

# 파마리서치

## 인적분할 대응의 정석: 지배주주의 눈높이로 보라

### 1. 파마리서치, 인적분할 및 지주회사 전환 발표

동사는 지난 6월 13일, 0.7427944 대 0.2572056의 분할비율로 리주란을 포함한 핵심사업 부문 일체를 신설법인 파마리서치로 인적분할하고, 기존법인은 파마리서치홀딩스라는 지주회사로 전환할 계획을 발표했다. 분할이 성사된다면 11월 1일부로 인적분할되며, 12월 10일 상장이 재개될 예정이다. 이후 2026년 상반기까지 현금출자 방식의 유상증자를 통해 지주회사 체제로 전환할 계획이다. 분할 효과를 누리기 위해서는 2025년 10월 29일까지 동사의 주식을 보유해야 한다.

동사는 분할의 목적을 영역별 전문성 강화 및 기업가치 제고로, 중장기 성장목표를 2029년까지 해외진출 및 포트폴리오 다각화를 통해 매출 1조원을 달성하는 것으로, 주주환원율을 30%로 제시했다. 핵심제품인 리주란의 해외진출은 2025년 유럽 주요국, 2028년 중국, 일본, 중동, 남미, 2032년 미국에 진출하는 것이 목표다.

우리는 3가지 단계로 나눠 파마리서치 인적분할 대응 전략을 제시한다. 이 모든 전략은 분할된 사업자회사(파마리서치)의 영업가치에 대한 확신을 전제로 한다. 또한, 이번 전략에서 CVC의 상환전환우선주 관련 사항은 법적 검토가 진행 중인 것으로 알려져 포함하지 않았다. 다만, 우리는 이미 CVC 상환전환우선주 행사를 가정하여 목표주가를 제시하고 있다.

### 2. 인적분할 대응 전략: 지배주주처럼 생각하라

#### 1) 지금부터 인적분할 전까지( ~2025.10.29): 과매도 시 매수 전략

지금부터 인적분할 전까지는 적극적인 매수전략보다는 트레이딩 전략 혹은 과매도 시 매수 전략이 합리적이라고 생각된다. 인적분할 발표일 동사의 주가는 펀더멘탈 훼손이 동반되지 않았음에도 전일 증가 대비 17% 하락했다. 주가하락의 이유를 고민해보면 크게 2가지를 꼽을 수 있는데, 분할비율이나 분할발표 타이밍에 동의하지 않는 투자자들이 많았다는 점과 분할 이후 파마리서치홀딩스와 파마리서치 합산 시총이 지금보다 하락할 수도 있다는 불안감으로 인한 투자심리 악화가 주요 원인으로 생각된다.

이론적으로 분할이후에도 파마리서치의 합산 주주가치는 변동이 없어야 하나, 파마리서치의 주요 투자포인트가 분할되어야 하는 상황에서 가치평가 시 디스카운트가 발생할 가능성이 존재한다. 당초 파마리서치의 주요 투자포인트는 ① 리주란의 의료관광 수혜 및 해외확장과 ② M&A를 통한 신규성장동력 확보 및 리주란과의 시너지인데, ①은 파마리서치로 ②는 파마리서치홀딩스로 나눠지게된다.

이 과정에서 파마리서치는 리주란의 실적 의존도가 심화될 수 있다. 물론, M&A를 한 기업의 유통을 파마리서치가 담당할 경우 파마리서치의 매출 증가 효과가 일부 일어날 수 있겠지만 M&A한 기업의 가치의 일부만이 파마리서치의 가치에 합산된다.

또한, 파마리서치홀딩스는 통상 국내 시장에서 적용되는 지주사 디스카운트(NAV의 50~60%)를 고려할 때 M&A가 성사되었다해도 할인된 가치로 평가받을 가능성이 높다.

지금까지 리쥬란이 어닝 서프라이즈를 연달아 기록했으나, 2025년 하반기부터 유럽진출을 목전에 두고 있는 만큼 유럽에서의 성과에 관심이 높아질 것이다. 그러나 진출 초기인만큼 실적기여도가 빠르게 커진다고 가정하기는 합리적이지 않다.

그런 점에서 거래정지 전까지 파마리서치의 주가변동성은 아래 혹은 위 모두 변동성이 클 것으로 예상된다. 굵직한 이벤트만 보더라도 자사주 소각(6/20), 한국거래소의 재상장예비 심사 발표(미정), 2Q25 실적발표(8월 중순), 3Q25 외국인 의료관광객 지출 통계(8~10월), 분할계획서 승인을 위한 주주총회(10/17) 등이 존재한다. 따라서 적극적인 매수보다는 과매도시 매수와 같은 트레이딩 전략이 합리적이라고 보인다.

2025년 6월 13일 주가하락으로 12개월 선행 P/E와 EV/EBITDA는 각각 37.5배에서 31배로, 22.5배에서 18.2배로 하락했다. 현재 밸류에이션은 지난 5년간 주가의 3 표준편차에 해당하며 2표준편차에 해당하는 지점은 12개월 선행 P/E 25.8배와 EV/EBITDA 15.2배다.

## 2) 인적분할 이후 지주사 전환까지(2025.12~2026.6): 사업자회사 투자전략

파마리서치의 펀더멘탈, 즉 영업가치에 대한 확신이 존재한다면 인적분할 이후 지주사 전환까지 가장 정석적인 투자전략은 지배주주와 이해관계를 함께하는 것이며, 분할회사인 파마리서치에 투자하는 전략이 합리적이다.

지주사 전환을 위해서 유상증자 시 지배주주는 보통 현물출자를 하게 되는데, 지배주주의 입장에서는 사업자회사의 주가가 높을수록 지주회사와의 주식교환에 있어 지주회사의 신주를 더 많이 확보할 수 있기 때문에 공개매수가 이루어지기 전까지 사업자회사의 가치를 높이기 위해 적극적으로 노력하려는 유인이 높다.

또한, 이를 차치하고서라도 현재 분할비율을 고려하면 분할된 파마리서치는 분할 직후 상당히 저평가되어 있을 가능성이 크다. 분할회사인 파마리서치의 새로운 재무제표는 대략 현재 별도재무제표(관계기업 투자손익 제외)와 유사할 가능성이 높는데, 동사는 연결재무제표와 별도재무제표가 특히 이익 단에서 차이가 적은 편이다. 결국 가치평가를 위한 이익지표가 기존과 유사한 상황에서 동사의 시가총액은 분할이전보다 25.7% 수준으로 하락하게 된다.

인적분할이 성사되어 거래가 재개되면, 각 기업은 기준가(분할전 최종 매매거래일의 시가총액에 분할비율을 곱한 값에서 각 분할기업의 주식수로 나눈 값)의 50~200%의 시초가로 매매가 시작된다. 예를 들어 2025년 6월 13일의 시가총액이 분할전 최종 매매거래일의 시가총액과 같다고 가정하면 파마리서치홀딩스는 3.3조원, 파마리서치는 1.2조원으로 분할되어 기준가는 동일하게 438,504원이 되고, 시초가는 219,252~877,008원 사이에서 결정되며 거래가 시작되면 상하 30% 범위 내에서 일반 종목과 마찬가지로 거래된다. 즉, 거래 재개 당일 파마리서치홀딩스는 1.2조~8.8조원, 파마리서치는 4,100억~3조원까지 시가총액이 형성될 수 있다.

다만, 거래재개 당일에는 시초가의 변동성이 상당히 크다는 점과, 거래 재개 초기 적정 밸류에이션과의 밸류에이션 갭을 빠르게 좁혀나갈 가능성이 우려된다면, 분할계획서가 주총에서 승인이 될 10월 17일부터 분할 효과를 누리기를 위한 마지막 날인 10월 29일까지 동시 시가총액의 25.7%의 밸류에이션 매력 여부를 평가하며 미리 매수하는 것도 방법이다.

마지막으로 주식교환 비율이 확정되고부터는 지주회사도 신주발행에 대한 불확실성이 사라지며 투자기회가 있을 수 있지만, 통상 국내 시장에서 적용되는 지주사 디스카운트(NAV 대비 50~60%)를 고려할 때 적극적인 투자관점보다는 트레이딩 관점에서 접근하는 것이 합리적이라고 생각한다. 또한, 지주사 전환을 위한 유상증자 시 소액주주도 파마리서치 지분을 활용한 현물출자가 가능하다는 점을 활용할 필요가 있다.

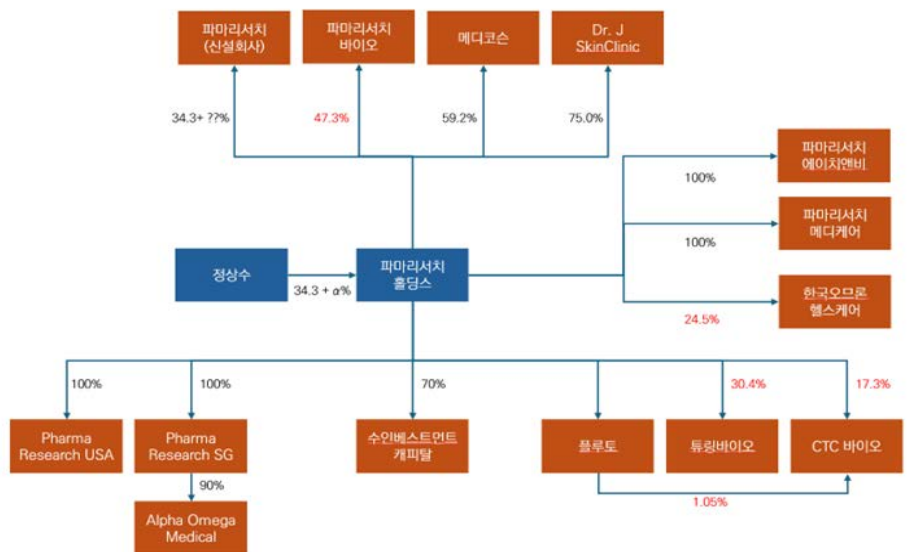
3) 지주사 전환 이후(2026.7~): 사업자회사 펀더멘탈

지주사 전환이 완료되고 주가변동성이 줄어들었다면 펀더멘탈의 중요성이 다시 커진다. 이 경우에도 지주사보다는 사업자회사인 파마리서치에 집중하는 편이 합리적이다. 이 때 가장 중요한 투자포인트는 리쥬란의 해외확장, 특히 유럽에서의 성과가 중요하다.

지주사의 경우 국내 시장의 지주사 디스카운트를 고려할 때 사업자회사 대비 투자매력은 고민이 필요하다. 지주사의 투자포인트는 M&A이나, 시너지가 곧바로 확인될 수 있는 경우가 아니라면 승자의 저주와 같은 부작용이 나타날 수도 있기에 주의가 필요하다.

아무래도 CVC 자금 유치 이후 첫 M&A에는 시장의 관심이 상당히 쏠릴 가능성이 높는데, 곧바로 사업자회사인 파마리서치와 시너지가 나기 어려운 구조라면, 파마리서치 투자자 입장에서는 약재와 분리되었다는 점에서 회사가 주장한대로 긍정적인 부분이 발휘될 수 있을 것이다.

그림 1. 파마리서치홀딩스 지주회사 전환시 예상 지배구조도



주: 지주사 요건충족을 위해 상향해야 하는 지분율은 빨간색으로 표기, CVC의 상환전환우선주관련 추가 확인이 필요하여 포함하지 않음. 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 파마리서치 인적분할 개요

**분할 개요**

사업과 투자 기능의 분리를 통해 각 부문의 전문성을 강화하고 운영 효율성 제고를 도모

- 존속법인 파마리서치홀딩스**  
인적분할 이후 현물출자 방식의 유상증자를 거쳐 투자 및 자회사 관리에 집중하는 지주회사 체제로 전환
- 신설법인 파마리서치**  
의료기기, 의약품, 화장품 등 에스테틱 중심 사업을 전담하며 핵심 사업의 성장과 전문화에 주력

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

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 파마리서치 인적분할 주요 일정

**인적분할 및 재상장 주요 일정**

- 회사는 11월 1일을 분할기일로 설정하고 금번 분할을 추진
- 10월 17일 주주총회 승인을 거쳐, 10월 31일 기준 주주를 대상으로 신선훈법인과 존속법인의 주식이 배정될 예정, 신선훈법인의 상장 예정일은 12월 10일
- 분할 결의와 동시에 보유 자사주 소각 결의도 진행할 계획이며, 소각 예정일은 6월 20일



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 파마리서치 인적분할 전후 재무구조

**분할 전/후 재무구조**

사업 연관성과 재무 요건을 바탕으로 자산·부채를 양사에 배분  
파마리서치홀딩스는 인적 분할 후 현물 출자 방식의 유상증자를 통해 지주회사 체제로 전환

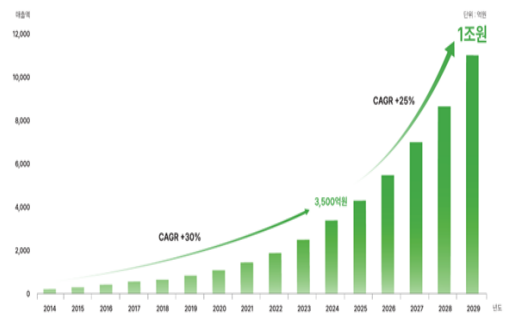


자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 파마리서치그룹 중장기 성장목표

**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 탭타어 헬스케어 그룹으로 발돋움



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 파마리서치 성장전략: 포트폴리오 확대

**파마리서치 성장 전략 1. 포트폴리오 확대**

지속적인 R&D로 에스테틱 중심의 제품 포트폴리오 확장  
: 스킨부스터류(에버클, 클라겐, S리주란 등), EBD 출시 예정  
→ 리주란과의 시술 연계를 통해 소비지 경험 확대

글로벌 토탈 에스테틱 기업으로 성장

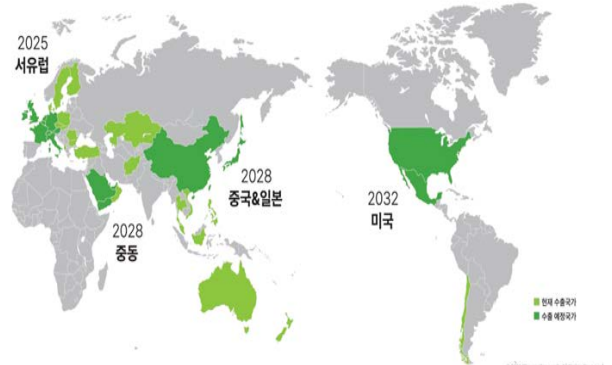


자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 파마리서치 성장전략: 해외확장

**파마리서치 성장 전략 2. 해외 확장**

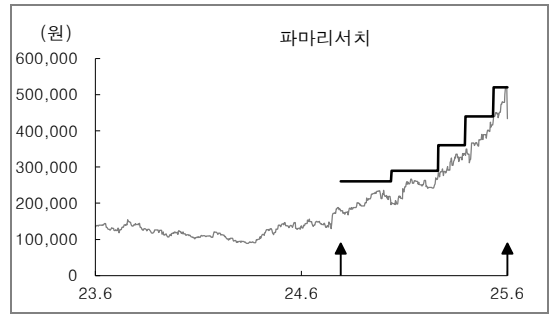
G4 시장 진출을 통해 리주란 성장 가속화  
| 해외 진출 타임라인 |  
2025 유럽 주요국 → 2028년 중국, 일본, 중동, 남미 → 2032년 미국



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2025.05.20	매수	520,000	-	-
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
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

\* 2025년 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.