

# 파미셀 (005690)

## 유일무이하다 유일무이한

투자의견

**BUY**(신규)

목표주가

**24,000** 원(신규)

현재주가

**16,350** 원(2/13)

시가총액

**981**(십억원)

이주형\_02)368-6190\_jhlee2207@eugenefn.com

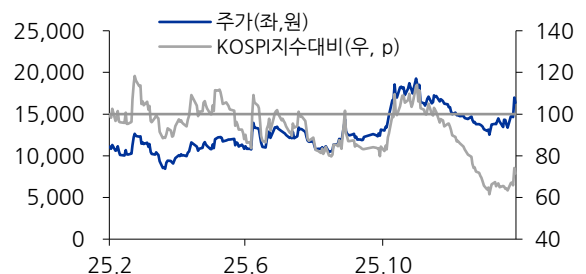
- ① 2분기부터 두산 전자BG의 차세대 아키텍처향 CCL 매출이 본격화될 전망. 두산 전자BG향 파미셀의 저유전율 전자소재 제품 역시 경화제를 중심으로 단가 상승 중인 것으로 파악됨. 북미 고객사의 견조한 랙서버 수요와 신규 아키텍처향 ASP 상승에 따라 연간 1,151억원(YoY +78%)의 저유전율 전자소재 매출액 기록할 것으로 예상
- ② 최근 PTFE(Polytetrafluoroethylene, Teflon, 테플론) 레진 이원화 노이즈가 있었던 것으로 보이나, PTFE 소재의 전면 대체 가능성은 매우 낮다고 판단. 칩 성능의 고도화는 시스템 레벨에서 허용 가능한 삽입손실 범위의 감소로 귀결. 여전히 유전손실계수(Df)가 원재료 선택의 가장 중요한 요소이며, 여타 하이드로카본계(에폭시, mPPO) 대비 구조적으로 유리한 파미셀의 PTFE 소재가 지속 사용될 것으로 전망. 추후 두산 전자BG의 캐파 확대 및 고객사 확대 국면에서 mPPO는 상대적 로우엔드 제품에 채택될 가능성은 있음
- ③ 올해 9월 바이오케미컬 울산 3공장 완공 이후 내년부터 연간 최대 2,000억원의 캐파를 갖출 전망. 두산의 CCL 매출 증가와 울산 3공장 증설 효과를 바탕으로 2027년 저유전율 전자소재 매출액은 지난해 대비 172% 증가한 1,762억원 예상
- ④ 지난해 60억원의 영업손실을 기록한 바이오메디컬 부문에서 최근 CDMO 사업을 중심으로 매출이 확대되는 흐름을 보이고 있음. 동사 CDMO 사업의 YTD 매출액은 이미 작년 연간 매출액의 40%를 달성. 우호적인 업황 속 바이오메디컬 부문의 적자 축소 및 BEP 달성이 기대됨
- 2026년 연간 실적은 매출액 1,651억원(YoY +45%), 영업이익 633억원(YoY +84%, OPM 38%)을 전망. 목표주가 24,000원, 투자의견 'BUY'로 커버리지 개시. 타겟 멀티플(26F P/E 25.6x)은 대만 CCL 3사의 '26F P/E 평균을 적용

주가(원,2/13)	16,350
시가총액(십억원)	981
발행주식수	60,017천주
52주 최고가	20,800원
최저가	8,150원
52주 일간 Beta	1.15
60일 일평균거래대금	318억원
외국인 지분율	6.3%
배당수익률(2025F)	0.1%
주주구성	
김현수 (외 7인)	9.4%
김용만 (외 1인)	0.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	2.0%	-32.5%	-62.1%
절대기준	19.3%	38.3%	51.1%
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	24,000	-	-
영업이익(26)	63.3	-	-
영업이익(27)	93.3	-	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026E
매출액	56	65	114	165
영업이익	1	5	34	63
세전손익	5	6	35	63
당기순이익	4	6	40	56
EPS(원)	60	105	672	926
증감률(%)	-56.7	77.0	536.9	37.8
PER(배)	101.8	78.5	24.3	17.7
ROE(%)	4.6	7.6	37.9	36.2
PBR(배)	4.5	5.7	7.8	5.4
EV/EBITDA(배)	85.5	63.0	25.4	13.8

자료: 유진투자증권



## I. 밸류에이션

① 2 분기부터 두산 전자 BG 의 차세대 아키텍처향 CCL (Copper Clad Laminate, 동박적층판)매출이 본격화될 전망이다. 두산 전자 BG 향으로 납품하고 있는 파미셀의 저유전율 전자소재 역시 경화제를 중심으로 단가가 상승 중인 것으로 파악된다. 북미 고객사 렉서버향 견조한 수요 및 ASP 상승에 따라 연간 저유전율 전자소재 매출액은 전년비 78% 증가한 1,151 억원을 전망한다.

② 지난해 하반기 불거졌던 저유전율 전자소재 이원화 노이즈와 관련해, PTFE 소재의 전면 대체 가능성은 매우 낮다고 판단한다. 칩 성능 고도화는 곧 시스템 레벨에서 허용 가능한 삽입손실 범위의 감소로 귀결된다. 유전손실계수(Df)가 여전히 원재료 선택의 가장 중요한 요소이며, 하이엔드 네트워크보드 및 고사양 AI 가속기향 레진은 파미셀의 PTFE 소재가 지속 사용될 것으로 전망한다.

지난 12 월 생물보안법을 포함한 미국 국방수권법 최종 통과에 따라 지난해 60 억원의 영업손실을 기록한 바이오메디컬 부문에서 CDMO 사업을 중심으로 매출이 확대되는 흐름이 이어지고 있으며, 두산 전자 BG 향 레진 및 경화제 매출의 확대 등을 통해 파미셀의 2026 년 연간 실적은 매출액 1,651 억원(YoY +45%), 영업이익 633 억원(YoY +84%, OPM 38%)을 기록할 것으로 예상된다.

두산 전자 BG 와의 강도 높은 협력 관계를 기반으로 북미 고객사향 저유전율 전자소재 매출액이 지속 우상향 하는 흐름을 보일 것으로 예상되는 바, 대만 CCL 제조사 3사의 2026년 평균 P/E를 적용하여 목표주가 24,000원, 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다.

도표 1. 파미셀 목표주가 산정

(원, 배)	2026F	비고
<b>목표주가</b>	<b>24,000</b>	
적정주가	23,750	
EPS	926	26년 추정 EPS
목표 P/E(배)	25.6	대만 CCL 3사 26F P/E 평균
현재가	16,350	전일 종가 기준
상승여력(%)	46.8	

자료: 유진투자증권

도표 2. 파미셀 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
<b>매출액</b>	27.0	26.8	25.6	34.6	36.2	42.1	41.8	44.9	114.0	165.1	229.7
YoY	146%	50%	76%	61%	34%	57%	63%	30%	76%	45%	39%
QoQ	26%	-1%	-4%	35%	5%	16%	-1%	8%			
바이오메디컬	0.6	0.6	0.7	0.6	1.5	1.3	1.4	1.8	2.5	6.0	6.9
바이오케미컬	26.4	26.2	25.0	34.0	34.7	40.8	40.4	43.1	111.5	159.1	222.8
뉴클레오시드	0.4	1.4	1.1	2.1	0.4	1.6	1.2	2.3	5.0	5.5	6.1
PEG 유도체	3.9	3.9	4.4	2.4	4.0	4.0	4.5	2.5	14.6	15.0	15.4
난연제	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	0.8	0.9	0.9	4.4	3.7	4.0
기타	18.7	14.6	14.9	23.1	26.7	29.2	31.1	34.1	71.3	121.1	182.2
저유전율 전자소재	16.6	12.9	13.7	21.6	25.2	27.7	29.6	32.6	64.8	115.1	176.2
상품 및 용역	0.4	1.4	1.1	2.1	0.4	1.6	1.2	2.3	16.3	13.8	15.0
<b>매출비중</b>											
바이오메디컬	2%	2%	3%	2%	4%	3%	3%	4%	2%	4%	3%
뉴클레오시드	1%	5%	4%	6%	1%	4%	3%	5%	4%	3%	3%
PEG 유도체	15%	14%	17%	7%	11%	9%	11%	5%	13%	9%	7%
난연제	4%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	4%	2%	2%
기타	69%	55%	58%	67%	74%	69%	74%	76%	63%	73%	79%
저유전율 전자소재	61%	48%	53%	62%	69%	66%	71%	73%	57%	70%	77%
상품 및 용역	9%	19%	14%	15%	7%	12%	6%	7%	14%	8%	7%
<b>영업이익</b>	8.4	8.2	8.1	9.7	13.9	15.3	16.4	17.8	34.3	63.3	93.3
YoY	흑전	266%	536%	208%	65%	87%	101%	84%	640%	84%	47%
QoQ	167%	-3%	0%	19%	43%	10%	7%	9%			
<b>영업이익률</b>	31.0%	30.5%	31.7%	28.0%	38.3%	36.3%	39.1%	39.5%	30.1%	38.3%	40.6%
영업외손익	0	-1	1	1	0	-1	0	1	0	0	0
세전이익	8	7	9	10	14	15	16	18	35	63	93
YoY	흑전	161%	1137%	149%	66%	98%	83%	80%	456%	81%	48%
QoQ	107%	-13%	19%	16%	38%	4%	10%	14%			
<b>당기순이익</b>	8.5	7.4	8.8	15.7	12.2	12.8	14.2	16.5	40.3	55.6	73.3
NPM	31%	28%	34%	45%	34%	30%	34%	37%	35%	34%	32%
YoY	104%	-13%	19%	79%	-22%	5%	11%	16%			
<b>EPS(원)</b>	141	123	146	262	203	213	236	274	672	926	1,221
YoY	흑전	161%	1137%	279%	44%	73%	61%	5%	534%	38%	32%

자료: 유진투자증권

## II. 투자포인트

### 두산 전자 BG 와 동행하는 파미셀

파미셀은 2011 년 세계 최초로 줄기세포 치료제(하티셀그램-AMI)를 개발한 바이오 전문 기업으로, 2013 년 아이디비캠(주) 소규모 합병을 통해 케미컬부문을 편입, 현재의 사업구조를 갖추게 되었다. 파미셀의 바이오케미컬 부문은 뉴클레오타이드, mPEG 를 비롯하여 AI 가속기용 CCL 의 원재료가 되는 레진과 경화제를 생산하고 있다.

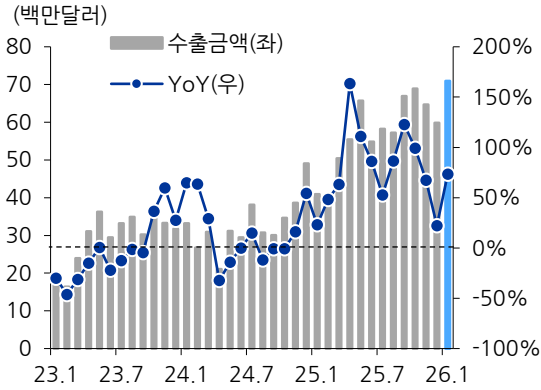
파미셀의 두산 전자 BG 향 연간 매출액 비중은 2025 년 57%에서 2026 년 70%로 증가 예상

CCL 은 동박과 절연층(레진-경화제-필러-보강재)으로 구성된 PCB 핵심 기반 소재이며, 레진(수지)은 절연층의 모체로서 전기적·기계적·열적 특성을 동시에 결정하는 1 차 재료이다. 전기적 관점에서 레진은 유전율(Dk)과 유전손실(Df)을 결정하며, 제조 공정 측면에서 라미네이션 과정에서 보강재를 고정하고 다층 구조가 균일하게 형성되도록 돕는 역할을 한다. 경화제는 레진을 단단하게 굳히는 반응재료, 최종 물성을 결정하는 소재이다. 경화제의 종류와 배합비에 따라 경화 속도, 경화 온도 범위 등이 상이하하며, 고속·고주파 환경에서는 경화 구조 자체가 유전손실(Df)안정성에 영향을 줄 수 있어, 경화제는 레진과 더불어 CCL 성능을 좌우하는 핵심 소재이다.

파미셀의 저유전율 전자소재는 두산 전자 BG 를 통해 북미 고객사향 CCL 원재료로 사용되고 있으며, 관련 매출은 지난 23 년 3 분기부터 발생해왔다. 파미셀은 24 년 3 분기까지 레진 위주의 공급을 지속하다가 24 년 4 분기부터 경화제를 납품하기 시작했다. 저유전율 전자소재 내 포트폴리오 확장에 힘입어 파미셀의 2025 년 연간 저유전율 전자소재 매출액은 24 년 대비 120% 증가한 648 억원을 기록했다.

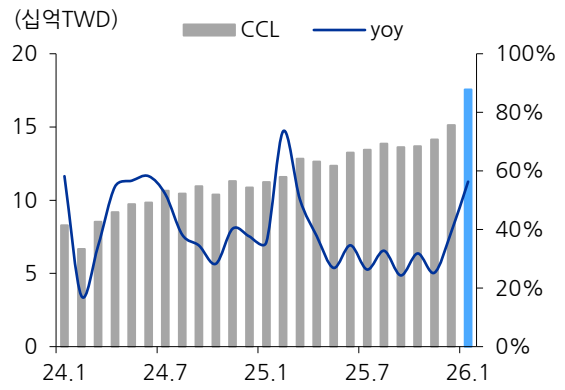
파미셀의 저유전율 전자소재 매출액은 두산 전자 BG 의 북미 고객사향 하이엔드 NWB 용 CCL 매출액과 동행하는 흐름을 보이고 있다. 두산 전자 BG 는 북미 고객사 로드맵에 따라 2 분기부터 차세대 아키텍처향 CCL 을 납품할 것으로 예상되며, 신제품향 믹스 개선에 따라 하반기로 갈수록 관련 매출액이 증가할 것으로 예상된다. 특히, 차세대 아키텍처에서는 CCL 적층에 사용되는 동박의 세대 전환(HVLP3 → HVLP4)에 따라 약 10% 중반의 가격 상승이 예상되며, 이외에도 탑재되는 칩 성능의 상승에 따라 파미셀의 전자소재 단가 역시 경화제를 중심으로 상승 중인 것으로 파악된다. 북미 고객사 랙서버향 건조한 수요 및 ASP 상승에 따라 파미셀의 연간 저유전율 전자소재 매출액은 전년비 78% 증가한 1,151 억원을 기록할 것으로 전망한다.

도표 3. 월별 CCL 수출입 추이



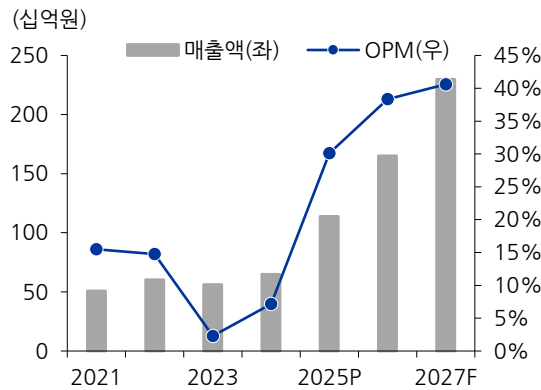
자료: KITA, 유진투자증권

도표 4. 대만 CCL 3사 월매출 추이



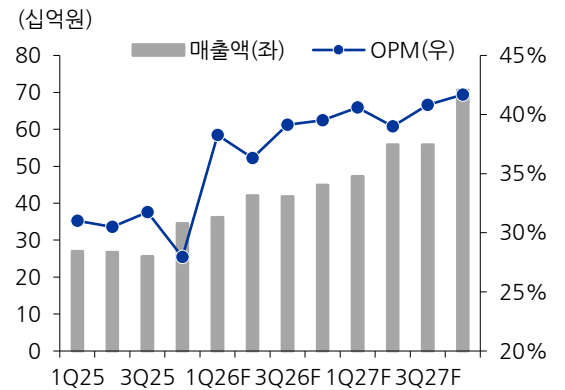
자료: MOPS, 유진투자증권

도표 5. 파미셀 연간 실적 전망



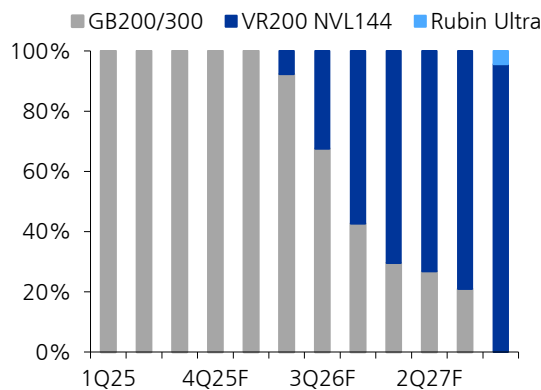
자료: 유진투자증권

도표 6. 파미셀 분기 실적 전망



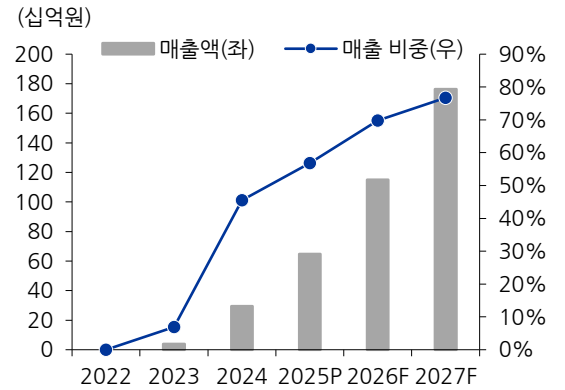
자료: 유진투자증권

도표 7. 아키텍처별 NVL72 랙서버 출하 비중



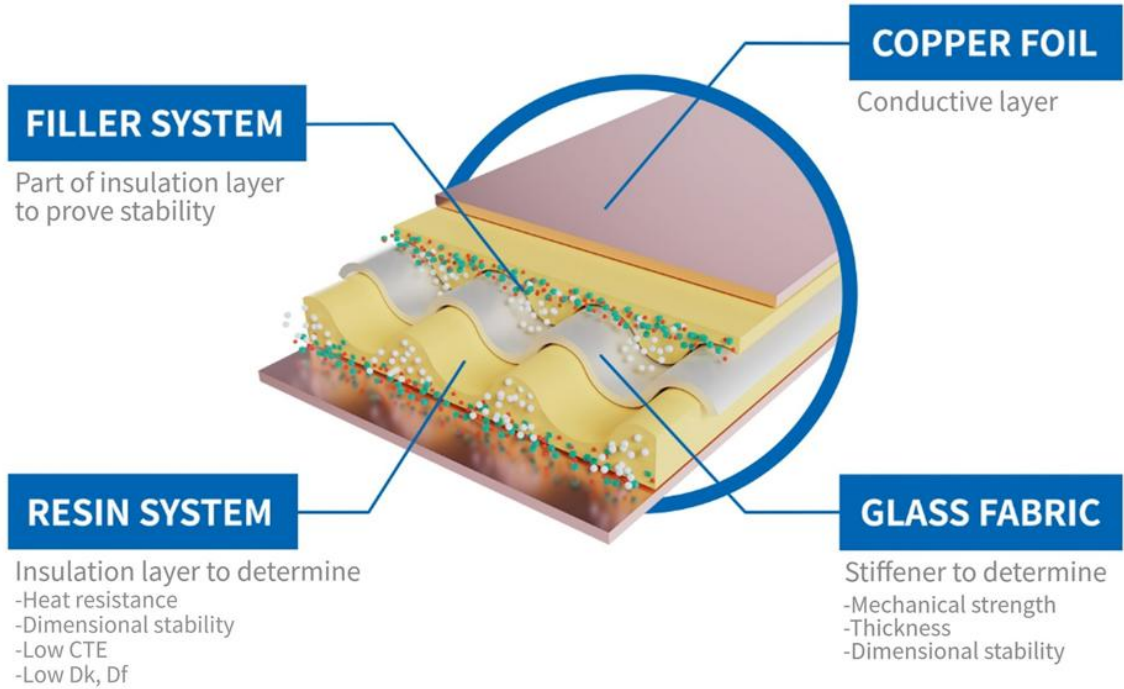
자료: 유진투자증권

도표 8. 파미셀 두산 전자BG 향 매출 비중



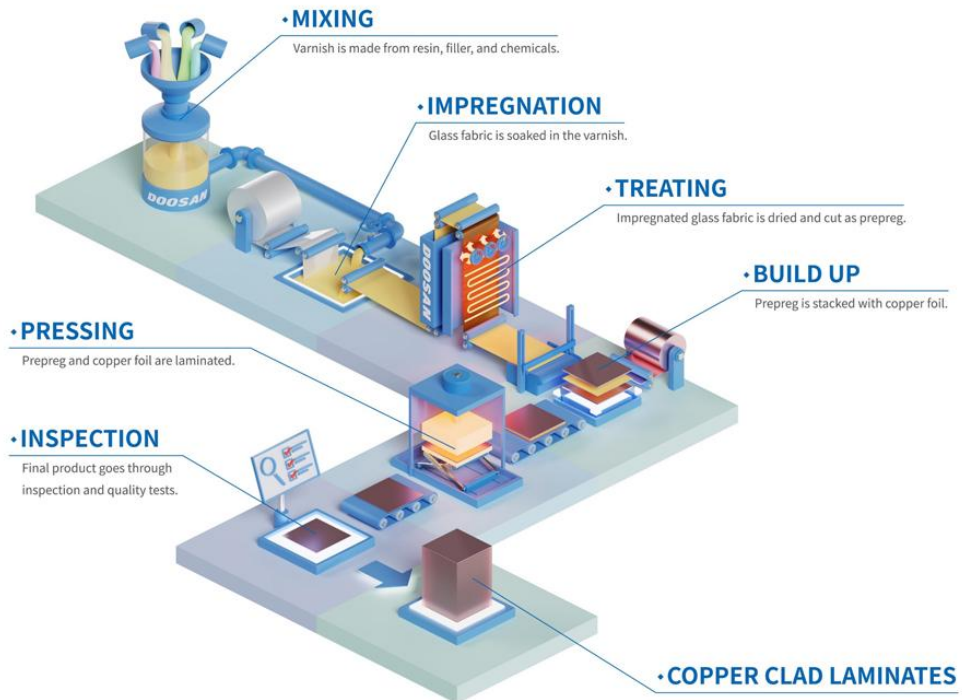
자료: 유진투자증권

도표 9. 두산전자 BG CCL



자료: 두산, 유진투자증권

도표 10. 두산전자 BG CCL 생산 과정



자료: 두산, 유진투자증권

## 이원화는 노이즈일 뿐

파미셀은 두산 전자 BG 향 저유전을 전자소재 납품 사실이 부각되며 지난해 하반기부터 두산과 주가 방향성을 함께 해왔으나, 작년 11 월 이후 저유전을 전자소재 제품의 이원화 노이즈와 함께 두 업체간 주가의 상관관계가 다소 엇나간 것을 확인할 수 있다. 하지만 당사는, 파미셀의 저유전을 전자소재(PTFE) 이원화 노이즈에 대해 전면 대체의 가능성은 매우 낮다고 판단한다.

전기적 관점에서 레진은 유전율(Dk)와 유전손실(Df)을 좌우하며, 이들은 CCL 완제품의 스펙을 좌우하는 주요 정량적 지표로도 활용된다. 유전율은 재료가 전기장을 얼마나 잘 저장할 수 있는지를 나타내는 값으로 Dk 값이 낮을수록 신호가 재료를 통과하는 속도가 빨라지며, 이는 곧 신호 지연이 줄어들음을 의미한다. 낮은 Dk 는 신호 무결성을 유지하고 노이즈를 최소화하는데 기여한다. 유전손실(Df)은 재료가 전기 에너지를 열로 변환하여 손실을 일으키는 정도를 나타내는 값으로, 신호 손실의 정도를 측정하는 지표이다. Df 값이 낮을수록 신호가 재료를 통과할 때의 에너지 손실이 줄어들어, 장거리 및 고주파 전송에서의 신호 품질이 유지된다. 고속 PCB 에서 삽입 손실(Insertion Loss)을 줄이기 위해서는 낮은 Df 값이 필수적이며, CCL 완제품의 등급 분류에 가장 중요한 기준으로 작용하는 지표 역시 유전손실계수이다.

도표 11. 파나소닉 MEGTRON 등급에 따른 스펙 변화

등급	유전율(Dk)	손실 계수(Df)	유리 전이 온도(Tg)
MEGTRON 2	4.0~4.1	0.01~0.013	170℃
MEGTRON 4	3.8	0.005~0.007	176℃
MEGTRON 6	3.4~3.7	0.001~0.002	185~210℃
MEGTRON 7	3.4~3.6	0.001~0.002	200℃ 이상
MEGTRON 8	3.3~3.4	0.001 이하	200℃ 이상
MEGTRON 9	-	-	-

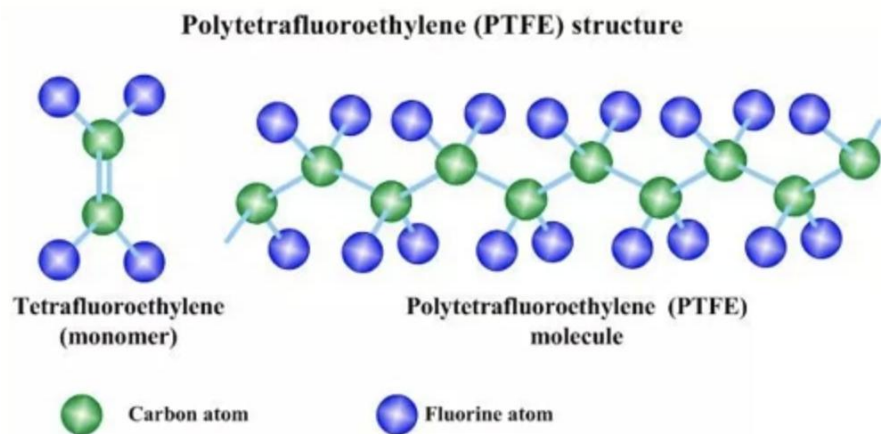
자료: 파나소닉, 유진투자증권

하이엔드 NWB 및  
고사양 AI 가속기용  
제품은 Df가 가장  
중요한 요소

파미셀이 공급하는 PTFE(Polytetrafluoroethylene, Teflon, 테플론)계열 레진은 레진 제품군(에폭시, mPPO, PTFE 등) 중에서도 유전손실계수(Df)를 가장 낮은 수준으로 구현 가능한 소재군에 속한다. PTFE 는 분자 구조상 극성기가 거의 없고(낮은 분극), 고주파에서의 분자 운동에 따른 손실이 제한적이어서 주파수가 상승할수록 손실이 급격히 악화되는 여타 하이드로카본계(에폭시, mPPO 등) 대비 구조적으로 유리하다는 장점이 있다. 특히 차세대 아키텍처로 갈수록 채널 당 데이터레이트 상승과 함께 신호 주파수 성분이 고주파로 이동하며, 시스템 레벨에서 허용 가능한 삽입손실 예산(loss budget)이 타이트해지기 때문에 유전손실계수(Df)가 소재 선택의 절대적 기준으로 작동한다. 즉, 하이엔드 NWB 및 고사양 가속기 보드에서 '최저 Df 확보'가 성능을 좌우하는 경우, PTFE 계열의 소재가 구조적으로 대체되기 어렵다고 판단한다.

PTFE 는 탄소-플루  
오린(C-F)결합이  
매우 안정적으로,  
분극이 상대적으로  
적게 일어남

도표 12. PTFE(Polytetrafluoroethylene) 분자 구조



자료: Zhejiang Hengyi Group, 유진투자증권

mPPO가 PTFE를 전면 대체하는 것이 아닌, 어플리케이션 별 적용 소재 분화 흐름을 예상

mPPO는 PPO 수지를 개량한 열가소성 수지. PTFE 대비 비용 효율적이고 가공이 용이하나 PTFE의 Df 특성을 구현하기 어려움

다만 PTFE 계열은 우수한 유전손실계수(Df) 특성의 반대급부로 경제성과 제조 난이도 측면의 제약이 존재한다. 첫째, 원재료 단가 자체가 상대적으로 높아 CCL 원가 구조에서 부담이 발생한다. 둘째, PTFE는 분자 구조상 동박과의 접착 확보가 어려우며, 라미네이션 조건(온도·압력·시간)과 표면처리·도금·가공 공정의 윈도우가 좁아 수율 리스크가 상승한다. 따라서 PTFE는 성능이 곧 원가를 정당화하는 하이엔드 영역에서 가장 적합하며, 반대로 볼륨이 큰 미들엔드급 어플리케이션(상대적으로 손실 예산이 덜 타이트하고, 원가 민감도가 높은 제품군)으로 포트폴리오를 확장하는 국면에서는 mPPO(Modified Polyphenylene Oxide) 계열의 장점이 두드러질 전망이다. 두산 전자 BG가 캐파 확대 이후 고객 및 제품 라인업을 확대하는 과정에서, 요구 스펙이 PTFE의 극한 성능까지 필요하지 않은 구간을 타깃으로 할 경우 mPPO 적용을 통해 원가/수율/납기 측면의 최적화를 도모할 가능성이 존재한다는 판단이다.

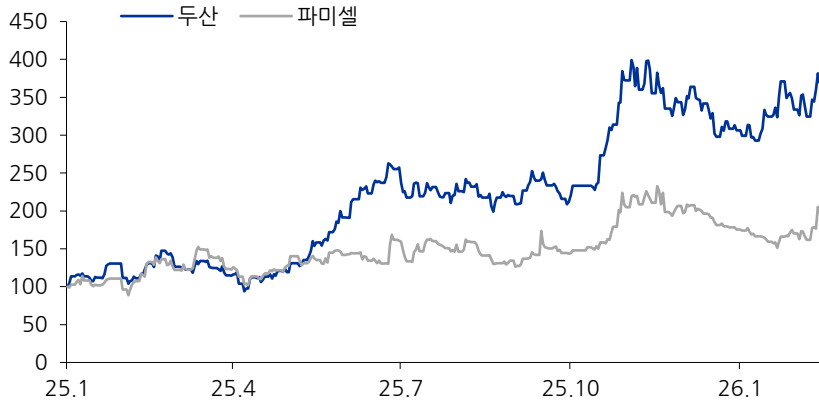
결론적으로, 북미 고객사의 현행 슈퍼칩용 하이엔드 CCL에서 레진·경화제 소재를 이원화해 운영할 가능성은 낮다. 해당 제품군은 시스템 성능을 좌우하는 삽입손실 예산이 촘촘하게 관리되는 구간이며, CCL 내 절연층 조성(레진·경화제-필러-보강재)과 공정조건이 한 세트에 최적화되는 특성이 강하다. 즉, 특정 소재만을 단순 대체하는 방식은 Dk/Df의 절대값뿐 아니라 온도·습도 안정성, 계면 접착, 다층 라미네이션 윈도우, 장기 신뢰성(열사이클/리플로우/CAF 등)에서 변동성을 확대시켜 양산 리스크를 키울 수 있다. 따라서 하이엔드 구간에서는 검증된 소재 조합을 유지하는 것이 합리적이며, 이원화는 오히려 수율·품질 관리 비용을 증가시키는 방향으로 작용할 가능성이 크다고 판단한다.

도표 13. CCL 제품별 레진 종류 및 Df

제조사	유닛	레진 종류	10GHZ Df
두산	DS-7409DQN2	PTFE	0.0011~0.0015
두산	DS-9530	PTFE	0.0010
EMC	EM-892K	PPO/PPE 블렌드	0.0013~0.0019
TUC	TU-933+	PPO/PPE 블렌드	0.0020
TUC	TU-933	PPO/PPE 블렌드	0.0025
ITEQ	IT-968G	PPO/PPE 블렌드	0.0039

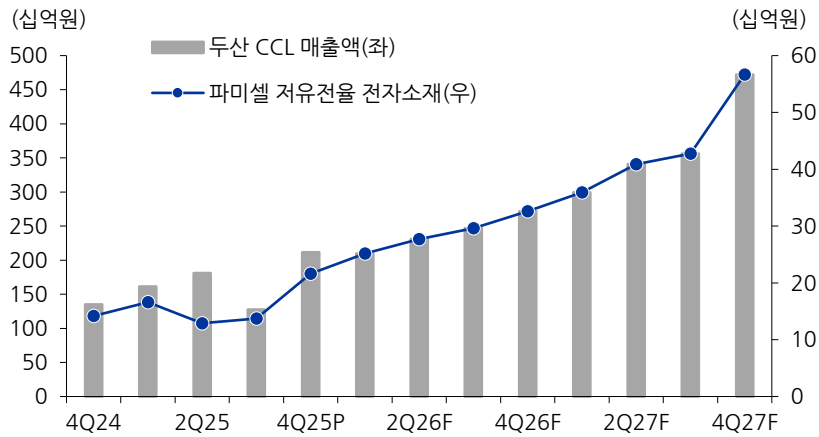
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 14. 두산과 파미셀 주가 추이(2025-01-01 = 100)



자료: 유진투자증권

도표 15. 북미 고객사향 두산 CCL, 파미셀 전자재료 매출 추이



자료: 유진투자증권

### 내년부터 본격화될 3 공장 증설 모멘텀

파미셀은 저유전율 전자소재 사업의 매출액 확대에 힘입어 지난 12 월 바이오케미컬 3 공장 증설을 결정했다. 울산 3 공장은 9 월 완공 예정으로, 이후 연말까지 램프업을 위한 수율 테스트 및 고객사 인증 절차 진행 후 내년부터 본격적으로 파미셀 실적에 기여할 전망이다. 기존 1, 2 공장 합산 캐파는 매출액 연 1 천억원 수준이며, 3 공장은 연간 1,500 억원에서 최대 2,000 억원 수준의 매출을 일으킬 수 있는 캐파로 파악된다.

현재 1 공장은 레진을 중점적으로 생산하되, 캐파의 일부를 뉴클레오시드와 mPEG 에 할당하고 있으며, 2 공장은 경화제를 위주로 생산중이다. 내년부터 3 공장 가동 시 기존 1, 2 공장에서 생산하고 있는 저유전율 전자소재 생산을 3 공장으로 할당하고, 기존 공장은 원료약 물질(뉴클레오시드)생산을 위해 사용할 예정이다. 지난 12 월 생물보안법을 포함한 미국 국방수권법(NDAA)의 상·하원 최종 통과 이후 뉴클레오시드 산업 내 파미셀의 점유율이 증가하는 추세 역시 향후 파미셀 바이오케미컬 실적 향상에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

도표 16. 파미셀 제품별 매출액 추이

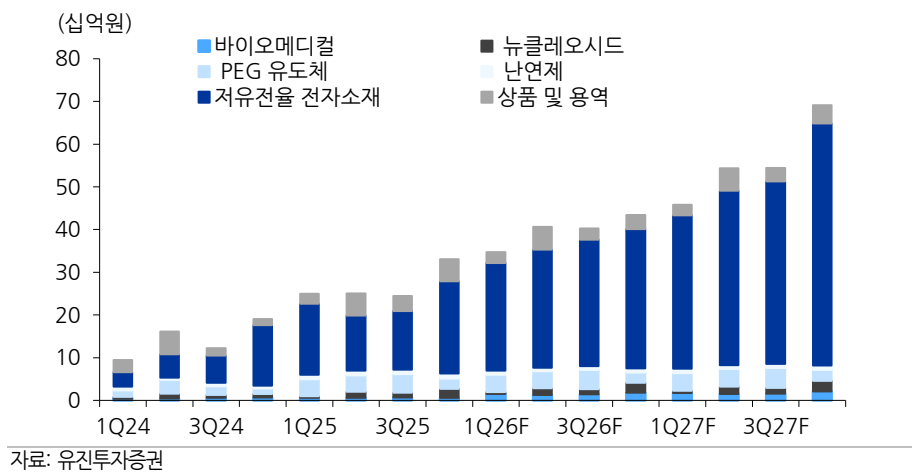
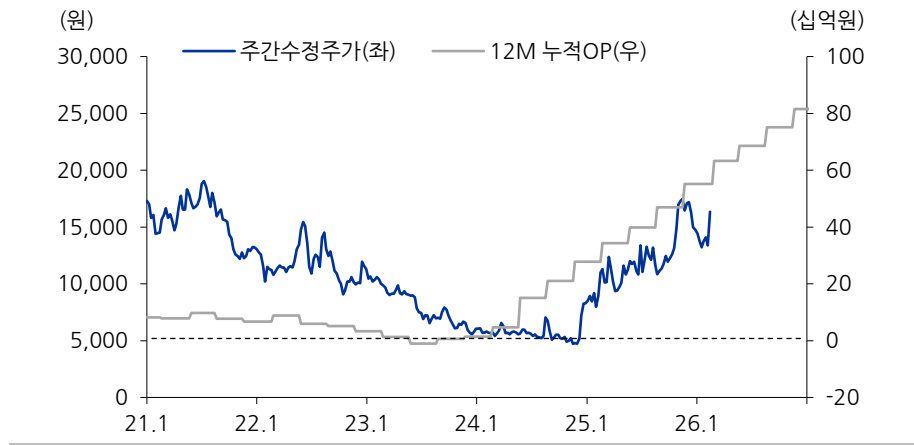


도표 17. 파미셀 12개월 누적 영업이익과 주가 추이



자료: 유진투자증권

## 파미셀(005690.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	<b>146</b>	<b>203</b>	<b>279</b>
유동자산	43	48	92	141	206
현금성자산	14	11	39	72	98
매출채권	8	17	26	34	53
재고자산	21	20	27	34	54
비유동자산	49	51	54	62	73
투자자산	4	4	7	7	7
유형자산	40	42	42	50	61
기타	6	6	6	6	6
<b>부채총계</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>27</b>
유동부채	8	8	8	9	14
매입채무	4	7	6	8	12
유동성이자부채	3	0	2	2	2
기타	0	0	0	0	0
비유동부채	4	5	13	13	13
비유동이자부채	0	0	8	8	8
기타	4	5	4	4	4
<b>자본총계</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>126</b>	<b>181</b>	<b>253</b>
지배지분	80	86	126	181	253
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	49	49	49	49	49
이익잉여금	1	7	46	101	173
기타	(0)	(0)	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>126</b>	<b>181</b>	<b>253</b>
총차입금	4	1	10	10	10
순차입금	(11)	(11)	(29)	(62)	(88)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>28</b>	<b>45</b>	<b>43</b>
당기순이익	4	6	40	56	73
자산상각비	3	3	3	4	4
기타비현금성손익	2	1	1	0	0
운전자본증감	4	(8)	(17)	(14)	(35)
매출채권감소(증가)	3	(10)	(9)	(8)	(19)
재고자산감소(증가)	2	(1)	(7)	(8)	(20)
매입채무증가(감소)	(1)	1	1	2	4
기타	(2)	2	(2)	0	0
<b>투자현금</b>	<b>6</b>	<b>(7)</b>	<b>(21)</b>	<b>(12)</b>	<b>(16)</b>
단기투자자산감소	11	(2)	(15)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	6	4	3	11	15
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	1	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	<b>(19)</b>	<b>(3)</b>	<b>7</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
차입금증가	(19)	(3)	8	0	0
자본증가	0	0	(1)	(1)	(1)
배당금지급	0	0	1	1	1
<b>현금 증감</b>	<b>(1)</b>	<b>(5)</b>	<b>12</b>	<b>32</b>	<b>25</b>
기초현금	14	14	8	21	53
기말현금	14	8	21	53	78
Gross Cash flow	8	11	45	59	78
Gross Investment	2	12	23	25	50
<b>Free Cash Flow</b>	<b>6</b>	<b>(1)</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>27</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>56</b>	<b>65</b>	<b>114</b>	<b>165</b>	<b>230</b>
증가율(%)	(6.6)	15.3	75.8	44.8	39.2
매출원가	41	44	63	84	117
<b>매출총이익</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>51</b>	<b>81</b>	<b>113</b>
판매 및 일반관리비	14	17	16	18	20
기타영업손익	(5)	17	(2)	10	10
<b>영업이익</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>34</b>	<b>63</b>	<b>93</b>
증가율(%)	(85.4)	259.2	637.8	84.2	47.4
<b>EBITDA</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>37</b>	<b>67</b>	<b>98</b>
증가율(%)	(62.6)	86.6	385.0	78.5	45.9
<b>영업외손익</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>
이자수익	0	0	0	1	1
이자비용	1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	1	0	(1)	(1)
<b>세전순이익</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>35</b>	<b>63</b>	<b>93</b>
증가율(%)	(20.7)	32.4	455.6	81.2	47.8
법인세비용	1	(0)	(6)	8	20
<b>당기순이익</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>73</b>
증가율(%)	(56.7)	77.0	536.9	37.8	31.8
지배주주지분	4	6	40	56	73
증가율(%)	(56.7)	77.0	536.9	37.8	31.8
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	<b>60</b>	<b>105</b>	<b>672</b>	<b>926</b>	<b>1,221</b>
증가율(%)	(56.7)	77.0	536.9	37.8	31.8
수정EPS(원)	60	105	672	926	1,221
증가율(%)	(56.7)	77.0	536.9	37.8	31.8

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	60	105	672	926	1,221
BPS	1,340	1,440	2,102	3,008	4,208
DPS	0	20	20	20	20
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	101.8	78.5	24.3	17.7	13.4
PBR	4.5	5.7	7.8	5.4	3.9
EV/ EBITDA	85.5	63.0	25.4	13.8	9.2
배당수익률	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	45.2	45.8	21.9	16.5	12.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.3	7.2	30.1	38.3	40.6
EBITDA이익률	7.4	11.9	32.8	40.5	42.5
순이익률	6.4	9.8	35.4	33.7	31.9
ROE	4.6	7.6	37.9	36.2	33.8
ROIC	1.4	4.6	29.3	53.1	52.9
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(13.1)	(12.3)	(23.1)	(34.4)	(35.0)
유동비율	556.0	628.2	1,194.9	1,486.8	1,489.7
이자보상배율	1.5	45.9	n/a	n/a	n/a
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	5.7	5.3	5.3	5.5	5.3
재고자산회전율	2.6	3.2	4.9	5.4	5.2
매입채무회전율	11.5	11.4	17.6	24.4	23.4

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

