

2024. 8. 28



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 55,000 원

현재주가 (8.27) 40,000 원

상승여력 37.5%

KOSDAQ 764.95pt

시가총액 3,798억원

발행주식수 949만주

유동주식비율 43.91%

외국인비중 2.99%

52주 최고/최저가 70,800원/18,200원

평균거래대금 125.0억원

주요주주(%)

동아엘텍 외 1 인 47.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.2	63.6	88.7
상대주가	-5.3	82.6	121.8

주가그래프



선익시스템 171090

King Maker

- ✓ OLED 시장, IT OLED 침투 확대에 함께 패널업체들의 8.6세대 투자 Cycle 진입
- ✓ 선익시스템은 Canon-Tokki의 오랜 독점을 깨트리고 부가가치가 가장 높은 증착기 수주에 성공 → 중화권 중심 8.6세대 투자 Cycle에서 최대 수혜 예상
- ✓ 2025년 실적 추정에는 중국 BOE 16K향 8.6세대 OLED 증착기 수주만을 반영, 시점은 불확실하나 추가 수주로 인한 업사이드 리스크 상존
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원으로 커버리지 개시

OLED 시장, IT OLED 확대에 의한 8.6세대 투자 Cycle 진입

중장기적인 OLED 시장의 성장은 노트북, 태블릿으로 대변되는 중형 IT 제품으로의 OLED의 침투 확대가 주도할 것으로 예상된다. 이는 생산 효율 증가 측면에서 디스플레이 패널 업체들의 8.6세대 OLED 투자 Cycle이 시작되었음을 의미한다. 선두업체인 SDC와 BOE는 이미 각각 15K, 32K의 8.6세대 투자를 발표했고, 후발주자인 중국 디스플레이 패널 업체들의 공격적인 8.6세대 투자가 예상된다. 즉 8.6세대 투자 Cycle에서 디스플레이 장비 업체들의 핵심은 수주의 지속성이다.

OLED 증착기 = 높은 가격 + 넘치는 수요 + 부족한 공급

OLED 증착기 1대는 OLED 패널 생산 라인 하나와 같다. 장비의 규모가 매우 크고, 다수의 부품과 장비를 정밀하게 제어하는 높은 기술력이 집약되어 있기 때문에 대당 단가가 매우 높고 부가가치가 크다. 공격적인 8.6세대 투자 기초와 반대로 공급 관점에서 OLED 증착기를 공급할 수 있는 회사는 두 곳(선익시스템과 Canon-Tokki) 뿐이다. Canon-Tokki의 오랜 독점을 깨트리고 증착기 수주에 성공한 선익시스템의 부가가치가 높아질 수 밖에 없는 방향임이 분명하다. 중장기적으로 두 업체 합산 12대 안팎의 OLED 증착기 추가 수주를 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 55,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 적정주가 55,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 글로벌 Peer 대비 20% 프리미엄을 부여했다. 디스플레이 장비 중 부가가치가 제일 높은 증착장비 수주에 성공했고, 중화권 중심 8.6세대 투자 Cycle에서 최대 수혜가 예상된다는 점에서 매력도가 크다고 판단한다. OLED 증착기 추가 수주에 따른 업사이드 리스크 또한 상존한다. 수주에 대한 기대감이 반영되기 전 주가 수준으로 회귀한 현 주가에서는 선제적으로 매수하는 전략을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	74.1	4.4	-3.2	-352	적지	8,573	-63.0	2.6	24.8	-4.1	57.5
2023	62.4	-4.1	-9.2	-987	적지	7,558	-29.7	3.9	1,016.1	-12.3	90.2
2024E	130.2	14.8	-2.4	-253	적지	7,212	-157.9	5.5	20.0	-3.4	159.4
2025E	335.7	53.7	43.5	4,580	흑전	12,233	8.7	3.3	6.3	47.1	212.2
2026E	423.3	69.4	52.5	5,533	20.8	17,766	7.2	2.3	4.5	36.9	180.8



●
Contents

Summary	3
Key Chart	4
1. 기업개요	6
2. OLED 시장 - IT OLED 위주 새로운 성장 + OLEDoS 시장 개화	7
OLED 개요	7
OLED 시장 현황 및 전망 - 스마트폰에서 IT OLED로	8
IT OLED 대응을 위한 8.6세대 투자 확산 전망	11
OLEDoS 시장 개화 중	13
3. 투자포인트: 8.6세대 & OLEDoS 시장의 준비된 Winner	14
OLED 증착기 개요	14
증착기 몇대나 필요할까?	17
OLEDoS 시장 선점 완료	19
4. 실적전망 및 밸류에이션	21
실적 전망: 올해는 흑자전환, 본격 성장은 2025년	21
적정주가 55,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시	23

Summary

적정주가 55,000원, 투자 의견 Buy를 제시하며 선익시스템에 대한 커버리지를 개시한다. 선익시스템은 지난 6월 디스플레이 제조 라인 장비 중 가장 부가가치가 높은 8.6세대 OLED 증착기 수주에 성공했다. 선익시스템의 OLED 증착기 수주는 Canon-Tokki의 오랜 시장 독점체계를 깨트린 첫 사례라는 점에서 큰 의미가 있다. 또한 동사는 OLED를 넘어 차세대 디스플레이로 기대 받고 있는 OLED on Si 증착기 시장을 선점하고 있다. 디스플레이 업종 내 King Maker로 부각될 동사에 대한 시장의 새로운 평가를 기대한다.

8.6세대 증착장비 수주에 대한 기대감으로 동사 주가는 올해 2분기 가파르게 상승했으나, 수주공시 이후에는 업종 전반의 주가 급락 국면 속에서 1분기말 수준으로 회귀하였다. 다만 당사는 IT OLED의 확대, 이로 인한 국내외 디스플레이 고객사들의 공격적인 8.6세대 증설 스케줄을 감안했을 때, 동사의 8.6세대 증착기 수주가 일회성이 아닌 지속성 있는 모멘텀임을 상기할 필요가 있다고 판단한다.

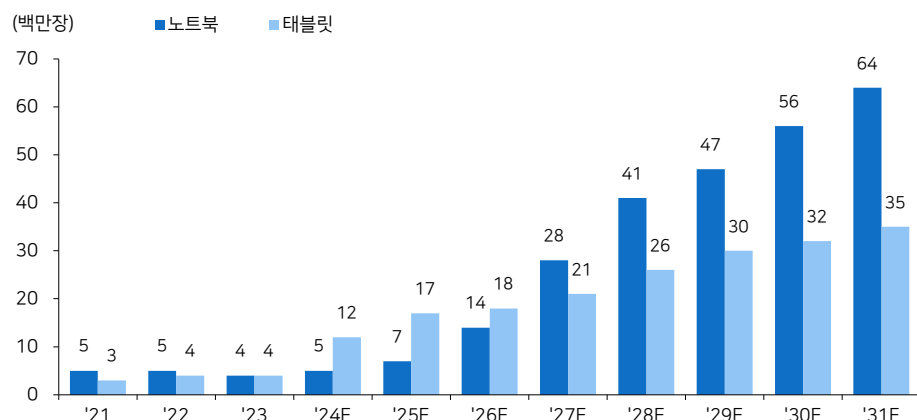
중장기적인 OLED 시장의 성장은 노트북, 태블릿으로 대변되는 중형 IT 제품으로의 OLED의 침투 확대가 주도할 것으로 예상된다. 시장조사기관 Omdia에서 발표한 자료에 의하면, 중형 IT 시장 내 OLED 패널의 탑재량은 2023년 800만대에서 2031년 9,900만대로 연평균 37.0% 확대될 전망이다. 스마트폰 대비 태블릿용 패널의 면적이 4배(11인치 기준), 노트북의 면적이 7배(15인치 기준)임을 가정하면, 스마트폰용 OLED 패널 5.9억대 수요와 동일한 규모의 새로운 OLED 패널 수요가 기대된다. 일부 탠덤 구조가 적용됨을 감안하면, 소재/부품/장비 단에는 실제로는 스마트폰 5.9억대 이상의 수요가 필요할 전망이다.

IT OLED용 패널 확산은 곧 패널 업체들의 8세대 급 OLED 투자 확대를 의미한다. IT OLED 패널을 8.6세대 라인에서 생산할 경우 극적인 생산 효율 증가를 기대할 수 있기 때문이다. SDC와 BOE는 이미 각각 15K, 32K의 8.6세대 투자를 발표했고 중국 디스플레이 패널 업체들이 공격적으로 8.6세대 투자를 준비하고 있다. 수요와 공급 관점에서 OLED 증착기를 공급할 수 있는 회사는 여전히 두 곳(선익시스템과 Canon-Tokki)이기 때문에 부가가치가 높아질 수 밖에 없는 방향임이 분명하다. 중장기적으로는 두 업체 합산 12대 안팎의 OLED 증착기 추가 수주를 예상한다.

2025년부터는 중국 BOE향 8.6세대 OLED 증착기 매출 인식이 예상된다. 최초 생산·셋업에 대한 리스크가 비용단에 존재하나 큰 폭의 타라인 성장이 이익 성장을 주도할 전망이다. 2025년 영업이익은 537억원(+263.7% YoY), 2026년 영업이익은 694억원(+29.2% YoY)을 예상한다. 동사의 실적 추정에는 중국 BOE 16K향 8.6세대 OLED 증착기 수주만을 반영하였다. 향후 추가 고객사 확보 여부에 따라 2025년 이후 실적 전망치는 상향될 가능성이 높다. 시점은 불확실하나 업사이드 리스크가 크다고 판단된다.

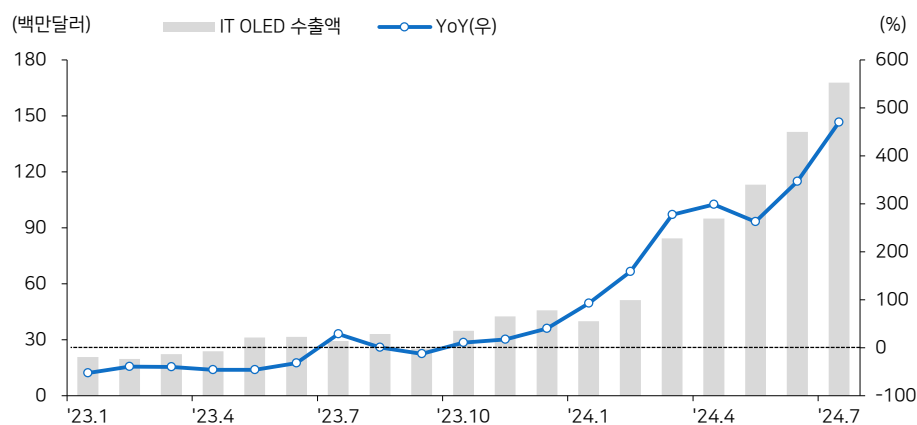
Key Chart

그림1 IT OLED 패널 수요 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 IT OLED 수출금액 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

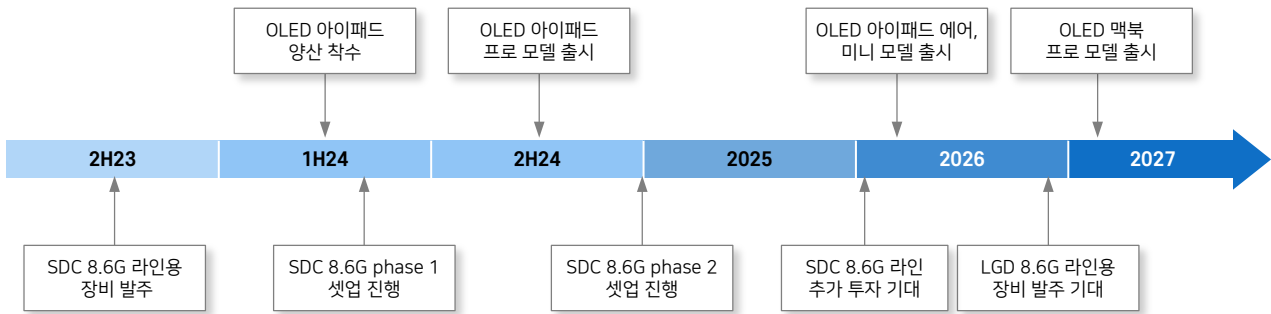
표1 6세대, 8.6세대 원장당 생산 패널 수 비교

		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 Loss율 10% 적용, 가동률 90%, 6세대 수율 85%, 8.6세대 수율 70% 가정

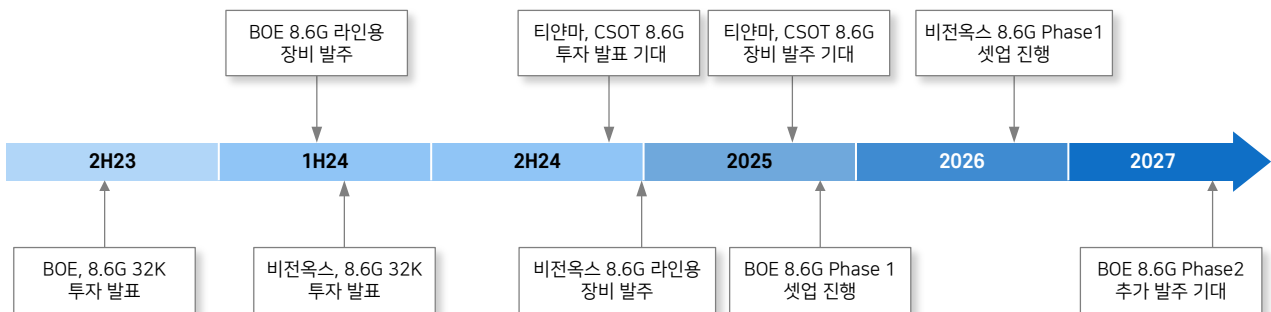
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



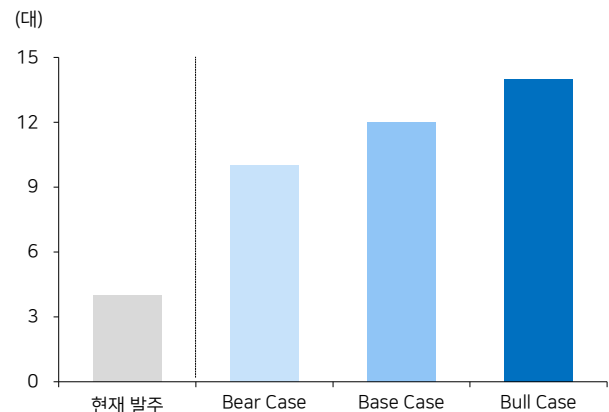
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 선익시스템 신규부지 확보 공시

구분	내용
투자목적	OLED 증착기 생산능력 증설을 위한 공장 신축 부지 확보
투자 내용	경기도 평택시 도일동 브레인시티 일반산업단지 토지 22,628㎡ 매매계약
투자 금액	23,615,140,000(원)
계약체결일	2024. 7. 5
대금납부 종료일	2027. 6. 13

자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림5 8.6세대 증착기 추가 수주 예상 규모



주: Bull Case는 중국 업체들 모두 32K 투자 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

선익시스템 (171090)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	74.1	62.4	130.2	335.7	423.3
매출액증가율(%)	60.2	-15.7	108.6	157.9	26.1
매출원가	56.2	47.5	95.0	248.0	319.8
매출총이익	17.8	14.9	35.2	87.8	103.6
판매관리비	13.4	18.9	20.4	34.0	34.2
영업이익	4.4	-4.1	14.8	53.7	69.4
영업이익률(%)	6.0	-6.5	11.3	16.0	16.4
금융손익	-6.1	-6.2	-18.4	-1.4	-4.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
세전계속사업이익	-1.5	-9.5	-2.9	53.0	65.7
법인세비용	1.7	-0.3	-0.5	9.5	13.1
당기순이익	-3.2	-9.2	-2.4	43.5	52.5
지배주주지분 순이익	-3.2	-9.2	-2.4	43.5	52.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-12.4	5.6	-13.0	27.5	41.5
당기순이익(손실)	-3.2	-9.2	-2.4	43.5	52.5
유형자산상각비	3.3	4.1	4.4	3.8	4.1
무형자산상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	-17.2	9.2	-14.8	-18.6	-14.0
투자활동 현금흐름	13.4	-3.1	-7.1	-13.5	-10.5
유형자산의증가(CAPEX)	-1.8	-1.7	-4.9	-6.9	-8.4
투자자산의감소(증가)	-0.9	0.6	-1.1	-3.2	-1.4
재무활동 현금흐름	22.2	0.5	0.7	6.3	0.9
차입금의 증감	21.9	-0.2	0.7	2.1	0.9
자본의 증가	2.6	1.8	0.0	4.2	0.0
현금의 증가(감소)	22.5	3.0	-19.4	20.4	31.9
기초현금	7.0	29.5	32.4	13.0	33.4
기말현금	29.5	32.4	13.0	33.4	65.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	80.2	95.1	136.7	315.5	421.2
현금및현금성자산	29.5	32.4	13.1	33.3	65.3
매출채권	15.1	6.8	14.2	29.6	37.3
재고자산	10.9	23.7	42.3	79.5	100.2
비유동자산	44.6	39.7	41.0	47.0	52.5
유형자산	32.4	29.6	30.0	33.1	37.3
무형자산	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
투자자산	2.2	1.6	2.6	5.8	7.2
자산총계	124.9	134.8	177.7	362.5	473.6
유동부채	42.5	60.0	101.8	228.9	283.0
매입채무	6.1	15.5	32.3	83.4	105.1
단기차입금	21.5	21.4	21.4	21.4	21.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.1	3.9	7.3	17.6	21.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	45.6	63.9	109.2	246.4	305.0
자본금	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	49.4	51.1	51.1	55.3	55.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	28.7	19.0	16.6	60.1	112.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	79.3	70.9	68.5	116.2	168.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	8,044	6,676	13,727	35,359	44,587
EPS(지배주주)	-352	-987	-253	4,580	5,533
CFPS	523	-284	210	5,931	7,223
EBITDAPS	866	28	2,047	6,082	7,762
BPS	8,573	7,558	7,212	12,233	17,766
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-63.0	-29.7	-158.4	8.8	7.3
PCR	42.3	-103.5	191.5	6.8	5.6
PSR	2.8	4.4	2.9	1.1	0.9
PBR	2.6	3.9	5.6	3.3	2.3
EBITDA(십억원)	8.0	0.3	19.4	57.7	73.7
EV/EBITDA	24.8	1,016.1	20.0	6.3	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.1	-12.3	-3.4	47.1	36.9
EBITDA 이익률	10.8	0.4	14.9	17.2	17.4
부채비율	57.5	90.2	159.4	212.2	180.8
금융비용부담률	0.5	2.1	1.0	0.4	0.3
이자보상배율(x)	13.1	-3.1	11.3	38.8	47.2
매출채권회전율(x)	5.4	5.7	12.4	15.3	12.6
재고자산회전율(x)	7.3	3.6	3.9	5.5	4.7

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 종가대비 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

선익시스템 (171090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

