파마리서치 (214450)



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

수출이 이끄는 성장, 이익률은 숨 고르기

3Q26 Review: 비수기·원화 강세에 컨센서스 하회

2026년 3분기 실적은 매출액 1,715억원(+27% YoY), 영업이익 626억원(+1% YoY, 37% OPM)으로 영업이익 시장기대치 664억원을 하회했다.

내수 매출은 899억원(+6% YoY)에 그쳤다. 내수 의료기기가 571억원(0% YoY)으로 정체됐는데, 7~8월 일본인 중심으로 방한 외국인의 피부과 소비가 둔화되고 원화 강세가 겹친 영향이다. 내수 화장품은 199억원(+50% YoY)으로 올리브영 채널 성장에 쿠팡과 실리콘투향 매출액(실질 해외 판매, 회계상 내수 인식)이 더해지며 고성장했다.

수출은 816억원(+62% YoY)으로 외형 성장을 견인했다. 의료기기 수출은 300억원(+53% YoY)으로 유럽과 아시아 진출국이 고르게 성장했고, 화장품 수출은 421억원(+92% YoY)으로 동남아, 일본, 미국이 성장을 이끌었다. 수익성은 화장품 비중 확대와 CG USA 연결 편입으로 하락했다. CG USA 인수 관련 일회성 비용 20억원과 CG USA 영업손실 15억원도 반영되며 영업이익률이 전년 대비 9%p 낮아졌다.

4Q26 Preview: 외형 성장은 유효, 눈높이는 낮출 때

파마리서치에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가 324,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표 PER 17배를 적용해 산출했다. 전반적으로 마진이 상대적으로 낮은 화장품 비중이 계속 커지고 CG USA 연결 편입 효과가 온기로 반영된 영향이다. 판관비는 TV 광고 종료 효과가 이어지겠지만, 연말 마케팅 집행과 화장품 채널 수수료 증가로 전 분기 대비 늘어날 전망이다. 글로벌 심포지엄(PGS) 비용 30억원과 CG USA 적자가 반영되고, 동사가 영업이익률 가이던스를 35~37%로 낮춘 점을 감안해 이익 추정치를 하향했다. 2026년 연간 실적은 매출액 6,731억원(+26% YoY), 영업이익 2,465억원(+15% YoY, 37% OPM)으로 전망한다. 2027년에는 RF 디바이스 리넥스와 결합한 리쥬란 판매 확대, 브라질 진출, 유럽향 화장품 출시가 성장 동력이 될 것으로 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	3,501	5,363	6,731	7,700
영업이익	1,261	2,144	2,465	2,870
지배순이익	920	1,651	1,637	2,030
PER	18.0	29.1	14.9	12.0
PBR	3.3	7.5	3.3	2.8
EV/EBITDA	10.1	18.7	7.5	6.0
ROE	18.9	26.9	21.8	22.7

자료: 유안타증권

BUY (M)

목표주가	324,000원 (D)
직전 목표주가	450,000원
현재주가 (11/6)	234,500원
상승여력	38%

시가총액	24,364억원
총발행주식수	11,565,295주
60일 평균 거래대금	390억원
60일 평균 거래량	114,409주
52주 고/저	534,000원 / 212,000원
외인지분율	16.75%
배당수익률	0.92%
주요주주	정상수 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(23.4)	(40.6)	(52.5)
상대	9.4	(26.0)	(33.8)
절대 (달러환산)	(24.1)	(37.6)	(49.3)

[Fig. 1] 파마리서치 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q.25	2Q.25	3Q.25	4Q.25	2025	1Q.26	2Q.26	3Q.26P	4Q.26E	2026E
매출액	**1,169**	**1,406**	**1,354**	**1,433**	**5,363**	**1,461**	**1,787**	**1,715**	**1,768**	**6,731**
YoY	*56*	*69*	*52*	*39*	*53*	*25*	*27*	*27*	*23*	*26*
내수	716	887	849	835	3,288	873	947	899	924	3,643
의료기기(리쥬란,콘쥬란)	483	607	572	597	2,259	584	645	571	615	2,415
화장품(올리브영,면세점)	107	113	132	120	472	153	166	199	185	702
의약품	106	134	133	137	511	112	107	104	104	427
기타	21	33	11	-19	46	24	29	25	20	99
수출	453	519	505	593	2,069	588	840	816	844	3,088
의료기기(리쥬란,콘쥬란)	212	243	196	236	886	211	322	300	334	1,167
화장품	172	195	219	256	843	269	436	421	415	1,541
의약품	66	70	86	92	315	102	77	89	89	358
기타	3	11	4	9	26	5	5	6	6	23
내수	*47*	*72*	*49*	*31*	*49*	*22*	*7*	*6*	*11*	*11*
의료기기(리쥬란,콘쥬란)	*72*	*94*	*59*	*43*	*64*	*21*	*6*	*0*	*3*	*7*
화장품(올리브영,면세점)	*30*	*32*	*126*	*37*	*50*	*43*	*47*	*50*	*54*	*49*
의약품	*5*	*43*	*33*	*58*	*34*	*6*	*-20*	*-22*	*-24*	*-16*
기타	*-10*	*43*	*-77*	*-143*	*-67*	*17*	*-12*	*120*	*-206*	*113*
수출	*74*	*65*	*56*	*52*	*61*	*30*	*62*	*62*	*42*	*49*
의료기기(리쥬란,콘쥬란)	*106*	*109*	*34*	*20*	*58*	*0*	*33*	*53*	*42*	*32*
화장품	*82*	*72*	*98*	*83*	*84*	*56*	*124*	*92*	*62*	*83*
의약품	*7*	*-18*	*42*	*67*	*20*	*55*	*10*	*3*	*-3*	*14*
기타	*3413*	*8392*	*-30*	*-484*	*728*	*90*	*-51*	*65*	*-31*	*-13*
영업이익	**447**	**559**	**619**	**519**	**2,144**	**573**	**665**	**626**	**601**	**2,465**
영업이익률	*38*	*40*	*46*	*36*	*40*	*39*	*37*	*37*	*34*	*37*

자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 파마리서치 실적 추정 변경 내역 (단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q26E	2026E	2027E	4Q26E	2026E	2027E	4Q26E	2026E	2027E
매출액	1,772	6,853	7,750	1,768	6,731	7,700	*-0.2%*	*-1.8%*	*-0.6%*
영업이익	652	2,580	2,960	601	2,465	2,870	*-7.8%*	*-4.5%*	*-3.0%*
OPM	*36.8%*	*37.6%*	*38.2%*	*34.0%*	*36.6%*	*37.3%*	*-2.8%p*	*-1.0%p*	*-0.9%p*

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 파마리서치 목표주가 산정 PER Multiple

	2026F	2027F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,637	2,030	
주식수 (만주)	1,039	1,039	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	15,756	19,539	12M FWD EPS
적정 PER (배)	17	17	
적정주가 (원)	267,851	332,158	**324,000원**
상승여력 (%)	14%	41%	**38%**

자료: 유안타증권 리서치센터

파마리서치 (214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,501**	**5,363**	**6,731**	**7,700**	**8,400**
매출원가	989	1,251	1,590	1,800	1,950
매출총이익	2,512	4,112	5,141	5,900	6,450
판관비	1,252	1,968	2,676	3,030	3,300
영업이익	**1,261**	**2,144**	**2,465**	**2,870**	**3,150**
EBITDA	1,397	2,302	2,623	3,028	3,308
영업외손익	-102	21	-153	-20	0
외환관련손익	50	-9	0	0	0
이자손익	55	58	100	148	208
관계기업관련손익	60	4	4	4	4
기타	-267	-32	-257	-172	-212
법인세비용차감전순손익	1,158	2,165	2,312	2,850	3,150
법인세비용	269	483	660	800	880
계속사업순손익	889	1,683	1,652	2,050	2,270
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	889	1,683	1,652	2,050	2,270
지배지분순이익	**920**	**1,651**	**1,637**	**2,030**	**2,245**
포괄순이익	908	1,682	1,652	2,050	2,270
지배지분포괄이익	940	1,651	1,621	2,012	2,228

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**1,381**	**1,832**	**1,526**	**2,010**	**2,288**
당기순이익	889	1,683	1,652	2,050	2,270
감가상각비	98	114	114	114	114
외환손익	-13	24	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	29	-4	-4	-4
자산부채의 증감	4	-247	-297	-211	-153
기타현금흐름	402	228	62	62	62
투자활동 현금흐름	**-2,255**	**-1,559**	**-1,060**	**-834**	**-748**
투자자산	-53	-295	-98	-69	-50
유형자산 증가 (CAPEX)	-364	-297	-150	-200	-300
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-1,839	-969	-812	-564	-398
재무활동 현금흐름	**1,826**	**-153**	**-652**	**-1,335**	**-926**
단기차입금	65	-8	-52	-8	1
사채 및 장기차입금	1,728	53	-129	-900	-500
자본	220	-37	0	0	0
현금배당	-101	-117	-428	-384	-384
기타현금흐름	-86	-43	-43	-43	-43
연결범위변동 등 기타	29	-17	196	138	98
현금의 증감	**981**	**103**	**11**	**-21**	**712**
기초 현금	672	1,653	1,757	1,768	1,746
기말 현금	1,653	1,757	1,768	1,746	2,458
NOPLAT	**1,261**	**2,144**	**2,465**	**2,870**	**3,150**
FCF	**1,017**	**1,534**	**1,376**	**1,810**	**1,988**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**5,545**	**7,595**	**8,809**	**9,639**	**10,966**
현금및현금성자산	1,653	1,757	1,768	1,746	2,458
매출채권 및 기타채권	425	518	650	744	811
재고자산	573	827	1,038	1,187	1,295
비유동자산	3,012	2,843	2,933	3,045	3,237
유형자산	1,473	1,745	1,781	1,867	2,053
관계기업등 지분관련자산	208	334	419	480	523
기타투자자산	674	179	192	201	207
자산총계	**8,557**	**10,439**	**11,742**	**12,684**	**14,203**
유동부채	828	1,105	1,297	1,462	1,588
매입채무 및 기타채무	402	565	709	811	884
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,034	2,095	1,982	1,093	601
장기차입금	12	4	4	4	4
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**2,863**	**3,200**	**3,279**	**2,555**	**2,189**
지배지분	5,394	6,893	8,102	9,748	11,608
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	1,973	1,936	1,936	1,936	1,936
이익잉여금	3,431	4,921	6,130	7,775	9,636
비지배지분	300	345	361	381	406
자본총계	**5,694**	**7,239**	**8,463**	**10,128**	**12,014**
순차입금	**-2,386**	**-4,023**	**-5,062**	**-6,549**	**-8,194**
총차입금	2,136	2,181	2,000	1,092	593

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	8,642	15,391	15,756	19,539	21,608
BPS	46,640	59,603	70,057	84,285	100,371
EBITDAPS	13,065	19,810	22,681	26,183	28,604
SPS	32,745	46,148	58,200	66,579	72,631
DPS	1,100	3,700	3,700	3,700	3,700
PER	**18.0**	**29.1**	**14.9**	**12.0**	**10.9**
PBR	**3.3**	**7.5**	**3.3**	**2.8**	**2.3**
EV/EBITDA	**10.1**	**18.7**	**7.5**	**6.0**	**5.0**
PSR	**4.8**	**9.7**	**4.0**	**3.5**	**3.2**

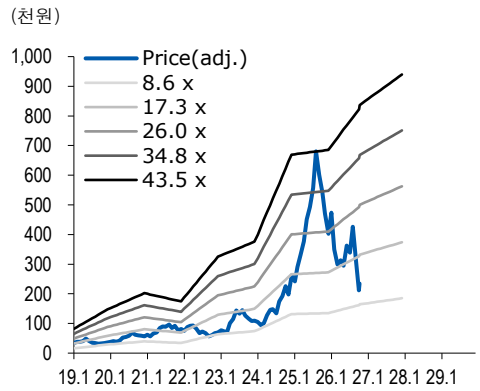
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**34.1**	**53.2**	**25.5**	**14.4**	**9.1**
영업이익 증가율 (%)	**36.6**	**70.1**	**15.0**	**16.4**	**9.8**
지배순이익 증가율 (%)	**20.2**	**79.4**	**-0.9**	**24.0**	**10.6**
매출총이익률 (%)	71.8	76.7	76.4	76.6	76.8
영업이익률 (%)	**36.0**	**40.0**	**36.6**	**37.3**	**37.5**
지배순이익률 (%)	26.3	30.8	24.3	26.4	26.7
EBITDA 마진 (%)	39.9	42.9	39.0	39.3	39.4
ROIC	45.3	71.5	69.4	77.8	80.7
ROA	13.2	17.4	14.8	16.6	16.7
ROE	**18.9**	**26.9**	**21.8**	**22.7**	**21.0**
부채비율 (%)	50.3	44.2	38.7	25.2	18.2
순차입금/자기자본 (%)	-44.2	-58.4	-62.5	-67.2	-70.6
영업이익/금융비용 (배)	27.2	20.6	24.5	38.6	77.6

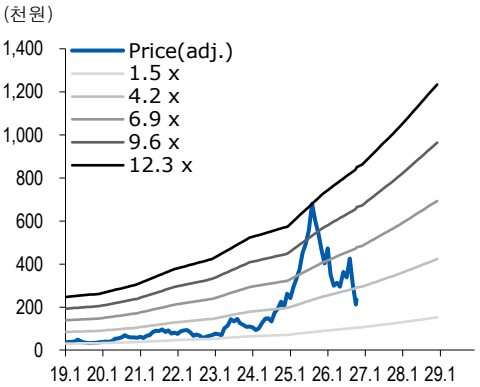
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

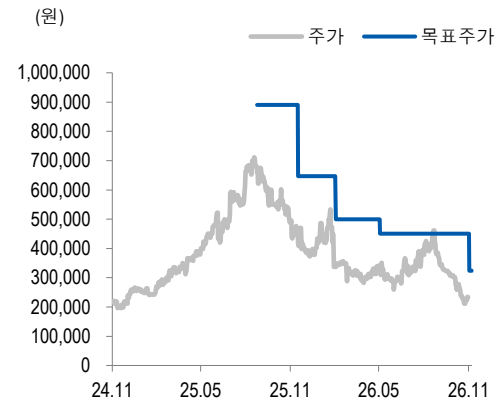
P/E band chart



P/B band chart



파마리서치 (214450) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-09	BUY	324,000	1년		
2026-05-11	BUY	450,000	1년	-27.60	2.56
2026-02-09	BUY	500,000	1년	-36.18	-28.70
2025-11-24	BUY	647,000	1년	-34.76	-17.47
2025-09-01	BUY	890,000	1년	-37.54	-24.16

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승은**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.