파미셀 (005690)

의심은 줄고 숫자는 늘고

전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 5. 13

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5.12)	18,170원
상승여력	-

1Q26 Review: 압도적인 수익성 유지

파미셀의 1Q26 별도 기준 실적은 매출액 367억원(+35.7% YoY), 영업이익 131억원(+56.1% YoY, OPM 35.6%)을 기록, 영업이익 기준 당사 추정치(123억원)를 상회했다. 국내 CCL 고객사향 저유전율 소재 매출 성장(4Q25 216억원 → 1Q26 260억원)과 뉴클레오시드를 포함한 원료의약물질 성장세가 실적 개선을 견인했다. 메디컬 사업부에서 두 자릿수 적자가 지속되었음에도 불구하고, 전사 기준 역대 최고 분기 수익성을 달성했으며 다른 CCL 밸류체인 대비 차별화된 수익성을 유지했다(그림1).

저유전율 소재, AI CCL 업황과 함께 성장 지속

2026년 별도 실적은 매출액 1,620억원(+42.0% YoY), 영업이익 584억원(+70.3% YoY)을 전망한다. 국내 CCL 고객사향 저유전율 소재의 경우, AI 서버·네트워크·패키지향 CCL 수요 확대에 따른 업황 호조로 고객사의 증평·김천·창수 공장향 물량이 모두 증가하고 있는 것으로 파악된다. 동시에 2분기부터는 동사 자체적인 공정 효율화에 따른 생산능력 확대 효과가 반영되며 추가적인 매출 성장이 기대된다. 또한 하반기에는 핵심 AI 고객사 신제품향 공급이 시작되고, 이에 대응하는 국내 CCL 고객사의 신규 라인 가동 역시 예정되어 있어 물량 확대 흐름이 지속될 전망이다. 이에 따라 올해 국내 CCL 고객사향 저유전율 소재 매출액은 1,172억원(+80.9% YoY)으로 성장할 것으로 예상하며, 신공장 가동 효과가 본격화되는 2027년에는 1,772억원(+51.2% YoY)까지 확대될 전망이다. 최근 Sabic의 이란 타격 여파로 현지 공장의 PPO 수지 생산이 중단되며 원자재 수급 변동성이 확대되고 있으나, 동사와 국내 고객사의 경우 관련 소재를 전량 미국에서 조달하고 있어 실질적인 공급 차질 가능성은 제한적인 것으로 파악된다.

여전히 부담 없는 기회

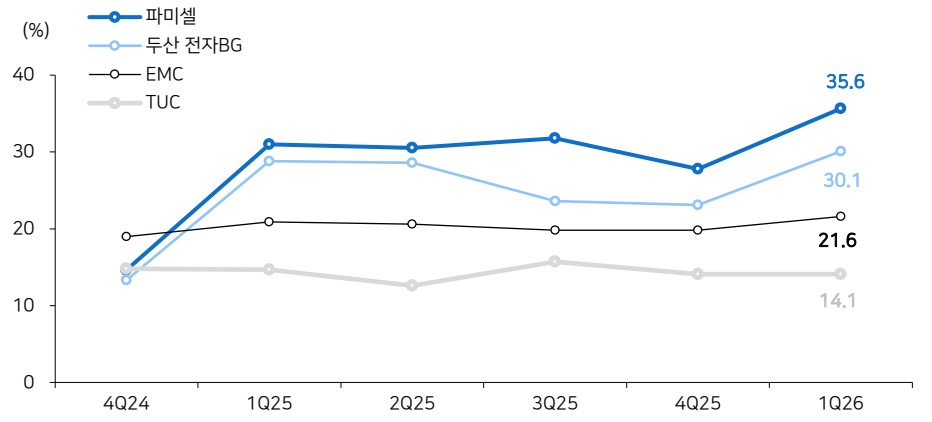
CCL은 배합 과정에서 원료 변경 시 물성 변화 및 신뢰성 리스크가 높아 공급망 전환에 보수적인 접근이 불가피하다. 특히 레진·경화제는 고분자 화합물 특성상 미세한 공정 변수 변화에도 물성 편차가 발생할 수 있어 신규 소재 채택에 따른 부담이 크다. 또한 품질 인증에 장기간이 소요되는 구조적 특성상, 동사가 이번 제품뿐만 아니라 차세대 제품 개발 단계부터 고객사와 공동으로 참여하고 있어 단기간 내 공급망 이원화 가능성은 제한적이라고 판단된다. 밸류체인 내 상대적으로 높은 수익성과 실적 성장 가시성을 보유하고 있음에도, 동사의 '26년 기준 PER(당사 추정 20.7배)이 글로벌 PCB/CCL Peer 대비 낮은 수준에 거래되고 있어 밸류에이션 매력이 높다는 기존 의견을 유지한다.

표1 파미셀 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원/달러)	**1,453**	**1,400**	**1,390**	**1,440**	**1,465**	**1,468**	**1,430**	**1,420**	**1,421**	**1,446**	**1,410**
매출액	**27.0**	**26.8**	**25.7**	**34.6**	**36.7**	**39.0**	**42.2**	**44.2**	**114.1**	**162.0**	**225.4**
(%, QoQ)	25.9%	-1.0%	-4.1%	35.0%	6.0%	6.2%	8.3%	4.6%			
(%, YoY)	146.4%	50.3%	75.8%	61.2%	35.7%	45.6%	64.6%	27.5%	75.9%	42.0%	39.1%
바이오 케미컬	26.4	26.2	25.0	34.0	36.0	38.2	41.2	43.0	111.5	158.3	220.4
바이오 메디컬	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8	1.1	1.2	2.5	3.7	5.0
영업이익	**8.4**	**8.2**	**8.2**	**9.6**	**13.1**	**14.2**	**15.8**	**15.4**	**34.3**	**58.4**	**83.4**
(%, QoQ)	166.9%	-2.5%	-0.2%	18.0%	36.0%	8.6%	11.1%	-2.5%			
(%, YoY)	30.0%	266.4%	536.7%	206.4%	56.1%	73.8%	93.5%	59.8%	636.1%	70.3%	42.7%
영업이익률	**31.0%**	**30.5%**	**31.8%**	**27.8%**	**35.6%**	**36.4%**	**37.4%**	**34.8%**	**30.1%**	**36.1%**	**37.0%**
당기순이익	8.5	7.4	8.8	15.7	11.7	12.6	13.5	14.7	40.3	52.6	78.7

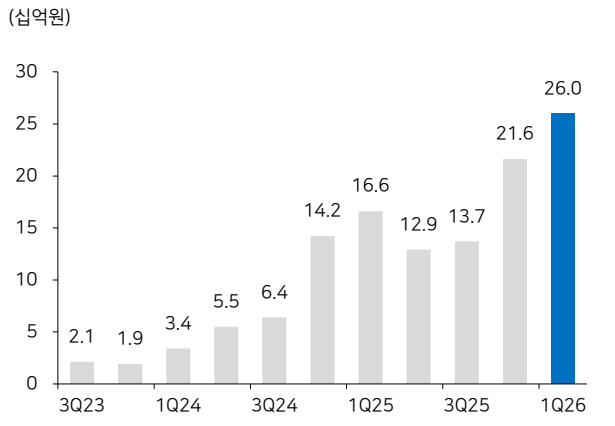
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 CCL 밸류체인 영업이익률 비교



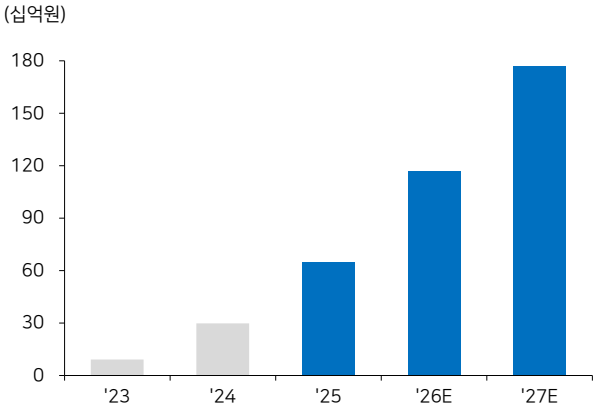
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 파미셀 저유전율 소재 분기 매출액 추이 및 전망



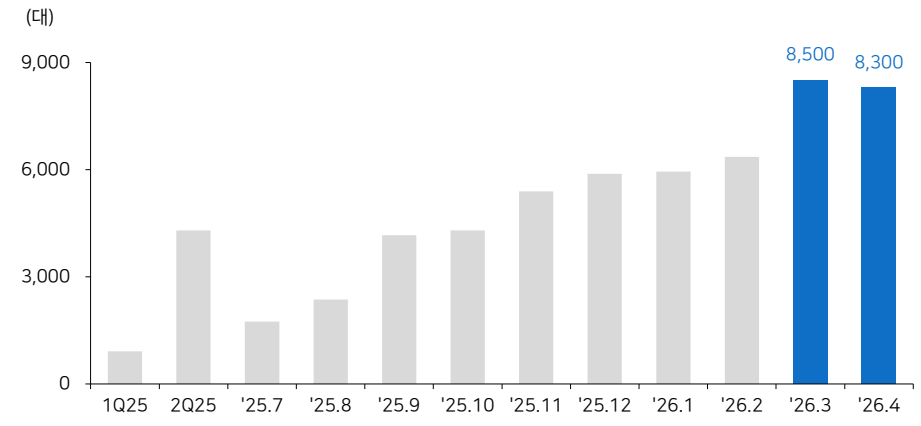
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림3 파미셀 저유전율 소재 연간 매출액 추이 및 전망



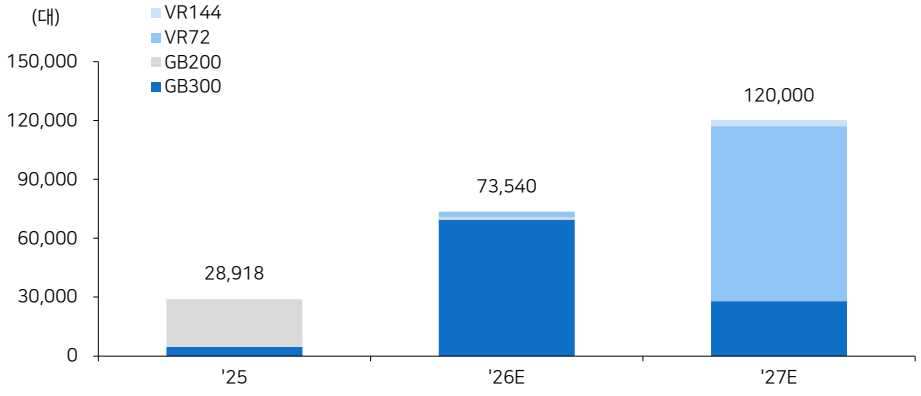
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 월별 NVL72 서버랙 출하량 추이



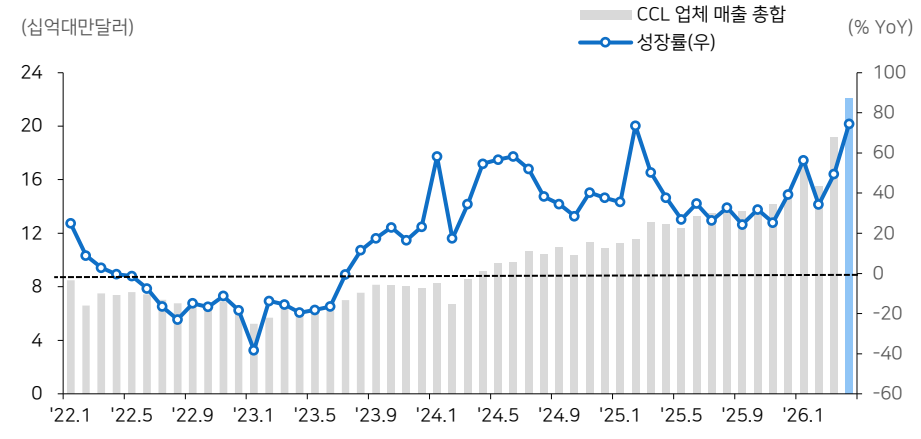
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 연도별 NVL72 서버랙 출하량 추이 및 전망



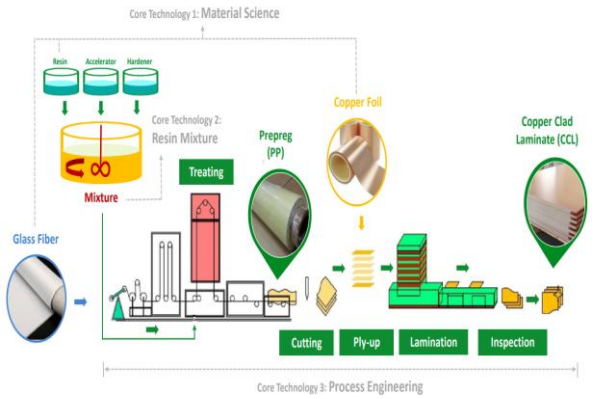
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 CCL 업체 합산 매출액 추이



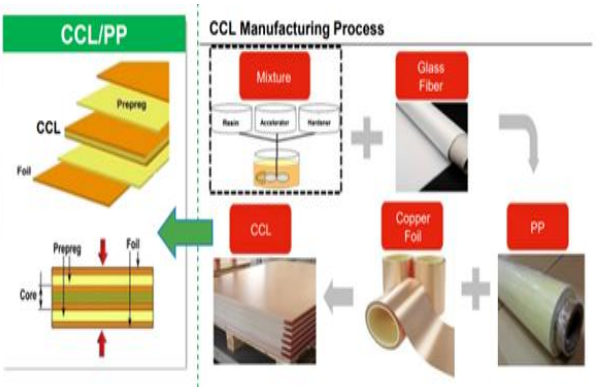
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 CCL 제조 과정



자료: ITEQ

그림8 CCL 구성



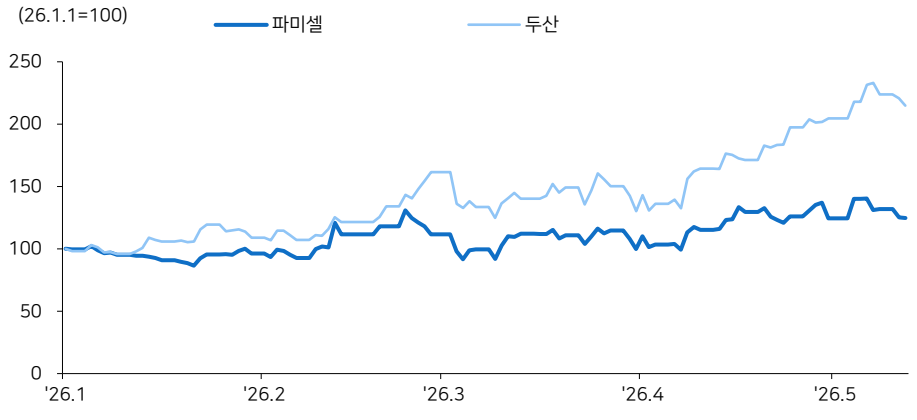
자료: ITEQ

표2 Resin 종류별 저유전계수 특징

Resin Type	Dk	Df	Tg
Epoxy Resin	3.6	0.025	120-150℃
BMI Resin	3.1	0.002	250-300℃
PPO/PPE	2.4	0.0007	160-200℃
PCH (Hydrocarbon) Resin	2.4	0.0002	160-280℃
PTFE Resin	2.1	0.0004	-

자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림9 파미셀, 두산 주가 비교



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
ABF Substrate	삼성전기	70,660	57.2	36.9	6.8	5.8	72.9	53.3	12.4	16.5	13,405	15,942	1,561	2,456	26.9	19.4
	Ibiden	29,609	75.0	54.8	7.4	6.6	371.1	37.0	10.3	12.7	3,178	3,762	555	740	26.5	20.0
	Kinsus	8,262	51.9	26.6	6.1	5.2	177.5	95.4	12.1	19.1	1,637	2,178	215	397	17.9	13.0
	Nanya PCB	18,459	75.0	34.9	11.3	9.7	294.4	114.7	15.7	26.4	1,776	2,482	289	633	35.5	22.2
	Unimicron	43,758	63.2	31.1	11.6	9.1	212.9	102.9	19.5	31.7	5,604	7,720	788	1,718	30.9	17.7
	대덕전자	6,325	34.6	25.1	6.2	5.1	282.3	38.1	18.9	21.8	1,492	1,761	229	308	19.0	15.0
	Toppan	10,185	19.8	16.5	1.2	1.1	1,400.9	19.9	5.9	6.7	11,585	11,978	552	650	9.9	9.0
MLB	이수페타시스	9,462	35.8	24.6	10.3	7.3	50.9	45.3	33.2	35.3	1,556	2,087	334	474	25.4	17.6
	대덕전자	6,325	34.6	25.1	6.2	5.1	282.3	38.1	18.9	21.8	1,492	1,761	229	308	19.0	15.0
	Unimicron	43,758	63.2	31.1	11.6	9.1	212.9	102.9	19.5	31.7	5,604	7,720	788	1,718	30.9	17.7
	Victory Giant	53,474	37.3	22.4	11.4	8.2	112.4	66.2	34.7	38.0	4,867	7,942	1,526	2,565	29.2	16.6
	WUS(Kunshan)	30,774	38.2	26.0	11.1	8.3	51.5	46.5	28.8	31.1	3,803	5,333	966	1,423	28.2	18.7
	Shennan Circuits	33,055	43.2	30.2	10.3	7.9	63.4	43.1	26.0	28.9	4,528	5,782	838	1,167	30.1	22.1
	Gold Circuit	22,525	40.2	26.4	16.4	12.4	75.9	51.9	48.1	54.8	2,915	3,899	822	1,261	25.7	16.6
	TTM Tech	16,927	46.0	33.1	8.4	7.0	105.0	38.9	19.3	20.8	3,805	4,440	493	670	28.5	22.0
PCB	LG이노텍	16,543	22.2	19.3	2.6	2.3	112.1	15.0	12.4	12.3	24,049	25,580	1,065	1,191	8.1	7.7
	코리아써키트	2,348	22.5	16.1	4.9	3.9	138.8	39.2	21.7	24.6	1,798	2,103	136	190	12.8	10.1
	심텍	4,152	40.8	20.7	6.0	4.7	-153.5	97.2	18.8	25.5	1,787	2,194	159	273	18.9	13.0
	티엘비	947	26.6	19.0	5.9	4.3	77.3	39.8	24.4	26.1	350	430	46	67	18.4	13.1
	대덕전자	6,325	34.6	25.1	6.2	5.1	282.3	38.1	18.9	21.8	1,492	1,761	229	308	19.0	15.0
	해성디에스	1,387	17.2	13.7	2.2	1.9	231.9	23.6	13.5	15.4	814	921	103	130	9.4	7.8
	Tripod Tech	8,025	19.2	14.2	4.2	3.7	27.2	35.6	24.4	27.3	2,765	3,453	537	732	9.8	7.9
AI CCL	EMC	55,730	55.1	29.5	24.8	17.4	111.3	86.8	48.7	57.7	5,230	8,499	1,303	2,458	40.8	22.6
	TUC	13,291	46.3	25.0	17.5	12.5	155.5	85.4	42.7	53.6	1,827	2,776	390	671	32.2	18.2
	ITEQ	3,293	39.2	24.6	4.6	4.1	73.3	59.1	12.4	18.2	1,363	1,696	132	206	18.0	13.1
	Shengyi Tech	30,603	38.1	27.4	10.1	8.4	70.6	38.8	27.1	32.0	5,693	7,425	1,024	1,426	27.3	20.1
소재/부품	Ajinomoto	33,771	38.2	32.5	7.4	7.3	293.9	17.3	18.9	22.1	10,804	11,449	1,303	1,499	19.2	17.2
	Nitto Boseki	6,947	50.5	38.4	5.9	5.3	184.1	-45.3	12.7	15.2	866	985	183	243	26.4	20.6
	MEC	1,391	36.1	30.4	5.5	4.9	n/a	18.7	17.0	18.0	165	185	49	59	21.4	18.1
	Union Tool	2,344	35.8	30.4	3.5	3.3	n/a	20.5	n/a	n/a	329	368	79	94	17.5	15.3
	Topoint	2,171	82.1	53.3	11.8	12.3	104.8	54.4	15.6	n/a	189	275	38	62	n/a	n/a
	Dtech	14,357	104.9	63.0	29.1	21.4	125.0	66.6	30.3	38.4	551	848	162	275	75.7	46.0
	네오티스	405	31.8	16.6	6.2	4.6	159.6	91.0	21.0	31.8	101	153	19	31	17.9	10.7
	Mitsui mining	18,541	36.1	31.9	6.4	5.6	148.2	11.4	20.1	19.7	5,061	5,216	708	813	20.1	17.6
Leadframe	CWTC	1,590	21.5	n/a	3.8	n/a	48.7	n/a	19.5	n/a	517	n/a	81	n/a	n/a	n/a
	SDI Corporation	1,052	37.7	29.6	4.3	4.0	186.5	27.5	12.7	14.6	382	427	37	46	18.6	16.3
Wafer Business	SUMCO	8,361	57.8	34.1	2.3	2.2	-738.5	66.7	3.5	6.4	2,916	3,005	227	388	11.1	10.8
	Shin-etsu	94,794	25.1	22.2	3.0	2.9	345.7	13.0	12.4	13.4	17,729	18,828	4,774	5,347	13.2	12.1
	Global Wafers	11,913	39.2	28.6	3.8	3.6	29.5	37.0	10.0	12.7	2,063	2,486	294	475	21.8	16.6

주: 국내 기업은 십억원, 해외 기업은 백만달러 단위
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

파미셀 (005690)

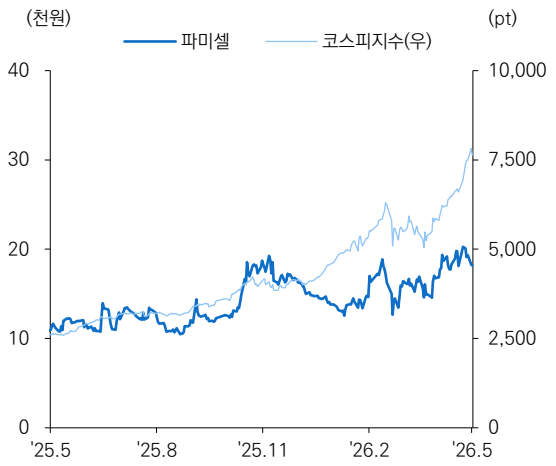
KOSPI	7,643.15pt
시가총액	10,905억원
발행주식수	6,000만주
유동주식비율	90.59%
외국인비중	10.67%
52주 최고/최저가	20,250원/10,460원
평균거래대금	269.7억원

주요주주(%)

김현수 외 6 인	9.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	-0.5	65.6
상대주가	-16.8	-46.0	-43.5

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	51.8	7.9	9.5	158	80.3	1,065	82.8	12.25	80.0	15.6	47.7
2022	60.2	8.9	8.3	138	-12.6	1,277	82.0	8.85	60.9	11.8	43.0
2023	56.2	1.3	3.6	60	-56.7	1,340	101.8	4.53	85.4	4.6	15.1
2024	64.9	4.7	6.3	106	77.0	1,440	78.5	5.75	63.0	7.6	14.8
2025	79.5	7.3	8.1	135	28.3	1,556	73.5	6.40	58.6	9.0	22.0

파미셀 (005690)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	**51.8**	**60.2**	**56.2**	**64.9**	**79.5**
매출액증가율(%)	37.2	16.2	-6.6	15.3	22.5
매출원가	28.1	36.4	40.7	43.5	52.4
매출총이익	23.7	23.8	15.5	21.3	27.1
판매관리비	15.9	15.0	14.2	16.7	19.8
영업이익	**7.9**	**8.9**	**1.3**	**4.7**	**7.3**
영업이익률(%)	15.2	14.7	2.3	7.2	9.2
금융손익	0.4	-4.6	0.5	0.3	0.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	1.6	3.0	1.3	0.0
세전계속사업이익	9.5	6.0	4.7	6.3	8.1
법인세비용	0.0	-2.3	1.2	-0.1	-0.1
당기순이익	**9.5**	**8.3**	**3.6**	**6.3**	**8.1**
지배주주지분 순이익	9.5	8.3	3.6	6.3	8.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	**-5.2**	**7.9**	**11.8**	**3.5**	**-4.4**
당기순이익(손실)	9.5	8.3	3.6	6.3	8.1
유형자산상각비	1.7	2.1	2.8	3.0	2.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
운전자본의 증감	-16.4	-5.5	3.5	-7.5	-15.4
투자활동 현금흐름	**-9.4**	**-20.5**	**5.9**	**-6.8**	**-2.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-4.3	-19.0	-6.0	-4.3	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	-1.3	0.1	-0.8
재무활동 현금흐름	**18.5**	**-0.3**	**-18.7**	**-3.2**	**-1.0**
차입금의 증감	18.8	1.0	-19.2	-2.9	0.2
자본의 증가	0.0	5.2	-144.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.3	-11.9	-0.6	-5.5	-8.1
기초현금	20.9	26.2	14.4	13.7	8.3
기말현금	26.2	14.4	13.7	8.3	0.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	65.0	62.4	43.2	48.0	64.8
현금및현금성자산	26.2	14.4	13.7	8.3	0.1
매출채권	6.6	10.8	6.9	16.2	26.3
재고자산	18.4	22.9	20.9	19.8	32.2
비유동자산	29.3	47.3	49.4	51.2	49.2
유형자산	19.2	36.6	40.0	41.7	38.9
무형자산	6.2	6.2	5.6	5.6	5.6
투자자산	0.0	0.0	1.3	1.2	2.0
자산총계	**94.3**	**109.7**	**92.5**	**99.3**	**113.9**
유동부채	24.9	28.6	7.8	7.7	12.4
매입채무	0.8	2.7	1.8	3.1	5.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.5	4.4	4.4	5.2	8.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**30.5**	**33.0**	**12.1**	**12.8**	**20.6**
자본금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	188.4	193.6	49.4	49.4	49.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-154.4	-146.9	1.1	7.1	14.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**63.9**	**76.7**	**80.4**	**86.4**	**93.4**

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024	2025
주당데이터(원)					
SPS	864	1,004	937	1,081	1,324
EPS(지배주주)	158	138	60	106	135
CFPS	184	219	134	181	169
EBITDAPS	160	184	69	129	169
BPS	1,065	1,277	1,340	1,440	1,556
DPS	0	0	0	20	20
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	82.8	82.0	101.8	78.5	73.5
PCR	70.8	51.5	45.2	45.8	59.0
PSR	15.1	11.3	6.5	7.7	7.5
PBR	12.25	8.85	4.53	5.75	6.40
EBITDA(십억원)	9.6	11.1	4.1	7.7	10.1
EV/EBITDA	80.0	60.9	85.4	63.0	58.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.6	11.8	4.6	7.6	9.0
EBITDA 이익률	18.5	18.4	7.4	11.9	12.7
부채비율	47.7	43.0	15.1	14.8	22.0
금융비용부담률	3.2	1.2	1.5	0.2	0.6
이자보상배율(x)	4.7	11.9	1.5	45.9	14.7
매출채권회전율(x)	6.2	6.9	6.4	5.6	3.7
재고자산회전율(x)	4.2	2.9	2.6	3.2	3.1

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	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율