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 대면적화으로 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	-

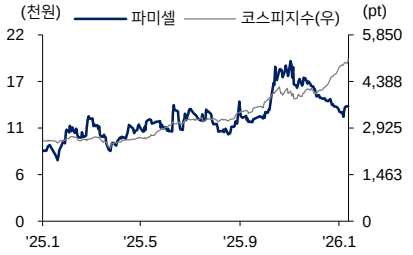
KOSPI	5,084.85pt
시가총액	8,282억원
발행주식수	6,002만주
유동주식비율	90.62%
외국인비중	8.79%
52주 최고/최저가	19,270원/7,340원
평균거래대금	376.6억원

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



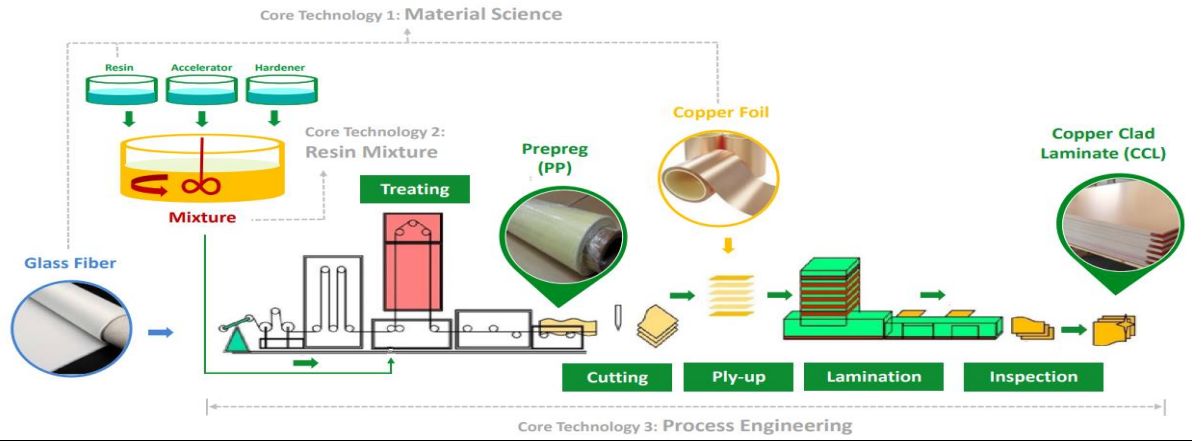
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	56.2	1.3	3.6	60	-56.7	1,340	101.8	4.5	85.4	4.6	15.1
2024	64.9	4.7	6.3	106	77.0	1,440	78.5	5.7	63.0	7.6	14.8
2025E	79.5	7.3	8.1	135	28.3	1,556	73.5	6.4	58.6	9.0	22.0
2026E	103.4	11.4	12.7	211	55.8	1,747	65.6	7.9	60.8	12.8	31.7
2027E	141.8	17.6	19.4	323	53.2	2,050	42.8	6.8	43.8	17.0	43.6

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%**

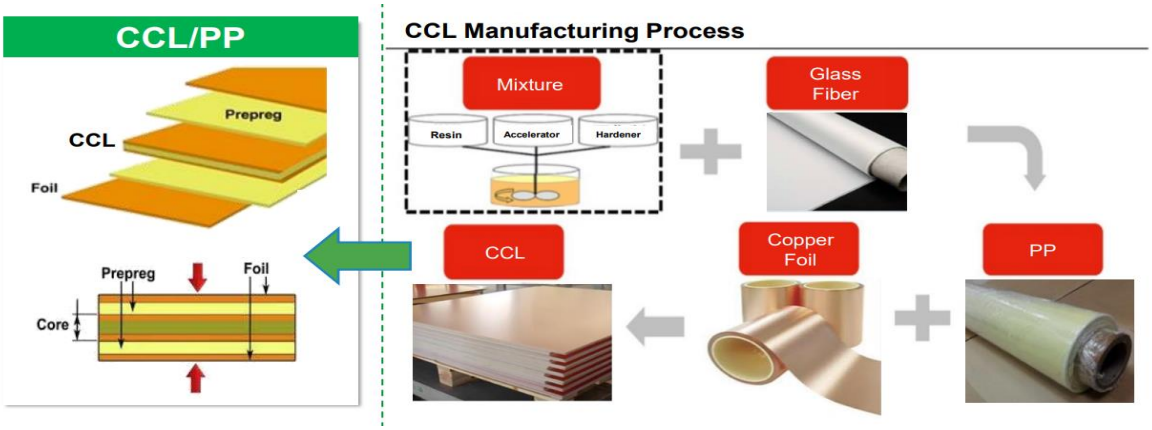
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CCL 제조과정



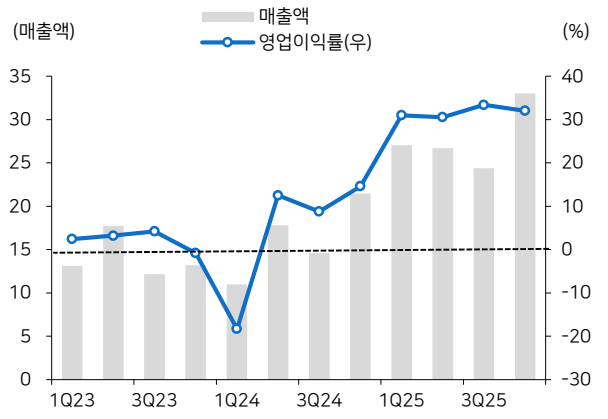
자료: ITEQ

그림2 CCL 구성



자료: ITEQ

그림3 파미셀 분기 실적 추이 및 전망



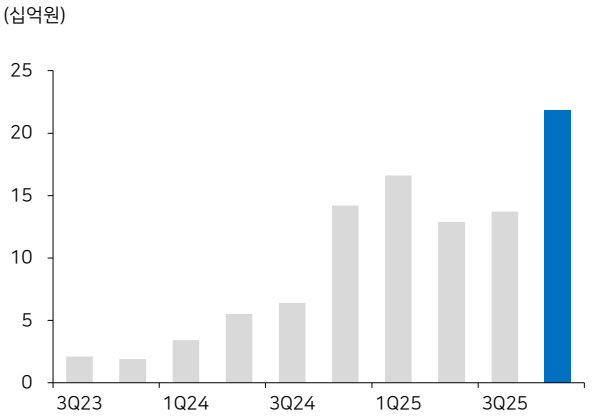
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

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

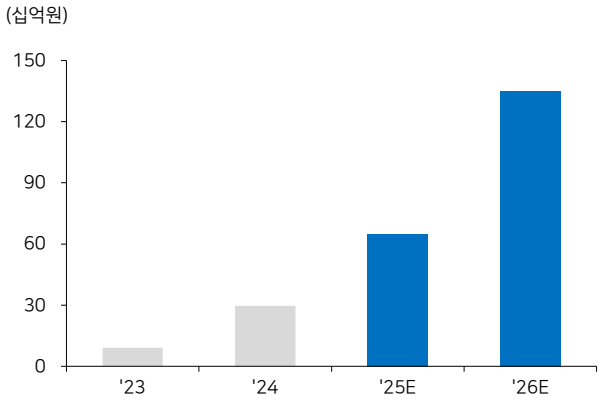
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 파미셀 저유전율 소재 분기 매출액 추이 및 전망



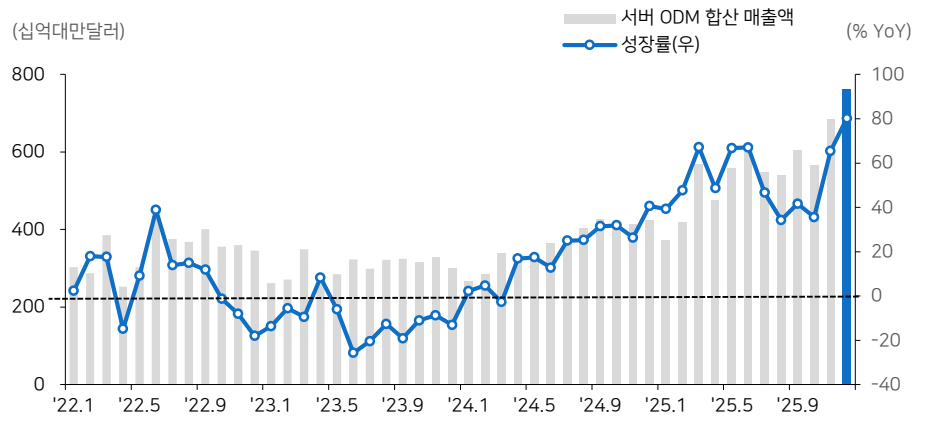
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파미셀 저유전율 소재 연간 매출액 추이 및 전망



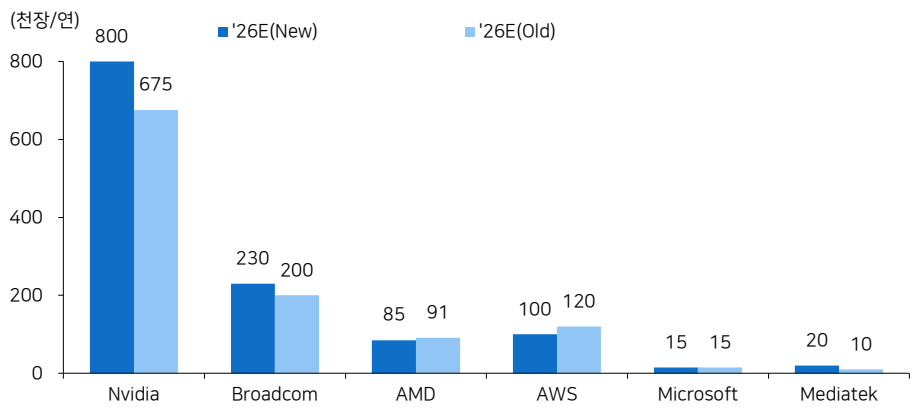
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



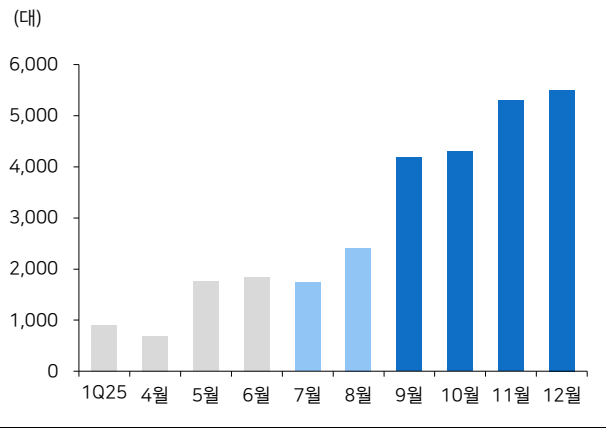
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 TSMC CoWoS Capa 배분



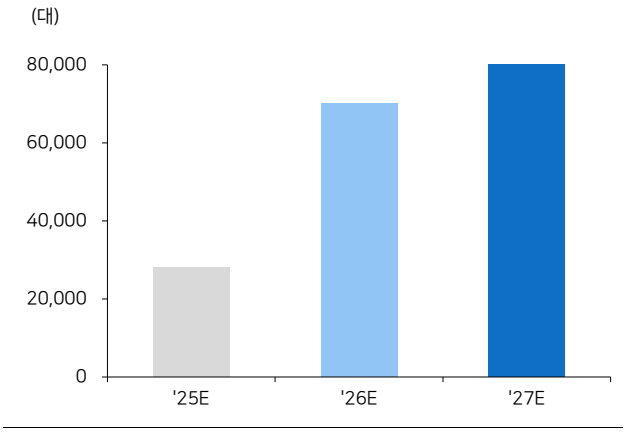
자료: 메리츠증권 리서치센터

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

		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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**56.2**	**64.9**	**79.5**	**103.4**	**141.8**
매출액증가율(%)	-6.6	15.3	22.5	30.1	37.2
매출원가	40.7	43.5	52.4	67.1	90.9
매출총이익	15.5	21.3	27.1	36.3	50.9
판매관리비	14.2	16.7	19.8	24.9	33.3
영업이익	**1.3**	**4.7**	**7.3**	**11.4**	**17.6**
영업이익률(%)	2.3	7.2	9.2	11.0	12.4
금융손익	0.5	0.3	0.8	1.2	1.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.0	1.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.7	6.3	8.1	12.6	19.3
법인세비용	1.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
당기순이익	**3.6**	**6.3**	**8.1**	**12.7**	**19.4**
지배주주지분 순이익	3.6	6.3	8.1	12.7	19.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**11.8**	**3.5**	**-4.4**	**-9.9**	**-19.1**
당기순이익(손실)	3.6	6.3	8.1	12.7	19.4
유형자산상각비	2.8	3.0	2.8	2.4	2.1
무형자산상각비	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	3.5	-7.5	-15.4	-25.0	-40.6
투자활동 현금흐름	**5.9**	**-6.8**	**-2.7**	**-4.3**	**-7.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-6.0	-4.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	0.1	-0.8	-1.2	-2.0
재무활동 현금흐름	**-18.7**	**-3.2**	**-1.0**	**-0.9**	**-0.8**
차입금의 증감	-19.2	-2.9	0.2	0.3	0.4
자본의 증가	-144.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.6	-5.5	-8.1	-15.2	-27.0
기초현금	14.4	13.7	8.3	0.1	-15.1
기말현금	13.7	8.3	0.1	-15.1	-42.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	43.2	48.0	64.8	90.0	128.7
현금및현금성자산	13.7	8.3	0.1	-15.1	-42.0
매출채권	6.9	16.2	26.3	42.7	69.4
재고자산	20.9	19.8	32.2	52.3	84.9
비유동자산	49.4	51.2	49.2	48.0	47.9
유형자산	40.0	41.7	38.9	36.5	34.4
무형자산	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
투자자산	1.3	1.2	2.0	3.2	5.2
자산총계	**92.5**	**99.3**	**113.9**	**138.0**	**176.7**
유동부채	7.8	7.7	12.4	20.2	32.8
매입채무	1.8	3.1	5.0	8.2	13.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.4	5.2	8.2	13.0	20.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**12.1**	**12.8**	**20.6**	**33.2**	**53.7**
자본금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	49.4	49.4	49.4	49.4	49.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	1.1	7.1	14.1	25.5	43.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**80.4**	**86.4**	**93.4**	**104.8**	**123.0**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	937	1,081	1,324	1,722	2,363
EPS(지배주주)	60	106	135	211	323
CFPS	134	181	169	230	328
EBITDAPS	69	129	169	230	328
BPS	1,340	1,440	1,556	1,747	2,050
DPS	0	20	20	20	20
배당수익률(%)	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	101.8	78.5	73.5	65.6	42.8
PCR	45.2	45.8	59.0	60.2	42.2
PSR	6.5	7.7	7.5	8.0	5.9
PBR	4.5	5.7	6.4	7.9	6.8
EBITDA(십억원)	4.1	7.7	10.1	13.8	19.7
EV/EBITDA	85.4	63.0	58.6	60.8	43.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	7.6	9.0	12.8	17.0
EBITDA 이익률	7.4	11.9	12.7	13.4	13.9
부채비율	15.1	14.8	22.0	31.7	43.6
금융비용부담률	1.5	0.2	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	1.5	45.9	14.7	21.9	31.0
매출채권회전율(x)	6.4	5.6	3.7	3.0	2.5
재고자산회전율(x)	2.6	3.2	3.1	2.4	2.1

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

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