2025. 3. 18

▲ 전기전자/IT부품
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

선익시스템 171090

베일을 벗은 진실, 높아지는 가치

- ✓ 투자의견 Buy를 유지, 적정주가 65,000원에서 68,000원으로 상향 제시
- ✓ 4Q24 말 기준 동사 수주잔고는 5,280억 원(+644.3% YoY)으로 급증
- ✓ 공개된 수주잔고로 인해 증착 장비 단가에 대한 시장의 우려가 해소될 것으로 전망
- ✓ 현 주가에서는 향후 기대할 수 있는 추가 수주 기반, 긍정적인 주가 흐름 예상
- ✓ 동사의 핵심 투자 포인트인 지속적인 수주 모멘텀 역시 유효

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	68,000 원
현재주가 (3.17)	48,300 원
상승여력	40.8%
KOSDAQ	743.51pt
시가총액	4,606억원
발행주식수	954만주
유동주식비율	44.16%
외국인비중	2.30%
52주 최고/최저가	70,800원/33,950원
평균거래대금	32.2억원
주요주주(%)	
동아엘텍 외 1 인	47.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	-10.7	11.3
상대주가	2.1	-12.0	31.8

주가그래프

투자의견 Buy 유지, 적정주가 68,000원 상향 제시

투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가를 기존 65,000원에서 68,000원으로 상향 제시한다. 추정치 변경은 크지 않으나 12MF EPS에 '26년의 실적 반영 비중이 확대되는 점을 반영하였다. 17일 공개된 수주잔고(그림1)로 인해 동사를 둘러싼 8.6세대 증착 장비 단가에 대한 시장의 우려가 해소될 것으로 전망한다. 현 주가에서는 향후 기대할 수 있는 추가 수주를 기반으로 긍정적인 주가 흐름이 예상된다.

4Q24말 수주잔고 5,280억원(+644.3% YoY)의 의미

4Q24 말 기준 동사의 수주잔고는 5,280억 원(+644.3% YoY)으로, 전년 말 대비 7배 이상 성장했다. 이는 작년 중순 수주에 성공했으나 당시 반영되지 않았던 BOE향 8.6세대 증착 장비 수주 금액이 이번 수주잔고에 포함되었기 때문이다. 동사의 3Q24 말 기준 수주잔고(869억 원), 4분기 추가 수주(약 300억 원), 4분기 기납품액(약 622억 원)을 종합적으로 고려할 때, 약 4,700억 원 규모의 수주금액이 추가 반영된 것으로 추정된다. 이는 당사가 기존 추정치에 반영한 단가와 유사하며, 올해 및 향후 실적 가정에 대한 변경이 불필요하다는 측면에서 이번 수주잔고 급증을 리스크 해소 관점에서 접근하는 것이 타당하다고 판단된다.

이번 수주잔고 급증은 끝이 아닌 시작

동사의 핵심 투자 포인트는 고단가·고기술력이 요구되는 증착 장비의 수주가 일회성이 아닌 단발성이 아닌 지속성이 있는 수주가 될 가능성이 높다는 점이다. 우선, 지난해 말 공식적으로 투자를 발표한 Visionox는 장비 업체 선정을 앞두고 있으며, 상반기 내 관련 의사결정이 마무리될 것으로 예상된다. 이외에도 '25년 말부터 '26년 초 사이 일부 중화권 패널 업체들의 추가 투자 발표가 기대된다. 국내 고객사의 경우, '28~'29년 OLED 맥북 에어 출시 일정을 고려할 때, 내년 중 투자 의사결정을 내릴 가능성이 높다. 이와 별도로, 중국 고객사향 OLEDoS 추가 수주 가시성이 높아지고 있어, 상반기 내 또 다른 주요 모멘텀으로 작용할 전망이다.

(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
2024	112.9	7.9	-28.1	-2,960	적지	4,508	-14.1	9.2	31.8	-49.4	263.2
2025E	354.7	58.2	46.3	4,877	흑전	9,828	9.9	4.9	7.6	68.0	293.8
2026E	534.1	94.8	71.9	7,570	55.2	17,398	6.4	2.8	4.5	55.6	238.5
2027E	690.8	124.9	101.7	10,710	41.5	28,108	4.5	1.7	2.9	47.1	186.8

표1 선익시스템 4Q24 Review

(십억원)	4Q24	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	**40.1**	21.8	84.6%	12.9	212.3%	36.8	9.1%
영업이익	**3.2**	3.4	-6.9%	-1.6	nm	5.4	-41.0%
세전이익	**-9.8**	9.3	nm	8.6	nm	-6.5	nm
지배주주 순이익	**-27.3**	8.2	nm	7.9	nm	-5.5	nm
영업이익률 (%)	**7.9%**	15.7%		-12.2%		14.7%	
지배주주순이익률 (%)	**-68.0%**	37.8%		61.4%		-14.9%	

자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 선익시스템 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	27.7	354.7	534.1	25.5	353.1	529.8	8.5%	0.4%	0.8%
영업이익	-1.8	58.2	94.8	-2.3	57.2	93.4	nm	1.8%	1.5%
영업이익률 (%)	-6.5%	16.4%	17.8%	-9.0%	16.2%	17.6%			
세전이익	-2.2	56.5	89.8	-2.5	56.3	89.3	nm	0.3%	0.6%
순이익	-4.8	46.3	71.9	-5.1	46.2	71.4	nm	0.2%	0.7%

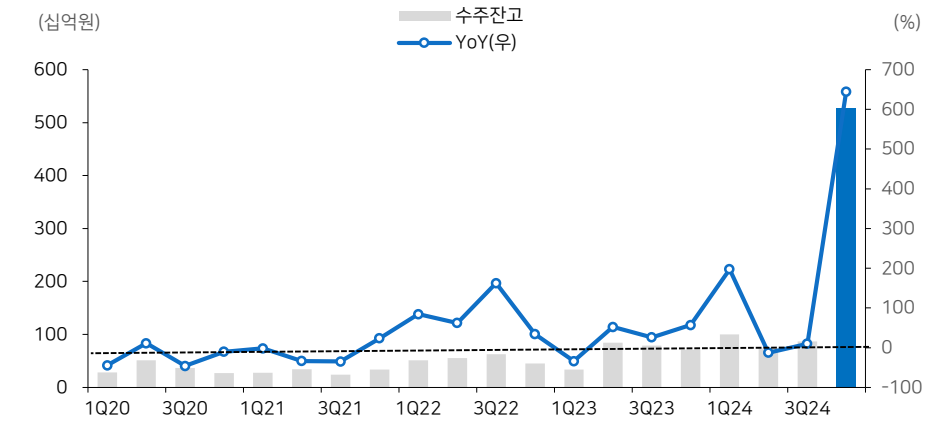
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 선익시스템 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	**1,320**	**1,370**	**1,374**	**1,330**	**1,440**	**1,410**	**1,390**	**1,330**	**1,365**	**1,400**	**1,330**
매출액	**17.3**	**42.6**	**12.9**	**40.1**	**27.7**	**78.4**	**164.6**	**84.0**	**112.9**	**354.7**	**534.1**
(%, QoQ)	-20.3%	145.8%	-69.8%	212.3%	-31.1%	183.3%	109.9%	-48.9%			
(%, YoY)	14.1%	743.4%	-37.0%	84.6%	59.7%	84.0%	1180.0%	109.3%	80.9%	214.1%	50.6%
증착기	16.2	41.0	11.7	38.1	26.4	76.7	162.7	81.6	107.0	347.4	526.2
기타	1.2	1.5	1.2	2.0	1.3	1.6	1.9	2.4	5.9	7.2	8.0
영업이익	**-1.2**	**7.4**	**-1.6**	**3.2**	**-1.8**	**11.5**	**35.8**	**12.7**	**7.9**	**58.2**	**94.8**
(%, QoQ)	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	210.9%	-64.5%			
(%, YoY)	적축	흑전	적전	-6.9%	적확	54.8%	흑전	298.7%	-294.9%	636.2%	62.9%
영업이익률 (%)	**-6.7%**	**17.5%**	**-12.2%**	**7.9%**	**-6.5%**	**14.7%**	**21.8%**	**15.1%**	**7.0%**	**16.4%**	**17.8%**
세전이익	-8.8	-1.0	8.6	-9.8	-2.2	11.1	35.4	12.3	-30.9	56.5	89.8
지배주주순이익	-8.8	0.1	7.9	-27.3	-4.8	8.5	32.8	9.7	-28.1	46.3	71.9
지배주주순이익률 (%)	-50.5%	0.2%	61.4%	-68.0%	-17.3%	10.9%	19.9%	11.6%	-24.9%	13.1%	13.5%

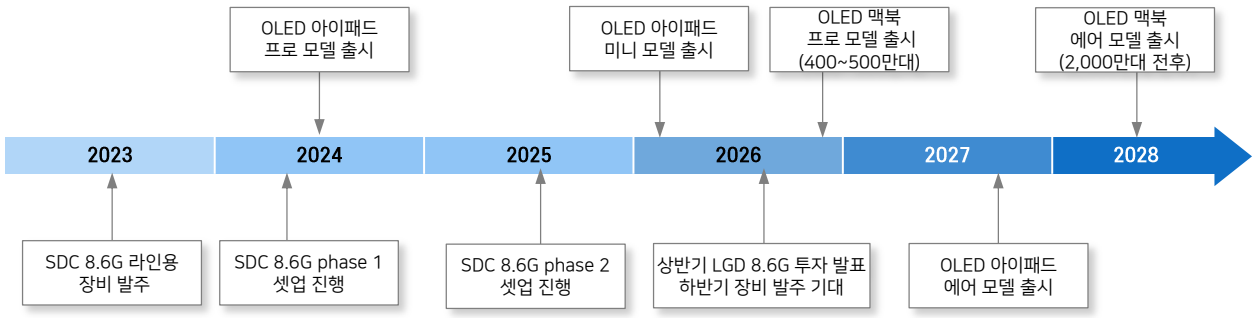
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 선익시스템 수주잔고 추이



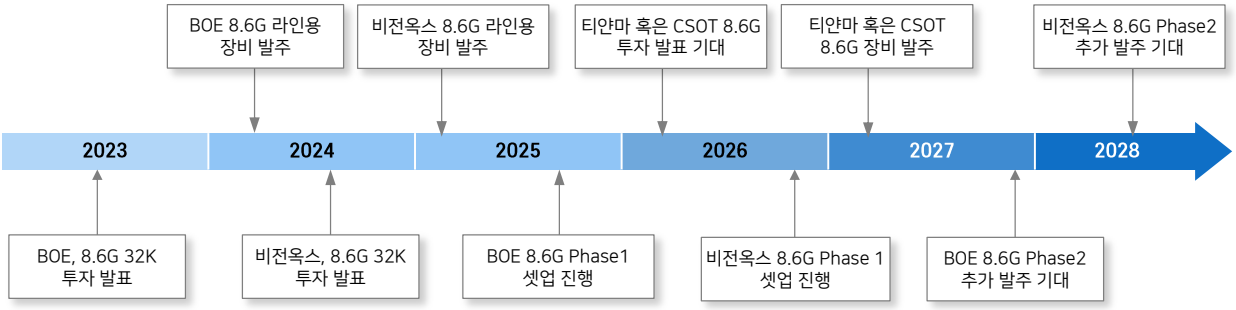
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 애플 OLED 전환 로드맵 + 국내 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



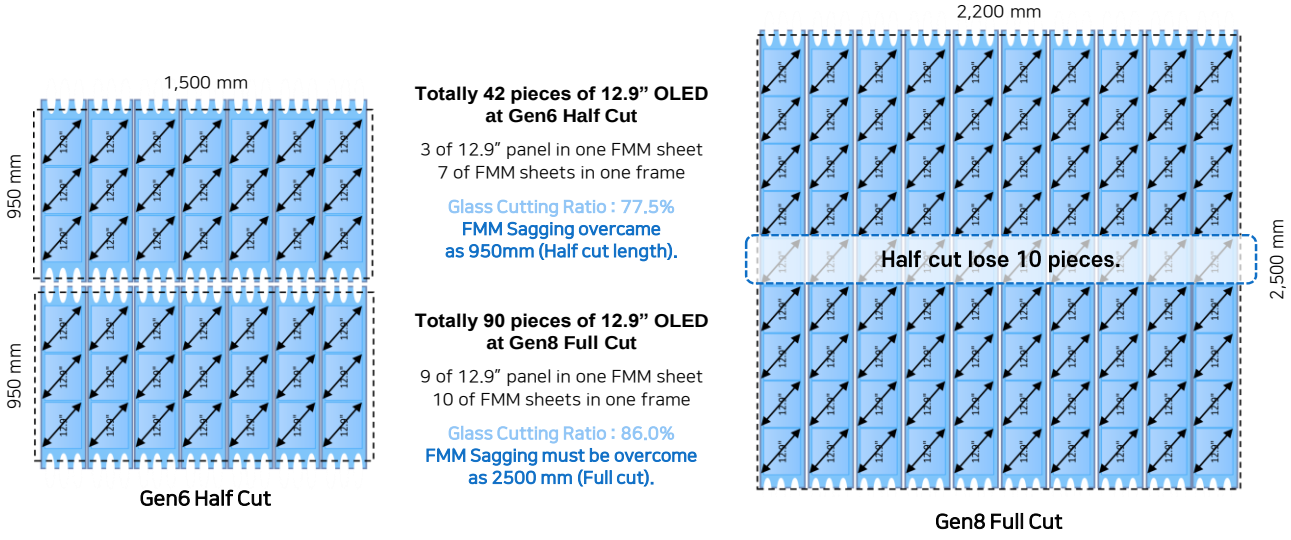
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 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

그림4 하프컷 기준 생산 비교 (8.5세대 12.9인치 기준)



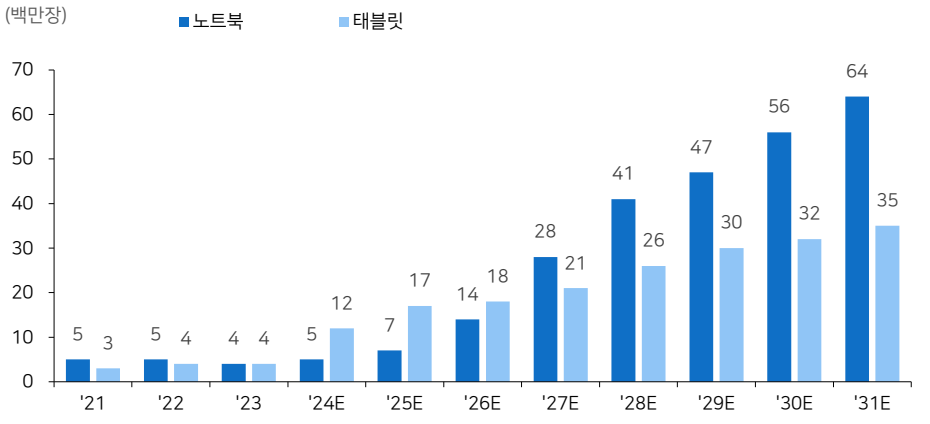
자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

표5 8.6세대 투자 현황

Company	Line		Gen	Capa / Month	Substrate	TFT	Status
Samsung Display	Tangjeong A6	Phase 1-1	8.6G half-cut	7.5K	Rigid	Oxide	Intsall
		Phase 1-2	8.6G half-cut	7.5K	Rigid	Oxide	Intsall
BOE	Chengdu B16	Phase 1-1	8.6G half-cut	7.5K	Rigid	LTPO	PO
		Phase 1-2	8.6G half-cut	7.5K	Flexible	LTPO	PO
		Phase 2-1	8.6G half-cut	7.5K	Flexible	LTPO	Planning
		Phase 2-2	8.6G half-cut	7.5K	Flexible	LTPO	Planning
Visionox	Hefei V5	Phase 1-1	8.6G half-cut	7.5K	Rigid	LTPO	Planning
		Phase 1-2	8.6G half-cut	7.5K	Flexible	LTPO	Planning
		Phase 2-1	8.6G half-cut	7.5K	Flexible	LTPO	Planning
		Phase 2-2	8.6G half-cut	7.5K	Flexible	LTPO	Planning

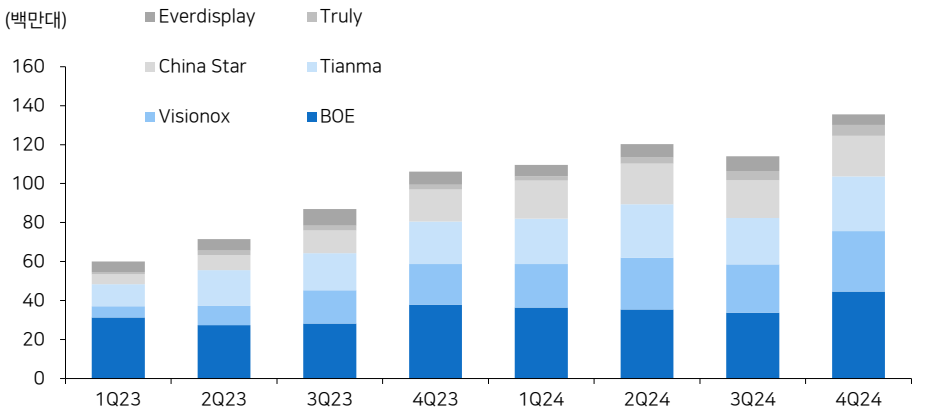
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 IT OLED 패널 수요 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 OLED 패널업체 출하량 추이



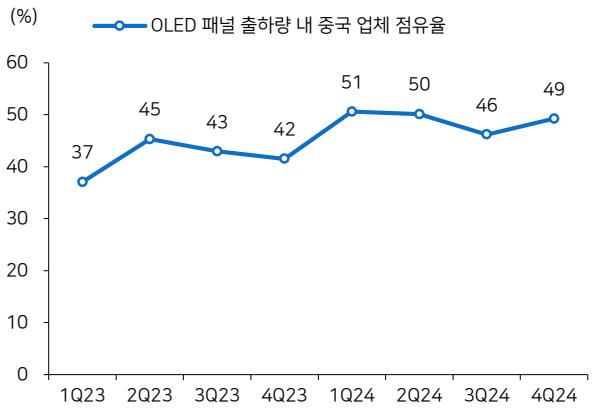
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 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: 메리츠증권 리서치센터

그림7 OLED 패널 출하량 내 중국 업체 점유율 추이



자료: Cinno Research, 메리츠증권 리서치센터

표7 선익시스템 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS (원)	5,283	12MF EPS
적정배수 (배)	13.0	기존 Target PER
적정가치	68,421	
적정주가	**68,000**	
현재주가	48,300	
상승여력 (%)	40.8%	

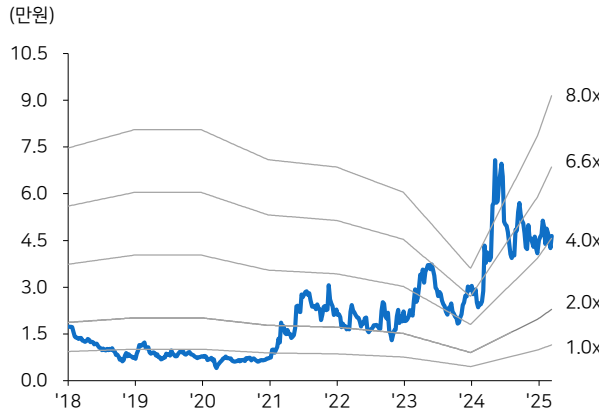
자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 선익시스템 PER 밸류에이션 테이블

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	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**	**-2,960**	**4,877**	**7,570**
EPS Growth (%)	**-53.4**	**38.5**	**-67.6**	**적전**	**적축**	**적확**	**적확**	**흑전**	**55.2**

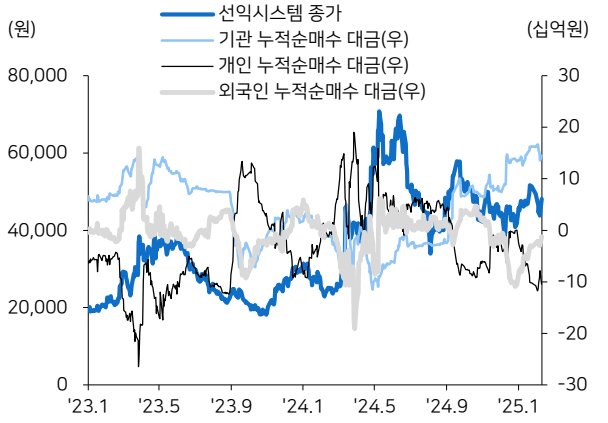
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 선익시스템 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 선익시스템 수급 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

선익시스템 (171090)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**62.4**	**112.9**	**354.7**	**534.1**	**690.8**
매출액증가율(%)	-15.7	80.9	214.1	50.6	29.3
매출원가	47.5	87.1	261.9	398.7	518.0
매출총이익	14.9	25.8	92.8	135.4	172.8
판매관리비	18.9	17.9	34.6	40.6	47.9
영업이익	**-4.1**	**7.9**	**58.2**	**94.8**	**124.9**
영업이익률(%)	-6.5	7.0	16.4	17.8	18.1
금융손익	-6.2	-38.9	-2.5	-5.7	2.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	0.1	0.7	0.7	0.0
세전계속사업이익	-9.5	-30.9	56.5	89.8	127.1
법인세비용	-0.3	-2.8	10.2	18.0	25.4
당기순이익	**-9.2**	**-28.1**	**46.3**	**71.9**	**101.7**
지배주주지분 순이익	-9.2	-28.1	46.3	71.9	101.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**5.6**	**-32.1**	**17.7**	**44.3**	**77.8**
당기순이익(손실)	-9.2	-28.1	46.3	71.9	101.7
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	-9.2	-31.8	-31.0	-27.1
투자활동 현금흐름	**-3.1**	**-13.5**	**-14.7**	**-13.9**	**-15.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-1.7	-11.9	-6.9	-8.4	-11.5
투자자산의감소(증가)	0.6	-0.8	-3.8	-2.8	-2.4
재무활동 현금흐름	**0.5**	**15.5**	**6.7**	**1.8**	**1.6**
차입금의 증감	-0.2	15.5	2.5	1.8	1.6
자본의 증가	1.8	0.0	4.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.0	-30.1	9.7	32.2	64.2
기초현금	29.5	32.4	2.4	12.1	44.3
기말현금	32.4	2.4	12.1	44.3	108.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	95.1	108.7	314.9	500.3	698.3
현금및현금성자산	32.4	2.4	12.1	44.3	108.5
매출채권	6.8	12.4	32.6	49.1	63.5
재고자산	23.7	35.8	87.3	131.4	170.0
비유동자산	39.7	46.7	52.5	58.8	67.2
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	2.4	6.1	8.9	11.4
자산총계	**134.8**	**155.5**	**367.4**	**559.1**	**765.5**
유동부채	60.0	106.2	255.6	366.5	463.3
매입채무	15.5	28.0	88.1	132.6	171.5
단기차입금	21.4	36.4	36.4	36.4	36.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.9	6.5	18.5	27.5	35.3
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**	**112.6**	**274.1**	**394.0**	**498.6**
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	-9.1	37.2	109.1	210.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**70.9**	**42.8**	**93.3**	**165.2**	**266.9**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	6,676	11,909	37,354	56,256	72,753
EPS(지배주주)	-987	-2,960	4,877	7,570	10,710
CFPS	-284	-2,580	6,489	9,964	13,742
EBITDAPS	28	1,424	6,640	10,502	13,742
BPS	7,558	4,508	9,828	17,398	28,108
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-29.7	-14.1	9.9	6.4	4.5
PCR	-103.5	-16.1	7.4	4.8	3.5
PSR	4.4	3.5	1.3	0.9	0.7
PBR	3.9	9.2	4.9	2.8	1.7
EBITDA(십억원)	0.3	13.5	63.1	99.7	130.5
EV/EBITDA	1,016.1	31.8	7.6	4.5	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.3	-49.4	68.0	55.6	47.1
EBITDA 이익률	0.4	12.0	17.8	18.7	18.9
부채비율	90.2	263.2	293.8	238.5	186.8
금융비용부담률	2.1	1.5	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	-3.1	4.6	26.1	40.3	51.0
매출채권회전율(x)	5.7	11.8	15.8	13.1	12.3
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 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)

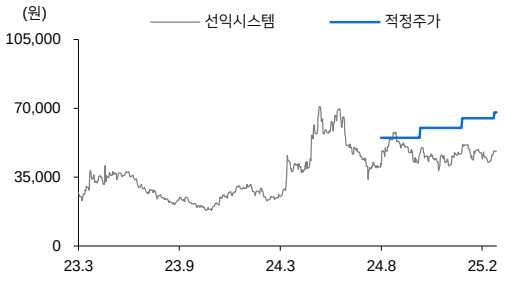
투자의견 비율

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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.08.28	기업분석	Buy	55,000	양승수	-10.6	5.3
2024.11.06	산업분석	Buy	60,000	양승수	-24.7	-16.8
2025.01.20	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-28.0	-20.5
2025.03.18	기업브리프	Buy	68,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이