

파미셀 (005690)

AI 성장 사이클과의 동행 지속

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

1Q26 Preview: 거침없는 질주

1Q26 별도 실적은 매출액 362억원(+33.8% YoY), 영업이익 123억원(+46.9% YoY)을 전망한다. 주요 고객사향 저유전율 소재 매출은 4Q25 216억원 → 1Q26 256억원으로 추가 성장이 기대된다. 1Q26 GB300 출하 확대에 따라 NVL72 출하량은 20,800대로 전분기 대비 +33.6% 증가한 것으로 파악된다. 2Q26에도 출하량의 추가 확대가 예상되며, 이에 대응해 동사는 공정 개선을 통해 기존 대비 약 20~30% 수준의 생산능력 증대를 선제적으로 확보하였다. 해당 효과는 2분기부터 온기 반영되어 동사의 추가 성장의 핵심 동인으로 작용할 전망이다.

이원화 우려는 기우

국내에 동사 외 PPO 레진 공급업체가 등장함에 따라 일부 이원화 우려가 제기되고 있는 것으로 파악된다. 다만 CCL은 배합 과정에서 원료 변경 시 물성 변동 및 신뢰성 리스크가 높아, 공급망 전환에 있어 보수적인 접근이 불가피하다. 특히 이미 엔드유저 요구 특성에 맞춰 최적화된 소재가 적용되고 있다는 점에서, 국내 고객사 입장에서 신규 소재 채택에 따른 리스크 부담이 높다. 또한 경쟁사는 대만 업체향 납품을 중심으로 사업을 전개하고 있어, 국내 고객사 입장에서는 기존 공정 및 품질 검증이 완료된 동사 대비 채택 유인이 제한적일 것으로 판단된다. 차세대 제품 개발에도 동사가 초기 단계부터 참여하고 있는 것으로 파악되는 만큼, 단기적으로 실질적인 공급망 이원화 가능성은 낮은 수준에 머물 전망이다.

높은 밸류에이션 매력

'26년 매출액과 영업이익은 각각 1,632억원(+43.1% YoY), 562억원(+63.9% YoY, OPM 34.5%)을 전망한다. 고객사와 동행하는 3공장 추가 증설을 기반으로 '26년 이후에도 실적 성장 가시성은 높은 수준이 유지될 것으로 예상된다. 밸류체인 내 상대적으로 높은 수익성을 기록하고 있음에도 '26년 기준 PER(당사 추정 20.1배)이 국내 PCB Peer(27.2배), 대만 CCL Peer(43.0배), 글로벌 소재 Peer(34.3배) 대비 낮은 수준에 거래되고 있어, 밸류에이션 매력 또한 유효하다는 판단이다.

Meritz Research 2026. 4. 17

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (4.16)

19,380원

상승여력

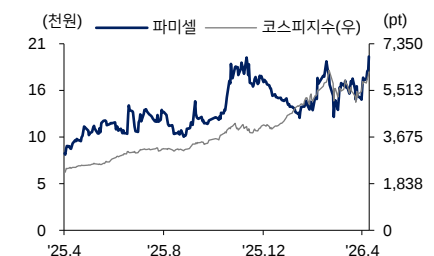
KOSPI	6,226.05pt
시가총액	11,631억원
발행주식수	6,000만주
유동주식비율	90.59%
외국인비중	10.75%
52주 최고/최저가	19,380원/9,090원
평균거래대금	223.1억원

주요주주(%)

김현수 외 6인 9.38

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.1	56.0	113.2
상대주가	7.1	-6.1	-16.2

주가그래프



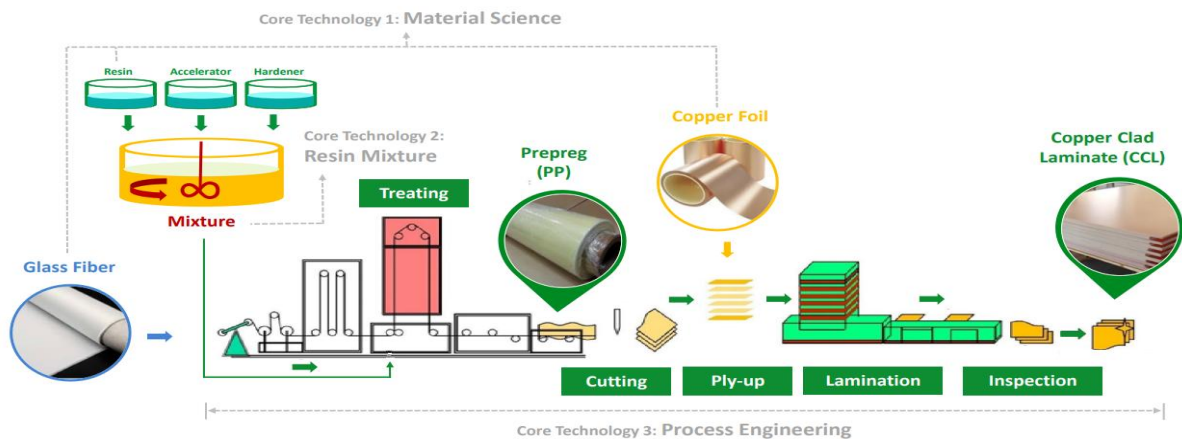
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	37.8	7.2	5.2	87	20.6	952	197.9	18.2	112.7	9.7	22.1
2021	51.8	7.9	9.5	158	80.3	1,065	82.8	12.3	80.0	15.6	47.7
2022	60.2	8.9	8.3	138	-12.6	1,277	82.0	8.8	60.9	11.8	43.0
2023	56.2	1.3	3.6	60	-56.7	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	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원/달러)	1,455	1,390	1,390	1,451	1,465	1,410	1,420	1,425	1,362	1,422	1,428
매출액	27.0	26.8	25.7	34.6	36.2	39.9	42.6	44.6	64.9	111.2	160.8
(%, QoQ)	25.9%	-1.0%	-4.1%	35.0%	4.5%	10.2%	6.8%	4.6%			
(%, YoY)	146.4%	50.3%	75.8%	61.2%	33.8%	49.0%	66.1%	28.8%	15.3%	71.4%	44.7%
바이오 케미컬	26.4	26.2	23.7	35.2	35.5	39.1	41.4	43.4	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	9.6	12.3	13.8	15.1	15.0	34.3	56.2	78.9
(%, QoQ)	166.9%	-2.5%	-0.2%	18.0%	28.0%	12.2%	9.3%	-0.7%			
(%, YoY)	30.0%	266.4%	536.7%	206.4%	46.9%	69.1%	85.3%	55.9%	636.1%	63.9%	40.3%
영업이익률	31.0%	30.5%	31.8%	27.8%	34.0%	34.7%	35.5%	33.6%	30.1%	34.5%	36.4%
당기순이익	8.5	7.4	8.8	15.7	12.7	14.3	14.8	15.8	40.3	57.6	78.7

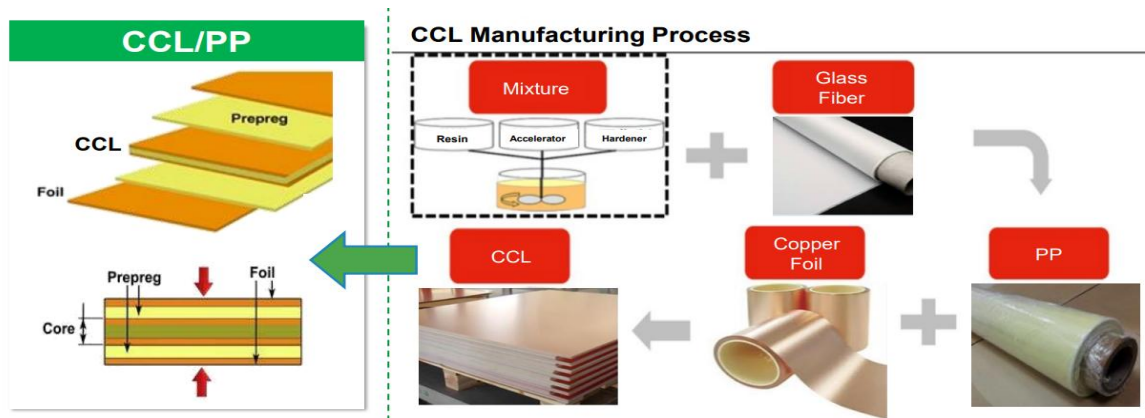
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CCL 제조과정



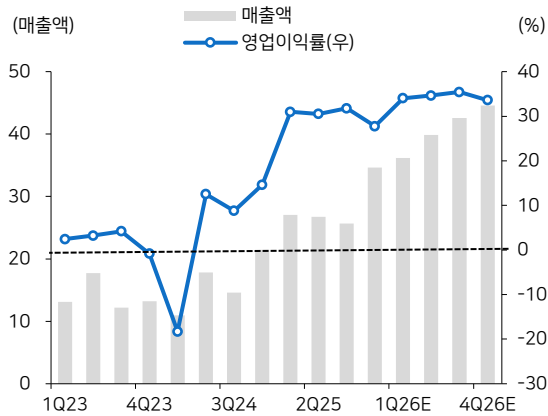
자료: ITEQ

그림2 CCL 구성



자료: ITEQ

그림3 파미셀 분기 실적 추이 및 전망



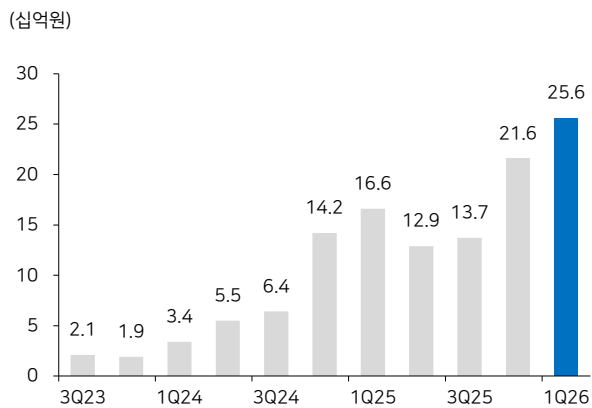
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

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

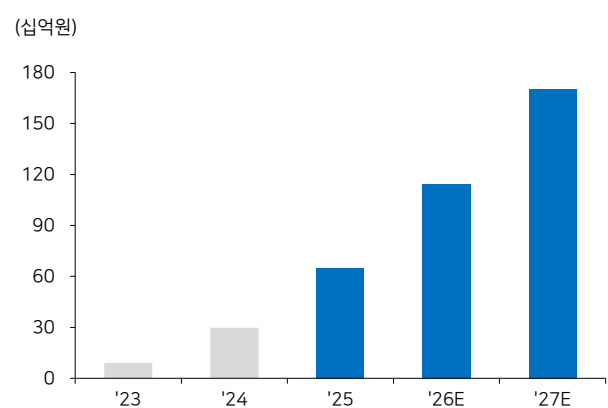
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 파미셀 저유전율 소재 분기 매출액 추이 및 전망



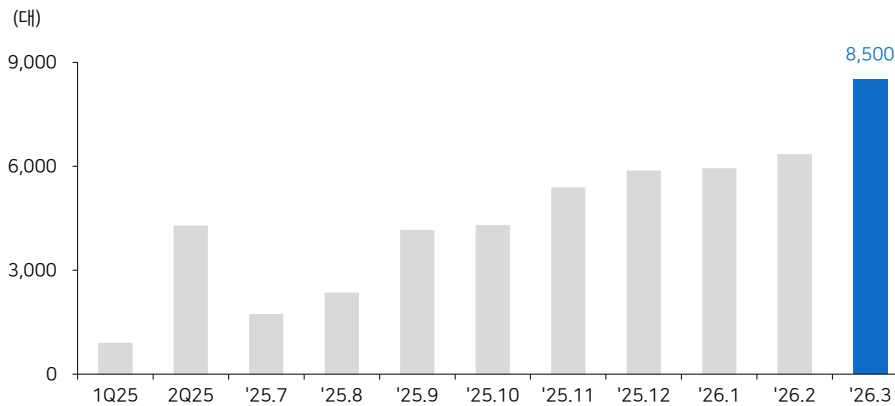
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파미셀 저유전율 소재 연간 매출액 추이 및 전망



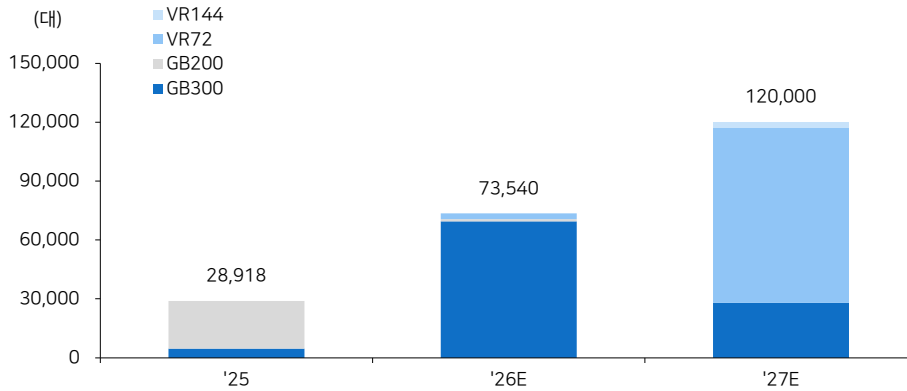
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림6 월별 NVL72 서버랙 출하량 추이



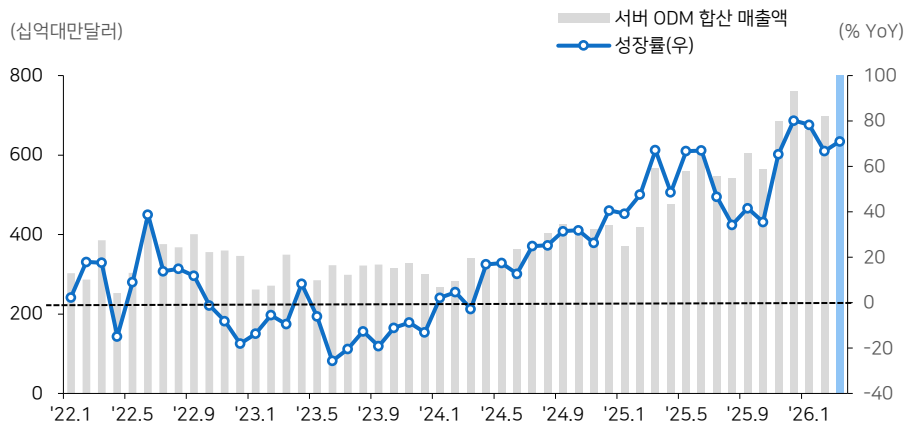
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 연도별 NVL72 서버랙 출하량 추이 및 전망



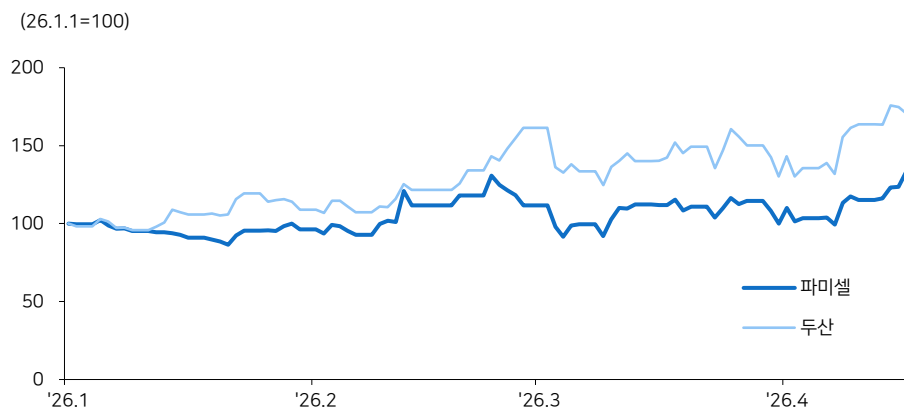
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 대만 서버 ODM 합산 매출액



자료: 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	32,362	42.1	29.9	4.7	4.1	56.3	40.8	11.6	14.4	8,894	10,273	988	1,406	19.0	15.0	
	Ibiden	16,983	44.5	32.6	4.4	3.9	24.2	36.3	10.4	12.7	3,124	3,688	556	754	15.6	11.9	
	Kinsus	6,576	45.4	26.5	4.7	4.3	151.0	71.2	11.2	15.7	1,550	1,990	202	336	17.6	12.5	
	Nanya PCB	14,775	70.3	39.3	9.3	8.4	234.6	79.0	14.0	20.4	1,714	2,240	257	432	31.1	22.3	
	Unimicron	32,228	52.9	29.1	8.7	7.2	173.9	81.3	16.8	26.1	5,353	6,827	717	1,338	24.1	15.7	
	대덕전자	3,131	29.9	23.0	4.6	3.9	226.0	29.9	15.8	18.1	970	1,147	125	167	15.7	12.7	
	Toppan	8,551	16.7	13.9	1.0	0.9	15.8	19.9	5.9	6.7	11,585	11,978	552	650	8.6	7.7	
MLB	이수페타시스	6,107	34.1	23.4	9.8	7.0	51.3	46.0	33.3	35.6	1,052	1,418	226	322	24.1	16.6	
	대덕전자	3,131	29.9	23.0	4.6	3.9	226.0	29.9	15.8	18.1	970	1,147	125	167	15.7	12.7	
	Unimicron	32,228	52.9	29.1	8.7	7.2	173.9	81.3	16.8	26.1	5,353	6,827	717	1,338	24.1	15.7	
	Victory Giant	42,545	29.2	17.8	11.3	7.7	118.1	63.7	40.6	42.8	4,771	7,644	1,502	2,473	24.2	14.3	
	WUS(Kunshan)	26,652	33.6	23.3	9.6	7.3	48.9	44.2	29.2	31.3	3,729	5,180	948	1,369	24.7	17.1	
	Shennan Circuits	26,983	36.2	26.1	8.1	6.4	58.6	38.9	25.7	28.0	4,447	5,578	804	1,100	26.6	20.6	
	Gold Circuit	18,862	34.2	23.0	13.8	10.4	71.8	48.7	48.3	54.1	2,840	3,873	795	1,185	21.4	14.7	
	TTM Tech	12,108	36.7	26.6	6.5	5.6	83.4	38.2	16.3	18.8	3,379	3,951	434	480	23.5	18.3	
PCB	코리아써키트	1,492	21.3	16.2	4.7	3.8	135.6	31.5	21.9	24.4	1,194	1,382	91	123	12.1	9.6	
	심텍	1,930	27.0	17.0	4.4	3.4	-154.1	59.2	18.1	22.3	1,139	1,313	98	148	14.7	11.0	
	티엘비	566	23.6	16.7	5.2	3.8	76.0	40.7	23.9	26.1	236	290	31	45	16.1	11.4	
	대덕전자	3,131	29.9	23.0	4.6	3.9	226.0	29.9	15.8	18.1	970	1,147	125	167	15.7	12.7	
	해성디에스	685	12.7	10.5	1.6	1.4	219.8	21.0	13.2	14.1	534	585	68	80	7.0	6.1	
	Tripod Tech	6,843	16.0	12.9	3.6	3.0	29.9	23.6	22.6	24.5	2,684	3,063	524	652	9.1	7.6	
AI CCL	EMC	43,580	49.8	29.3	20.9	15.5	81.5	70.1	44.5	52.4	4,660	6,963	1,109	1,862	36.4	22.2	
	TUC	8,792	41.4	26.7	12.9	10.7	87.8	54.8	32.9	41.2	1,438	2,054	272	442	29.0	18.4	
	ITEQ	2,904	37.9	26.6	4.2	3.9	56.9	42.4	11.3	14.8	1,255	1,466	119	166	17.0	14.1	
	Shengyi Tech	24,044	30.1	22.2	8.0	6.7	n/a	35.3	27.0	31.4	5,640	7,248	996	1,346	21.6	16.3	
소재/부품	Ajinomoto	28,880	32.3	27.5	6.5	6.4	10.6	17.0	19.8	22.8	10,598	11,183	1,316	1,488	16.8	15.1	
	Nitto Boseki	6,424	48.8	38.5	5.5	5.0	185.1	-47.1	12.5	14.8	858	958	176	227	25.4	20.3	
	MEC	1,069	28.3	24.2	4.2	3.8	16.5	17.3	16.7	17.4	162	178	49	57	17.7	13.4	
	Union Tool	2,155	33.2	28.2	3.3	3.0	12.4	20.5	n/a	n/a	329	368	79	94	16.1	14.1	
	Topoint	1,633	67.9	42.9	9.5	n/a	85.4	60.1	15.6	n/a	183	265	37	34	n/a	n/a	
	Dtech	13,063	113.8	65.1	26.9	19.9	87.7	74.7	26.9	34.6	545	834	142	242	78.2	46.8	
	네오티스	237	28.4	15.6	5.5	4.2	164.8	82.3	21.1	30.7	69	105	13	22	16.3	10.4	
	Mitsui mining	13,651	29.1	24.4	4.8	4.1	13.8	19.4	18.5	18.4	4,827	5,165	647	773	15.7	13.7	

주: 국내 기업은 십억원, 해외 기업은 백만달러 단위

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 종가대비 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	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

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