

파미셀 (005690)

우려만 반영된 좋은 기회

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

4Q25 Preview: 분기 최대 실적 예상

4Q25 별도 실적은 매출액 330억원(+53.7% YoY), 영업이익 106억원(+236.6% YoY)을 전망한다. 4분기 통상적인 계절적 일회성 비용 반영으로 영업이익 추정치는 이전 대비 15.2% 하향 조정하였다. 다만 9월부터 시작된 GB300 출하 증가 효과와 고객사 중국 공장향 출하 확대에 힘입어 저유전율 소재 매출이 218억원(+59.1% QoQ, +53.5% YoY)으로 크게 반등, 분기 최대 실적을 견인할 걸로 예상된다.

2026년: 걱정 없는 우상향

2026년 별도 실적은 매출액 1,608억원(+44.7% YoY), 영업이익 536억원(+51.9% YoY)을 전망한다. TSMC CoWoS Capa 내 엔드 고객사 비중이 지속적으로 상향 조정되는 가운데, 동사 역시 이에 대응한 자체 공정 개선을 통해 일부 생산성 및 수율 개선 효과가 기대된다. 또한 고객사의 NVL72 서버랙 출하가 우상향 흐름을 이어갈 것으로 예상됨에 따라, 동사 역시 연중 풀가동 체제를 유지할 전망이다. 하반기부터는 고객사 신제품 출하가 본격화되며 PCB의 대면적화로 인한 레진 및 경화제의 추가 수요 확대가 예상된다. 동사 또한 3공장 가동이 예정되어 있는 만큼, 증설 효과에 따른 물량 대응 능력 확대와 함께 추가적인 매출 성장 및 수익성 개선이 기대된다.

우려만 반영된 좋은 기회

동사 주가는 11월 27일 고점(19,270원) 대비 28.4% 조정받았다. 이는 고객사 수요에 대한 불확실성과 함께, 국내 레진 경쟁업체 등장에 따른 공급 이원화 가능성까지 단기적으로 주가에 반영된 결과로 파악된다. 다만 과거 리포트에서 언급했듯, CCL의 소재 변경은 단순한 공급선 전환이 아닌 물성 및 전기적 특성 변화로 직결되는 사안으로, 고객사 입장에서도 상당한 검증 기간과 품질 리스크를 수반한다. 또한 국내 경쟁업체는 대만 경쟁사향으로 레진을 공급하고 있는 구조로, 고객사 관점에서는 공정 조건, 배합 설계 등 핵심 기술 요소가 외부로 노출될 가능성을 내포하고 있다는 점에서 부담 요인으로 작용할 수 있다. 동사는 이미 차세대 CCL 제품에 대해서도 고객사와 공동으로 제품 개발 및 양산 준비를 진행 중인 것으로 파악되며 현 주가는 단기적인 우려 요인만이 선반영된 상태로 투자 매력이 높다고 판단된다.

Meritz Research 2026. 1. 28

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)

-

현재주가 (1.27)

13,800원

상승여력

-

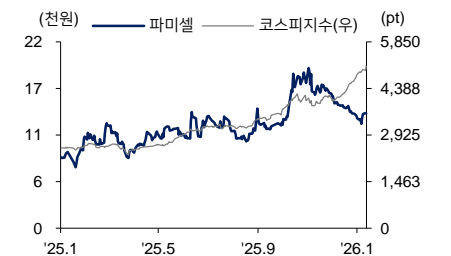
| | |
|------------|----------------|
| KOSPI | 5,084.85pt |
| 시가총액 | 8,282억원 |
| 발행주식수 | 6,002만주 |
| 유동주식비율 | 90.62% |
| 외국인비중 | 8.79% |
| 52주 최고/최저가 | 19,270원/7,340원 |
| 평균거래대금 | 376.6억원 |

주요주주(%)

김현수 외 6 인 9.36

| 주가상승률 (%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -6.4 | 10.6 | 50.5 |
| 상대주가 | -24.0 | -30.5 | -24.9 |

주가그래프



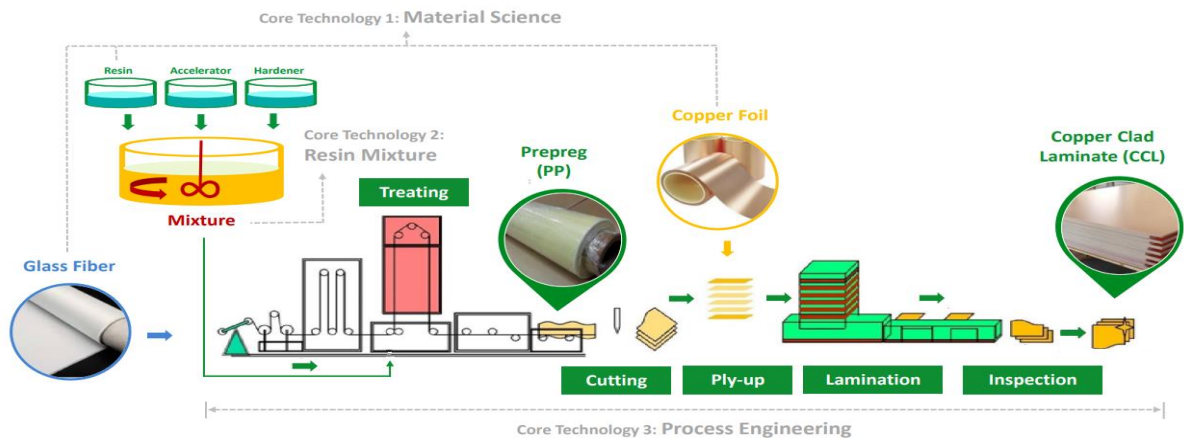
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020 | 37.8 | 7.2 | 5.2 | 87 | 20.6 | 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 |

표1 파미셀 실적 테이블

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 환율(원/달러) | 1,455 | 1,390 | 1,390 | 1,451 | 1,455 | 1,410 | 1,420 | 1,425 | 1,362 | 1,422 | 1,428 |
| 매출액 | 27.0 | 26.7 | 24.4 | 33.0 | 35.3 | 40.5 | 41.2 | 43.9 | 64.9 | 111.2 | 160.8 |
| (%, QoQ) | 25.9% | -1.1% | -8.7% | 35.3% | 6.9% | 14.7% | 1.8% | 6.5% | | | |
| (%, YoY) | 146.4% | 50.0% | 67.2% | 53.7% | 30.5% | 51.4% | 68.8% | 32.9% | 15.3% | 71.4% | 44.7% |
| 바이오 케미컬 | 26.4 | 26.2 | 23.7 | 32.4 | 34.6 | 39.7 | 40.0 | 42.7 | 62.8 | 108.7 | 156.9 |
| 바이오 메디컬 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 1.2 | 2.0 | 2.5 | 3.9 |
| 영업이익 | 8.4 | 8.2 | 8.2 | 10.6 | 11.7 | 13.5 | 13.9 | 14.5 | 4.7 | 35.3 | 53.6 |
| (%, QoQ) | 166.9% | -2.5% | -0.2% | 29.7% | 10.3% | 15.8% | 3.3% | 3.7% | | | |
| (%, YoY) | 30.0% | 266.4% | 536.7% | 236.6% | 39.1% | 65.2% | 71.1% | 36.8% | 258.5% | 656.8% | 51.9% |
| 영업이익률 | 31.0% | 30.6% | 33.4% | 32.0% | 33.0% | 33.3% | 33.8% | 33.0% | 7.2% | 31.7% | 32.5% |

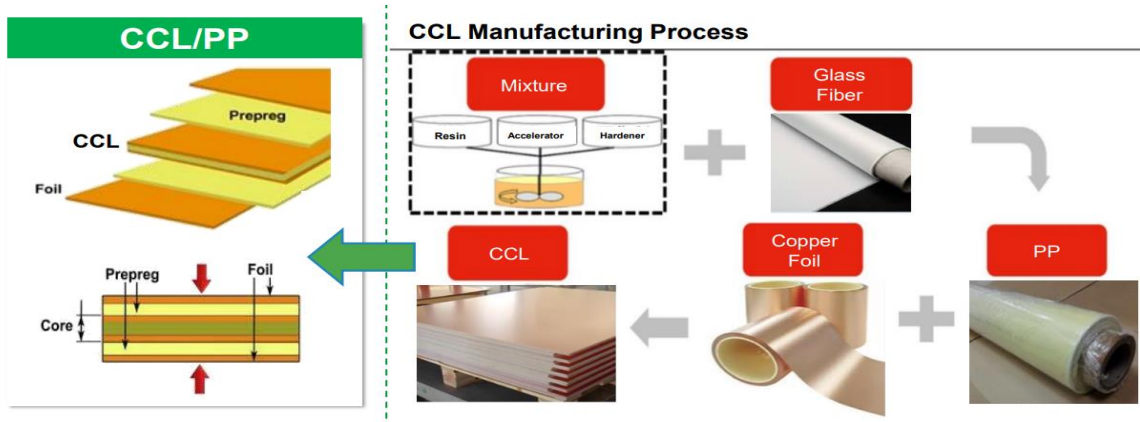
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CCL 제조과정



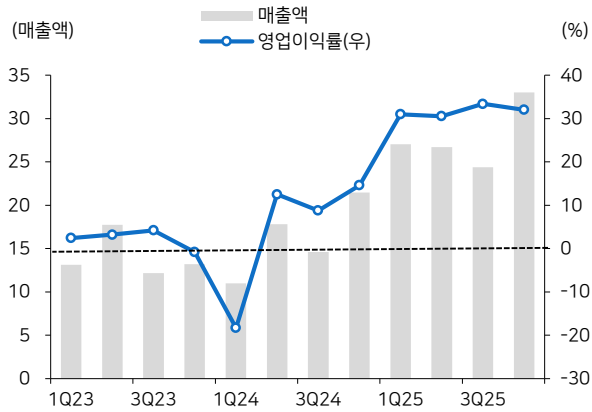
자료: ITEQ

그림2 CCL 구성



자료: ITEQ

그림3 파미셀 분기 실적 추이 및 전망



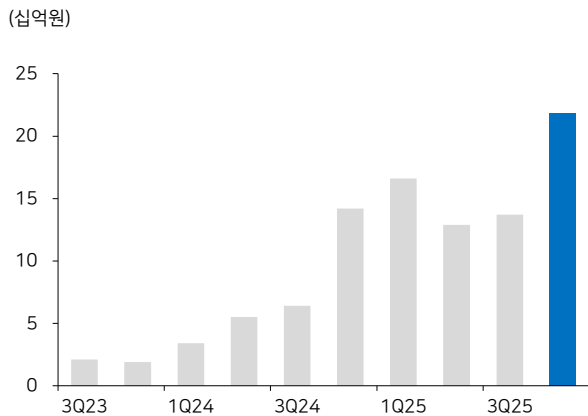
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

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 |

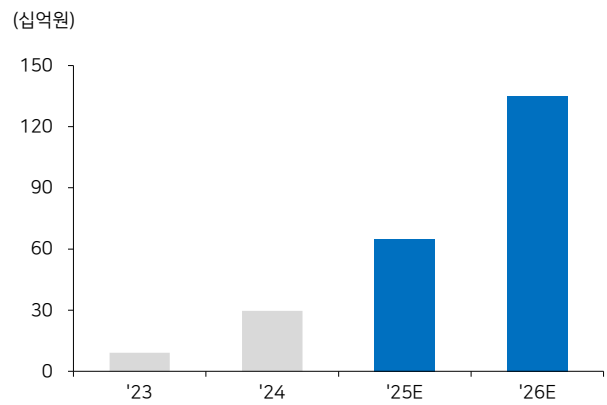
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 파미셀 자유전용 소재 분기 매출액 추이 및 전망



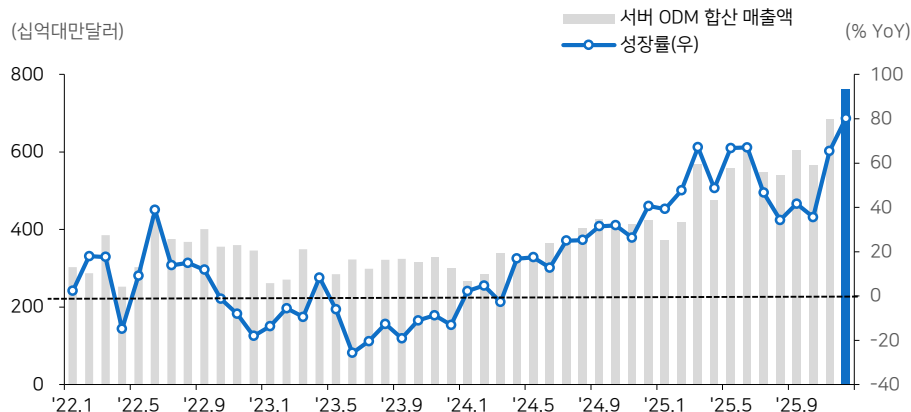
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파미셀 자유전용 소재 연간 매출액 추이 및 전망



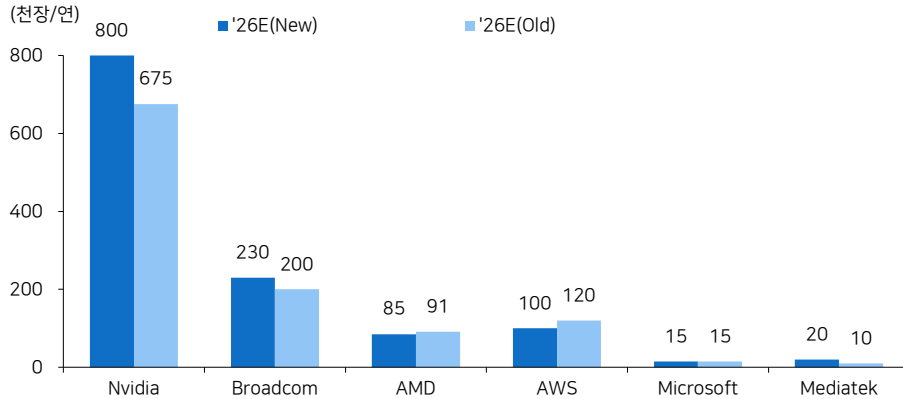
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



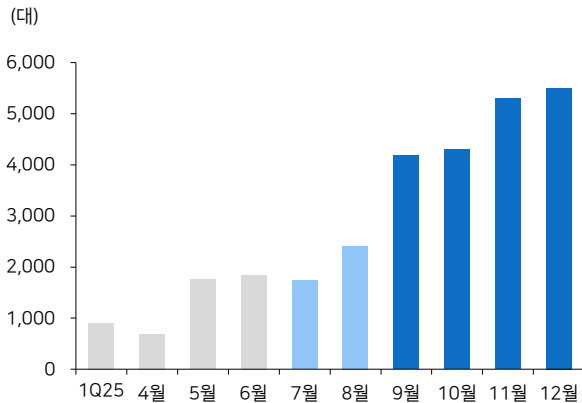
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 TSMC CoWoS Capa 배분



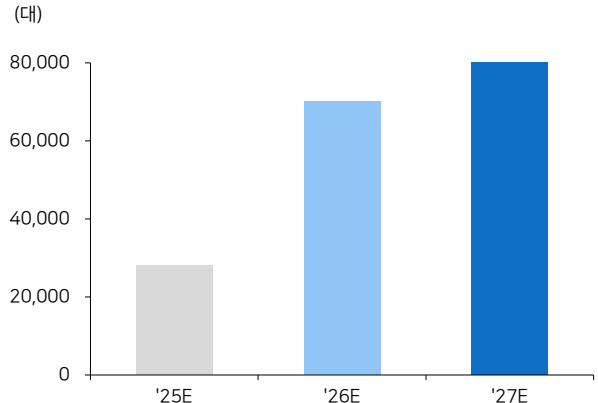
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔비디아 NVL 72 서버랙 생산량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔비디아 NVL 72 서버랙 생산량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 AI 하드웨어 밸류체인 밸류에이션 비교

| 섹터 | 기업명 | 시가총액 | P/E (배) | | P/B(배) | | EPS 증가율(%) | | ROE(%) | | 매출액* | | 영업이익* | | EV/EBITDA(배) | |
|--------|------------------|--------|---------|-------|--------|-------|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|
| | | (백만달러) | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| PCB | 이수페타시스 | 6,042 | 51.1 | 34.8 | 13.1 | 9.7 | 93.0 | 46.8 | 33.9 | 32.8 | 1,100 | 1,480 | 209 | 318 | 36.8 | 24.8 |
| | Unimicron | 17,739 | 101.9 | 35.8 | 5.6 | 5.0 | 6.6 | 185.5 | 5.5 | 14.6 | 4,170 | 5,087 | 215 | 585 | 22.8 | 15.0 |
| | Victory Giant | 33,476 | 47.8 | 25.0 | 14.9 | 10.0 | 331.4 | 91.3 | 34.3 | 41.5 | 2,895 | 4,793 | 802 | 1,518 | 36.4 | 18.7 |
| | WUS(Kunshan) | 19,791 | 36.7 | 25.8 | 9.4 | 7.4 | 49.1 | 42.1 | 26.8 | 30.1 | 2,666 | 3,642 | 634 | 927 | 27.9 | 19.1 |
| | Shennan Circuits | 24,333 | 49.2 | 35.3 | 8.6 | 7.2 | 89.7 | 39.4 | 20.5 | 24.8 | 3,333 | 4,281 | 508 | 756 | 34.5 | 26.0 |
| | Gold Circuit | 11,021 | 35.9 | 21.7 | 11.9 | 9.0 | 68.1 | 65.1 | 38.9 | 49.9 | 1,914 | 2,668 | 449 | 729 | 22.5 | 14.4 |
| | TTM Tech | 9,778 | 38.8 | 31.3 | 6.0 | 5.5 | 343.3 | 24.1 | na | na | 2,886 | 3,231 | 334 | 405 | 22.8 | 20.3 |
| | First-Hi Tech | 914 | 20.3 | 10.5 | 7.0 | 8.1 | 343.8 | 92.6 | na | na | 325 | 495 | 58 | 109 | na | na |
| CCL/소재 | EMC | 20,741 | 43.2 | 29.0 | 14.2 | 11.4 | 53.7 | 49.4 | 36.0 | 40.5 | 2,986 | 3,938 | 608 | 896 | 31.1 | 21.6 |
| | TUC | 4,866 | 43.1 | 23.7 | 9.2 | 7.8 | 30.7 | 82.5 | 22.4 | 33.9 | 952 | 1,330 | 143 | 260 | 30.0 | 17.1 |
| | ITEQ | 1,398 | 29.7 | 19.1 | 2.1 | 2.0 | 83.3 | 55.0 | 6.9 | 10.7 | 1,026 | 1,172 | 74 | 114 | 11.7 | 8.8 |
| | Shengyi Tech | 25,282 | 50.5 | 33.1 | 10.2 | 8.7 | 100.4 | 52.4 | 20.9 | 27.0 | 4,032 | 5,398 | 627 | 947 | 33.2 | 23.6 |
| | Nitto Boseki | 3,770 | 14.8 | 29.4 | 3.4 | 3.2 | 184.7 | -49.6 | 23.6 | 11.7 | 765 | 849 | 125 | 166 | 20.2 | 15.6 |

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

파미셀 (005690)

Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 매출액 | 37.8 | 51.8 | 60.2 | 56.2 | 64.9 |
| 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 |
| 영업이익 | 7.2 | 7.9 | 8.9 | 1.3 | 4.7 |
| 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 |
| 당기순이익 | 5.2 | 9.5 | 8.3 | 3.6 | 6.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 5.2 | 9.5 | 8.3 | 3.6 | 6.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 영업활동 현금흐름 | 9.0 | -5.2 | 7.9 | 11.8 | 3.5 |
| 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 |
| 투자활동 현금흐름 | -3.6 | -9.4 | -20.5 | 5.9 | -6.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -0.6 | -4.3 | -19.0 | -6.0 | -4.3 |
| 투자자산의감소(증가) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -1.3 | 0.1 |
| 재무활동 현금흐름 | -0.2 | 18.5 | -0.3 | -18.7 | -3.2 |
| 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 |
|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 유동자산 | 42.9 | 65.0 | 62.4 | 43.2 | 48.0 |
| 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 |
| 자산총계 | 69.7 | 94.3 | 109.7 | 92.5 | 99.3 |
| 유동부채 | 6.5 | 24.9 | 28.6 | 7.8 | 7.7 |
| 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 |
| 부채총계 | 12.6 | 30.5 | 33.0 | 12.1 | 12.8 |
| 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 |
| 자본총계 | 57.1 | 63.9 | 76.7 | 80.4 | 86.4 |

Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| 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 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 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 자료에서 해당 추천 종목을 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 증가대비 3등급 | Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소) |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 86.1% |
| 중립 | 13.3% |
| 매도 | 0.6% |

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율