

2025. 10. 28



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

02. 6454-4907

seohyun.woo@meritz.co.kr

Not-Rated

적정주가 (12개월) -원

현재주가 (10.27) 16,660 원

상승여력 -

KOSPI 4,042.83pt

시가총액 9,999억원

발행주식수 6,002만주

유동주식비율 90.62%

외국인비중 8.20%

52주 최고/최저가 16,660원/4,510원

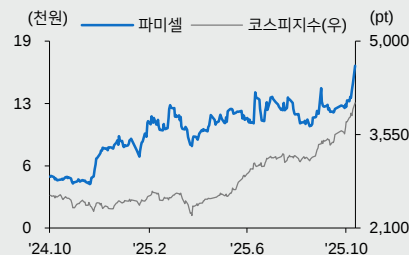
평균거래대금 306.4억원

주요주주(%)

김현수 외 6 인 9.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	39.4	65.3	239.7
상대주가	16.8	4.1	117.0

주가그래프



파미셀 005690

‘GB300’ 게임 체인저로 부상

- ✓ 9월 진입과 함께 GB300 출하가 본격화되면서 저유전율 소재 매출 급증
- ✓ 3Q25E 영업이익 83억원 → 4Q25E 영업이익 124억원의 가파른 성장 예상
- ✓ 급증하는 수요를 대응하기 위해 내년 상반기까지도 풀가동 체제가 유지될 전망
- ✓ VR144에 대응하기 위한 공정 개선과 신공장 가동 계획도 순항 중
- ✓ 최근 주가 반등에도 투자 매력은 여전히 유효하다고 판단

3Q25 Preview: 9월부터 반영된 GB300 출하 효과

3Q25 별도 실적은 매출액 265억원(+81.8% YoY), 영업이익 83억원(+549.6% YoY)을 전망한다. 8월까지의 GB300으로의 제품 전환 과정에서 발생한 재고조정 영향으로 국내 고객사향 저유전율 소재 매출이 부진했던 것으로 추정된다. 그러나 9월 진입과 함께 GB300 출하가 본격화되면서 저유전율 소재 매출이 급증, 2분기 매출을 상회한 것으로 예상된다(그림4). 저유전율 소재 매출의 성장과 바이오 메디컬 부문의 적자 폭 축소에 힘입어, 영업이익의 분기 성장세가 재개될 것으로 기대된다.

기대 이상의 GB300 수요

4Q25 별도 실적은 매출액 352억원(+64.0% YoY), 영업이익 125억원(+299.1% YoY)으로 역대 최대 분기 실적 달성 예상된다. 비용 대비 성능 효율 측면에서 엔비디아 GB300 NVL72 랙에 대한 수요가 급증하고 있으며, 실제로 9월 GB300 출하 개시 이후 NVL72 출하량은 8월 대비 2배 이상 증가한 것으로 확인된다. 10월에도 출하량이 추가 확대될 것으로 예상되며, 이에 따라 현재 동사와 주요 국내 고객사 모두 사실상 풀가동 체제를 유지 중이다. 급증하는 수요에 대응하기 위해 12월을 넘어 내년 상반기까지도 이런 풀가동 체제가 유지될 가능성이 높다고 판단된다.

끝이 아닌 시작

수율 이슈로 부진했던 올해와 달리, 내년에는 건조한 전방 수요를 기반으로 NVL72 서버랙 출하가 뚜렷한 우상향 국면에 진입할 것으로 예상된다. 또한 내년 출시 예정인 VR144 Rubin 랙의 대면적화로 레진 및 경화제 수요가 확대될 전망이며, 이에 대응해 동사는 공정 개선과 신공장 가동을 통해 생산능력 확충을 추진 중이다. '26년 실적 성장 가시성이 높고, AI 하드웨어 밸류체인 내 상대적으로 높은 수익성을 감안할 때 최근 주가 반등에도 투자 매력은 여전히 유효하다고 판단된다.

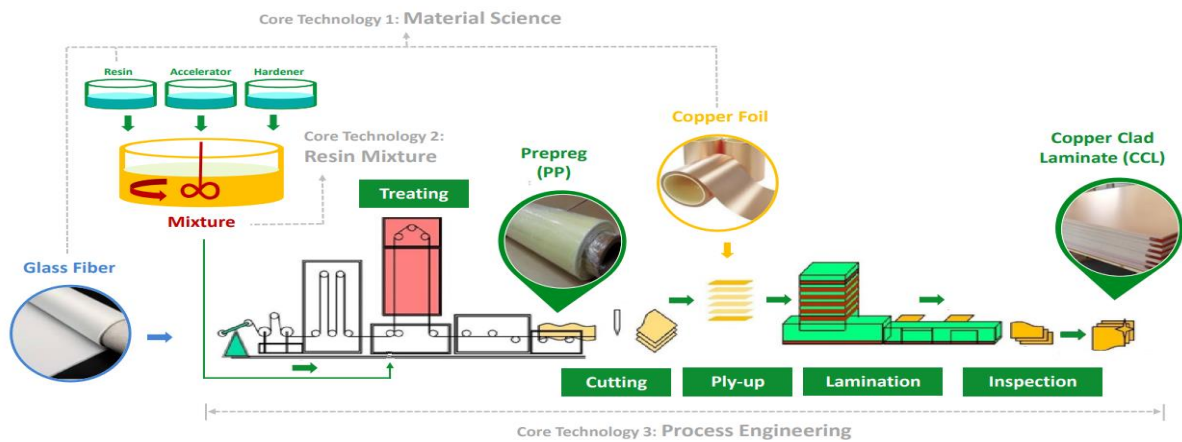
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	37.8	7.2	5.2	87	0.0	952	197.9	18.2	112.7	9.7	22.1
2021	51.8	7.9	9.5	158	80.3	1,065	82.8	12.3	80.0	15.6	47.7
2022	60.2	8.9	8.3	138	-12.6	1,277	82.0	8.8	60.9	11.8	43.0
2023	56.2	1.3	3.6	60	-56.7	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)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원/달러)	1,320	1,370	1,359	1,397	1,453	1,390	1,380	1,408	1,362	1,400	1,375
매출액	11.0	17.8	14.6	21.5	27.0	26.8	26.5	35.2	64.9	115.6	178.0
(%, QoQ)	-17.0%	62.4%	-18.1%	47.2%	25.9%	-0.8%	-1.0%	32.7%			
(%, YoY)	-16.3%	0.4%	19.9%	62.5%	146.4%	50.5%	81.8%	64.0%	15.3%	78.2%	54.0%
바이오 케미컬	10.6	17.4	14.0	20.8	26.4	26.2	25.6	34.0	62.8	112.2	173.0
바이오 메디컬	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9	1.2	2.0	3.4	5.0
영업이익	-2.0	2.2	1.3	3.1	8.4	8.2	8.3	12.4	4.7	37.3	60.7
(%, QoQ)	적확	흑전	-42.6%	145.3%	166.9%	-2.1%	1.4%	48.6%			
(%, YoY)	-50.0%	291.2%	151.0%	30.0%	흑전	267.9%	549.6%	293.5%	258.5%	699.5%	62.9%
영업이익률	-18.3%	12.5%	8.8%	14.6%	31.0%	30.6%	31.4%	35.1%	7.2%	32.2%	34.1%
지배주주순이익	-1.4	2.8	0.7	4.2	8.5	7.4	8.3	11.6	6.3	35.7	57.0
지배주주순이익률(%)	-12.4%	15.9%	4.9%	19.3%	31.3%	27.6%	31.4%	32.8%	9.8%	30.9%	32.0%

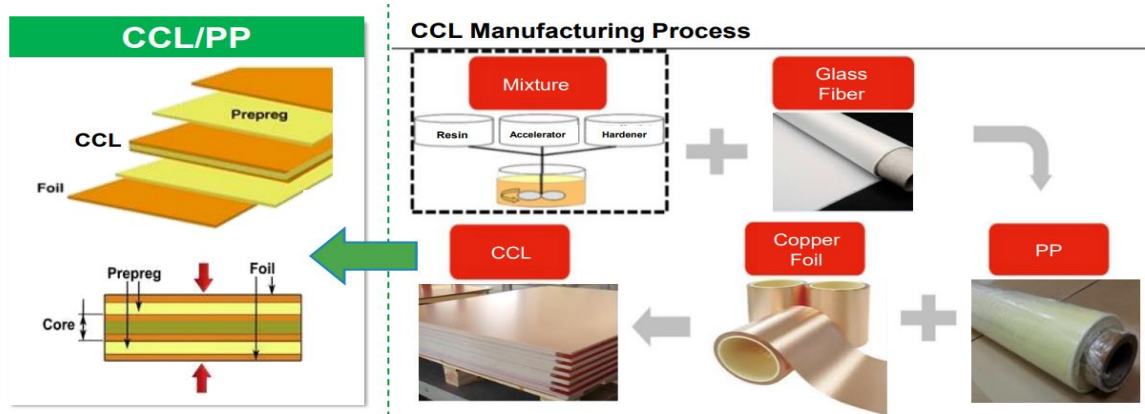
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CCL 제조과정



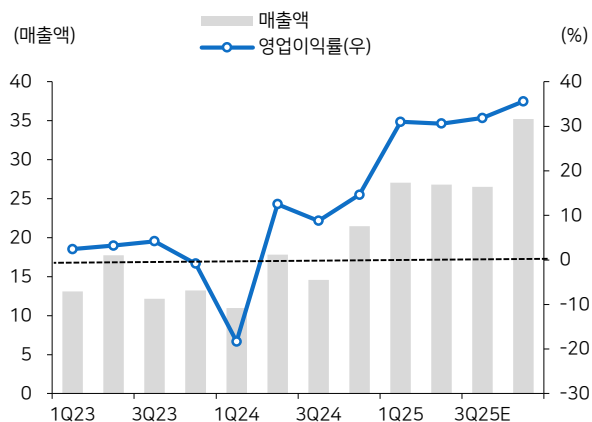
자료: ITEQ

그림2 CCL 구성



자료: ITEQ

그림3 파미셀 분기 실적 추이 및 전망



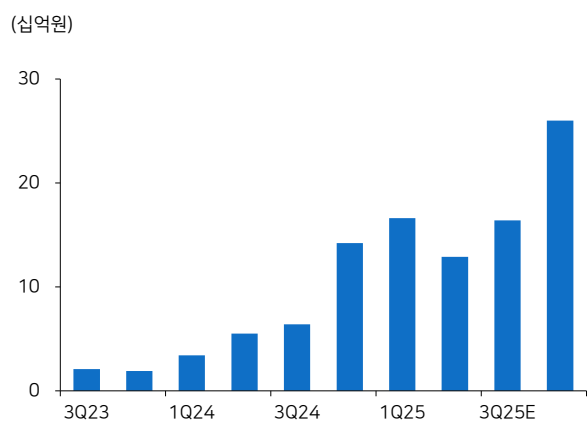
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

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

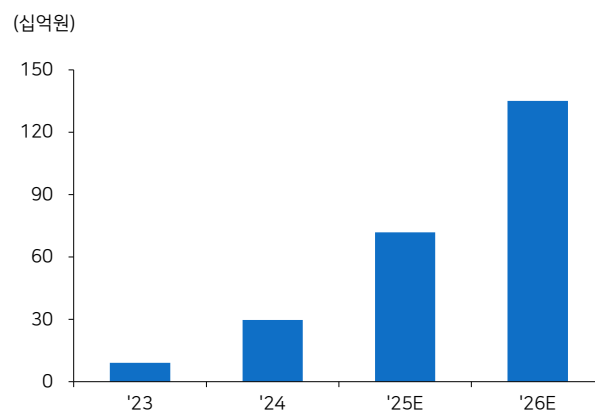
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 파미셀 저유전율 소재 분기 매출액 추이 및 전망



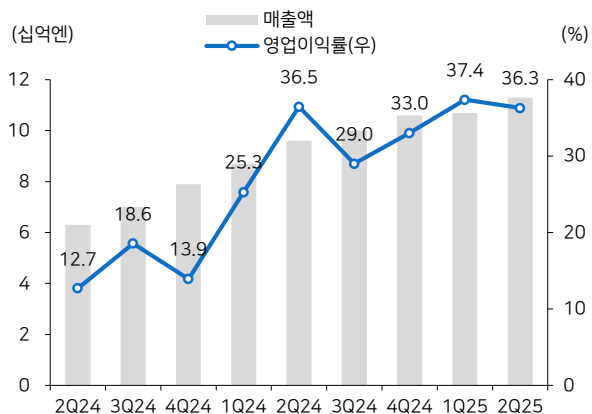
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림5 파미셀 저유전율 소재 연간 매출액 추이 및 전망



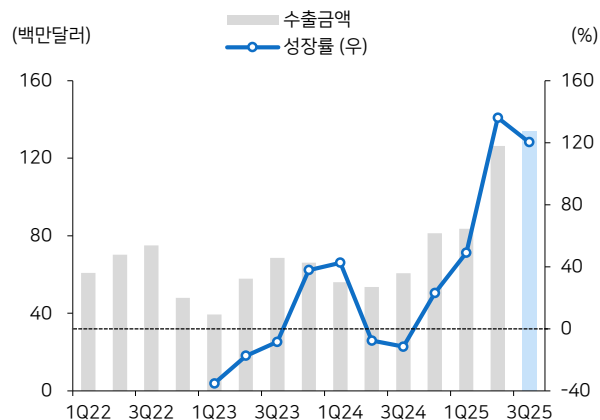
자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Nitto Boseki Electronics Materials 실적 추이



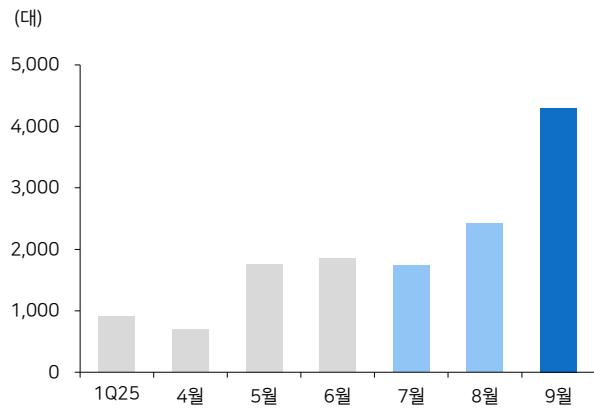
자료: Nitto Boseki, 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산 중평+김천+익산 CCL 수출금액 추이



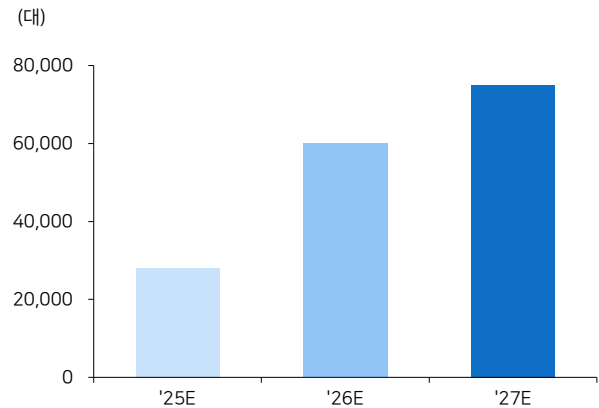
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔비디아 NVL 72 서버랙 생산량 추이



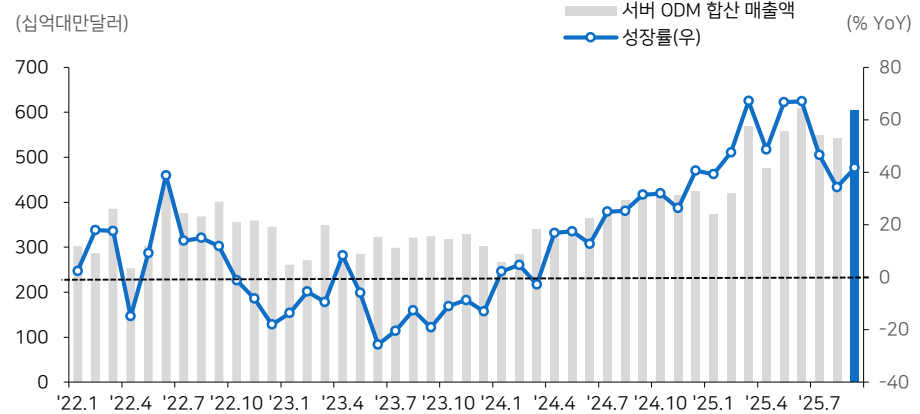
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔비디아 NVL 72 서버랙 생산량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 대만 서버 ODM 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 AI하드웨어 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	4,901	44.5	32.7	10.9	8.3	79.4	35.8	31.9	29.3	1,046	1,305	190	262	31.8	22.7
	Unimicron	8,142	46.7	18.7	2.6	2.4	9.6	149.1	5.3	12.8	4,303	5,016	262	541	10.2	7.6
	Victory Giant	41,648	56.6	35.5	21.4	14.3	354.0	59.1	39.8	41.1	2,829	4,120	821	1,327	44.4	28.6
	WUS(Kunshan)	20,966	40.3	30.5	10.3	8.3	43.8	32.2	26.2	27.8	2,506	3,203	595	794	31.4	23.6
	Shennan Circuits	20,725	50.2	39.2	7.8	6.8	58.0	28.0	17.6	19.5	3,084	3,710	423	554	34.1	27.8
	Gold Circuit	6,532	22.7	15.6	7.6	6.2	62.6	45.2	37.0	40.2	1,937	2,467	444	623	13.7	10.0
	TTM Tech	6,070	25.5	22.5	3.7	3.5	319.6	13.1	na	na	2,819	2,984	316	358	15.4	14.3
	First-Hi Tech	902	24.3	14.5	8.2	10.7	264.2	67.3	na	na	321	455	50	79	na	na
CCL/소재	EMC	13,367	26.6	19.4	9.8	8.1	64.4	37.2	38.6	41.8	3,053	3,815	649	880	18.7	14.3
	TUC	3,044	28.0	18.1	6.5	5.9	31.7	54.8	22.7	31.4	955	1,202	146	223	18.6	12.4
	ITEQ	1,264	21.9	15.4	1.9	1.8	126.0	41.5	8.6	11.7	1,117	1,273	95	131	9.0	7.1
	Shengyi Tech	21,980	50.0	37.3	9.3	8.2	76.1	33.7	19.1	22.7	3,729	4,600	530	717	33.4	27.3
	Nitto Boseki	2,002	21.8	18.5	2.1	2.0	9.4	13.5	10.4	11.6	789	862	121	145	12.0	9.8

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

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
종속/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 증가대비 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	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%
2025년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	