

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 확대로 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 확대로 인한 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<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 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  |
| <br>                                          |    |
| 1. 기업개요                                       | 6  |
| <br>                                          |    |
| 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 |
| <br>                                          |    |
| 3. 투자포인트: 8.6세대 & OLEDoS 시장의 준비된 Winner       | 14 |
| OLED 증착기 개요                                   | 14 |
| 증착기 몇대나 필요할까?                                 | 17 |
| OLEDoS 시장 선점 완료                               | 19 |
| <br>                                          |    |
| 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 OLEDoS 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.

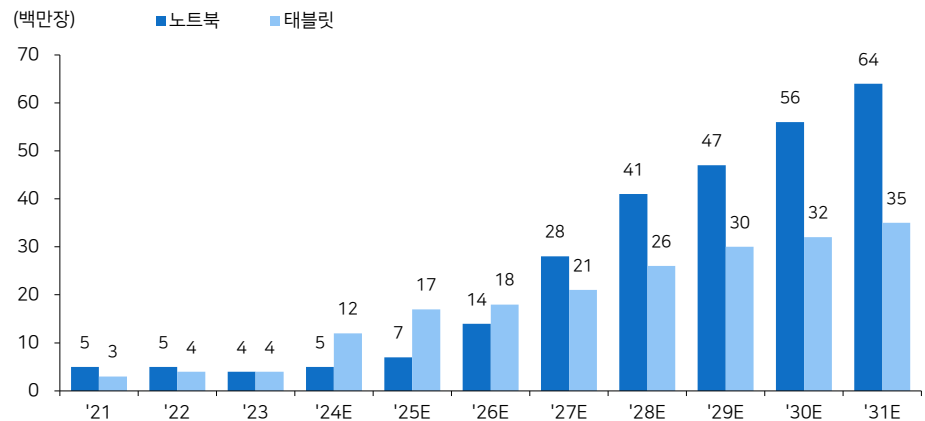
중장기적인 OLED 시장의 성장은 노트북, 태블릿으로 대변되는 중형 IT 제품으로의 OLED의 침투 확대가 주도할 것으로 예상된다. 시장조사기관 Omdia에서 발표한 자료에 의하면, 중형 IT 시장 내 OLED 패널의 탑재량은 2023년 800만대에서 2031년 9,900만대로 연평균 37.0% 확대될 전망이다. 스마트폰 대비 태블릿용 패널의 면적이 4배(11인치 기준), 노트북의 면적이 7배(15인치 기준)임을 가정하면, 스마트폰용 OLED 패널 5.9억대 수요와 동일한 규모의 새로운 OLED 패널 수요가 기대된다. 일부 탠덤 구조가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

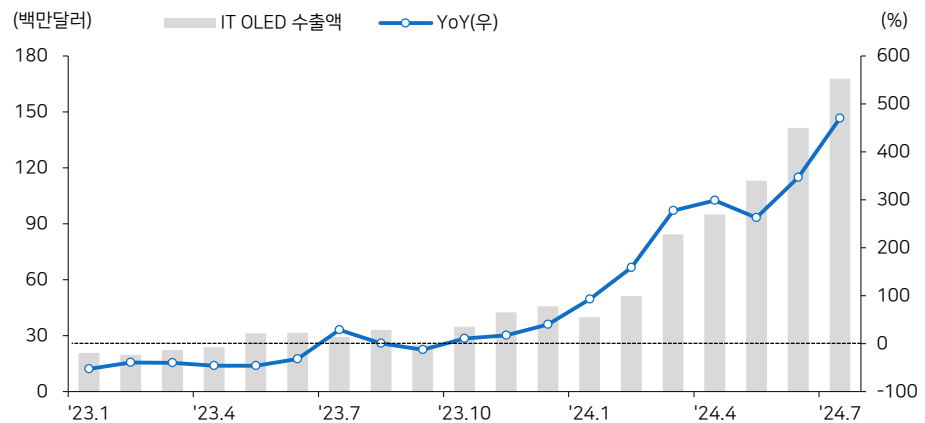
## Key Chart

그림1 IT OLED 패널 수요 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 IT OLED 수출금액 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

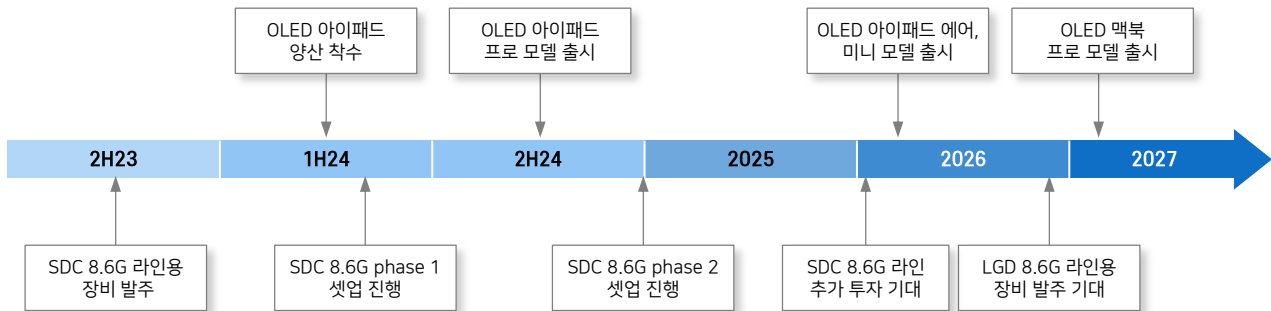
표1 6세대, 8.6세대 원장당 생산 패널 수 비교

|                    |                     | 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

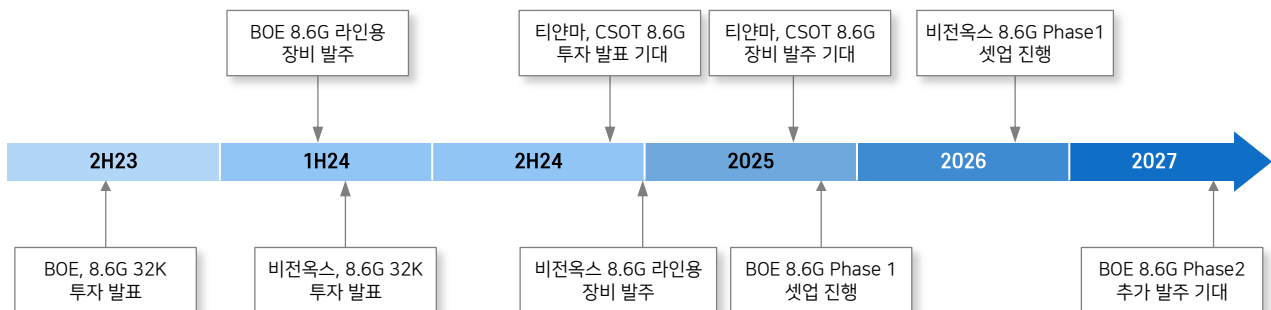
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



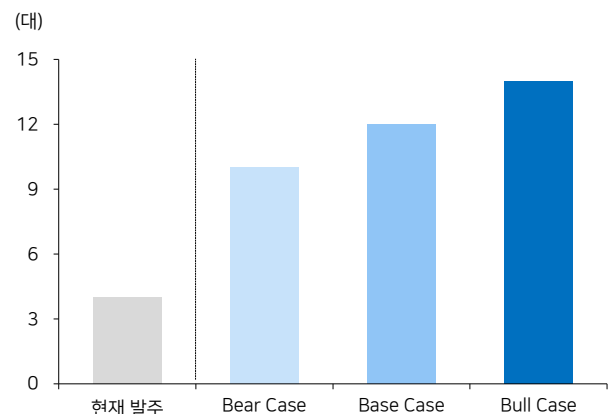
자료: 메리츠증권 리서치센터

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

## Part 1. 기업개요

디스플레이 장비 전문 제조업체  
선익시스템  
주력 장비는 OLED 증착기

선익시스템은 1990년에 설립, 2017년 9월 코스닥 시장에 상장한 디스플레이 장비 전문 제조업체이다. 주력 장비는 OLED 유기물 증착 공정에 사용되는 OLED 증착기이다. 2023년 624억원의 매출액을 기록했는데, OLED 증착 장비 매출비중이 89.56%, 기타 매출비중이 10.44%였다. 기타에는 제품의 소모품 및 A/S 매출이 포함되어있다. 주요 고객사는 국내·해외 다수의 디스플레이 패널 업체로 LG디스플레이, BOE, Seeya 등에 OLED 증착기를 공급해왔다.

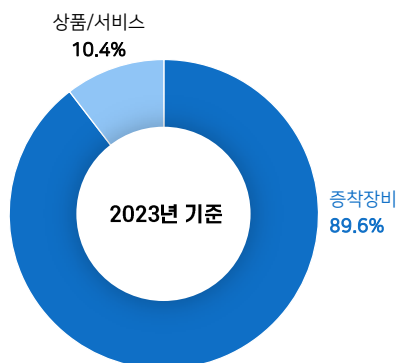
증착기는 OLED 제조공정 중 증착공정의 핵심장비  
증착공정의 핵심장비  
→ 선익시스템은 독자적인 고정밀 얼라인 기술을 보유

OLED 증착기는 OLED 제조공정 중 증착공정의 핵심장비로 유리기판에 유기물질을 증착할 때 사용된다. OLED 제조공정 중 증착(Evaporation)은 R, G, B 색을 내는 유기발광층(EML)과 발광을 돕는 HIL(정공주입층), HTL(정공수송층), ETL(전자수송층), EIL(전자주입층) 등의 보조층을 포함한 유기물층을 구성하는 핵심공정이다. 유기물을 증착하는 과정에서 특정 위치에만 증착이 될 수 있도록 파인 메탈 마스크(FMM, Fine Metal Mask)라는 부품을 사용한다. 이 파인 메탈 마스크와 기판을 정밀하게 정렬하는 얼라인 기술이 OLED 증착기 기술의 핵심이다. 선익시스템은 독자적인 고정밀 얼라인 기술을 바탕으로 최근 중국 BOE 향 8.6세대 OLED 증착기 수주에 성공하였다.

최대주주는 지분 47.5%를 보유하고 있는 동아엘텍

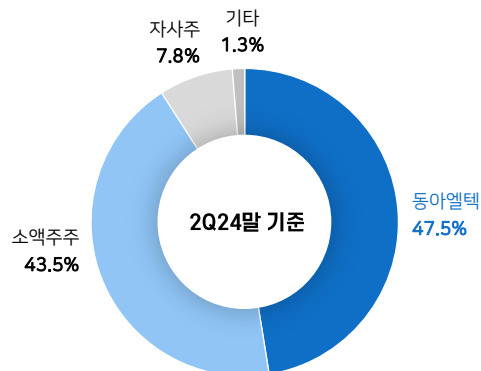
2009년 3월 동아엘텍이 지분 63.3%를 취득하여 최대주주로 등극하였다. 최대주주인 동아엘텍은 OLED 검사장비 영역을 담당하며 발행주식수의 증가로 2024년 6월 말 기준 47.5%의 지분율을 기록하고 있다. 이 외에 동사는 반기보고서상 6월말 기준 자사주 7.8%를 보유하고 있다. 다만 동사는 지난 6월 4일 약 180억원 규모의 교환사채를 발행, 21일 자사주 26만3,983주 처분 완료를 공시했다. 교환대상 주식인 자사주 총 263,983주가 동일자에 교환청구된 것으로 간주할 경우 보유하고 있는 자사주는 총 4.98%이다.

그림6 2023년 매출액 구성



자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주주 구성



자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

## Part 2. OLED 시장 – IT OLED 위주 새로운 성장 + OLEDoS 시장 개화

### OLED 개요

#### OLED의 핵심은 자체발광

OLED의 핵심은 자체발광이다. OLED가 자체발광이 가능한 이유는 서로 다른 극 (Anode, Cathode)에서 전압을 걸어주면 (-)입자인 전자와 (+)입자인 정공이 유기 발광층(EML)에서 만나 Exciton이라는 입자가 되어 서로 만날 때 발생하는 에너지가 빛의 형태로 방출되기 때문이다. OLED의 구조를 자세히 살펴보면 발광층을 사이에 두고 (+)인 정공을 주입하는 층(전공주입층, HIL), 정공을 가운데로 전달하는 층(전공수송층, HTL), 전자를 전달하는 층(전자수송층, ETL), 전자를 주입하는 층(전자주입층, EIL) 등의 보조 박막층으로 이루어진다.

#### OLED의 핵심 장점

##### ① 얇은 디자인 및 다양한 폼팩터 구현

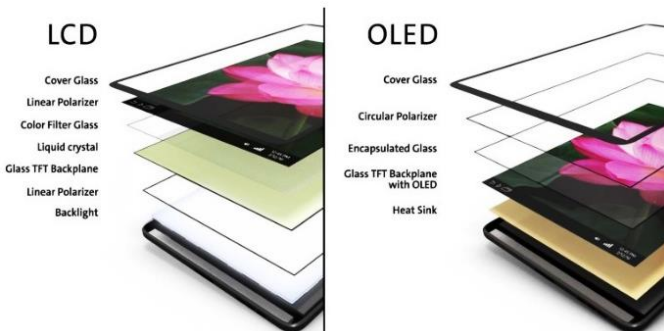
OLED의 장점은 LCD 대비 상대적으로 단순한 구조로 인해 필요한 부품이 적다는 점이다. LCD가 백라이트에서 빛을 쏘아준 뒤 액정의 기울어짐에 따라 편광판에 통과하는 빛의 양을 조절하는 방식인 반면 OLED는 픽셀의 소자가 전압, 전류에 따라 빛의 밝기가 조절된다. 또한 OLED는 빛을 투과시키는 역할을 하는 편광판(POL)이 하나만 필요하지만 LCD는 두 개가 필요하다. 즉 OLED는 LCD와 다르게 OLED와 TFT로 이루어진 층과 보호하는 글라스 층만 필요하기 때문에 훨씬 더 얇게 만들 수 있고, 백라이트와 같은 구조체가 필요 없기 때문에 폴더블 등 다양한 형태의 디스플레이 제작이 가능하다.

#### OLED의 핵심 장점

##### ② 뛰어난 색재현율과 저전력

폼팩터 외에 색재현성, 저전력에서도 OLED의 장점이 분명하다. 백라이트에서 나온 광원과 컬러필터의 조합으로 색을 구현하는 LCD와 달리, 색상별로 자체발광이 가능한 OLED가 색재현율이 뛰어나고 고채도의 색감을 표현할 수 있다. 이는 시인성이 떨어지는 야외에서도 상대적으로 선명한 화질을 나타낼 수 있음을 의미한다. 또한 이미지를 표시할 때 필요한 픽셀만 발광하며, 검정색을 표현할 때 픽셀을 켜지 않기 때문에 전력 소모를 줄일 수 있다는 장점이 있다.

그림8 LCD OLED 비교



자료: Corning

표3 LCD OLED 장단점 비교

|         | LCD                | OLED                |
|---------|--------------------|---------------------|
| 발광원리    | 투과형<br>(백라이트 사용)   | 발광형<br>(개별 소자 발광)   |
| 구성요소의 양 | 많음                 | 적음                  |
| 전력 소비   | 많음<br>(백라이트 항상 작동) | 적음<br>(어두운 이미지 표현시) |
| 장점      | 가격, 화면 출력(밝기)      | 색상 대비, 시야각, 유연성 등   |
| 단점      | 명암비, 두께, 무게        | 가격, 번인 현상           |

자료: 한국디스플레이협회, 메리츠증권 리서치센터

## OLED 시장 현황 및 전망 - 스마트폰에서 IT OLED로

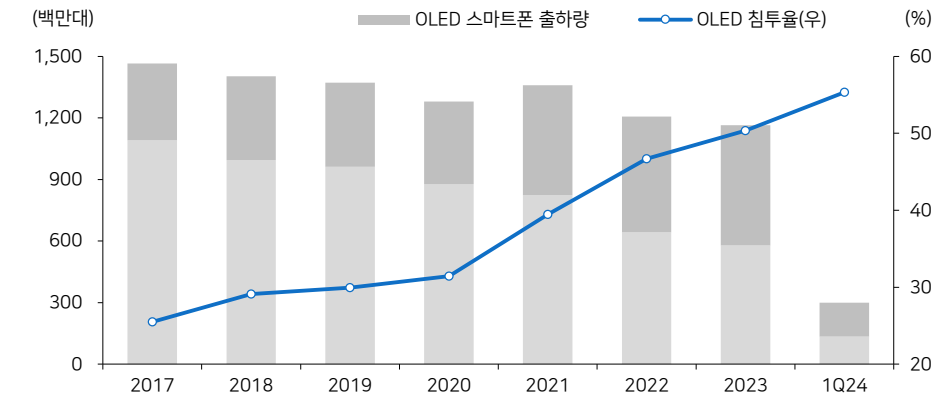
다양한 장점으로 가파르게 상승한  
스마트폰 내 OLED 패널 비중

OLED는 위에서 언급한 다양한 장점으로 인해 스마트폰 시장 내에서 빠르게 역할이 확대되어 왔다. 특히 애플이 2017년 아이폰 X OLED 채택에 이어 아이폰12 이후로 전 라인업에 OLED를 확대함에 따라 스마트폰 시장 OLED의 비중은 2017년 25.5%에서 1Q24 기준 55.3%까지 확대되었다. 최근에는 프리미엄 스마트폰용 Flexible OLED뿐만 아니라 삼성전자의 A시리즈 등 중저가형 리지드 OLED 패널의 출하 또한 확대되는 추세이다.

다만 가격적인 부담으로 추가적인  
비중 상승은 한계에 도달

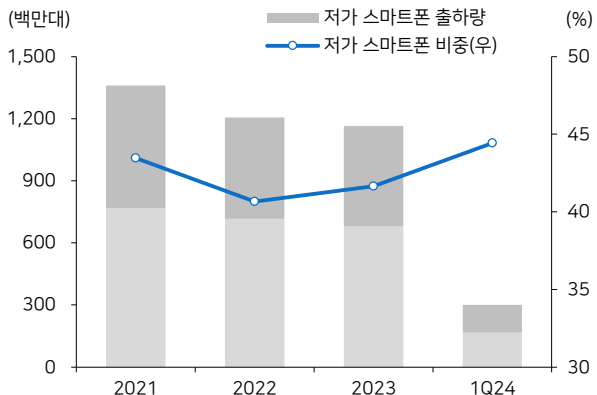
다만 가격적인 부담으로 인해 스마트폰 내 OLED의 침투율의 추가적인 상승은 단기적으로는 제한적일 것으로 예상된다. 이는 스마트폰 수요가 양극화됨에 따라 저가형 스마트폰의 비중이 재상승(1Q24 저가형 스마트폰 비중 44.4% vs OLED 침투율 55.3%) 하고 있고 메모리 등 부품가격의 상승으로 마진 둔화 우려가 확산되고 있기 때문이다. 세트업체들 입장에서는 현 상황에서는 LCD 대비 단가가 높은 OLED를 중저가에서 공격적으로 채택하기가 어렵다. 또한 수요 둔화 국면 속에서 스마트폰 시장 자체적으로도 불확실성이 확대되고 있다. 당사는 높아진 단기 재고로 인해 하반기는 보수적인 스마트폰 출하 정책으로 회귀할 것으로 예상하고 있다.

그림9 스마트폰 내 OLED 침투율 추이



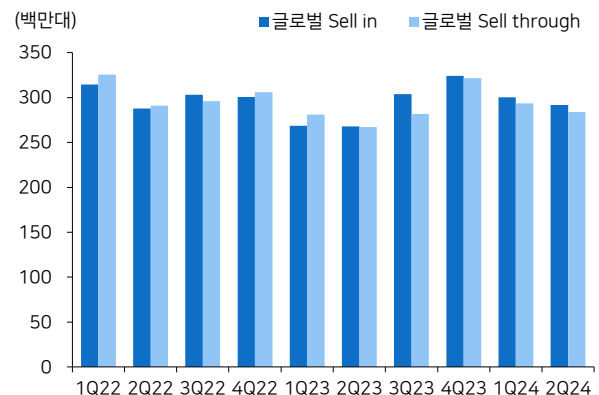
자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림10 스마트폰 내 저가형 스마트폰 비중 (200달러 이하)



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림11 스마트폰 출하 및 수요 동향



자료: 메리츠증권 리서치센터



## 중장기적인 OLED 시장 성장의 핵심은 IT OLED

결국 중장기적인 OLED 시장의 성장은 노트북, 태블릿으로 대변되는 IT 제품으로의 OLED의 침투 확대가 주도할 것으로 예상된다. 노트북, 태블릿 등의 제품들은 모바일 제품군과 같이 유사하게 전력 소모량 절감이 중요하고, 휴대성 측면에서 얇은 디자인 구현이 가능한 OLED에 대한 니즈가 분명하다. 또한 올해부터는 1) 애플의 IT OLED 채용확대와 2) AI PC의 확대를 기반으로 한 분명한 성장 트리거가 존재한다는 점도 주목할 필요가 있다.

## 올해 iPad Pro를 기점으로 애플 제품군 내 OLED 확산 전망

1) 애플은 올해 처음으로 iPad Pro 11인치와 13인치 2종의 모델에 OLED 패널을 탑재했다. 올해 총 출하량은 800만대, 국내 패널사인 LG디스플레이와 삼성디스플레이가 각각 500만대, 300만대의 패널을 담당하는 것으로 추정된다. 이에 더해 애플은 이르면 2026년에는 OLED 패널을 탑재한 iPad Mini와 Air 모델을 신규로 출시할 전망이다. Macbook에서의 OLED 패널 탑재도 가시성이 높다. 2026년 Macbook Pro부터 탠덤 구조의 OLED 패널 도입이 예상된다. 21세기의 애플은 아이폰을 시작으로 전자제품 시장의 표준을 주도하고 있다. 스마트폰과 마찬가지로 IT 제품 내 애플의 OLED 패널 탑재 확대는 새로운 시장 표준으로 이어질 개연성이 높다. 애플만으로도 기대할 수 있는 잠재수요가 꽤 크다. 1Q24 기준 Apple의 글로벌 태블릿 시장 점유율은 32%로 연간 약 5,000~6,000만대의 iPad를 출하하고 있다. 또한 1Q24 기준 Apple의 노트북 시장 점유율은 약 8%로 연간 약 2,000만대 전후의 Macbook을 출하한다.

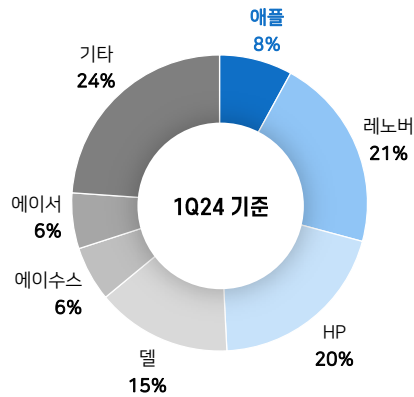
## AI PC 시장의 확대는 저전력에 강점 있는 OLED 패널의 사용 확대를 의미

2) 올해부터 생성형 AI기능이 탑재된 AI PC 제품의 출시와 함께 저전력에서 강점이 있는 OLED 패널의 IT OLED 시장 침투율 확대 본격화가 예상된다. 이는 소비전력이 높은 AI PC의 특성상 소비전력과 반응속도에서 OLED가 LCD 대비 강점이 뚜렷하기 때문이다. 또한 하이엔드 제품 위주로 AI PC가 우선적으로 확대됨을 감안했을 때, 얇은 디자인 구현이 가능하다는 OLED의 장점은 확실히 매력도가 높다. 시장조사기관 Canalys에 의하면 2Q24 AI PC 출하량은 880만대를 기록, 전체 시장 내 14%의 비중을 차지했다. Canalys는 ARM 및 X86 기반 다수의 AI PC 신제품 출시와 Windows 10 지원 종료로 인한 교체수요 등이 맞물려 2024년 약 4,400만대, 2025년에는 약 1억 300만대의 AI PC가 출하될 것으로 예상하고 있다. Bom Cost 부담으로 하이엔드 제품 위주로 OLED가 탑재됨을 감안해도 IT 시장 내 OLED 침투율 가속화로 이어질 개연성이 높다.

## 2031년 기준 IT OLED향 OLED 패널 수요는 스마트폰 OLED 패널 5.9억대 수요와 동일

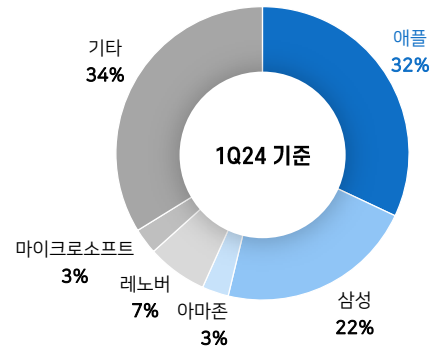
시장조사기관 Omdia에서 발표한 자료에 의하면, 중형 IT 시장 내 OLED 패널의 탑재량은 2023년 800만대(노트북 400만대, 태블릿 400만대)에서 2031년 9,900만대(노트북 6,400만대, 태블릿 3,500만대)로 연평균 37.0% 확대될 전망이다. 스마트폰 대비 태블릿용 패널의 면적이 4배(11인치 기준), 노트북의 면적이 7배(15인치 기준)임을 가정하면, 스마트폰용 OLED 패널 5.9억대 수요와 동일한 규모의 새로운 OLED 패널 수요가 기대된다. 일부 탠덤 구조가 적용됨을 감안하면, 소재/부품/장비 단에는 실제로는 스마트폰 5.9억대 이상의 수요가 필요할 전망이다.

그림12 1Q24 기준 노트북 시장 내 점유율



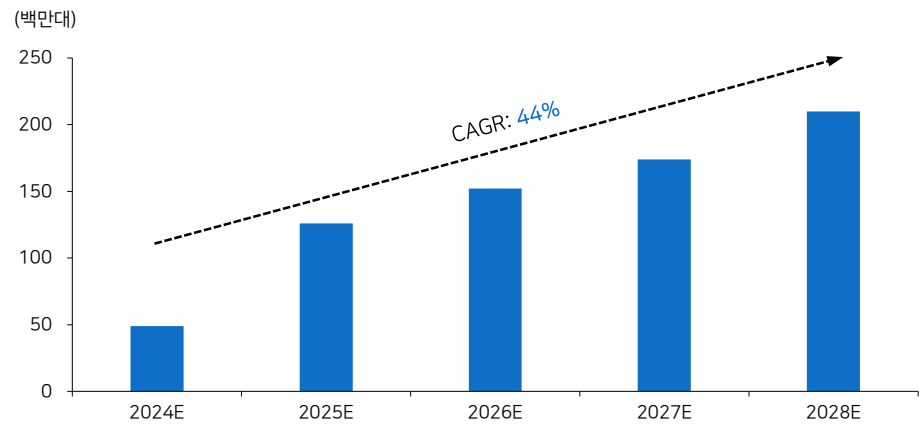
자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림13 1Q24 기준 태블릿 시장 내 점유율



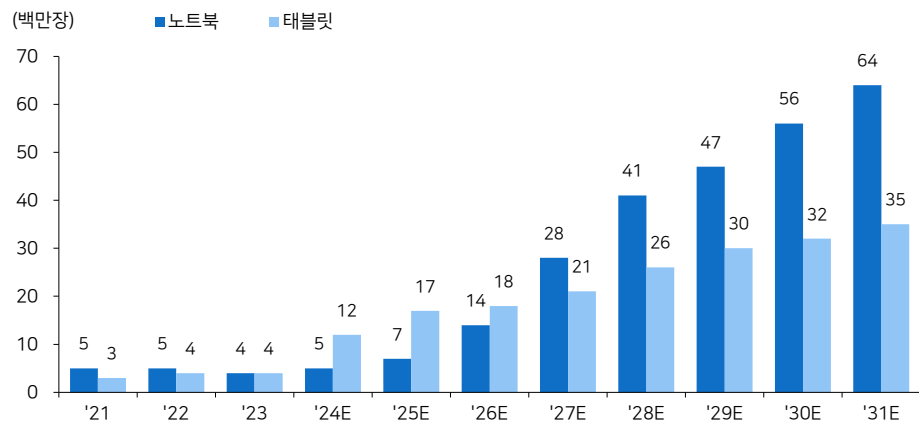
자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림14 AI PC 출하량 전망



자료: Canalys, 메리츠증권 리서치센터

그림15 IT OLED 패널 수요 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

## IT OLED 대응을 위한 8.6세대 투자 확산 전망

IT OLED 패널 확산  
= 8세대 급 OLED 투자 확대

IT 디바이스로의 OLED 패널 확산은 곧 패널 업체들의 8세대 급 OLED 투자 확대를 의미한다. 디스플레이 업계에서 세대는 유리원장의 크기를 의미한다. 세대 숫자가 올라갈수록 원장의 크기가 커지고, 하나의 원장에서 생산할 수 있는 패널 수가 늘어나는 면취효율이 개선돼 패널 가격이 낮아진다. 현재 스마트폰 OLED 패널의 경우 6세대 라인에서 생산하고 올해 애플의 아이패드용 OLED 패널 또한 6세대 라인(삼성디스플레이 충남 아산 A3라인, LG디스플레이 경기 파주 E6-4라인)에서 생산을 진행하고 있다.

8.6세대 → 원장 크기 ↑  
→ 생산 효율 증가

IT 디바이스 패널을 8.6세대 라인에서 생산할 경우 극적인 생산 효율 증가를 기대할 수 있다. 아이패드 Pro 13인치 패널 기준 6세대 원장에서는 약 41개의 패널이 생산 가능한 반면, 8.6세대 원장에서는 89개를 생산할 수 있기 때문이다(하프컷 로스율 10% 가정, 표2). 연 생산량으로 환산해보면, 삼성디스플레이가 진행하고 있는 8.6세대 15K/월 CAPA 기준 1,010만장(가동률 90%, 수율 70% 적용 vs 6세대 570만장)의 패널 생산이 예상된다.

8.6세대는 패널 업체에게는  
매출 확대를, 세트에게서는  
비용 절감을 제공

8.6세대로 늘어나는 생산량은 패널 업체 입장에서는 매출 확대를, 세트업체 입장에서는 비용 절감을 의미한다. 실제로 태블릿 및 노트북 내 OLED를 탑재하고 싶은 세트사 입장에서의 가장 큰 부담은 OLED 패널의 높은 가격이기 때문이다. 시장조사기관 Omdia에 의하면 아이패드 프로에 공급되는 11인치 OLED 가격은 약 280~290달러, 13인치 OLED 가격은 약 380~390달러이다. 전작인 3세대 12.9인치 아이패드 프로에 탑재된 Mini LED 패널 가격이 160달러이었음을 감안하면, 2.4~2.5배 정도의 원가 상승 부담이 존재한다.

그나마 높은 고객 충성도를 기반으로 가격 전가력이 높은 애플은 상대적으로 상황이 낫다. 실제로 올해 13인치 OLED iPad Pro의 출고가(1,299달러)와 전작의 출고가(1,099달러)를 비교해보면 실제로 소비자에게 대부분의 가격 상승분을 전가했음을 알 수 있다. 다만 애플을 제외한 다른 세트사들 입장에서는 소비자 수요와 연동된 가격 인상에 대한 부담이 존재한다. 현재 노트북용 하이엔드 LCD의 가격이 80~130달러임을 감안하면, IT OLED 시장이 확대되기 위해서는 8세대 라인에서 생산하는 OLED 패널의 확대는 필수조건이다.

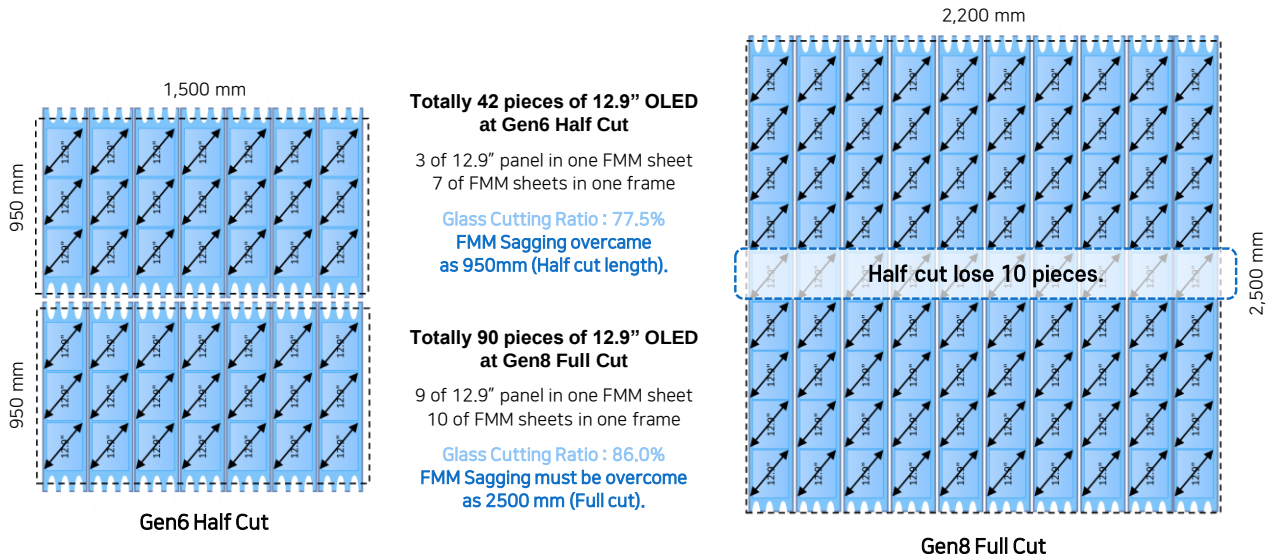
표4 6세대, 8.6세대 원장당 생산 패널 수 비교

|                    |                    | 아이패드 Pro<br>11인치 기준 | 아이패드 Pro<br>13인치 기준 | 노트북 모니터<br>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

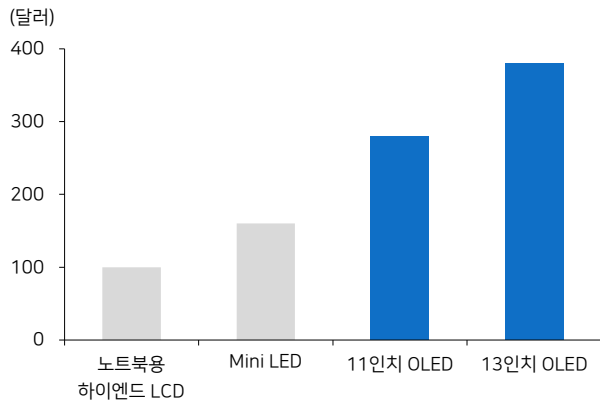
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 하프컷 기준 생산 비교 (8.5세대 12.9인치 기준)



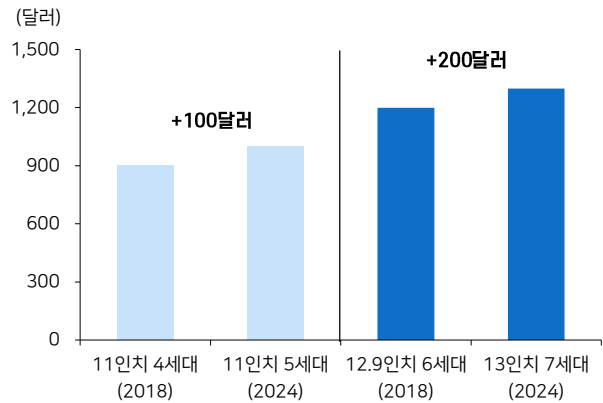
자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림17 패널별 가격 비교



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림18 아이폰드 출고가 비교



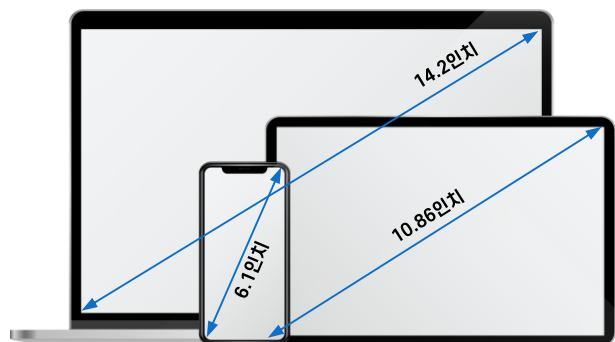
자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

그림19 세대별 원장 비교



자료: 선익시스템

그림20 노트북, 태블릿/스마트폰 크기 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

## OLEDoS 시장 개화 중

OLED는 OLEDoS로 진화 중

Near-eye Display 시장의 확산과 함께 OLED 시장은 유리를 넘어 OLEDoS (OLED on Silicon)으로 발전하고 있다. 이는 Vision Pro 로 대변되는 차세대 MR 디바이스의 경우 시정거리가 극단적으로 가까워짐에 따라 고해상도가 더욱 중요해지기 때문이다. MR 디바이스에 사용되는 Near-eye Display의 경우 사람의 눈과 디스플레이가 가까울수록 눈이 향하는 지점과 디스플레이에 맞춰지는 초점 사이에 나타나는 불일치로 인한 어지러움 현상이 심화된다. 이에 MR 디바이스의 대중화를 위해서 어지러움을 극복할 수 있는 시야각, 주사율, 해상도, 휘도 등을 높인 새로운 기술이 요구되며, CMOS 반도체기판 위에 바로 유기물을 증착시키는 OLEDoS가 차세대 기술로 부각 받고 있다.

CMOS 반도체기판 위에 증착  
= OLED 대비 작은 픽셀 크기  
구현 가능

OLEDoS는 유리기판이 아닌 CMOS 반도체기판 위에 증착하기 때문에 기존 모바일 OLED 대비 10분의 1수준의 픽셀 크기 구현이 가능하다. OLEDoS 증착 방식도 현재 OLED처럼 RGB 방식과 White OLED 방식이 존재한다. 이론적으로는 RGB 방식이 화질과 휘도 등에 우위에 있으나 현재는 RGB OLEDoS 소재를 증착할 때 사용하는 FMM의 기술적 한계 때문에 양산이 어렵다. 그래서 현재 OLEDoS는 WOLED 발광층 + 컬러필터 구조를 적용, WOLED 발광층을 통해 흰색빛이 나오면 컬러필터를 통과하여 R, G, B를 구현하는 방식을 채택하고 있다.

일본 Sony를 중심으로 중국·국내  
패널 업체 시장 참여 확대 중

White OLEDoS 방식의 선두주자는 일본의 Sony로 자체 보유한 8인치 라인을 통해 애플 Vision Pro용 OLEDoS 패널을 공급하고 있다. 그 외 대부분 OLEDoS 패널 생산은 현재 OLED 패널과 다르게 중국 디스플레이 업체들이 주도하고 있다. BOE, SeeYa 등이 대표적인 회사이다. 국내에는 삼성디스플레이가 작년 글로벌 업체 중 유일하게 RGB 방식의 OLEDoS 패널을 생산하는 미국의 OLEDoS 업체인 이매진을 인수했으며, 최근에는 마이크로소프트와 차세대 MR기기용 OLEDoS 패널 공급 계약을 체결하는 등 관련 시장 참여를 공식화하였다.

표5 OLEDoS 패널 기반 XR 디바이스 출시 현황

| 브랜드     | 애플          | DJI         | 화웨이          | 레노버         | 로키드         |
|---------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| 모델      | Vision Pro  | Goggles 2   | Vision Glass | Glass T1    | Max         |
| 사이즈     | 1.42" x 2   | 0.49" x 2   | 0.49" x 2    | 0.49" x 2   | 0.68" x 2   |
| 해상도     | 3648 x 3144 | 1920 x 1080 | 1920 x 1080  | 1920 x 1080 | 1920 x 1080 |
| PPI     | 3391        | 4496        | 4496         | 4496        | 3330        |
| 공급사     | Sony        | SeeYa       | SeeYa        | BOE(BMOT)   | Sony        |
| XR Type | VR, MR      | VR (Drone)  | AR (TV)      | AR (TV)     | AR (TV)     |
| 공개시점    | 2023년 6월    | 2022년 8월    | 2022년 12월    | 2022년 12월   | 2023년 8월    |

자료: Omda, 메리츠증권 리서치센터

## Part 3. 투자포인트: 8.6세대 & OLEDoS 시장의 준비된 Winner

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 독점체제를 깨트린 첫 사례라는 점에서 큰 의미가 있다. 또한 동사는 OLED를 넘어 차세대 디스플레이로 기대 받고 있는 OLEDoS 증착기 시장을 선점하고 있다. 디스플레이 업종 내 King Maker로 부각될 동사에 대한 시장의 새로운 평가를 기대한다.

### OLED 증착기 개요

OLED 제조공정의 핵심 증착, 증착의 핵심은 OLED 증착기

OLED 증착기는 유리기판에 유기물질을 증착할 때 사용되는 핵심 공정 장비이다. 통상적인 OLED 제조 공정은 유리기판 투입 → TFT 백플레인 제작 → 유기발광층 증착 → TFE(박막방지) → 모듈공정 순으로 진행된다. 통상적으로 봉지 공정 까지를 전공정으로 구분하며 모듈공정을 후공정으로 분류한다. 스마트폰에 사용되는 Flexible OLED의 경우 PI소재를 사용하기 때문에 TFT 백플레인을 형성하기전 PI를 도포 및 경화하는 과정과 마지막에 유리기판을 박리하는 과정이 추가된다

OLED 공정 중 증착(Evaporation)은 R,G,B 색을 내는 유기발광층(EML)과 발광을 돕는 HIL(정공주입층), HTL(정공수송층), ETL(전자수송층), EIL(전자주입층) 등의 보조층을 포함한 유기물층을 구성하는 공정이다. 즉 증착 공정은 빛과 색을 내는 자체발광 픽셀 그 자체를 만드는 핵심공정이다.

OLED 증착기의 핵심은 고정밀 얼라인 기술

증착공정은 디스플레이가 구동되는 TFT가 형성된 유리 기판을 가져와 세정하고 건조한 뒤 증착기에 Robot을 이용하여 투입하며 시작된다. 증착기 내의 각 챔버에는 유리기판 위에 R,G,B를 원하는 위치에 증착시키기 위한 FMM(Fine Metal Mask)가 장착된다. FMM은 OLED 디스플레이에서 발광체인 유기물을 기판에 증착할 때 사용되는 마스크이다. FMM과 기판을 정밀하게 부착하는 고정밀 얼라인 기술이 OLED 증착기 기술의 핵심이다.

발광층을 증착하기 전 전공 주입 특성 개선을 위해 HIL과 HTL 등의 보조층을 유리기판에 먼저 증착한다. 그 다음 FMM을 유리 기판 아래 정밀하게 부착한다. FMM 부착하면 그 아래에 증착원(Evaporation Source)을 놓고 적정 온도로 가열하면 챔버 하부에서 승화되어 올라오는 유기물 분자들이 FMM을 통과한 후 원하는 위치에 부착된다. 증착은 한 번에 여러가지 색상을 증착할 수는 없다. 한 가지의 색상의 증착이 끝나면 유리기판에 또 다른 물질을 증착 시키기 위해서 다른 챔버로 이동하여 동일한 공정을 반복, 총 6개의 초박막 유기물층이 유리기판 위에 형성되면 유기물 증착 공정은 마무리된다. 이 후 전자 이동을 위해 ETL과 EIL의 보조층을 증착한 후 Transfer Chamber를 통해 다시 이동, OLED 패널을 외부 공기 및 수분으로부터 차단시키기 위한 봉지공정을 진행하면 최종적으로 OLED 패널이 만들어진다.

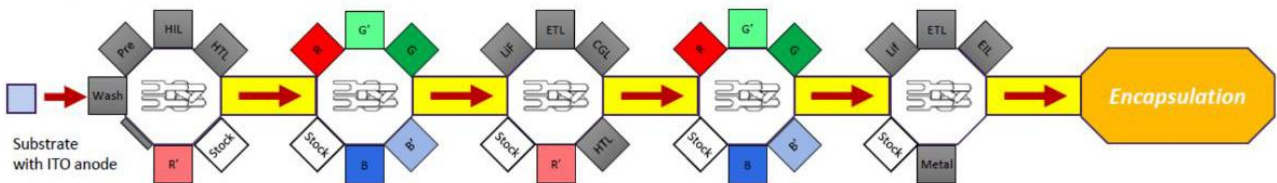


8.6세대 기술적 난이도 상승  
= 단가 상승

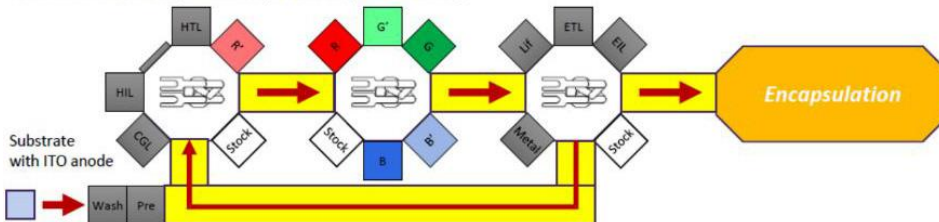
현재 OLED 증착장비는 Cluster Type이 사용된다. Cluster Type은 중앙에 TM (Transfer Module, 이송챔버)을 기준으로 각 PM(Process Module, 공정챔버)을 배치하여 Vacuum Robot으로 물류를 구성하는 방식이다. 유기물은 산소와 수분을 만나면 안되기 때문에 OLED 패널 생산은 처음에 얹혀지는 금속 전극(Anode)부터 봉지공정까지 위에서 언급한대로 다수의 진공챔버로 이뤄지는 거대한 Cluster 안에서 한번에 이루어진다. 즉 OLED 증착기 1대는 결국 OLED 패널 생산 라인 하나와 같다. 규모가 매우 크고, 다수의 부품과 장비를 정밀하게 제어하는 높은 기술력이 집약되어 있기 때문에 해당 단가가 매우 높고 부가가치가 클 수 밖에 없는 장비이다. 특히 최근 고객사들이 요구하는 8.6세대용 OLED 증착기의 경우 물리적 규모가 6세대 대비 커지고, FMM 제어 난이도가 상승한다. 또한 탠덤 구조가 적용되면 기존 6세대 대비 종합적인 설계의 기술적 난이도가 상승하기 때문에 해당 단가가 3,000억원 내외일 것으로 추정된다.

그림21 증착 공정 개요 (싱글, 탠덤 비교)

One flow evaporation process (estimation)

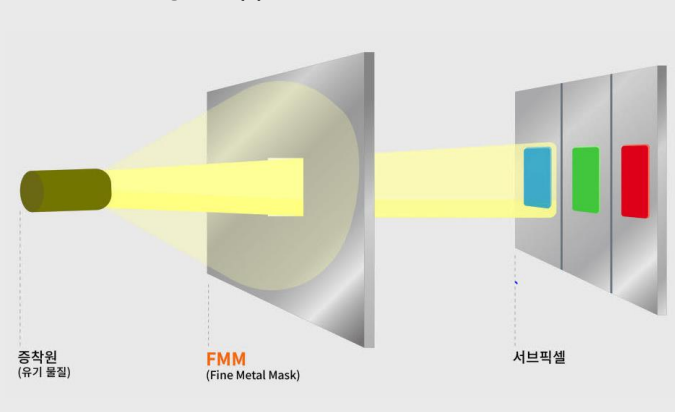


Double flow evaporation process (estimation)



자료: Omdia

그림22 FMM 활용 예시(1)



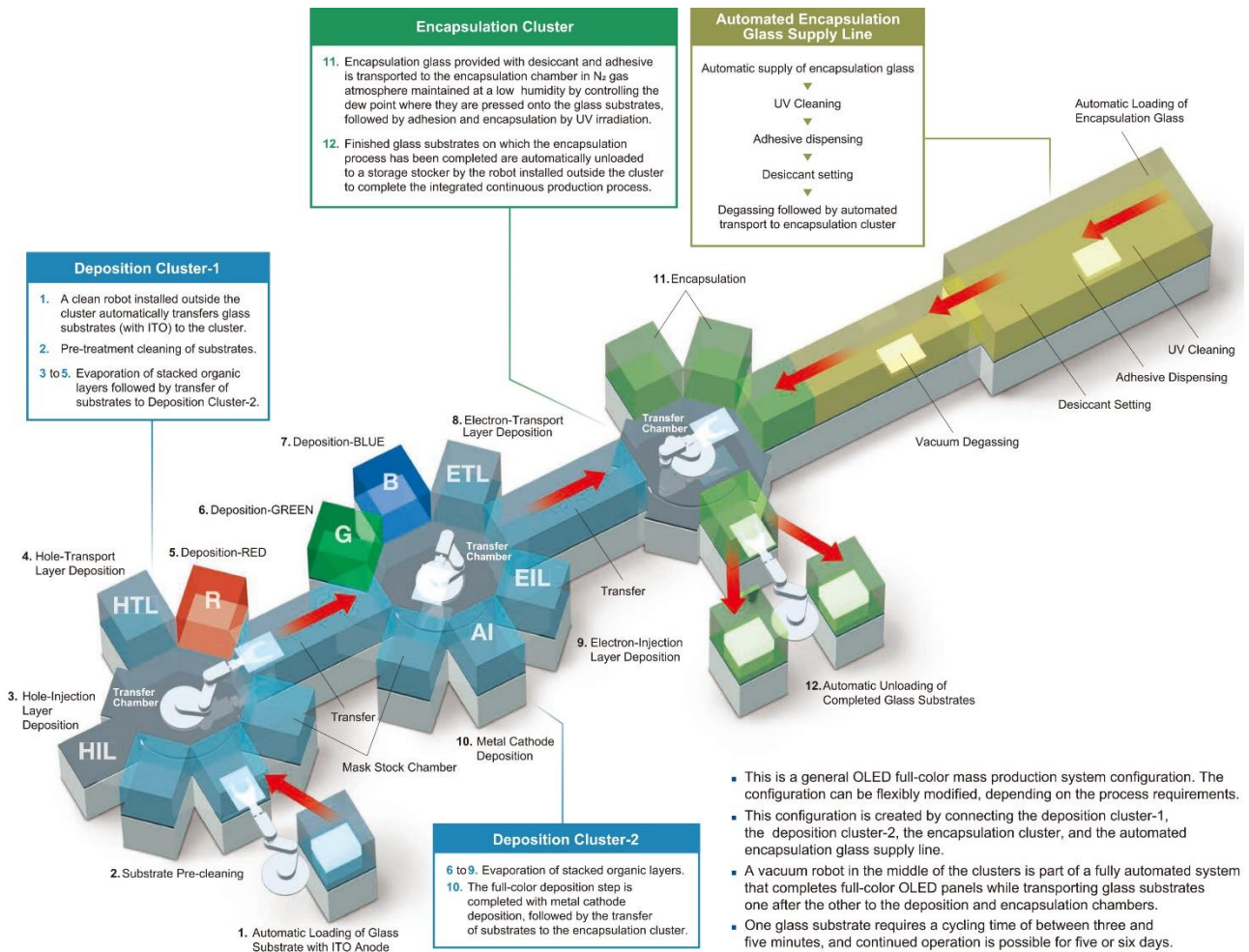
자료: 한화솔루션

그림23 FMM 활용 예시(2)



자료: 선익시스템

그림24 OLED 증착기 구조



### Basic Specifications of the Mass Production Systems

|                         |                                                                                                                                                       |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Glass Substrates</b> | 370 x 470 mm to 2,600 x 2,290 mm                                                                                                                      |
|                         | ITO patterned glass substrates (PM)/TFT formed glass substrates (AM)                                                                                  |
| <b>Exhaust</b>          | Deposition process: 10 <sup>-5</sup> Pa level                                                                                                         |
|                         | Encapsulation process: Low vacuum close to atmospheric pressure, N <sub>2</sub> gas atmosphere maintained at low humidity by control of the dew point |
| <b>Deposition</b>       | Organic material: Resistively heated point source, film thickness distribution: ±5%                                                                   |
|                         | Metal material: THP or EB evaporation source, film thickness distribution: ±7%                                                                        |
| <b>Encapsulation</b>    | Positioning of glass substrates and encapsulation glass aligned to within ±50μm with a CCD camera                                                     |
| <b>Control</b>          | Automated operation by controlling transport, exhaust, deposition, and encapsulation conditions based on computer and sequencer settings              |
| <b>Mask Alignment</b>   | Positioning of glass substrates and metal masks is aligned to within ±5μm with a CCD camera                                                           |

자료: Canon-Tokai, 메리츠증권 리서치센터



## 증착기 몇대나 필요할까?

8.6세대 OLED 증착기  
= 분명한 우상향 방향성

8.6세대 OLED 증착기 시장의 핵심은 증장기적으로 OLED 패널 사용 확대가 예상되고, SDC와 BOE를 시작으로 다수의 회사들이 8.6세대 투자를 기획하고 있지만, 증착장비를 공급할 수 있는 회사는 여전히 두곳 뿐이라는 점이다. 수요와 공급 관점에서 OLED 증착기의 부가가치가 높아질 수 밖에 없는 방향임이 분명하다.

탐다운 관점에서 필요한  
OLED 증착기는 총 14개

탐다운 관점에서 살펴보면 그림15의 Omdia의 시장전망에 의하면 2028년 기준 노트북 4,100만대, 태블릿 2,600만대가 OLED로 전환될 전망이다. 태블릿은 11인치와 13인치가 50:50, 노트북은 15.6인치가 전부라고 가정하면 당사 추정치(표4) 기준 약 8개의 15K/월 8.6세대 라인이 필요하다. 현재 약 1,200만대 안팎의 태블릿 물량은 SDC(A3)와 LGD(E6-4)가 6세대 생산라인에서 대응하고 있다. 15K 기준 2개의 증착기가 필요하고, 6세대 대응 물량을 제외, 7개 라인 투자를 가정하면 총 14개의 8.6세대 OLED 증착기가 필요하다.

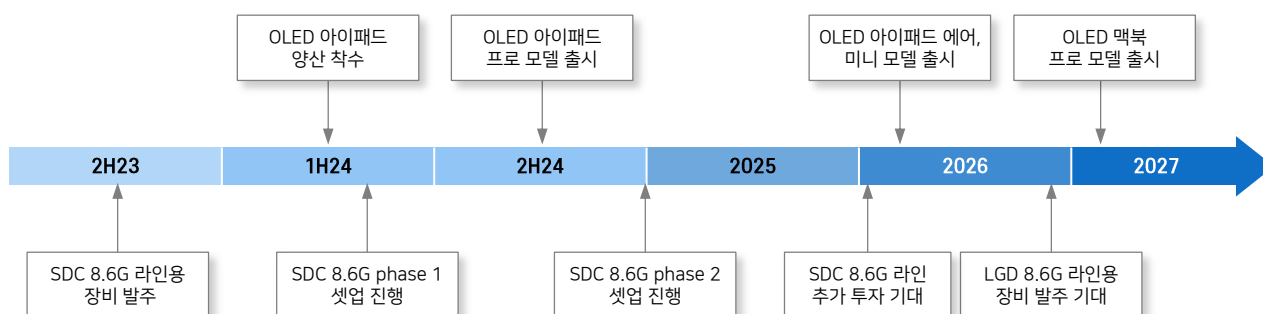
바텀업 관점에서 15~16개의  
OLED 증착기 필요

바텀업 관점에서도 유사하다. SDC와 BOE는 이미 각각 15K, 32K의 8.6세대 투자를 발표했고 중국 디스플레이 패널 업체들이 공격적으로 8.6세대 투자를 준비하고 있다. 특히 비전옥스의 경우 5월달 말 중국 안후이성 허페이시 정부와 이미 550억 위안(약 10조 4,500억원) 규모의 OLED 투자를 위한 양해각서를 체결했다. BOE와 유사한 금액을 고려해보면 4대의 증착기를 발주할 가능성이 크다. 그 외에 중국의 티안마, CSOT 등의 패널업체들 모두 근시일 내에 8.6세대 투자를 본격화할 것으로 예상된다. 각각 16K 규모로 가정하면 4대의 증착기가 필요하다. 국내의 경우 재정적 여유가 있는 SDC는 향후 7.5K 규모의 추가 투자를 예상한다. LGD는 지금 으로서는 가능성이 낮아 보이지만 경쟁사들의 투자 촉진으로 인한 변화 가능성이 존재한다. 종합적으로 다수 업체들의 투자를 감안하면 2~3년내에 15~16개의 OLED 증착기가 필요하다. 현재까지 이뤄진 수주는 총 4대이다. 증장기적으로는 두 업체 합산 12대 안팎의 증착기 추가 수주(그림27)를 예상한다.

경쟁사와 합산 연간 생산능력은  
6대로 추정

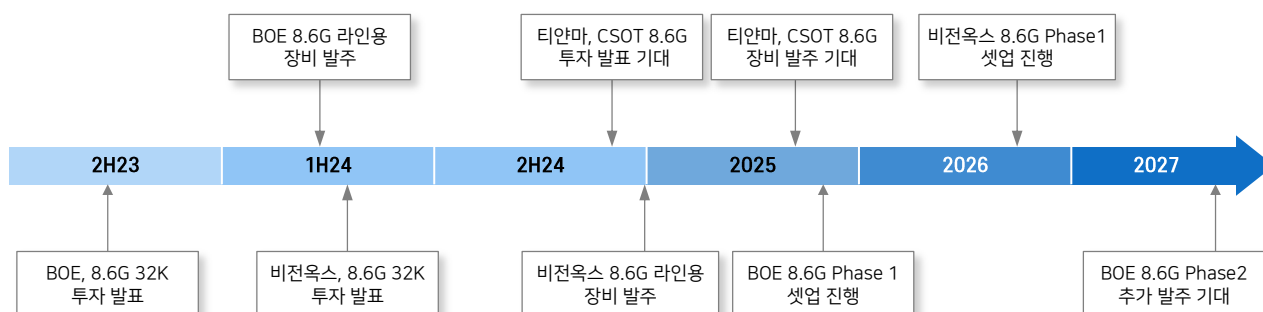
증가하는 수요와 달리 공급사들은 OLED 증착기의 규모나 장착되는 부품·장비 수급을 고려했을 때, 단기간에 생산능력을 확대할 수는 없다. 특히 선두업체인 Canon-Tokki는 프리미엄 가격 정책을 유지하기 위해 보수적인 생산체제를 오랜 기간 고수해왔다. 현재 Canon-Tokki의 OLED 증착장비 연간 생산능력은 6세대 4대, 8.6세대 2대 총 6대로 추정된다. 선익시스템의 경우 증착기 생산능력 증설을 위한 2만2,628m<sup>2</sup> 규모의 신축 부지 확보를 4일 공시했다. 이번 부지 확보와 기존 생산시설을 통해 연간 4대의 증착기 생산 Capa를 확보한 것으로 파악된다. 즉 양사가 1년에 공급할 수 있는 증착장비는 최대 6대이다. 이 중 연간 2대를 생산하는 Canon-Tokki의 증착기는 삼성디스플레이가 선점하고 있다. 향후 추가 투자를 진행할 경우 삼성디스플레이는 Canon-Tokki의 증착기를 추가 발주할 가능성이 크다. 그렇게 되면 공격적인 투자를 진행 중인 다수의 중화권 디스플레이 패널사에 선익시스템의 역할이 확대될 수 밖에 없다. 8.6세대 투자의 경우 1) 공정조건을 잡는데 약 6개월의 시간이 필요하고 2) 장비 반입 후 보조금을 수령하는 구조이기 때문에 증착기를 빨리 반입하는 게 유리하다는 점도 주목할 필요가 있다.

그림25 국내 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 중국 디스플레이 패널사 8.6세대 투자 계획 추정



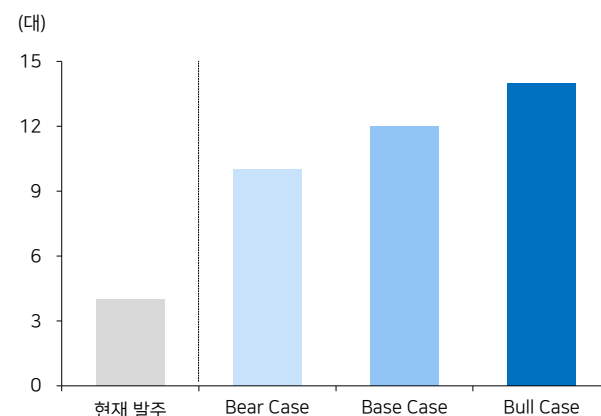
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 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

그림27 8.6세대 증착기 추가 수주 예상 규모



주: Bull Case는 중국 업체들 모두 32K 투자 가정

자료: 메리츠증권 리서치센터

## OLEDoS 시장 선점 완료

OLEDoS 시장을 선점하고 있는 선익시스템

XR 시장이 주목 받으면서, OLED 대비 미세한 픽셀 크기 구현이 가능한 OLEDoS 시장이 주목 받고 있다. OLEDoS 시장은 국내 디스플레이 패널사가 주도했던 OLED 시장과 다르게 일본의 Sony와 중국 디스플레이 패널사들이 시장을 주도하고 있다. 이 중 동사의 경우 SeeYa, BOE, 레이크사이드 등 다수의 중국업체와 OLEDoS 증착기 수주를 이미 성공했다. 특히 중국 현지 언론에 따르면 중국 SeeYa의 경우 애플의 Vision Pro용 Micro OLED 공급사로 합류 가능성이 높은 것으로 파악된다. SeeYa가 동사의 증착기를 사용한다는 점에서 유의미한 모멘텀이다.

OLEDoS용 독자적인 기술 보유

OLEDoS 증착기와 OLED 증착기의 가장 큰 차이는 기판이다. OLEDoS에는 CMOS 기판이 사용되기 때문에 일반적으로 사용되고 있는 유리기판과 달리 광학적으로 투명하지 않다. 통상적으로 Vision Machine은 OLED 재료 증발에 영향을 받지 않기 위해서 글라스 뒤쪽에 위치한다. OLED 증착에서는 유리 기판이 투명하기 때문에 Vision Machine을 통해 유리 기판과 Shadow Mask의 align Key를 확인할 수 있다. 반면 OLEDoS에서는 기판이 광학적으로 투명하지 않기 때문에 Vision Machine만으로 align Key를 확인할 수 없다. 이를 해결하기 위해 다른 광학부품을 측면에 배치해서 아래쪽에 align Key를 확인하는 기술을 사용한다. 이는 다수의 특허를 통해 선익만이 자체 보유하고 있는 기술이다.

고정밀 Align 기술도 핵심

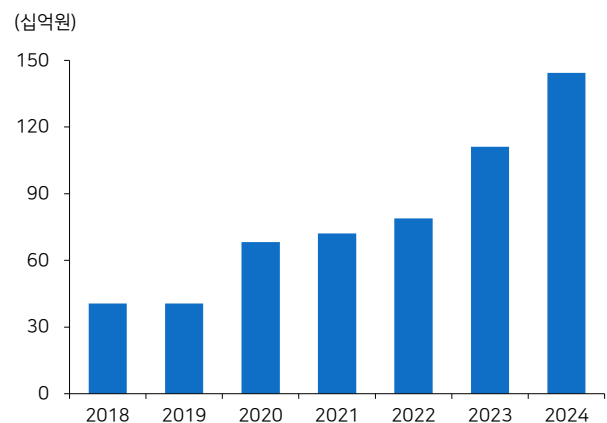
또한 CMOS 기판은 유리기판보다 훨씬 작기 때문에 align 과정에서 기존 OLED증착 대비 높은 정밀도가 요구된다. 동사의 경우 0.5μm 이내의 고정밀 Align 기술을 보유하고 있는데, 이는 현재 Vision Pro에 사용되는 White OLED 뿐만 아니라 향후 전개될 RGB OLEDoS도 대응 가능한 정밀도이다. 기존 OLED 증착기 경쟁 업체들이 OLEDoS를 대응할 수 있는 얼라인 정밀도를 확보하기에는 시간이 필요하다. 당분간 동사의 독점적인 시장 지위 유지가 예상된다.

표7 OLEDoS 생산라인 현황

| 국가 | 업체           | 생산라인          | 비고           |
|----|--------------|---------------|--------------|
| 중국 | BOE          | BMOT1         | 8"           |
|    | BOE          | BMOT2         | 12" (선익)     |
|    | SeeYa        | Seeya1        | 12" (선익)     |
|    | SeeYa        | Seeya2        | 12" (선익, 예정) |
|    | Lakeside     | Jiangsu       |              |
| 일본 | Canon        | Hiratsuka no1 | 12"          |
|    | Sony         | 구마모토 1        | 8" (?)       |
| 미국 | eMagin (SDC) | New York 2    | RGB          |

자료: Omda, 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림28 선익시스템 Micro OLED 증착장비 누적 수주금액



자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

표8 선익시스템 단일판매 · 공급계약체결 공시 정리 (2018년 이후)

| 계약 상대방                                                            | 시작일        | 종료일        | 금액(억원)       | 내용                        | 판매 · 공급지역 |
|-------------------------------------------------------------------|------------|------------|--------------|---------------------------|-----------|
| Hefei Seeya Display Technology                                    | 2018-01-02 | 2018-12-31 | 294.6        | 마이크로 디스플레이 양산장비           | 중국        |
| 에스에프씨                                                             | 2018-01-12 | 2018-07-12 | 25.5         | OLED 증착장비                 | 대한민국      |
| NOVALED                                                           | 2018-01-19 | 2018-12-16 | 30.8         | 디스플레이 OLED 증착장비           | 독일        |
| BOE                                                               | 2018-03-09 | 2018-06-01 | 42.6         | 디스플레이 장비 납품               | 중국        |
| 삼성SDI                                                             | 2018-04-06 | 2018-12-31 | 28.0         | OLED 개발용 증착기              | 대한민국      |
| 롬엔드하스전자재료                                                         | 2018-05-03 | 2018-10-31 | 29.4         | OLED 증착장비                 | 대한민국      |
| Changchun Hyperions Technology                                    | 2018-05-22 | 2019-01-30 | 33.5         | OLED 증착장비                 | 중국        |
| DBL INTERNATIONAL (HK)                                            | 2018-06-19 | 2019-10-28 | 110.9        | 마이크로 OLED 디스플레이 양산장비      | 중국        |
| CYNORA GmbH                                                       | 2018-08-27 | 2019-03-15 | 32.6         | OLED 증착장비                 | 독일        |
| 삼성디스플레이                                                           | 2018-10-11 | 2019-07-31 | 61.5         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| Mianyang BOE Optoelectronics Technology                           | 2018-11-27 | 2019-02-12 | 42.9         | 디스플레이 제조 장비               | 중국        |
| 롬엔드하스전자재료                                                         | 2018-12-21 | 2019-09-30 | 29.4         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| 삼성디스플레이                                                           | 2019-01-07 | 2019-10-30 | 61.5         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| Merck Display Materials (Shanghai)                                | 2019-03-06 | 2019-10-31 | 29.8         | OLED 연구용 장비               | 중국        |
| 덕산네오룩스                                                            | 2019-03-25 | 2019-09-30 | 47.4         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| yungu (gu'an) Technology                                          | 2019-07-01 | 2019-10-18 | 46.9         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| 두산 전자BG                                                           | 2019-07-23 | 2020-03-31 | 19.9         | OLED 재료 개발 및 검증용 장비       | 대한민국      |
| 삼성디스플레이                                                           | 2019-08-02 | 2020-02-29 | 63.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| 삼성디스플레이                                                           | 2019-08-13 | 2020-02-29 | 61.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| 삼성디스플레이                                                           | 2019-08-23 | 2020-05-31 | 44.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| Wuhan China Star Optoelectronics Semiconductor Display Technology | 2019-09-03 | 2019-11-15 | 42.9         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| Nanjing GuoZhao Optoelectronics Technology                        | 2019-09-24 | 2020-03-17 | 35.8         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| Shaanxi Lighte Optoelectronics Material                           | 2019-11-08 | 2020-06-15 | 47.6         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| Kunming BOE Display Technology                                    | 2020-04-29 | 2020-11-06 | 276.9        | 마이크로 OLED 디스플레이 양산장비      | 중국        |
| Yunnan Invensight Optoelectronics Technology                      | 2020-10-23 | 2021-02-07 | 39.5         | 마이크로 OLED 디스플레이 소형설비      | 중국        |
| 에스에프씨                                                             | 2020-11-13 | 2021-05-13 | 25.3         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| 삼성디스플레이                                                           | 2020-12-02 | 2021-04-30 | 18.2         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| Hubei Yangtze Industrial Innovation Center of Advanced Display    | 2021-02-05 | 2021-07-15 | 38.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| SK머티리얼즈                                                           | 2021-02-16 | 2021-09-06 | 41.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 대한민국      |
| WUHAN TIANMA MICROELECTRONICS                                     | 2021-12-28 | 2022-06-28 | 58.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| SUMEC INTERNATIONAL TECHNOLOGY                                    | 2022-02-18 | 2022-09-26 | 67.0         | 마이크로 OLED 디스플레이 장비        | 중국        |
| Chongqing BOE Display Technology                                  | 2022-02-18 | 2022-05-10 | 67.0         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| 유럽소재기업                                                            | 2022-05-10 | 2023-03-31 | 58.6         | 디스플레이 연구용 장비              | 유럽        |
| 솔루스첨단소재                                                           | 2022-05-24 | 2022-12-24 | 47.0         | OLED 디스플레이 증착장비           | 대한민국      |
| 국내소재기업                                                            | 2022-12-21 | 2023-09-21 | 71.9         | 디스플레이 증착장비                | 대한민국      |
| Shaanxi Lighte Optoelectronics Material                           | 2023-05-16 | 2023-12-16 | 74.9         | 디스플레이 연구용 증착장비            | 중국        |
| SeeYA Display                                                     | 2023-06-16 | 2024-06-16 | 321.9        | Micro OLED 디스플레이 양산용 증착장비 | 중국        |
| CHINA STAR OPTOELECTRONICS TECHNOLOGY                             | 2023-10-27 | 2024-05-26 | 70.6         | 디스플레이 연구용 장비              | 중국        |
| Jiangsu Ximeida Technology Trading                                | 2024-02-27 | 2025-01-26 | 332.9        | Micro OLED 디스플레이 양산용 증착장비 | 중국        |
| SAMSUNG SDI WUXI                                                  | 2024-04-16 | 2025-03-28 | 영업비밀<br>보호요청 | OLED 디스플레이 연구용 증착장비       | 중국        |
| Chengdu BOE Display Technology                                    | 2024-06-21 | 2026-01-31 | 영업비밀<br>보호요청 | OLED 디스플레이 연구용 증착장비       | 중국        |

자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

## Part 4. 실적전망 및 밸류에이션

### 실적 전망: 올해는 흑자전환, 본격 성장은 2025년

8.6G 기반 구조적 성장 Cycle의  
초입

선익시스템의 2024년 실적은 매출액 1,302억원(+108.6% YoY), 영업이익 148억원(흑전 YoY, OPM: 11.3%)을 예상한다. 1H24 동사는 599억원(+196.0% YoY)의 매출을 기록했고 2Q24말 기준 수주잔고는 739억원(-12.8% YoY)이다. 남은 수주잔고의 매출 인식과 그 외 연구용 증착기 추가 공급으로 연간으로 안정적인 실적 턴어라운드가 기대된다. 분기별로는 3Q24는 영업손실 20억원의 적자가 예상되나 4Q24에 2분기 수주 받은 레이크사이드향 약 330억원의 Micro OLED용 증착기 매출 인식 및 연구용 증착기 추가 공급으로 105억원의 영업이익을 기록할 전망이다.

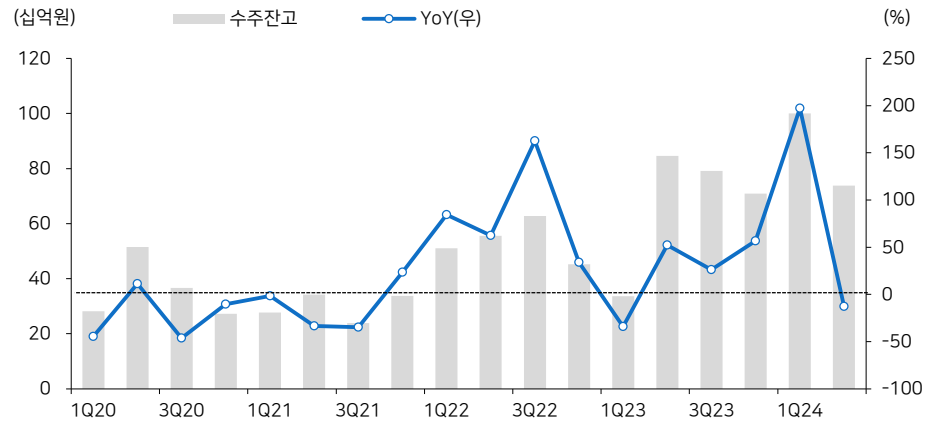
2025년부터는 중국 BOE향 8.6세대 OLED 증착기 매출 인식이 예상된다. 최초생산·셋업에 대한 리스크가 비용단에 존재하나 큰 폭의 탑라인 성장이 이익 성장을 주도할 전망이다. 2025년 영업이익은 537억원(+263.7% YoY), 2026년 영업이익은 694억원(+29.2% YoY)을 예상한다. 동사의 실적 추정에는 중국 BOE 16K향 8.6세대 OLED 증착기 수주만을 반영하였다. 향후 추가 고객사 확보 여부에 따라 2025년 이후 실적 전망치는 상향될 가능성이 높다. 시점은 불확실하나 업사이드 리스크가 크다고 판단된다.

표9 선익시스템 실적 테이블

| (십억원)        | 1Q23   | 2Q23    | 3Q23   | 4Q23    | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24E  | 4Q24E  | 2023    | 2024E   | 2025E  |
|--------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 환율           | 1,276  | 1,315   | 1,310  | 1,330   | 1,320  | 1,370  | 1,374  | 1,330  | 1,305   | 1,360   | 1,360  |
| 매출액          | 15.2   | 5.1     | 20.4   | 21.8    | 17.3   | 42.6   | 14.9   | 55.3   | 62.4    | 130.2   | 335.7  |
| (%, QoQ)     | -58.9% | -66.8%  | 304.3% | 6.5%    | -20.3% | 145.8% | -64.9% | 270.1% |         |         |        |
| (%, YoY)     | 190.8% | -75.0%  | 74.9%  | -41.1%  | 14.1%  | 743.4% | -26.8% | 154.3% | -15.7%  | 108.6%  | 157.9% |
| 증착기          | 14.3   | 3.8     | 18.4   | 19.4    | 16.2   | 41.0   | 13.3   | 53.3   | 55.9    | 123.8   | 328.3  |
| 기타           | 0.9    | 1.2     | 2.1    | 2.3     | 1.2    | 1.5    | 1.7    | 2.0    | 6.5     | 6.4     | 7.5    |
| 영업이익         | -2.6   | -5.0    | 0.1    | 3.4     | -1.2   | 7.4    | -2.0   | 10.5   | -4.1    | 14.8    | 53.7   |
| (%, QoQ)     | 적전     | 적확      | 흑전     | 3245.2% | 적전     | 흑전     | 적전     | 흑전     |         |         |        |
| (%, YoY)     | 적확     | 적전      | 흑전     | -48.0%  | 적축     | 흑전     | 적전     | 206.9% | -348.6% | -464.1% | 263.7% |
| 영업이익률 (%)    | -16.8% | -99.6%  | 0.5%   | 15.7%   | -6.7%  | 17.5%  | -13.5% | 19.0%  | -6.5%   | 11.3%   | 16.0%  |
| 세전이익         | -6.9   | -8.1    | -3.9   | 9.3     | -8.8   | -1.1   | -2.8   | 9.7    | -9.5    | -2.9    | 53.0   |
| 지배주주순이익      | -5.7   | -7.5    | -4.3   | 8.2     | -8.8   | 0.1    | -2.6   | 8.9    | -9.2    | -2.4    | 43.5   |
| 지배주주순이익률 (%) | -37.3% | -147.9% | -21.2% | 37.8%   | -50.5% | 0.2%   | -17.6% | 16.0%  | -14.8%  | -1.8%   | 13.0%  |

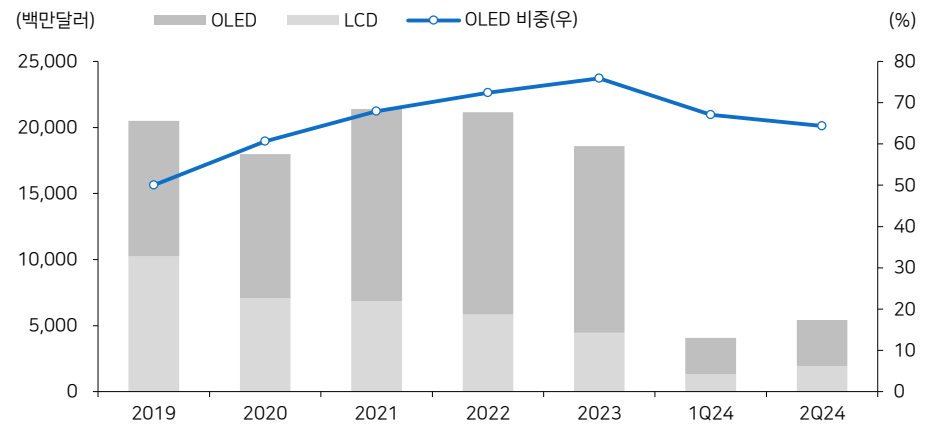
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림29 선익시스템 수주잔고 추이



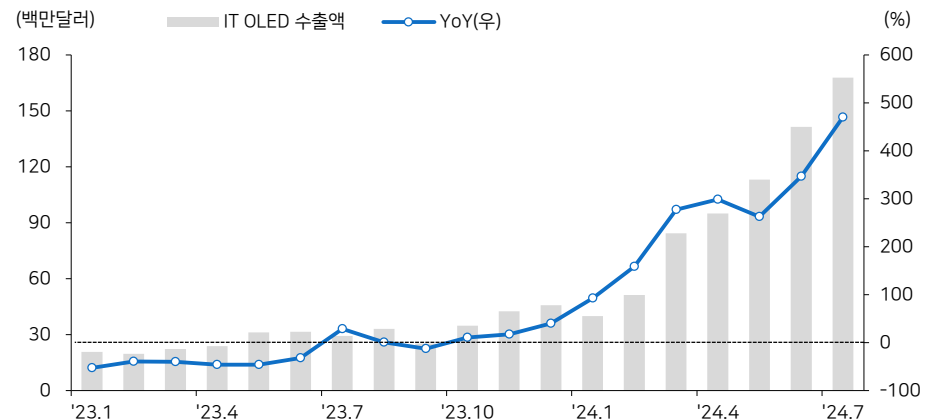
자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림30 국내 디스플레이 수출금액 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림31 국내 IT OLED 수출금액 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터



## 적정주가 55,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

투자의견 Buy,  
적정주가 55,000원 제시

선익시스템에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 55,000원을 제시한다. 당사 추정 2025년 EPS 4,579원에 12.0배를 적용했다. 12.0배는 글로벌 디스플레이 장비 업체 평균 2025년 PER에 20% 프리미엄을 적용한 수치다. 프리미엄의 근거는 1) 선익시스템이 디스플레이 장비 중 가장 부가가치가 높은 증착장비를 전문 제조하며 2) 8.6세대 투자 Cycle에서 수혜의 폭이 가장 크다고 판단되기 때문이다. 2024년부터 본격화될 국내, 중국 디스플레이 패널 업체의 8.6세대 투자 확대 국면에서 가장 단가가 높고, 부가가치가 높은 증착장비를 전문 제조한다는 점에서 20%의 프리미엄 부여가 정당하다고 판단한다.

2025년 예상 EPS 4,579원은 6월 4일 공시한 420억원 규모의 전환사채의 신주 상장 반영을 가정한 값이다. 2024년 6월 4일 동사는 투자금액 확보를 위해 420억원 규모의 전환사채권 발행을 결정했다. 전환가액은 61,988원으로 전환에 따라 발행될 주식 수는 67만7,550주며, 전환청구기간은 2025년 6월 21일부터 2029년 5월 21일까지이나 보수적인 가정을 위해 2025년에 전부 전환되는 것으로 가정했다. 67만 7,550주의 보통주가 발행되면 총 발행 주식수는 10,171,955주로 증가하게 된다.

적정주가 55,000원과 전환사채의 신주 상장을 가정한 발행주식수로 산정한 선익시스템의 시가총액은 5,595억원이다. 2024년 8월 27일 선익시스템의 시가총액은 3,798억원이다. 2025년부터 전환이 가능한 420억원 규모의 전환사채 물량을 감안했을 때 선익시스템의 시가총액 상승여력은 47.3%이다.

하방보다는 추가 수주로 인한 주가의 상방 가능성에 초점

8.6세대 증착장비 수주에 대한 기대감으로 동사 주가는 올해 2분기 가파른 상승을 기록하였으나, 수주공시 이후에는 업종 전반의 주가 급락 국면 속에서 1분기말 수준으로 회귀하였다. 우선적으로 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 있다. 또한 8.6세대 증착기 매출 반영으로 인한 2025년 매출액, 영업이익 급성장(각각 +157.9%, +328.3% YoY)으로 밸류에이션 부담도 빠르게 해소될 전망이다. 앞서 언급했듯 동사의 실적 추정에는 중국 BOE 16K향 8.6세대 OLED 증착기 수주만을 반영하였다. 시점은 불확실하나 하방보다는 추가 수주로 인한 주가의 상방 가능성에 초점을 둘 필요가 있다.

표10 선익시스템 적정주가 산정

|             | Fair Value (원) | 비고                           |
|-------------|----------------|------------------------------|
| EPS         | 4,579          | 2025년 EPS                    |
| 적정배수 (배)    | 12.0           | 글로벌 디스플레이 장비사 평균 멀티플에 20% 할증 |
| 적정가치        | 54,954         |                              |
| <b>적정주가</b> | <b>55,000</b>  |                              |
| 현재주가 (8.27) | 40,000         |                              |
| 상승여력 (%)    | 37.5%          |                              |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표11 선익시스템 PER 밸류에이션 테이블

|                       | 2017         | 2018         | 2019        | 2020         | 2021          | 2022        | 2023        | 2024E       | 2022E        |
|-----------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>주가 (원)</b>         |              |              |             |              |               |             |             |             |              |
| High                  | 23,076       | 18,327       | 12,700      | 8,450        | 34,450        | 32,150      | 39,800      |             |              |
| Low                   | 14,782       | 5,450        | 6,600       | 3,420        | 7,110         | 16,200      | 17,350      |             |              |
| Average               | 18,265       | 11,081       | 8,726       | 6,653        | 20,342        | 22,643      | 27,098      |             |              |
| <b>확정치 기준 PER (배)</b> |              |              |             |              |               |             |             |             |              |
| High                  | 18.8         | 32.0         | 16.0        | 32.8         | nm            | nm          | nm          |             |              |
| Low                   | 12.0         | 9.5          | 8.3         | 13.3         | nm            | nm          | nm          |             |              |
| Average               | 14.9         | 19.3         | 11.0        | 25.8         | nm            | nm          | nm          |             |              |
| <b>EPS (원)</b>        | <b>1,229</b> | <b>573</b>   | <b>794</b>  | <b>257</b>   | <b>-1,132</b> | <b>-351</b> | <b>-987</b> | <b>-253</b> | <b>4,579</b> |
| <b>EPS Growth (%)</b> |              | <b>-53.4</b> | <b>38.5</b> | <b>-67.6</b> | <b>적전</b>     | <b>적축</b>   | <b>적확</b>   | <b>적축</b>   | <b>흑전</b>    |

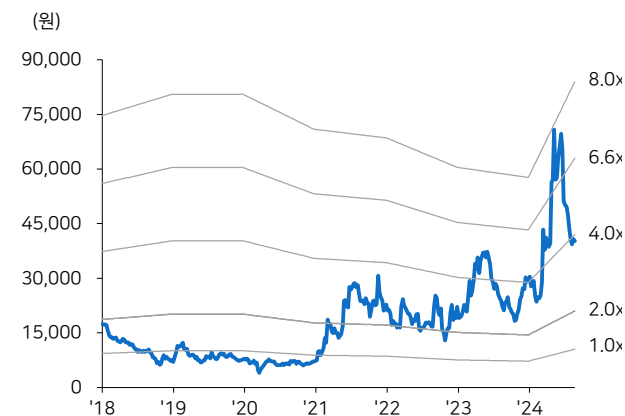
자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 선익시스템 PBR 밸류에이션 테이블

|                       | 2014          | 2015         | 2016          | 2017          | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E         |
|-----------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>주가 (원)</b>         |               |              |               |               |              |              |              |              |               |
| High                  | 23,076        | 18,327       | 12,700        | 8,450         | 34,450       | 27,150       | 45,450       |              |               |
| Low                   | 14,782        | 5,450        | 6,600         | 3,420         | 7,110        | 12,750       | 17,730       |              |               |
| Average               | 18,265        | 11,081       | 8,726         | 6,653         | 20,342       | 18,652       | 26,744       |              |               |
| <b>확정치 기준 PBR (배)</b> |               |              |               |               |              |              |              |              |               |
| High                  | 2.3           | 2.0          | 1.3           | 0.8           | 3.9          | 3.2          | 6.0          |              |               |
| Low                   | 1.5           | 0.6          | 0.7           | 0.3           | 0.8          | 1.5          | 2.3          |              |               |
| Average               | 1.8           | 1.2          | 0.9           | 0.7           | 2.3          | 2.2          | 3.5          |              |               |
| <b>확정치 BPS (원)</b>    | <b>10,094</b> | <b>9,327</b> | <b>10,070</b> | <b>10,071</b> | <b>8,867</b> | <b>8,573</b> | <b>7,558</b> | <b>7,212</b> | <b>12,233</b> |
| <b>확정치 ROE (%)</b>    | <b>10.7</b>   | <b>5.9</b>   | <b>8.2</b>    | <b>2.6</b>    | <b>-12.0</b> | <b>-4.1</b>  | <b>-12.3</b> | <b>-3.4</b>  | <b>47.1</b>   |

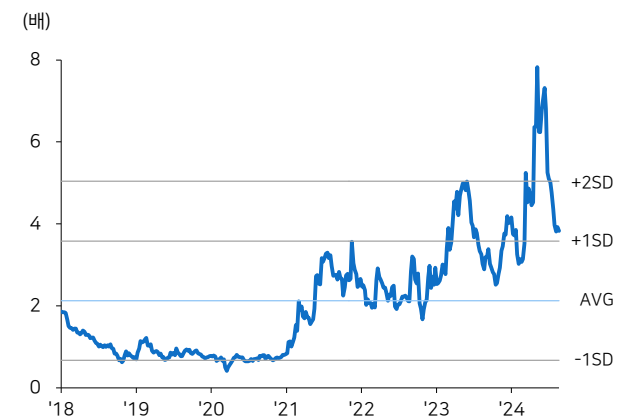
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 선익시스템 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 선익시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림33 선익시스템 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표13 글로벌 디스플레이 Peer valuation

|            | PER(배) |       | PBR(배) |       | EPS 증가율(%) |       | ROE(%) |       | 매출액    |        | 영업이익  |       | EV/EBITDA(배) |       | 시가총액   |
|------------|--------|-------|--------|-------|------------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------------|-------|--------|
|            | 2024E  | 2025E | 2024E  | 2025E | 2024E      | 2025E | 2024E  | 2025E | 2024E  | 2025E  | 2024E | 2025E | 2024E        | 2025E | (백만달러) |
| 패널         |        |       |        |       |            |       |        |       |        |        |       |       |              |       |        |
| LGD        | N/A    | 78.2  | 0.7    | 0.7   | 적지         | 흑전    | -14.5  | 1.2   | 26,779 | 20,693 | -186  | 676   | 3.9          | 3.5   | 4,192  |
| BOE        | 23.5   | 13.9  | 1.1    | 1.1   | 158.4      | 70.1  | 4.9    | 7.4   | 28,666 | 31,748 | 1,051 | 1,786 | 5.6          | 4.7   | 20,459 |
| AUO        | N/A    | 42.9  | 0.8    | 0.8   | 적지         | 흑전    | -2.1   | 2.9   | 8,673  | 9,282  | -157  | 69    | 5.5          | 4.1   | 4,088  |
| Innolux    | N/A    | 65.3  | 0.6    | 0.6   | 적지         | 흑전    | -1.4   | 0.9   | 6,897  | 7,092  | -94   | 28    | 4.3          | 3.7   | 4,179  |
| OLED 유기 소재 |        |       |        |       |            |       |        |       |        |        |       |       |              |       |        |
| 덕산네오룩스     | 17.7   | 13.3  | 1.9    | 1.7   | 16.8       | 26.8  | 11.2   | 12.8  | 215    | 229    | 50    | 55    | 33.3         | 28.7  | 573    |
| UDC        | 40.1   | 34.3  | 5.7    | 5.0   | 17.3       | 14.6  | 14.6   | 15.0  | 663    | 757    | 251   | 302   | N/A          | N/A   | 9,082  |
| 피엔에이치테크    | 12.5   | 9.2   | 1.6    | 1.4   | 23.1       | 35.9  | 13.9   | 16.3  | 43     | 49     | 7     | 11    | 4.2          | 3.7   | 69     |
| 이녹스첨단소재    | 8.4    | 8.2   | 1.2    | 1.1   | 100.0      | 1.9   | 15.5   | 13.8  | 439    | 498    | 82    | 88    | 6.5          | 4.6   | 426    |
| 팹리스        |        |       |        |       |            |       |        |       |        |        |       |       |              |       |        |
| LX세미콘      | 8.4    | 6.6   | 1.1    | 0.9   | 39.1       | 27.2  | 13.2   | 16.6  | 1,859  | 2,030  | 167   | 216   | 2.7          | 2.1   | 857    |
| 노바텍        | 15.8   | 14.4  | 4.9    | 4.4   | -8.6       | 9.0   | 32.6   | 34.2  | 3,270  | 3,553  | 713   | 813   | 11.4         | 9.9   | 10,496 |
| 아나패스       | 25.1   | 5.6   | 4.0    | 2.3   | 263.3      | 350.7 | 16.3   | 54.3  | 148    | 284    | 12    | 53    | N/A          | N/A   | 192    |
| 장비         |        |       |        |       |            |       |        |       |        |        |       |       |              |       |        |
| Canon      | 15.2   | 13.8  | 1.4    | 1.3   | 21.1       | 8.7   | 9.3    | 9.8   | 30,719 | 31,382 | 3,043 | 3,335 | 10.3         | 9.5   | 46,046 |
| Nikon      | 17.9   | 13.2  | 0.8    | 0.8   | -6.7       | 37.7  | 4.5    | 6.3   | 5,143  | 5,278  | 260   | 369   | 7.1          | 6.2   | 3,818  |
| Ulvac      | 13.1   | 12.1  | 1.7    | 1.5   | 24.7       | 33.3  | 11.6   | 14.4  | 1,918  | 2,111  | 245   | 322   | 7.4          | 5.6   | 2,728  |
| 에스에프에이     | 6.9    | 5.5   | 0.7    | 0.6   | 180.9      | 29.0  | 11.0   | 12.1  | 2,321  | 2,575  | 218   | 257   | 4.3          | 3.5   | 672    |
| AP시스템      | 5.7    | 4.9   | 0.8    | 0.7   | -15.0      | 19.7  | 14.8   | 15.2  | 496    | 523    | 59    | 75    | 1.6          | 0.8   | 218    |
| 주성엔지니어링    | 12.5   | 10.8  | 2.1    | 1.8   | 216.1      | 19.6  | 19.1   | 18.4  | 410    | 515    | 116   | 144   | 8.7          | 6.7   | 987    |
| 원익IPS      | 98.4   | 16.9  | 1.8    | 1.7   | 흑전         | 564.3 | 2.0    | 10.4  | 755    | 1,045  | 14    | 116   | 27.8         | 9.3   | 1,228  |
| 아바코        | 7.6    | 6.2   | 1.0    | 0.9   | 526.8      | 22.7  | 14.6   | 15.8  | 312    | 360    | 31    | 42    | 5.2          | 3.7   | 162    |
| 로체시스템즈     | 11.2   | 6.1   | 1.7    | 1.3   | 121.9      | 87.7  | 16.3   | 24.8  | 183    | 250    | 24    | 40    | 6.5          | 3.7   | 166    |
| 아이씨디       | N/A    | N/A   | N/A    | N/A   | N/A        | N/A   | N/A    | N/A   | N/A    | N/A    | N/A   | N/A   | N/A          | N/A   | 92     |
| 야스         | N/A    | N/A   | N/A    | N/A   | N/A        | N/A   | N/A    | N/A   | N/A    | N/A    | N/A   | N/A   | N/A          | N/A   | 75     |
| 부품.기타      |        |       |        |       |            |       |        |       |        |        |       |       |              |       |        |
| 비에이치       | 5.6    | 5.1   | 0.9    | 0.8   | 19.1       | 11.0  | 17.1   | 16.3  | 1,876  | 2,026  | 135   | 152   | 3.6          | 2.7   | 520    |
| 디케이티       | 9.2    | 6.9   | 1.5    | 1.2   | 425.6      | 33.9  | 17.3   | 19.4  | 402    | 561    | 26    | 39    | 6.0          | 4.3   | 180    |
| 아바텍        | 10.3   | 7.0   | 1.1    | 1.0   | 226.5      | 47.4  | 11.7   | 15.2  | 102    | 143    | 18    | 26    | 6.3          | 4.5   | 136    |
| 캠트로닉스      | 14.4   | 10.7  | 2.0    | 1.7   | 흑전         | 34.7  | 14.6   | 17.2  | 629    | 693    | 55    | 65    | 5.6          | 4.8   | 271    |
| 세경하이테크     | 174.7  | 6.5   | 1.7    | 1.5   | -96.2      | 흑전    | -7.0   | 21.2  | 357    | 374    | 47    | 51    | 1.9          | 1.1   | 179    |
| 파인애플       | 9.0    | 6.9   | 1.4    | 1.2   | 148.4      | 29.8  | 16.3   | 18.5  | 533    | 660    | 37    | 54    | 5.0          | 2.5   | 186    |
| 선익시스템      | N/A    | 8.8   | 5.6    | 3.3   | 적지         | 흑전    | -3.4   | 47.1  | 130.2  | 335.7  | 14.8  | 53.7  | 20.0         | 6.3   | 284    |

주: 선익시스템은 당사 추정치 기준, 국내업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 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

