파미셀 005690

폭발적 성장 + 두산의 캐파 증설 가능성

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

GB200에서 GB300 전환의 물량 증가 효과가 지속되고 있으며 올해 1분기 그 강도는 훨씬 높은 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.

1분기 매출액 360억원 (+34% YoY), 영업이익 116억원 (+37.9% YoY, OPM 32%)의 역대 최대 실적이 예상된다. 이 중 두산 전자 BG 향 매출은 260억원으로 전년 동기 166억원 대비 57%의 고성장이 기대된다.

하반기 베라루빈 출시로 인해 매출 증가율은 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 퀀텀 점프가 기대된다.

공정 개선에 따른 생산량 증가와 제 3공장을 통해 증설 대응

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.

두산 추가 증설 모멘텀 남아있고 이원화 우려는 기우 다만…

일부 업체들 사이에서 이원화 노이즈가 있었고 향후 레진의 병목 심화 가능성을 고려하면 실제 가능성도 있다. 다만 이는 동사의 파이를 잠식하는 것이 아닌 전체 파이가 커지는 상황에서 불가피한 시나리오며 이 또한 빨라야 27년에야 가능한 이야기다. 실제 아직까지 이원화 움직임은 포착되지 않는다. 단기적으로 두산의 추가 증설이 결정될 경우 가장 베타가 큰 종목이라고 판단된다.

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	21.5	18.0
PBR (배)	8.8	4.5	5.7	6.9	6.1
EV/EBITDA (배)	60.9	85.5	63.0	22.1	16.4

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

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

2026.04.16

매수

목표주가(유지)	25,000원
현재주가(04/15)	17,900원
상승여력	39.7%

Stock Data

KOSPI	6,091.4pt
시가총액(보통주)	1,074십억원
발행주식수	60,017천주
액면가	500원
자본금	30십억원
60일 평균거래량	1,327천주
60일 평균거래대금	21,400백만원
외국인 지분율	10.7%
52주 최고가	20,800원
52주 최저가	8,860원
주요주주	
김현수(외 7인)	9.4%
김용만(외 1인)	0.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.0	-2.0
3M	32.8	5.8
6M	40.9	-25.6

주가차트

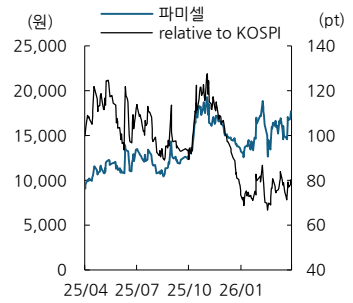


표1 파미셀 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F
매출액	**11.0**	**17.8**	**14.6**	**21.5**	**27.0**	**26.8**	**25.7**	**34.6**	**36.1**
YoY	*-16.3*	*0.4*	*19.9*	*62.5*	*146.4*	*50.3*	*75.8*	*61.2*	*33.6*
케미컬 사업	10.6	17.4	14.0	20.9	26.4	26.2	25.0	34.0	35.4
YoY	*-17.4*	*0.4*	*18.3*	*65.4*	*149.4*	*50.6*	*78.5*	*62.8*	*33.9*
바이오 사업	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7
YoY	*38.3*	*-2.0*	*75.4*	*1.0*	*59.4*	*35.1*	*13.7*	*6.7*	*21.4*
영업이익	**-2.0**	**2.2**	**1.3**	**3.1**	**8.4**	**8.2**	**8.1**	**9.6**	**11.6**
YoY	*적전*	*291.2*	*151.0*	*흑전*	*흑전*	*265.9*	*535.9*	*206.4*	*37.9*
OPM	-18.3	12.5	8.8	14.6	31.0	30.5	31.7	27.8	32.0
순이익	**-1.4**	**2.8**	**0.7**	**4.2**	**8.5**	**7.4**	**8.8**	**15.7**	**16.3**
YoY	*적전*	*387.9*	*-33.6*	*237.4*	*흑전*	*160.8*	*1,136.6*	*277.6*	*92.1*
NPM	-12.4	15.9	4.9	19.3	31.3	27.6	34.2	45.3	45.0
지배주주순이익	-1.4	2.8	0.7	4.2	8.5	7.4	8.8	15.7	16.3

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 파미셀 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	**51.8**	**60.2**	**56.2**	**64.8**	**114.1**	**160.2**
YoY	*37.3*	*16.1*	*-6.5*	*15.3*	*75.9*	*40.4*
케미컬 사업	49.8	58.7	54.6	62.8	111.5	157.3
YoY	*40.7*	*17.9*	*-7.0*	*15.1*	*77.5*	*41.0*
바이오 사업	1.1	1.5	1.7	2.0	2.5	2.9
YoY	*-52.8*	*32.6*	*11.7*	*21.9*	*24.6*	*15.0*
영업이익	**7.9**	**8.9**	**1.3**	**4.6**	**34.3**	**57.7**
YoY	*9.0*	*12.8*	*-85.5*	*259.7*	*639.2*	*68.1*
OPM	15.2	14.8	2.3	7.2	30.1	36.0
지배주주순이익	**9.5**	**8.3**	**3.6**	**6.3**	**40.3**	**59.3**
YoY	*80.0*	*-12.5*	*-56.7*	*76.8*	*536.5*	*47.1*
NPM	18.2	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0

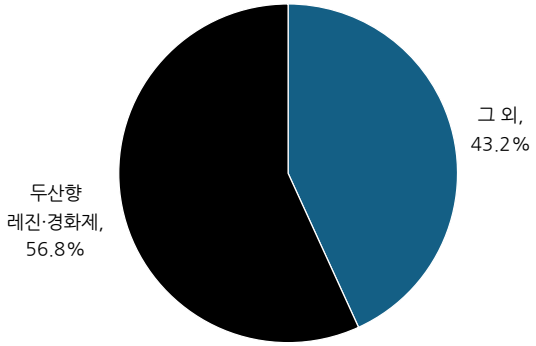
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 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)	17,900	
상승여력 (%)	**39.7**	

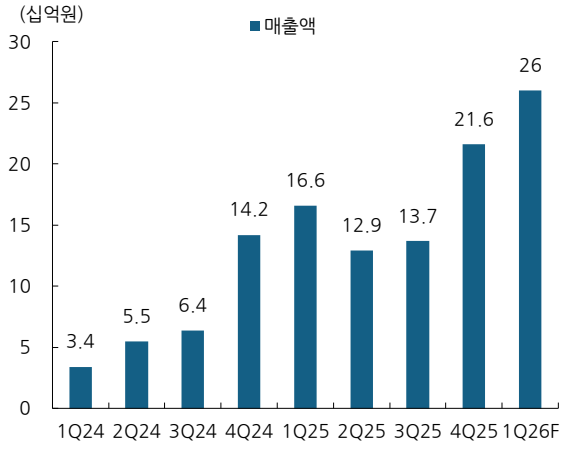
자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 25년 매출 중 두산향 레진·경화제 비중



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림2 두산향 저유전율 전자소재 분기 매출액 추이



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

표4 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



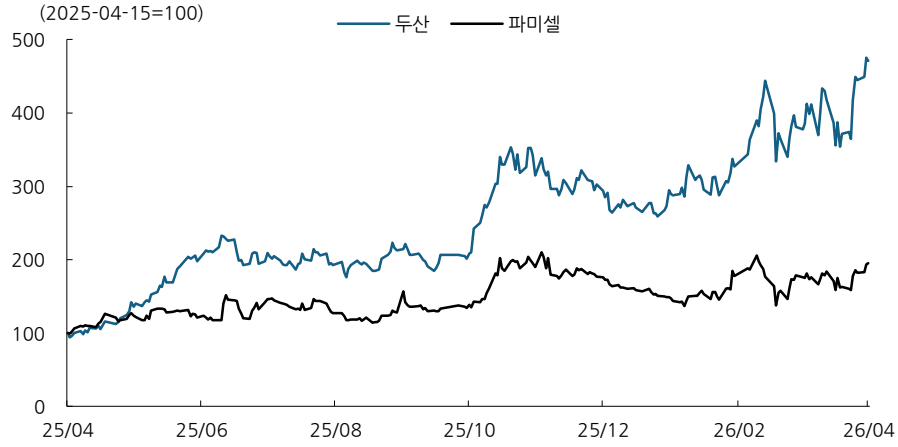
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림4 제3공장 예상 조감도



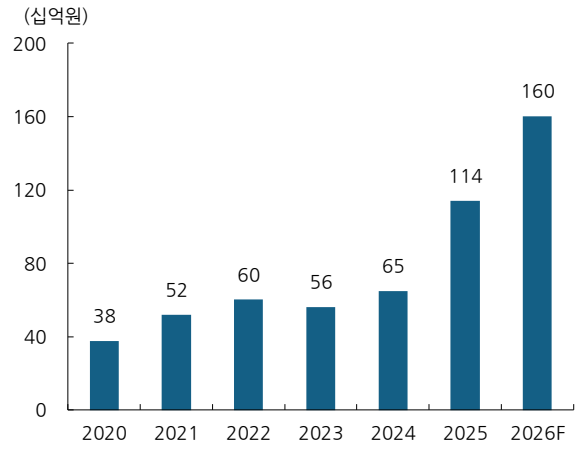
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림5 파미셀-두산 주가 추이 비교



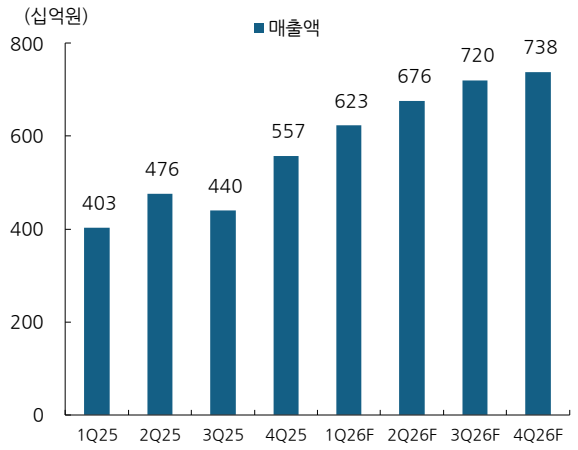
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

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)

	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	62	43	48	83	131
현금 및 현금성자산	14	14	8	22	57
매출채권 및 기타채권	12	8	17	21	22
재고자산	23	21	20	36	49
기타	13	1	3	3	3
비유동자산	47	49	51	59	66
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	37	40	42	46	50
무형자산	6	6	6	6	7
자산총계	110	93	99	142	197
유동부채	29	8	8	11	15
매입채무 및 기타채무	5	4	7	10	14
단기금융부채	23	3	0	0	0
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	4	5	5	5
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	5	5	5
부채총계	33	12	13	16	20
지배주주지분	77	80	86	126	177
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	194	49	49	49	49
이익잉여금	-147	1	7	46	98
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	77	80	86	126	177

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	60	56	65	115	161
매출원가	36	41	44	51	62
매출총이익	24	15	21	64	99
판매비 및 관리비	15	14	17	29	41
영업이익	9	1	5	35	58
(EBITDA)	11	4	8	38	62
금융손익	1	0	2	0	0
이자비용	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	4	0	6	1
세전계속사업이익	6	5	6	40	59
계속사업법인세비용	-2	1	0	0	-1
계속사업이익	8	4	6	40	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	4	6	40	60
지배주주	8	4	6	40	60
총포괄이익	8	4	6	40	60
매출총이익률 (%)	39.6	27.6	32.9	55.8	61.7
영업이익률 (%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
EBITDA마진률 (%)	18.4	7.4	11.9	33.3	38.5
당기순이익률 (%)	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0
ROA (%)	8.1	3.5	6.6	33.6	35.1
ROE (%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
ROIC (%)	10.6	1.4	4.6	28.2	38.3

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	3	23	52
당기순이익(손실)	8	4	6	40	60
비현금수익비용가감	5	4	5	1	1
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	3	2	1	-3	-3
영업활동 자산부채변동	-5	4	-8	-18	-9
매출채권 감소(증가)	-5	3	-10	-5	-1
재고자산 감소(증가)	-5	2	-1	-16	-13
매입채무 증가(감소)	2	-1	1	3	4
기타자산, 부채변동	2	-2	2	0	0
투자활동 현금	-21	6	-7	-8	-9
유형자산처분(취득)	-19	-6	-4	-8	-8
무형자산 감소(증가)	0	1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-2	11	-2	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	0	-19	-3	-1	-8
차입금의 증가(감소)	0	-19	-3	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	-1	-8
배당금의 지급	0	0	0	1	8
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-12	-1	-5	14	35
기초현금	26	14	14	8	22
기말현금	14	14	8	22	57
NOPLAT	6	1	3	25	42
FCF	-13	17	-3	15	43

주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025	2026F
투자지표 (x)					
P/E	82.1	101.8	78.5	21.5	18.0
P/B	8.8	4.5	5.7	6.9	6.1
P/S	11.3	6.5	7.7	7.6	6.7
EV/EBITDA	60.9	85.5	63.0	22.1	16.4
P/CF	51.5	45.2	45.8	21.1	17.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.2	0.9	1.1
성장성 (%)					
매출액	16.2	-6.6	15.3	76.8	40.4
영업이익	12.9	-85.4	259.2	641.1	68.0
세전이익	-36.8	-20.7	32.4	539.1	47.2
당기순이익	-12.6	-56.7	77.0	539.1	47.2
EPS	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
안정성 (%)					
부채비율	43.0	15.1	14.8	12.6	11.2
유동비율	218.5	556.0	628.2	779.5	893.2
순차입금/자기자본(x)	-5.7	-13.1	-12.3	-19.4	-33.6
영업이익/금융비용(x)	11.9	1.5	45.9	499.0	838.1
총차입금 (십억원)	23	4	1	1	1
순차입금 (십억원)	-4	-11	-11	-24	-60
주당지표(원)					
EPS	138	60	105	674	993
BPS	1,277	1,340	1,440	2,094	2,957
SPS	1,003	937	1,081	1,910	2,682
CFPS	219	134	181	687	1,014
DPS	n/a	n/a	20	130	190

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