Initiation

삼양엔씨켐 (482630)

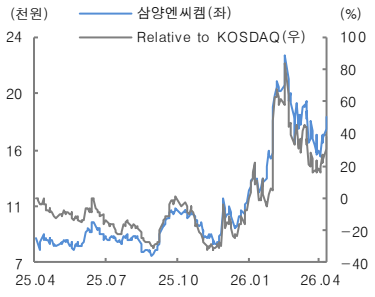
지금이 바로 성장의 초입

김진형
jinhyung.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	24,000 신규
현재주가 (26.04.14)	18,050
	반도체업종

KOSDAQ	1121.88
시가총액	395십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	22,650원 / 7,595원
120일 평균거래대금	68억원
외국인지분율	3.05%
주요주주	삼양홀딩스 외 11 인 68.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	35.5	66.7	102.2
상대수익률	-1.3	13.8	26.0	27.8



- 투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 커버리지 개시
- 삼성전자 V8/V9 NAND 전환에 따른 KrF PR 소재의 '26년 성장 주도
- '27년 고마진의 ArF/EUV PR 소재의 양산 전환으로 수익성 개선 전망

투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 커버리지 개시

삼양엔씨켐에 대해 투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 12개월 선행 EPS 1,164원에 Target P/E 20배를 적용하여 산출 Target P/E 선정 기준은 동사의 주요 고객사인 동진쎄미켐의 EUV PR이 전방 고객사의 양산 라인에 최초 도입되기 시작한 시점('22년 11월~'23년 2월)의 평균 12개월 선행 PER을 적용. 동사는 '15년 반도체 노광 공정의 핵심 소재인 포토레지스트(Photoresist, PR)의 원료를 국산화. 기존 주력 제품인 KrF PR 소재 외에도 선단 소재인 ArF/EUV PR 소재로의 확장으로 현재 성장의 초입 구간 진입. 고마진의 선단 소재 비중 확대되면서 수익성 개선도 가속화 전망

1) V8/V9 NAND 전환 수혜와, 2) 고마진 제품군의 '27년 양산 전환

1) '26년 NAND 세대 전환에 따른 KrF PR 소재의 수혜 전망. 주요 전방 고객사인 삼성전자는 AI 서버 제품 대응을 위해서 '26년 말까지 V9 NAND 전환 지속 예상. NAND 세대 전환에 따라 KrF PR 적용 레이어 수의 증가로 전체 Q 증가. V8 NAND부터는 동사가 메인 벤더로 격상됨에 따라 고객사 내 점유율도 상승. 2) '27년부터 ArF/EUV PR 소재의 본격적인 비중 확대 전망. '25년 선단 소재향 신규 고객사 확보. 양산 전환까지 리드타임 고려하면 '26년 초도 물량 공급, '27년 매출 확대 예상. 해당 소재들은 KrF PR 소재 대비 고마진 제품군(KrF 10% 초중반, ArF 40% 중후반, EUV 50% 초중반)으로 수익성 개선 효과도 가속화될 것. 글로벌 PR 제조사들의 국내 CAPA가 지속 확대 중임을 감안하면 선단 소재의 비중은 지속 확대될 것으로 예상

영업이익 1Q26F 60억원(+35% YoY), 2026F 240억원(+36% YoY) 전망

1Q26F 매출액 400억원(+31%, 이하 YoY)과 영업이익 60억원(+35%) 전망. 2026F 매출액 1,569억원(+25%)과 영업이익 240억원(+36%) 전망. '26년 KrF PR 소재 매출액 769억원(+28% YoY)으로 외형 성장 지속. '27년부터 고마진 선단 소재(ArF, EUV)의 본격적인 비중 확대로 수익성 개선 가속화 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	111	125	157	198	238
영업이익	11	18	24	35	45
세전순이익	9	17	24	35	45
총당기순이익	9	15	22	32	42
지배지분순이익	9	15	22	32	42
EPS	462	688	1,008	1,477	1,904
PER	0.0	16.7	16.0	10.9	8.5
BPS	4,312	5,503	6,706	8,184	10,087
PBR	0.0	2.1	2.7	2.2	1.8
ROE	11.3	14.7	16.6	19.8	20.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

Contents

Valuation: 투자의견 및 목표주가	3
기업 개요	5
산업 개요	7
투자포인트 1. 전방 고객사의 V8/V9 NAND 전환 수혜	9
투자포인트 2. 고마진 제품군 '27년 양산 전환으로 수익성 개선	10
+α 여기에 중국까지 붙는다면?	11
실적 전망	12

Valuation: 투자의견 및 목표주가

투자의견 매수, 목표주가 24,000 원

투자의견 매수
목표주가 22,000원
커버리지 개시

삼양엔씨켐에 대해 투자의견 매수와 목표주가 24,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 1,164원에 Target P/E 20배를 적용하여 산출했다. Target P/E은 주요 고객사인 동진쎄미켐의 EUV PR이 삼성전자의 양산 라인에 최초 도입되기 시작한 시점('22년 11월~'23년 2월)의 평균 12개월 선행 P/E을 적용하였다. 당시 동진쎄미켐은 ArF PR에 이어 EUV PR 국산화에 성공하면서 고마진 제품군으로 포트폴리오 확대에 대한 기대감을 받던 시기이다.

고마진 제품군인
선단 소재들의
'26년 양산 전환 시작
'27년 비중 확대 전망

현재 삼양엔씨켐의 성장 스토리와 유사하다는 판단이다. 현재 동사는 선단 소재인 ArF와 EUV PR 소재를 복수의 고객사들과 개발을 진행 중이다. 해당 소재들은 '26년부터 양산 전환이 일부 가시화되면서 '27년부터 본격적인 비중 확대가 예상된다. '27년 ArF/EUV PR 소재의 매출액은 412억원(+77% YoY)으로 전년 대비 매출 비중은 +6%p 상승할 것으로 전망한다. 선단 소재들의 경우 기존 주력 제품인 KrF PR 소재 대비 고부가가치 제품임을 감안하면 '27년부터는 수익성 개선도 가속화될 전망이다. 참고로 동사가 '30년까지 목표로 하고 있는 영업이익률은 20% 수준이다.

표 1. 목표주가 산정 테이블

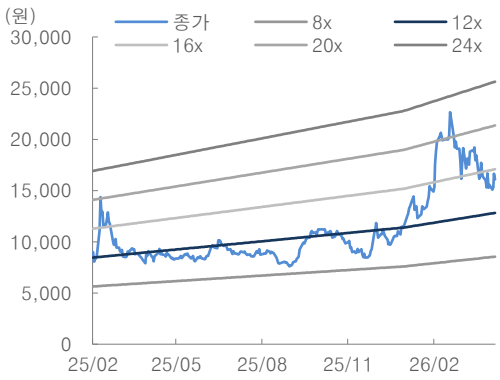
구분	단위	12mF	내용
순이익	십억원	25.5	12 개월 선행 순이익 적용
주식 수	백만주	21.9	
EPS (a)	원	1,164	12 개월 선행 EPS 적용
Target PER (b)	배	20	동진쎄미켐의 EUV PR 이 전방 고객사의 양산 라인에 도입이 시작된 시점인
적정주가 (a) * (b)	원	23,617	'22 년 11 월~'23 년 2 월 당시의 평균 12 개월 선행 P/E 적용
목표주가	**원**	**24,000**	
현재주가	원	18,050	
상승여력	**%**	**33.0**	

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 주요 고객사 동진쎄미켐의 과거 주가 추이

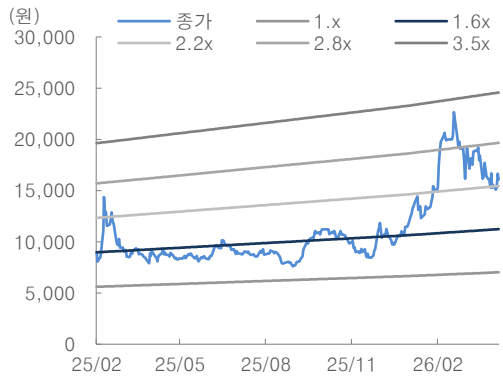
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼양엔씨켐 P/E 차트



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼양엔씨켐 P/B 차트



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 2. 삼양엔씨켐 Peer Group

회사명		삼양엔씨켐	미원상사	동진쎄미켐	Toyo Gosei	TOK	신에츠 화학
티커		482630 KQ	002840 KS	005290 KQ	4970 JP	4186 JP	4063 JP
주가(원, 로컬)		18,050	137,200	52,300	11,730	9,659	6,695
시가총액(십억원, USD mn)		395.1	651.7	2,689.0	600.3	7,757.8	83,519.0
매출액 YoY (%)	25	13.5	1.2	7.3	21.0	17.9	6.1
	26F	25.1	–	6.9	–	12.3	6.1
	27F	26.4	–	8.3	–	12.5	17.4
영업이익 YoY (%)	25	64.0	-27.3	-1.7	16.8	43.2	5.9
	26F	36.1	–	12.3	–	14.3	-4.2
	27F	45.8	–	12.0	–	15.5	-21.3
영업이익률 (%)	25	14.1	9.9	14.4	10.6	20.0	29.0
	26F	15.3	–	15.2	–	20.4	26.2
	27F	17.6	–	15.7	–	20.9	17.5
P/E (x)	25	16.7	15.9	30.1	12.9	20.8	15.7
	26F	16.0	–	17.1	–	29.6	23.7
	27F	10.9	–	16.0	–	25.6	29.3
EV/EBITDA (x)	25	9.9	7.3	8.9	8.6	11.8	6.8
	26F	11.6	–	9.5	17.7	17.3	14.7
	27F	8.1	–	8.5	17.8	14.7	14.4
ROE (%)	25	14.7	10.7	7.6	14.3	15.2	11.9
	26F	16.6	–	12.0	–	15.4	12.0
	27F	19.8	–	13.4	–	15.9	13.1
EPS (원, 로컬)	25	688	9,458	1,546	421.2	272.5	267.6
	26F	1,008	–	3,051	–	306.2	281.4
	27F	1,477	–	3,270	–	353.5	227.4

자료: Quantiwise, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기업 개요

2015 년 포토레지스트(Photoresist, PR) 주요 원료 국산화에 성공

삼양엔씨켐은 '15년 포토레지스트 주요 원료를 국산화

삼양엔씨켐은 1) 반도체 노광 공정 간 사용되는 핵심 소재인 감광액(Photoresist, PR)의 주요 원료인 고분자(폴리머)와 광산발산제(Photo Acid Generator, PAG), 2) 세정 공정 간 사용되는 Wet Chemical의 PERR(Post-Etch Residue Remover)를 제조하는 2가지 사업부를 영위하고 있다. 사업부별 매출 비중은 '25년 기준 PR 소재가 67%, Wet Chemical이 27%이다.

기존 KrF PR 소재 외 ArF/EUV PR 소재 등 선단 소재로 제품군 확대 지속

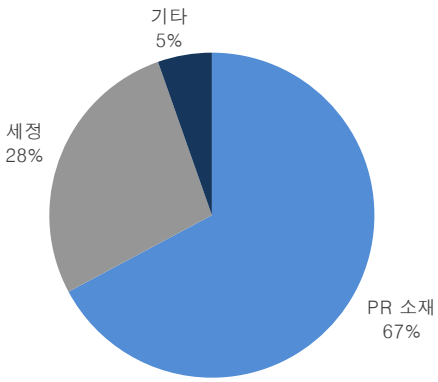
동사는 KrF와 ArF PR향으로 폴리머와 PAG를 납품 중이며 EUV PR향으로도 개발 및 상용화를 준비 중이다. KrF PR 소재의 매출 비중은 '25년 약 50% 수준으로 주요 적용처는 3D NAND로 파악된다. DRAM향으로 주로 납품되는 ArF PR 소재와 EUV PR 소재의 합산 매출 비중은 15% 수준이다. 동사의 주요 고객사는 동진쎄미켐이며, 글로벌 고객사향으로 고객사 확대가 진행 중이다.

동사는 과거 일본 화학 기업들이 독점 공급하던 PR 소재를 2015년 국산화에 성공하였다. 동사는 톤 단위의 대량 생산에서도 1ppb(parts per billion) 수준으로 관리가 가능한 금속 불순물 관리 시스템을 통해 고품질의 소재를 균일하게 양산 가능한 기술적 경쟁력을 구축하고 있다. 초정밀 설비 및 클린룸을 포함한 고성능 설비를 갖추고 있어 향후에도 지속적으로 안정적인 생산 시스템 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

매출액 기준 CAPA는 현재 2,000억원 수준 '27년 하반기부터 증설 시작 예상

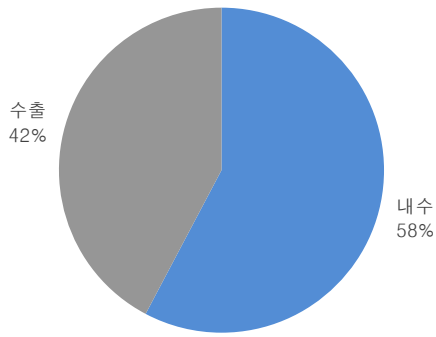
현재 CAPA는 매출액 기준 2,000억원 수준이다. '18년부터 선제적인 투자를 진행했으며 '22년 EUV PR 소재 전용 공장을 마지막으로 투자를 마무리했다. 따라서 '26년까지는 추가적인 CAPEX 집행은 제한적일 것으로 판단한다. 고마진 제품군 매출 확대에 따른 증설은 이르면 '27년 하반기부터 진행될 것으로 예상한다. 해당 투자의 경우 부지는 이미 마련이 되어있는 상황으로 설비만 추가로 설치하면 되기 때문에 CAPEX 부담은 낮을 것으로 파악된다. 예상되는 투자액은 최대 150억원 수준이며 매출액 기준 CAPA는 3,000억원까지 증가할 것으로 예상된다.

그림 4. 삼양엔씨켐 매출액 제품별 비중 (25 년)



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼양엔씨켐 매출액 내수/수출 비중 (25 년)



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

동사가 생산하는 폴리머와 PAG는 PR의 핵심 원재료

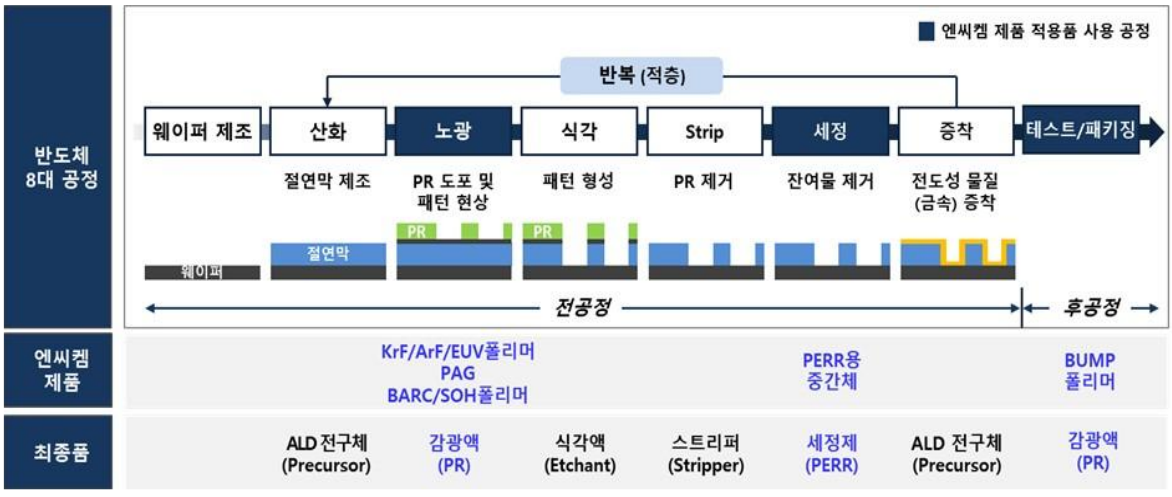
동사가 생산하는 폴리머와 PAG는 포토레지스트의 원가 비중에서 90% 이상을 차지하는 주요 성분이며 이 중에서 폴리머가 전체 원가의 70~80%를 차지한다. 폴리머는 기본적으로 웨이퍼 위에 균일한 박막을 형성하게 해주는 뼈대 역할의 소재이다. 노광 공정 간 사용되는 광원에 따라 최적화된 흡광도를 지니도록 설계되어 패턴 형성에 핵심 역할을 수행한다. PAG는 노광 공정에서 빛을 받으면 산을 생성하는 역할을 하는 소재이다. 이때 생성된 산은 폴리머의 화학적 반응의 촉매제로 작용하여 폴리머가 현상액에 용해되는 성질로 변환되게 만든다.

표 3. **삼양엔씨켐 주요 제품 설명**

제품명	제품 특성
고분자 폴리머	패턴의 특성을 결정하는 핵심 소재 포토레지스트(PR)의 주요 구성성분으로 형체를 이루게 해주는 뼈대 역할 접착성, 저항성을 가지는 기계적 특성을 가진 재료
광산발산제 (Photo Acid Generator, PAG)	패턴 해상도 향상을 위한 소재 빛에 반응하는 소재로 빛을 받으면 산을 발생시켜 고분자 반응 촉매 역할을 함
PERR (Post-Etch Residue Remover)	반도체 제조공정 중 비아(Via), 폴리(Poly) 및 금속식각(Metal Etch) 공정 후 기판 표면의 잔류물을 효과적으로 제거하도록 제조된 수성 및 반수성 유기화학물

자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 6. **삼양엔씨켐의 소재별 적용 공정**



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

산업 개요

핵심 공정인 노광 공정에 사용되는 포토레지스트

포토레지스트는 반도체 주요 공정인 노광 공정의 핵심 소재

반도체 노광 공정은 전체 반도체 공정 내에서 공정시간 기준 약 60%, 공정비용 기준 약 35%의 비중을 차지한다. 노광 공정 간 핵심 소재로 사용되는 것 중 하나가 PR이다. 웨이퍼에 PR을 균일하게 도포한 뒤 포토마스크와 함께 특정 파장 영역의 빛을 조사하면 해당 부분에서 화학적 반응이 일어난다. 이후 성질이 변한 부분의 PR을 현상액으로 벗겨내면 웨이퍼에 원하는 회로의 밑그림이 형성된다. PR이 전체 반도체 소재 원가와 노광 공정 내 소재 원가에서 차지하는 비중은 각각 약 13%와 70% 수준인 것으로 파악된다.

향후 고성장 기대되는 영역은 선단 소재

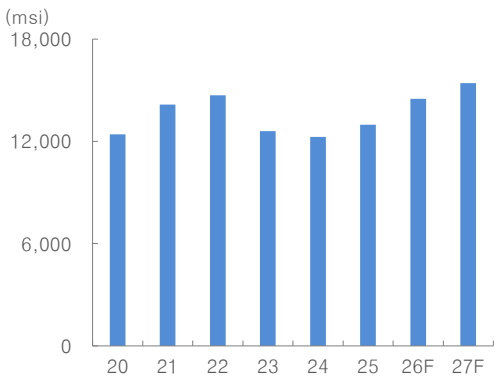
PR은 노광에 사용되는 광원의 파장에 따라 KrF(248㎚), ArF(193㎚), EUV(13.5㎚)로 구분된다. 파장이 짧아질수록 반도체의 회로를 더욱 미세하게 그릴 수 있으며 관련 장비와 소재의 요구 스펙과 가격도 상승한다. 현재 시장의 주류는 KrF와 ArF PR이다. 다만 반도체 회로의 미세화가 지속 진행됨에 따라 EUV 공정의 중요성이 증가하는 추세이다. 현재 EUV 공정은 Logic/Foundry에 이어 DRAM에도 확대 적용되고 있다. 적용 레이어 수의 증가로 EUV PR 시장은 '25년 3.7억 달러에서 '30년 11.5억 달러까지 연평균 25% 고성장이 예상되는 시장이다. EUV 시장의 개화 이전 선제적으로 진입한 업체들의 수혜가 기대된다. 현재 PR 시장 내 주요 공급업체로는 TOK, JSR, 신에츠, 동우화인켐(이상 해외), 동진쎄미켐(국내) 등이 있다.

표 4. 포토레지스트의 적용 광원별 분류

	KrF PR	ArF PR	EUV PR
광원의 파장	248㎚	193㎚	13.5㎚
적용 공정	130nm~250nm	10nm~130nm	10nm 이하
주요 적용처	3D NAND	DRAM, 스마트폰 AP, 컨벤셔널 서버	AI 서버, HBM, HPC

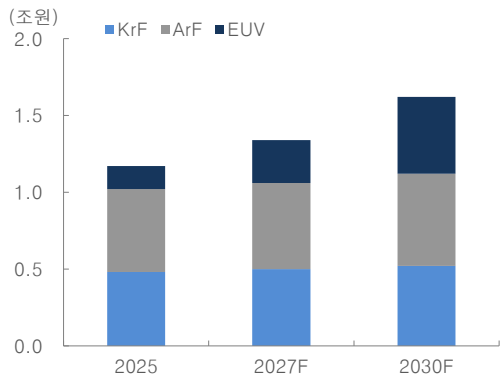
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 7. 글로벌 반도체 웨이퍼 출하량 추이 및 전망



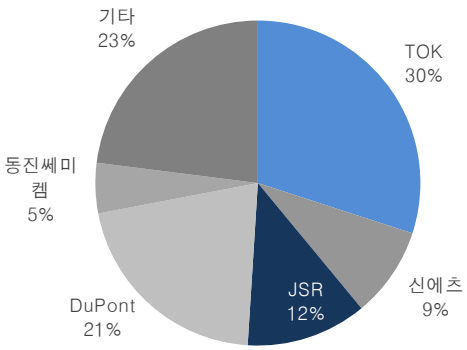
자료: SEMI, 대신증권 Research Center

그림 8. 국내 포토레지스트 시장 전망



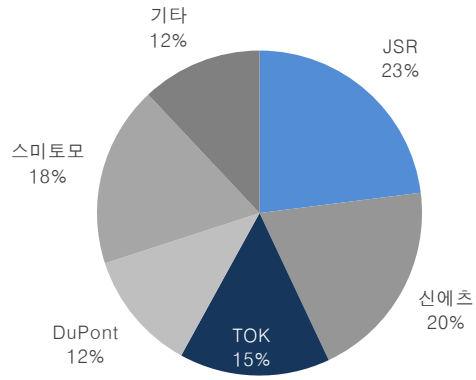
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 9. KrF PR 시장 점유율 (24 년)



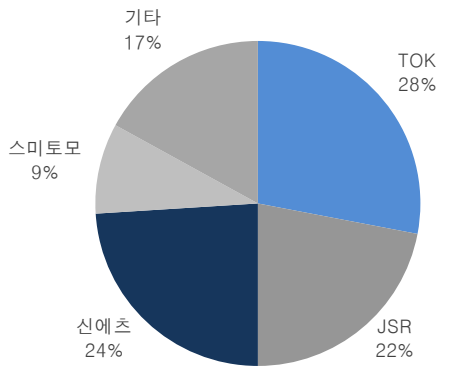
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 10.ArF PR 시장 점유율 (24 년)



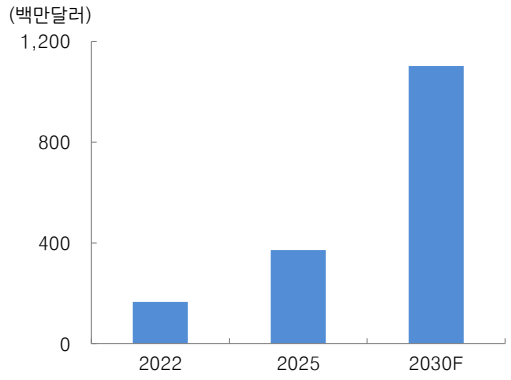
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 11.EUV PR 시장 점유율 (24 년)



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 12.글로벌 EUV PR 시장 규모 추이 및 전망



자료: Valuates Reports, 대신증권 Research Center

투자포인트

1) 전방 고객사의 V8/V9 NAND 전환 수혜

KrF PR 소재 매출액 26년 +28% YoY 전망

동사의 주력 제품인 KrF PR 소재는 꾸준한 성장을 보여줄 것으로 전망한다. KrF PR 소재의 매출액은 '26년 769억원(+28% YoY)으로 전망한다. 주요 전방 고객사의 V8/V9 NAND 전환에 따른 1) KrF PR 사용량의 구조적인 증가와, 2) 메인 벤더로의 격상에 따른 고객사 내 점유율 증가를 예상한다.

주요 전방 고객사의 V8/V9 NAND 전환에 대한 수혜 예상

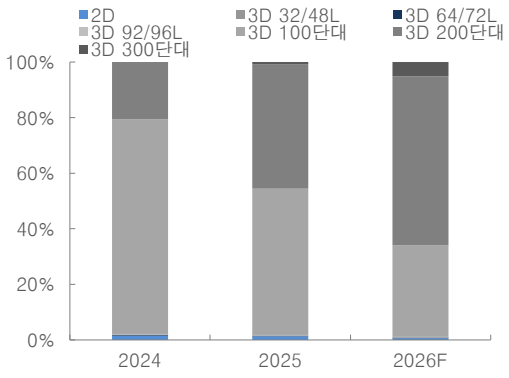
동사의 주요 전방 고객사인 삼성전자의 V8/V9 NAND 전환에 따른 동사의 수혜를 예상한다. 삼성전자는 '25년 하반기부터 중국 시안 공장의 V8 및 V9 NAND 전환 투자를 진행 중이다. '26년에도 V9 NAND 위주의 전환 투자가 예상된다. 전체 NAND CAPA 내 V8 NAND 이상이 차지하는 비중은 '26년 말에는 '25년 말 대비 2배 가까이 늘어날 것으로 추정된다. AI 데이터센터 투자 확대로 인해 수요가 증가하는 NAND 제품은 주로 QLC 기반의 eSSD이다. 고성능/고용량 AI 서버 제품 대응을 위해서라도 V9 NAND 전환은 '26년 말까지 지속될 것으로 전망한다.

1) KrF PR 적용 레이어 수 증가
2) 메인 벤더 격상 공급 비중 확대

NAND의 세대 전환에 따른 동사의 수혜를 기대하는 이유는 다음과 같다. 1) **세대 전환에 따른 KrF PR 적용 레이어 수의 증가**로 인한 동사의 KrF PR 소개 사용량 증가이다. KrF PR 적용 레이어 수는 V6/V7에서 5~6개, V8에서 7개, V9에서 10개로 증가한다. V10에서는 14개까지 늘어날 것으로 파악된다. KrF PR 적용 레이어 수의 증가로 인해 동사의 KrF PR 소재 공급량도 구조적으로 증가할 전망이다.

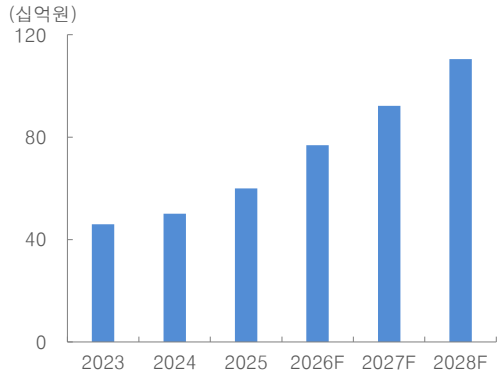
전체 Q의 증가와 함께 2) **동사의 고객사 내 공급 비중도 V8/V9 NAND부터는 확대**된다. 동사는 V8/V9 NAND부터 주요 고객사의 메인 벤더로 선정됨에 따라 공급 비중이 확대되는 것으로 파악된다. '26년 동사 실적 성장을 견인하는 것은 주요 전방 고객사의 V8/V9 NAND 전환에 따른 수혜를 받는 KrF PR 소재가 될 것으로 전망한다.

그림 13.NAND 노드별 비중 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center 추정

그림 14.KrF PR 소재 매출액 추이 및 전망



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

2) 고마진 제품군(ArF, EUV PR 소재) '27 년 양산 전환으로 수익성 개선

선단 소재향 고객사 확보하면서 성장의 초입 구간 진입

ArF 및 EUV PR 소재의 매출액은 '27년 412억원(+77% YoY)으로 전망한다. 동사는 '25년 ArF 및 EUV PR 고객사 확보로 **성장의 초입 구간에 진입했다고 판단**한다. 판단의 근거는 1) 해외 고객사들의 국내 생산 물량 확대와, 2) 소재 업체 특성 상 개발에서 양산 전환 이후 다시 추가 개발로 이어지는 락인(Lock-in) 효과이다. 3) 마진율이 높은 선단 소재의 비중 확대는 수익성 개선으로 이어질 것이다.

1) 해외 PR 제조사의 국내 CAPA 확대
2) 양산 전환 이후 락인 효과 기대

해외 PR 제조사들이 국내 생산 거점을 통해서 대응하고 있는 국내 반도체 IDM향 물량의 비중은 지속적으로 확대될 것으로 예상한다. ArF와 EUV PR이 주로 사용되는 DRAM 라인은 '26~'27년 국내 전방 고객사들의 신규 투자 및 전환 투자가 예정되어 있다. 삼성전자와 SK하이닉스는 각각 P5와 Y1의 투자를 가속화하면서 '27년까지 지속적인 DRAM 라인 투자가 진행될 것으로 예상된다. 전방 고객사의 증설에 맞춰 해외 PR 제조사들도 국내 CAPA 증설을 진행 중이다. 일본 PR 제조사 TOK는 인천 공장에 이어 평택 신규 공장의 '27년 가동이 예정되어 있다. 투자액 규모를 감안하면 TOK의 국내 CAPA는 '28년 현재 대비 최대 2배까지 증가할 것으로 추정된다.

동사의 고객사 내 공급 물량 비중도 지속 확대될 것이다. 반도체 소재 특성 상 신규 공급망 진입은 주로 전방 고객사의 신규 라인 증설 및 라인 전환 과정에서 이뤄진다. 전방 고객사의 증설 일정에 맞춰 동사는 국내 최대 규모의 CAPA와 PR 소재 공급 레퍼런스를 통해 '25년 신규 고객사들을 확보했다. ArF 폴리머는 3건의 개발이 추가되었고 ArF PAG의 경우 2건의 개발과 1건의 양산이 추가되었다. 신규 소재의 개발 완료 이후 양산 전환이 다시금 새로운 레퍼런스로 작용하여 고객사 내 공급 품목 확장 등으로 이어지는 선순환 구조를 형성할 수 있다. 지금이 성장의 초입 구간이라 보는 이유이다.

고마진 제품군 비중 확대에 따른 수익성 개선 기대

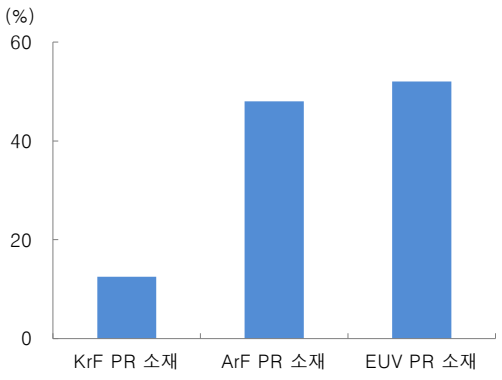
통상적으로 개발에서 양산 전환까지는 6개월에서 1년이 소요된다. 현재 개발 중인 건들의 양산 전환 이후 물량 확대 시점까지 고려하면 본격적인 매출 기여 시점은 '27년으로 예상한다. 제품별 마진 차이를 감안하면(KrF 10%대 초중반, ArF 40%대 중후반, EUV 50%대 초반으로 파악) 선단 소재가 매출에 본격적으로 기여하는 시점부터는 수익성 개선의 속도도 더욱 빨라질 것으로 전망한다.

표 5. 삼양엔씨켐의 PR 소재 고객사별 공급 및 개발 현황

구분	KrF PR		ArF PR		EUV PR	
	폴리머	PAG	폴리머	PAG	폴리머	PAG
국내 A사	O	O	O	O	●	
국내 B사	O	개발	개발	개발	O	O
해외 A사	O	O	개발	개발		
해외 B사	O		개발	O	개발	O
해외 C사	개발					

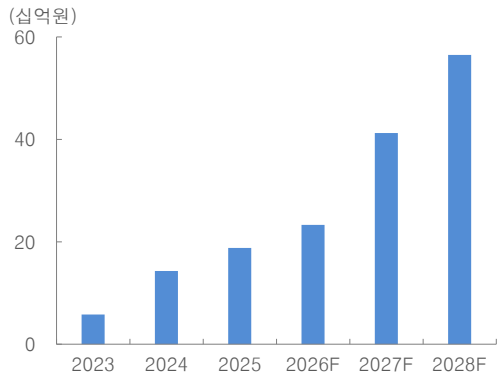
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center
주1: ●은 단독 공급
주2: 음영처리 부분은 상장 시점('25년 2월) 대비 추가된 건

그림 15.광원별 PR 소재의 마진율 비교



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 16.ArF/EUV PR 소재 매출액 추이 및 전망



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

+α 여기에 중국까지 붙는다면?

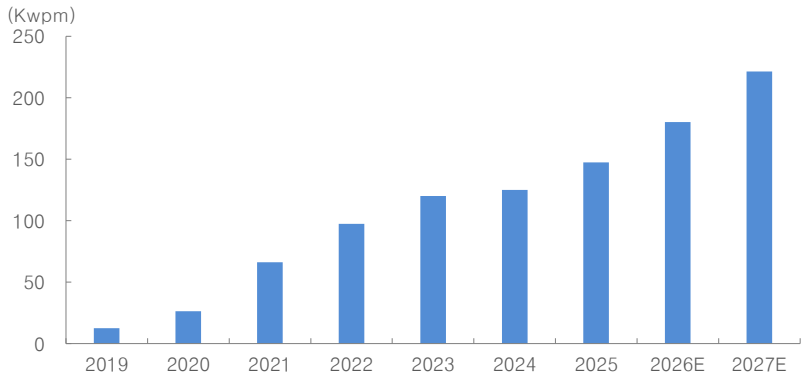
중국 KrF PR 시장은 동사의 중장기적인 외형 성장의 축

동사는 중장기적인 외형 성장의 한 축으로 중국 내 KrF PR 시장 진출을 제시해왔다. 중국 정부의 PR 국산화 기조가 맞물리면서 동사의 중국 시장 진입에 있어 우호적인 환경이 지속될 것으로 기대된다. 작년 중국 고객사향으로 톤 단위 샘플을 납품했으며 '26년부터는 가시성을 일부 확인해볼 수 있을 전망이다.

미국의 수출 제재와 중일 갈등으로 인한 중국의 국산화 기조

중국은 미국의 수출 제재와 중일 갈등으로 인해 주요 공정에서 국산화를 적극적으로 시도 중이며 PR은 주요 국산화 대상 소재이다. 미국의 대중 수출 제재로 인해 선단 장비 수입이 제한적인 중국은 KrF 등의 레거시 공정의 사용 비율이 높은 상황이다. 또한 일본의 수출 제재에서 가장 주요한 대상이 PR이었던 만큼 장기적인 관점에서라도 공급망 다변화는 중국 입장에선 선택의 영역이 아닌 필수 과제이다. 다만 PR을 국산화하기 위해서는 원료는 여전히 수입에 의존해야 하는 상황이다. 일본 기업을 제외하고는 PR 원료를 안정적으로 공급할 수 있는 로컬 업체가 제한적인 상황임을 감안하면 동사에게는 우호적인 환경이라 판단한다.

그림 17.KrF PR의 주요 적용처인 NAND 제조사 YMTC의 CAPA 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center 추정

실적 전망

'26년 외형 성장 지속, '27년 수익성 개선 본격

1Q26F 영업이익 57억원(+27.3% YoY)

1Q26F 매출액 400억원(+30.7% YoY)과 영업이익 60억원(+34.9 YoY, OPM 15.1%)으로 전망한다. 주요 전방 고객사의 NAND 세대 전환에 따른 KrF PR 소재 수혜로 동사는 분기 기준 최대 실적을 경신할 것으로 예상된다.

2026F 영업이익 226억원(+28.1% YoY)

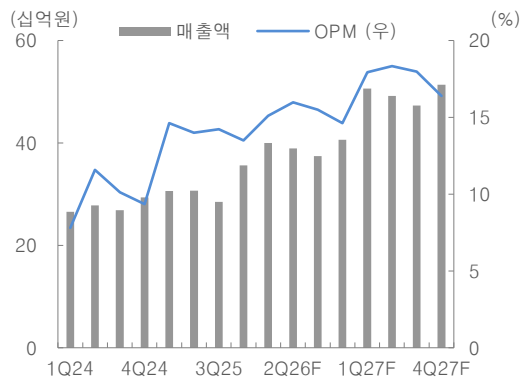
2026F 매출액 1,569억원(+25.1% YoY)과 영업이익 240억원(+36.1% YoY, OPM 15.3%)으로 전망한다. PR 소재의 매출액은 1,061억원(+25.9% YoY)으로 예상된다. '26년 말까지 전방 고객사의 NAND 세대 전환이 지속되면서 KrF PR 소재의 매출액 증가가 전망된다. '27년부터는 고마진의 ArF/EUV PR 소재의 비중 확대로 수익성 개선을 예상한다.

표 6. 삼양엔씨켐 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**30.6**	**30.7**	**28.5**	**35.6**	**40.0**	**38.9**	**37.4**	**40.6**	**110.5**	**125.4**	**156.9**	**198.4**	**237.5**
YoY	15.3	10.4	6.3	21.2	30.7	26.9	31.1	14.1	12.1	13.5	25.1	26.5	19.7
PR 소재	20.3	19.3	18.8	25.8	27.7	26.3	25.4	26.6	70.7	84.2	106.1	139.3	172.9
세정	7.0	9.4	7.7	10.2	9.5	9.7	9.2	10.8	25.4	34.4	39.2	44.5	47.0
기타	3.3	1.9	1.9	-0.5	2.9	2.9	2.9	2.9	14.4	6.7	11.6	14.7	17.6
매출액 증감 (YoY)													
PR 소재	-	-	-	-	37	36	35	3	36	19	26	31	24
세정	-	-	-	-	36	3	19	6	58	35	14	13	6
기타	-	-	-	-	-13	52	50	-739	-53	-53	72	26	20
영업이익	**4.5**	**4.3**	**4.1**	**4.8**	**6.0**	**6.2**	**5.8**	**5.9**	**10.7**	**17.6**	**24.0**	**35.0**	**45.0**
영업이익률	14.6	14.0	14.2	13.5	15.1	16.0	15.5	14.6	9.7	14.1	15.3	17.6	18.9
영업외손익	-0.2	-0.3	-0.1	-0.4	0.0	-0.2	-0.2	0.0	-1.5	-1.0	-0.3	-0.3	-0.3
세전이익	**4.3**	**4.0**	**4.0**	**4.4**	**6.0**	**6.1**	**5.6**	**5.9**	**9.2**	**16.7**	**23.6**	**34.7**	**44.7**
세전이익률	14.0	13.0	14.0	12.3	15.1	15.6	15.0	14.6	8.3	13.3	15.1	17.5	18.8
당기순이익	**3.8**	**3.5**	**3.6**	**4.0**	**5.6**	**5.7**	**5.2**	**5.5**	**9.0**	**14.9**	**22.1**	**32.3**	**41.7**
순이익률	12.3	11.4	12.6	11.4	14.1	14.5	14.0	13.6	8.1	11.9	14.1	16.3	17.5

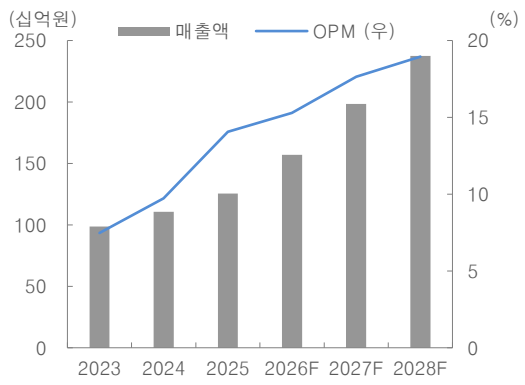
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 18. 삼양엔씨켐 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



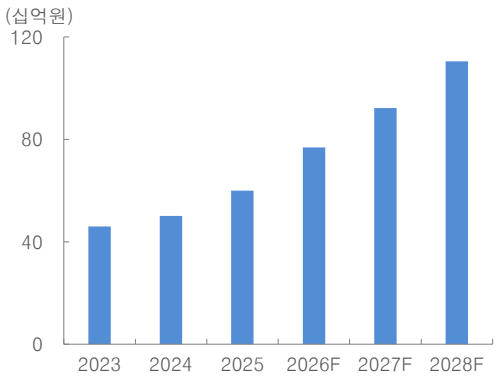
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 19. 삼양엔씨켐 연도별 매출액 및 영업이익률 추이



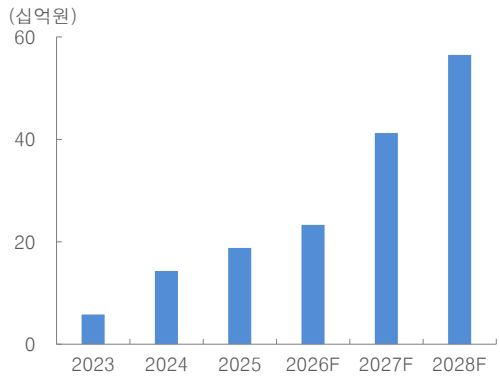
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 20.KrF PR 소재 매출액 추이 및 전망



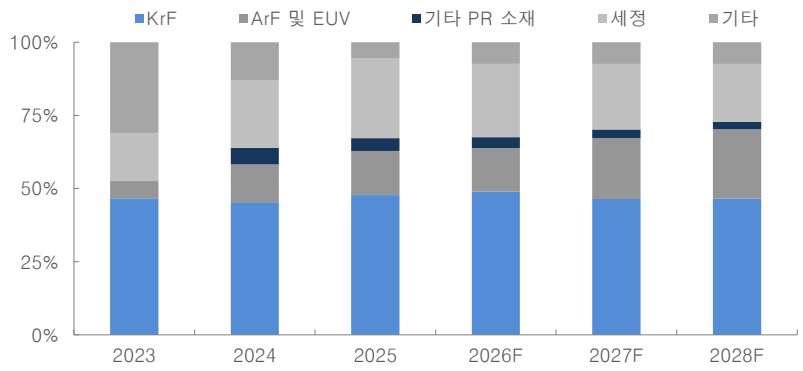
자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 21.ArF/EUV PR 소재 매출액 추이 및 전망



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

그림 22.삼양엔씨켐 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	111	125	157	198	238
매출원가	88	94	115	141	166
매출총이익	22	32	41	57	71
판매비와관리비	12	14	17	22	26
영업이익	11	18	24	35	45
영업이익률	9.7	14.1	15.3	17.6	18.9
EBITDA	16	25	30	42	53
영업외손익	-2	-1	0	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	0	0
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	-3	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	9	17	24	35	45
법인세비용	0	-2	-2	-2	-3
계속사업순손익	9	15	22	32	42
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	15	22	32	42
당기순이익률	8.1	11.9	14.1	16.3	17.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	9	15	22	32	42
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	9	15	22	32	42
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	9	15	22	32	42

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	53	71	98	128	162
현금및현금성자산	5	17	31	44	61
매출채권 및 기타채권	14	13	16	20	24
재고자산	34	39	49	62	74
기타유동자산	0	2	2	3	3
비유동자산	75	74	72	76	87
유형자산	59	56	54	59	70
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	16	18	18	17	17
자산총계	128	145	170	205	249
유동부채	35	20	17	20	22
매입채무 및 기타채무	10	14	16	18	20
차입금	18	0	0	0	0
유동성채무	5	4	0	0	0
기타유동부채	1	2	2	2	2
비유동부채	10	6	6	6	6
차입금	10	5	5	5	5
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	45	26	23	26	28
지배지분	84	119	147	179	221
자본금	5	5	11	11	11
자본잉여금	59	80	80	80	80
이익잉여금	35	50	72	105	146
기타자본변동	-16	-17	-17	-17	-17
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	84	119	147	179	221
순차입금	28	-7	-26	-39	-57

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	462	688	1,008	1,477	1,904
PER	0.0	16.7	16.0	10.9	8.5
BPS	4,312	5,503	6,706	8,184	10,087
PBR	0.0	2.1	2.7	2.2	1.8
EBITDAPS	845	1,138	1,371	1,902	2,429
EV/EBITDA	1.7	9.9	12.3	8.5	6.4
SPS	5,698	5,786	7,169	9,066	10,851
PSR	0.0	2.0	2.5	2.0	1.7
CFPS	950	1,221	1,482	2,013	2,551
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	14	20	18	25	37
당기순이익	9	15	22	32	42
비현금항목의 가감	9	12	10	12	14
감가상각비	6	7	6	7	8
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	4	4	5	6
자산부채의 증감	-2	-4	-12	-16	-15
기타현금흐름	-2	-3	-2	-3	-4
투자활동 현금흐름	-5	-5	-4	-11	-19
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-6	-4	-4	-11	-19
기타	0	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-15	-3	0	-1	-1
단기차입금	-10	-18	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	22	5	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-5	-6	-5	-1	-1
현금의 증감	-6	12	14	13	17
기초 현금	11	5	17	31	44
기말 현금	5	17	31	44	61
NOPLAT	10	16	22	33	42
FCF	10	18	25	28	31

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	12.1	13.5	25.1	26.5	19.7
영업이익 증가율	45.9	64.0	36.1	45.9	28.6
순이익 증가율	91.6	66.2	48.1	46.6	28.8
수익성					
ROIC	9.5	14.0	19.0	24.8	27.4
ROA	8.3	12.9	15.2	18.7	19.9
ROE	11.3	14.7	16.6	19.8	20.8
안정성					
부채비율	53.4	21.4	15.8	14.3	12.6
순차입금비율	33.6	-6.2	-17.8	-22.1	-25.7
이자보상배율	5.4	21.3	26.8	39.1	39.2

자료: 삼양엔씨켐, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

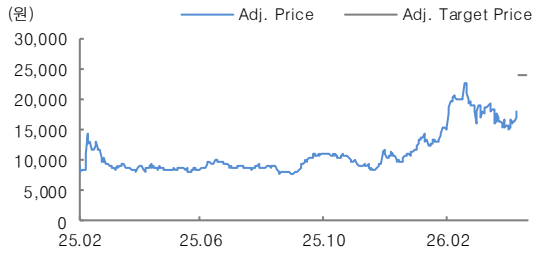
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김진형)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼양엔씨켐(482630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.15
투자의견	Buy
목표주가	24,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260412)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상