

Company Update

Analyst 강민구

02) 6915-5473

kmg@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 163,000원

현재가 (2/24) 124,400원

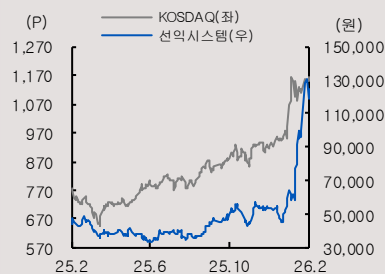
KOSDAQ (2/24)	1,165.00pt
시가총액	1,196십억원
발행주식수	10,041천주
액면가	500원
52주 최고가	131,000원
최저가	33,750원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	6.7%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성
동아엘텍 46.93%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	78%	123%	78%
절대기준	108%	231%	168%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	163,000	72,000	▲
EPS(25)	10,309	9,905	▲
EPS(26)	10,240	11,444	▼

선익시스템 주가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

선익시스템 (171090)

4Q25 Review:

신사업 기반 멀티플 확대 국면 진입

4분기 실적 시장 기대치 상회

4분기 실적은 매출액 2,211억원(YoY, +450.7%), 영업이익 536억원(YoY, +1,581.2%), 순이익 실적은 매출액 5,158억원(YoY, +356.7%), 영업이익 1,115억원(YoY, +1,312.5%)으로 시장 기대치를 상회했다. 중화권 패널사향으로 수주했던 증착 장비 2대 분에 대한 매출 인식이 연내 이루어지면서 전년 동기 대비 큰 폭의 성장을 기록했다. 당사는 2025년 실적을 통해 증착 장비 국산화에 대한 시장의 의구심을 충분히 해소한 것으로 판단한다.

신사업이 디스플레이 산업의 할인율을 상쇄할 것

신성장 동력인 OLEDoS와 페로브스카이트 태양전지의 성장이 멀티플 재평가로 연결될 것으로 전망한다. 사상 최대치를 기록한 3분기 실적 발표 이후에도 주가가 부진한 모습을 보였던 이유는 디스플레이 업종의 디레이팅 때문이다. 디스플레이 산업은 중국 쫓기에 대한 우려감이 지배적인 대표적 업종으로 실적 개선 강도 대비 주가 상승폭이 제한되는 모습을 보인다.

그렇지만, 향후 투자자들은 동사 밸류에이션에 디스플레이 업종이 아닌 페로브스카이트 태양전지 업종의 멀티플을 적용할 것으로 보인다. 2026~27년은 3세대 태양광 전지인 페로브스카이트 상용화의 원년이 될 가능성이 높고, 당사는 지난 6년간 국내외 셀 업체를 대상으로 증착 장비 레퍼런스 확보에 성공했기 때문이다. 태양광 전지 업계의 페로브스카이트 패널의 상용화가 본격적으로 이루어지면, 동사가 접근 가능한 시장 규모의 공격적인 확대가 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 163,000원 상향

동사에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 163,000원으로 126% 상향한다. 기존 사업에서의 대형기 수주가 이어지고 있으며, 신규 성장 동력인 페로브스카이트, OLEDoS의 성장 기대감이 주가를 견인할 것으로 전망하기 때문이다. Cash-Cow인 대형 증착기 사업은 중화권 패널사의 8.6G Phase 2 수주가 확실시되며, CR(Cost Reduction) 가능성도 희박할 것으로 전망한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	62	113	516	528	592
영업이익	-4	8	112	119	128
세전이익	-10	-31	107	118	138
지배주주순이익	-9	-28	98	102	124
EPS(원)	-987	-2,960	10,309	10,240	12,350
증가율(%)	180.9	199.8	-448.3	-0.7	20.6
영업이익률(%)	-6.5	7.1	21.7	22.5	21.6
순이익률(%)	-14.5	-24.8	19.0	19.3	20.9
ROE(%)	-12.3	-47.9	102.6	52.0	40.0
PER	-29.7	-14.1	5.1	12.1	10.1
PBR	3.9	8.5	3.5	5.0	3.4
EV/EBITDA	1,009.0	30.8	3.7	6.3	5.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

페로브스카이트 태양 전지가 리레이팅의 근거가 될 것

신규 사업인 페로브스카이트 태양전지 및 OLEDs가 장기적인 성장 동력으로 자리잡을 것으로 전망한다. 특히 페로브스카이트는 태양전지의 발전 효율을 획기적으로 개선시킬 기술로 상용화에 성공한다면, 중국이 높은 지배력을 보유한 실리콘 태양전지를 빠르게 대체할 것으로 전망한다.

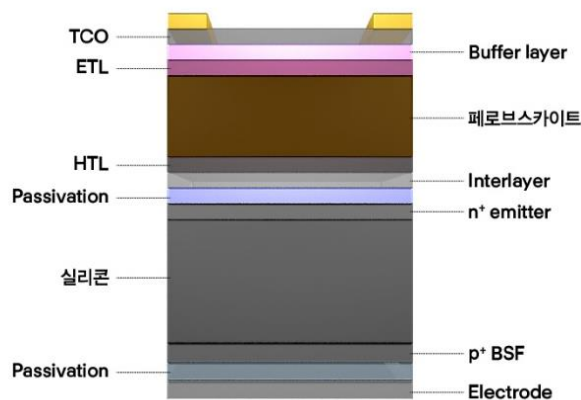
페로브스카이트란 세 가지 이상의 원소가 결합된 구조를 의미하며, 실리콘 태양전지 대비 단파장 대의 빛에 대한 감응도와 흡수율이 높다. 페로브스카이트 태양전지는 실리콘 또는 CIGS(Copper Indium Gallium Selenide) 전지와 층을 이루는 탠덤 구조로 상용화될 경우 이론적으로는 실리콘 태양전지 한계 효율 대비 50% 이상 개선이 가능할 것으로 전망된다.

페로브스카이트가 동사의 새로운 성장 동력으로 자리잡을 것이라고 전망하는 이유는 1) 동사는 6년 전부터 해당 시장에 진출한 초기 기업으로서 국내외 업체를 대상으로 공급 레퍼런스를 보유했기 때문이다. 2023년에는 한화솔루션 향 증착 장비를 수주했으며, 2025년에는 115억원 규모의 공급 계약을 공시했다.

2) 디스플레이 패널과 페로브스카이트 태양전지의 구조가 유사하기 때문이다. 디스플레이는 정공이 이동하는 HTL 층, 전자가 이동하는 ETL층, 전자와 정공이 만나 빛을 발광하는 EML 층 등으로 구성된다. 태양전지 역시 큰 틀에서의 구조가 유사해 디스플레이 시장에서 축적한 증착 기술의 적용된다.

3) 동사의 증착 기술이 적용되는 소재와 층이 확대됨에 따라 장비 단가와 마진율이 개선될 것으로 기대되기 때문이다. 현재 동사의 장비로는 ETL과 Passivation 층의 증착만 가능하지만, 향후 페로브스카이트를 포함한 기타 층 증착을 담당하게 될 경우 부가가치가 확대될 것으로 전망한다.

그림 1. 페로브스카이트/실리콘 태양전지 탠덤 구조도



자료: 한화큐셀, IBK투자증권

표 1. 선익시스템 실적 추정치

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026 (E)
매출액	173	426	129	401	159	1,901	888	2,211	1,129	5,158	5,284
내수	153	13	58	43	23	222	85	107	268	437	334
수출	20	413	70	358	136	1,679	803	2,103	862	4,721	4,951
매출원가	147	301	108	315	128	1,463	605	1,740	871	3,936	3,913
매출총이익	27	125	20	86	31	438	283	470	258	1,222	1,371
매출총이익률 (%)	15.4%	29.3%	15.9%	21.4%	19.4%	23.0%	31.9%	21.3%	22.9%	23.7%	25.9%
판매비	38	51	36	54	49	38	85	50	179	222	180
판매비율 (%)	22.0%	11.9%	28.1%	13.5%	30.6%	2.0%	9.5%	2.3%	15.9%	4.3%	3.4%
영업이익	-12	74	-16	32	-18	400	198	536	79	1,115	1,191
영업이익률 (%)	-6.7%	17.5%	-12.2%	7.9%	-11.3%	21.0%	22.3%	24.2%	7.0%	21.6%	22.5%

자료: IBK투자증권

표 2. 선익시스템 Valuation Table

구분	값	비고
EPS (원)	10,240	당사 추정 2026년 주당순이익 2017~2020년 평균 값 8.6G 증설 지연을 가능성을 고려한 할인율
PER (배)	17.7	
할인율	10.00%	
Target Multiple (배)	15.9	
값 (원)	163,123	
목표주가 (원)	163,000	
현재주가 (원)	124,400	2026.02.24 주가
괴리율	31%	

자료: IBK투자증권

그림 2. LCoS가 적용된 Meta Ray-Ban Display



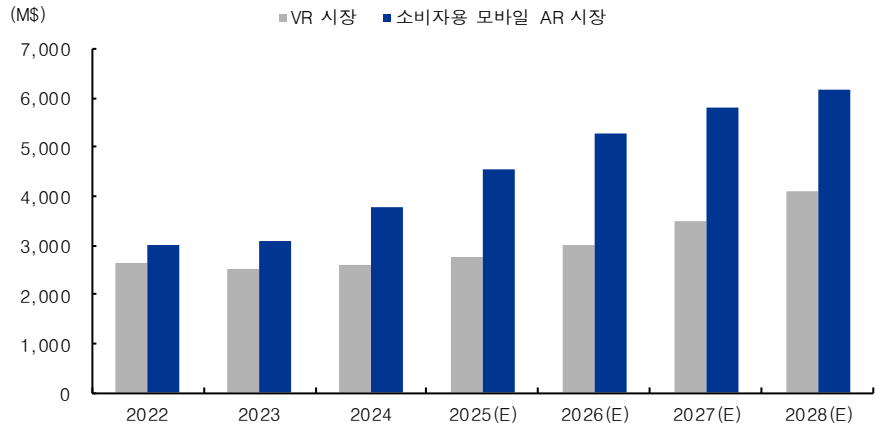
자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 3. OLEDoS가 적용된 TCL Ray neo Air 3



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 4. VR시장, 소비자용 모바일 AR 시장 규모 전망



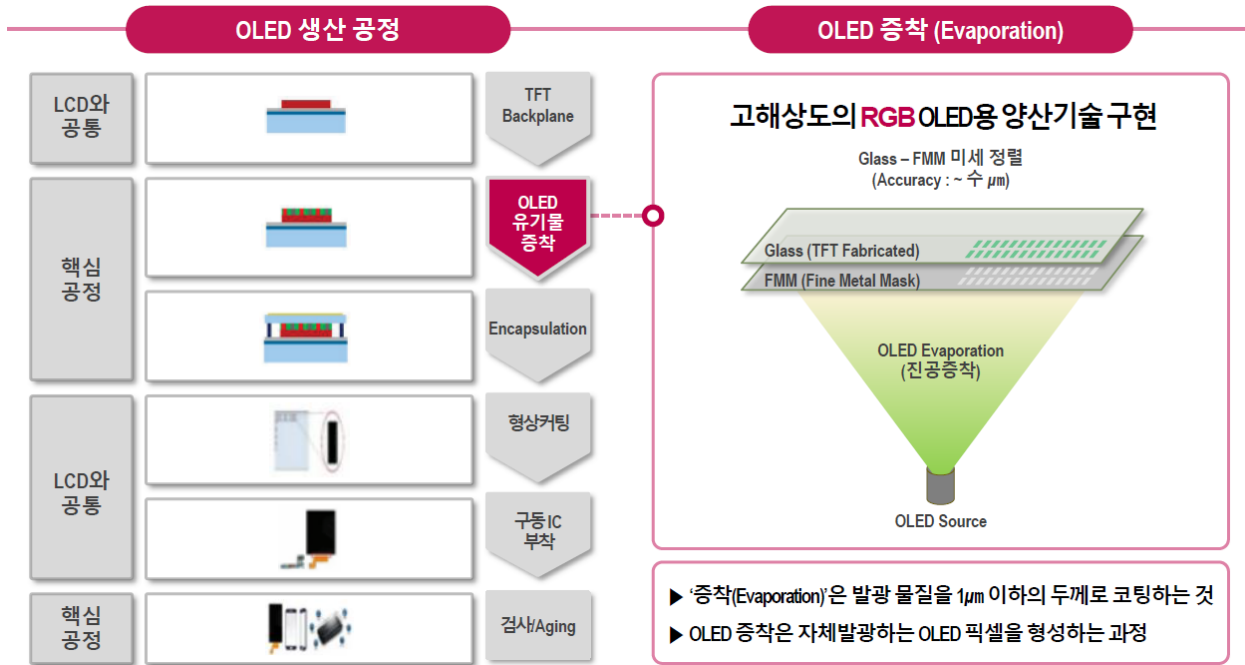
자료: PWC, IBK투자증권

표 3. 실리콘 기반 마이크로 디스플레이 특징 비교

	LCoS	OLEDoS	LEDoS
발광체	백라이트	자체 발광	자체 발광
전력효율	낮음	보통	높음
수명	보통	보통	우수
시야각	좁음	넓음	넓음
해상도	보통	높음	매우 높음
개발비용	낮음	보통	높음

자료: 한국과학기술정보연구원, IBK투자증권

그림 5. OLED 생산 공정 & 선익시스템 기술력



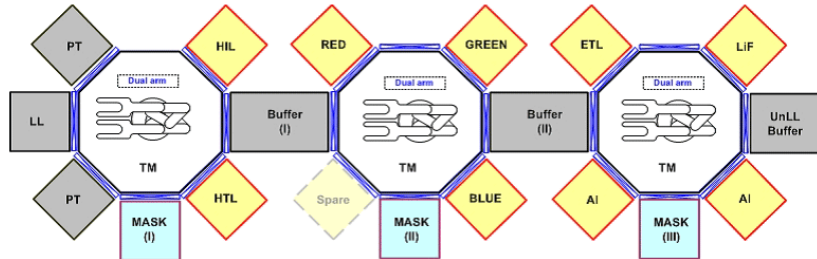
자료: 선익시스템, IBK투자증권

그림 6. 선익시스템 장비 라인업

G8.6H / G6H AMOLED	300mm OLEDoS	소형증착기(물질개발/R&D)	2.5G AM/PMOLED
G6H 세계 두번째 양산 성공 G8.6H 세계 최초 개발	세계 첫번째 300mm MP line	M/S 90%	M/S 70%
 <ul style="list-style-type: none"> • G6H (1,925mm x 1,500mm) Panel • G8.6H (2,620mm x 2,290mm) Cluster mass production • High-resolution mobile products: Smartphones, Automotive displays, Smart watches, Notebook, Tablet PC, etc. 	 <ul style="list-style-type: none"> • 200mm / 300mm MicroOLED • Cluster mass production • The world's first MicroOLED 300mm mass-production machine 2sets 	 <ul style="list-style-type: none"> • 200mm x 200mm Panel • R&D for device / material 	 <ul style="list-style-type: none"> • 2.5G (370mmx470mm) Panel • Cluster / Inline mass production • AMOLED/ PMOLED/ WOLED

자료: 선익시스템, IBK투자증권

그림 7. OLED 증착 Cluster 구조도



자료: 선익시스템, IBK투자증권
 주: BOE 향 수주는 노란색으로 표시된 PM만 해당

그림 8. OLEDs 제품 로드맵

OLEDs 채용 XR 제품 로드맵

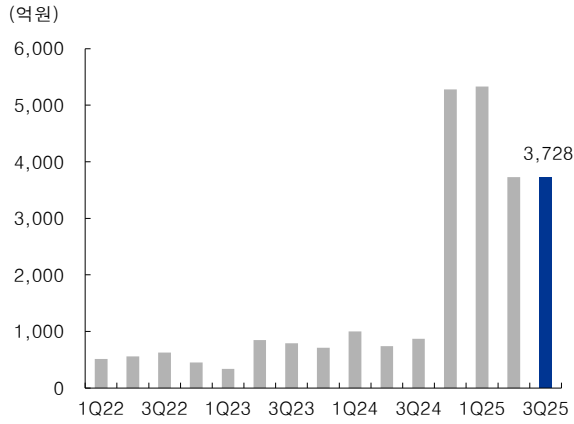
- OLEDs 산업: VR → AR 중심으로 이동 중
- AR 안경 + AI 접목

1st No display	2nd Data display (LEDs)	3rd Full display (OLEDs)
 <ul style="list-style-type: none"> ✓스마트 글라스 ✓카메라 탑재 (사진/영상촬영) ✓음성인식 (AI와 연동) ✓스피커 내장 (음악 재생, 통화) 	 <ul style="list-style-type: none"> ✓간단한 텍스트, 알림 표시 가능 ✓주요 정보 안내 중심의 화면 구현 	 <ul style="list-style-type: none"> ✓고해상도 이미지, 영상 구현 ✓몰입형 콘텐츠, 3D UI 지원

※. Source : SID TEK

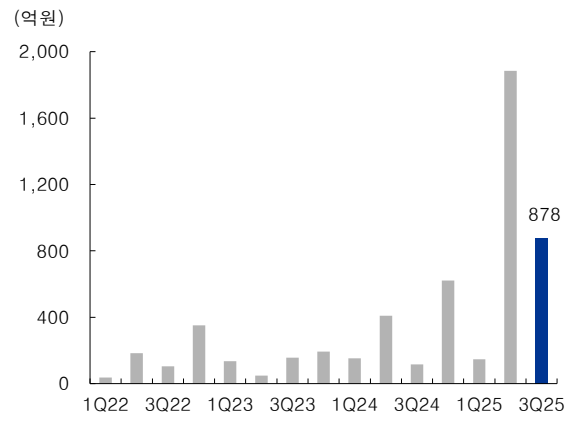
자료: 선익시스템, IBK투자증권

그림 9. 선익시스템 수주잔고 추이



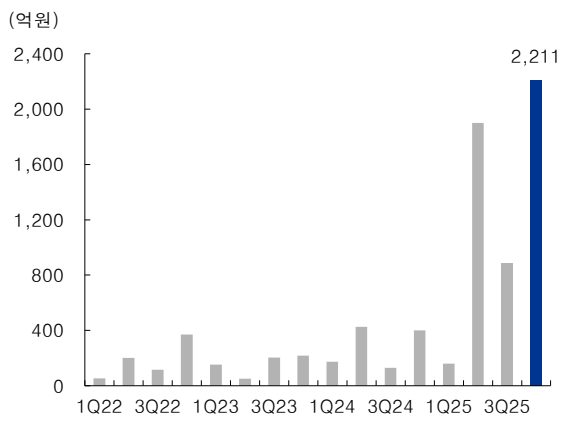
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 10. 선익시스템 납품액 추이



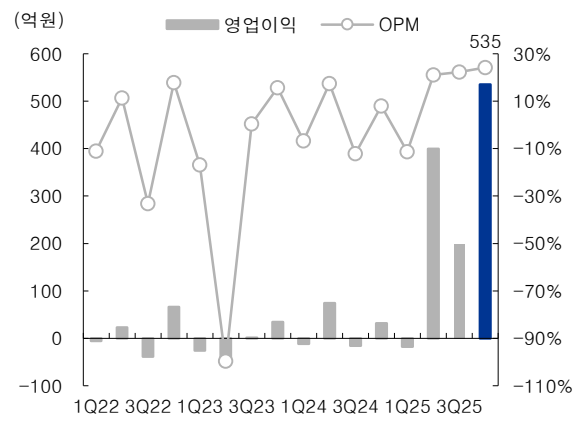
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 11. 선익시스템 매출액 추이



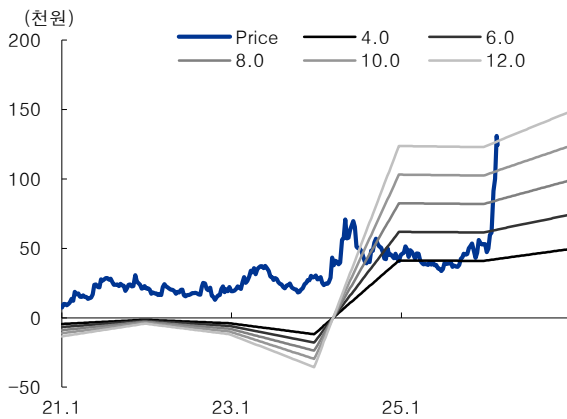
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 12. 선익시스템 영업이익, 영업이익률 추이



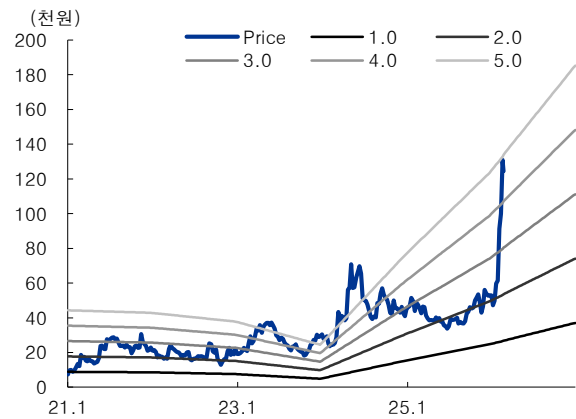
자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 13. 선익시스템 12MF PER Band



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 14. 선익시스템 12MF PBR Band



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

선익시스템 (171090)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	62	113	516	528	592
증가율(%)	-15.7	80.9	356.8	2.4	12.1
매출원가	48	87	382	391	445
매출총이익	15	26	134	137	147
매출총이익률 (%)	24.2	23.0	26.0	25.9	24.8
판매비	19	18	22	18	19
판매비율(%)	30.6	15.9	4.3	3.4	3.2
영업이익	-4	8	112	119	128
증가율(%)	-191.5	-294.9	1,310.5	6.8	7.8
영업이익률(%)	-6.5	7.1	21.7	22.5	21.6
순금융손익	-6	-39	-4	8	19
이자손익	0	-1	-3	-2	4
기타	-6	-38	-1	10	15
기타영업외손익	1	0	0	-9	-10
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-10	-31	107	118	138
법인세	0	-3	9	15	14
법인세율	0.0	9.7	8.4	12.7	10.1
계속사업이익	-9	-28	98	102	124
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-28	98	102	124
증가율(%)	185.3	204.1	-450.6	4.0	21.2
당기순이익률 (%)	-14.5	-24.8	19.0	19.3	20.9
지배주주당기순이익	-9	-28	98	102	124
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	-10	-28	98	102	124
EBITDA	0	13	117	123	132
증가율(%)	-96.7	na	816.7	5.5	7.1
EBITDA마진율(%)	0.0	11.5	22.7	23.3	22.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-987	-2,960	10,309	10,240	12,350
BPS	7,558	4,889	15,216	24,708	37,057
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-29.7	-14.1	5.1	12.1	10.1
PBR	3.9	8.5	3.5	5.0	3.4
EV/EBITDA	1,009.0	30.8	3.7	6.3	5.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.7	80.9	356.8	2.4	12.1
EPS증가율	180.9	199.8	-448.3	-0.7	20.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-12.3	-47.9	102.6	52.0	40.0
ROA	-7.1	-12.8	16.3	11.2	13.2
ROIC	-15.9	-62.9	177.9	-210.1	-82.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	90.2	552.5	522.6	273.8	156.0
순차입금 비율(%)	-15.5	-8.7	-46.2	-167.7	-133.3
이자보상배율(배)	-3.1	2.4	18.1	11.5	14.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.7	6.1	25.4	47.0	52.8
재고자산회전율	3.6	1.7	2.4	2.3	5.0
총자산회전율	0.5	0.5	0.9	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	95	243	827	846	856
현금및현금성자산	32	57	365	574	616
유가증권	1	1	2	3	2
매출채권	7	30	11	12	11
재고자산	24	106	332	125	110
비유동자산	40	60	79	82	97
유형자산	30	44	61	62	79
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	2	3	2	2	2
자산총계	135	303	906	927	952
유동부채	60	231	727	645	548
매입채무및기타채무	15	37	53	60	53
단기차입금	21	37	265	125	88
유동성장기부채	0	0	17	17	17
비유동부채	4	25	33	35	33
사채	0	16	17	17	17
장기차입금	0	0	1	1	1
부채총계	64	256	760	679	580
지배주주지분	71	46	145	248	372
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	51	55	56	56	56
자본조정등	-4	-4	-5	-5	-5
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	19	-9	89	191	315
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	71	46	145	248	372
비이자부채	42	202	459	519	457
총차입금	22	54	301	160	123
순차입금	-11	-4	-67	-416	-496

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6	-34	-65	338	156
당기순이익	-9	-28	98	102	124
비현금성 비용 및 수익	7	1	39	25	19
유형자산감가상각비	4	5	5	4	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	9	-7	-201	213	9
매출채권등의 감소	8	-23	18	-1	1
재고자산의 감소	-11	-82	-226	207	15
매입채무등의 증가	9	22	16	7	-7
기타 영업현금흐름	-1	0	-1	-2	4
투자활동 현금흐름	-3	-17	-101	-22	-2
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-15	-21	-5	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-1	0	0
기타	-1	-2	-79	-17	18
재무활동 현금흐름	1	75	474	-107	-111
차입금의 증가(감소)	0	0	18	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	1	75	456	-107	-111
기타 및 조정	-1	0	0	0	0
현금의 증가	3	24	308	209	43
기초현금	29	32	57	365	574
기말현금	32	57	365	574	616

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

