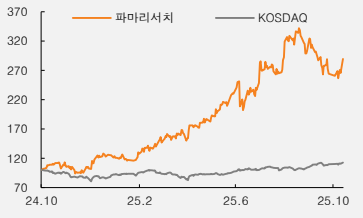
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.10.20

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	820,000원
현재주가(25/10/20)	602,000원
상승여력	36.2%

영업이익(25F,십억원)	237
Consensus 영업이익(25F,십억원)	228
EPS 성장률(25F,%)	95.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.3
P/E(25F,x)	35.9
MKT P/E(25F,x)	13.7
KOSDAQ	875.77
시가총액(십억원)	6,255
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	64.0
외국인 보유비중(%)	20.2
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	195,900
52주 최고가(원)	711,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.8	63.8	165.2
상대주가	-0.6	34.3	128.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

214450 · 의료장비 및 용품

파마리서치

리쥬란은 김치다

3Q25 Preview: 매출 및 영업이익 시장 기대치에 부합하는 실적 예상

매출은 주력사업인 의료기기 사업 부문의 견조한 성장(827억 원, 63% YoY)에 힘입어 전년 대비 59% 증가한 1,422억 원으로 시장 기대치에 부합하며, 12분기 연속 사상 최대 실적을 경신할 것으로 보인다. 조정 EBITDA는 전년 대비 61% 성장한 640억 원(조정 EBITDA 마진 45%)을 기록하며 영업이익은 전년 대비 71% 증가한 596억 원(OPM 42%)으로 역시 시장 기대치에 부합할 것으로 추정된다.

목표주가 820,000원 및 매수 의견 유지

최근 동사의 주가는 스킨부스터 내 경쟁 심화 및 3Q25 실적 부진 우려, 반도체 및 바이오로의 수급이동이 복합적으로 작용하며, 고점 대비 18% 이상 조정 받았다. 이 과정에서 밸류에이션도 12개월 선행 EV/EBITDA 17.5배(고점 22.9배)로 하락했다.

3Q25 실적 부진은 구조적 성장성 훼손이라기보다는 일시적인 것에 가까워 보인다. 가장 큰 원인은 내수시장에서 지난 7~8월 '전공의'의 수련병원 복귀 영향으로 개원가의 시술 캐파가 일시적으로 제한되었기 때문이다. 현재 개원가의 시술 캐파는 상당 부분 회복된 것으로 추정된다. 또한, 의료 관광객의 피부과 지출 데이터는 지난 9월 사상 최고치를 경신했고, 4Q25에는 본격적으로 중국 무비자 관광객 효과와 유럽 신규 파트너향 수출 물량도 가세한다.

스킨부스터 내 경쟁 심화 우려는 건강한 논쟁이나, 아직 실적, 인지도, 임상 데이터(유효성 및 안전성), 마케팅(환자 및 의사) 등 모든 측면에서 시기 상조다. 리쥬란은 의료 관광객에게 소위 미용 시술의 김치 같은 포지셔닝이다. 불닭볶음면, 떡볶이나 양념치킨 등 다양한 메뉴가 등장한다고 김치의 인기가 식는 것은 아니다. 그리고 우리는 김치를 다양한 음식과 함께 먹는다는 것을 기억할 필요가 있다.

또한, 동사는 4,800억 원 이상의 현금성 자산(25년 상반기)과 매 분기 250억 원 이상의 잉여현금흐름을 창출하는 기업으로 M&A와 직접투자를 통해 Total Solution을 추구하는 기업이다. 경쟁사로 언급되는 기업들과 경영전략의 보법이 다르다.

2025년 실적은 리쥬란의 견조한 성장에 힘입어 매출 5,703억 원(63% YoY), 조정 EBITDA 2,539억 원 (80% YoY, 조정 EBITDA 마진 44.5%), 영업이익 2,371억 원(88% YoY, OPM 41.6%)을 기록할 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	261	350	570	709	840
영업이익 (십억원)	92	126	237	296	352
영업이익률 (%)	35.2	36.0	41.6	41.7	41.9
순이익 (십억원)	77	92	195	241	292
EPS (원)	7,481	8,608	16,787	20,870	25,226
ROE (%)	19.7	18.9	31.0	28.9	26.7
P/E (배)	14.6	30.5	35.9	28.8	23.9
P/B (배)	2.6	5.6	9.7	7.3	5.7
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2

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

주요 차트

표 1. 3Q25 실적 Preview (십억원, %, %p)

	3Q24	2Q25	3Q25F		성장률	
			미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	89.2	140.6	142.2	145.4	59.4	1.2
영업이익	34.9	55.9	59.6	61.3	70.8	6.7
영업이익률 (%)	39.1	39.7	41.9	42.2	7.1	5.5
순이익	24.7	47.4	48.7	51.5	97.2	2.8

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	583	730	570	709	-2.2	-2.9	3Q25 실적추정치 하향
영업이익	243	306	237	296	-2.4	-3.4	
순이익	200	256	195	241	-2.5	-5.6	

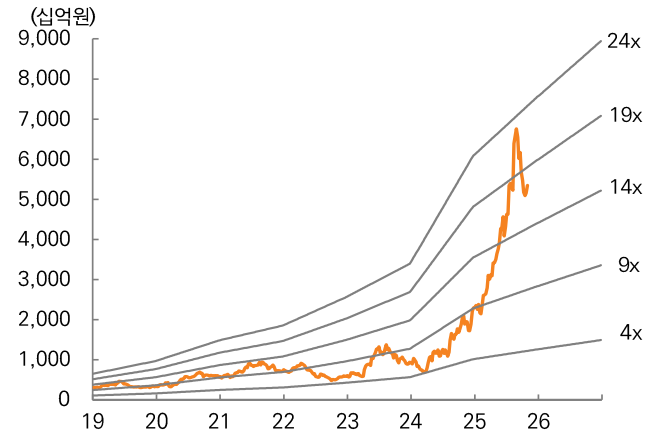
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망 표 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**74.7**	**83.1**	**89.2**	**103.1**	**116.9**	**140.6**	**142.2**	**170.6**	**350.1**	**570.3**	**708.9**
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	20.5	20.0	20.7	64.5	78.4	86.4
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	85.0	82.7	103.2	193.6	340.4	421.7
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	27.9	30.8	35.7	42.8	77.3	137.2	184.2
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	4.4	3.7	3.9	14.3	14.4	16.5
영업이익	**26.7**	**30.8**	**34.9**	**33.7**	**44.7**	**55.9**	**59.6**	**76.8**	**126.1**	**237.1**	**296.0**
순이익(지배)	**17.2**	**31.4**	**24.7**	**18.7**	**36.2**	**47.4**	**48.7**	**62.8**	**92.0**	**195.1**	**241.4**
매출 성장률(%)	34.8	24.4	29.7	47.3	56.5	69.2	59.4	65.5	34.1	62.9	24.3
의약품	32.7	32.6	7.6	3.2	5.4	14.1	24.3	46.1	18.3	21.5	10.2
의료기기	39.0	24.2	36.7	67.1	81.0	97.6	63.3	67.8	42.2	75.9	23.9
화장품	27.7	18.1	20.9	48.6	57.5	54.7	111.4	87.6	28.7	77.5	34.3
기타	38.5	28.4	100.4	2.8	1.5	90.3	-32.6	-6.9	39.1	0.3	15.0
영업이익률 (%)	35.7	37.0	39.1	32.7	38.3	39.7	41.9	45.1	36.0	41.6	41.8
순이익률 (지배,%)	24.5	34.6	28.6	15.9	30.8	29.9	34.3	36.8	25.4	33.3	34.1

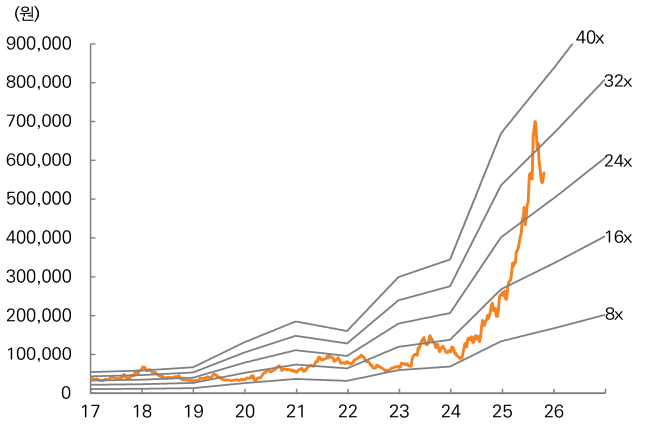
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



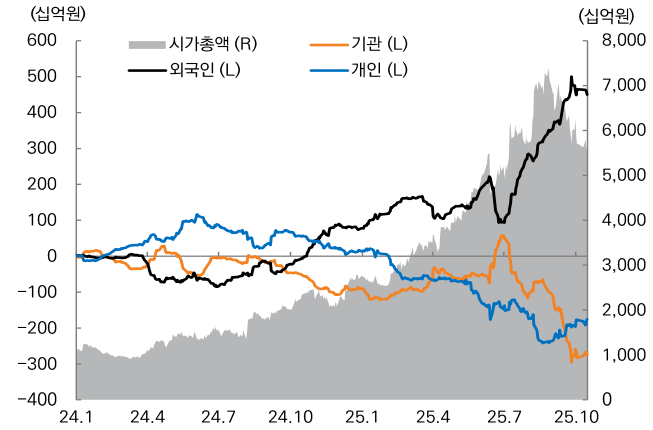
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

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



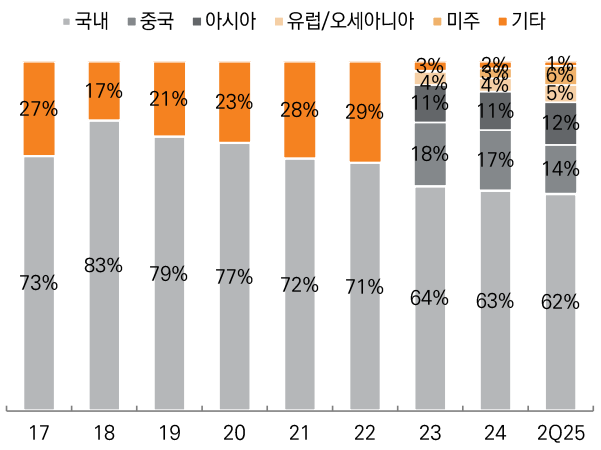
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer Valuation (십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억 원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
파마리서치	5,621	36.0	40.3	44.4	44.1	31.9	23.9	12.5	10.2	8.2	26.6	22.7	16.8	350	552	689
휴젤	3,174	44.6	49.4	50.6	19.3	18.9	15.1	7.0	7.3	6.1	17.8	11.8	9.9	373	438	518
클래시스	3,053	50.4	50.0	50.7	30.0	23.0	17.5	10.3	8.7	7.0	25.4	16.1	12.9	243	350	433
Establishment Labs	1,922	(30.1)	(21.1)	(6.8)	-	-	-	7.6	6.5	5.2	-	-	-	227	297	369
Inmode	1,370	28.5	25.3	26.2	6.2	9.7	9.0	2.7	2.6	2.5	5.1	3.9	3.6	539	524	546
원텍	755	30.2	37.9	37.1	18.7	15.2	14.0	5.3	4.9	4.4	17.0	11.0	10.2	115	155	172
메디톡스	860	8.9	14.1	19.8	42.1	26.9	17.3	3.6	3.4	3.0	33.4	16.6	11.8	229	256	285
AirSculpt Tech	580	(13)	(5)	8	-	-	34.6	1	1	1	-	-	17	363	423	532
Evolus	400	10.3	10.5	10.4	13.6	7.7	5.9	0.8	0.7	0.6	5.7	4.5	3.9	476	548	648
Sisram Medical	844	(1.0)	(1.4)	0.2	-	-		3.4	3.6	3.5	93.8	38.7	34.5	246	233	245
아스테라시스	550	23.1	35.7	40.3	61.3	39.6	24.2	14.5	12.8	9.1	38.3	31.5	19.5	29	43	61
Beauty Health	260	(20.3)	(9.4)	(2.7)	-	96.0	-	0.6	0.6	0.6	-	11.0	11.1	456	413	436
동방메디컬	210	14.7	17.0	18.9	52.3	16.6	10.8	1.6	1.8	1.3	-	8.7	5.5	105	115	156
한스바이오메드	311	0.8	-	-	-	-	-	3.5	-	-	30.2	-	-	81	-	-
전체 평균		**13.1**	**18.7**	**22.9**	**32.0**	**28.5**	**17.2**	**5.3**	**5.0**	**4.0**	**29.3**	**16.0**	**13.1**	**273.7**	**334.3**	**391.5**

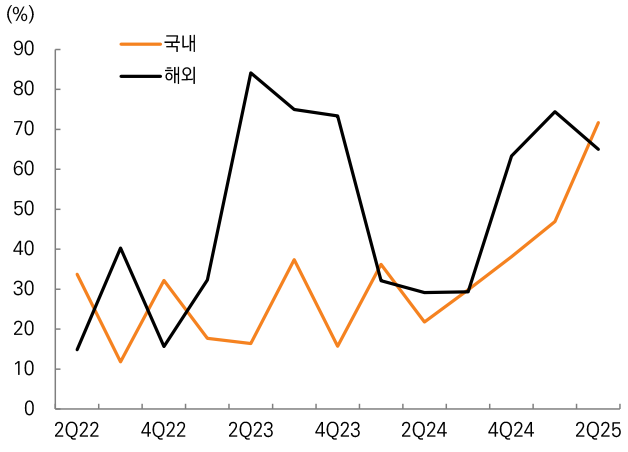
주: 2025년 10월 17일 종가 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중 추이



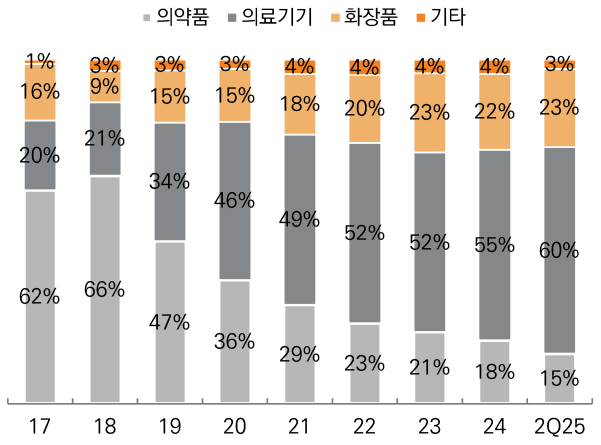
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



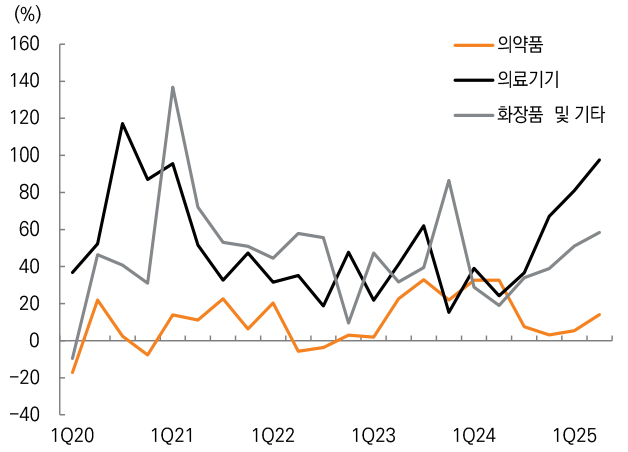
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출비중 추이



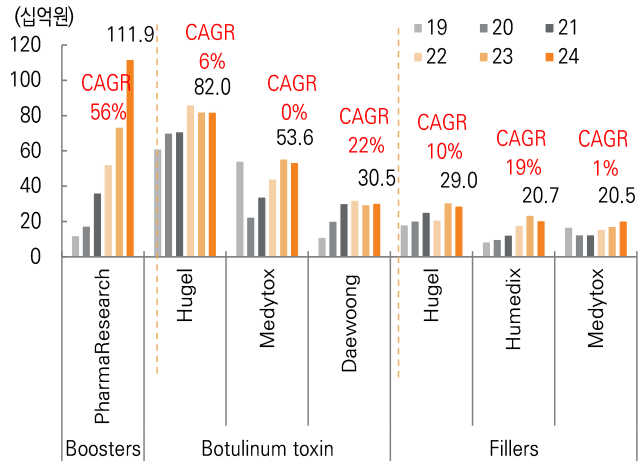
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 성장률 추이



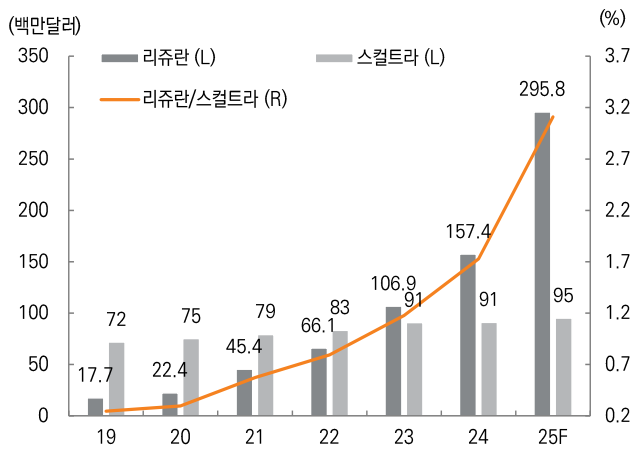
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 리쥬란 및 스컬트라 매출 추이



주: 스컬트라 매출은 24년부터 추정치
자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 약 50%로 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억 원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 2Q25말 기준 부채비율은 45%다. 동사는 2021년부터 매년 400억 원 이상의 발생하고 있는 잉여현금흐름에 CVC로부터의 자금까지 유입되어 2Q25에 약 4,810억 원의 현금성 자산을 보유했다. 2025년 상반기에만 잉여현금흐름이 587억 원이 발생하였다.

2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라서 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다.

사업 리스크

동사는 리쥬란을 중심으로 화장품과 톡신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표 제품인 리쥬란은 작년부터 경쟁 제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와의 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수 비중이 높은 것은 단점이다. 유럽 파트너인 Vivacy와 SI인 CVC의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 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.

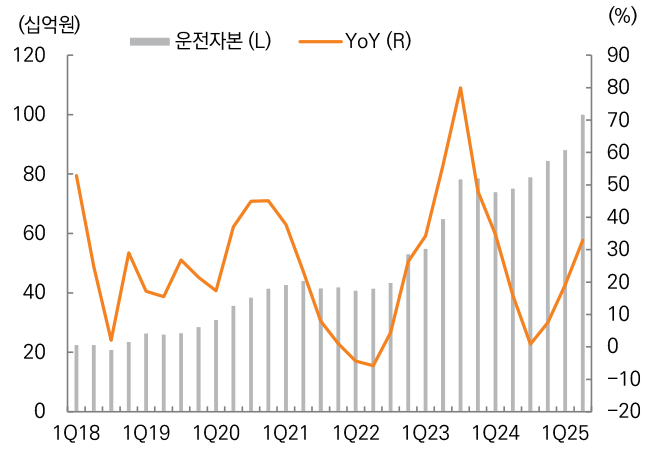
톡신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2026년에나 가능하다는 것이 아쉽다.

관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

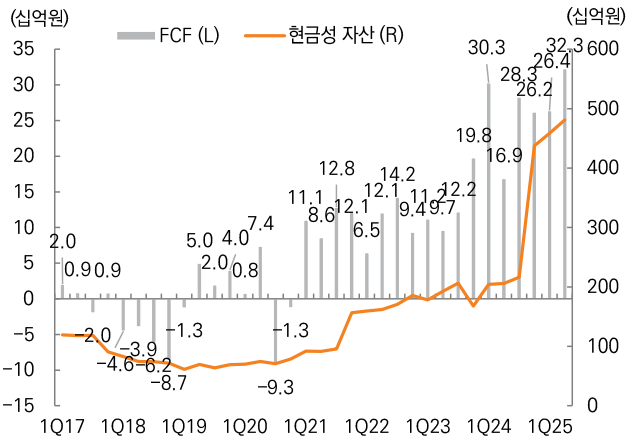
현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 17.5배로 글로벌 Peer(14배) 및 동사의 지난 3년 평균(9배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다. 현재 밸류에이션에는 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 점차 높아질 해외 매출 비중, 포트폴리오 다각화(에너지 기반 미용기기, PLLA 스킨부스터, 톡신 등), M&A 가능성 등이 포함되어 있다.

그림 11. 운전자본 추이



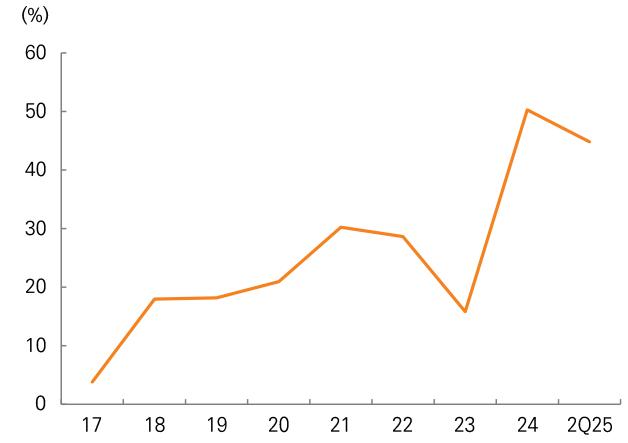
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. FCF 추이



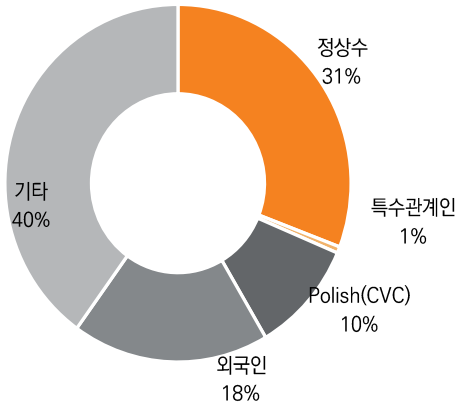
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부채비율



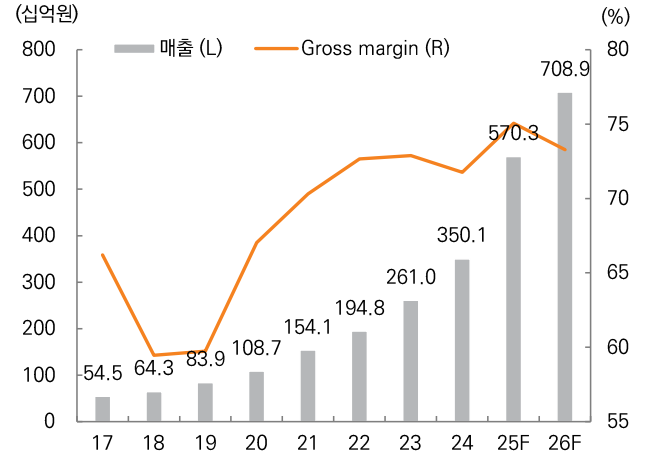
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지분율



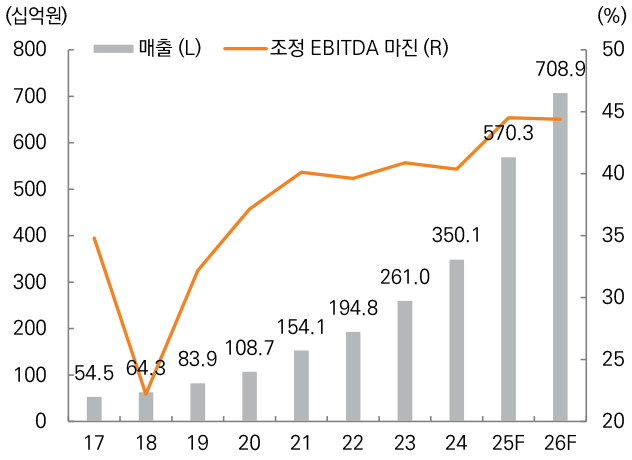
주: 총주식수는 CVC 상환전환우선주 반영,
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 주요 국가별 인허가 현황

대륙	국가	리쥬란(스킨부스터)	리쥬란 코스메틱	Cleviel(필러)	콘쥬란
아시아	싱가포르	0	0	0	0
	태국	0	0	0	0
	말레이시아	0	0		0
	카자흐스탄	0			
	중국	0(2등급, 3등급 진행 중)	0	진행 중	
	인도네시아	0		0	
	베트남	0			
	필리핀	0			
	대만	0	0	0	진행 중
	일본	진행 중	0		
	미얀마	0			
	우즈베키스탄	0			
	홍콩	0	0	0	
유럽	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	체코	0			
	덴마크	0			
	스웨덴	0			
	핀란드	0			
	노르웨이	0			
	불가리아	0			
	알바니아	0			
	폴란드	진행 중			
	유럽 CE	0(MDR)			
	러시아		0		
미주	칠레	0			
	페루	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	이라크	0			
	이스라엘	0			
	UAE	0			

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**350**	**570**	**709**	**840**
매출원가	**99**	**142**	**189**	**226**
매출총이익	**251**	**428**	**520**	**614**
판매비와관리비	**125**	**191**	**224**	**261**
조정영업이익	**126**	**237**	**296**	**352**
영업이익	**126**	**237**	**296**	**352**
비영업손익	**-10**	**4**	**11**	**18**
금융손익	6	5	11	18
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	116	241	307	370
계속사업법인세비용	27	52	65	78
계속사업이익	89	190	242	292
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**89**	**190**	**242**	**292**
지배주주	92	195	241	292
비지배주주	-3	-5	0	0
총포괄이익	**91**	**189**	**242**	**292**
지배주주	94	209	273	330
비지배주주	-3	-20	-31	-38
EBITDA	140	252	310	366
FCF	102	164	236	284
EBITDA 마진율 (%)	40.0	44.2	43.7	43.6
영업이익률 (%)	36.0	41.6	41.7	41.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.3	34.2	34.0	34.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**555**	**731**	**973**	**1,264**
현금 및 현금성자산	165	164	305	479
매출채권 및 기타채권	40	61	73	87
재고자산	57	74	88	105
기타유동자산	293	432	507	593
비유동자산	**301**	**319**	**326**	**337**
관계기업투자등	21	68	81	97
유형자산	147	163	160	157
무형자산	33	33	29	26
자산총계	**856**	**1,050**	**1,299**	**1,601**
유동부채	**83**	**95**	**112**	**132**
매입채무 및 기타채무	38	11	13	16
단기금융부채	17	16	18	20
기타유동부채	28	68	81	96
비유동부채	**203**	**208**	**210**	**212**
장기금융부채	197	200	200	200
기타비유동부채	6	8	10	12
부채총계	**286**	**303**	**322**	**344**
지배주주지분	**539**	**721**	**951**	**1,231**
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	197	198	198	198
이익잉여금	343	522	752	1,032
비지배주주지분	**30**	**26**	**26**	**27**
자본총계	**569**	**747**	**977**	**1,258**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**138**	**184**	**244**	**292**
당기순이익	89	190	242	292
비현금수익비용가감	61	62	68	73
유형자산감가상각비	10	11	11	11
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	47	47	54	59
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	-24	-11	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-21	-12	-13
재고자산 감소(증가)	-12	-17	-14	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	2	2	3
법인세납부	-20	-52	-65	-78
투자활동으로 인한 현금흐름	**-226**	**-156**	**-80**	**-92**
유형자산처분(취득)	-36	-20	-8	-8
무형자산감소(증가)	-2	-4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-180	-125	-73	-85
기타투자활동	-8	-7	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	**183**	**-12**	**-10**	**-10**
장단기금융부채의 증가(감소)	179	2	2	2
자본의 증가(감소)	22	1	0	0
배당금의 지급	-10	-12	-11	-11
기타재무활동	-8	-3	-1	-1
현금의 증가	**98**	**-2**	**141**	**174**
기초현금	67	165	164	305
기말현금	165	164	305	479

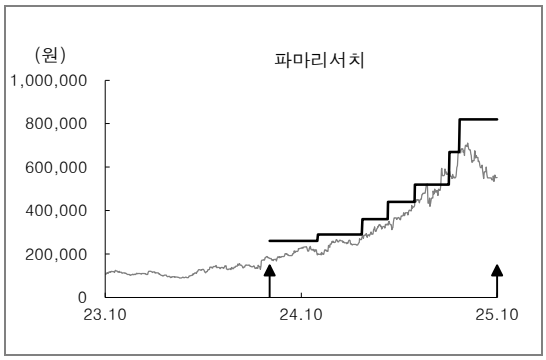
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	30.5	35.9	28.8	23.9
P/CF (x)	18.7	27.8	22.5	19.1
P/B (x)	5.6	9.7	7.3	5.7
EV/EBITDA (x)	18.6	23.4	18.4	14.9
EPS (원)	8,608	16,787	20,870	25,226
CFPS (원)	14,022	21,685	26,742	31,539
BPS (원)	46,558	62,318	82,200	106,437
DPS (원)	1,100	1,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	12.8	6.0	4.7	3.9
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	34.1	62.9	24.3	18.5
EBITDA증가율 (%)	34.0	80.7	23.0	17.9
조정영업이익증가율 (%)	36.6	88.1	24.8	19.1
EPS증가율 (%)	15.1	95.0	24.3	20.9
매출채권 회전율 (회)	10.0	11.7	10.9	10.9
재고자산 회전율 (회)	6.5	8.7	8.8	8.7
매입채무 회전율 (회)	14.2	12.8	15.6	15.6
ROA (%)	12.8	19.9	20.6	20.1
ROE (%)	18.9	31.0	28.9	26.7
ROIC (%)	44.5	78.6	87.3	101.2
부채비율 (%)	50.3	40.6	33.0	27.3
유동비율 (%)	669.6	769.2	867.2	956.9
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-49.8	-59.7	-66.9
조정영업이익/금융비용 (x)	27.2	22.7	28.3	33.5

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2025.08.11	매수	820,000	-	-
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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 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.