MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.9

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 450,000원
현재주가(26/11/6)	234,500원
상승여력	91.9%

영업이익(26F,십억원)	251
Consensus 영업이익(26F,십억원)	259
EPS 성장률(26F,%)	14.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	275.0
P/E(26F,x)	14.5
MKT P/E(26F,x)	5.0
KOSDAQ	644.27
시가총액(십억원)	2,436
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	65.0
외국인 보유비중(%)	16.8
베타(12M) 일간수익률	0.38
52주 최저가(원)	212,000
52주 최고가(원)	534,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-23.4	-30.2	-52.5
상대주가	9.4	31.1	-33.8



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

214450 · 의료장비 및 용품

파마리서치

이제 조정은 충분히 받았다

3Q26 Review: 매출 및 영업이익 모두 시장 기대치 부합

매출 1,715억원(27% YoY), 영업이익 626억원(1% YoY, OPM 36.5%) 모두 시장 기대치 부합. 조정 EBITDA는 676억원(2% YoY, 마진 39.4%)로 추정.

품목별 매출(성장률, YoY 생략): 의료기기 871억원(13%, 국내 -1%, 아시아 25%, 유럽 104%, 중동 129%), 화장품 620억원(76%, 국내 50%, 아시아 114%, 미주 78%, 유럽 -4%), 의약품 194억원(-12%, 국내 -22%, 해외 3%).

목표주가 450,000원로 하향하나 매수의견 유지

목표주가: 실적추정치를 하향하며 목표주가를 450,000원(기존 600,000원)으로 하향. 상승여력이 91.9%인 점에서 매수의견 유지.

의료기기: 국내는 -11% QoQ 감소했으나, 9월부터 수요회복이 관찰되고 있어 4Q26에는 다시 QoQ 상승 기대. 내년 리넥스와 패키지 마케팅으로 성장세 회복 예상. Q2 첫 300억원을 돌파했던 수출은 판매량 기준 최대실적을 경신했으나, 부정적 환율 효과로 -7% QoQ 하락. 중동 신규 확장이 제한된 상황에서 값진 성과.

화장품: 국내는 관광객 주도의 올리브영 및 약국향 매출이 견조하며, 쿠팡 및 실리콘 투향(회계적으로 내수매출로 인식) 매출이 더해지는 상황. 해외는 Q2 우크라이나 매출(70억원)이 소멸했음에도 Q2와 유사한 420억원대 매출기록. 침투한 대부분의 지역에서 고성장세 이어지고 있으며, 미국에 코스트코 및 세포라 효과 나타나는 중.

신제품 출시 스케줄: 1Q27 미용기기, 27년 합성 콜라겐, 2H27 톡신 캐파 증설, 27~28년 차세대 리쥬란 출시 예정.

'27년 예상 실적 및 밸류에이션: 매출 8,319억원(23% YoY), 영업이익 2,957억원(18% YoY, 마진 35.5%) 예상. 화장품 비중(4Q25 26% → 3Q26 36%) 및 해외 비중 (4Q25 41% → 3Q26 49%)확대되며 지역적, 품목적 다각화가 진행되며 매출 구조가 건강해지고 있음. 다만, 다각화 영향과 M&A 효과로 마진은 하락할 것. 현 주가는 12개월 선행 P/E 12배로 동사의 지난 5년 평균(18배) 대비 저평가. 동사는 오리지널 브랜드인 리쥬란의 무형자산을 중심으로 포트폴리오 다각화를 추진하며 글로벌 시장 확대를 진행 중인 20% 이상의 외형 성장과 30%대의 고마진이 기대되는 기업. 또한, 막강한 현금창출능력으로 언제든지 시행될수 있는 M&A 전략도 매력적.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	350	536	677	832	1,012
영업이익 (십억원)	126	214	251	296	363
영업이익률 (%)	36.0	39.9	37.1	35.6	35.9
순이익 (십억원)	92	165	187	234	290
EPS (원)	8,608	14,209	16,193	20,266	25,098
ROE (%)	18.9	26.9	24.6	25.1	25.1
P/E (배)	30.5	28.4	14.5	11.6	9.3
P/B (배)	5.6	6.8	3.2	2.6	2.1
배당수익률 (%)	0.4	0.9	1.6	1.6	1.6

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

주요 Q&A

1. 의료기기

Q) 내수 의료기기에서 외국인 관광객 비중은 어느 정도인가?

A) 리쥬란 정품 인증 프로그램과 병원 확인 기준으로 3Q는 약 34~35%다. 40%를 넘었던 2Q 대비 크게 감소했다. 4Q에는 다시 조금씩 유입되고 있어 이 부분의 기여가 중요하다.

Q) 중국인 관광객의 ECM 선호도 상승과 관련해 새로운 변화가 있는가?

A) 영업부에서는 아직 명확히 체감되지 않으며 큰 변화가 없는 것으로 안다. 다만 아시아 투자자 콜과 레딧 등에서 중화권 내 '사체 주사'라는 부정적 표현이 언급되며 선호도가 조금 줄어든 것으로 보인다. 이번 분기에는 큰 영향이 없었고, 타사도 3Q가 좋지 않았던 것으로 알고 있어 계절적 비수기 영향이 더 컸다고 본다.

Q) 브라질 리쥬란 허가와 판매 시점은 언제인가?

A) 허가는 내년 상반기, 판매 런칭은 하반기로 계획하고 있다. 판매사는 이미 확정했다.

Q) 리넥스 출시 일정과 매출 기여는 어떻게 보는가?

A) 허가는 이번 달로 알고 있으며, 내년 초 런칭을 준비하고 있어 바로 판매될 것으로 본다. 차별화 포인트는 통증감소와 병원 수익성 증가다. RF 시술 표준 프로토콜상 리도카인 국소마취가 들어가 리쥬란 시술 시 통증이 크게 감소할 수 있다. 또한, RF 팁이 1회 소모성 고가 니들이라 리쥬란과의 패키지 시술이 유리하다. 제조사 공식 프로토콜로 RF와 리쥬란 병용 시너지를 어필할 수 있다. 기존 2cc 대신 4cc 메가도즈 시술이 가능해져 병원 수익성이 상승할 수 있다. 리넥스는 주입 기능을 가진 RF 디바이스로 허가받는다. 마케팅용 임상을 통해 고용량 표준 프로토콜을 제시할 계획이다. 추가로 삼성동에 메디컬센터를 개소한다.

기기 단독 매출 기여는 크게 기대하지 않는다. 판매 대수보다 리쥬란을 많이 쓰는 병원에 기기를 설치해 리쥬란 사용을 늘리는 것이 핵심이다. 내년 기기 매출 계획은 몇십억 원대에 그쳐 기여가 크지 않을 전망이다. 가격 경쟁이나 소모품 교체를 내세운 영업은 하지 않으며, 리쥬란의 영업 레버리지를 높이는 형태로 진행한다.

Q) 리넥스 콤보 시술의 가격 전략은 어떻게 되는가?

A) 아이디어 차원에서 말하면, 병원의 시술 수익은 환자당 평균 약 50만 원으로 안다. 리쥬란을 다른 시술과 믹스하면 수익성이 낮아 30~40만 원으로 내려온다. 리쥬란 제조사의 RF와 리쥬란을 패키지로 구성해 효과를 강조하면 약 50만 원의 수익을 낼 수 있는 구조를 구상하고 있다. 리넥스 할인 판매나 소모품 무상 교체는 약속하지 않으며, 병원 대상 초기 테스트 피드백은 긍정적이다.

Q) 콜라겐 인젝터블 출시 일정은 어떻게 되는가?

A) 예상보다 크게 지연되고 있다. PGS에서 대표이사가 2028F경 출시를 언급했으며, 예상보다 약 2년 더 걸리는 것으로 확인했다. 지연 사유는 추가 확인이 필요하다.

Q) 자이쥬란은 어떤 제품인가?

A) 질 건조증 등에 쓰는 부인과 제품이다. HA 필러 업체들이 스킨부스터와 다른 보습 영역으로 확장하는 흐름과 유사하며, 경쟁 구도도 피부 미용 시장과 비슷하다. 부인과에서도 피부 미용 시술을 하는 등 영역이 합쳐지고 있어, 추가 매출처 확보를 위해 라인업을 넓힌 것이다.

Q) 미국에서 화제가 됐던 도포용 리쥬란(오프라벨 주사 이슈) 현황은?

A) 24년 하반기 SNS 화제로 분기 매출이 100~150만 달러 수준까지 빠르게 상승했으나, FDA 정식 허가 절차를 본격화하며 25년부터 의도적으로 마케팅을 축소하고 있다. 오프라벨 주사 확산에 따른 규제 리스크(중국에서 유사 사례로 정부 규제 직격 경험)를 우려해 보수적으로 대응하고 있으며, FDA 정식 허가 시점까지는 현재 수준을 유지하려고 한다. 별도 기준으로 30~40억원 수준의 매출이 발생하고 있다.

2. 화장품

Q) 화장품 채널 수수료율은 어느 정도이며, 27F OPM은 얼마나 낮아질 것으로 보는가?

A) 수수료율은 채널별 차이가 크고 공개 가능 여부도 불확실해 구체적으로 답하기 어렵다. 영업이익단에서는 B2B와 B2C의 결론이 동일하며, 내수는 20% 후반~30% 초반, 해외 특히 미주는 현재 회사 OPM 수준으로 알고 있다. B2B와 B2C의 차이는 매출 차감과 판관비 인식의 차이다. 전사 OPM 범위는 기존 37~40%에서 현재 35~37%로 보고 있다. 4Q 글로벌 심포지엄이나 추가 광고가 있으면 분기에 따라 1~2%p 더 낮아질 수 있다.

Q) 실리콘투향 3Q 매출과 코스트코, 세포라 초도 물량 규모는 어느 정도인가?

A) 실리콘투향 매출은 10억 원대로, 20억 원에 조금 못 미치는 수준이다. 코스트코도 비슷한 수준이다. 채널 판매 데이터는 분기 말에야 확인할 수 있어 파악이 쉽지 않다. 세포라향 매출은 3월부터 현재까지 꾸준히 증가 중이다. 아마존은 2Q에 올랐다가 3Q에 소폭 감소했으며, 순액 기준 미국 매출은 증가했다. 현재는 매장 확장을 통한 점진적 매출 증가를 목표로 하며, 미국에서는 아직 마이너 플레이어다.

Q) 리쥬란 화장품은 타사 PDRN 제품보다 단가가 1.5~2배 높은데, 시술 인지도가 낮은 미국, 유럽에서도 아시아처럼 매출이 오를 수 있는가?

A) 미국에서 예상보다 많은 관심을 받고 있으며 현지 마케팅 역량도 향상된 것으로 느낀다. 메디큐브와 후속 주자들이 PDRN 세그먼트를 키워 성분이 익숙해진 상태다. 결혼 준비 스킨케어 루틴과 연계한 마케팅이 잘 어필됐고, 인플루언서 마케팅도 지속 중이다. 아시아만큼 될지는 알 수 없으나 미국은 최대 화장품 소비 지역으로 내년 기대가 크다. 유럽도 리쥬란 시술 보급과 시너지가 날 수 있다고 본다.

Q) 실리콘투향 제품의 도착지는 회사가 정하는가, 유통사에 맡기는가?

A) 지역을 어느 정도 협의한 상태에서 출하한다. 현재 아시아에 포커스를 맞추고 있으며, 기존 유통과 겹치지 않는 지역에서만 사업을 진행한다.

Q) CG USA의 적자는 현 수준으로 지속되는가?

A) 인수 당시 연매출 약 1,000만 달러, 손실 약 300만 달러 내외로 안내했다. 연간 약 40억, 분기 약 10억의 영업이익 감소 효과로 보면 된다. 이 수준의 영업이익 감소 효과는 지속된다. 3Q 영향 약 35억 원 중 약 20억 원은 전문가 수수료와 법률 비용이었으므로, 앞으로는 분기별 약 15억 원 내외로 본다. 색조 화장품 전용 공장에 기초 화장품 라인을 준비 중이며, 내년 초쯤 미국 수요 대응 생산을 시작하면 다소 개선될 것으로 기대한다.

Q) 화장품 사업에 대한 전반적인 코멘트?

A) 과거에는 경영진이 약학 베이스여서 화장품 사업 몰입도가 낮았다. 2대 주주 CVC가 실리콘투에 투자하기도 했고, 작년 컨설팅 결과도 긍정적이었다.

인력 및 전략: 올해 화장품 사업부를 글로벌 사업부에서 분리했다. 이후 채용이 활발하고 의사결정이 빨라졌다. 작년 말~올해 초 미국·아시아 화장품 사업 헤드를 신규 채용했다. 전략도 '의료기기 선진출 후 화장품'에서 '진출 가능한 지역은 화장품이라도 먼저'로 전환했다.

진출 현황: '26년 3월부터 세포라 미국·아시아 및 온라인 플랫폼에 입점했다. 2Q부터는 실리콘투를 통해 아시아 미커버 채널에 비독점으로 진출했다. 향후 미주, 잘 되면 27F에는 유럽까지 확대할 계획이다. 미국은 세포라가 독점권을 중시하기 때문에 올리브영과 세포라 사이에서 채널 확보 방안을 협상 중이며 실리콘투가 도움 주고 있다. 미국 코스트코는 3Q에 초도 물량을 출하했고 10월부터 일부 매장에 입점했다. 캐나다·호주·남미 기회도 연계되고 있다. 유럽에서는 일부 레시피가 EU 승인 미획득 상태여서 수정 레시피로 진출을 준비 중이다. 영국 온라인몰이 우선 진출국이 될 전망이다.

생산: 물량 증가로 1·2공장 부지를 합친 것보다 큰 규모의 5공장을 신축 중이다(주사제·화장품 충전·포장 라인). 미국 사업 성장 속도에 대응하기 위해 4Q부터 CG USA 생산 물량을 일부 활용할 예정이다. 장기적으로 미주는 미국 내 생산, 한국은 아시아·유럽향 생산을 담당하는 구조를 그리고 있다.

Q) 리쥬비넥스 크림 트렌드는?

A) 리쥬비넥스 크림은 기대보다는 다소 부진하다. 연고 같은 느낌이 강해 기능성 화장품 대비 세련되지 못했다는 점이 아쉽다. 질환 연고 쪽으로 리피보팅할 계획이다. 반면 약국용 화장품 라인 리쥬비-S는 살아나고 있다. 다만 타사 제품이 이미 빠르게 성장한 상황이라 단기간 내 Market share를 가져오기보다는 점진적인 매출 증가로 보는 게 적절하다.

3. 4Q26 및 2027년 실적 전망

Q) 리넥스 출시와 의료관광 회복을 제외할 때 국내 환자의 추가 유입 가능성은 어떠한가?

A) 25년부터 시작된 방한 외국인의 급격한 유입이 다시 나타나기는 한동안 어렵다고 본다. 내수 의료기기에 큰 영향을 줄 단기 모멘텀은 기대하기 어렵다. 내국인 수요를 점진적으로 높이는 것이 과제다. 타겟 병원 커버리지를 5,000처에서 6,000처로 확대 중이며, 3Q에 약 5,500~5,600처까지 늘어난 것으로 안다. 로컬 수요에 집중하면서 성수기에는 관광객 대상 마케팅으로 성장을 이끌 계획이다.

Q) 비바시 수출은 연간 예상치를 이미 달성해 4Q에는 없는가?

A) 아니다. 4Q도 Flat 수준인 50억 원대로 보고 있다. 추가 주문 논의가 아직 없어 올해 계획인 약 170억 원으로 마무리될 것으로 본다.

Q) 원화 강세가 이어지는 상황에서 27F 성장률 25% 상회를 예상하는 이유는 무엇인가?

A) 주요 성장 동력은 화장품 수출, 의료기기 수출, 의료기기 내수 순이다. 사업계획 환율은 원화 강세 지속을 감안해 1,300원 초중반대로 잡았다. 화장품은 채널 확장이 긍정적이고, 레시피 변경 준비가 진행되며 내년 유럽 신규 진출을 기대한다. 미국과 아시아 수요도 탄탄하다. 의료기기 수출은 유럽 성장과 함께 브라질 등 남미 성장이 나올 예정이다. 내수 화장품은 상대적으로 성장률이 낮겠지만 올리브영을 통해 성장을 추진한다.

의료기기 내수 성장을 이끌 요인은 리쥬란에 RF 디바이스 리넥스의 결합이다. 리쥬란은 출시 10년이 넘어 병원이 시술 가격을 올리기 어렵고 수익성에 아쉬움이 있다. 후속 제품은 내년 하반기쯤 나올 수 있으며, 그 전까지 리넥스와의 동시 시술로 병원이 가격을 올릴 근거를 제공한다. 통증을 줄여 소비자가 꺼리던 부분을 보완하고, 소비자에게는 신제품처럼 인식되는 효과도 기대한다.

Q) 4Q 비용과 수익성은 어떻게 전망하는가?

A) 영업이익은 3Q보다 내려올 것이다. PGS 비용 약 30억 원이 광고선전비로 반영되어 판관비가 3Q보다 무거워진다. 다만 이익 규모가 커져 작년이나 재작년만큼 OPM 영향이 크지는 않을 것으로 본다. 30% 후반은 어렵겠지만 30%대는 유지할 것으로 판단한다. 4Q 비용을 아직 정확히 파악하기는 어렵다.

주요차트

표 1. 3Q26 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			잠정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	135.4	178.7	171.5	185.6	177.0	26.7	-4.0
영업이익	61.9	66.5	62.6	76.1	66.4	1.2	-5.8
영업이익률 (%)	45.7	37.2	36.5	41.0	37.5	-9.2	-0.7
순이익	49.0	56.6	30.0	63.3	49.7	-38.8	-47.1

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	712	870	677	832	-5.0	-4.4	3Q26 실적반영
영업이익	281	353	251	296	-10.7	-16.3	
순이익	234	286	187	234	-20.0	-18.0	

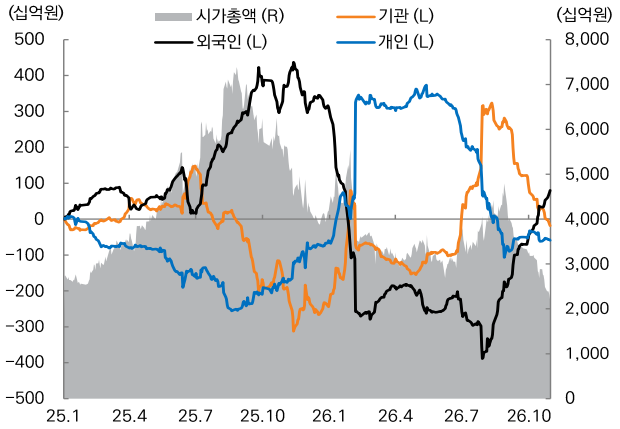
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	**116.9**	**140.6**	**135.4**	**143.3**	**146.1**	**178.7**	**171.5**	**180.2**	**536.3**	**676.5**	**831.9**
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	21.4	18.4	19.4	20.4	82.5	79.5	92.2
의료기기	69.5	85.0	76.7	83.2	79.5	96.7	87.1	95.0	314.4	358.3	445.8
화장품	27.9	30.8	35.2	37.6	42.2	60.2	62.0	61.7	131.5	226.1	281.1
기타	2.4	4.4	0.4	-1.0	3.0	3.4	3.1	3.1	6.1	12.7	12.9
영업이익	**44.7**	**55.9**	**61.9**	**51.9**	**57.3**	**66.5**	**62.6**	**64.9**	**214.4**	**251.3**	**295.7**
순이익(지배)	**36.2**	**47.4**	**49.0**	**32.6**	**47.6**	**56.6**	**30.0**	**53.2**	**165.1**	**187.3**	**234.4**
매출 성장률(%)	56.5	69.2	51.8	39.1	25.0	27.1	26.7	25.7	53.2	26.2	23.0
의약품	5.4	14.1	36.4	61.7	24.7	-10.0	-12.0	-11.2	27.9	-3.6	15.9
의료기기	81.0	97.6	51.5	35.3	14.5	13.8	13.5	14.1	62.4	13.9	24.4
화장품	57.5	54.7	108.1	65.2	51.0	95.6	76.2	64.1	70.1	71.9	24.3
기타	1.5	90.3	-92.7	-124.5	25.8	-21.7	676.1	-406.9	-57.1	106.3	1.7
영업이익률 (%)	38.3	39.7	45.7	36.2	39.2	37.2	36.5	36.0	40.0	37.1	35.5
순이익률 (지배,%)	30.8	29.9	37.6	27.4	33.4	31.5	17.5	29.5	31.4	27.8	28.2

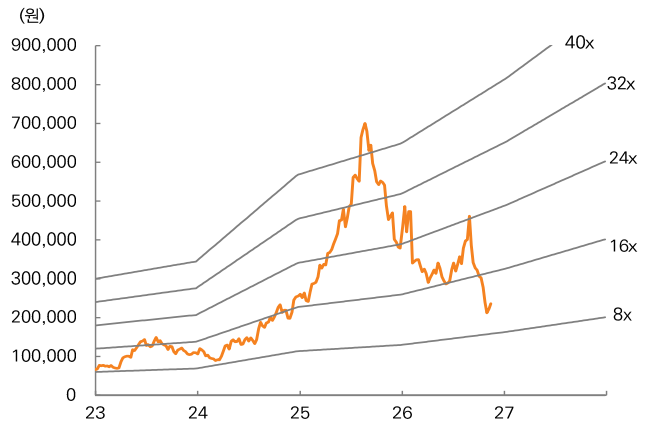
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



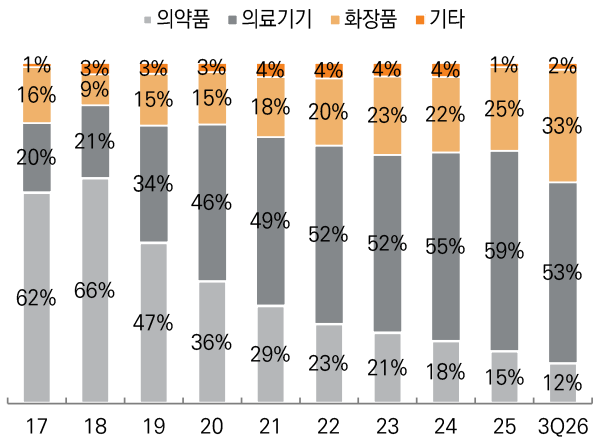
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer Valuation (십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			P/E (배)			P/S (배)			EV/EBITDA (x)			매출 (십억원)		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
파마리서치	2,436	40.0	37.5	37.9	14.6	12.1	10.4	3.8	3.5	2.9	12.7	6.8	5.7	536	690	832
Estbalishment Labs	2,724	(18.5)	(3.9)	6.9	-	-	-	7.6	7.3	5.8	-	112.4	45.9	300	368	460
휴젤	2,347	47.2	35.8	37.6	16.3	16.2	11.8	4.4	4.7	3.7	10.0	8.9	6.8	425	500	639
EI.En.	1,950	13.2	17.8	18.3	-	21.8	18.5	2.3	2.5	2.4	-	11.0	10.1	949	797	851
클래시스	1,686	50.7	42.4	43.9	12.3	12.0	9.4	4.6	4.0	3.2	16.7	8.7	7.0	337	425	520
엘앤씨바이오	1,451	5.2	23.5	28.2	-	-	30.1	10.4	8.8	5.9	85.9	28.9	17.9	85	165	246
인모드	1,151	23.0	18.3	18.4	10.8	10.3	9.7	2.2	2.3	2.2	4.5	5.0	4.7	527	497	504
동국제약	1,065	10.4	10.4	10.7	13.8	12.5	10.8	1.1	1.0	0.9	6.7	7.8	7.0	927	1,042	1,178
에볼루스	614	(11.0)	4.0	8.0	-	-	36.8	1.4	1.3	1.1	-	42.8	15.6	423	448	525
SofWave Medical	582	7.8	-	-	31.2	-	-	3.4	-	-	25.7	-	-	125	-	-
메디톡스	467	6.9	10.6	14.6	30.1	19.9	14.4	1.7	1.8	1.7	16.1	13.5	9.9	247	266	282
원텍	312	33.0	25.3	25.6	7.8	6.9	7.5	1.9	1.7	1.4	9.8	4.5	3.9	157	189	218
한스바이오메드	218	(28.8)	11.7	16.4	-	17.0	8.7	1.7	1.6	1.1	-	11.2	6.6	90	140	192
Airsculpt	54	(7.6)	(1.3)	(1.5)	-	-	-	0.2	0.3	0.3	-	6.3	6.0	216	203	202
아스테라시스	176	27.4	-	-	29.0	-	-	4.4	-	-	40.4	-	-	38	-	-
Sisram Medical	145	7.7	-	-	9.3	3.1	2.6	0.3	-	-	3.8	-	-	519	-	-
동방메디컬	109	15.0	17.9	18.8	6.7	6.1	5.3	0.9	0.8	0.7	4.3	3.7	3.2	114	133	148
시지메드텍	85	8.1	-	-	12.8	-	-	1.7	-	-	29.2	-	-	47	-	-
스킨헬스 시스템스	140	(6.9)	1.3	5.8	-	-	-	0.4	0.4	0.4	12.5	5.1	5.1	428	386	396
티앤알바이오팹	82	(33.6)	-	-	-	-	-	2.2	-	-	-	-	-	27	-	-
리센스메디컬	54	(120.5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9	-	-
하이로닉	63	12.8	-	-	12.4	-	-	1.5	-	-	9.7	-	-	32	-	-
전체 평균		3.7	16.7	19.3	15.9	12.5	13.5	2.8	2.8	2.3	19.2	18.4	10.3	-	-	-

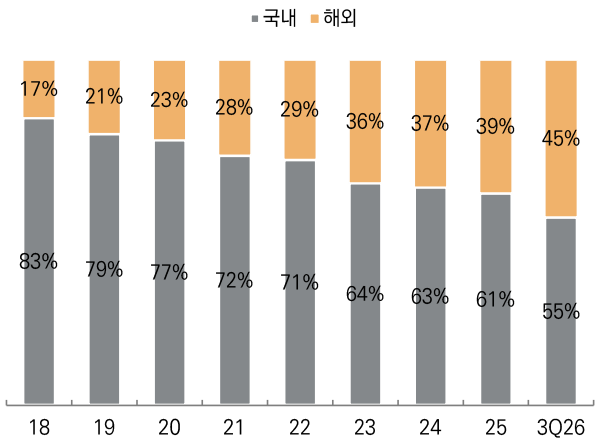
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출비중 추이



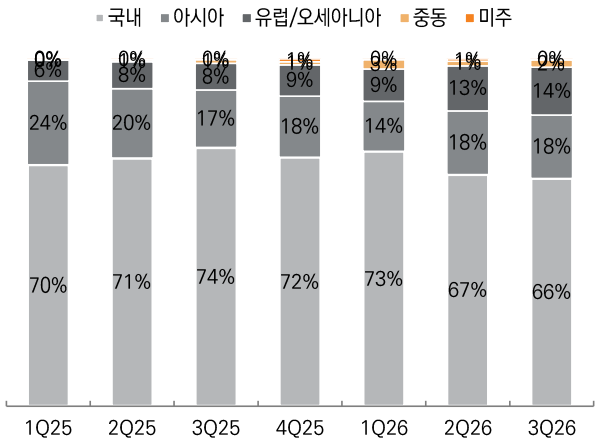
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



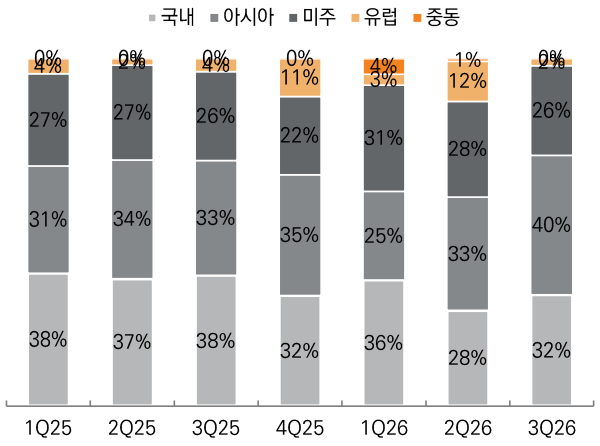
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 의료기기 지역별 매출 비중 추이



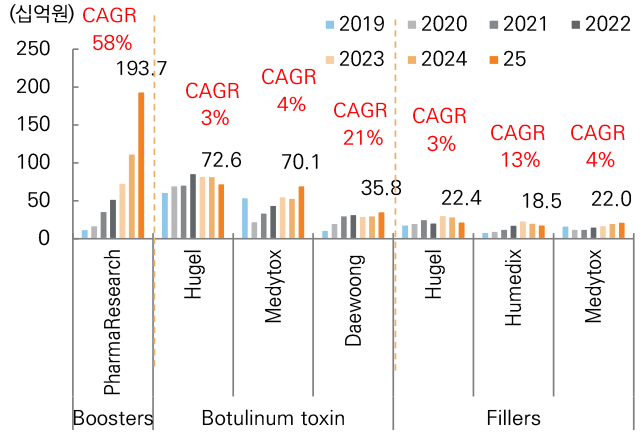
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 화장품 지역별 매출 비중 추이



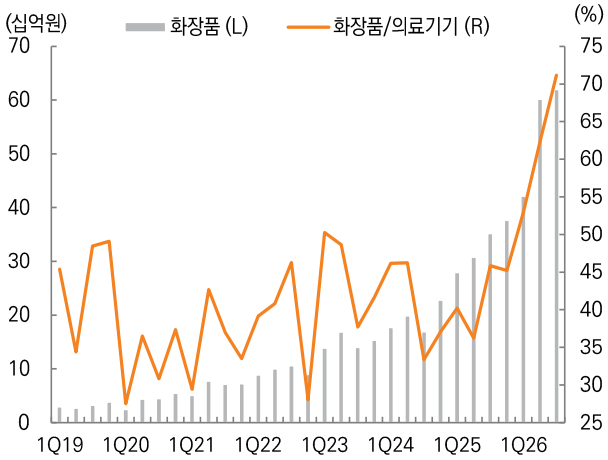
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 화장품 vs. 의료기기 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 2Q26 말 기준 부채비율은 40%다. 현금흐름이 매우 우수한 기업으로 2Q26 약 6,046억원의 현금성 자산을 보유했다. 다만, 최근 재고자산 및 매출채권 증가로 운전자본이 1,500억원대로 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 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. 내년부터 출시되는 마이크로니들 고주파 미용기기(리넥스) 출시와 패키지 마케팅이 기대된다. 콜라겐 스킨부스터 출시 지연과 톡신 생산 캐파 증설이 지연되는 것은 포트폴리오 확대 차원에서 아쉽다.

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

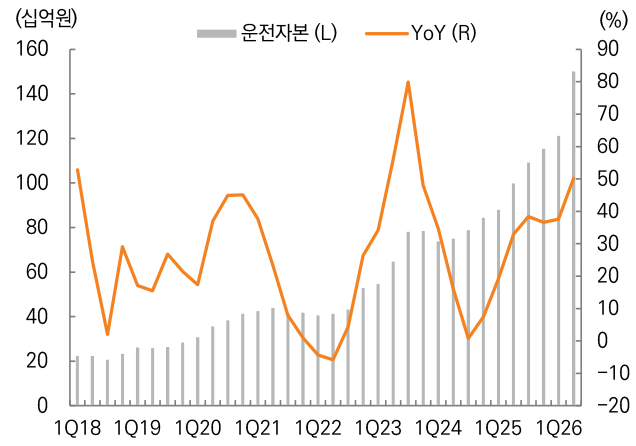
화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 수혜가 가능하다. 또한, 미국과 같이 아직 공식적으로 리쥬란 허가가 없는 지역에서는 오히려 시장 개척의 역할을 담당하고 있다.

관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장 범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

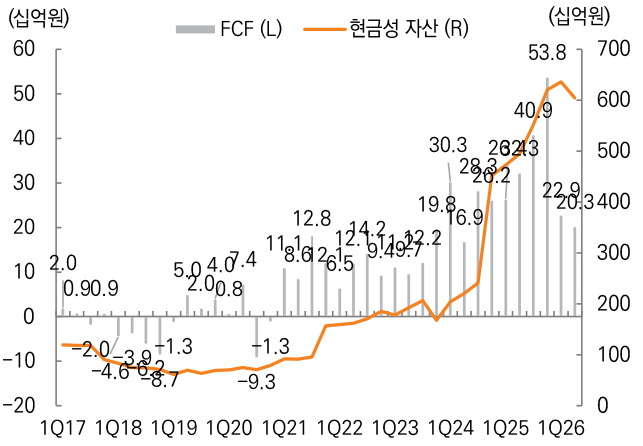
현 주가는 12개월 선행 P/E 12배로 동사의 지난 5년 평균(18배) 대비 저평가 상태다.

그림 9. 운전자본 추이



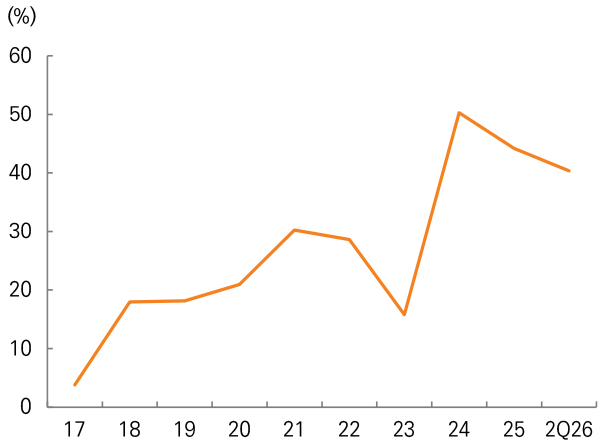
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. FCF 추이



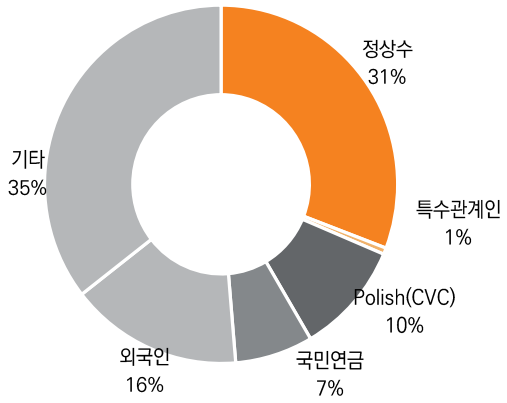
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 부채비율



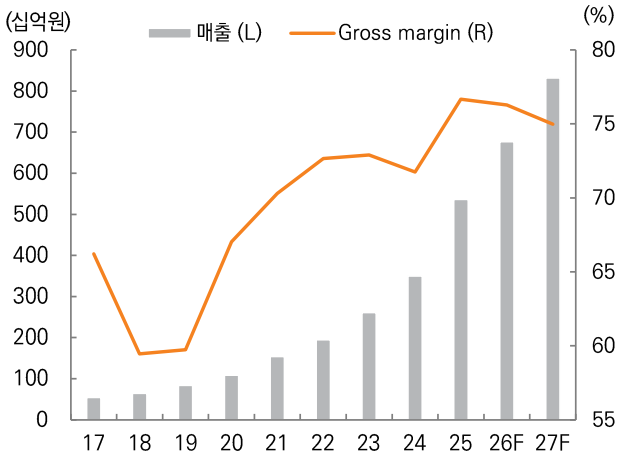
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 지분율



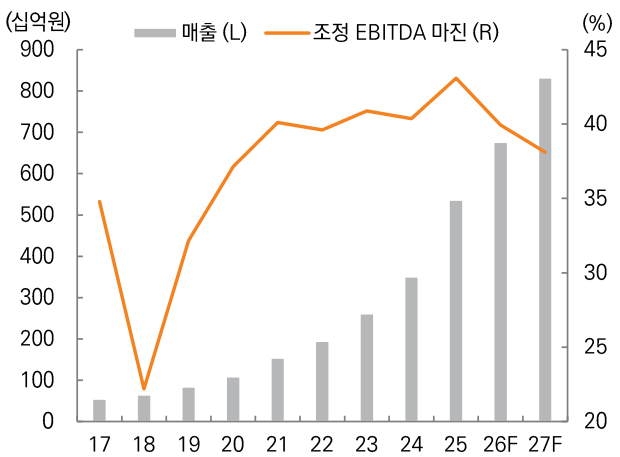
주: 총 주식 수는 CVC 상환전환우선주 반영,
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**536**	**677**	**832**	**1,012**
매출원가	**125**	**161**	**208**	**252**
매출총이익	**411**	**516**	**624**	**760**
판매비와관리비	**197**	**265**	**328**	**397**
조정영업이익	**214**	**251**	**296**	**363**
영업이익	**214**	**251**	**296**	**363**
비영업손익	**3**	**2**	**9**	**14**
금융손익	6	6	8	13
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	217	253	305	377
계속사업법인세비용	48	65	70	87
계속사업이익	168	188	235	291
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**168**	**188**	**235**	**291**
지배주주	165	187	234	290
비지배주주	3	1	0	0
총포괄이익	**168**	**189**	**235**	**291**
지배주주	165	189	236	292
비지배주주	3	0	-2	-2
EBITDA	230	269	312	379
FCF	153	128	219	270
EBITDA 마진율 (%)	42.9	39.7	37.5	37.5
영업이익률 (%)	39.9	37.1	35.6	35.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	30.8	27.6	28.1	28.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**760**	**868**	**1,086**	**1,363**
현금 및 현금성자산	176	301	406	547
매출채권 및 기타채권	50	67	82	99
재고자산	83	101	123	150
기타유동자산	451	399	475	567
비유동자산	**284**	**322**	**322**	**325**
관계기업투자등	33	21	26	32
유형자산	175	199	197	196
무형자산	31	27	24	21
자산총계	**1,044**	**1,189**	**1,408**	**1,688**
유동부채	**110**	**102**	**124**	**149**
매입채무 및 기타채무	11	13	16	20
단기금융부채	15	13	14	16
기타유동부채	84	76	94	113
비유동부채	**210**	**217**	**219**	**220**
장기금융부채	203	211	211	211
기타비유동부채	7	6	8	9
부채총계	**320**	**320**	**342**	**369**
지배주주지분	**689**	**835**	**1,030**	**1,282**
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	194	194	194	194
이익잉여금	492	639	834	1,086
비지배주주지분	**35**	**35**	**36**	**36**
자본총계	**724**	**870**	**1,066**	**1,318**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**183**	**155**	**231**	**282**
당기순이익	168	188	235	291
비현금수익비용가감	66	66	77	88
유형자산감가상각비	11	13	13	13
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	51	49	61	72
영업활동으로인한자산및부채의변동	-25	-42	-19	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-16	-14	-17
재고자산 감소(증가)	-26	-16	-22	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-4	3	4
법인세납부	-40	-68	-70	-87
투자활동으로 인한 현금흐름	**-156**	**17**	**-84**	**-98**
유형자산처분(취득)	-30	-27	-12	-12
무형자산감소(증가)	-5	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-90	5	-74	-88
기타투자활동	-31	40	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	**-15**	**-48**	**-37**	**-37**
장단기금융부채의 증가(감소)	4	6	1	2
자본의 증가(감소)	-4	0	0	0
배당금의 지급	-12	-43	-38	-38
기타재무활동	-3	-11	0	-1
현금의 증가	**10**	**125**	**105**	**141**
기초현금	165	176	301	406
기말현금	176	301	406	547

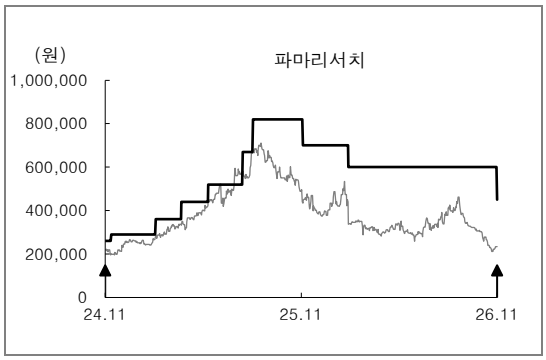
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	28.4	14.5	11.6	9.3
P/CF (x)	20.0	10.7	8.7	7.2
P/B (x)	6.8	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA (x)	17.1	7.5	5.9	4.2
EPS (원)	14,209	16,193	20,266	25,098
CFPS (원)	20,116	22,000	26,923	32,691
BPS (원)	59,603	72,155	89,097	110,871
DPS (원)	3,700	3,700	3,700	3,700
배당성향 (%)	22.8	20.4	16.4	13.2
배당수익률 (%)	0.9	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	53.2	26.2	23.0	21.7
EBITDA증가율 (%)	64.8	16.7	16.2	21.4
조정영업이익증가율 (%)	70.1	17.2	17.7	22.9
EPS증가율 (%)	65.1	14.0	25.2	23.8
매출채권 회전율 (회)	12.9	12.4	11.6	11.6
재고자산 회전율 (회)	7.7	7.4	7.4	7.4
매입채무 회전율 (회)	11.1	12.9	13.9	13.8
ROA (%)	17.7	16.9	18.1	18.8
ROE (%)	26.9	24.6	25.1	25.1
ROIC (%)	70.1	65.4	69.1	80.6
부채비율 (%)	44.2	36.7	32.1	28.0
유동비율 (%)	687.5	849.5	879.2	914.3
순차입금/자기자본 (%)	-40.0	-53.3	-60.1	-65.8
조정영업이익/금융비용 (x)	20.6	23.6	27.2	33.1

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2026.11.09	매수	450,000	-	-
2026.02.05	매수	600,000	-46.03	-23.08
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



* 괴리율 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 주가하락이 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 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 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.