

2025. 1. 20



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)적정주가 (12개월) **65,000 원**현재주가 (1.17) **46,850 원**상승여력 **38.7%**

KOSPI	724.69pt
시가총액	4,448억원
발행주식수	949만주
유동주식비율	43.91%
외국인비중	1.80%
52주 최고/최저가	70,800원/22,900원
평균거래대금	29.6억원

주요주주(%)

동아엘텍 외 1 인 47.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	-2.6	81.9
상대주가	1.0	11.5	109.1

주가그래프



선익시스템 171090

수주와 실적, 2025년부터 동반 성장

- ✓ 4Q24로 예상했던 중국 Lakeside향 OLEDoS 장비 매출 인식 올해 2분기로 지연
- ✓ 이를 반영해 2025년 매출액과 영업이익 각각 +5.2%, +6.6% 상향 조정
- ✓ 선익시스템의 OLED 증착기 수주는 일회성이 아닌 지속성 있는 모멘텀
- ✓ 증착기 매출 인식으로 올해부터 큰 폭의 실적 성장이 기대된다는 점도 기회 요인
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 상향 제시

OLEDoS 장비 매출 인식 작년 4분기 → 올해 2분기로 지연

4Q24 연결 매출액(368억원)과 영업이익(54억원)은 시장 컨센서스를 각각 34.8%, 48.5% 하회할 전망이다. 이는 작년 4분기로 예상했던 중국 패널업체 Lakeside향 OLEDoS 장비 매출 인식이 올해 2분기로 지연되었기 때문이다. 다만, 2025년 매출액과 영업이익은 해당 장비 매출 인식을 반영, 각각 5.2%, 6.6% 상향 조정하였다.

수주 + 실적이 동반될 미래

작년 동사는 일본 Canon-Tokki의 독점을 뚫고 중국 BOE향 8.6세대 OLED 증착기 수주에 성공하였다. 올해부터 해당 장비로 인한 큰 폭의 실적 성장(영업이익 기준 '24년 101억원 → '25년 572억원 → '26년 934억원)이 예상된다. 또한 올해도 OLED 증착기 추가 고객사 확보 및 OLEDoS 증착기 수주 등 신규 수주의 가시성이 높다고 판단된다. 특히 작년에 투자를 발표한 Visionox는 중국 정부의 보조금 외 최근 자금 조달에 성공, 8.6세대 신규 투자에 필요한 자금 확보를 마무리한 것으로 파악된다. 기술적인 검토가 진행 중이나 납기 일정을 고려하면 관련 장비 업체 선정이 곧 이루어질 것으로 예상된다. 그 외 중국 OLEDoS 기존 고객사가 추가 발주를 검토 중이며, 관련 수주도 상반기 내 진행될 것으로 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 상향 제시

늘어나는 내수 수요와 정부의 적극적인 보조금 정책을 바탕으로 다수의 중화권 디스플레이 제조사들의 공격적인 OLED + OLEDoS 신규 라인 투자가 기대된다. 다만 패널업체가 검토 중인 신규 투자안이 누적되는 것과 달리, 증착장비를 공급할 수 있는 회사는 여전히 제한적이다. 즉, 다른 장비 업체와 달리 선익시스템의 증착기 수주는 일회성이 아닌 지속적인 모멘텀이 될 가능성이 높다는 점을 상기할 필요가 있다. 투자의견 Buy를 유지하며, 예상되는 추가 수주를 반영해 '26년 EPS를 +36.0% 상향 조정하고 적정주가는 65,000원으로 상향 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	62.4	-4.1	-9.2	-987	적지	7,558	-29.7	3.9	1,016.1	-12.3	90.2
2024E	109.6	10.1	-6.3	-660	적지	6,806	-63.1	6.1	25.9	-9.2	147.6
2025E	353.1	57.2	46.2	4,864	흑전	12,112	9.6	3.9	7.1	51.4	224.4
2026E	529.8	93.4	71.4	7,524	54.7	19,637	6.2	2.4	4.2	47.4	201.7
2027E	709.4	128.4	105.1	11,074	47.2	30,711	4.2	1.5	2.6	44.0	170.1

표1 선익시스템 4Q24E Preview

(십억원)	4Q24E	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	36.8	21.8	69.2%	12.9	186.2%	56.5	-34.8%
영업이익	5.4	3.4	57.3%	-1.6	nm	10.5	-48.5%
세전이익	-6.5	9.3	nm	8.6	nm	10.3	nm
지배주주 순이익	-5.5	8.2	nm	7.9	nm	10.2	nm
영업이익률 (%)	14.6%	15.7%		-12.2%		18.5%	
지배주주순이익률 (%)	-14.9%	37.8%		61.4%		18.1%	

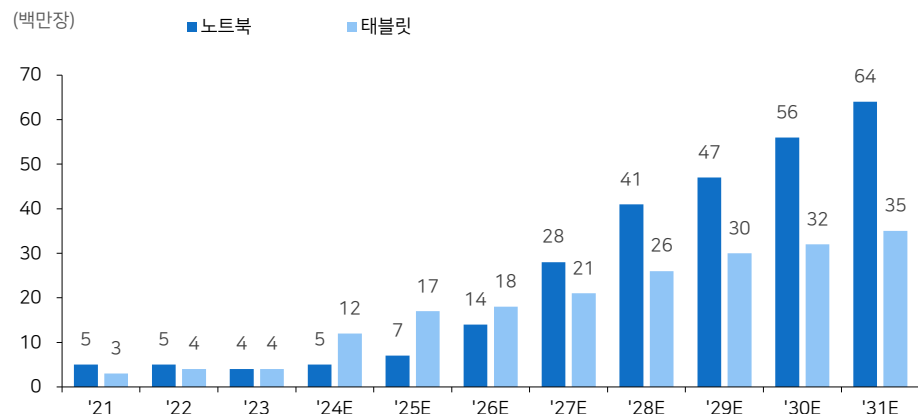
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 선익시스템 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
환율	1,320	1,370	1,374	1,330	1,425	1,410	1,380	1,330	1,365	1,391	1,330
매출액	17.3	42.6	12.9	36.8	25.5	81.7	159.0	86.9	109.6	353.1	529.8
(%, QoQ)	-20.3%	145.8%	-69.8%	186.2%	-30.6%	219.9%	94.7%	-45.3%			
(%, YoY)	14.1%	743.4%	-37.0%	69.2%	47.3%	91.7%	1136.7%	136.2%	75.6%	222.2%	50.0%
증착기	16.2	41.0	11.6	34.8	24.3	80.0	156.9	84.5	103.6	345.7	521.5
기타	1.2	1.5	1.2	2.0	1.3	1.6	2.1	2.4	5.9	7.5	8.3
영업이익	-1.2	7.4	-1.6	5.4	-2.3	12.7	34.3	12.5	10.1	57.2	93.4
(%, QoQ)	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	170.1%	-63.6%			
(%, YoY)	적축	흑전	적전	57.3%	적확	70.9%	흑전	131.9%	-349.1%	466.3%	63.2%
영업이익률 (%)	-6.7%	17.5%	-12.2%	14.6%	-9.1%	15.6%	21.6%	14.4%	9.2%	16.2%	17.6%
세전이익	-8.8	-1.0	8.6	-6.5	-2.5	12.5	34.1	12.3	-7.6	56.3	89.3
지배주주순이익	-8.8	0.1	7.9	-5.5	-5.1	10.0	31.6	9.7	-6.3	46.2	71.4
지배주주순이익률 (%)	-50.5%	0.2%	61.4%	-14.9%	-19.9%	12.2%	19.9%	11.2%	-5.7%	13.1%	13.5%

자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 IT OLED 패널 수요 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

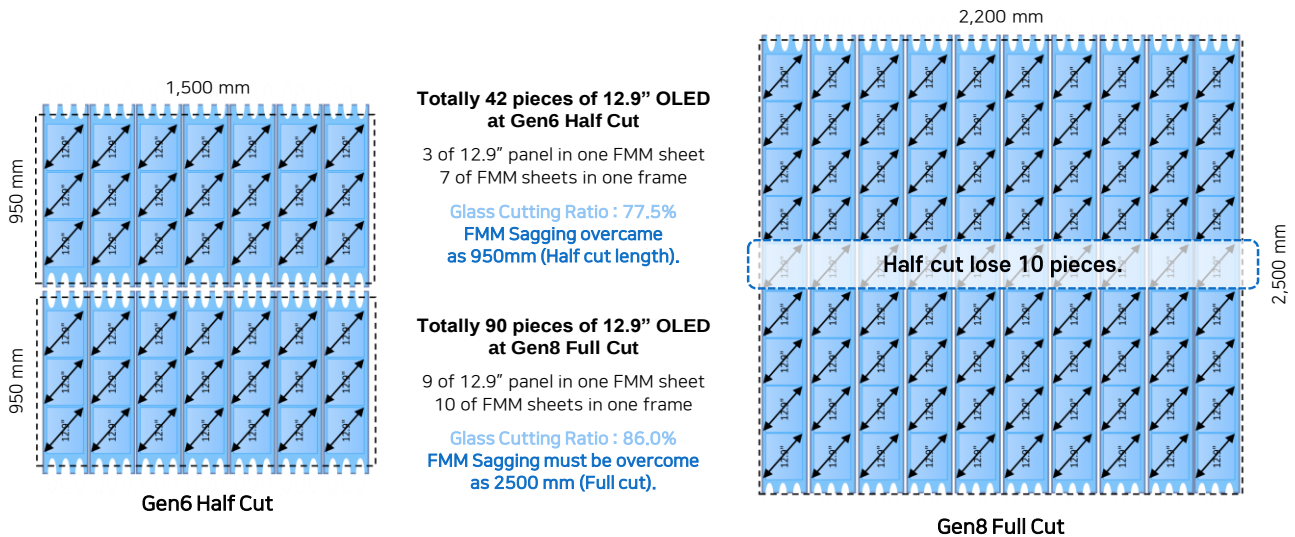
표3 6세대, 8.6세대 원장당 생산 패널 수 비교

		아이패드 Pro 11인치 기준	아이패드 Pro 13인치 기준	노트북 모니터 15.6인치 기준
6G (1,500*1,850)	원장당 생산 패널 수	57	41	31
	월 15K 기준 연 생산량 (백만)	7.8	5.7	4.2
8.6G (2,250 * 2,600)	원장당 생산 패널 수	122	89	67
	월 15K 기준 연 생산량(백만)	13.9	10.1	7.5

주: 하프컷 Loss을 10% 적용, 가동률 90%, 6세대 수율 85%, 8.6세대 수율 70% 가정

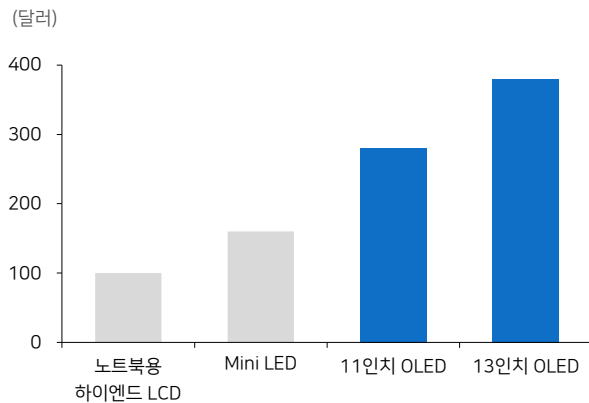
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 하프컷 기준 생산 비교 (8.5세대 12.9인치 기준)



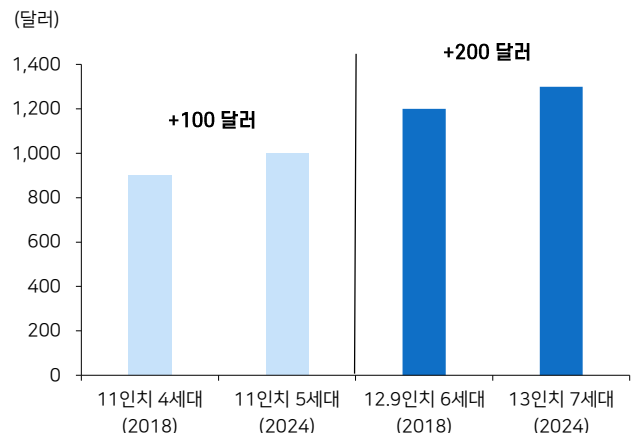
자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림3 패널별 가격 비교



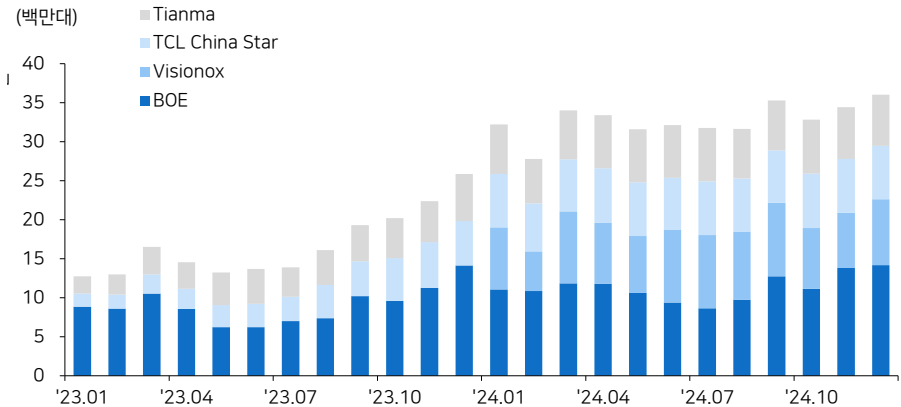
자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아이패드 출고가 비교



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 OLED 패널업체 출하량 추이



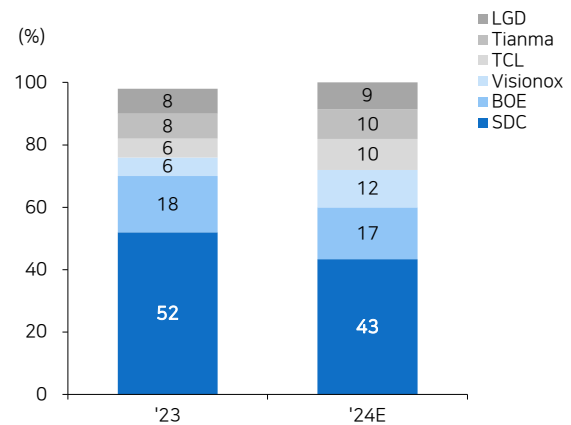
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 중국 패널 업체별 OLED 생산라인 현황

업체	라인	세대	Capa/월
BOE	B7	6	48
	B11	6	48
	B12	6	48
TCL CSOT	T4	6	45
Tianma	Wuhan	6	37.5
EDO	Shanghai	6	30
Visionox	V1	5.5	15
	V2	6	15
	V3	6	30

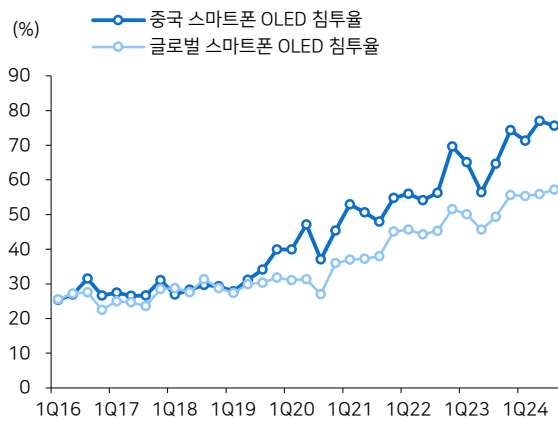
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림6 OLED 패널 출하량 내 업체별 점유율 추이



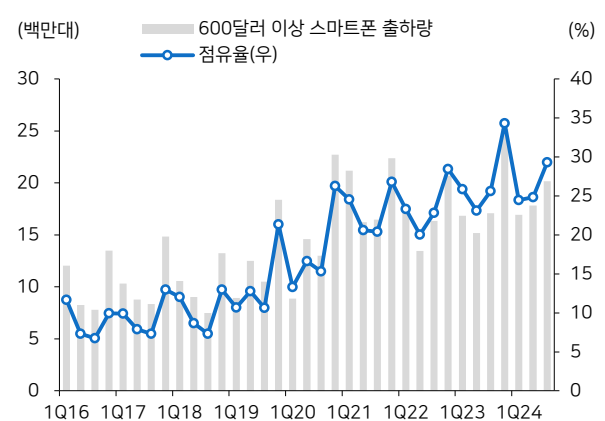
자료: Cinno Research, 메리츠증권 리서치센터

그림7 OLED 스마트폰 침투율 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 내 600달러 이상 하이엔드 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 선익시스템 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS (원)	5,013	12MF EPS
적정배수 (배)	13.0	기존 Target PER
적정가치	65,170	
적정주가	65,000	
현재주가	46,850	
상승여력 (%)	38.7%	

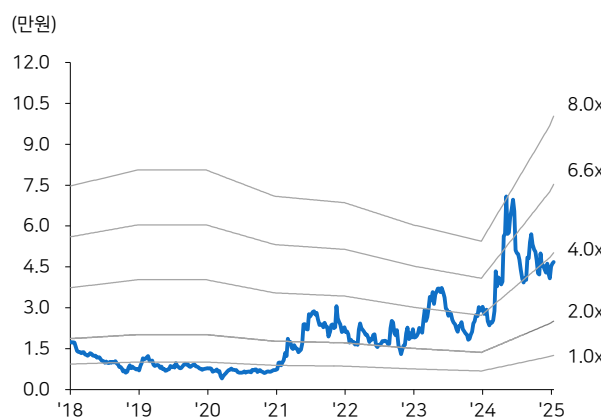
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 선익시스템 PER 밸류에이션 테이블

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주가 (원)									
High	18,327	12,700	8,450	34,450	27,150	45,450	70,800		
Low	5,450	6,600	3,420	7,110	12,750	17,730	22,900		
Average	11,081	8,726	6,653	20,342	18,652	26,744	44,259		
확정치 기준 PER (배)									
High	32.0	16.0	32.8	nm	nm	nm	nm		
Low	9.5	8.3	13.3	nm	nm	nm	nm		
Average	19.3	11.0	25.8	nm	nm	nm	nm		
EPS (원)	573	794	257	-1,132	-351	-987	-660	4,864	7,524
EPS Growth (%)	-53.4	38.5	-67.6	적전	적축	적확	적축	흑전	54.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 선익시스템 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림10 선익시스템 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

선익시스템 (171090)

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	62.4	109.6	353.1	529.8	709.4
매출액증가율(%)	-15.7	75.6	222.2	50.0	33.9
매출원가	47.5	79.3	259.9	396.2	531.9
매출총이익	14.9	30.3	93.2	133.6	177.6
판매관리비	18.9	20.2	36.0	40.2	49.2
영업이익	-4.1	10.1	57.2	93.4	128.4
영업이익률(%)	-6.5	9.2	16.2	17.6	18.1
금융손익	-6.2	-18.5	-1.6	-4.9	3.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	0.7	0.7	0.7	0.0
세전계속사업이익	-9.5	-7.6	56.3	89.3	131.4
법인세비용	-0.3	-1.4	10.1	17.9	26.3
당기순이익	-9.2	-6.3	46.2	71.4	105.1
지배주주지분 순이익	-9.2	-6.3	46.2	71.4	105.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	5.6	-9.2	16.7	44.4	77.4
당기순이익(손실)	-9.2	-6.3	46.2	71.4	105.1
유형자산상각비	4.1	5.4	4.7	4.8	5.5
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	9.2	-8.2	-32.9	-30.7	-31.2
투자활동 현금흐름	-3.1	-13.3	-15.0	-14.0	-16.3
유형자산의증가(CAPEX)	-1.7	-11.9	-6.9	-8.4	-11.5
투자자산의감소(증가)	0.6	-0.7	-3.8	-2.8	-2.8
재무활동 현금흐름	0.5	0.5	6.7	1.8	1.8
차입금의 증감	-0.2	0.5	2.5	1.8	1.8
자본의 증가	1.8	0.0	4.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.0	-22.1	8.5	32.2	62.9
기초현금	29.5	32.4	10.4	18.8	51.0
기말현금	32.4	10.4	18.8	51.0	113.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
유동자산	95.1	113.4	320.6	503.8	720.2
현금및현금성자산	32.4	10.4	18.8	51.0	113.9
매출채권	6.8	12.0	32.6	49.0	65.6
재고자산	23.7	34.5	87.0	130.5	174.8
비유동자산	39.7	46.7	52.5	58.7	67.5
유형자산	29.6	36.1	38.3	41.9	47.9
무형자산	1.1	0.9	0.7	0.6	0.4
투자자산	1.6	2.3	6.1	8.9	11.7
자산총계	134.8	160.0	373.1	562.5	787.6
유동부채	60.0	89.1	239.6	348.9	459.8
매입채무	15.5	27.2	87.7	131.6	176.2
단기차입금	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.9	6.3	18.4	27.3	36.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	63.9	95.4	258.1	376.1	496.1
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	51.1	51.1	55.3	55.3	55.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	19.0	12.7	58.9	130.4	235.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	70.9	64.6	115.0	186.4	291.6

Key Financial Data

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	6,676	11,556	37,191	55,806	74,720
EPS(지배주주)	-987	-660	4,864	7,524	11,074
CFPS	-284	-181	6,387	9,819	14,111
EBITDAPS	28	1,656	6,538	10,357	14,111
BPS	7,558	6,806	12,112	19,637	30,711
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-29.7	-63.1	9.6	6.2	4.2
PCR	-103.5	-229.9	7.3	4.8	3.3
PSR	4.4	3.6	1.3	0.8	0.6
PBR	3.9	6.1	3.9	2.4	1.5
EBITDA(십억원)	0.3	15.7	62.1	98.3	134.0
EV/EBITDA	1,016.1	25.9	7.1	4.2	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.3	-9.2	51.4	47.4	44.0
EBITDA 이익률	0.4	14.3	17.6	18.6	18.9
부채비율	90.2	147.6	224.4	201.7	170.1
금융비용부담률	2.1	1.2	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	-3.1	7.8	41.4	62.1	79.8
매출채권회전율(x)	5.7	11.6	15.8	13.0	12.4
재고자산회전율(x)	3.6	3.8	5.8	4.9	4.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

선익시스템 (171090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

