

2025. 8. 14



▲ 전기전자/IT부품

Analyst **양승수**  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA **우서현**  
02. 6454-4907  
seohyun.woo@meritz.co.kr

**Not-Rated**

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (8.13)	11,820 원
상승여력	-
KOSPI	3,224.37pt
시가총액	7,094억원
발행주식수	6,002만주
유동주식비율	90.62%
외국인비중	8.49%
52주 최고/최저가	13,950원/4,510원
평균거래대금	153.7억원
주요주주(%)	
김현수 외 6 인	9.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	9.2	122.2
상대주가	-4.1	-12.5	80.6

주가그래프



# 파미셀 005690

## 2 보전진을 위한 1 보 후퇴

- ✓ 2Q25 매출액 268억원(+50% YoY), 영업이익 82억원(+268% YoY, OPM 30.5%) 기록
- ✓ 저유전율 소재 매출액이 예상보다 부진하며 당사 추정치를 하회
- ✓ 다만 일시적인 GB200 → GB300으로의 제품 전환 과정에서의 물동량 감소로 파악
- ✓ 하반기 GB300 출시 및 ASIC/B40항 신규 물량 공급 개시로 이상향 흐름 예상
- ✓ AI 밸류체인 내 높은 수익성을 보이는 동사에 대해서 긍정적 시각을 유지

### 2Q25 Review: 기대보다 부진했으나 높은 수익성은 유지

2Q25 별도 실적은 매출액 268억원(+50.3% YoY), 영업이익 82억원(+267.9% YoY, OPM 30.5%)으로 당사 추정치를 하회했다. 이는 국내 고객사향 저유전율 소재 매출이 예상보다 부진(그림4)했기 때문이다. GB300으로의 제품 전환 과정에서 7월 북미 NV사 밸류체인 다수의 매출이 둔화됐으며, 업스트림인 동사는 한발 앞서 6월 기존 제품 재고 소진으로 물동량이 급감한 것으로 파악된다. 다만 바이오 메디컬 부문의 적자 폭 축소에 힘입어 30% 수준의 높은 수익성을 유지하였다.

### 하반기는 올라갈 것

동사는 밸류체인 최상단에 위치해 있으며, 주간 단위로 오더가 진행되기 때문에 업황과 무관하게 단기 실적 변동성이 나타날 수 있다. 그러나 전방 AI 수요가 견조하게 유지되고 있는 만큼, 4분기에는 NVL72 출하량이 재차 반등하고 이에 따라 동사의 저유전율 소재 매출도 동반 회복될 것으로 예상된다. 또한 GB300뿐 아니라 ASIC, B40항 물량 공급도 3분기에 시작된 것으로 파악된다. 올해 AI 수요와 함께 분기별 계단식 성장을 기대했으나 2분기 실적이 둔화된 점은 아쉽다. 그럼에도 하반기에는 뚜렷한 이상향 흐름이 가능할 것으로 예상된다.

### AI 업황은 이상 無

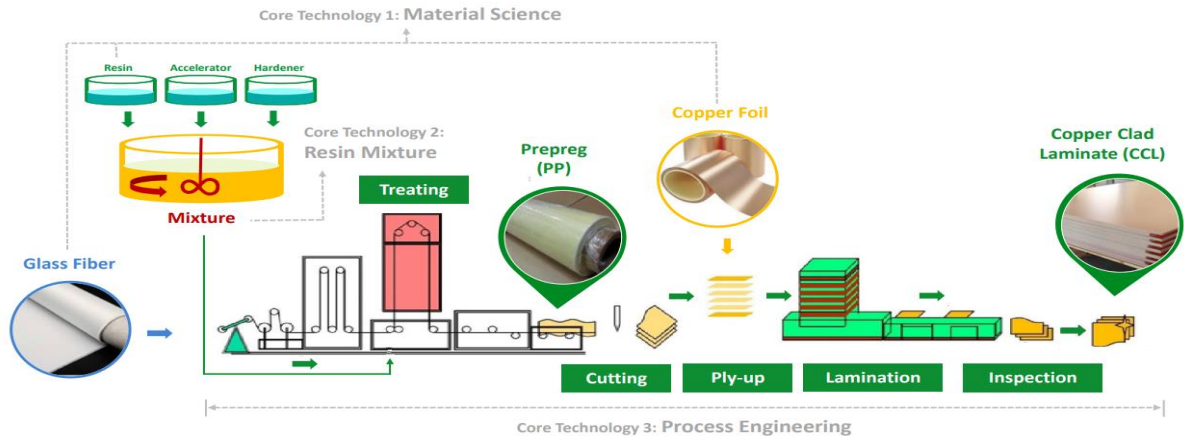
주식시장에서 AI 관련주의 가장 큰 투자 매력은 막대한 수요에 있다. 해당 측면에서 이번 빅테크 업체들의 실적 발표에서도 AI 인프라 투자가 여전히 부족하다는 점이 재확인되었다는 점은 고무적이다. 특히 추론 시장의 본격 개화와 함께 AI 사용량이 급격히 증가하고 있기 때문에 AI 공급부족이 중장기적으로 지속될 것으로 예상된다. AI 관련주의 투자 매력 재부각을 전망하며, AI 밸류체인 내 높은 수익성을 보이는 동사에 대해서도 긍정적 시각을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	37.8	7.2	5.2	87	0.0	952	197.9	18.2	112.7	9.7	22.1
2021	51.8	7.9	9.5	158	80.3	1,065	82.8	12.3	80.0	15.6	47.7
2022	60.2	8.9	8.3	138	-12.6	1,277	82.0	8.8	60.9	11.8	43.0
2023	56.2	1.3	3.6	60	-56.7	1,340	101.8	4.5	85.4	4.6	15.1
2024	64.9	4.7	6.3	106	77.0	1,440	78.5	5.7	63.0	7.6	14.8

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원/달러)	1,320	1,370	1,359	1,397	1,453	1,390	1,380	1,350	1,362	1,395	1,360
매출액	11.0	17.8	14.6	21.5	27.0	26.8	28.1	34.2	64.9	116.1	172.0
(%, QoQ)	-17.0%	62.4%	-18.1%	47.2%	25.9%	9.6%	11.2%	8.3%			
(%, YoY)	-16.3%	0.4%	19.9%	62.5%	146.4%	66.3%	125.8%	66.2%	15.3%	79.1%	48.1%
바이오 케미컬	10.6	17.4	14.0	20.8	26.4	26.2	27.2	33.0	62.8	112.8	167.0
바이오 메디컬	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9	1.2	2.0	3.4	5.0
영업이익	-2.0	2.2	1.3	3.1	8.4	8.2	9.0	11.4	4.7	37.0	58.1
(%, QoQ)	적합	흑전	-42.6%	145.3%	166.9%	-2.1%	9.7%	27.1%			
(%, YoY)	-50.0%	291.2%	151.0%	30.0%	30.0%	267.9%	603.3%	264.5%	258.5%	694.6%	57.0%
영업이익률	-18.3%	12.5%	8.8%	14.6%	31.0%	30.6%	32.0%	33.5%	7.2%	31.9%	34.8%
지배주주순이익	-1.4	2.8	0.7	4.2	8.5	7.4	9.0	10.6	6.3	35.5	56.0
지배주주순이익률(%)	-12.4%	15.9%	4.9%	19.3%	31.3%	27.6%	32.0%	31.1%	9.8%	30.6%	32.6%

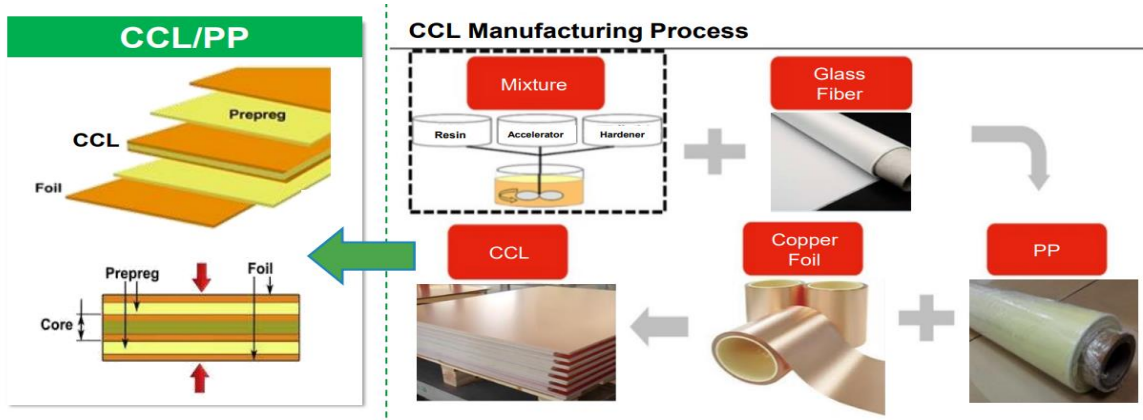
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CCL 제조과정



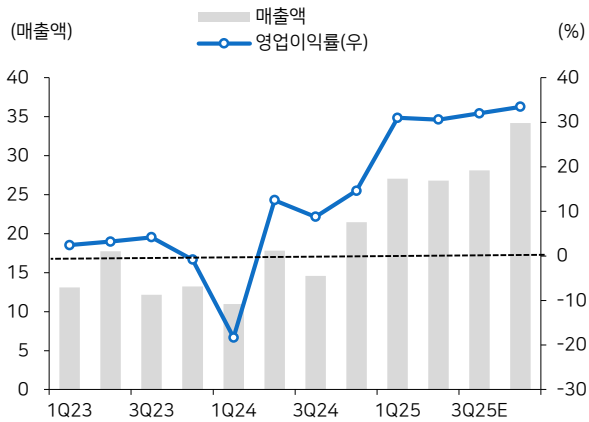
자료: ITEQ

그림2 CCL 구성



자료: ITEQ

그림3 파미셀 분기 실적 추이 및 전망



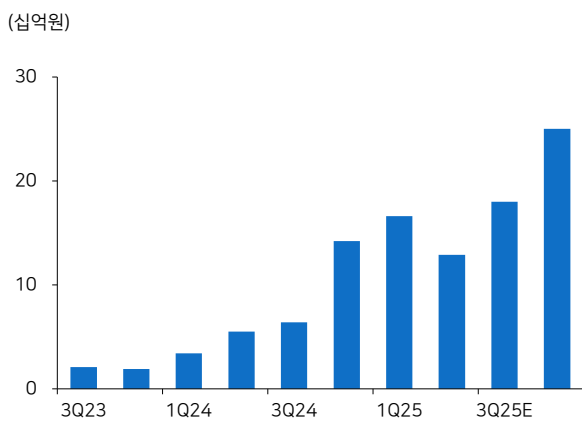
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

표2 파미셀 증설 개요

구분	내용
투자목적	AI 첨단산업소재, 의약품 원료물질 등의 대규모 수요에 대응
투자 내용	울산 제3공장 신설
투자 금액	300억원
투자기간	2025.03.24 ~ 2026.09.30
기타	상기 투자금액은 토지대금(100억원)이 제외된 금액

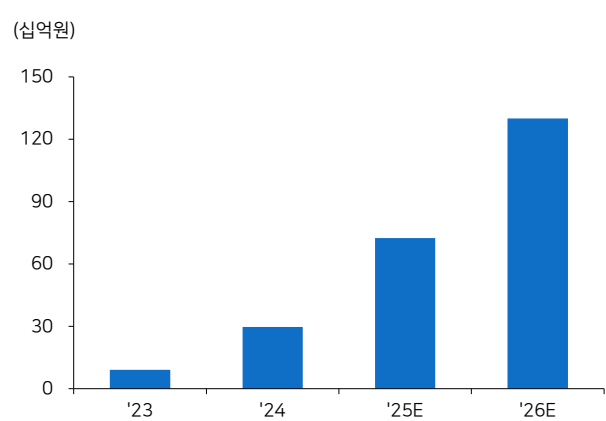
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 파미셀 저유전율 소재 분기 매출액 추이 및 전망



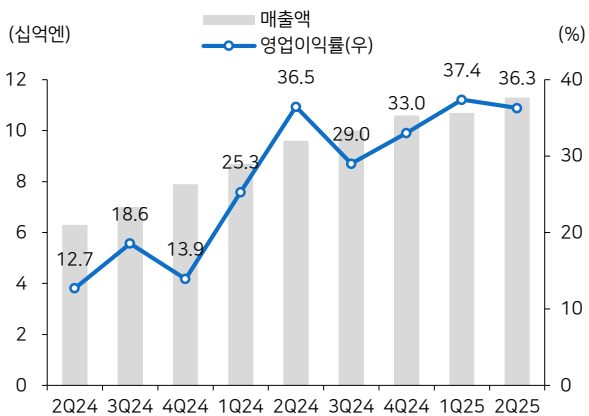
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파미셀 저유전율 소재 연간 매출액 추이 및 전망



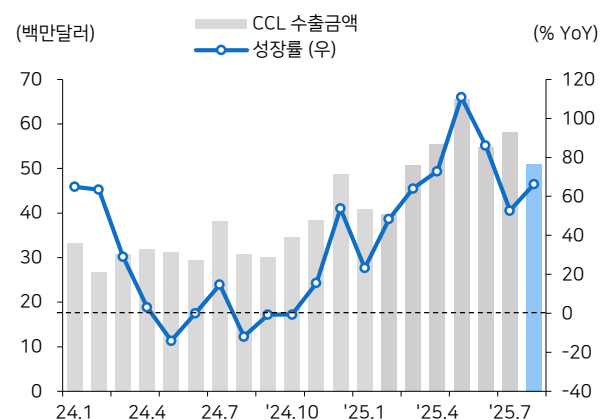
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Nitto Boseki Electronics Materials 실적 추이



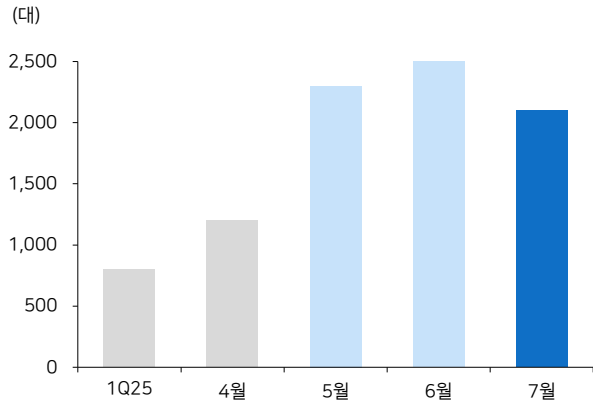
자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 CCL 수출금액 추이



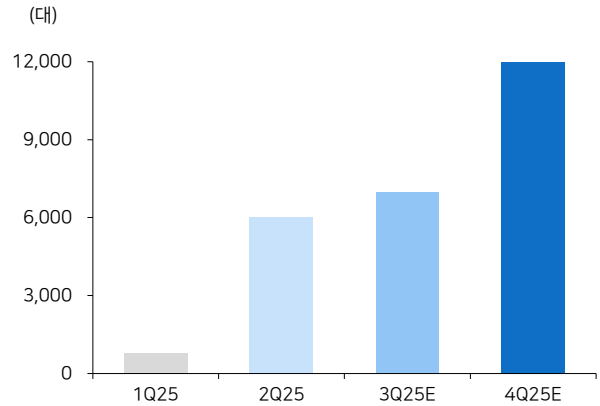
주: 8월은 1~10일 기준 31일로 환산  
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔비디아 NVL 72 서버랙 생산량 추이



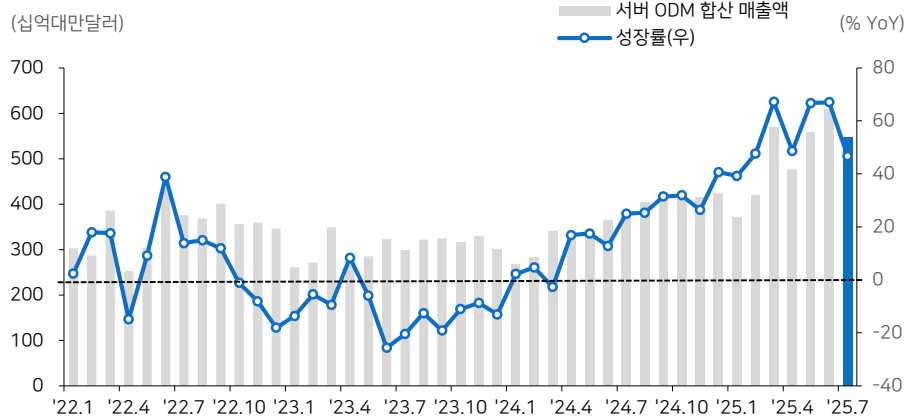
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔비디아 NVL 72 서버랙 생산량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 AI하드웨어 밸류체인 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
PCB	이수페타시스	3,351	29.1	24.4	9.1	6.7	87.9	19.4	36.6	31.7	1,068	1,276	193	238	20.6	16.7
	Unimicron	7,049	39.8	16.3	2.2	2.0	11.6	144.0	5.3	12.5	4,451	5,084	267	533	8.5	6.4
	Victory Giant	28,610	39.9	28.4	15.3	10.6	345.9	40.4	33.1	32.8	2,756	3,606	766	1,060	31.8	23.1
	WUS(Kunshan)	15,623	31.2	23.9	7.9	6.4	38.5	30.4	25.8	27.1	2,441	3,035	574	747	23.7	18.2
	Shennan Circuits	14,287	39.3	31.7	5.8	5.0	39.1	24.1	15.1	16.4	2,976	3,481	350	436	25.7	21.5
	Gold Circuit	7,555	25.6	18.1	8.6	6.6	67.0	41.3	37.0	40.2	1,995	2,492	446	615	15.5	11.3
	TTM Tech	4,817	20.2	17.8	3.0	2.8	319.6	13.3	na	na	2,823	2,974	316	358	12.5	11.6
	First-Hi Tech	837	20.9	16.6	9.6	na	299.0	27.1	44.2	42.8	303	347	50	63	16.7	12.3
CCL/소재	EMC	13,896	27.2	20.1	10.1	8.3	70.6	34.9	38.9	42.6	3,152	3,907	672	898	18.7	14.5
	TUC	2,606	22.7	16.2	5.4	4.7	39.8	39.7	23.1	28.4	963	1,137	149	207	14.7	11.1
	ITEQ	1,218	21.6	16.7	1.7	1.7	121.7	29.5	8.3	10.2	1,140	1,263	91	113	9.8	8.2
	Shengyi Tech	14,427	35.6	28.3	6.2	5.6	61.5	26.5	18.1	21.4	3,557	4,213	478	615	26.8	21.6
	Nitto Boseki	1,589	16.7	14.0	1.6	1.5	8.4	19.3	10.6	11.7	819	893	125	150	9.4	7.7

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 파미셀 (005690)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>매출액</b>	<b>37.8</b>	<b>51.8</b>	<b>60.2</b>	<b>56.2</b>	<b>64.9</b>
매출액증가율(%)	16.2	37.2	16.2	-6.6	15.3
매출원가	20.0	28.1	36.4	40.7	43.5
매출총이익	17.8	23.7	23.8	15.5	21.3
판매관리비	10.6	15.9	15.0	14.2	16.7
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>7.9</b>	<b>8.9</b>	<b>1.3</b>	<b>4.7</b>
영업이익률(%)	19.2	15.2	14.7	2.3	7.2
금융손익	0.1	0.4	-4.6	0.5	0.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	1.2	1.6	3.0	1.3
세전계속사업이익	5.2	9.5	6.0	4.7	6.3
법인세비용	0.0	0.0	-2.3	1.2	-0.1
<b>당기순이익</b>	<b>5.2</b>	<b>9.5</b>	<b>8.3</b>	<b>3.6</b>	<b>6.3</b>
지배주주지분 순이익	5.2	9.5	8.3	3.6	6.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>9.0</b>	<b>-5.2</b>	<b>7.9</b>	<b>11.8</b>	<b>3.5</b>
당기순이익(손실)	5.2	9.5	8.3	3.6	6.3
유형자산상각비	1.5	1.7	2.1	2.8	3.0
무형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
운전자본의 증감	-0.9	-16.4	-5.5	3.5	-7.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3.6</b>	<b>-9.4</b>	<b>-20.5</b>	<b>5.9</b>	<b>-6.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-0.6	-4.3	-19.0	-6.0	-4.3
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-1.3	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-0.2</b>	<b>18.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>-18.7</b>	<b>-3.2</b>
차입금의 증감	-0.0	18.8	1.0	-19.2	-2.9
자본의 증가	0.0	0.0	5.2	-144.2	0.0
현금의 증가(감소)	4.2	5.3	-11.9	-0.6	-5.5
기초현금	16.7	20.9	26.2	14.4	13.7
기말현금	20.9	26.2	14.4	13.7	8.3

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>유동자산</b>	<b>42.9</b>	<b>65.0</b>	<b>62.4</b>	<b>43.2</b>	<b>48.0</b>
현금및현금성자산	20.9	26.2	14.4	13.7	8.3
매출채권	10.2	6.6	10.8	6.9	16.2
재고자산	6.3	18.4	22.9	20.9	19.8
비유동자산	26.8	29.3	47.3	49.4	51.2
유형자산	16.8	19.2	36.6	40.0	41.7
무형자산	6.3	6.2	6.2	5.6	5.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	1.3	1.2
<b>자산총계</b>	<b>69.7</b>	<b>94.3</b>	<b>109.7</b>	<b>92.5</b>	<b>99.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>6.5</b>	<b>24.9</b>	<b>28.6</b>	<b>7.8</b>	<b>7.7</b>
매입채무	2.0	0.8	2.7	1.8	3.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.1	5.5	4.4	4.4	5.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>12.6</b>	<b>30.5</b>	<b>33.0</b>	<b>12.1</b>	<b>12.8</b>
자본금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	188.4	188.4	193.6	49.4	49.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-161.2	-154.4	-146.9	1.1	7.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>57.1</b>	<b>63.9</b>	<b>76.7</b>	<b>80.4</b>	<b>86.4</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	630	864	1,004	937	1,081
EPS(지배주주)	87	158	138	60	106
CFPS	163	184	219	134	181
EBITDAPS	150	160	184	69	129
BPS	952	1,065	1,277	1,340	1,440
DPS	0	0	0	0	20
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	197.9	82.8	82.0	101.8	78.5
PCR	106.3	70.8	51.5	45.2	45.8
PSR	27.5	15.1	11.3	6.5	7.7
PBR	18.2	12.3	8.8	4.5	5.7
EBITDA(십억원)	9.0	9.6	11.1	4.1	7.7
EV/EBITDA	112.7	80.0	60.9	85.4	63.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.7	15.6	11.8	4.6	7.6
EBITDA 이익률	23.8	18.5	18.4	7.4	11.9
부채비율	22.1	47.7	43.0	15.1	14.8
금융비용부담률	0.2	3.2	1.2	1.5	0.2
이자보상배율(x)	85.2	4.7	11.9	1.5	45.9
매출채권회전율(x)	4.4	6.2	6.9	6.4	5.6
재고자산회전율(x)	5.2	4.2	2.9	2.6	3.2

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율