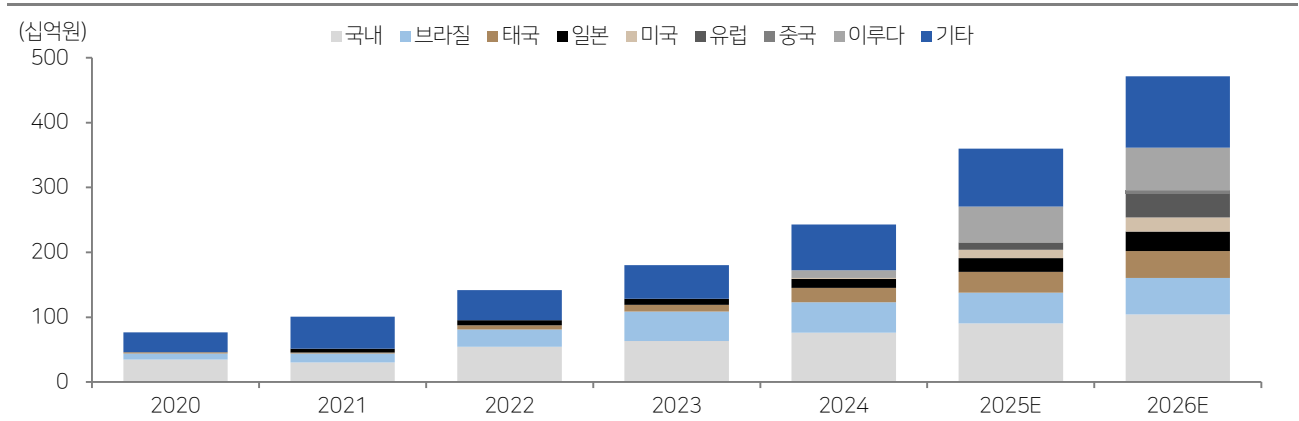
Source: 다올투자증권

Fig. 53: 클래스시스 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	50.4	58.7	59.4	74.4	77.1	83.4	96.1	103.0	242.9	359.6	471.1
YoY(%)	29%	28%	23%	58%	53%	42%	62%	38%	35%	48%	31%
장비	22.2	30.9	33.1	38.1	35.5	38.3	50.6	56.5	124.3	181.0	240.4
YoY(%)	21%	40%	28%	60%	60%	24%	53%	48%	38%	46%	33%
수출	15.6	24.2	26.5	28.6	26.3	28.7	41.8	47.4	94.9	144.2	204.7
내수	6.6	6.7	6.6	9.5	9.2	9.6	8.8	9.2	29.4	36.8	35.7
슈링크RX/스케덤	1.4	1.5	0.4	1.2	0.9	1.8	1.5	1.7	4.5	5.8	7.4
YoY(%)	405%	554%	-38%	-9%	-35%	17%	243%	44%	81%	29%	28%
수출	0.7	0.6	0.2	0.2	0.6	0.7	0.2	0.3	1.7	1.8	2.1
내수	0.7	0.9	0.3	0.9	0.3	1.1	1.3	1.4	2.8	4.1	5.3
소모품	26.5	26.1	25.6	34.8	40.6	43.2	43.8	44.6	113.0	172.1	222.6
YoY(%)	42%	20%	25%	73%	53%	66%	71%	28%	35%	52%	29%
수출	17.3	15.5	13.6	20.6	25.6	26.7	26.9	27.1	67.0	106.4	137.9
내수	9.1	10.6	12.1	14.2	14.9	16.4	16.9	17.4	46.0	65.6	84.8
기타	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	0.8	0.6
매출총이익	40.2	47.5	46.6	56.8	61.3	66.3	75.0	79.9	191.1	282.5	372.2
YoY(%)	33%	31%	26%	54%	52%	40%	61%	41%	36%	48%	32%
GPM	79.8%	80.9%	78.4%	76.4%	79.5%	79.5%	78.1%	77.6%	78.7%	78.6%	79.0%
영업이익	26.5	31.2	29.0	35.8	38.8	42.3	48.5	52.1	122.4	181.6	240.3
YoY(%)	33%	35%	17%	63%	46%	36%	67%	45%	37%	48%	32%
OPM	52.6%	53.1%	48.7%	48.1%	50.3%	50.7%	50.4%	50.6%	50.4%	50.5%	51.0%
광고선전비	2.2	2.5	4.7	3.3	3.6	4.4	4.8	5.3	12.8	18.2	24.6
R&D비용	2.8	2.8	3.1	3.9	4.2	4.3	4.8	4.6	12.6	17.9	23.1
지급수수료	1.7	3.2	2.2	3.4	2.4	2.5	2.6	2.6	10.4	10.0	16.1
유무형감가	0.6	0.7	0.7	2.7	2.6	2.8	2.9	3.0	4.7	11.4	12.5
지배주주 NP	26.1	26.6	16.5	28.7	29.7	33.1	38.0	41.2	97.9	142.0	189.0
YoY(%)	39%	43%	-22%	83%	14%	24%	131%	43%	32%	45%	33%
NPM	51.8%	45.2%	27.8%	38.6%	38.5%	39.7%	39.6%	40.0%	40.3%	39.5%	40.1%

Source: 다올투자증권

Fig. 54: 클래스리스 실적 추정



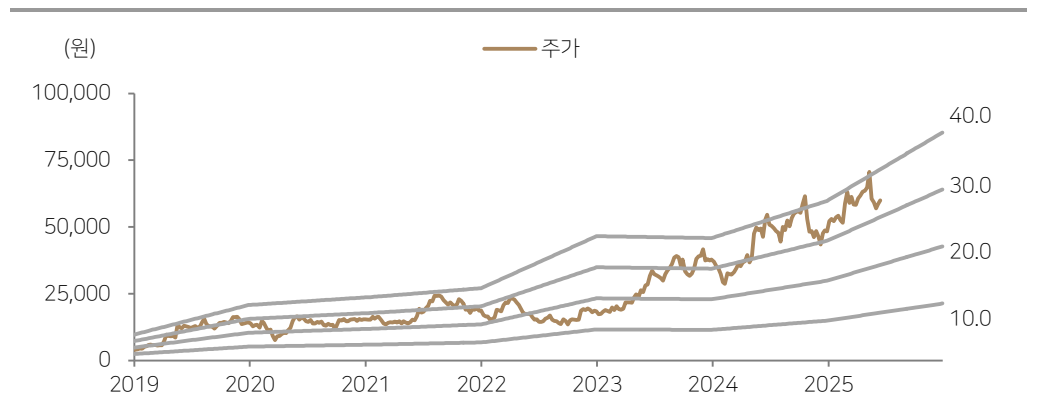
Source: 다올투자증권

Fig. 55: Valuation

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EPS(원)	535	590	677	1,164	1,146	1,494	2,134	2,853	3,564	4,418	5,490	6,588
YoY(%)	120%	10%	15%	72%	-2%	30%	43%	34%	25%	24%	24%	20%
적정 PER(배)	40.0											
적정주가(원)	85,000											
							Implied PER	29.8	23.8	19.2	15.5	12.9
적정주가(원)	85,000											
총가(원)	60,000											
상승여력	41.7%											

Source: 다올투자증권

Fig. 56: 12M Fwd PER 밴드 차트



Source: Quantwise, 다올투자증권

클래시스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	185.7	234.2	385.5	601.2	867.5
현금성자산	109.7	159.6	297.5	491.5	735.1
매출채권	18.2	39.0	50.0	63.1	76.9
재고자산	19.4	30.0	32.3	40.8	49.7
비유동자산	189.7	374.2	380.4	380.8	381.3
투자자산	47.9	40.1	41.7	43.4	45.1
유형자산	139.0	193.2	193.3	187.5	181.9
무형자산	2.8	140.9	145.4	149.9	154.2
자산총계	375.4	608.4	765.9	981.9	1,248.8
유동부채	29.2	128.9	130.2	137.2	144.6
매입채무	9.6	24.6	25.7	32.5	39.5
유동성이자부채	3.1	79.4	79.4	79.4	79.4
비유동부채	62.7	26.8	27.4	28.0	28.6
비유동이자부채	62.5	12.9	12.9	12.9	12.9
부채총계	91.9	155.7	157.6	165.2	173.1
자본금	6.5	6.6	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	24.2	106.3	106.3	106.3	106.3
이익잉여금	271.0	336.1	496.6	705.0	963.9
자본조정	(18.2)	5.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자기주식	(20.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	283.5	452.6	608.3	816.7	1,075.7
투하자본	236.4	376.2	393.6	407.7	422.6
순차입금	(44.1)	(67.3)	(205.2)	(399.2)	(642.8)
ROA	21.0	19.8	20.7	21.6	21.2
ROE	28.9	26.5	26.7	26.5	24.9
ROIC	32.2	30.5	35.8	45.6	55.3

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	180.1	242.9	359.6	471.1	577.5
증가율 (Y-Y,%)	27.0	34.9	48.0	31.0	22.6
영업이익	89.6	122.4	181.6	240.3	301.9
증가율 (Y-Y,%)	30.1	36.6	48.4	32.3	25.6
EBITDA	93.9	129.7	189.8	248.4	309.9
영업외손익	4.2	7.6	5.7	8.3	8.8
순이자수익	2.7	2.8	4.4	6.4	6.7
외화관련손익	1.3	15.4	0.0	0.2	0.2
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	93.8	127.9	187.3	248.7	310.6
당기순이익	74.2	97.5	142.0	189.0	236.1
지배기업당기순이익	74.2	97.9	143.7	191.2	238.8
증가율 (Y-Y,%)	(1.5)	31.4	45.6	33.1	24.9
NOPLAT	70.9	93.4	137.7	182.6	229.4
(+) Dep	4.3	7.2	8.1	8.1	8.0
(-) 운전자본투자	28.5	(24.8)	12.0	14.7	15.4
(-) Capex	4.5	4.1	6.0	0.0	0.0
OpFCF	42.2	121.4	127.8	176.1	222.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	33.1	34.2	36.4	37.8	33.5
영업이익증가율(3Yr)	30.2	33.3	38.2	38.9	35.1
EBITDA증가율(3Yr)	30.0	33.7	37.6	38.3	33.7
순이익증가율(3Yr)	24.8	30.6	23.5	36.6	34.3
영업이익률(%)	49.8	50.4	50.5	51.0	52.3
EBITDA마진(%)	52.1	53.4	52.8	52.7	53.7
순이익률 (%)	41.2	40.2	39.5	40.1	40.9

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	64.6	102.8	165.8	216.1	268.6
당기순이익	74.2	97.5	142.0	189.0	236.1
자산상각비	4.3	7.2	8.1	8.1	8.0
운전자본증감	(8.5)	(14.9)	(12.0)	(14.7)	(15.4)
매출채권감소(증가)	(11.9)	(13.0)	(11.0)	(13.1)	(13.8)
재고자산감소(증가)	2.1	2.9	(2.3)	(8.5)	(8.9)
매입채무증가(감소)	0.1	0.9	1.1	6.8	7.1
투자현금	(48.2)	(82.2)	(16.8)	(10.7)	(10.9)
단기투자자산감소	(35.0)	(44.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)
장기투자증권감소	0.2	(30.9)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(4.5)	(4.1)	(6.0)	0.0	0.0
유무형자산감소	(1.5)	(6.6)	(6.7)	(6.7)	(6.7)
재무현금	(25.6)	(16.7)	(16.7)	(17.2)	(20.1)
차입금증가	(3.3)	(3.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(22.0)	(12.8)	(16.7)	(17.2)	(20.1)
배당금지급	(7.5)	(12.8)	(16.8)	(17.2)	(20.1)
현금 증감	(7.7)	4.3	132.4	188.2	237.6
총현금흐름(Gross CF)	97.9	135.4	177.9	230.8	284.0
(-) 운전자본증가(감소)	28.5	(24.8)	12.0	14.7	15.4
(-) 설비투자	4.5	4.1	6.0	0.0	0.0
(+) 자산매각	(1.5)	(6.6)	(6.7)	(6.7)	(6.7)
Free Cash Flow	41.3	38.2	149.1	205.4	257.7
(-) 기타투자	(0.2)	30.9	0.4	0.4	0.4
잉여현금	41.5	7.4	148.7	205.1	257.3

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	1,146	1,494	2,134	2,853	3,564
BPS	4,333	4,778	6,927	9,971	13,770
DPS	200	257	300	400	500
Multiples(x,%)					
PER	32.9	31.9	28.1	21.0	16.8
PBR	8.7	10.0	8.7	6.0	4.4
EV/ EBITDA	25.6	23.6	19.6	14.2	10.6
배당수익률	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
PCR	25.0	23.1	22.7	17.4	14.2
PSR	13.6	12.8	11.2	8.5	7.0
재무건전성 (%)					
부채비율	32.4	34.4	25.9	20.2	16.1
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	635.1	181.7	296.0	438.1	600.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
자산구조					
투자자본(%)	60.0	65.3	53.7	43.3	35.1
현금+투자자산(%)	40.0	34.7	46.3	56.7	64.9
자본구조					
차입금(%)	18.8	16.9	13.2	10.2	7.9
자기자본(%)	81.2	83.1	86.8	89.8	92.1

자료: 다올투자증권

파마리서치

(214450)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
적정주가	510,000		유지
Earnings			유지

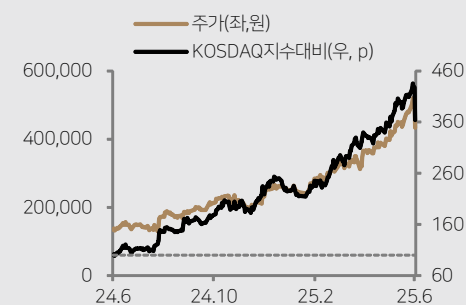
Stock Information

현재가 (6/13)	433,500원
예상 주가상승률	17.6%
시가총액	45,559억원
비중(KOSDAQ내)	1.16%
발행주식수	10,510천주
52주 최저가 / 최고가	129,900 - 523,000원
3개월 일평균거래대금	352억원
외국인 지분율	17.9%
주요주주지분율(%)	
정상수 (외 8인)	34.5
자사주 (외 1인)	1.1

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	30.0	30.5	24.0
PBR(배)	6.1	7.8	6.1
EV/EBITDA(배)	18.3	21.2	16.1
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	8.9	76.9	214.8	65.1
KOSDAQ 대비 상대수익률	3.9	66.1	226.6	51.8

Price Trend



DAOL 다올투자증권

막차는 타야지

Issue

인적 분할 공시 업데이트

Pitch

인적분할로 인한 기업 가치 훼손 요소 없음. 주주환원율 강화(30%) 및 신규 포트폴리오 및 해외 진출 전략 주목. 적정주가 51만원 유지

Rationale

- 홀딩스와 사업회사 0.74:0.26 비율로 인적 분할 예정. **인적분할 시, 첫 거래일 기준 홀딩스는 최대 -65%, 사업회사는 +160%까지 가격 변동 가능**, 전체 시가총액 -9% 감소. 둘째 거래일에는 홀딩스가 하한가, 사업회사는 상한가 시, 분할 대비 +3% 회복 가능. **상승률 감안 시, 첫 거래일 룡숏 전략은 실질적으로 불가능**
- 특별결의 사항으로 출석 주주의 2/3 이상 및 전체 발행주식의 1/3 이상 찬성 요구. 1, 2대 주주 찬성 시, 발행주식 기준 41.6%로 요건 충족. 2026E 현물출자 통해 최대주주는 홀딩스 지분 추가 확보, **일반주주는 미참여 바람직**. 현물출자 완료 시 홀딩스 기업가치는 장부가치 4천억원에 할인을 50% 적용한 사업가치 더해 **1.3조원 상향 조정 가능**
- 2014년 리쥬란 출시 이후 M&A 및 R&D 통한 제품 포트폴리오 확장을 지속. 향후 출시 예정인 제품으로는 PLLA 기반의 '에버컬', **고농축 리쥬란인 'S리쥬란(2028년 출시 목표)**, ECM 유래 콜라겐 스킨부스터, 그리고 EBD(에너지 기반 미용 의료기기) 등이며 브랜드 강화 활동 예정. 2025E 서유럽을 포함하여 G4 국가 순차 출시 예정으로 **2029년까지 매출액 1조원 달성 목표**. 환원율 30%은 기존 환원율 대비 2배 수준
- 잠재 리스크였던 승계 관련 이슈 완전 해소되며 **현 구조 상 사업회사 주가 상승은 최대주주와 일반주주 모두 수혜로 사업회사 Long, 홀딩스 Short 유효**. 적정주가 51만원 제시하며, 인적분할에 따른 사업회사와 홀딩스 합산 가치는 7.5조원(주가 기준 64만원)

Earnings Forecasts

(단위: F_UNIT,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	261	350	481	617	740	899	1,105
영업이익	92	126	186	241	288	352	436
EBITDA	104	140	202	260	311	379	469
지배주주순이익	77	92	149	190	228	278	346
자산총계	535	856	1,195	1,381	1,601	1,870	2,208
자본총계	462	569	701	873	1,080	1,332	1,648
순차입금	(96)	(197)	(277)	(380)	(509)	(664)	(861)
매출증가율	34.0	34.1	37.4	28.3	19.9	21.6	22.9
영업이익률	35.3	36.0	38.6	39.0	39.0	39.1	39.5
지배순이익률	29.3	26.3	31.0	30.8	30.8	30.9	31.3
EPS증가율	84.8	18.1	64.0	27.2	19.9	22.1	24.2
ROE	19.9	18.3	25.0	25.6	24.5	24.1	24.1

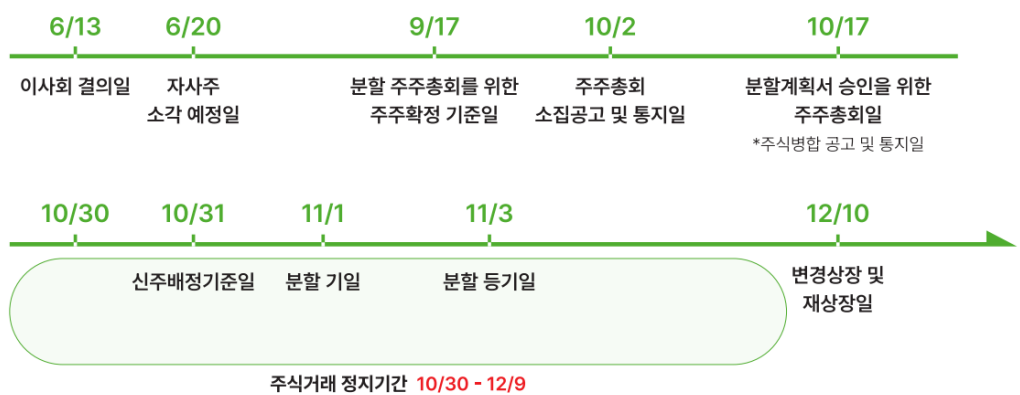
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

인적 분할 개요

1) 홀딩스 및 사업 회사의 분할, 2) 분할 이후 사업 회사 지분 취득을 통한 종속 회사화를 진행할 예정이다. 최대주주 입장에서는 인적 분할을 통해 잠재적인 승계나 상속이 가능해졌다는 점에서 긍정적이며, 일반 주주 입장에서는 주가 제한 요소가 해소되었다.

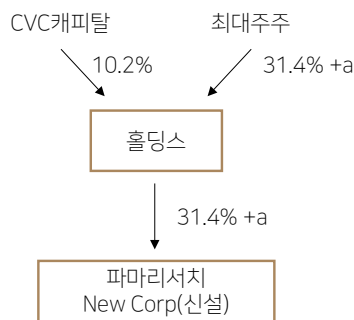
따라서 현재 수준에서는 신설 사업회사의 기업 가치는 기존 파마리서치 적정 기업 가치를 적용 가능하다. 이에 따라 신설 사업 회사의 기업 가치는 6.4조원 수준이다.

Fig. 57: 일정



Source: 다올투자증권

Fig. 58: 파마리서치 지배구조



Source: 다올투자증권

Fig. 59: 홀딩스/사업회사 시가총액에 따른 홀딩스 지분율

최대주주 지분율		사업회사 시가총액			
		3.0	4.0	5.0	6.0
홀딩스 시가총액	0.3	83%	87%	89%	91%
	0.5	76%	80%	83%	86%
	0.7	71%	75%	79%	81%
	0.9	66%	71%	75%	78%
	1.1	63%	68%	72%	75%

Source: 다올투자증권

인적 분할 첫 거래일 Long/Short 불가

첫 거래일 트레이딩 이론적
가능하나, 현실적 접근
불가능

현재 공시된 홀딩스(존속법인)와 사업회사(신설법인, New Corp)의 분할 비율은 0.74 대 0.26이다.
현재 포지션을 Neutral로 둔 뒤, 첫 거래일 홀딩스 Short에 사업회사 Long으로 접근할 수 있다.
다만 현행 제도상 인적분할로 인한 재상장 첫 거래일에는 기준 주가 대비 -65% 감소할 수 있으며,
+160% 상승할 수 있다. 따라서 거래 재개 후, 사업 회사 Long - 지주 회사 Short 트레이딩이
불가능하다.

첫 거래일 합산 시총 대비
-9%이나, 두 번째 거래일
에 합산 시총 회복

또한, 지주회사 주가가 -65% 감소하고, 사업회사 주가 +160% 상승할 경우, 합산 시가총액 대비 -
9%가 감소한다. 두번째 거래일 지주회사의 두번째 하한가, 사업회사의 두번째 상한가 시, 분할 당시
합산 시가총액 대비 +3%로 상승하기에 인적분할로 인한 기업 가치 감소는 첫 거래일에만
발생한다.

Fig. 60: 파마리서치 인적 분할 개요

구분	존속법인	신설법인
법인명	파마리서치홀딩스	파마리서치
사업부문	지주 / 투자	의료기기 / 의약품 / 화장품
주요자회사	파마리서치바이오 등	자회사 없음
분할비율	0.7427944	0.2572056
자본금(백만원)	3,919	1,336
액면가	500원	500원
발행주식수	7,717,373주	2,672,275주

Source: 다올투자증권

Fig. 61: 인적분할로 인한 재상장 기준가격 결정방법 사례(GS피앤엘)

1. 회사명	GS피앤엘			
2. 주권종류와 가격	주권종류	평가가격(원)	최고호가(원)	최저호가(원)
	보통주식	23,150	46,300	11,580
3. 기준가격 결정방법	최저호가가격 및 최고호가가격의 범위내에서 호가접수시간부터 정규 장 개시까지 호가를 접수하여 단일가격에 의한 매매방식으로 결정된 최초가격이 기준가격이 됨			
4. 매매방법	결정된 기준가격을 기준으로 상하 30% 범위내에서 일반종목과 동일			
5. 사유	회사분할			
6. 적용일	2024-12-23			
7. 근거규정	유가증권시장업무규정시행세칙 제30조 등			
8. 기타	-			

Source: Kind, 다올투자증권

Fig. 62: 인적분할 이후 주가 흐름 시나리오(인적 분할 첫 거래일의 기준가는 50 ~ 200에서 상/하한가 가능)

	단위: 비율			단위: 조원		
	홀딩스	사업 회사	합산 시총	홀딩스	사업 회사	합산 시총
분할 기준	75%	25%	100%	3.38	1.13	4.50
첫 거래일 (-50% 기준가에서 하한가, +100%에서 상한가)	26%	65%	91%	1.18	2.93	4.11
두번째 거래일	18%	85%	103%	0.83	3.80	4.63
세번째 거래일	13%	110%	123%	0.58	4.94	5.52

Source: 다올투자증권

접근할 수 있다면 사업 또한 해당 인적분할을 지배 구조 강화를 위한 방편으로 해석한다면 사업 회사 시가총액의 상승과 Long / 홀딩스 Short은 유 지주 회사의 시가 총액의 감소가 나타났을 때, 최대주주의 현물출자에 따른 홀딩스 지분 취득 시, 더 효과. 사업회사 주가는 최대 많은 신주를 취득할 수 있다.

주주와 일반 주주 오를수록
좋다

다만 현물출자의 시기는 아직 확정되지 않았다(2026년 중). 해당 기존 주주 현물 출자에는 지배력 강화가 목적인 최대주주는 참여 확률이 높다. 지배력 강화가 목적이 아닌 일반 주주의 경우, 해당 현물출자에 참여하지 않는 것이 적합하다.

사업 회사 지분 취득 후,
홀딩스 기업 가치는 1조원
~ 1.3조원 수준 (취득 전 4
천억원)

또한 현재 상태에서 홀딩스는 사업 회사의 지분을 한 주도 보유하고 있지 않기 때문에 이론적 기업 가치는 현재 Book Value인 4,016억원(2024년말 별도 기준) 수준이다. 또한 해당 Book Value를 홀딩스의 기업 가치 하단으로 해석하고 향후 홀딩스의 현물 출자를 통한 파마리서치 지분 취득만큼 할인을 50 ~ 70%를 가정하여 시가총액을 평가할 수 있다. 따라서 최대주주가 보유하고 있는 31%를 취득한다는 가정 시, 사업 회사(기업가치 4조원 이상) * 31% * 할인을 50 ~ 70%를 적용하여 6,000 ~ 8,700억원을 증분할 수 있다. 따라서, 홀딩스의 적정 기업 가치는 1조원 ~ 1.3조원 수준으로 해석할 수 있다.

임시 주총은?

해당 인적분할 건은 특별결의 건이기 때문에 출석한 주주의 주식수의 3분의 2 이상의 수와 발행주식 총수의 3분의 1이상의 수로써 하는 결의다. 최대주주 및 특수관계자, CVC캐피탈이 찬성한다면 발행주식 총수 요건(41.6%로 3분의 1 이상 달성)은 달성한다.

Fig. 63: 지분율(우선주 포함, 자사주 소각)

	발행 주수	지분율(우선주 포함, 자사주 소각)
최대주주 및 특수관계자	3,628,769	31.4%
CVC 캐피탈	1,175,647	10.2%
국민연금(2025.01 월)	550,225	4.8%
뱅크드(2025.06 월)	229,577	2.0%
삼성생명(2025.06 월)	183,962	1.6%
미래에셋(2025.06 월)	99,648	0.9%
Victory(2025.03 월)	97,203	0.8%
블랙록(2025.06 월)	95,066	0.8%
기타	5,505,198	47.6%
소각 예정 자사주	119,952	1.0%
발행주수(소각 후)		
보통주	10,389,648	89.8%
우선주	1,175,647	10.2%

Source: Bloomberg, 전자공시, 다올투자증권

To - Be에 집중. 호재 투성이

동사의 신제품 전략에 집중한다. 동사는 2014년 리쥬란 출시 이후, M&A 및 R&D를 통해서 지속적인 제품 출시를 이어왔다. 특히 신규 출시를 앞두고 있는 3종 제품은 에버클(PLLA 성분 기반 스킨부스터)와 S리쥬란(고농축 리쥬란), 콜라겐(ECM 유래 콜라겐 스킨부스터 추정) 출시 예정이며, EBD(에너지 기반 피부 미용 의료기기)를 출시할 예정이다.

해당 제품들은 파편화되어 있는 스킨부스터 시장에서 동사 제품군의 MS를 확대할 수 있는 기회로 판단하며, 특히 기존 유사 제네릭 제품에 대한 브랜드 인지도 강화 활동 또한 병행될 예정이다. S리쥬란의 경우 기존 리쥬란 대비 고농도 제품으로 출시 예정으로 2028E 출시 예정을 기대한다.

또한 동사는 미국 리쥬란 의료기기 출시 일정을 2032년으로 목표하며 2029년 매출 목표를 1조원으로 제시하였다. 스킨부스터라는 신규 시장에 대한 시장 추정이 어려운 상황에서 동사의 매출 목표와 함께 중장기적인 로드맵이 설정됨에 따라 중장기적 기업 목표를 재확인하였다.

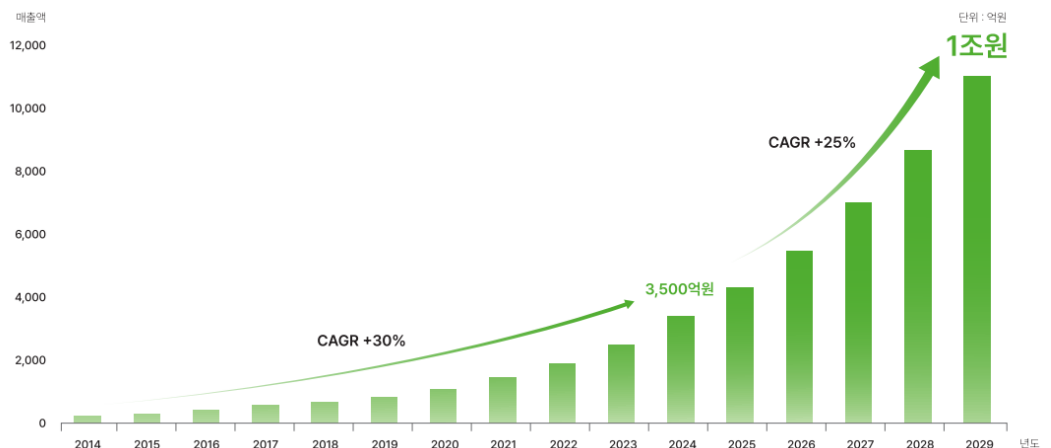
Fig. 64: 파마리서치 포트폴리오 확대

파마리서치 그룹 중장기 성장 목표

2014년 이후 10년간 매출액 CAGR +30% 성장

향후 5년 CAGR +25% 성장 → 2029년 연간 매출액 1조원 달성 목표

해외 진출 및 침투율 확대 + 사업/제품 포트폴리오 다각화 → 글로벌 탭티어 헬스케어 그룹으로 발돋움



Source: 파마리서치, 다올투자증권

Fig. 65: 파마리서치 포트폴리오 확대

파마리서치 성장 전략 1. 포트폴리오 확대

지속적인 R&D로 에스테틱 중심의 제품 포트폴리오 확장
: 스킨부스터류(에버클, 콜라겐, S리쥬란 등), EBD 출시 예정
→ 리쥬란과의 시술 연계를 통해 소비자 경험 확대

| 글로벌 토탈 에스테틱 기업으로 성장



Source: 파마리서치, 다올투자증권

Fig. 66: 파마리서치 해외 확장 전략

파마리서치 성장 전략 2. 해외 확장

G4 시장 진출을 통해 리쥬란 성장 가속화
| 해외 진출 타임라인 |
2025 유럽 주요국 → 2028년 중국, 일본, 중동, 남미 → 2032년 미국



Source: 파마리서치, 다올투자증권

Fig. 67: 파마리서치 그룹 주주가치 제고 방안

파마리서치 그룹 주주가치 제고 방안

주주가치 제고

| 자사주 소각

- 파마리서치 보유 자기주식 전량 소각

| 주력 사업회사 밸류업 프로그램 시행

- 투명한 지배구조와 신뢰 기반의 주주환원 정책 추진
- 신설회사 및 파마리서치바이오 주주환원율 30% 설정

* 현금 배당성향 22년 16.2% → 23년 12.7% → 24년 14.6%

경영투명성 강화

| 투자자 소통 강화

- 분기별 합동 IR을 통한 시장 및 이해관계자 양방향 소통 강화
- 수시 공시 확대, 전자투표제 전면 도입

| ESG 경영 체제 강화

- 지속가능경영보고서 발간
- 윤리경영 인증 진행

Source: 파마리서치, 다올투자증권

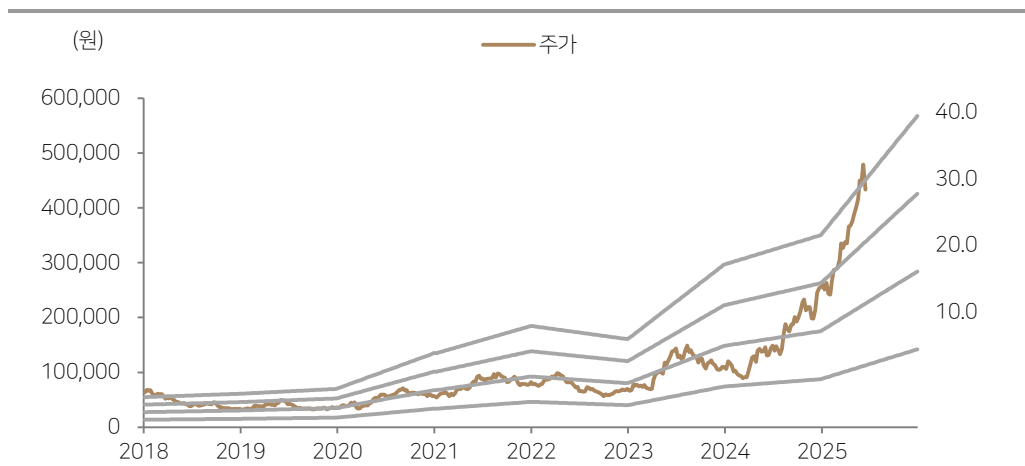
Fig. 68: Valuation

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	14,366	18,279	21,920	26,775	33,257	38,245
YOY	91%	38%	-13%	85%	18%	64%	27%	20%	22%	24%	15%
완전 희석 EPS(원)				6,621	7,817	12,823	16,316	19,566	23,900	29,685	34,138
YOY					18%	64%	27%	20%	22%	24%	15%
적정 PER(배)	40.0										
완전 희석 적정주가(원)	512,938										
Implied PER		31.3	26.1	21.3	17.2	14.9					

적정주가(원)	510,000
증가(원)	433,500
상승여력	17.6%

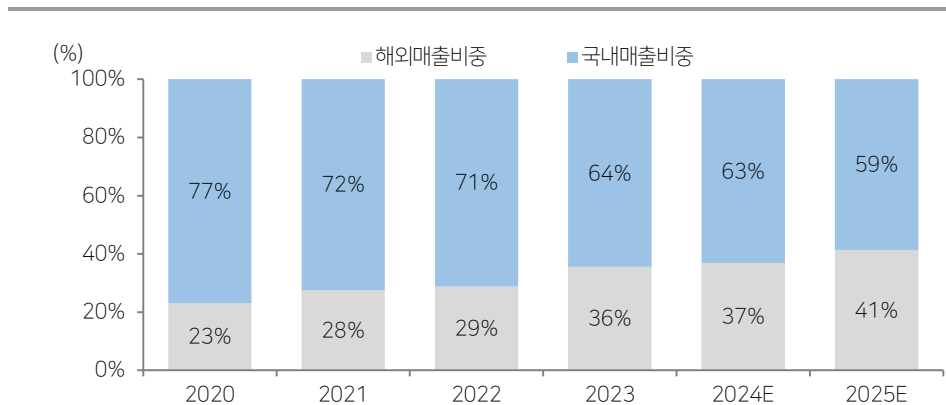
Source: 다올투자증권

Fig. 69: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 70: 파마리서치 해외 매출 비중 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 71: 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

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	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	175.4	197.3	197.3	197.3	197.3
이익잉여금	260.8	343.1	479.0	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	141.9	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	186.5	(17.3)	(20.8)
차입금증가	(34.0)	8.3	200.0	0.0	0.0
자본증가	(7.2)	(10.1)	(13.5)	(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	154.2	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)	87.3	114.2	144.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	7,417	8,758	14,366	18,279	21,920
BPS	38,867	43,303	55,400	70,591	88,724
DPS	950	1,100	1,500	1,800	2,300
Multiples(x,%)					
PER	14.8	30.0	30.5	24.0	20.0
PBR	2.8	6.1	7.8	6.1	4.9
EV/ EBITDA	9.9	18.3	21.2	16.1	13.0
배당수익율	0.9	0.4	0.3	0.4	0.5
PCR	10.8	20.5	32.5	24.9	20.8
PSR	4.3	8.8	10.4	8.1	6.8
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.
- REDUCE: 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

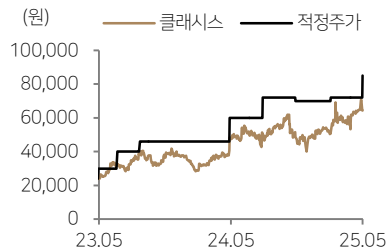
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· 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

클래시스 (214150)



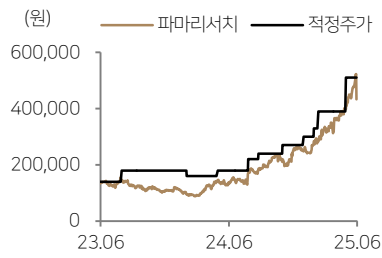
일자	2023.07.03	2023.09.05	2024.05.09	2024.08.09	2024.12.11	2025.02.14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	40,000원	46,000원	60,000원	72,000원	70,000원	72,000원
일자	2025.05.13					
투자의견	BUY					
적정주가	85,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2023.07.03	40,000원	32,958원	38,850원	-17.6	-2.9
	2023.09.05	46,000원	35,564원	41,700원	-22.7	-9.4
	2024.05.09	60,000원	49,607원	55,300원	-17.3	-7.8
	2024.08.09	72,000원	51,602원	61,900원	-28.3	-14.0
	2024.12.11	70,000원	50,863원	54,500원	-27.3	-22.1
	2025.02.14	72,000원	60,249원	70,700원	-16.3	-1.8
	2025.05.13	85,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 06월 13일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

파마리서치 (214450)



일자	2023.05.15	2023.05.16	2023.08.14	2024.02.13	2024.05.13	2024.08.08
투자의견	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
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	240,000원	270,000원	300,000원	330,000원	390,000원	510,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

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	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 06월 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 투자 의사결정은 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.