

# 파미셀 005690

## 연초부터 폭발적 성장 + 두산의 캐파 증설 가능성

### 25년 영업이익 600% 이상 성장

25년 연결 매출 1,140억원 (+75.8% YoY), 영업이익 343억원 (+637.6% YoY, OPM 30%)의 눈부신 성과를 이뤄냈다. 우리가 작년 초 전망한 수치 대비 매출액은 200억원 하회했고 영업이익은 부합했다. 다시 말해 당초 예상했던 것 대비 레진과 경화제의 수익성은 훨씬 더 우수했다. 이 중 케미컬 사업 매출이 1,115억원으로 2배 가까운 성장을 보였으며 대부분 두산 전자 BG향 매출이 견인했다. 두산 전자 BG향 레진과 경화제 매출은 648억원으로 추정되며 이는 전년 대비 118% 성장한 수치다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 58%다.

연결 영업이익 343억원 중 바이오 부문이 약 60억원 적자를 기록한 것으로 추정되며 이를 제외하면 케미컬 부문의 영업이익은 약 403억원으로 영업이익률은 36%에 달했다.

### 26년 연초부터 폭발적 성장 → 26년 두산향 매출 1,100억원 이상 전망

GB200에서 GB300 전환의 물량 증가 효과가 지속되고 있으며 올해 1분기 그 강도는 훨씬 높을 것으로 추정된다. 여기에 일부 베라루빈 관련 샘플향 등도 포함된 것으로 보인다. 월평균 두산 전자 BG향 매출은 25년 50억에서 26년 상반기 기준 월 90억원으로 연초부터 폭발적 성장이 예상된다. 아직 베라루빈 출시 전의 실적인 만큼 하반기 실적 개선 기대감은 더욱 높아질 전망이다.

올해 연간 두산향 매출은 25년 648억원에서 26년 1,100억원 이상 (+69.7% YoY)으로 성장할 전망이다. 특히 수익성 측면에서 레진 대비 50% 높은 경화제 매출이 증가하면서 전체 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 두산향 경화제 매출은 25년 324억원에서 600억원으로 쿼터 점프가 기대된다.

### 공정 개선에 따른 생산량 증가와 제 3공장을 통해 증설 대응

두산이 추가 증설을 검토 중인 가운데 동사 역시 수요 대응을 위한 공정 개선을 통해 기존 대비 약 20~30% 수준의 생산량 확대가 가능해졌다. 또한 9월 완공되는 제 3공장은 27년부터 가동된다. 해당 공장의 매출 캐파는 2,000억원으로 기존 1~2공장 합산 캐파의 2배에 달한다.

#### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	60	56	65	115	161
영업이익	9	1	5	35	58
영업이익률(%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
세전이익	6	5	6	40	59
지배주주지분순이익	8	4	6	40	60
EPS(원)	138	60	105	674	993
증감률(%)	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
ROE(%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
PER(배)	82.1	101.8	78.5	19.9	13.5
PBR(배)	8.8	4.5	5.7	6.4	4.5
EV/EBITDA(배)	60.9	85.5	63.0	20.5	12.0

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장  
02-709-2650  
seankim@ds-sec.co.kr

2026.03.11

### 매수

목표주가(상향)	25,500원
현재주가(03/09)	13,430원
상승여력	86.2%

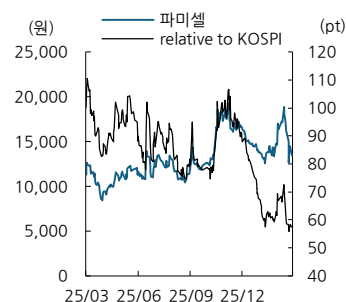
#### Stock Data

KOSPI	5,251.9pt
시가총액(보통주)	806십억원
발행주식수	60,017천주
액면가	500원
자본금	30십억원
60일 평균거래량	1,357천주
60일 평균거래대금	21,445백만원
외국인 지분율	9.1%
52주 최고가	20,800원
52주 최저가	8,150원
주요주주	
김현수(위 7인)	9.4%
김용만(위 1인)	0.1%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-8.7	-7.8
3M	-20.0	-46.8
6M	17.4	-43.7

#### 주가차트



## 목표주가 25,000원으로 커버리지 재개

투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 커버리지 재개한다. 목표주가는 26년 예상 순이익의 Target P/E 26배를 적용했다. Target P/E는 대만 주요 CCL 업체 26F P/E 평균치다. 기업가치 평가 시 케미컬 사업부문의 성장성을 반영하였으나 바이오 부문의 가치는 포함되지 않았다. 참고로 과거 바이오 부문만으로도 시가총액 1조 원 이상에서 거래된 이력이 있는 점을 고려할 때 향후 바이오 부문의 실적 개선이 기업가치 상승에 추가적인 영향을 미칠 가능성이 있다.

2025년 2월 21일 시행된 '첨단 재생 바이오법' 개정안으로 인해 동사가 보유한 GMP(우수 의약품 제조 및 품질관리) 공장에서의 CMO(위탁생산) 부문의 개선 여지가 있다.

표1 파미셀 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, 주)	배수 / 금액	비고
26년 순이익	59	
Target Multiple	26	주요 대만 CCL 업체 평균 P/E
적정 기업가치	1,540	
유통주식수	60,004,014	
목표 주가 (원)	25,000	
현재 주가 (원)	13,430	
상승여력 (%)	86.2	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

## 주요 투자 포인트 및 실적 전망

### 수익성을 동반한 성장 확인

25년 연결 매출 1,140억원(+75.8% YoY), 영업이익 343억원(+637.6% YoY) 달성하며 성장성과 수익성을 동시에 입증했다. 당초 전망 대비 매출은 200억원 하회했으나 영업이익은 부합했는데 이는 레진·경화제의 수익성이 예상을 크게 상회했음을 의미한다. 바이오 부문 약 60억원 적자를 제외한 케미컬 부문 단독 영업이익률은 36%에 달하며 동사가 단순 소재 기업이 아닌 고부가가치 제조업체임을 확인시켜준다.

### 26년 두산향 구조적 성장 예상

25년 두산향 레진·경화제 매출은 648억원(+118% YoY)으로 전체 매출의 58%를 차지했다. 월평균 매출 기준으로는 25년 50억원에서 26년 상반기 90억원으로 급증하고 있으며 이는 GB200→GB300 전환에 따른 구조적 물량 증가가 견인하고 있다. 베라루빈 출시 전 실적임을 감안하면 하반기 추가 모멘텀도 남아 있다. 26년 연간 두산향 매출은 1,100억원 이상(+69.7% YoY)으로 전망한다.

### 경화제 믹스 개선 - 매출 성장 이상의 수익성 레버리지

레진 대비 마진이 50% 높은 경화제 매출이 25년 324억원에서 26년 600억원으로 쿼터 점프가 기대된다. 매출이 늘수록 제품 믹스가 개선되는 구조로 외형 성장률 이상의 이익 성장이 예상된다.

### 캐파 증가

공정개선 승인 완료로 기존 대비 20~30% 생산량 확대가 단기적으로 가능해졌다. 중장기적으로는 9월 완공 예정인 제3공장이 27년부터 본격 가동되며, 동 공장의 매출 캐파는 2,000억원으로 기존 1·2공장 합산의 2배에 달한다. 두산의 추가 증설 검토와 맞물려 수요-공급 확장이 동시에 진행되고 있다.

### 전쟁, 유가 하락발 주가 조정 — 본질과 무관한 노이즈

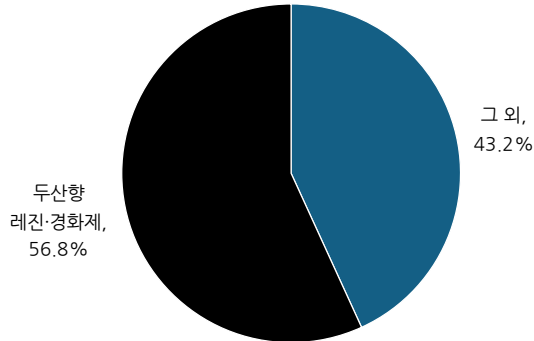
최근 유가 하락 우려로 동사 주가가 동반 조정을 받았으나 펀더멘털과의 연관성은 낮다. 주력 원재료인 Sebacic Acid는 피마자유 기반으로 원유와의 직접적인 가격 연동성이 낮다. 실적 모멘텀의 핵심 변수는 유가가 아닌 AI 서버 수요와 두산 전자 BG의 증설 방향성이다. 펀더멘털 훼손 없는 주가 조정 구간은 역사적으로 매력적인 진입 기회였다.

표2 파미셀 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
<b>매출액</b>	<b>37.8</b>	<b>51.8</b>	<b>60.2</b>	<b>56.2</b>	<b>64.8</b>	<b>114.0</b>	<b>160.1</b>
YoY	0.0	37.3	16.1	-6.5	15.3	75.9	40.4
케미컬 사업	35.4	49.8	58.7	54.6	62.8	111.5	157.2
YoY	0.0	40.7	17.9	-7.0	15.1	77.5	41.0
바이오 사업	2.4	1.1	1.5	1.7	2.0	2.5	2.9
YoY	0.0	-52.8	32.6	11.7	21.9	25.0	15.0
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>7.9</b>	<b>8.9</b>	<b>1.3</b>	<b>4.6</b>	<b>34.3</b>	<b>57.6</b>
YoY	0.0	9.0	12.8	-85.5	259.7	638.5	68.2
OPM	19.1	15.2	14.8	2.3	7.2	30.1	36.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.3</b>	<b>9.5</b>	<b>8.3</b>	<b>3.6</b>	<b>6.3</b>	<b>40.3</b>	<b>59.2</b>
YoY	0.0	80.0	-12.5	-56.7	76.8	535.9	47.2
NPM	13.9	18.2	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0

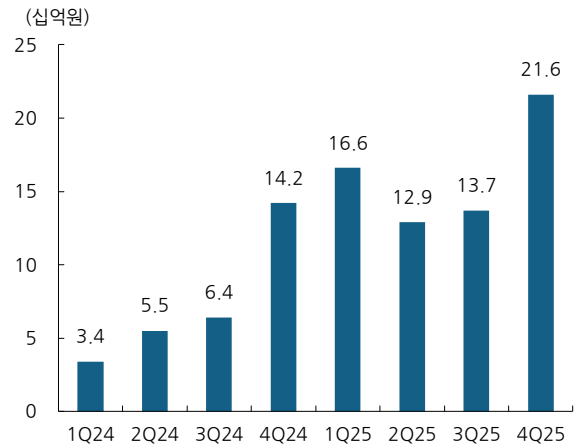
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 25년 매출 중 두산향 레진-경화제 비중



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림2 두산향 저유전율 전자소재 분기 매출액 추이



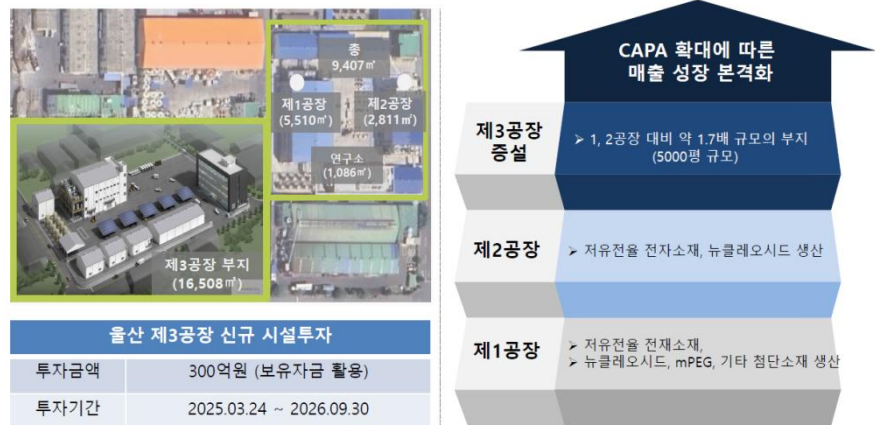
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

표3 저유전율 전자소재

개요	고기능 전자제품이 증가함에 따라 높은 데이터 전송 속도, 낮은 지연시간 등을 구현하기 위한 소재의 수요 증가
주요 용도	AI Accelerator, 5G용 network 보드, 고가의 네트워크 장비등 저유전 기판 제조용
경쟁력	고품질 및 공급 안정성, 최고의 고객 서비스
전망	- AI 가속기 수요는 지속적으로 늘어날 것으로 전망 - 2026년 저유전율 전자소재 관련 매출 전년 대비 대폭 증가할 것으로 기대

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림3 CAPA 증설 현황



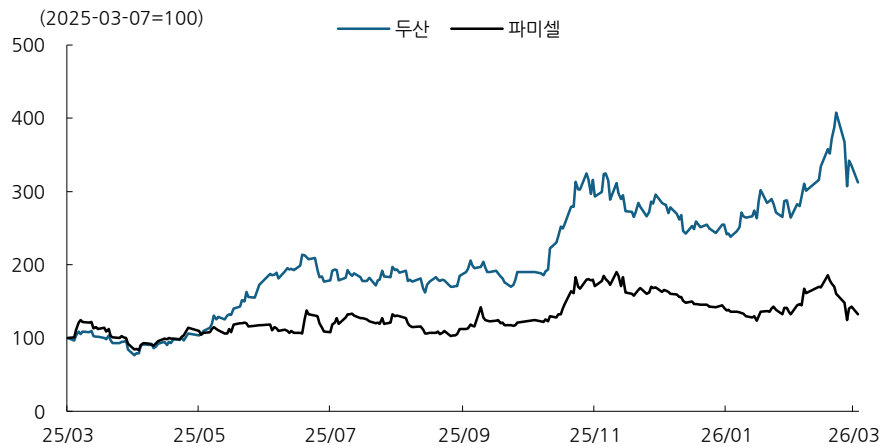
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림4 제3공장 예상 조감도



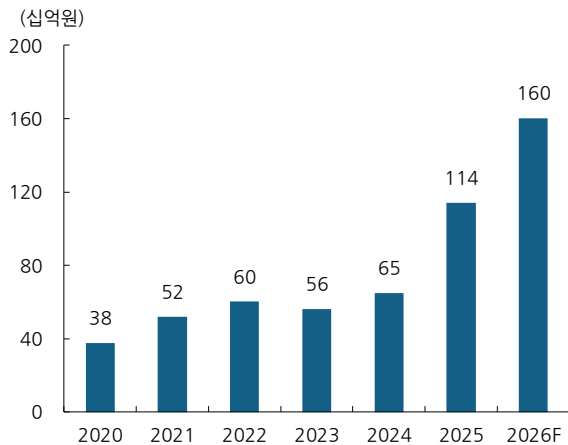
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림5 파미셀-두산 주가 추이 비교



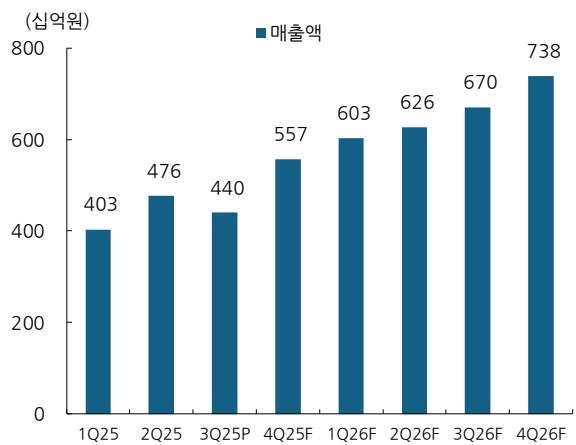
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 파미셀 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 전자 BG 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

[ 파미셀 005690 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	62	43	48	83	131	매출액	60	56	65	115	161
현금 및 현금성자산	14	14	8	22	57	매출원가	36	41	44	51	62
매출채권 및 기타채권	12	8	17	21	22	매출총이익	24	15	21	64	99
재고자산	23	21	20	36	49	판매비 및 관리비	15	14	17	29	41
기타	13	1	3	3	3	영업이익	9	1	5	35	58
비유동자산	47	49	51	59	66	(EBITDA)	11	4	8	38	62
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	1	0	2	0	0
유형자산	37	40	42	46	50	이자비용	1	1	0	0	0
무형자산	6	6	6	6	7	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	110	93	99	142	197	기타영업외손익	-4	4	0	6	1
유동부채	29	8	8	11	15	세전계속사업이익	6	5	6	40	59
매입채무 및 기타채무	5	4	7	10	14	계속사업법인세비용	-2	1	0	0	-1
단기금융부채	23	3	0	0	0	계속사업이익	8	4	6	40	60
기타유동부채	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	4	4	5	5	5	당기순이익	8	4	6	40	60
장기금융부채	0	0	0	0	0	지배주주	8	4	6	40	60
기타비유동부채	4	4	5	5	5	총포괄이익	8	4	6	40	60
부채총계	33	12	13	16	20	매출총이익률 (%)	39.6	27.6	32.9	55.8	61.7
지배주주지분	77	80	86	126	177	영업이익률 (%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
자본금	30	30	30	30	30	EBITDA마진률 (%)	18.4	7.4	11.9	33.3	38.5
자본잉여금	194	49	49	49	49	당기순이익률 (%)	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0
이익잉여금	-147	1	7	46	98	ROA (%)	8.1	3.5	6.6	33.6	35.1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
자본총계	77	80	86	126	177	ROIC (%)	10.6	1.4	4.6	28.2	38.3

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	3	23	52	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	8	4	6	40	60	P/E	82.1	101.8	78.5	19.9	13.5
비현금수익비용가감	5	4	5	1	1	P/B	8.8	4.5	5.7	6.4	4.5
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4	P/S	11.3	6.5	7.7	7.0	5.0
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	60.9	85.5	63.0	20.5	12.0
기타현금수익비용	3	2	1	-3	-3	P/CF	51.5	45.2	45.8	19.6	13.2
영업활동 자산부채변동	-5	4	-8	-18	-9	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.2	1.0	1.4
매출채권 감소(증가)	-5	3	-10	-5	-1	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-5	2	-1	-16	-13	매출액	16.2	-6.6	15.3	76.8	40.4
매입채무 증가(감소)	2	-1	1	3	4	영업이익	12.9	-85.4	259.2	641.1	68.0
기타자산 부채변동	2	-2	2	0	0	세전이익	-36.8	-20.7	32.4	539.1	47.2
투자활동 현금	-21	6	-7	-8	-9	당기순이익	-12.6	-56.7	77.0	539.1	47.2
유형자산처분(취득)	-19	-6	-4	-8	-8	EPS	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
무형자산 감소(증가)	0	1	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-2	11	-2	0	0	부채비율	43.0	15.1	14.8	12.6	11.2
기타투자활동	0	0	0	0	0	유동비율	218.5	556.0	628.2	779.5	893.2
재무활동 현금	0	-19	-3	-1	-8	순차입금/자기자본(x)	-5.7	-13.1	-12.3	-19.4	-33.6
차입금의 증가(감소)	0	-19	-3	0	0	영업이익/금융비용(x)	11.9	1.5	45.9	499.0	838.1
자본의 증가(감소)	0	0	0	-1	-8	총차입금 (십억원)	23	4	1	1	1
배당금의 지급	0	0	0	1	8	순차입금 (십억원)	-4	-11	-11	-24	-60
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-12	-1	-5	14	35	EPS	138	60	105	674	993
기초현금	26	14	14	8	22	BPS	1,277	1,340	1,440	2,094	2,957
기말현금	14	14	8	22	57	SPS	1,003	937	1,081	1,910	2,682
NOPLAT	6	1	3	25	42	CFPS	219	134	181	687	1,014
FCF	-13	17	-3	15	43	DPS	n/a	n/a	20	130	190

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

**파미셀 (005690) 투자이건 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2025-02-24	담당자변경				
2025-02-24	매수	15,000	-25.5	-15.7	
2025-03-04	매수	15,000	-24.2	-15.7	
2025-03-25	매수	16,500	-19.9	16.8	
2025-05-09	매수	16,500	-17.0	16.8	
2026-03-11	매수	25,000			

**투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)**

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

**투자이건 비율**

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.