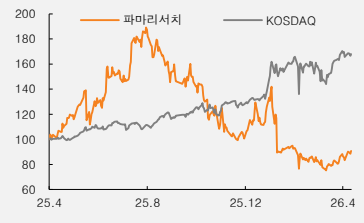


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	600,000원
현재주가(26/5/8)	341,000원
상승여력	76.0%

영업이익(26F,십억원)	270
Consensus 영업이익(26F,십억원)	269
EPS 성장률(26F,%)	38.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	224.0
P/E(26F,x)	17.4
MKT P/E(26F,x)	8.4
KOSDAQ	1,207.72
시가총액(십억원)	3,543
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	65.0
외국인 보유비중(%)	6.7
벤투(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	282,500
52주 최고가(원)	711,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	15.8 -30.2 -13.3
상대주가	4.5 -49.3 -47.6



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

파마리서치

바닥은 확인했고, 리쥬란은 건재하다

1Q26 Review: 매출 및 영업이익의 시장 기대치 부합

매출 1,461억원(25% YoY)과 영업이익 573억원(28% YoY, OPM 39.2%)으로 시장 기대치에 부합. 조정 EBITDA는 560억원(51% YoY, 마진 39.1%)로 추정.

품목별 매출: 의료기기 795억원(15% YoY, 국내 21% YoY, 해외는 전년과 유사), 화장품 422억원(51% YoY, 국내 43% YoY, 해외 56% YoY), 의약품 214억원(25% YoY, 국내 6% YoY, 해외 55% YoY)

목표주가 600,000원 및 매수의견 유지

직전 2분기 동안 부진했던 모습과 달리, 1Q26에서는 희망적인 요소가 많이 관찰됨.

의료기기: 여전히 견조한 국내 시장. ECM 스킨부스터 간 경쟁 심화로 시술 가격이 빠르게 하락하면서 리쥬란 대비 수익성이 악화되며, 오히려 리쥬란에 우호적인 환경으로 변화 중. 또한 해외 수출은 중동 전쟁에도 불구하고 선방했다고 판단. 기대를 모으는 서유럽은 초도 물량 출고 이후 추가 주문이 이어지고 있음. 서유럽 지역은 시장을 개척해야 하는 만큼 과도한 기대보다는 마케팅 피드백에 귀를 기울일 필요 있음. 현재 출시 초기임에도 고객사 피드백 우수한 것으로 알려짐.

화장품: 국내외를 가리지 않는 고성장세 지속. 리쥬란의 브랜드 파워를 활용한 연계 마케팅이 주요 성장전략이었으나, 현재는 화장품 자체의 브랜드 파워가 구축되고 있고, 이를 미국에서 증명. 아직 리쥬란이 진출하지 않은 지역에서는 역으로 리쥬란 진출 전 시장을 개척해 리쥬란이 상용화할 시 소프트랜딩하는데 역으로 도움을 줄 것

신성장동력: 4Q26 미용기기, 4Q26~1H27 합성 콜라겐, 2H27 특신 캐파 증설, 27~28년 차세대 리쥬란, M&A(시점 미정)

실적: '26년 실적은 매출 6,684억원(25% YoY), 조정 EBITDA 2,880억원(25% YoY, 마진 43.1%), 영업이익 2,696억원(26% YoY, OPM 40.3%) 전망.

밸류에이션: 동사는 오리지널 브랜드인 리쥬란의 무형자산을 중심으로 포트폴리오 다각화를 추진하며 글로벌 시장 확대를 진행 중인 20% 이상의 외형 성장과 40%의 고마진이 기대되는 기업. 그러나 현 주가는 12개월 선행 P/E 16배로 동사의 지난 1년 평균(25배) 및 최고점 (39배) 대비 저평가 되고 있음. 또한, 코스닥 활성화 정책 시, 코스닥 내 펀더멘탈이 뒷받침되는 시총 상위 기업으로 수혜 가능.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	350	536	668	794	987
영업이익 (십억원)	126	214	270	327	414
영업이익률 (%)	36.0	39.9	40.4	41.2	41.9
순이익 (십억원)	92	165	227	270	344
EPS (원)	8,608	14,209	19,649	23,310	29,761
ROE (%)	18.9	26.9	29.1	27.3	27.4
P/E (배)	30.5	28.4	17.4	14.6	11.5
P/B (배)	5.6	6.8	4.5	3.6	2.8
배당수익률 (%)	0.4	0.9	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

1. 1Q26 실적 Review

Q) 의약품 수출에서 특신 프로젝트 믹스 개선 내용은?

A) 단순히 100유닛과 200유닛 믹스인데, 지금 풀 캐파 상태에서 다 팔리고 있고, 200유닛 비중이 조금 올라가게 되면 매출 성장이 된다. 200유닛의 절대 가격이 더 비싸다. 기본 스탠다드는 앨러간 보톡스 100유닛짜리가 기본 스탠다드인데 200유닛짜리가 좀 더 팔려서 비중이 올라가면서 매출이 더 나온 것이다.

Q) 화장품 사업의 마진이 좋아진 이유는?

A) 화장품 사업의 마진이 좋아진 것은 지금 수수료와 마케팅비의 절감이다. 현재 광고도 브랜드로 밀어버리고 있으며 지금 수수료율 자체가 내려가는 쪽으로 진행중에 있다. 규모의 경제는 관련 투자들을 고민하고 있는 시기이며 아직은 실현되기는 이른 시점이다.

Q) 1분기 비용이 어디서 많이 나간건지?

A) 절대적으로 판관비가 매출과 연동되면서 늘어나고 있다. 당연히 이번 1분기에도 광고비 쪽이 가장 많이 늘었다. 여의도나 명동, 강남 같은 변화가 지역들을 리주란으로 도배를 해 놨다. 어딜 가도 광고가 보이는데, 한국뿐만 아니라 지금 아시아 지역별로 곳곳에서 비슷한 광고들을 늘려가고 있다. 이런 투자들을 통해서 여러 가지로 사업의 시너지를 원하고 있어서 광고비가 꾸준히 올라가는 모습을 가장 크게 볼 것 같다.

Q) 해외 의료기기 부문 매출에서 유럽의 1분기 비중은?

A) 유럽 비중은 35%이다. 비바시와 기타 유럽에 대한 차이 때문에 의문이 들 수 있을 것 같다. 서유럽뿐만 아니라 이미 동유럽 북유럽의 사업을 진행하고 있었던 만큼, 그쪽 지역의 매출과 서유럽 매출이 더해진 비중이다.

Q) 의료기기 내수에서 마케팅 비용이 내수 매출의 약 2.5% 정도인가?

A) 맞다. 리주란 포인트 어워드도 소비자에게 돌려주는 개념이라 매출과 연동되어 있다.

2. 2026 Preview

Q) 의료기기 수출 2Q26 분위기는?

A) 의도하는 바와 현황을 구분해서 말씀드리면, 일단 의도하는 바는 내수 및 수출 의료기기 쪽에서 QoQ 성장이 나오고, 화장품과 의약품은 플랫폼 것으로 보고 있다. 계획상으로는 화장품이 잘 되고 있고 의약품이 다소 부진하여 실제 업황에서는 화장품에서의 업사이드가 조금 더 열려 있을 수 있다.

2분기 의료기기 수출은 QoQ로 25% 성장할 것 같다. 주요 원인은 유럽이다. 2분기에 가장 크게 기여할 영역은 유럽, 중동, 그리고 기타 아시아 국가도 여전히 성적이 나오는 것들이 꽤 있어서 그 부분까지 포함되어 있다.

Q) 올해 연간 매출 성장 25%가 너무 공격적이진 않은가?

A) 수출 의료기기 같은 경우 25% 정도 성장이면 숫자적으로는 260억 정도 되는데, 전 최고점 정도 수준이다. 유럽에서의 반응이 상당히 긍정적이고 이미 매출이 1분기에 감소하면서 오는 기저 효과도 있어 우리는 상당히 현실성 있게 바라보고 있다.

국내에는 기존 피부과에 집중되어 있던 영업전략을 성형외과나 기타 의원급으로 늘려가려고 노력하고 있다. 또한 PN의 확장성은 치과나 부인과까지도 확장하려고 하고 있다. 1분기 기여도는 아직 디테일하게 보지 못했으나, 올해 매출 성장 목표가 내수 의료기기 20% 이상 잡혀 있는데 거기에 상당 부분 신규 과가 포함될 예정이다.

Q) 2분기 TV 광고비는 어느 정도인가?

A) 금액이 얼마나 노출되느냐에 따라 다른데, 과거에 해온 형태는 보통 월 10억 정도다. 매출이 증가하면 영업이익에서 레버리지가 나야 되는데, 계획상으로는 매출의 퍼센트로 지금 비용을 잡고 있는 단계여서 영업이익률의 변화는 크게 없을 것으로 보고 있다.

Q) 목표 GP 마진 70% 후반대가 맞는가?

A) 맞다. 기존에 화장품 사업의 마진이 가장 낮았던 때가 23~24년으로, 브랜드 인지도 쌓아보겠다고 홈쇼핑 하면서 BEP 사업을 할 정도까지였다. 지금 내수에서도 점점 제품 매출이 늘어나게 되면서 올리브영이나 면세점에서의 부담도 조금씩 줄어들고 있고, 해외 같은 경우에는 확실히 국내보다는 수수료 부담이 적기에 마진 개선 효과가 있다.

그럼에도 의료기기 자체가 너무 마진이 좋아서 화장품만 너무 크게 늘어나버리면 GP는 내려갈 수 있다. 다만 현재 계획상으로는 GPM이 크게 흔들릴 정도의 차이가 나지는 않을 것으로 보고 있다. 현재는 지금 70% 후반 GPM, 30% 후반 OPM의 큰 틀에서 진행 중이다.

Q) 중동은 2분기에 전쟁으로 타격이 있는가?

A) 원래 1분기에도 중동 런칭 계획들이 잡혀 있고 행사가 있었는데 일부는 못 가고 일부는 갔었다. 1분기보다는 지금 2분기가 조금 더 나은 것 같다. 워낙 민감한 이슈라 자세히 말씀드리긴 어렵다.

3. 리쥬란 및 신제품

Q) 향후 해외향 품목 단가를 올릴 계획이 있는지?

A) 해외에서 더 프리미엄 가격을 얻고 싶으나, 타 에스테틱 업체와는 차이가 있다. 보톡스 제품들은 국내에서 앨러간의 저렴한 대안으로 받아들여져 공급사가 많고 단가가 낮지만, 해외에서는 경쟁이 적어 더 비싸게 팔 수 있다. 그러나 리쥬란은 대체품이 없는 오리지널 제품이기 때문에 상황이 다르다.

오리지널 제품의 가격 단가 차이가 발생하면 이미 해외에 허가를 받아놓은 상황에서 불법 유통이 일어날 수밖에 없고, 실제로 작년에 그 영향을 상당히 많이 받았다. 국내나 해외 유통사들이 타 지역까지 넘어가서 사업을 하면서 가격 구조가 망가지는 케이스들이 발생했다. 따라서 단가 차이를 최소한으로 유지하는 것이 사업 방향성에서 중요하고, 평균 단가 인상은 악영향이 더 많아 고려하지 않고 있다.

다만 장기적으로는 수익성 제고 플랜을 가지고 있다. 통상 유통사가 국가 독점 권한을 받으면 마진이 약 50~70% 붙는데, 주요 거점 국가들은 매출이 일정 수준 이상 증가하면 직접 영업 조직을 꾸려 진출할 계획이다. 중국, 유럽, 미국 같은 지역들은 시장 규모가 올라온 이후 직접 사업을 하면서 불필요한 유통 마진을 줄여 수익성을 제고할 계획이다.

Q) 리쥬란이 세계적으로 아이코닉한 시술이 되가는 느낌을 받은 이유는?

A) 가장 큰 확신을 가졌던 것 중 하나는 이번 유럽 런칭이다. 원래 아픈 거 싫어하고 자연주의 시술이 있고 새로운 것들에 대해 보수적인 시장임에도 불구하고, 지금 유럽에서의 초기 런칭과 행사들을 다녀오신 분들 얘기를 들어보면 신규 에스테틱 시술에 관심으로 오시는 분도 물론 있지만 제품에 대해 이미 알고 오신 분들 비중이 계속 빠르게 올라오고 있다.

두 번째는 이번 미국 화장품 사업을 확장하면서 세포라에 처음 들어갈 때 국내 기업의 도움 없이 단독으로 세포라에 들어가서 런칭이 되었던 것이다. 당시 몇 가지 요청이 있어서 타사의 K뷰티 카테고리 섹션으로 들어가게 되면서 서로 시너지가 나는 협상들이 이루어진 것 같다. 화장품 브랜드 자체도 다른 카테고리에 넣어달라고 요청을 받을 수 있을 정도의 브랜드 인지도가 생겼다고 본다. 또한 브랜드 입점을 원하는 곳들이 많이 늘어난 것도 있다.

Q) EBD 출시 계획은 계획대로 진행되고 있는가?

A) 신제품 계획을 말씀드리면, 4분기에 EBD, 연말 혹은 내년 초에 콜라겐, 내후년 27~28년 사이에 리쥬란 다음 제품이 나올 예정이다. 물론 사업 계획이 그렇게 크게 잡혀 있지 않지만, 현재 영업 조직에서 충분히 소화가 가능한 범위라고 보고 있고, 별도의 조직이나 비용 추가 없이 사업 시작이 가능할 것으로 본다.

Q) 콜라겐은 어떤 종류인가?

A) 연구소에서 만든 합성 콜라겐이다. 약 4년 전에 일본에서 기술 이전을 받아온 게 있으며, 그것을 활용할 예정이다.

4. 화장품

Q) 미국 오프라인 화장품 매출 비중은?

A) 미국 클리닉형 화장품은 지난 3분기 이후로 플랫하다. 그 이후에 늘어난 게 아마존과 오프라인인데, 세포라 초도 물량이 그렇게 크지는 않다. 비중은 클리닉 60%, 나머지는 온라인이 40%이다.

Q) 미국이나 유럽 등에서 오프라인이 추가로 들어갈 예정인가?

A) 생각보다 많은 기회들이 주어진 것 같다. 미국 들어가게 되면서 상당히 적극적으로 화장품의 오프라인뿐만 아니라 온라인까지 다양한 방면으로 갈 수 있다. 그리고 현재는 그 시작 단계에 있다. 조금 더 가시성 있게 나오는 것들은 올해 연내에도 몇 건이 더 있을 것이다. 지금은 아직 협상 중이며 추가로 업데이트가 되면 공유할 예정이다.

Q) 세포라 분위기는 어떤가?

A) 중국 세포라는 애초에 계획을 했고 지금 계획한 수준만큼 진행되고 있는 상황이라 특별히 더 잘 된 건 아니다. 미국 세포라에서는 단독으로 세포라에 직접 들어갔다가 지금은 K뷰티 카테고리 안으로 들어가게 되었다. 올리브영이 상당히 이쪽에 오너십을 갖고 추진을 하고 있고, 그중에 핵심 제품 중에 하나로 거듭나고 있는 중으로 보고 있다.

Q) 동남아 Shopee형 화장품의 수익성은 어느정도인가?

A) Shopee의 셀 아웃 기준, 즉 풀 셀 프라이스 기준으로 수익 인식을 하고, 여기에 대한 수수료를 내는 것으로 알고 있다. 수익성은 미국만큼 나쁘지 않으며, 국내 화장품보다는 더 좋은 영역이다. 통상 내수 화장품 사업 영업이익률이 대략 20~30% 사이 정도인데, 그거보다는 조금 더 잘 나오는 수준이다.

Q) 리쥬비넥스 크림의 반등 방안은 무엇인가?

A) 리쥬비넥스 크림 반등 방안에 대해서는, 리쥬비넥스 크림이 잘 되고 있는 와중이어서 광고도 쓰고 본격적으로 사업을 하려고 했더니 오히려 타 제품에 더 도움이 된 것 같다. 대표적으로 약국을 가보니 리쥬비넥스 크림과 리쥬올이라는 품목을 코팅지로 비교를 해 주셨다.

잘 모르는 소비자 입장에서 보면 리쥬비넥스 크림은 일반 의약품이고 리쥬올은 기능성 화장품인데, 기대 효과를 허가 사항별로 기재를 해놓으면 기능성 화장품이 의약품보다 더 효과가 있는 것처럼 보인다. 그런 것들을 고쳐가는 작업들을 지금 하고 있으며 약국용 화장품을 론칭하면서 리쥬비에스를 런칭했고, 그런 쪽에서 다양한 시도를 하고 있다.

Q) 화장품 같은 경우의 엿지가 무엇인가?

A) 화장품 같은 경우는 브랜딩이다. 지금 리쥬란을 가지고서 브랜드 자체를 장기간 소비자들에게 노출시켜 온 효과가 이제 나오는 것이라고 본다. 화장품 용량 대비 가장 비싼 화장품 중에 하나이고, 타사만큼 PDRN이나 화장품에서의 기대할 수 있는 효과에 대한 마케팅도 여전히 소극적이지만, 광고들을 보면 이게 주사 광고인지 화장품 광고인지 모르겠는 이런 특징들이 소비자들한테 장기간 익숙해지면서 만들어진 브랜드 경쟁력이라 보고 있다.

주요차트

표 1. 1Q26 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q25	4Q25	1Q26			성장률	
			잠정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	116.9	143.3	146.1	146.8	147.9	25.0	1.9
영업이익	44.7	51.9	57.3	60.0	58.8	28.1	10.4
영업이익률 (%)	38.3	36.2	39.2	40.9	39.8	1.0	3.0
순이익	36.2	32.6	47.6	47.1	44.5	31.5	46.1

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	701	896	668	794	-4.7	-11.4	1Q26 실적반영
영업이익	301	395	270	327	-10.5	-17.2	
순이익	241	320	227	270	-5.9	-15.6	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

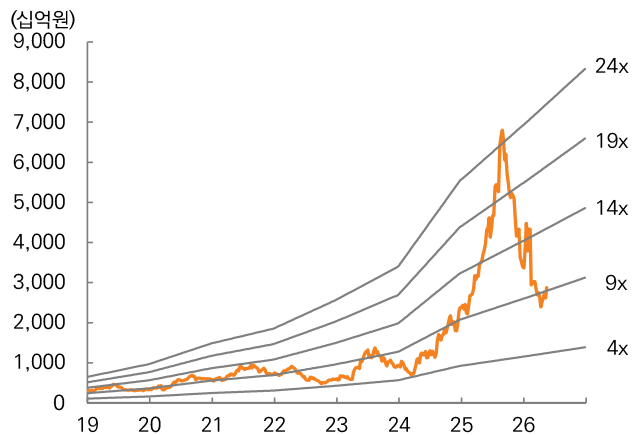
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	116.9	140.6	135.4	143.3	146.1	161.0	173.7	187.7	536.3	668.4	794.0
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	21.4	22.1	22.8	23.8	82.5	90.2	101.1
의료기기	69.5	85.0	76.7	83.2	79.5	90.7	98.5	106.9	314.4	375.6	461.6
화장품	27.9	30.8	35.2	37.6	42.2	45.1	49.3	53.9	131.5	190.5	218.8
기타	2.4	4.4	0.4	-1.0	3.0	3.0	3.0	3.1	6.1	12.1	12.6
영업이익	44.7	55.9	61.9	51.9	57.3	65.1	72.2	75.0	214.4	269.6	326.8
순이익(지배)	36.2	47.4	49.0	32.6	47.6	54.9	61.0	63.7	165.1	227.2	269.6
매출 성장률(%)	56.5	69.2	51.8	39.1	25.0	14.5	28.2	30.9	53.2	24.6	18.8
의약품	5.4	14.1	36.4	61.7	24.7	8.2	3.8	3.8	27.9	9.3	12.1
의료기기	81.0	97.6	51.5	35.3	14.5	6.7	28.3	28.4	62.4	19.5	22.9
화장품	57.5	54.7	108.1	65.2	51.0	46.7	40.2	43.3	70.1	44.9	14.8
기타	1.5	90.3	-92.7	-124.5	25.8	-31.6	657.6	-399.6	-57.1	96.8	4.1
영업이익률 (%)	38.3	39.7	45.7	36.2	39.2	40.4	41.6	40.0	40.0	40.3	41.2
순이익률 (지배, %)	30.8	29.9	37.6	27.4	32.6	34.2	35.2	34.0	31.4	34.0	34.0

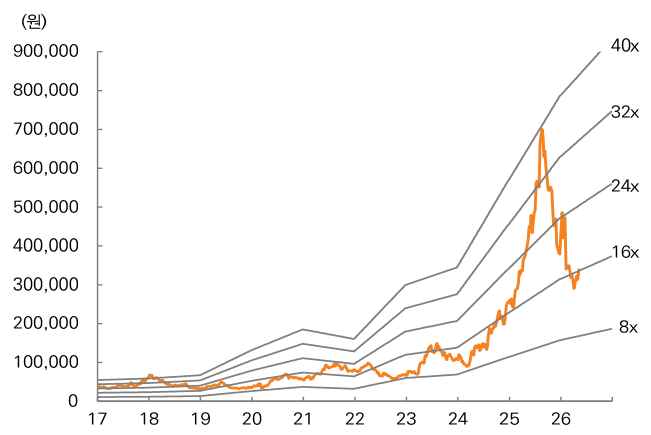
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



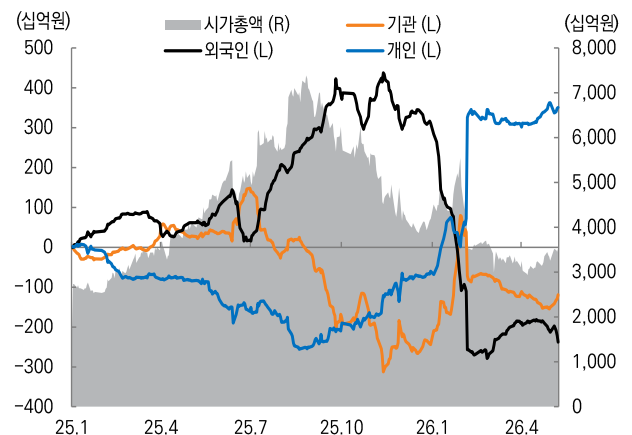
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



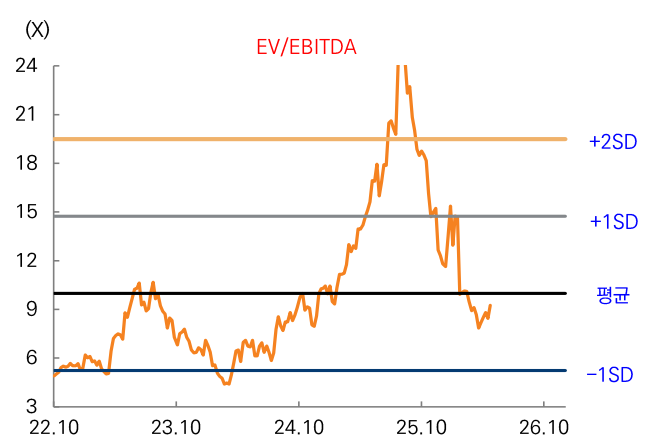
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer Valuation

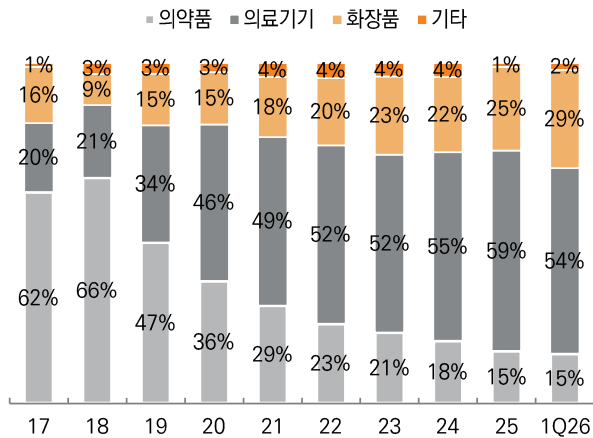
(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			EV/EBITDA(x)			매출(십억원)		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
클래시스	3,647	50.7	48.2	49.7	27.7	19.9	15.6	10.9	7.6	6.1	18.6	14.5	11.4	336.8	477.8	594.8
휴젤	3,599	47.2	41.1	43.9	21.1	21.1	16.4	7.1	7.1	5.9	9.2	13.6	10.8	536.3	676.7	806.2
파마리서치	3,569	40.0	40.6	41.4	20.2	17.5	14.4	6.3	5.3	4.4	15.9	10.4	8.6	425.1	508.3	612.1
Establishment Labs	3,087	(18.5)	(2.7)	7.6	-	-	1,435.4	9.3	7.9	6.3	-	131.2	-	300.1	388.6	488.4
엘앤씨바이오	1,543	5.2	16.8	26.4	-	-	23.1	16.9	10.5	4.8	125.3	50.4	17.2	85.5	147.1	319.4
Inmode	1,293	23.0	20.5	21.3	10.3	10.4	9.5	2.4	2.4	2.3	4.5	4.3	4.1	526.8	538.5	550.7
원텍	779	33.0	34.7	35.0	22.0	14.7	12.1	5.0	4.1	3.5	11.2	10.4	8.5	247.3	278.3	314.6
메디톡스	755	6.9	15.4	21.5	46.5	20.4	13.0	3.0	2.7	2.4	22.3	13.6	9.2	156.8	190.2	224.8
Evolus	612	(11)	3	8	-	-	38.1	1.4	1.3	1.1	-	48	16	89.8	138.2	176.9
아스테라시스	414	27.4	38.1	49.0	44.4	22.2	15.3	10.7	7.1	6.3	36.2	17.3	11.9	37.9	58.2	66.0
AirSculpt Tech	398	(7.6)	(0.9)	-	-	-	-	1.6	1.8	1.6	166.0	20.4	18.9	422.5	485.8	569.8
한스바이오메드	362	(28.8)	11.6	18.4	-	26.6	13.4	3.3	2.6	2.0	-	-	10.4	215.9	225.6	240.9
Sisram Medical	254	7.7	8.4	8.6	9.2	7.4	6.2	0.5	0.4	0.4	5.7	4.4	3.8	519.5	607.0	677.2
Beauty Health	110	(6.9)	(0.6)	2.3	-	-	-	0.2	0.3	0.2	72.2	5.0	4.2	47.2	69.8	93.7
동방메디컬	143	15.0	17.5	19.8	12.0	8.5	6.7	1.2	1.1	1.0	6.9	4.4	3.5	8.8	19.1	29.1
전체 평균		4.2	17.8	24.9	24.1	17.5	116.6	5.2	4.9	3.7	39.4	24.9	9.9	-	-	-

주: 2026년 2월 4일 종가 기준

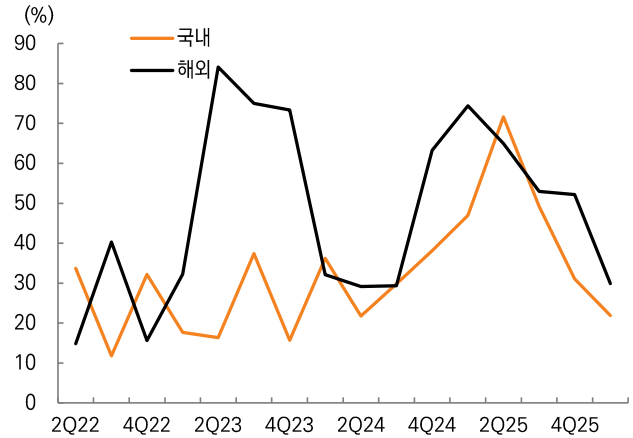
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중 추이



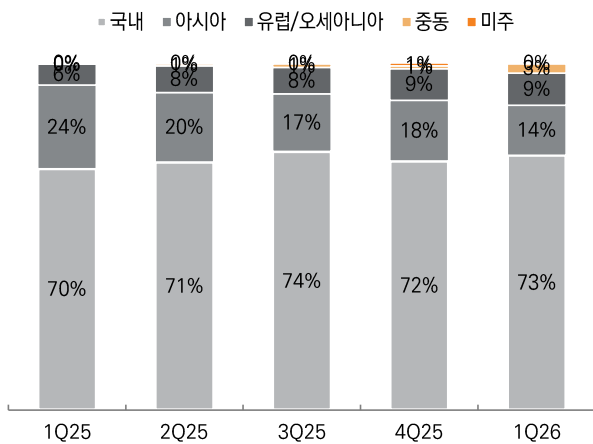
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



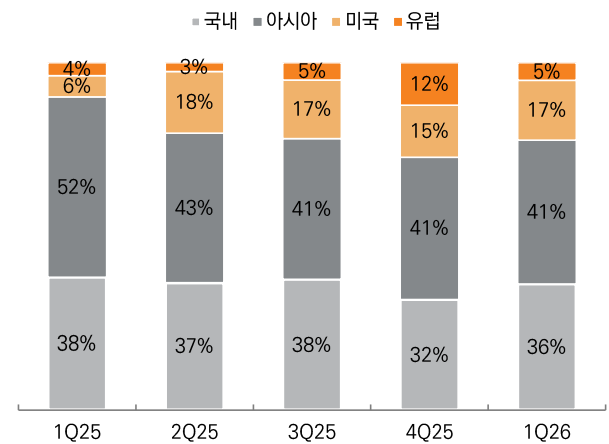
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 의료기기 지역별 매출 비중 추이



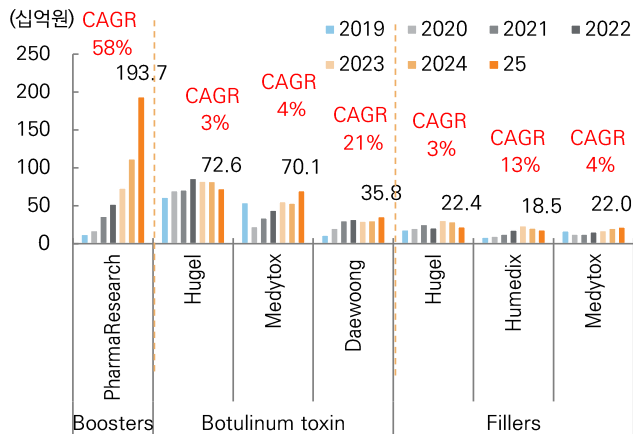
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 화장품 지역별 매출 비중 추이



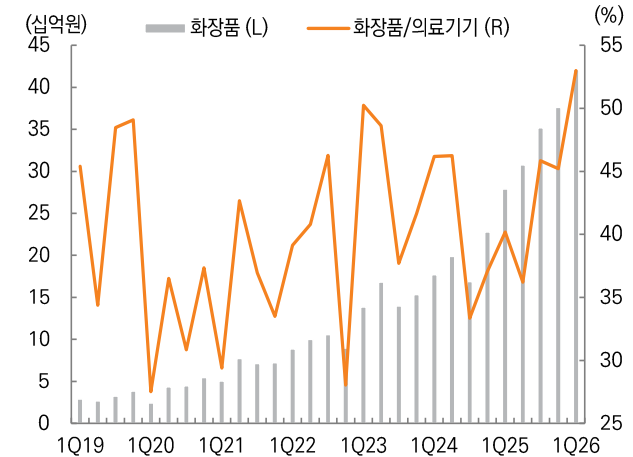
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 리주란 및 스컬트라 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 4Q25 말 기준 부채비율은 44%다. 동사는 2021년부터 매년 400억원 이상 발생하고 있는 잉여현금흐름에 CVC로부터의 자금까지 유입되어 4Q25에 약 6,204억원의 현금성 자산을 보유했다. 다만, 최근 재고자산 증가로 운전자본이 1,100억원대로 증가한 것은 관찰할 필요가 있어 보인다.

동사의 주요 투자자인 CVC는 본래 크로스보더 M&A에 힘을 보태기 위해 SI로 참여했다. 그런데 CVC가 자본재조정(Re-cap)을 한 뒤 얼마 지나지 않아 디레이팅이 진행되었다. 리캡을 진행한 가격대를 고려할 때 현재 주가는 CVC에게 매우 부담스러운 가격대로 올해 M&A에 속도가 붙을 가능성이 높다. M&A 규모와 인수 기업 재무 상태에 따라 단기 재무 부담이 커질 수 있다.

사업 리스크

동사는 리쥬란을 중심으로 각종 주사 요법과 화장품, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다.

대표 제품인 리쥬란은 PN 기반의 경쟁 제품이 여럿 등장하고 있으나, 동사와의 격차가 확연하다. 다만, ECM 스킨부스터와 같은 신규 카테고리의 부상은 경계할 만하다. 동사는 리쥬란의 글로벌 확산과 더불어 스킨부스터 내 포트폴리오 다각화 전략으로 대응할 계획이다.

다만, 여전히 내수 비중이 높은 것은 단점이다. 유럽 파트너인 Vivacy와 SI인 CVC의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 리쥬란의 의미 있는 시장 침투를 하고자 한다.

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 손해가 가능하다. 또한, 미국과 같이 아직 공식적으로 리쥬란 허가가 없는 지역에서는 오히려 시장 개척의 역할을 담당하고 있다.

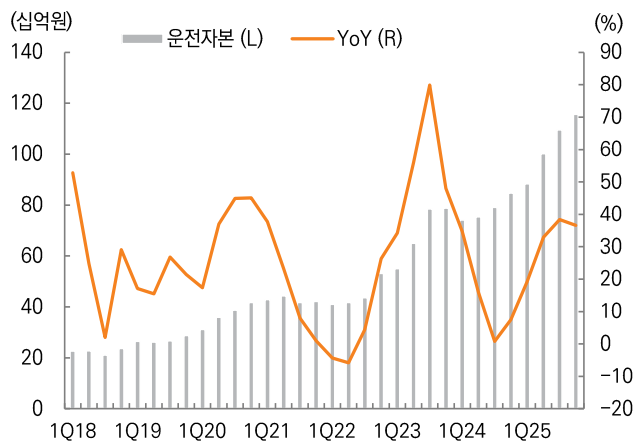
마이크로니들 고주파 미용기기 출시가 2026년 하반기, 특신 생산 캐파 증설이 2027년 하반기에나 가능하다는 것은 아쉽다.

관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장 범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

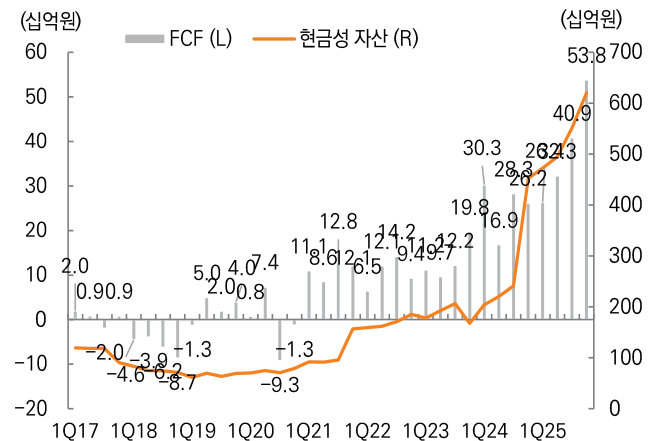
현 주가는 12개월 선행 P/E 16배로 동사의 지난 1년 평균(25배) 및 최고점 (39배) 대비 저평가 상태다.

그림 11. 운전자본 추이



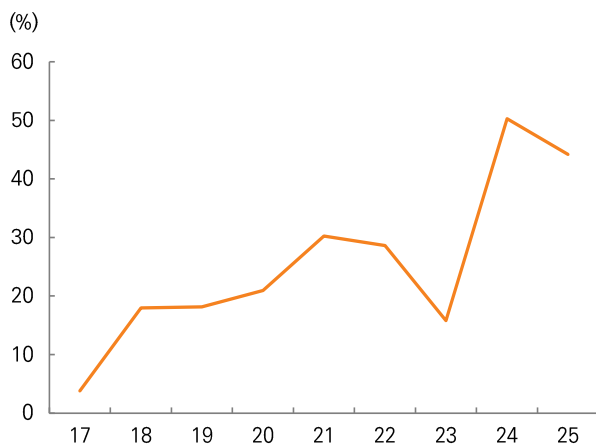
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. FCF 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부채비율



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지분율

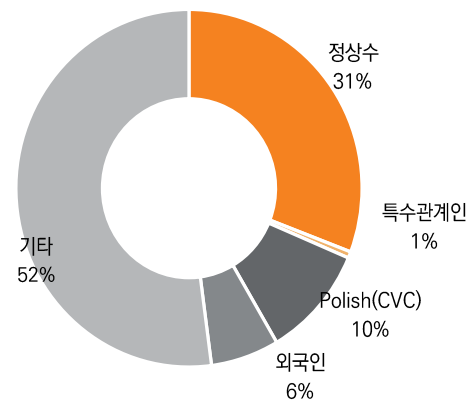
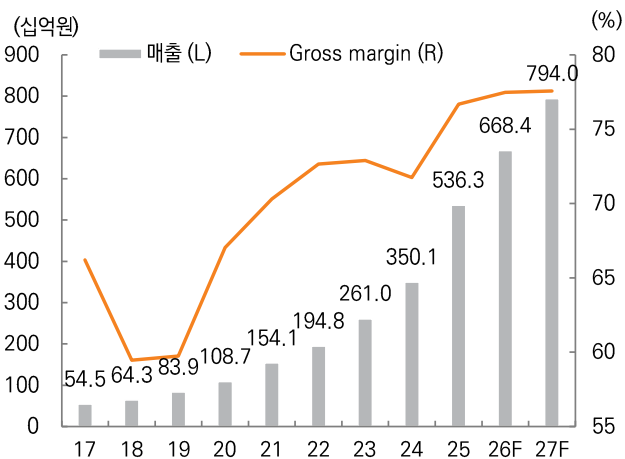
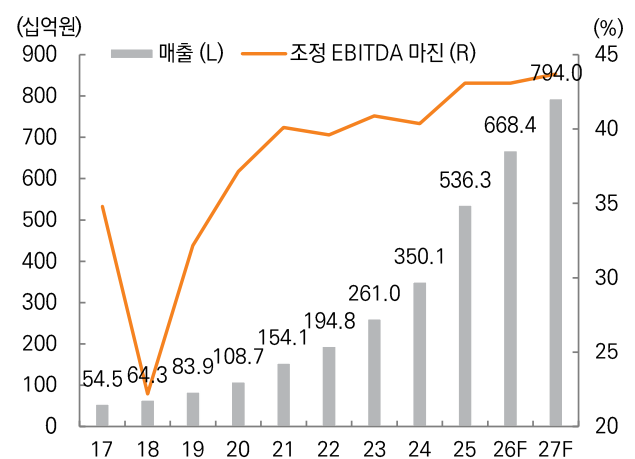
주: 총 주식 수는 CVC 상환전환우선주 반영,
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	536	668	794	987
매출원가	125	151	178	220
매출총이익	411	517	616	767
판매비와관리비	197	248	289	353
조정영업이익	214	270	327	414
영업이익	214	270	327	414
비영업손익	3	23	23	33
금융손익	6	16	24	33
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	217	293	350	447
계속사업법인세비용	48	65	81	103
계속사업이익	168	227	270	345
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	168	227	270	345
지배주주	165	227	270	344
비지배주주	3	0	0	0
총포괄이익	168	227	270	345
지배주주	165	189	224	286
비지배주주	3	39	46	59
EBITDA	230	285	342	428
FCF	153	221	264	334
EBITDA 마진율 (%)	42.9	42.7	43.1	43.4
영업이익률 (%)	39.9	40.4	41.2	41.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	30.8	34.0	34.0	34.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	760	967	1,221	1,556
현금 및 현금성자산	176	238	364	517
매출채권 및 기타채권	50	65	78	98
재고자산	83	108	130	163
기타유동자산	451	556	649	778
비유동자산	284	293	300	313
관계기업투자등	33	44	53	66
유형자산	175	175	175	175
무형자산	31	28	24	22
자산총계	1,044	1,260	1,520	1,869
유동부채	110	142	170	209
매입채무 및 기타채무	11	15	18	23
단기금융부채	15	17	19	21
기타유동부채	84	110	133	165
비유동부채	210	211	213	215
장기금융부채	203	203	203	203
기타비유동부채	7	8	10	12
부채총계	320	354	383	425
지배주주지분	689	871	1,103	1,409
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	194	194	194	194
이익잉여금	492	677	908	1,213
비지배주주지분	35	35	35	35
자본총계	724	906	1,138	1,444

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	183	233	276	346
당기순이익	168	227	270	345
비현금수익비용가감	66	66	73	85
유형자산감가상각비	11	12	12	12
무형자산상각비	4	4	3	2
기타	51	50	58	71
영업활동으로인한자산및부채의변동	-25	-12	-10	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-14	-12	-17
재고자산 감소(증가)	-26	-26	-22	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	4	3	4
법인세납부	-40	-65	-81	-103
투자활동으로 인한 현금흐름	-156	-118	-104	-144
유형자산처분(취득)	-30	-12	-12	-12
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-90	-104	-91	-131
기타투자활동	-31	-2	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-15	-41	-37	-36
장단기금융부채의 증가(감소)	4	2	2	3
자본의 증가(감소)	-4	0	0	0
배당금의 지급	-12	-43	-38	-38
기타재무활동	-3	0	-1	-1
현금의 증가	10	62	127	153
기초현금	165	176	238	364
기말현금	176	238	364	517

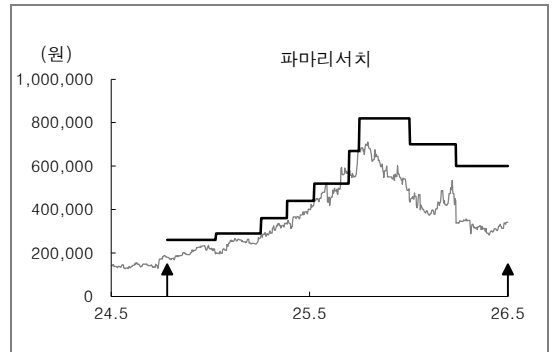
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	28.4	17.4	14.6	11.5
P/CF (x)	20.0	13.4	11.5	9.2
P/B (x)	6.8	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA (x)	17.1	10.6	8.2	5.9
EPS (원)	14,209	19,649	23,310	29,761
CFPS (원)	20,116	25,405	29,652	37,149
BPS (원)	59,603	75,356	95,342	121,779
DPS (원)	3,700	3,700	3,700	3,700
배당성향 (%)	22.8	16.9	14.2	11.2
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	53.2	24.6	18.8	24.4
EBITDA증가율 (%)	64.8	23.9	19.8	25.4
조정영업이익증가율 (%)	70.1	25.7	21.2	26.7
EPS증가율 (%)	65.1	38.3	18.6	27.7
매출채권 회전율 (회)	12.9	13.0	12.4	12.5
재고자산 회전율 (회)	7.7	7.0	6.7	6.7
매입채무 회전율 (회)	11.1	11.4	10.7	10.8
ROA (%)	17.7	19.7	19.4	20.3
ROE (%)	26.9	29.1	27.3	27.4
ROIC (%)	70.1	81.1	94.0	114.2
부채비율 (%)	44.2	39.0	33.6	29.4
유동비율 (%)	687.5	680.4	719.3	743.1
순차입금/자기자본 (%)	-40.0	-62.3	-68.5	-73.3
조정영업이익/금융비용 (x)	20.6	24.3	29.3	36.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2026.02.05	매수	600,000	-	-
2025.11.12	매수	700,000	-38.68	-23.71
2025.08.11	매수	820,000	-27.00	-13.29
2025.07.23	매수	670,000	-14.20	-0.90
2025.05.20	매수	520,000	-4.24	14.23
2025.03.31	매수	440,000	-15.71	-3.75
2025.02.11	매수	360,000	-14.25	-6.25
2024.11.20	매수	290,000	-16.78	-5.69
2024.08.22	매수	260,000	-21.19	-9.42



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.