

Buy(Maintain)

목표주가: 550,000원

주가(6/13): 433,500원

시가총액: 45,559억 원

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (6/13)		768.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	523,000 원	129,900원
등락률	-17.1%	233.7%
수익률	절대	상대
1M	2.4%	-1.6%
6M	76.9%	59.6%
1Y	228.9%	268.8%

Company Data

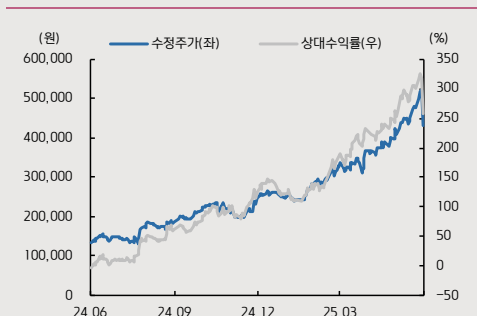
발행주식수	10,510 천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(2025E)	0.3%
BPS(2025E)	61,644원
주요 주주	정상수 외 7인 34.5%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	261.0	350.1	532.0	672.6
영업이익	92.3	126.1	211.6	275.8
EBITDA	104.3	139.7	225.4	289.0
세전이익	100.7	115.8	236.6	304.4
순이익	77.3	88.9	190.5	245.0
지배주주지분순이익	76.6	92.0	190.5	245.0
EPS(원)	7,481	8,608	16,302	20,969
증감률(% YoY)	86.4	15.1	89.4	28.6
PER(배)	14.6	30.5	26.6	20.7
PBR(배)	2.61	5.69	7.03	5.30
EV/EBITDA(배)	9.9	18.2	18.5	13.5
영업이익률(%)	35.4	36.0	39.8	41.0
ROE(%)	19.7	18.9	30.2	29.2
순차입금비용(%)	-27.5	-42.5	-55.3	-68.1

자료: 키움증권

Price Trend



☑ 기업 업데이트

파마리서치 (214450)

아오 파마리서치

인적분할 공시가 개장 전에 나왔고, 분할비율이 지주사로 유리하게 설정되어 주가는 하루 만에 -17.1% 하락하였습니다. 해당 계획대로 진행된다면 분할존속회사인 파마리서치홀딩스, 분할신설회사인 파마리서치로 나뉘지고, 현금성자산의 대부분은 파마리서치홀딩스로 남게 됩니다. 시간이 지나 주가가 안정화되면 1H26 내로 현물출자 유상증자 방식의 공개매수를 진행할 예정입니다. 펀더멘탈은 여전히 긍정적인 시각을 유지하지만, 목표 PER을 하향 조정하여 목표주가를 낮추었습니다.

>>> 인적분할 공시 후 당일 -17.1% 주가 하락

동사는 6월 13일 개장 전에 인적분할을 공시하였다. 분할존속회사인 파마리서치홀딩스는 자회사와 투자회사 등을 관리하는 것을 주 목적으로 하고, 분할비율을 0.742794로 설정되었다. 분할신설회사인 파마리서치는 의약품, 의료기기, 화장품 부문 본업을 영위하고, 분할비율을 0.2572056으로 정해졌다. 지주사의 분할비율이 너무 높다는 것을 주된 이유로 매도세가 이어졌고, 주가는 -17.1% 하락한 433,500원으로 마감하며 9,460억의 시가총액이 사라졌다.

>>> 펀더멘탈 따라갈 주가, 지금 사나 나중에 사나 똑같다

주가는 실적을 선행한다. 실적은 펀더멘탈을 따라간다. 그리고 그 펀더멘탈이 지금 개선되고 있는 추세에 이어지고 있다. 크게 3가지 관점에서 기업이 영위하는 사업이 잘 되고 있다는 것이 관찰되었다.

1) '리뷰란'의 글로벌 구글 트렌드 지수: 다시금 100에 도달하며 역대 최고의 검색량을 기록하고 있다. 해당 트렌드 지수와 3개월이 흐른 동사 시가총액 간 '21년부터 현재까지의 상관관계는 0.9398로 상당히 높다.

2) 국내 외국인 의료 관광객 소비액: 5월 1,703억 원(YoY +67.4%, MoM -9.3%)을 기록하였다. 여전히 가장 높은 수치에 준하고, 추세가 꺾이지 않을 전망이다. 빠르면 7월부터 중국인 단체 관광객들이 무비자로 우리나라에 입국하여 내수 및 관광 시장 활성화를 앞두고 있는 상황이다. 중국인은 우리나라 피부과 소비액의 36.6%를 담당할 정도로 비중이 높다.

3) 강릉시 필러 수출액: 5월 \$7,278,747(YoY +460.7%, MoM -6.3%)로 여전히 역대 최고치 부근이다. 특히 인도네시아향 수출액 \$1,098,000(YoY 없음, MoM +61.2%)로 역대 최고치를 경신하며 견고한 성장세가 이어졌다.

>>> M&A 등 향후 모멘텀 기대감 소실, 목표주가 -9.8% 하향

'25년 EPS 전망치 18,126원에 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가 550,000원으로 하향한다(기존 610,000원 대비 -9.8%). 펀더멘탈은 중기에 상향한 실적 전망치를 수정하지 않았다. 다만 M&A 등의 모멘텀이 분할 시 존속회사인 파마리서치홀딩스에 반영된다는 점을 감안하면 현재 파마리서치의 제품 포트폴리오 다각화 전략은 온전히 신설회사에 반영하기 어렵다. 이러한 점을 정성적으로 반영하여 목표주가 산정에 쓰이는 PER을 33배 ▶ 30배로 하향 조정하였다. CVC Capital의 상환전환우선주(RCPS) 관련 변수가 생기긴 하였으나 현재로서는 정확한 전략을 파악할 수 없는 바, 117만 주를 제외하여 EPS를 산출한 것을 그대로 유지하였다.

>>> 두괄식 결론: 지금 사나 나중에 사나 펀더멘탈 따라가는 것은 똑같다

M&A 등의 추가 모멘텀 소실에 따른 PER 하향 조정, 그래도 양호한 펀더멘탈 개선세 전망은 유지

M&A 등의 모멘텀을
파마리서치에 온전히
반영시키기 어려움

이러한 정성적 요인을
목표주가 산출 PER에
적용하여 33배 ▶ 30배
하향 조정

그에 따라 목표주가
55만 원 제시
(기존 61만 원 대비
-9.8%)

양호한 펀더멘탈
개선세 전망 유지

- 1) 구글 트렌드 지수
- 2) 의료 관광객 추이
- 3) 수출 데이터

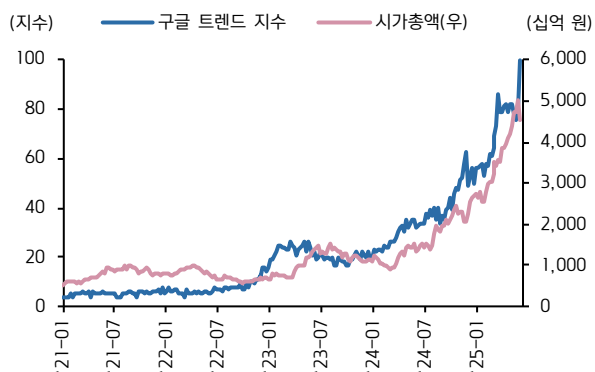
실적 전망치는 그대로 유지하였으나, M&A 등의 추가 모멘텀이 사라짐에 따라 목표주가 산정에 쓰이는 PER을 33배 ▶ 30배로 하향 조정하였다. 그간 주가가 급등한 시간 속에서 약 3,500억 원의 풍부한 현금성자산으로 제품 포트폴리오 확대 ▶ 그에 따른 사업 시너지 효과 ▶ 실적 성장세 유지의 흐름으로 높은 밸류에이션이 정당화되었다. 하지만 비유향기적 성장을 향후 지주사 역할을 할 파마리서치홀딩스가 담당하게 되므로 파마리서치 사 업회사에게는 해당 밸류에이션을 온전히 인정해주기 어렵다.

모든 의약품, 의료기기, 화장품 사업이 분할신설회사의 파마리서치에 이관되어 현재의 체제가 그대로 유지될 예정이다. 하지만 직접적인 한 회사의 시너지 효과와 계열사 간의 협업을 통한 실적 증대는 분명히 결이 다르다. 이를 현재로서 정량적으로 실적 전망치에 반영하기는 어렵겠으나, 주식을 투자하는 투자자의 입장으로서 정성적으로 본인이 추구하는 PER 밸류에이션 지표를 하향 조정하는 것으로 대응이 가능하다. 이에 **목표 PER 하향 조정, 목표주가 55만 원(기존 61만 원 대비 -9.8%)을 제시한다.**

결국 주가는 실적을 선행하고, 실적은 펀더멘탈을 따라간다. '리쥬란'이 트렌드가 흔들리지 않고, 국내 외국인 의료 관광객들의 소비액이 늘고, '리쥬란'의 수출 증가세가 견고하다면 **기업을 긍정적으로 바라보는 시선을 바꿀 필요는 없다고 판단한다.**

- 1) '리쥬란'의 글로벌 구글 트렌드 지수는 다시금 100에 도달하며 가장 뜨거운 피부 미용 시술의 지위를 유지하고 있다.
- 2) 국내 외국인 의료 관광객 5월 소비액은 1,703억 원(YoY +67.4%, MoM -9.3%)으로 지속적인 소비세가 이어지는 중이다.
- 3) 5월 강원도 강릉시에서 출발한 필러(HS 코드 3304.99.9000) 수출 데이터는 \$7,278,747(YoY +460.7%, MoM -6.3%)로 여전히 역대 최고치 부근이다.

‘리쥬란’ 구글 트렌드 지수와 파마리서치 시가총액



주) 검색어 기반 상대적인 트렌드 지수, 0은 데이터 양이 부족함을, 100은 데이터가 가장 많음을 의미함

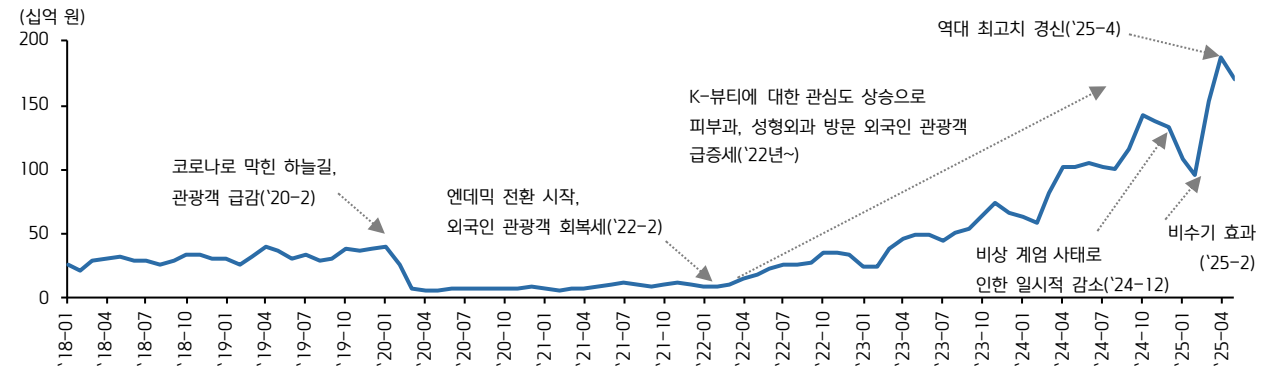
자료: Google Trends, 키움증권 리서치센터

시가총액과 높은 상관계수 보인 구글 트렌드 지수

기간	구글 트렌드 지수와 시가총액 간의 상관계수	3개월 지연시킨 두 지표 간의 상관계수
2021~현재	0.9378	0.9398
2022~현재	0.9433	0.9508
2023~현재	0.9444	0.9615
2024~현재	0.9557	0.9424

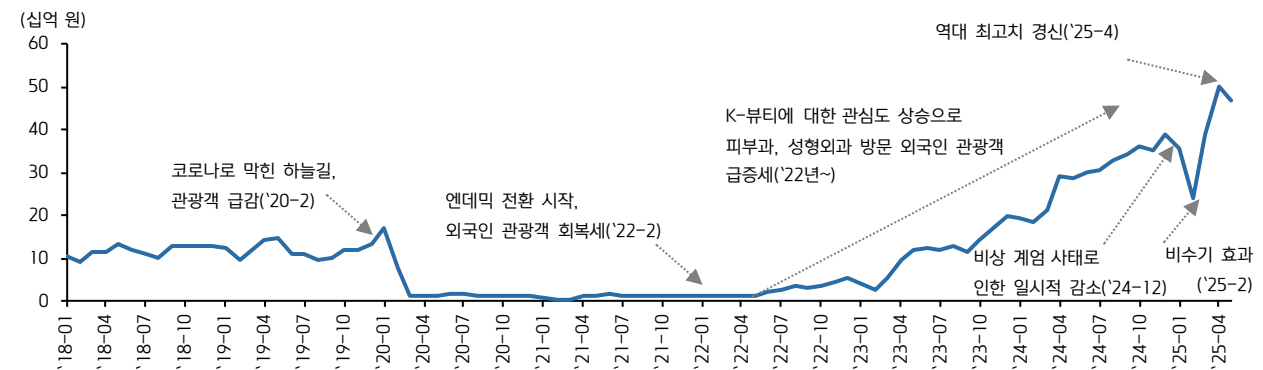
자료: Google Trends, FnGuide, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 추이



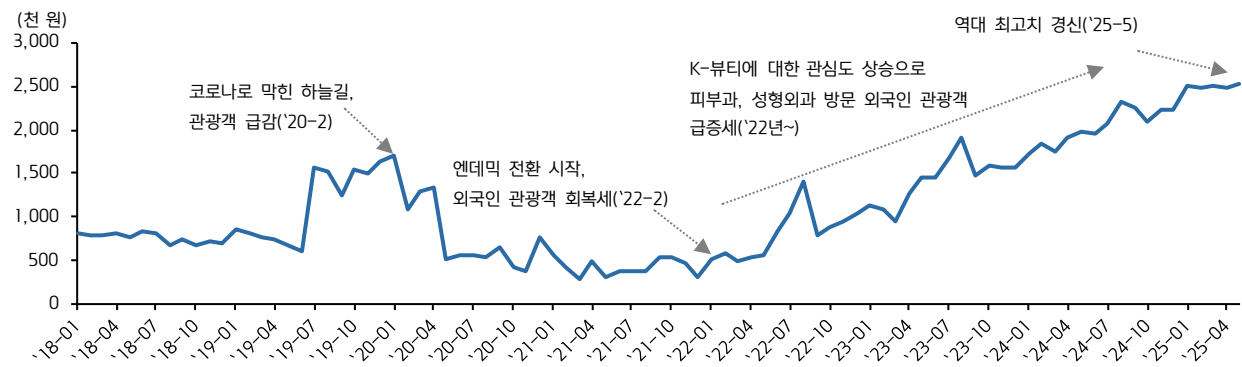
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 중국인 의료 소비액 추이



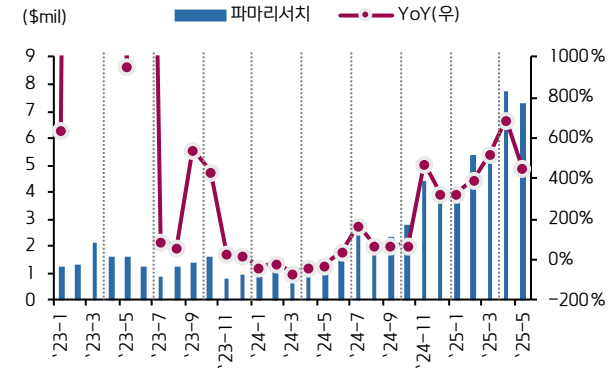
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 중국인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 필러 월간 관세청 수출 데이터

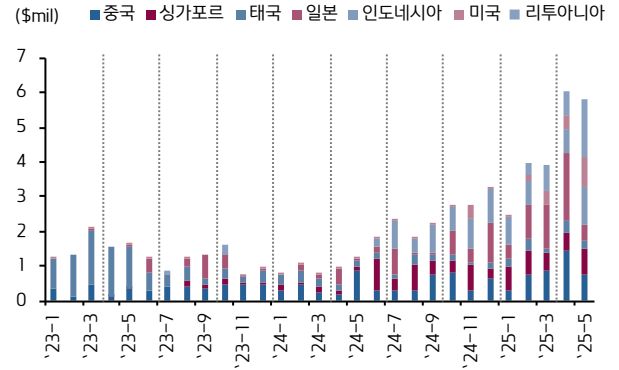


주) 파마리서치 추정

주2) HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 주요 국가별 필러 관세청 수출 데이터



주) 파마리서치 추정

주2) HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

>>> 주가 -17.1% 급락, 시끄러운 분할비율

최대주주의 명분과 실리를 모두 챙긴 지주사 75% 분할비율, 향후 최대주주 지배력 강화 또는 유지 전망

분할존속회사: 지주사
파마리서치홀딩스

분할신설회사: 사업
파마리서치

동사는 지난 금요일(6월 13일) 아침에 인적분할 공시를 하였다. 분할존속회사로는 지주사 역할을 할 파마리서치홀딩스(가칭)를 두고, 분할신설회사로는 의약품, 의료기기, 화장품 등 기존의 사업을 모두 이전 받아 원래대로 성장을 이어갈 파마리서치(가칭)을 만드는 형태이다.

주가 -17.1% 급락의
원인은 분할비율

주가는 연일 역사적 신고가를 경신하던 도중 523,000원 ▶ 433,500원으로 -17.1% 하락하였다. 시장이 이렇게 예민한 반응을 보인 가장 큰 이유는 바로 **분할비율**이다. 존속회사인 **파마리서치홀딩스의 분할비율 0.7427944**, 신설회사인 파마리서치의 분할비율이 0.2572056으로 책정되었다. 시가총액이 4.6조 원으로 줄어들기 이전에 5.5조 원이었음을 감안한다면, 기계적으로 지주사의 가치를 약 4.1조 원으로, 현재 파마리서치 본업의 가치를 약 1.4조 원으로 나눈 것이다. 당사의 '25년 파마리서치 당기순이익 전망치는 1,905억 원으로, **이러한 분할비율이 유지된다면 산술적으로 2025년 기준 PER이 7.2배에 불과하다.**

지주사 75%로
현재 사업 가치
낮게 평가됨

지주사 분할비율
75% 수준은
흔한 사례는 아님

4개의 인적분할 사례들을 뒤에 소개하겠으나, **지주사에 75% 수준으로 분할비율을 설정한 사례는 없었다.** 수출 늘어나는 K-소비재로서 인적분할을 진행했던 F&F홀딩스-F&F의 경우도 5:5 수준이었다. 의료기기 업체로서 최초로 지주사 체제를 만들려고 했던 오스템홀딩스('21년에는 오스템사이언스)-오스템임플란트 사례에서도 지주사는 40~50%의 분할비율이 설정된 바 있었다.

동사 자산의 대부분은
현금성자산

투자자 자회사 관리가
주 목적인 지주사에게
현금성자산 90.7% 할당

그렇다면 지주사의 분할비율이 이토록 높은 이유는 무엇일까. '24년 말의 재무상태표를 기준으로 하여 순자산을 나누었는데, 5,406억 원에 달하는 순자산 중 3,452억 원이 현금성자산이었다. **투자자 자회사 관리를 해야 하는 지주사 입장에서는 현금이 필요하고, R&D-제조-유통 등 모든 사업을 진행해야 하는 사업회사에게는 유형자산 등의 실물이 필요하다.** 이러한 이유로 **현금성자산 3,452억 원 중 3,131억 원(90.7%)은 분할 이후의 파마리서치홀딩스에** 남겨두고, 나머지 322억 원(9.3%)은 파마리서치로 넘기는 것이다.

1H26 내로는
현물출자 유상증자로
파마리서치 주주들에
대한 공개매수
이뤄질 예정

분할이 진행되고 나면 '26년 상반기 내로는 신설회사 파마리서치 주주들에 대한 공개매수가 진행될 예정이다. 해당 주식을 현금이 아닌 존속회사 파마리서치홀딩스의 신주를 발행하여 사오는 형식이다. 이는 여러 인적분할을 계획한 회사들이 공시를 통해서도 밝히는 사항이고, 꼭 필요한 절차이기도 하다. 현행법상 지주사는 상장법인의 지분을 30% 이상 보유하고 있어야 자회사로 편입이 가능하다. 이에 대한 지분을 현금으로 사는 것이 아니라 지주사의 신주 발행을 통해 현물을 출자하는 유상증자로 대체하는 것이다.

일반 주주들에게는
참여할 유인이 낮은
공개매수

고로 큰 돈 들이지 않고
지배력 유지 또는 강화
가능한 최대주주

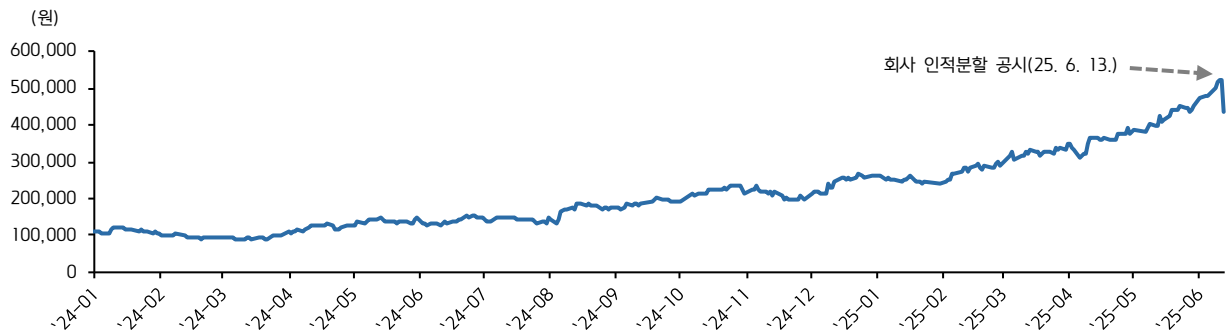
지주사의 신주를 발행하기 때문에 당연히 **돈은 따로 들어가지 않는다.** 이에 더해 **최대주주 측은 계열사에 대한 지배력을 유지 또는 강화**할 수 있다. 일반 주주 입장에서는 파마리서치의 '리쥬란'이 가진 성장성, 추가 M&A를 통한 비유기적 성장을 주요 투자 포인트로 잡았을 가능성이 높다. 그렇기에 지주사인 파마리서치홀딩스보다 사업회사인 파마리서치에 대한 매력도가 클 수밖에 없고, 공개매수를 진행하면 반대의 전략이 실행되는 것이기에 참여하지 않을 유인이 크다. 실제로 '21년 7월에 진행된 F&F홀딩스-F&F 공개매수에 서 참여 물량의 대부분은 최대주주와 특수관계인들의 주식이 차지하였다.

파마리서치 인적분할 개요

	분할준속회사	분할신설회사
회사	파마리서치홀딩스	파마리서치
사업부문	자회사, 피투자회사 관리 및 신규투자	의약품, 의료기기, 화장품 등 본업
주요 자회사	파마리서치, 파마리서치바이오, 메디코슨, 씨티씨바이오, 파마리서치메디케어 등	-
분할비율	0.7427944	0.2572056
현금성자산(원)	313,073,260,725	32,200,000,000
부채총계(원)	178,642,277,712	80,478,615,373
분할기일	2025-11-01	2025-11-01

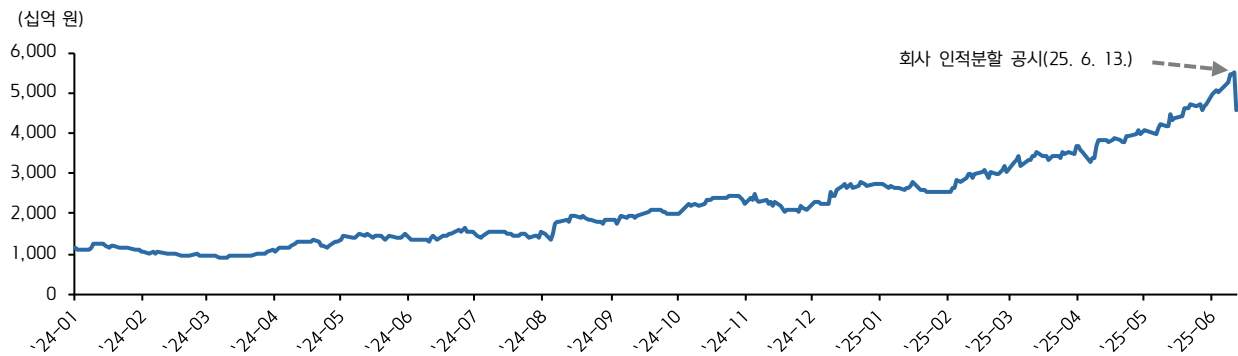
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

분할 공시 전후 파마리서치 주가 추이



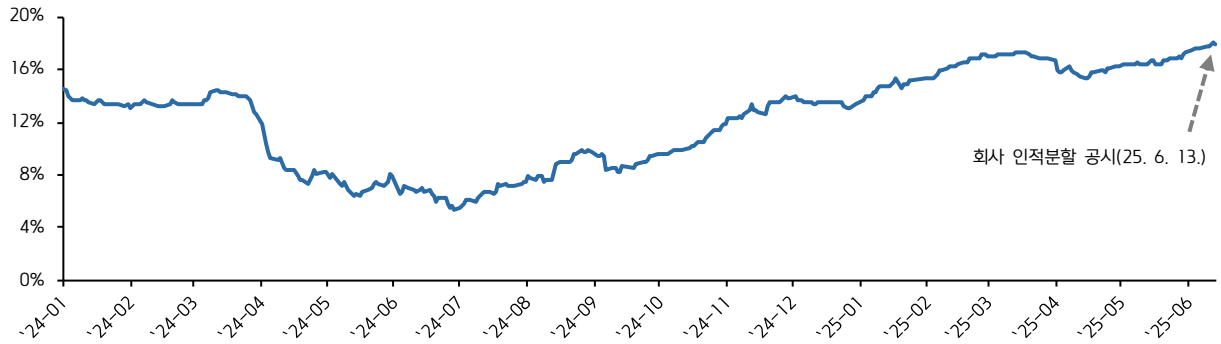
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 공시 전후 파마리서치 시가총액 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 공시 전후 파마리서치 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

걱정 안해도 된다고
생각했으나 다시금
변수가 되어버린
CVC Capital의
상환전환우선주(RCPS)
1,175,647주

여러 변수들이 있겠지만 CVC Capital이 보유하고 있는 상환전환우선주(RCPS) 1,175,647주(현재 보통주 상장주식수 10,509,600주 대비 11.2%)도 주요 점검 사항 중 하나다. '24년 10월 8일에 납입을 진행하여 '25년 10월 8일부터 우선주를 보통주로 전환할 수 있는 상황이다. 전환가액은 170,119원으로 급락 전 6월 12일 종가 기준으로 수익률 +207.4%, 급락 후 6월 13일 종가 기준으로도 수익률 +154.8%이다. 1년도 채 지나지 않아 상당히 우수한 기록을 보여주고 있다.

당사는 앞선 6월 9일에 발간한 [“의료기기 하반기 전망 / 훈민정통: 백성을 가르치는 특신”](#)의 파마리서치 부분 “파마리서치(214450): 예뻐지는 데에는 국경이 없다”에서 3년의 양도 제한 조항과 이익배당에서의 우선권을 설명하였다. 해당 2가지 이유로 매도 오버행은 물론 전환 자체를 걱정하지 않아도 된다고 설명한 바 있다. 이에 목표주가에 쓰이는 EPS 산출 과정에서 해당 117만 주를 제외하여 +11.2% 상향 조정하였고, 이는 목표주가를 61만 원으로 상향하는 주요 논리였다.

일주일 만에 상황이 바뀌었다. 3년의 양도 제한이라는 조항에 예외가 생길 수도 있기 때문이다. 1H26 내로 진행할 현물출자 유상증자에는 모든 주주들이 참여할 권리가 있다. 3년의 양도 제한이라는 조항보다 주주의 권리가 앞선다는 것이라면, CVC Capital 측이 오는 10월 8일에 전환주를 보통주로 전환 후 공개매수 참여 또는 매각 후 포지션 정리를 진행할 수도 있다. 물론 이러한 가정들은 법적 심리가 어떻게 나오느냐, CVC Capital이 실제로 어떠한 전략을 세우고 있느냐에 따라서 향후 결과가 크게 달라질 수 있다.

3년간 양도가 불가능한 CVC Capital의 상환전환우선주

기타 약정사항 (주주간 약정 및 재무약정 사항 등)	인수인은 주식발행일로부터 3년간 본 주식에 대한 양도 제한
---------------------------------	-------------------------------------

자료: 전자공시

이익배당에서 보통주보다 유리한 조건의 상환전환우선주

이익배당에 관한 사항	1) 연간 우선배당률 : 회사는 본건 우선주에 대해 발행가액의 연 1%에 해당하는 금원을 보통주식에 비하여 우선 배당한다 2) 누적적 우선주 : 회계연도 내 우선배당률 만큼 배당을 받지 못한 경우 누적된 미배당분을 다음 배당시 우선하여 배당받는다. 발행회사는 본건 우선주에 대한 우선 배당이 이루어지기 전에는 보통주식 기타 어떠한 다른 종류의 주식에 대하여 배당을 할 수 없다. 3) 참가적 우선주 : 본건 우선주를 보유하는 동안 보통주의 배당률이 본건 우선주의 배당률을 초과하는 경우에는 그 초과분에 대하여 보통주식과 동일한 배당률로 참가하여 배당을 받는다
-------------	---

자료: 전자공시

파마리서치 현재 지배구조

분할 배경 및 자회사 현황

현재 (주)파마리서치는 재생의학 전문 기업으로서, 의료기기, 의약품, 화장품 등 자체 사업 영역은 물론 자회사 운영과 투자 기능을 동시 수행 중



자료: 파마리서치

파마리서치 향후 지배구조 예정도

분할 및 지주회사 전환 목적

투자자와 사업의 기능을 분리 함으로써 **각 영역별 전문성 강화 및 중장기 성장 기반 구축**
사업부문의 독립 경영을 통한 **역량 강화 및 기업 가치 제고**



자료: 파마리서치

파마리서치 인적분할 일정 및 구조도

인적분할 및 재상장 주요 일정

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



주) 설가 일련은 유전자변형의 함의과정에서 발생할 수 있음

© 2015 PharmaResearch. All Rights Reserved

자료: 파마리서치

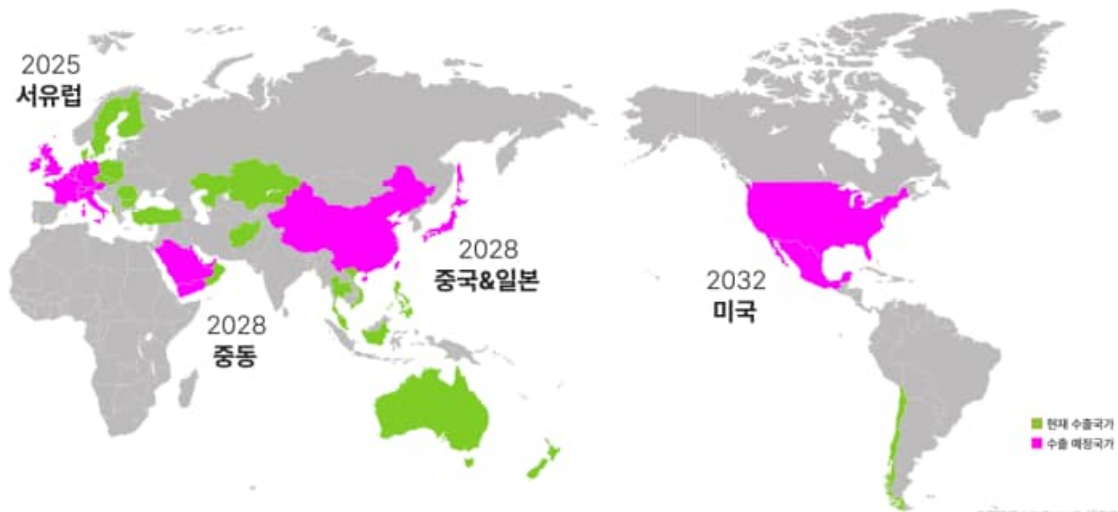
파마리서치 해외 확장 목표

파마리서치 성장 전략 2. 해외 확장

G4 시장 진출을 통해 리쥬란 성장 가속화

| 해외 진출 타임라인 |

2025 유럽 주요국 → 2028년 중국, 일본, 중동, 남미 → 2032년 미국

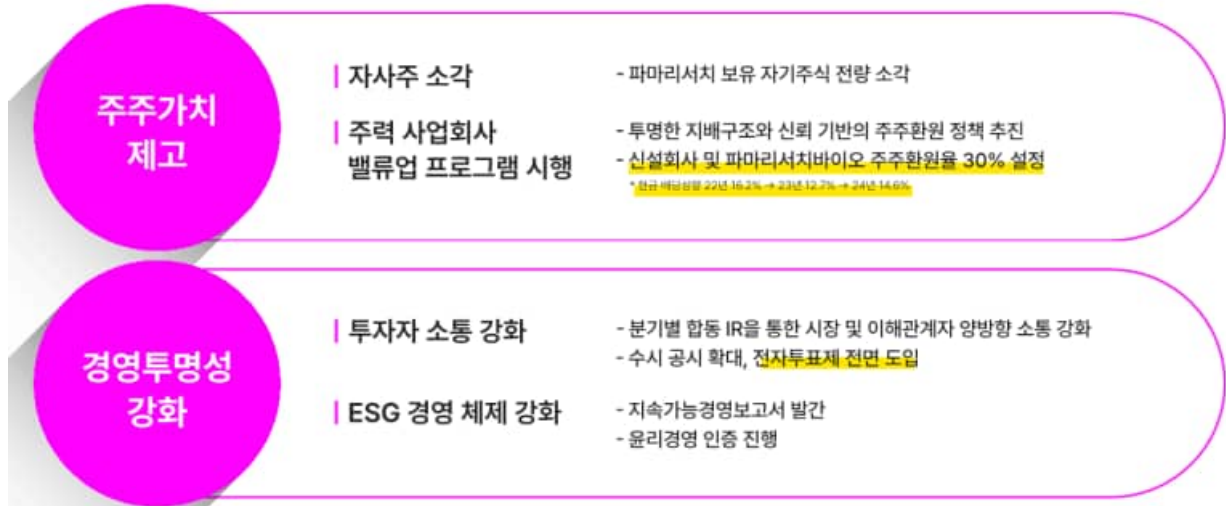


© 2023 Pharmatech Inc. All Rights Reserved

자료: 파마리서치

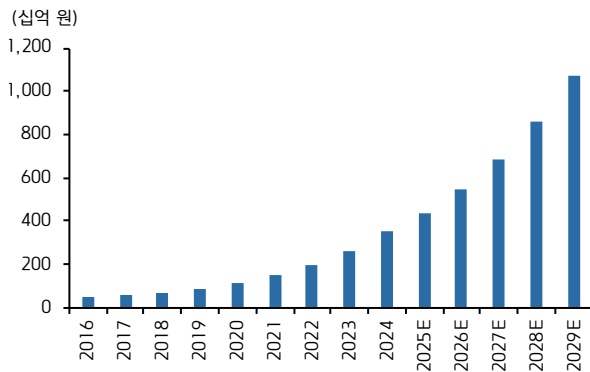
파마리서치 주주가치 제고 방안

파마리서치 그룹 주주가치 제고 방안



자료: 파마리서치

파마리서치 그룹 중장기 매출 목표



자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

>>> '15년 오스템임플란트: 의료기기 최초 지주사 계획 ▶ 규제 당국 제지로 실패 오너 리스크 대두되며 정성적 요인 미달로 신설회사 재상장 미승인 통보, 주가는 펀더멘탈 따라가기

'15년 오스템임플란트,
현재 파마리서치와
비슷한 구조로
인적분할 시도

벌써 비상장사가 된 지 2년이 되어가는 토탈 치아 건강 솔루션 제공사 오스템임플란트도 '15년 3월 18일에 지주사 체제로 전환하고자 인적분할 계획을 공시한 바 있었다. 분할존속회사로 오스템홀딩스를, 분할신설회사로 오스템임플란트로 나누고 각각 투자 및 IT 사업, 치과 의료 사업을 영위하는 내용이었다. 현재의 파마리서치 인적분할 건과 유사하다.

현금은 지주사로,
차입금은 사업회사로
몰아주는 형태의
순자산 분할,

분할비율은 분할존속회사 오스템홀딩스 0.4245386, 분할신설회사 오스템임플란트 0.5754614로 현재의 파마리서치와는 확연히 다른 모습을 보였다. 당시에는 '14년 말 재무상태표를 기준으로 순자산을 분할하였는데, 현금성자산 807억 원 중 595억 원(73.7%)을 오스템홀딩스에 남기고, 나머지 212억 원(26.3%)을 오스템임플란트에 넘기는 형태였다. 이 또한 지주사에 현금성자산을 많이 넘기는 모습이 현재의 파마리서치 인적분할 건과 유사하다.

이 또한 현재
파마리서치와 비슷

또한, 현금창출력이 우수한 사업회사에게 장단기차입금 672억 원 중 575억 원(85.6%)을 이관하는 등의 순자산 분할 전략이 눈에 띄었다.

지주사 체제 전환
과정도 파마리서치와
비슷한 모습

추후 주식매매, 공개매수, 현물출자, 주식의 포괄적 교환 등을 통해 지주사로 체제를 전환하고자 함을 공시하였다. 이러한 형태로 지주사의 모습을 갖추는 것 또한 현재의 파마리서치와 비슷하다.

정성적 요인 미달로
인적분할 철회한
'15년 오스템임플란트

다만 이 계획은 실행되지 못했는데, 규제 당국의 제지가 있었기 때문이다. '15년 5월 7일, 한국거래소에서 신설회사인 오스템임플란트의 재상장 예비심사를 승인하지 않았기 때문이다. 당시 오스템임플란트는 대표의 리베이트 문제, 이어지는 배임 및 횡령 혐의 소송 등에 따라 정성적 요인을 충족시키지 못했기 때문이다.

인적분할 공시, 철회에
따른 주가 변동성 X

'15년 당시 오스템임플란트의 주가는 인적분할 공시, 철회 등의 이슈에 크게 좌우되지는 않았다. '15년 3월 18일 공시 이후 3월 19일 종가는 -2.4% 하락한 46,600원으로 마감하였을 뿐이었다. 인적분할 철회 공시가 나온 5월 11일 전후로도 큰 폭의 주가 변동은 없었다. 이후 5월 15일에 우수한 실적을 기록하자 주가는 바로 5월 18일 **+15.0% 상승한 55,200원**으로 상승하였다. **주가는 그저 펀더멘탈을 따를 뿐**이었다.

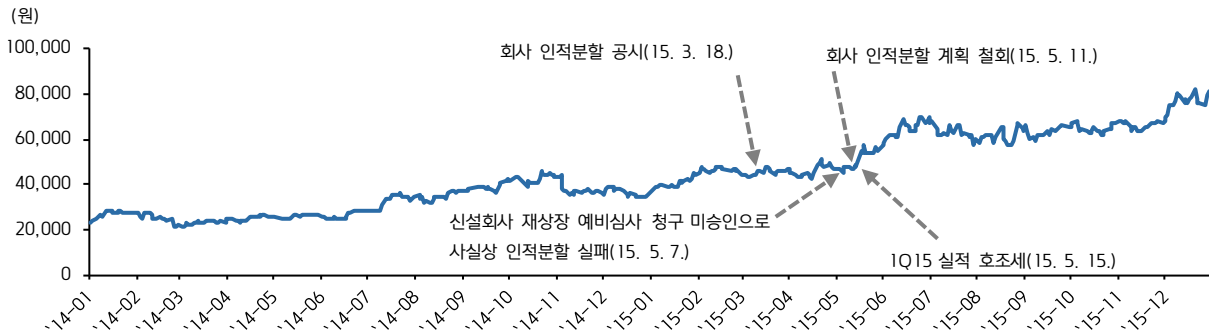
호실적에 따른
펀더멘탈 반영만 이뤄짐

오스템임플란트 '15년 인적분할 개요

	분할존속회사	분할신설회사
회사	오스템홀딩스	오스템임플란트
사업부문	투자 및 IT 사업 부문	치과 의료 사업 부문
주요 자회사	오스템임플란트	-
분할비율	0.4245386	0.5754614
현금성자산(원)	59,482,238,629	21,215,464,202
부채총계(원)	27,298,034,021	160,560,328,967
분할기일	2015-08-01	2015-08-01

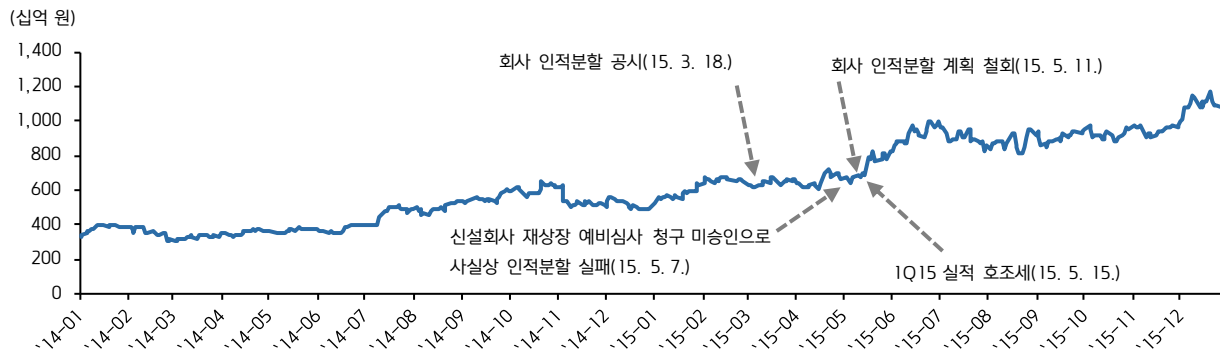
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

'15년 분할 공시 전후 오스템임플란트 주가 추이



자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

'15년 분할 공시 전후 오스템임플란트 시가총액 추이



자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

>>> '21년 오스템임플란트: 업종 특성상 높은 부채비율 요건 달성 실패

부채를 일으켜 사업을 영위하는 임플란트 특성상 지주사 부채비율 요건 200% 미만으로 낮추기 어려움

드문
의료기기
특허 소송

오스템임플란트는 1번의 실패로 좌절하지 않았다. '21년에 다시 지주사 체제 전환을 시도했고, 4월 15일에 인적분할 계획을 공시했다. 분할존속회사인 오스템홀딩스의 분할비율은 0.4640493, 분할 신설회사인 오스템임플란트의 분할비율은 0.5359507로 6년 전과 비슷한 수치로 책정되었다. 공개매수 방식의 현물출자 유상증자도 진행한다고 같이 공시하여 지주사 체제 전환 방법을 투자자들에게 같이 소개하였다. 한 가지 달라진 점은 6년 전에 비해 현금성자산 1,456억 원 중 45.9%만 존속회사 오스템홀딩스에게, 나머지 54.1%를 신설회사인 오스템임플란트에게 분할했다는 점이다.

6주 만에 지주사
분할비율 상향 조정한
정정 공시

6주가 지나고 6월 1일에 정정 공시가 올라온다. 분할존속회사명을 오스템홀딩스 ▶ 오스템사이언스로 바꾸고, 분할비율도 0.4640493 ▶ 0.5380154로 상향 조정하였다. 분할신설회사는 그대로 오스템임플란트로 사명을 유지하고, 분할비율을 0.5359507 ▶ 0.4619846으로 낮추었다.

지주사 요건 중
하나인 부채비율 200%
충족하지 못하면서
2번째 계획 철회

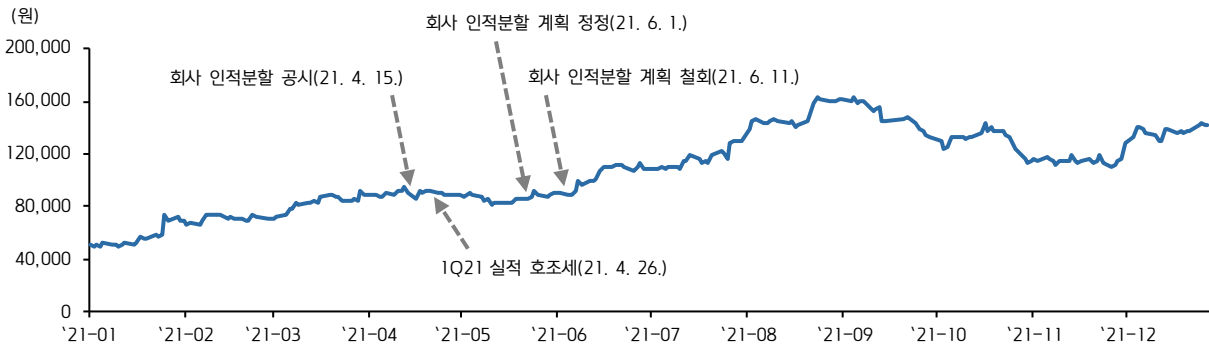
다시 한 번 인적분할 계획이 철회되었다. 이유는 지주사 역할을 해야 하는 오스템사이언스가 지주사 요건을 충족시키지 못하기 때문이었다. 지주사가 되기 위한 주요 요건은 자산총액 5,000억 원 이상, 자회사 주식가치가 총자산의 50% 이상, 부채비율 200% 이하, 계열사가 아닌 국내사 지분 5% 초과 보유 불가, 상장 자회사 20% 이상 보유(현재는 30%), 자회사의 손자회사가 아닌 국내회사 지분 보유 불가, 손자회사의 국내 계열사 주식 소유 제한, 금산분리 등이 있다. 이 중 부채비율 200% 항목이 문제가 되었는데, 임플란트 업종의 특성상 선수금 계정이 커지고 부채비율이 재무상태표 상으로 높을 수밖에 없다. '20년 말 재무상태표를 살펴보면 부채비율이 408.6%를 기록하고 있었다. 계획을 한 번 바꿨음에도 지주사 오스템사이언스의 부채총계는 2,919억 원, 자본총계는 916억 원으로 318.8%에 달하는 수치였다. 결국 오스템임플란트 측은 인적분할 계획을 다시 한 번 철회하였다.

오스템임플란트 '21년 인적분할 개요

	분할존속회사	분할신설회사
회사	오스템홀딩스 (오스템사이언스로 정정)	오스템임플란트
사업부문	투자, 브랜드, R&D 및 경영 인프라	치과 임플란트, 재료, IT 사업 부문
주요 자회사	오스템임플란트	-
분할비율	0.4640493 (0.5380154 로 정정)	0.5359507 (0.4619846 로 정정)
현금성자산(원)	66,812,389,621	78,745,396,786
부채총계(원)	288,441,873,948 (291,903,164,052 로 정정)	264,488,802,312 (261,027,512,208 로 정정)
분할기일	2021-09-01	2021-09-01

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

'21년 분할 공시 전후 오스템임플란트 주가 추이



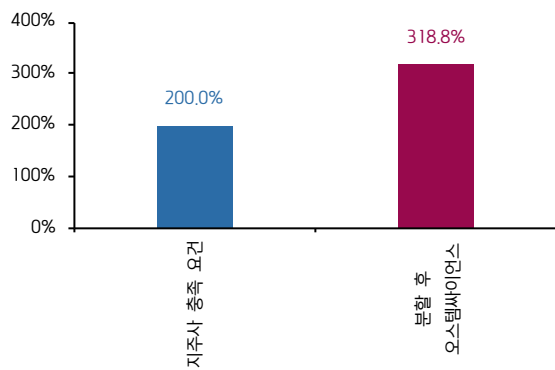
자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

'21년 분할 공시 전후 오스템임플란트 시가총액 추이



자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

지주사 요건 미달된 오스템씨어런스 부채비율



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> '21년 F&F: 성장하는 K-소비재의 인적 분할 성공

현재 파마리서치 투자자로서 가장 눈여겨 보아야 할 사례, 결국 주가는 펀더멘탈 따라가기

5:5의 비율로
지주사와 사업회사
분할하는 F&F

'20년 11월 20일, F&F는 회사 인적분할 계획을 공시하였다. 분할존속회사인 F&F홀딩스는 자회사와 투자회사 관리를 주 목적으로 하고 분할비율을 0.5025055로 설정하였다. 분할신설회사인 F&F는 패션사업 부문 본업을 지속하고 분할비율을 0.4974945로 정하였다. '20년 9월 말 재무상태표를 기준으로 현금성자산 298억 원 중 66.5%인 198억 원을 F&F홀딩스에 남기고, 나머지 33.5%인 100억 원을 F&F에 넘기는 형태였다. 부채총계는 1,473억 원 중 1.0%인 15억 원만 F&F홀딩스에 남기고, 나머지 99.0%에 해당하는 1,457억 원은 사업회사인 F&F에 넘기는 구조이다.

분할존속회사
지주사 역할의
F&F홀딩스는
주가 급락

주주총회에서 해당 안건이 통과되고, 분할이 실제로 진행되었다. '21년 5월 21일부터는 실제로 분할 후 F&F홀딩스와 F&F가 모두 상장시장에서 거래되기 시작했다. 분할 거래정지 전 4월 28일 종가인 180,000원이 기준가였고, F&F홀딩스는 기준가 50%에서 시작하여 하한가를 기록하며 63,000원(=180,000원 * 50% * (1 - 30%))으로 5월 21일 첫 거래를 마감하였다.

분할신설회사
사업회사 역할의
F&F는 주가 급등

분할신설회사이자 실제 사업을 영위하여 업황 개선에 투자할 수 있던 F&F는 기준가 180,000원에서 200% 오른 채로 거래가 시작되고, +14.58% 상승하여 마감한 채로 412,500원(=180,000원 * 100% * (1 + 14.58%))의 첫 종가를 기록하였다.

인적분할 진행 후
지주사 주가 하락
사업회사 주가 상승

쉽게 정리하면 인적분할 진행 후 지주사인 홀딩스의 주가는 하락, 사업회사의 주가는 상승하였다. 펀더멘탈이 개선되거나 성장이 이어지는 흐름이라면 당연히 재무제표에 직결되는 사업회사의 주가가 크게 반응한다.

결국 사업회사 주가는
개선되는 펀더멘탈을
따라가기 마련

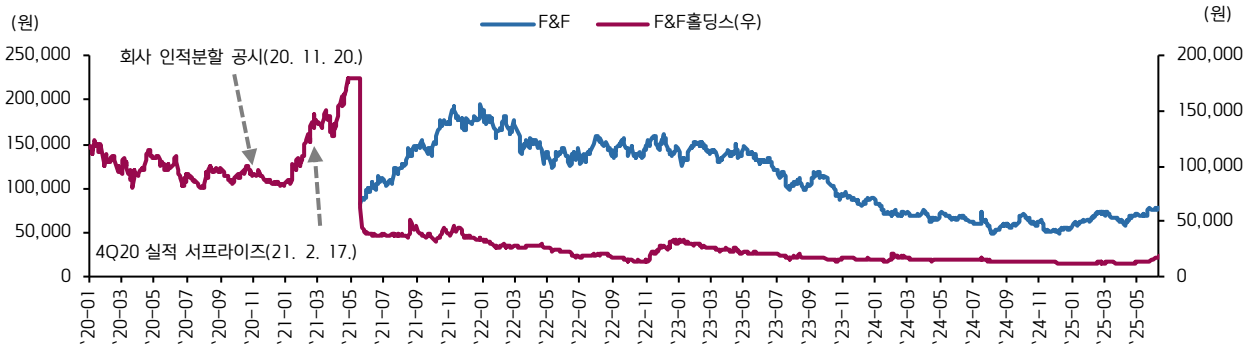
이후 사업회사 F&F의 주가는 5월 21일 첫 거래로부터 12월 29일 979,000원까지 상승하였다. 기준가 180,000원으로부터 계산하면 7개월 만에 +443.9%의 주가 상승이 이뤄졌고, 5월 21일 첫 종가인 412,500원부터 계산하더라도 +137.3%의 높은 수익률을 기록하였다. 이는 중국으로의 진출이 확대되는 등 펀더멘탈이 개선이 탄력적으로 이뤄졌기 때문이다.

F&F 인적분할 개요

	분할존속회사	분할신설회사
회사	F&F 홀딩스	F&F
사업부문	자회사 및 피투자회사 투자 사업 관리	패션사업 부문 사업
주요 자회사	F&F	-
분할비율	0.5025055	0.4974945
현금성자산(원)	19,824,263,572	10,000,000,000
부채총계(원)	1,540,504,247	145,737,722,743
분할기일	2021-05-01	2021-05-01

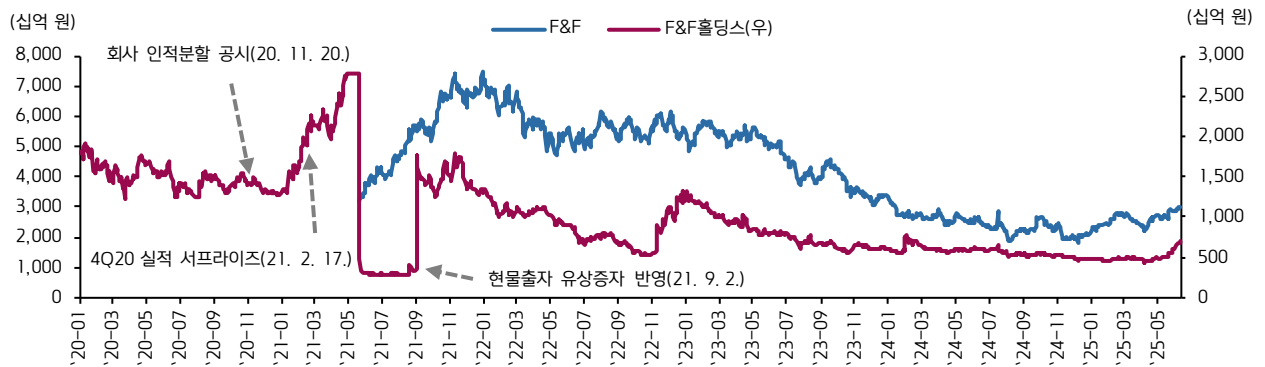
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

분할 전후 F&F, F&F홀딩스 주가 추이



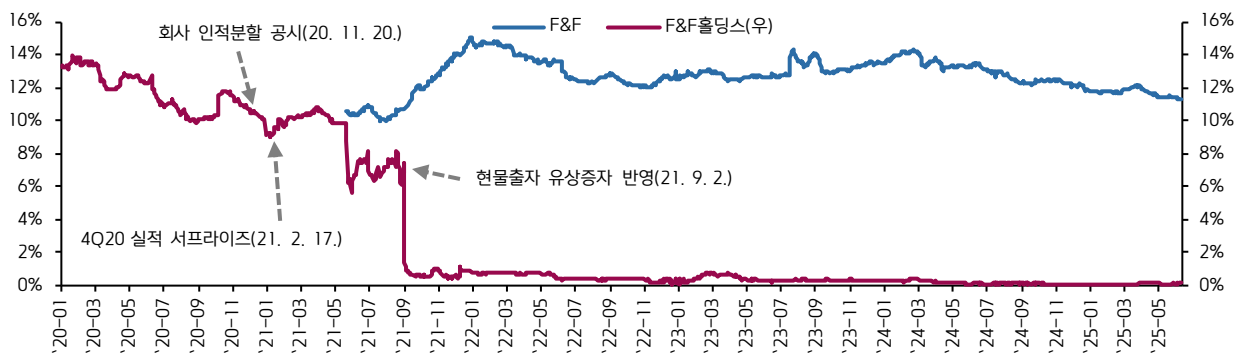
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 전후 F&F, F&F홀딩스 시가총액 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 전후 F&F, F&F홀딩스 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

-4.7% 할인된 가격으로 F&F 공개매수 진행

'21년 6월 28일, 현물출자 유상증자 형태의 공개매수가 진행될 것이라 공시가 올라왔다. 당시 F&F의 종가는 553,000원이었고, F&F 현물출자 공개매수 가격은 526,957원으로 -4.7% 할인된 가격이었다.

공개매수의 99.8%는 최대주주와 특수관계인 지분

'21년 7월 27일부터 8월 15일까지 공개매수가 진행되었고, 3,024,819주 중 2,300,265주가 공개매수에 응하였다. 이 중 99.8%에 달하는 2,296,098주는 최대주주를 비롯한 특수관계인들이 응모한 지분들이었다. 앞서 설명한 대로 일반 주주 입장에서는 본업의 성장을 주요 투자 포인트로 삼았기에 지주사보다 사업회사에 대한 매력도가 높다. 이에 더해 공개매수가격이 시장가격보다 낮은 상태이기에 공개매수에 참여할 유인은 더욱 낮기 때문이다.

공개매수 전 F&F에 대한 최대주주의 지배력 59.13%

해당 2,300,265주를 모두 F&F홀딩스가 가져가고, 그에 대한 대가로 F&F홀딩스의 신주를 발행하여 공개매수에 응한 주주들에게 현물출자를 하며 주식 지분을 교환하였다. 그 결과, 최대주주 측은 공개매수를 했음에도 F&F 사업회사를 지배하는 비중은 유지되었다. 공개매수 이전에는 최대주주 측이 F&F 지분을 직접 58.82% 보유하고 있었고, F&F 지분을 0.52% 보유한 F&F홀딩스를 58.28% 보유하고 있어 **F&F에 대한 지배력이 59.13%**(=58.82% + 58.82% * 0.52%)였다.

공개매수 후 F&F에 대한 최대주주의 지배력 56.86%

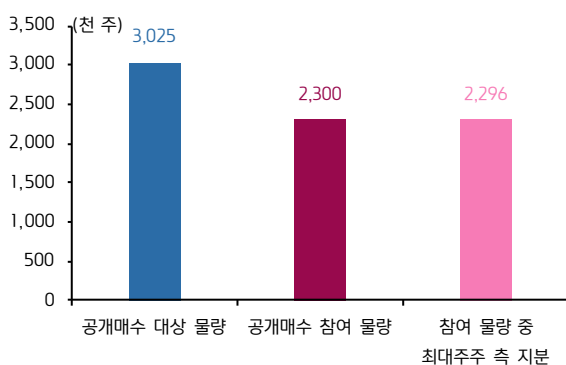
공개매수 진행 후에는 최대주주 측이 F&F 지분을 직접 28.85% 보유하고, F&F 지분을 30.54% 보유한 F&F홀딩스를 91.71% 보유하여 **F&F에 대한 지배력이 56.86%**(=28.85% + 91.71% * 30.54%)가 되었다. 이전보다 -2.27%P 약화되었으나 여전히 과반의 의결권을 확보하고 있어 확실하게 계열사와 핵심 자회사를 지배하고 있다는 사실은 변함이 없었다.

과반 차지하여 확실한 지배력 유지 성공

파마리서치도 비슷한 흐름 전개 가능

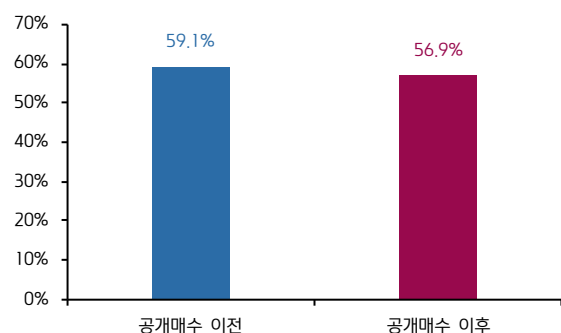
향후 파마리서치가 인적분할을 진행하고 현물출자 유상증자 방식의 공개매수가 완료된다면 이와 비슷한 상황이 전개될 가능성이 높다고 판단한다.

공개매수 참여 물량의 99.8%는 최대주주 측 지분



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

최대주주 측의 F&F 지배력 변화



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> '25년 빙그레: 규제 변화가 인적분할에 미치는 영향은 절대적

자본시장법 개정안만으로도 분할 계획 철회, 상법 개정안이 통과된다면 향후 분할들은 어떻게 될까

여러 사례들과 비슷한
분할비율과
순자산 분할 추이를
보여주는 빙그레 사례

'24년 11월 22일, 빙그레의 인적분할 공시가 올라왔다. 분할존속회사 빙그레홀딩스는 자회사 관리와 신규 투자를 담당하고, 분할비율 0.4592159로 설정되었다. 분할 신설회사 빙그레는 유가공 제품 등 기존 사업을 영위하고, 분할비율 0.5407841로 정해졌다. 분할비율은 가장 최근의 재무상태표인 '24년 9월 말 기준으로 설정되었다.

현금성자산 2,023억 원 중 70.3%에 해당하는 1,423억 원을 빙그레홀딩스에 남겨두고, 나머지 29.7%인 600억 원을 빙그레에 넘기는 형태였다. 부채총계 2,313억 원은 빙그레홀딩스에 221억 원(9.5%)을 남겨두고, 나머지 2,095억 원(90.6%)은 빙그레 사업회사로 이관하는 형식으로 이전의 사례들과 크게 다르지 않았다.

자사주 활용하기
어려워지자
2달 만에 인적분할
계획 철회

'24년 12월 24일, 금융위원회가 중요한 내용을 하나 발표한다. “상장법인 자기주식 제도 개선을 위한 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령’ 개정안 '24.12.31일부터 시행”이라는 내용이었다. 여러 내용이 있지만 주권상장법인의 인적분할 시 자사주에 신주를 배정하는 것을 제한하겠다는 것이 빙그레의 인적분할 계획에 제동을 걸었다. 3Q24 말 빙그레의 자사주는 1,009,440주로 발행주식수의 10.25%에 달했다. 이를 활용하고, 주주가치 제고 및 지배구조 개선을 통한 사업 효율화를 위해 인적분할을 진행하였으나 규제가 강화되면서 상황이 바뀌었다. 자사주의 마법이라고 일컬어지던 인적분할 후 해당 주식을 통한 최대주주의 지배력 강화 방안이 '24년 말부터 어려워진 것이다. 결국 '25년 1월 24일, 2달 만에 빙그레 측은 이사회 결의를 통해 인적분할 계획을 자진 철회하였다.

최근 찾아지는 인적분할
공시들,
상법 개정안과
완전 무관하진 않을 것

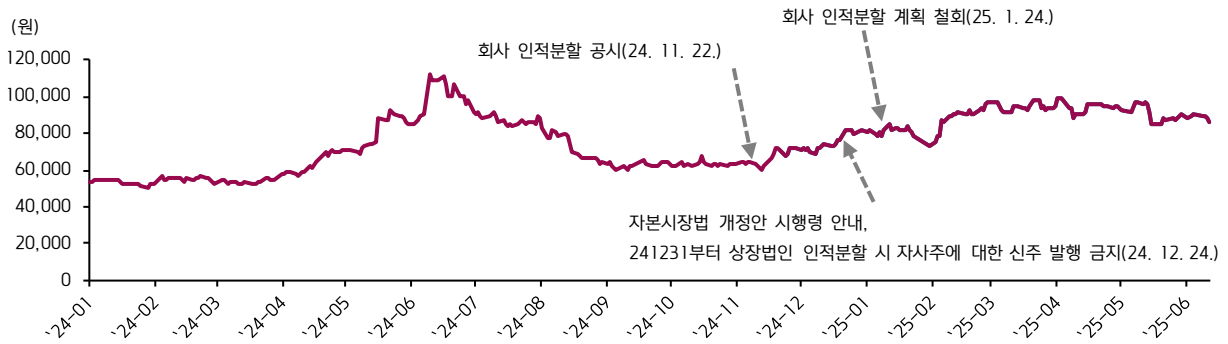
새로운 정권이 들어서고 상법 개정안에 대한 논의가 강력하게 이뤄지고 있다. 자본시장법 개정안 시행령의 자사주 내용만으로도 인적분할에 대한 회사의 생각은 복잡하게 바뀔 수 밖에 없다. 경제와 법인의 운영을 전반적으로 바꿀 수 있는 상법이 개정되어 실효성을 가지게 된다면 회사와 최대주주 입장에서는 지배구조와 관련된 일을 처리하는 난이도가 이전보다는 높아질 수밖에 없다. 최근 인적분할 공시가 찾아지고 있는 이유도 법적인 내용이 바뀌는 것에 완전 무관하다고 볼 수는 없을 것이다.

빙그레 인적분할 개요

	분할존속회사	분할신설회사
회사	빙그레홀딩스	빙그레
사업부문	자회사 관리 및 신규투자	유가공 제품 등 사업
주요 자회사	빙그레	-
분할비율	0.4592159	0.5407841
현금성자산(원)	142,252,540,932	60,000,000,000
부채총계(원)	22,016,317,110	209,482,031,208
분할기일	2025-05-01	2025-05-01

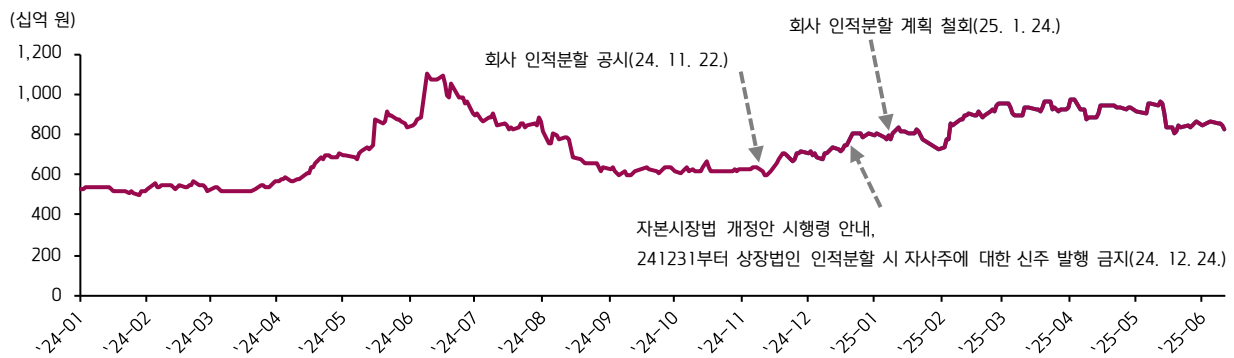
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

분할 공시 전후 빙그레 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분할 공시 전후 빙그레 시가총액 추이



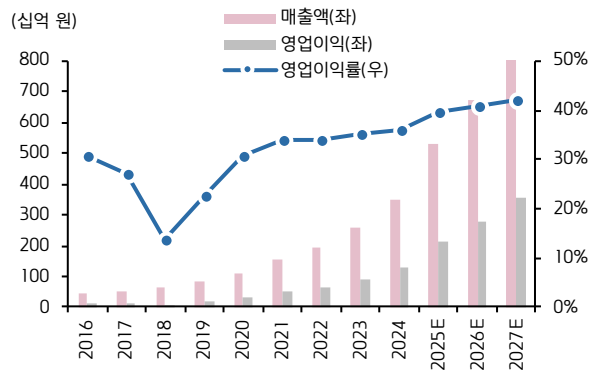
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	74.7	83.1	89.2	103.1	116.9	131.4	136.7	147.0	350.1	532.0	672.6
YoY	34.8%	24.4%	29.7%	47.3%	56.5%	58.1%	53.2%	42.6%	34.1%	51.9%	26.4%
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	18.9	19.6	17.9	64.5	73.6	85.9
내수	10.1	9.4	10.0	8.7	10.6	10.1	11.0	10.1	38.2	41.7	46.2
수출	6.2	8.5	6.1	5.5	6.6	8.8	8.6	7.8	26.3	31.8	39.7
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	81.8	85.2	92.6	193.5	329.0	412.7
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	48.3	51.8	54.2	58.1	137.4	212.3	254.0
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	21.2	30.0	31.0	34.5	56.2	116.7	158.7
화장품	17.7	19.9	16.9	23.2	27.9	27.9	28.9	33.3	77.7	117.9	160.8
내수	8.2	8.6	5.9	8.8	10.7	9.7	9.9	11.0	31.4	41.3	46.5
수출	9.5	11.3	11.1	14.5	17.2	18.2	19.0	22.3	46.3	76.7	114.3
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	2.8	3.0	3.3	14.3	11.5	13.2
내수	2.3	2.3	5.0	4.4	2.1	2.7	2.9	3.1	14.0	10.7	12.6
수출	0.0	0.0	0.5	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.8	0.6
매출원가	22.9	23.9	24.6	27.4	31.5	33.1	34.3	36.1	98.9	134.8	165.6
매출원가율	30.7%	28.7%	27.6%	26.6%	26.9%	25.2%	25.1%	24.5%	28.2%	25.3%	24.6%
매출총이익	51.8	59.2	64.6	75.7	85.4	98.3	102.4	111.0	251.2	397.2	507.0
매출총이익률	69.3%	71.3%	72.4%	73.4%	73.1%	74.8%	74.9%	75.5%	71.8%	74.7%	75.4%
판매비와관리비	25.1	28.5	29.6	42.0	40.7	43.8	45.2	55.9	125.2	185.6	231.2
판관비율	33.6%	34.3%	33.2%	40.7%	34.8%	33.4%	33.0%	38.0%	35.8%	34.9%	34.4%
영업이익	26.7	30.8	34.9	33.7	44.7	54.5	57.3	55.1	126.1	211.6	275.8
YoY	28.6%	30.1%	27.0%	65.4%	67.7%	77.1%	63.9%	63.5%	36.6%	67.8%	30.4%
영업이익률	35.7%	37.0%	39.1%	32.7%	38.3%	41.5%	41.9%	37.5%	36.0%	39.8%	41.0%
당기순이익	18.3	28.7	25.5	16.4	36.0	50.0	52.8	51.7	88.9	190.5	245.0
YoY	-0.1%	89.1%	-9.5%	5.5%	96.8%	74.2%	106.9%	215.0%	15.1%	114.2%	28.6%
당기순이익률	24.5%	34.6%	28.6%	15.9%	30.8%	38.1%	38.6%	35.1%	25.4%	35.8%	36.4%

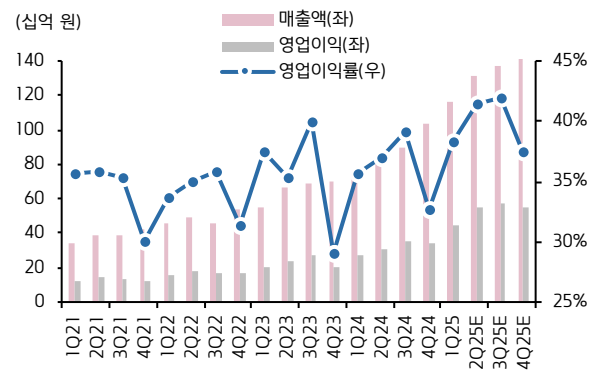
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 연간 실적 추이 및 전망



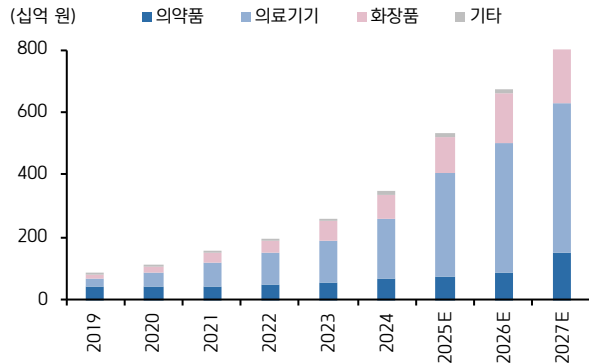
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 실적 추이 및 전망



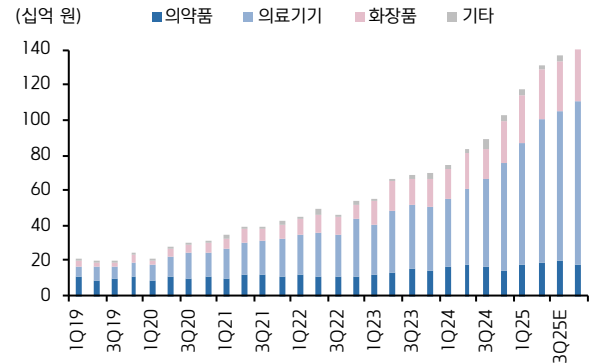
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



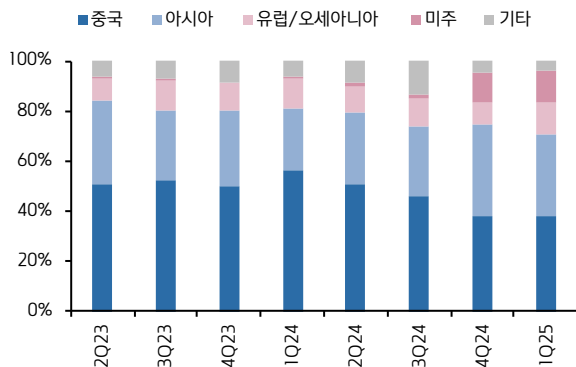
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



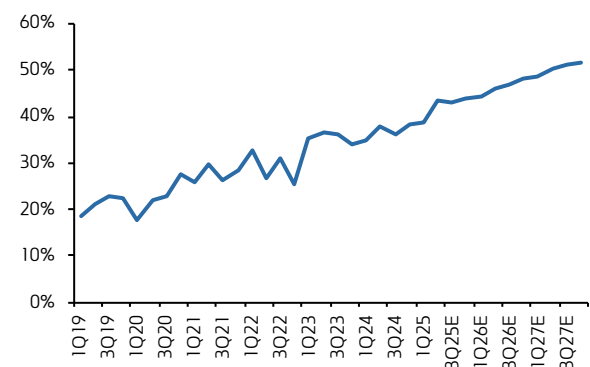
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 지역별 분기 수출 비중 추이 및 전망



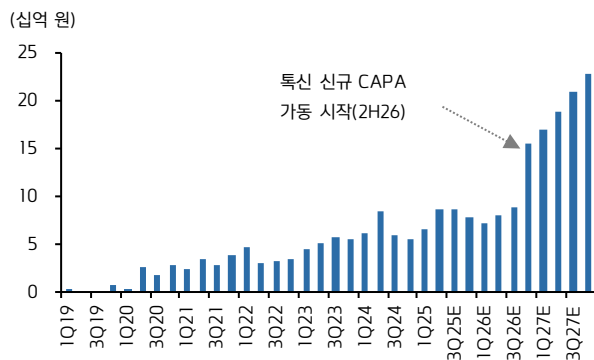
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 매출액 수출 비중 추이 및 전망



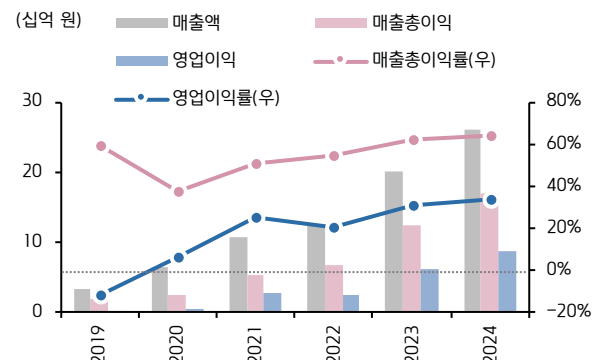
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기별 의약품 해외 매출액 추이 및 전망



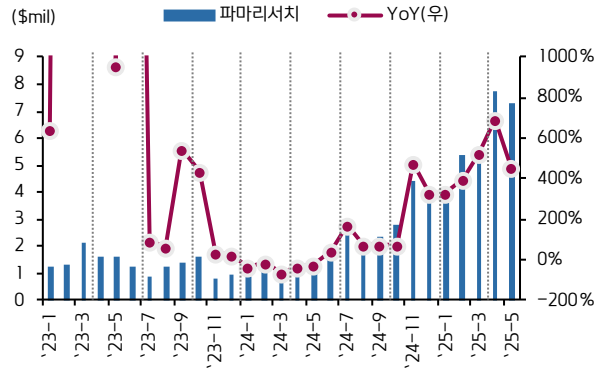
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

특신 자회사 파마리서치바이오 연간 실적 추이

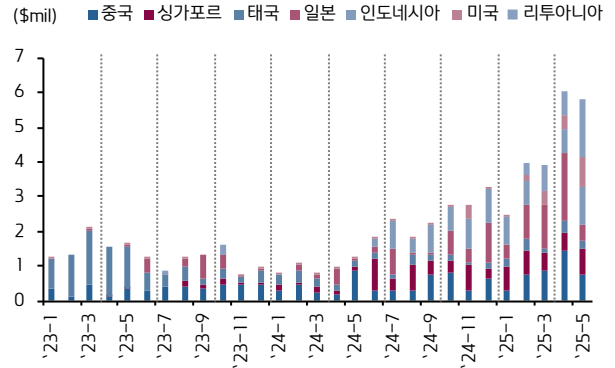


자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

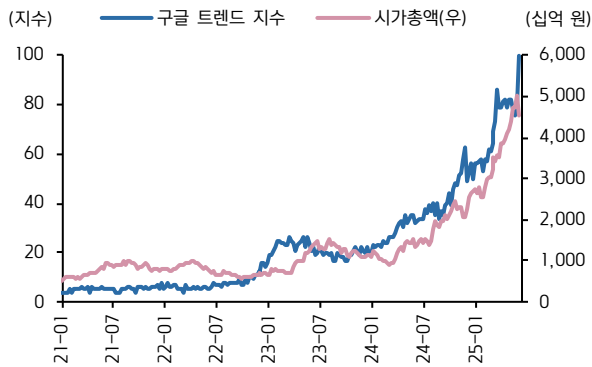
강원도 강릉시 필러 월간 관세청 수출 데이터



강원도 강릉시 주요 국가별 필러 관세청 수출 데이터



'리쥬란' 구글 트렌드 지수와 파마리서치 시가총액

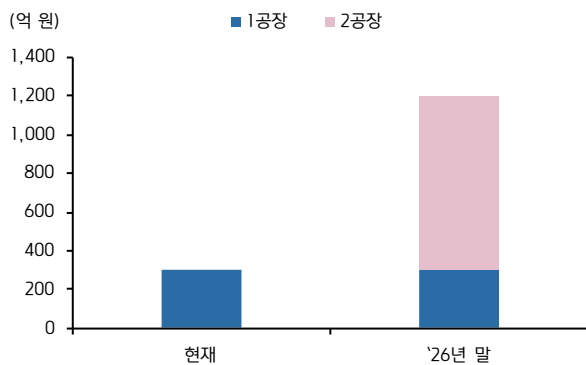


시가총액과 높은 상관계수 보인 구글 트렌드 지수

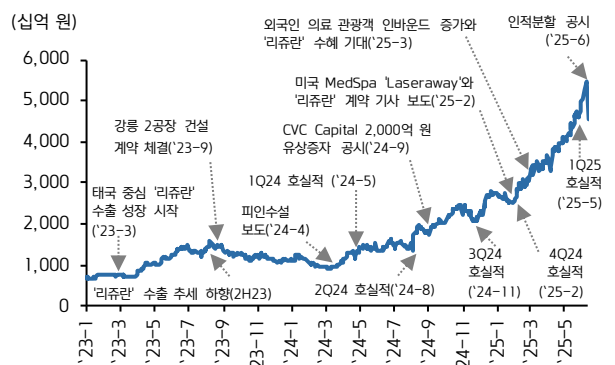
기간	구글 트렌드 지수와 시가총액 간의 상관계수	3 개월 지연시킨 두 지표 간의 상관계수
2021~현재	0.9378	0.9398
2022~현재	0.9433	0.9508
2023~현재	0.9444	0.9615
2024~현재	0.9557	0.9424

자료: Google Trends, FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 특신 CAPA 증설



파마리서치 시가총액 추이 분석

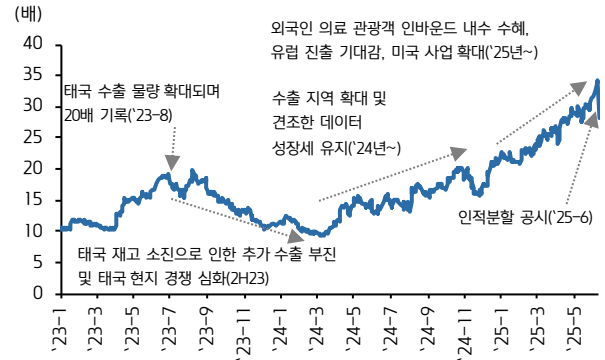


파마리서치 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	18,126 원
목표 PER	30 배
목표 주가	545,046 원
조정	550,000 원
현재 주가	433,500 원
상승 여력	26.9%

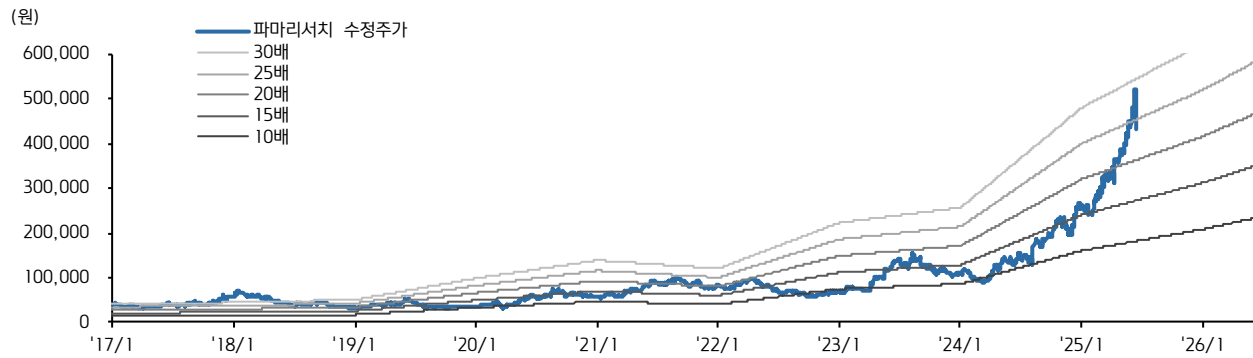
자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER 추이



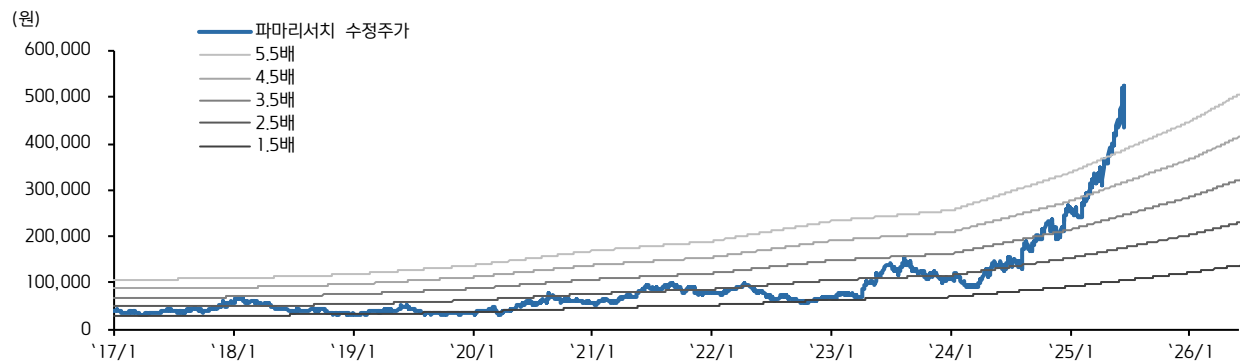
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER BAND CHART



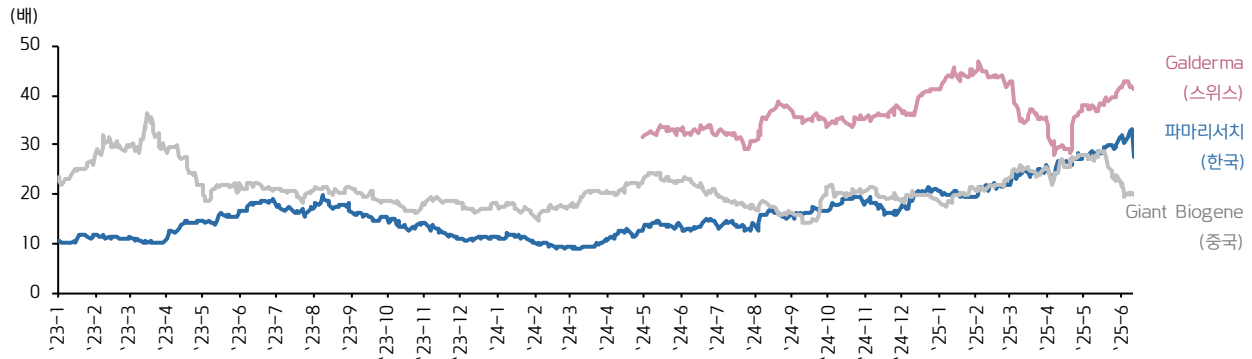
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

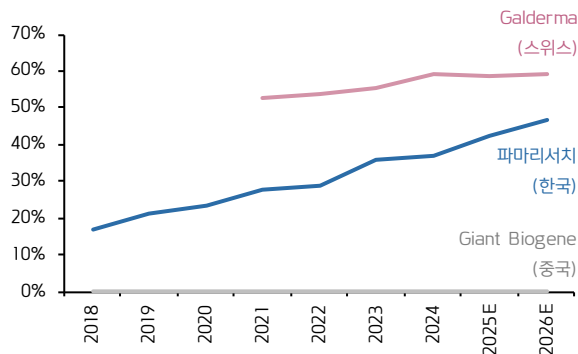
Galderma, Giant Biogene과 비교 시 크게 부담스럽지 않은 파마리서치의 12개월 선행 PER



주) Galderma는 '24년 3월 상장

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 해외 매출액 비중 비교

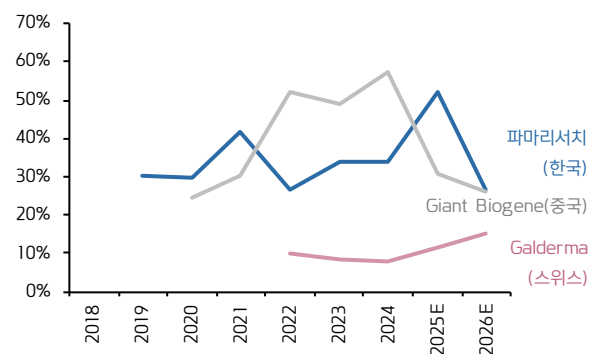


주) Giant Biogene은 해외 매출 비중 0%

주2) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

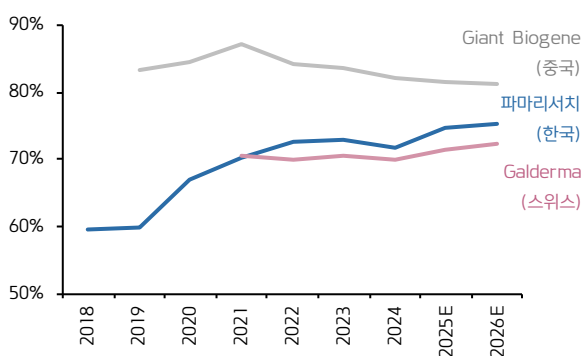
주요 peer 업체 간의 매출액 성장률 비교



주) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

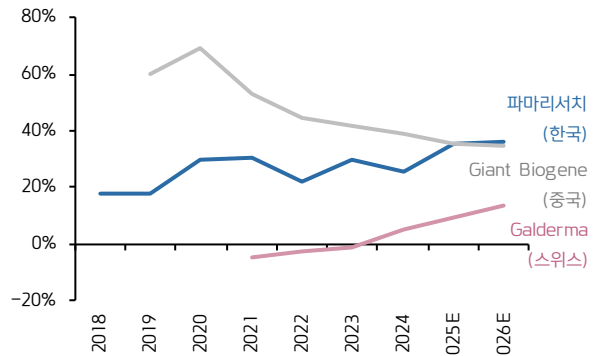
주요 peer 업체 간의 매출총이익률 비교



주) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 당기순이익률 비교



주) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

파마리서치 '리쥬란' 품목 해외 인허가 획득 국가

대륙	아시아	유럽 및 오세아니아	아메리카	중동
국가명	싱가포르(4Q17)	우크라이나	칠레	UAE(3Q24)
	말레이시아(1Q18)	벨라루스	멕시코	이스라엘(1Q25)
	인도네시아(1Q19)	리투아니아	페루(1Q25)	이라크(1Q25)
	중국*(1Q20)	튀르키예		
	태국(3Q22)	호주(3Q23)		
	베트남	뉴질랜드		
	카자흐스탄	체코(3Q24)		
	필리핀	덴마크(3Q24)		
	대만(3Q24)	스웨덴(3Q24)		
	우즈베키스탄(1Q25)	핀란드(3Q24)		
	홍콩(1Q25)	노르웨이(3Q24)		
	미얀마(1Q25)	불가리아(4Q24)		
		알바니아(4Q24)		
		유럽 MDR(4Q24)		

주) 별표(*) 표시는 2등급 의료기기 허가

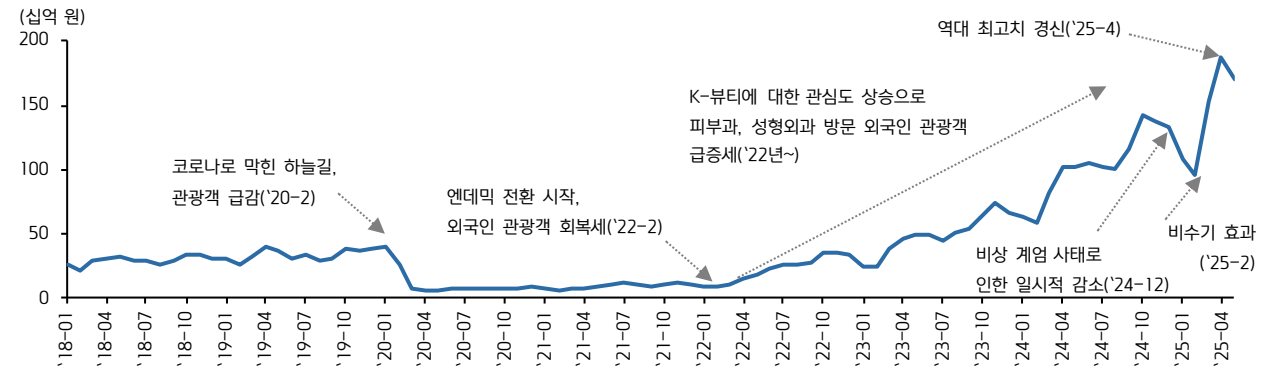
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 '리쥬란' 외 품목 해외 인허가 획득 국가

CLEVIEL	CONJURAN	REJURAN COSMETIC
<i>Asia</i>	<i>Asia</i>	<i>Asia</i>
- 대만 - 인도네시아 - 싱가포르 - 태국 - 홍콩	- 싱가포르 - 태국 - 말레이시아	- 중국 - 일본 - 태국 - 싱가포르 - 말레이시아 - 대만 - 홍콩
<i>Europe/Oceania</i>	<i>Europe/Oceania</i>	<i>Europe/Oceania</i>
	우크라이나	- 우크라이나 - 호주 - 러시아
		<i>America</i>
		미국

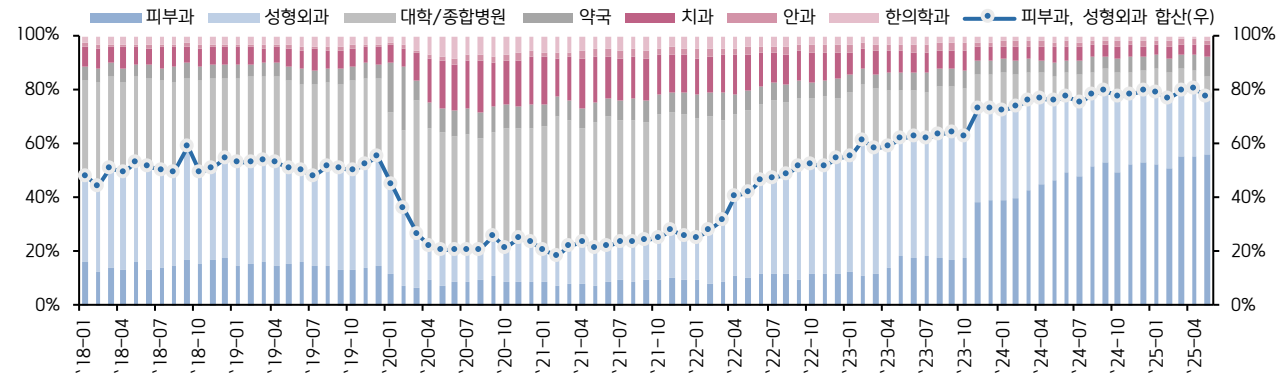
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 진료과목별 비율 추이



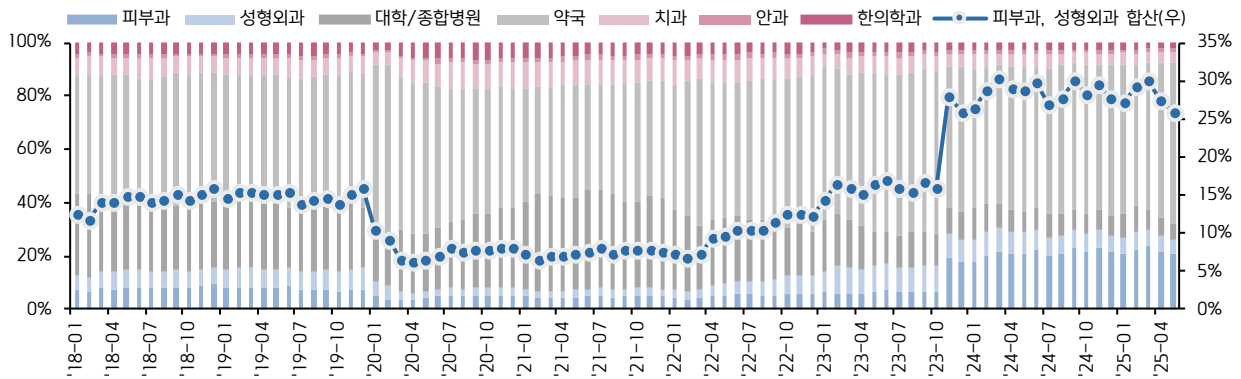
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비건수 추이



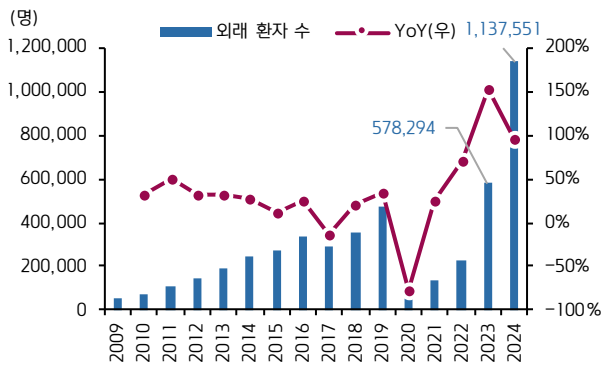
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비건수 진료과목별 비율 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

연간 대한민국 방문 외국인 실환자 수 추이

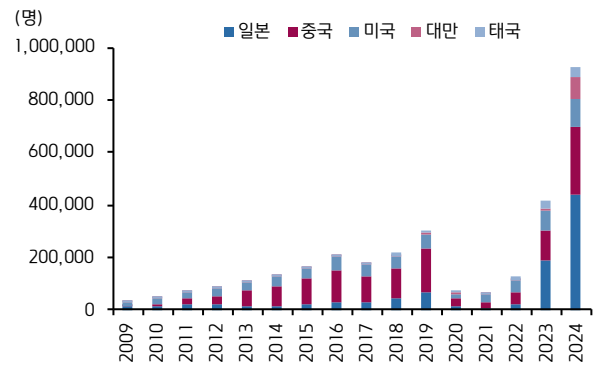


주) 중복내원 횟수 제외한 실환자 수 기준

주2) 입원 환자 제외한 외래 환자 기준

자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

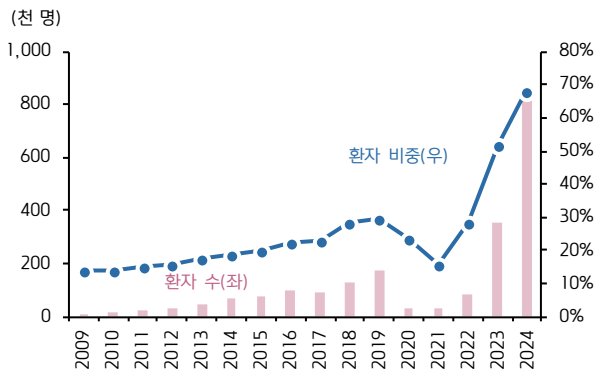
주요 국적별 외국인 환자 현황



주) 중복내원 횟수 제외한 실환자 수 기준

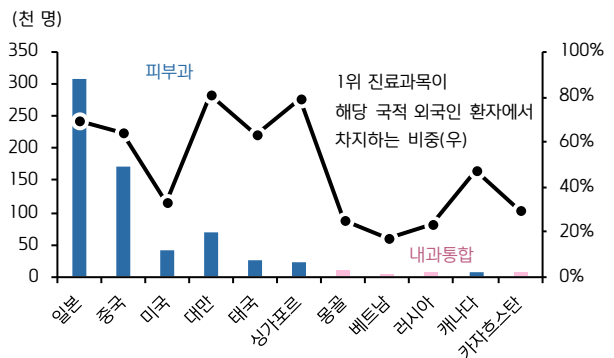
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

연간 외국인 환자 중 피부과 + 성형외과 합산 환자 수



자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

'24년 주요 국적별 외국인 환자 수 1위 진료과목



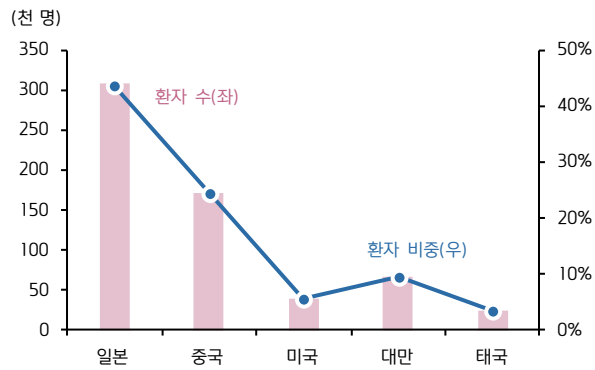
주) 파란색은 환자 수 1위 진료과목이 피부과인 국가를 뜻함

주2) 자주색은 환자 수 1위 진료과목이 내과통합인 국가를 뜻함

주3) 내과통합 = 가정의학과, 일반내과 등 내과 11개과 통합

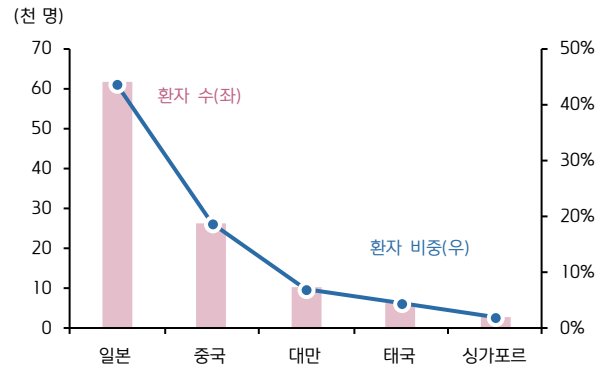
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

'24년 국내 피부과 외국인 환자 수 상위 5개국



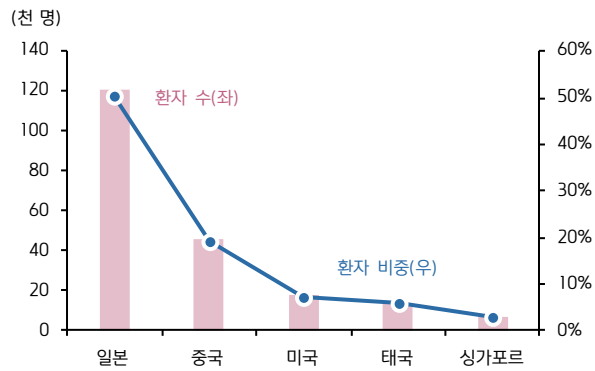
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'24년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



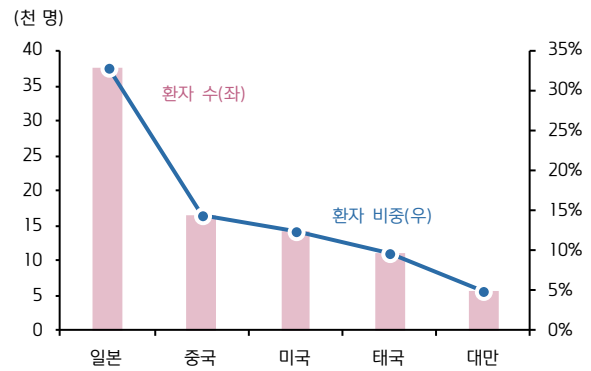
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 피부과 외국인 환자 수 상위 5개국



자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261.0	350.1	532.0	672.6	844.6
매출원가	70.8	98.9	134.8	165.6	212.1
매출총이익	190.3	251.2	397.2	507.0	632.4
판관비	98.0	125.2	185.6	231.2	278.3
영업이익	92.3	126.1	211.6	275.8	354.1
EBITDA	104.3	139.7	225.4	289.0	370.4
영업외손익	8.4	-10.2	25.1	28.6	36.5
이자수익	7.4	10.2	14.1	19.8	27.8
이자비용	3.0	4.6	4.6	4.6	4.6
외환관련이익	1.5	6.7	5.1	5.1	5.1
외환관련손실	1.9	1.7	1.4	1.4	1.4
종속 및 관계기업손익	0.7	6.0	0.5	0.5	0.5
기타	3.7	-26.8	11.4	9.2	9.1
법인세차감전이익	100.7	115.8	236.6	304.4	390.7
법인세비용	23.4	26.9	46.1	59.4	76.2
계속사업순손익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
당기순이익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
지배주주순이익	76.6	92.0	190.5	245.0	314.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.0	34.1	52.0	26.4	25.6
영업이익 증감율	40.0	36.6	67.8	30.3	28.4
EBITDA 증감율	36.3	33.9	61.3	28.2	28.2
지배주주순이익 증감율	88.8	20.1	107.1	28.6	28.4
EPS 증감율	86.4	15.1	89.4	28.6	28.3
매출총이익율(%)	72.9	71.8	74.7	75.4	74.9
영업이익율(%)	35.4	36.0	39.8	41.0	41.9
EBITDA Margin(%)	40.0	39.9	42.4	43.0	43.9
지배주주순이익율(%)	29.3	26.3	35.8	36.4	37.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	64.9	138.1	196.1	276.9	375.0
당기순이익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
비현금항목의 가감	27.8	61.0	63.4	70.1	82.2
유형자산감가상각비	8.4	9.8	10.1	10.2	13.9
무형자산감가상각비	3.5	3.8	3.7	3.0	2.4
지분법평가손익	-1.8	-7.0	0.0	0.0	0.0
기타	17.7	54.4	49.6	56.9	65.9
영업활동자산부채증감	-30.7	0.4	-21.1	5.9	31.3
매출채권및기타채권의감소	-0.3	-5.2	-22.1	-17.1	-20.9
재고자산의감소	-28.2	-11.9	-29.8	-23.0	-28.2
매입채무및기타채무의증가	-0.3	15.9	29.0	46.2	80.5
기타	-1.9	1.6	1.8	-0.2	-0.1
기타현금흐름	-9.5	-12.2	-36.7	-44.1	-53.0
투자활동 현금흐름	-44.7	-225.5	-22.8	-23.5	-24.2
유형자산의 취득	-12.1	-36.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 순취득	-0.6	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-57.9	14.9	1.6	1.6	1.6
단기금융자산의감소(증가)	18.2	-191.7	-14.3	-15.0	-15.8
기타	7.7	-10.0	-10.1	-10.1	-10.0
재무활동 현금흐름	-26.0	182.6	168.9	170.9	170.9
차입금의 증가(감소)	-16.8	10.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.5	-10.1	-13.4	-11.4	-11.4
기타	-1.7	182.3	182.3	182.3	182.3
기타현금흐름	0.0	2.9	-183.3	-183.3	-183.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-5.7	98.1	158.9	241.0	338.3
기초현금 및 현금성자산	72.9	67.2	165.3	324.3	565.3
기말현금 및 현금성자산	67.2	165.3	324.3	565.3	903.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256.5	554.5	779.8	1,076.1	1,479.4
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	324.3	565.3	903.6
단기금융자산	94.4	286.1	300.4	315.4	331.1
매출채권 및 기타채권	34.7	42.5	64.6	81.7	102.5
재고자산	50.2	57.3	87.1	110.1	138.3
기타유동자산	10.0	3.3	3.4	3.6	3.9
비유동자산	278.8	301.2	285.8	271.1	253.2
투자자산	103.0	88.2	86.6	85.0	83.5
유형자산	123.1	147.3	137.2	127.0	113.1
무형자산	32.0	33.4	29.7	26.7	24.3
기타비유동자산	20.7	32.3	32.3	32.4	32.3
자산총계	535.3	855.7	1,065.6	1,347.2	1,732.6
유동부채	65.9	82.8	111.8	158.0	238.4
매입채무 및 기타채무	19.0	40.2	69.1	115.3	195.8
단기금융부채	33.0	12.5	12.5	12.5	12.5
기타유동부채	13.9	30.1	30.2	30.2	30.1
비유동부채	7.2	203.4	203.4	203.4	203.4
장기금융부채	1.3	197.0	197.0	197.0	197.0
기타비유동부채	5.9	6.4	6.4	6.4	6.4
부채총계	73.1	286.3	315.2	361.4	441.9
지배자본	433.1	539.4	720.3	955.8	1,260.7
자본금	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	175.4	197.3	197.3	197.3	197.3
기타자본	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
기타포괄손익누계액	-3.6	-1.6	0.3	2.1	4.0
이익잉여금	260.8	343.1	522.1	755.7	1,058.8
비지배자본	29.1	30.0	30.0	30.0	30.0
자본총계	462.2	569.4	750.4	985.8	1,290.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,481	8,608	16,302	20,969	26,913
BPS	41,966	46,161	61,644	81,794	107,888
CFPS	10,268	14,022	21,724	26,972	33,946
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	14.6	30.5	26.6	20.7	16.1
PER(최고)	21.1	31.4	32.8		
PER(최저)	8.7	10.1	14.3		
PBR	2.61	5.69	7.03	5.30	4.02
PBR(최고)	3.77	5.85	8.66		
PBR(최저)	1.55	1.88	3.79		
PSR	4.29	8.02	9.52	7.53	6.00
PCFR	10.7	18.7	20.0	16.1	12.8
EV/EBITDA	9.9	18.2	18.5	13.5	9.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.5	12.8	6.0	4.7	3.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
ROA	15.2	12.8	19.8	20.3	20.4
ROE	19.7	18.9	30.2	29.2	28.4
ROIC	36.0	42.0	76.5	102.0	154.6
매출채권회전율	7.5	9.1	9.9	9.2	9.2
재고자산회전율	7.0	6.5	7.4	6.8	6.8
부채비율	15.8	50.3	42.0	36.7	34.2
순차입금비용	-27.5	-42.5	-55.3	-68.1	-79.4
이자보상배율	30.9	27.2	45.7	59.5	76.4
총차입금	34.3	209.5	209.5	209.5	209.5
순차입금	-127.3	-241.9	-415.2	-671.2	-1,025.3
EBITDA	104.3	139.7	225.4	289.0	370.4
FCF	42.7	67.4	163.0	241.1	332.7

Compliance Notice

- 당사는 6월 13일 현재 '파마리서치(214450)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

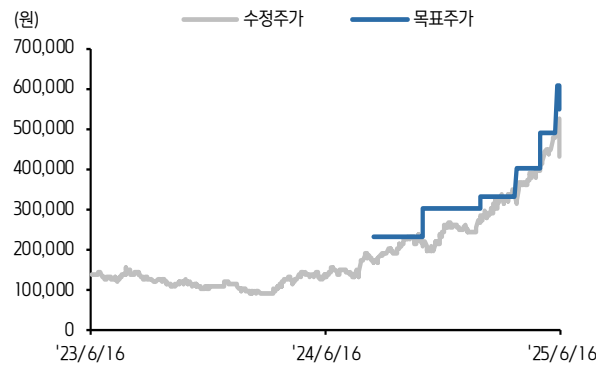
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
파마리서치 (214450)	2024-08-27	Buy(Initiate)	230,000원	6개월	-11.12	2.39
	2024-11-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-31.73	-27.00
	2024-11-27	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-20.13	-8.83
	2025-02-11	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-5.39	6.06
	2025-04-07	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-6.91	0.38
	2025-05-14	Buy(Maintain)	490,000원	6개월	-8.60	-2.04
	2025-06-09	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-18.08	-14.26
	2025-06-16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%