

KOSDAQ | 디스플레이

선익시스템 (171090)

OLED 시장의 변곡점

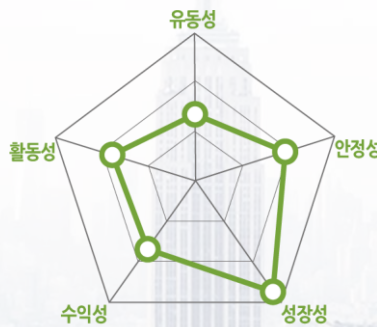
체크포인트

- 선익시스템은 1990년 설립된 OLED 증착장비 업체. 증착 공정은 EML과 보조층을 포함한 유기물 층을 형성하는 핵심 공정
- IT 기기로의 OLED 패널 적용 확대는 8세대 투자로 이어짐. 경쟁사 대비 낮은 가격과 패널 업체들의 동일한 투자 일정은 동사 증착 장비 수주 기대감을 확대하는 요인
- MR 기기에는 기존 OLED의 적용이 어려움. 실리콘 웨이퍼 위에 OLED를 형성한 OLEDoS 적용 예정. 관련 증착장비 공급 레퍼런스를 확보하고 있는 동사 수혜 기대

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

선익시스템 (171090)

Analyst 박성순 sspark@kirs.or.kr
RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

KOSDAQ
디스플레이

OLED 증착장비 업체

선익시스템은 1990년 설립된 디스플레이 장비 업체. 2009년 3월 동아엘텍이 지분 63.3%를 취득하며 최대주주가 변경되었고, 2017년 9월 코스닥 시장에 상장. 주요 사업은 디스플레이 장비인 OLED 증착장비. 증착 공정은 EML과 보조층을 포함한 유기물 층을 형성하는 공정. 증착장비는 EML을 형성하는 장비로 OLED 공정 중 가장 핵심적인 공정 장비. 경쟁사로는 일본의 Cannon Tokki와 국내의 야스가 있음

IT OLED와 MR OLEDs 투자 기대

IT 기기로의 OLED 패널 침투율이 확대됨에 따라 패널 업체들은 8세대 급 OLED 투자를 진행할 예정이며, 이에 따라 동사를 포함한 OLED 디스플레이 장비 업체들의 수혜가 기대. 8세대에서 투 스택 탠덤 구조 적용 시 증착기의 높은 가격 부담은 더욱 커질 수밖에 없음. 경쟁사 대비 낮은 동사의 증착 장비 가격은 경쟁력이라 판단. Cannon Tokki의 8세대 신규 증착기의 생산 여력이 크지 않다는 점도 동사 장비 채택의 이점이 될 수 있다 판단. MR 기기에는 OLEDs가 본격적으로 채택될 것으로 보이고 관련 증착기 공급 레퍼런스를 확보하고 있는 동사의 수혜가 기대. 동사는 BOE 12인치 OLEDs Ph-1 투자에 증착기를 공급했으며 향후 투자 확대 시 추가적인 증착기 수주 기대

양산용 장비 수주 시 큰 성장 기대

2023년 선익시스템의 매출액 788억원(+6.4% YoY), 영업이익 46억원(+3.0% YoY)을 전망. 2022년 말 동사의 수주 잔고는 452억원으로 전년대비 +34.1% YoY 증가. 연구용 증착 장비의 리드타임은 약 6~9개월로 수주 잔고에 대해 연내 매출 인식이 가능. 반면 8세대 및 OLEDs의 경우 수주가 발생하더라도 이들 장비의 긴 리드타임으로 인해 연내 매출 인식이 어려움. 양산 장비 수주는 장기적인 모멘텀으로 봐야 한다고 판단

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	876	656	462	741	788
YoY(%)	-25.7	-25.1	-29.6	60.2	6.4
영업이익(억원)	114	37	-71	44	46
OP 마진(%)	13.0	5.6	-15.4	6.0	5.8
지배주주순이익(억원)	71	23	-102	-32	44
EPS(원)	794	257	-1,132	-351	473
YoY(%)	38.5	-67.6	적전	적지	흑전
PER(배)	9.9	28.3	N/A	N/A	75.8
PSR(배)	0.8	1.0	4.5	2.8	4.2
EV/EBIDA(배)	3.3	5.6	N/A	24.8	36.9
PBR(배)	0.8	0.7	2.6	2.6	4.0
ROE(%)	8.2	2.6	-12.0	-4.1	5.4
배당수익률(%)	1.3	1.4	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/4)	35,900원
52주 최고가	40,800원
52주 최저가	12,950원
KOSDAQ (5/4)	845.06p
자본금	46억원
시가총액	3,366억원
액면가	500원
발행주식수	9백만주
일평균 거래량 (60일)	119만주
일평균 거래액 (60일)	395억원
외국인지분율	0.93%
주요주주	동아엘텍 외 1인 48.16%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	143.4	89.9
상대주가	0.3	99.9	102.3

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 OLED 디스플레이 증착 장비 제조 업체

OLED 증착장비 업체

선익시스템은 OLED 장비 제조 및 판매를 목적으로 1990년 5월 (주)제이테크닉이라는 사명으로 설립되었다. 1998년 4월 (주)선익시스템으로 상호를 변경하였고, 2000년 4월 (주)선익을 흡수합병하였다. 선익시스템은 설립 초기부터 유기전계발광소자 증착 장비 및 LCD용 대면적 스퍼터를 개발하며 2003년 삼성SDI, 프랑스 톰슨, 2004년 독일 프라운호퍼그룹 등에 연구개발용 OLED 증착 장비를 납품했다.

2009년 3월 (주)아엘텍이 지분 63.3%를 취득하며 최대주주가 변경되었고, 2017년 9월 코스닥 시장에 상장하였다. 2018년 SeeYa(중)향, 2020년 BOE(중)향 300mm Micro OLED 증착 장비를 납품하는 등 활발히 해외 매출을 진행하고 있다. 2021년 4월에는 8.5세대 대면적용 고정밀 RGB 증착기 국책과제에 선정되어 관련 사업을 진행 중이다.

선익시스템 연혁

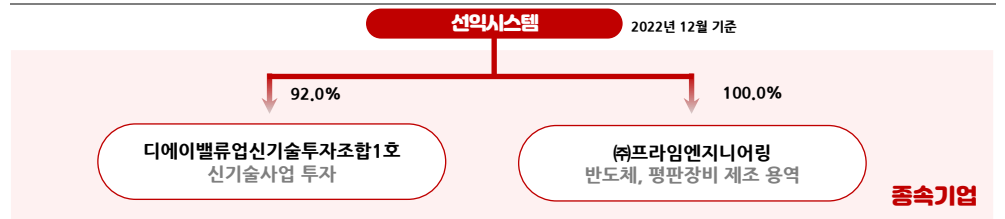


자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

2 자회사

선익시스템의 종속기업은 디에이밸류업신기술투자조합1호와 (주)프라이머지니어링이 있다. 디에이밸류업신기술투자조합1호는 신기술사업 투자를 주 사업으로 영위하는 투자 조합으로 선익시스템이 92%, 디에이밸류업인베스트먼트가 8%의 지분율을 보유하고 있다. (주)프라이머지니어링은 평판디스플레이 장비 제조를 주 사업으로 영위하며 선익시스템이 100% 지분율을 보유하고 있다.

관계사 지분 및 사업



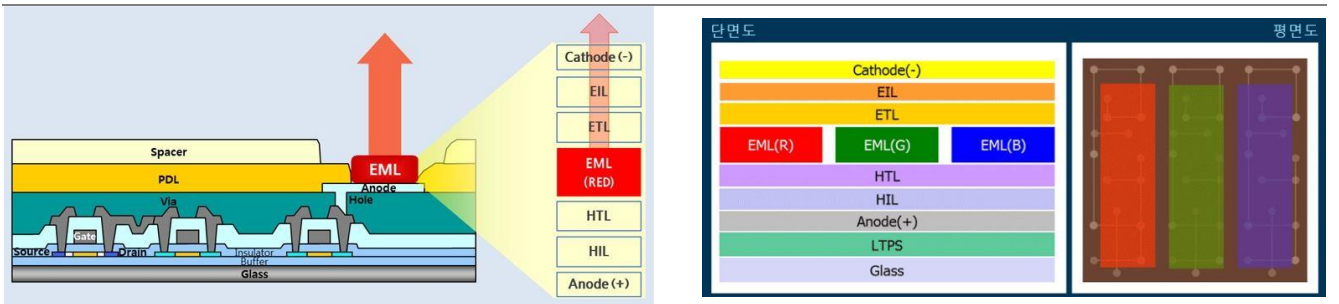
자료: 선익시스템, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 주요 사업

OLED 발광층 형성에 사용

동사의 주요 사업은 디스플레이 장비인 OLED 증착장비이다. 증착(Evaporation) 공정은 EML(발광층, Emission Material Layer)과 HIL(전공주입층), HTL(전공수송층), ETL(전자수송층), EIL(전자주입층) 등 보조층을 포함한 유기물 층을 형성하는 공정이다. OLED는 Cathode(음극)에서 EIL에 전자가 주입되고 ETL을 지나 EML에 도착한다. 반대로 전공은 Anode(양극)에서 HIL로 주입되고 HTL을 거쳐 EML에 도달한다. EML에서 전자와 전공이 만나 빛이 나게 된다.

OLED 유기물층 구조

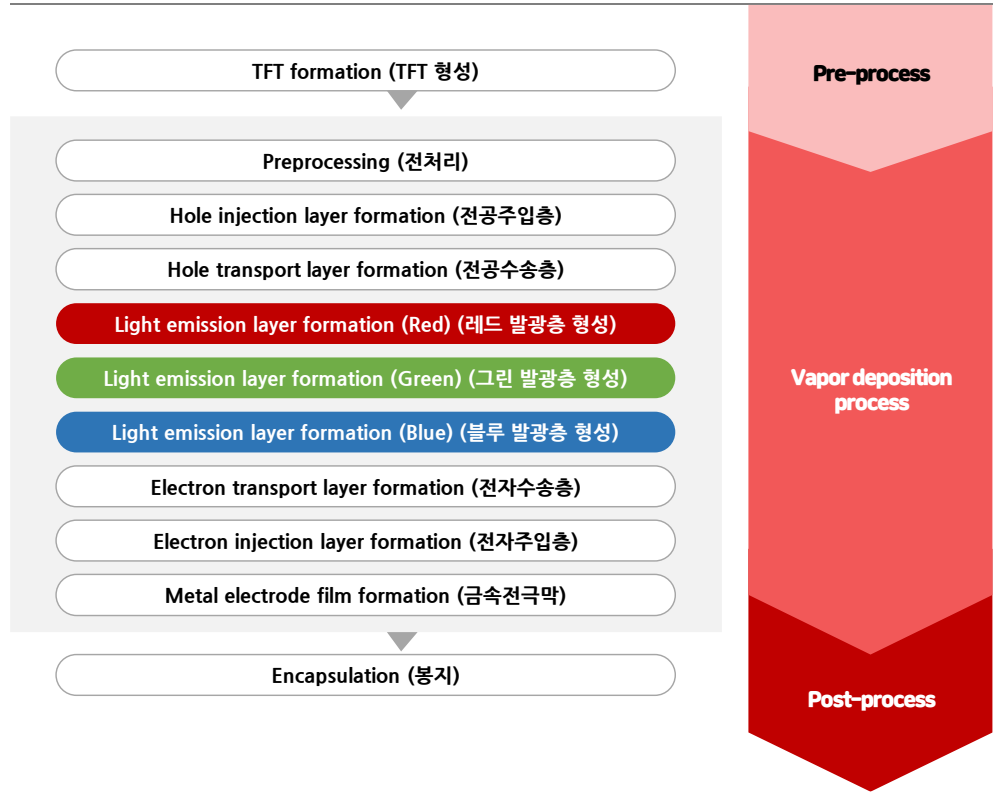


자료: 삼성디스플레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

증착 공정 과정

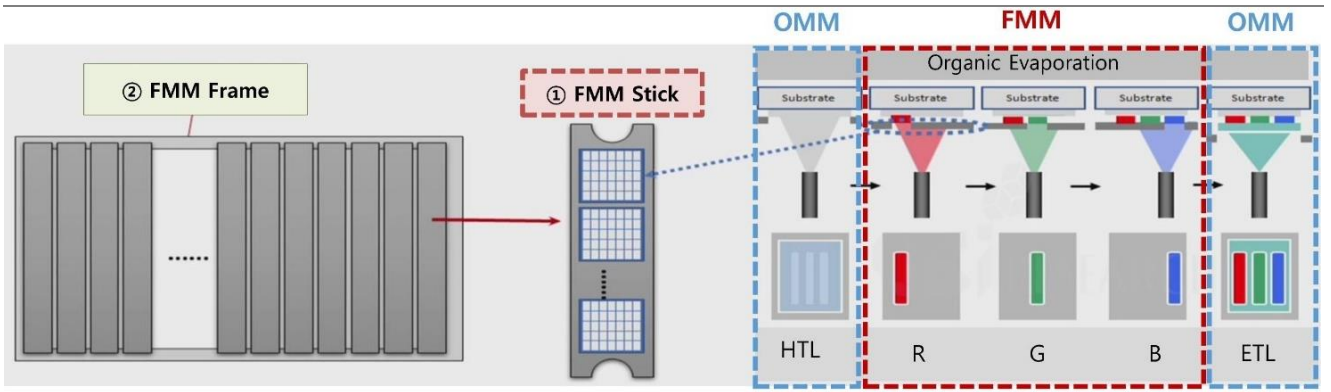
증착 공정은 Anode가 포함된 기판을 세정하고 건조한 후, 플라즈마를 이용하여 Anode에 남아있는 잔막을 제거하고 Anode에서 HIL로의 전공 주입 특성을 개선한다. 이후 HIL을 전체에 증착하고 HTL을 증착하여 전공이 지나는 보조층을 형성한다. EML은 FMM(Fine Metal Mask)을 사용하여 원하는 위치에 선택적으로 증착한다. FMM은 유기물을 증착할 때 특정 위치에만 증착이 되도록 얇은 철판에 작은 구멍을 내놓은 부품이다. FMM을 기판 아래에 위치시키며 R, G, B 색상별로 해당 위치와 FMM의 Hole이 매칭되도록 구성된 후 증착 공정을 진행한다. 그 아래에 증착원(Evaporation Source, 유기물 등 증착 물질)을 놓고 적정 온도로 가열한다. 가열이 시작되면 분자 단위의 작은 유기물질들이 마스크를 통과해 원하는 위치에 입혀진다. 증착은 한 번에 한 가지의 색상만 증착해야 혼색이 발생하지 않기 때문에, 서브픽셀 각 색상별로 서로 다른 FMM을 사용해 여러 단계의 공정을 거쳐 진행한다. 이후 ETL과 EIL을 증착해 전자가 이동하는 보조층을 형성한 후, Cathode를 증착하면 유기 발광층의 증착 공정은 마무리된다.

OLED 유기 발광층 증착공정 순서



자료: CannonTokki, 한국IR협회의 기업리서치센터

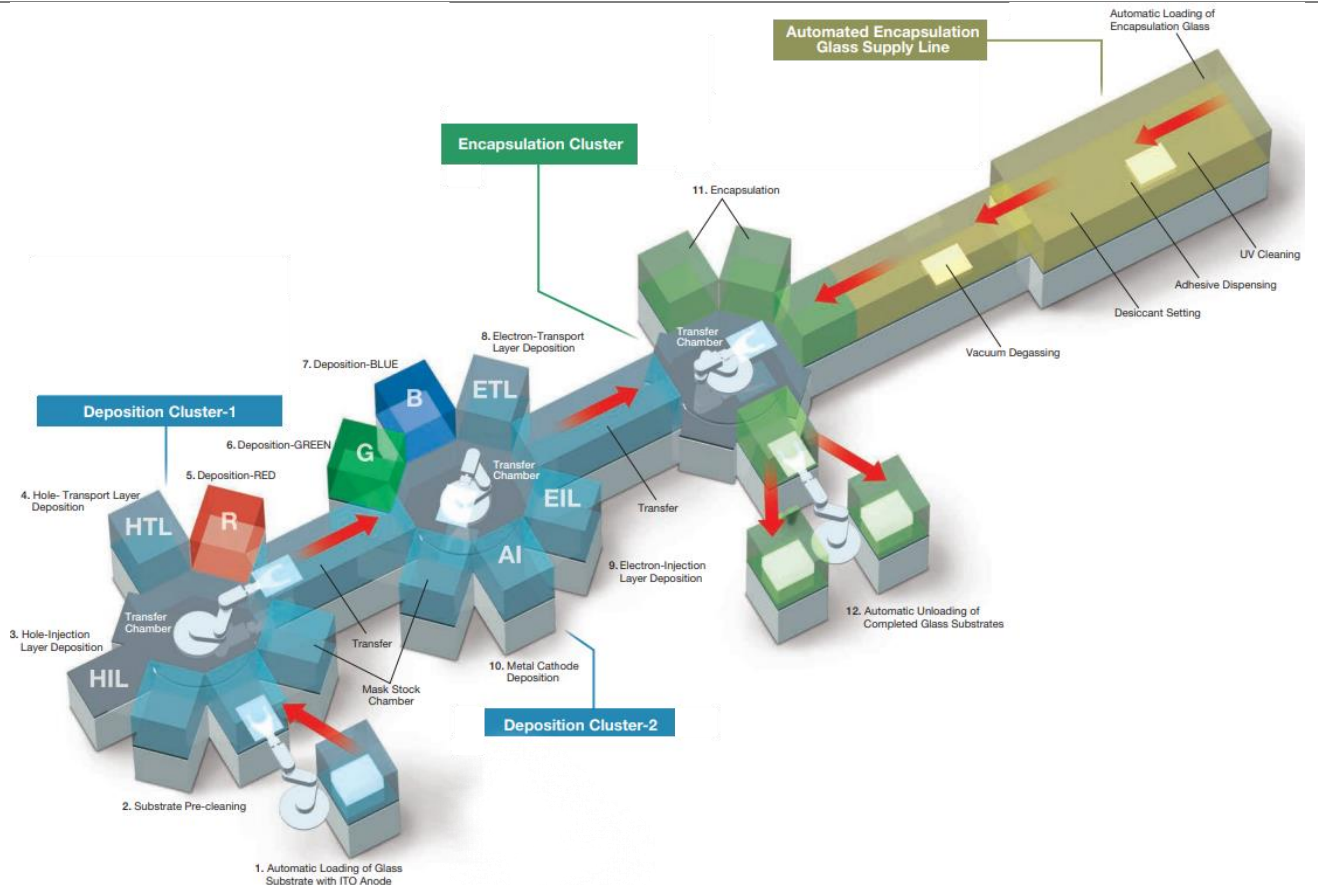
FMM 활용한 EML 증착



자료: APS홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

증착장비는 EML을 형성하는 장비로 OLED 공정 중 가장 핵심적인 공정 장비이다. 중소형 OLED의 증착장비는 Cluster Type이 사용된다. Cluster Type은 중앙 Transfer Chamber를 기준으로 각 Process Chamber를 배치하여 Vacuum Robot으로 물류를 구성한다. 경쟁사로는 일본의 Cannon Tokki와 국내의 야스가 있다.

OLED 증착장비 구조



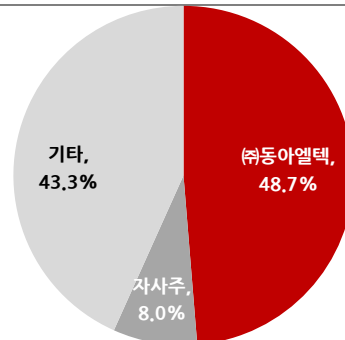
자료: CannonTokki, 한국IR협의회 기업리서치센터

4 최대 주주

최대주주 지분을 48.7%

(주)동아엘텍은 2009년 3월 미래에셋파트너스1호 등의 지분 63.3%를 인수하여 선익시스템의 최대주주가 되었다. 2021년 3월 50.1%였던 동아엘텍의 지분율은 임직원의 주식매수선택권 행사로 인해 지분율이 48.7%까지 희석되었다.

선익시스템 주주 구성



자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터
주: 2022년 12월 31일 기준

산업 현황

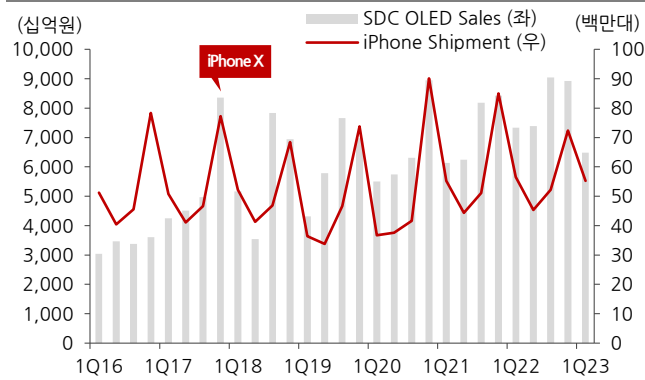
1 신규 어플리케이션으로 OLED 패널 확대

**OLED 패널은 스마트폰에서
태블릿과 노트북으로 확대**

중소형 OLED 시장의 가장 큰 적용처는 스마트폰이다. 스마트폰 시장은 중국의 제로 코로나 정책으로 인한 봉쇄가 지속적으로 발생하며 수요 위축을 불러 일으켰고, 제로 코로나 정책 종료 이후에도 아직 본격적으로 회복세에 진입하지 못하였다. 1~3월 글로벌 스마트폰 출하량은 -2% MoM, -10% MoM, +2% MoM을 기록하였는데 이는 채널 재고 조정의 영향이 컸기 때문이다. 다만 채널 재고는 지속적으로 감소하고 있어 재고 조정의 끝도 거의 임박해 보인다. 하반기에는 프리미엄 시장 중심으로 수요 회복이 기대된다. OLED 스마트폰의 약 60%가 Apple과 삼성전자 제품이기 때문에 프리미엄 스마트폰 시장 회복은 중소형 OLED 시장에 긍정적이다.

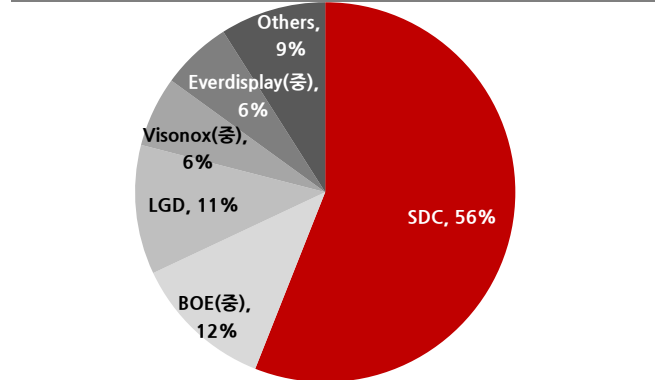
중소형 OLED는 삼성전자 스마트폰에 적용을 시작으로 2017년 Apple의 iPhone에 탑재되며 시장이 크게 확대되었다. 단일 모델로 연간 약 2억 대의 OLED 패널을 소화하는 스마트폰은 iPhone이 유일하다. 따라서 중소형 OLED 패널 시장 1위 공급자인 삼성디스플레이의 분기 실적 역시 iPhone의 출하량 추세와 동행한다(패널 공급의 특성상 한 분기 선행). 스마트폰에서 OLED 패널의 침투율은 약 50%를 차지한 이후에는 큰 변화가 없는 상황이다. 중저가폰에서는 가격이 싼 LCD 패널이 여전히 사용되고 있기 때문이다. 스마트폰 이후 OLED 시장의 성장 기회는 IT 기기 적용이 될 것으로 예상된다.

삼성디스플레이 OLED 매출액 및 iPhone 출하량 추이



자료: IDC, 한국IR협회의 기업리서치센터

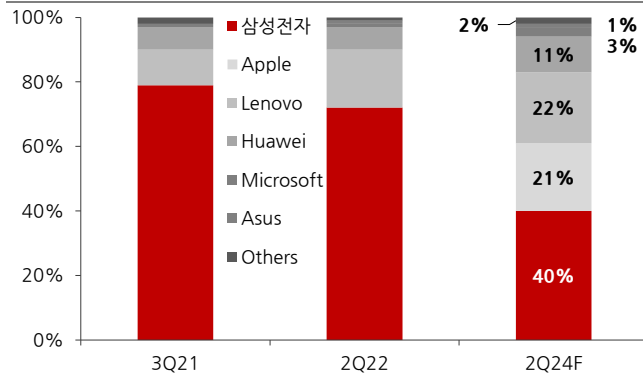
중소형 OLED 시장 점유율 (2022)



자료: Omdia, 한국IR협회의 기업리서치센터

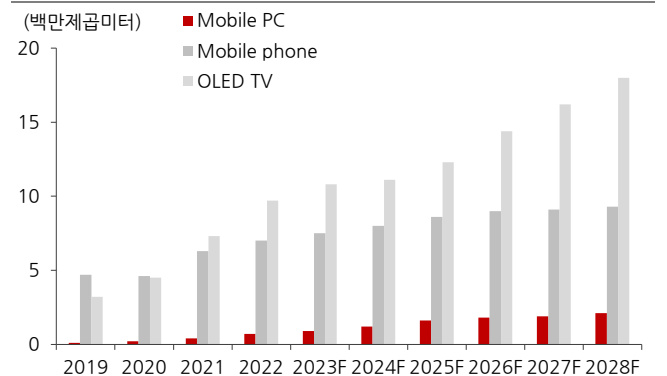
최근 OLED 패널이 탑재된 태블릿과 노트북이 지속적으로 출시되고 있다. 기존 삼성전자 중심에서 Lenovo, Huawei, Microsoft 등 Set 업체의 OLED 태블릿과 노트북이 확대되는 추세이다. 적용 속도는 태블릿이 상대적으로 빠르다. Apple은 2024년 iPad 2종에 OLED 패널을 적용할 예정이다. Macbook에도 OLED 적용이 검토 중이다. 스마트폰 시장에서의 iPhone과 마찬가지로 Apple의 iPad에 OLED 적용이 IT OLED 시장의 변곡점이 될 것으로 보인다. Apple은 글로벌 태블릿 시장 점유율 30~40%로 1위 공급자이며 연간 5,000~6,000만대의 iPad 출하량을 기록하고 있다. 단일 브랜드로 OLED 패널을 탑재한 최대 물량 태블릿이 될 것으로 전망한다.

OLED 테블릿 점유율 추이



자료: Counterpoint, 한국IR협회의 기업리서치센터

응용처별 OLED 수요 전망



자료: Omdia, 한국IR협회의 기업리서치센터

OLED 디스플레이 탑재 기기

기기	Huawei Mate X2	Lenovo Tab P12 Pro	Lenovo Xiaoxin Pad Pro 12.6	Samsung Galaxy Tab S8+ / S8 Ultra	NEC LAVIE Tab 12	ASUS Vivobook 13 Slate OLED
사진						
OLED 타입	8" 2480x2200 foldable AMOLED and a 6.45" 1160x2700 AMOLED	12.6" 120Hz 2560x1600 AMOLED	12.6" 2560x1600 120Hz AMOLED	12.4" 1752x2800 14.6" 1848x2960 Super AMOLED	12.6" 2560x1600 AMOLED	13.3" AMOLED
출시일	2021.02	2021.09	2021.11	2022.02	2022.03	2022.03





기기	Lenovo Pad Pro	Lenovo Pad Pro 2022	Huawei MatePad Pro 11 (2022)	LG Gram Style / Gram Ultralim	Lenovo Tab Extreme
사진					
OLED 타입	11.5" 90Hz 1600x2560 AMOLED	11.2" 120Hz 1536x2560 AMOLED	11" 120Hz 2560x1600 AMOLED	14" 2880x1800 120Hz 16" 3200x2000 120Hz 15.6" FHD 60Hz AMOLED	14.5" 3K 120Hz AMOLED
출시일	2022.08	2022.08	2022.08	2023.01	2023.05 예정

자료: OLED-Info, 언론 취합, 한국IR협회의 기업리서치센터

MR기기에는 OLEDoS 적용

MR(Mixed Reality) 헤드셋 또한 OLED 디스플레이가 적용되는 신규 어플리케이션으로 성장할 것으로 예상된다. VR(Virtual Reality, 가상현실)과 AR(Augmented Reality, 증강현실) 구현을 위해서는 현실에 가까운 시각적 정보를 사용자에게 제공해야 한다. 따라서 무게가 가벼워야 함과 동시에 디스플레이 화질이 우수해야 한다. 특히 VR 기기의 경우 디스플레이 패널의 이미지를 광학계를 통해 확대된 영상을 보게 되는데, 해상도가 낮을 경우 픽셀과 픽셀 사이 간격인 BM(Black Matrix)이 보이는 Screen Door Effect가 발생하게 되고 사용자 눈의 피로도를 증가시킨다. 현재는 OLED 대비 고해상도에 장점이 있는 LCD 패널이 많이 적용되고 있으나 해상도 개선과 함께 무게, 소비 전력, 색 재현 등에 장점이 있는 OLED 패널의 적용이 확대될 것으로 보인다. 모든 IT 어플리케이션에서와 마찬가지로 Apple의 MR 헤드셋 출시가 OLED 적용 MR의 중요한 기점이 될 것으로 보인다.

MR 기기 Spec 현황

기기	Google Glass	PICO 4	Meta Quest Pro	PlayStation VR2	Meta Quest 3	Apple Reality Pro
사진						
타입	Head-up Display	Standalone VR	Standalone VR	Tethered VR	Standalone VR 추정	Standalone VR 추정
Release Date	2014-05-15	2022-10-18	2022-10-25	2023-02-22	2023년 하반기 예정	2023년 6월 공개 추정
Display Type	-	LCD	LCD	OLED	LCD(2개 탑재 예상)	-
Max. Resolution (per eye)	640*360	2160*2160	1800*1920	2000*2040	2064*2208 추정	-
Aspect Ratio(per eye)	-	1:01	-	50:51:00	-	-
Field of view	-	105°	106° Horizontal 96° Vertical	110°	-	-
Weight	~46g	586g	722g	-	-	-
Price	\$1,500(Explorer version) \$10,500(Standard edition)	€ 430(128 GB) € 500(256 GB)	\$999	\$549.99	\$400 추정	\$2,000 추정

자료: 업계 자료 취합, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

1 8세대 투자로 이어질 IT OLED

국내 패널업체 8세대 투자

IT 기기로의 OLED 패널 침투율이 확대됨에 따라 패널 업체들은 8세대 급 OLED 투자를 진행할 예정이며, 이에 따라 동사를 포함한 OLED 디스플레이 장비 업체들의 수혜가 기대된다. 스마트폰 대비 면적이 넓은 IT 기기 패널을 8세대 급 라인에서 생산할 경우 생산 효율을 6세대 대비 향상시킬 수 있다. 12.9인치 패널 기준 6세대 원장에서는 약 32개의 패널이 생산 가능한 반면, 8.6세대 원장에서는 77개가 생산된다. 15K/월 CAPA 기준 연간 생산량은 1,060만장 수준이다. 삼성디스플레이는 아산캠퍼스에 4.1조원을 투자하여 2026년까지 8.6G OLED 라인을 15K/월 규모로 구축할 예정이며 LG디스플레이 또한 8세대급 투자가 향후 진행될 것으로 예상된다. 두 업체가 30K/월 규모 8세대급 OLED 라인 구축할 경우 연간 생산량은 약 2,000만대 생산 수준이 확보되어 Apple의 iPad(5,500만대)와 Macbook(2,500만대) 물량의 약 25%를 공급 가능하게 된다.

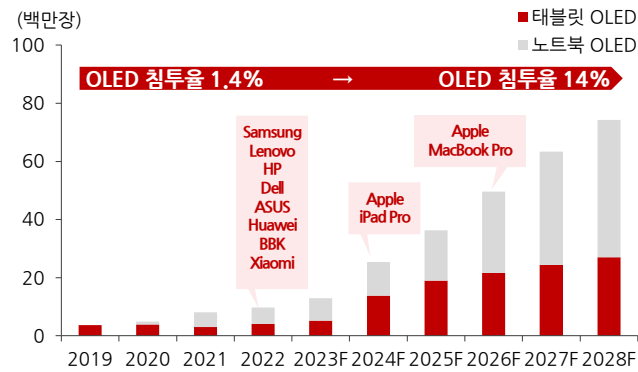
디스플레이 세대별 생산량

		11.0"(3:4)	12.9"(3:4)	16.2"(16:10)
6G (1500*1850)	원장당 생산 패널 수	45	32	20
	연 생산량(백만)	6.20	4.41	2.75
8.6G (2250*2600)	원장당 생산 패널 수	112	77	48
	연 생산량(백만)	15.42	10.60	6.61

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

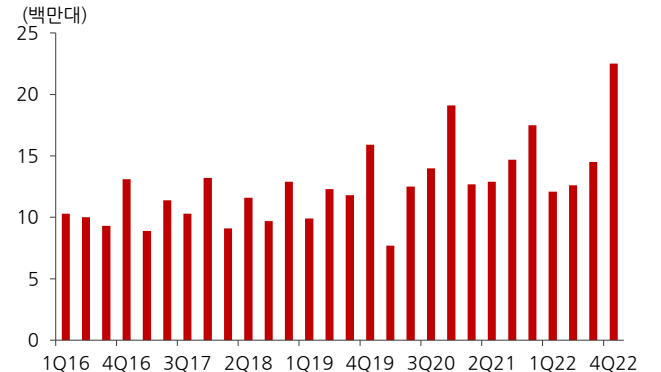
주: 가동률 90%, 수율 85% 가정. 화면비는 현재 판매되고 있는 iPad Pro, Macbook Pro 기준

OLED 패널 시장 전망



자료: Omdia, 한국IR협의회 기업리서치센터

iPad 분기 출하량 추이

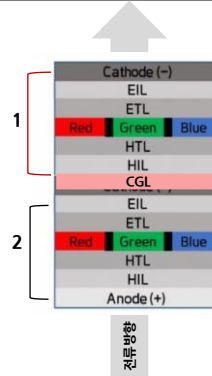


자료: IDC, 한국IR협의회 기업리서치센터

현재 일본 Cannon Tokki의 증착기가 6세대 Apple향 OLED 생산 라인에 모두 적용되어 있어 8세대급 투자에 있어서도 채택 가능성이 높게 평가되고 있다. 다만 사실상 시장 독점적 지위로 약 1.5조원 이상의 높은 장비 가격을 요구하고 있다는 점은 패널 업체에게 부담이다. 더욱이 IT기기의 수명은 스마트폰 대비 길고 사용 시간도 길다. 따라서 수명과 전력효율을 향상시킬 수 있는 투 스택 탠덤(Two Stack Tandem) 기술이 적용되고 있는데, 발광층 2개는 곧 증착공정 횟수가 2배로 증가함을 의미한다. 현재 6세대에서의 투 스택 탠덤 구조가 2024년 태블릿에 적

용될 것으로 보인다. 8세대에서도 투 스택 탠덤 구조 적용 시 증착기의 높은 가격 부담은 더욱 커질 수밖에 없다. 패널 업체 입장에서는 향후 수익성 확보가 어려울 수 있다.

Two Stack Tandem OLED 구조



자료: 선익시스템, 한국IR협회의 기업리서치센터

Apple의 IT형 OLED 채용 계획을 감안하면 삼성디스플레이와 LG디스플레이의 투자시기는 크게 차이가 없을 것으로 보인다. 반면 Canon Tokki의 8세대 신규 증착기의 생산 여력이 크지 않다는 점도 동사 장비 채택의 이점이 될 수 있다. 경쟁사 대비 낮은 동사의 증착 장비 가격 또한 경쟁력이라 판단한다. 증착기 채택 시 향후 IT OLED 시장 성장과 함께 신규 투자에 따른 큰 수혜가 기대된다.

Apple IT OLED 적용 스케줄

Product	Size	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
iPad	10.9"	LCD						
	11.0"	Mini LED			Hybrid OLED			Hybrid OLED
	13.0"	Mini LED			Hybrid OLED			Hybrid OLED
	20.0"							Foldable OLED
Mac Book	14.0"	Mini LED						Hybrid OLED
	16.0"	Mini LED						Hybrid OLED
iMac	21.5"	LCD						
	27.0"	LCD						
	32.0"	Mini LED						QD OLED or WOLED
	42.0"	-						Foldable OLED

자료: Omdia, 한국IR협회의 기업리서치센터

OLED 타입별 특징

구분	Rigid AMOLED: Glass substrate + Glass encapsulation	Flexible AMOLED: PI substrate + TFE	Hybrid AMOLED: Glass substrate + TFE
Glass input (Glass 투입)	○	○	○
PI coating (PI 코팅)	X	○	X
Lithography processes (노광 공정)	○	○	○
Evaporation (증착 공정)	○	○	○
Encapsulation (봉지)	Glass	TFE	TFE
LLO	X	○	X
Cutting (커팅)	Wheel cutting	Laser cutting	Wheel cutting
Lamination, bonding, etc. (라미네이션, 본딩 외)	○	○	○
Thickness (estimated) (추정 두께)	0.7mm	0.2mm	0.4mm
Structure illustration (구조)			

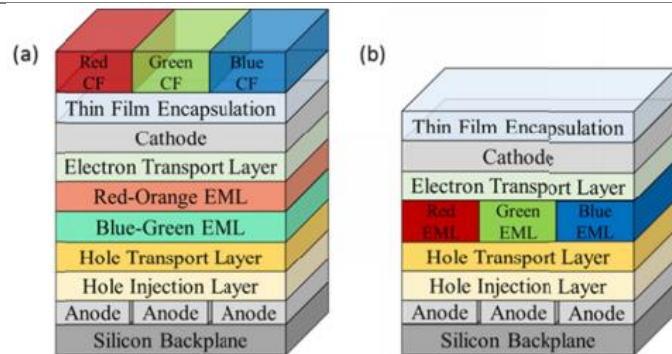
자료: Omdia, 한국IR협의회 기업리서치센터

MR기기로 OLEDs 시장 개화

OLEDs는 실리콘 위에 OLED를 형성

MR 기기에는 OLEDs(OLED on Silicon)가 본격적으로 채택될 것으로 보이고 관련 증착기 공급 레퍼런스를 확보하고 있는 동사의 수혜가 기대된다. MR기기는 고해상도가 요구되나 기존 FMM 방식의 OLED로는 3,000ppi 급 해상도 구현이 어렵다. 참고로 스마트폰 OLED 해상도는 약 600ppi 정도이다. 또한 고해상도 패널은 픽셀 피치가 매우 작아 유리기판과 TFT로 제작이 어렵기 때문에 Si Wafer 기판 위에 White OLED 발광층과 컬러필터를 사용하여 구현하게 된다. W OLEDs 타입은 고해상도를 구현하는데 유리하나 휘도 개선을 위해서는 소비전력이 높아지게 되는 단점이 있다. TV와 달리 배터리로 작동하는 MR기기의 특성상 저전력 장점이 있는 RGB방식이 FMM 기술 발전과 함께 궁극적으로는 사용될 것으로 예상된다.

W OLEDs와 RGB OLEDs 타입 비교



자료: eMagin, 한국IR협의회 기업리서치센터

OLEDs는 OLED의 장점인 높은 명암비, 빠른 응답속도, 낮은 소비전력 등에 더하여 부피 및 무게를 줄일 수 있어 LCD 대비 웨어러블기에 적합하다. 올해 출시될 것으로 예상되는 Apple의 MR 기기는 Sony가 생산한 W

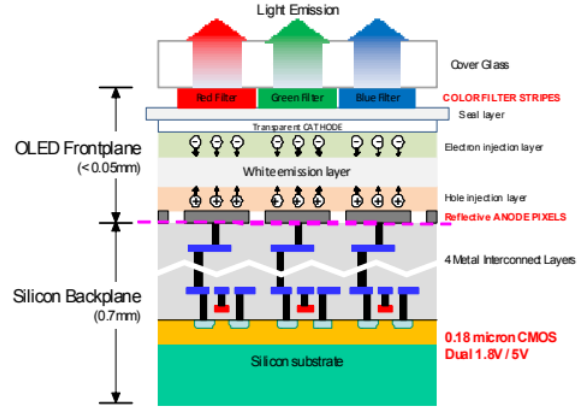
OLEDs를 탑재할 것으로 보인다.

OLEDs 사이즈 비교



자료: eMagin, 한국IR협의회 기업리서치센터

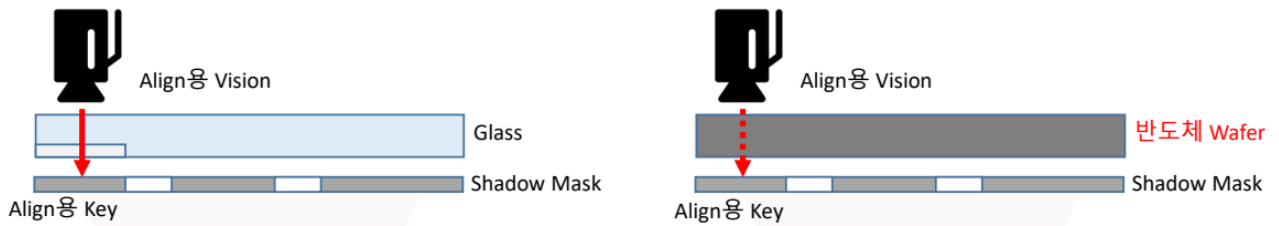
W OLEDs 구조와 두께



자료: eMagin, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국의 BOE, Seeya, Xinshijia 등은 OLEDs 투자를 진행 중이다. 특히 BOE는 8인치와 12인치 양산 라인을 보유하고 있고 12인치 라인에 Ph-2, Ph-3의 추가 투자가 검토 중인 것으로 파악된다. 삼성디스플레이는 A2 라인에 5.5세대 설비를 활용하여 OLEDs 라인을 구축할 것으로 보인다. 선익시스템은 BOE 12인치 OLEDs Ph-1 투자에 증착기를 공급했으며 향후 투자 확대 시 추가적인 증착기 수주가 기대된다. OLEDs는 Si 위에 형성되기 때문에 기판이 투명하지 않다. 따라서 기판 아래 위치한 Shadow Mask를 정렬하는데 어려움이 발생한다. 동사는 수년간 국책과제로 OLEDs에 적용 가능한 1um 이하 Align 기술을 확보하고 있다. MR 기기 시장 개화와 함께 패널 업체들의 OLEDs 투자 확대 시 OLEDs 증착장비 기술력과 공급 레퍼런스를 보유한 동사의 수혜를 예상한다.

Mask Aligner



자료: 선익시스템, 한국IR협의회 기업리서치센터

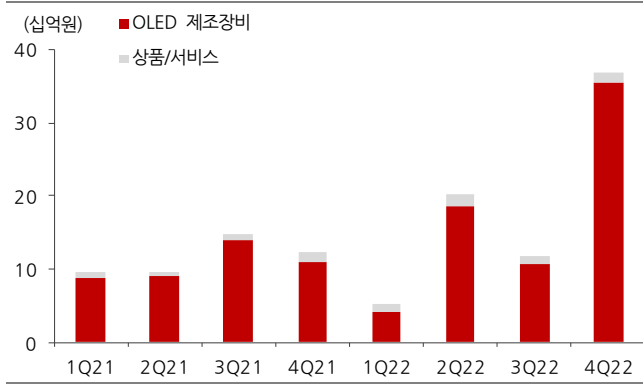
실적 추이 및 전망

1 4분기에 매출 인식 몰렸던 2022년

꾸준한 연구용 증착장비 매출

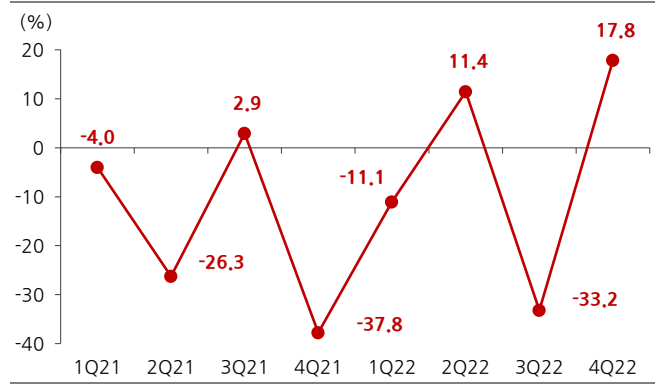
동사는 2022년 매출액 741억원(+60.2% YoY), 영업이익 44억원(흑전 YoY)을 기록하였다. 동사의 장비는 현재 연구 및 개발용으로 소재, 패널, 모듈 업체 등으로 공급되고 있다. 2021년 말 동사의 수주 잔고는 337억원 수준이었다. 연간 신규 수주 증가하며 전년대비 큰 매출액 성장을 기록하였고 특히 4분기는 3분기에 남기가 지연된 장비의 매출 인식이 이루어지며 매출액 369억원(+216.5% QoQ), 영업이익 66억원(흑전 QoQ)을 기록하였다.

선익시스템 부문별 분기 매출액 추이



자료: 선익시스템, 한국IR협의회 기업리서치센터

선익시스템 분기 OPM 추이



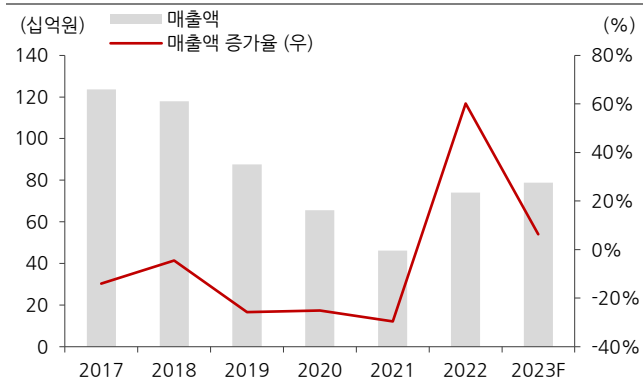
자료: 선익시스템, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년 수주 잔고 감안 시 전년대비 성장 전망

2022년 말 수주잔고 452억원

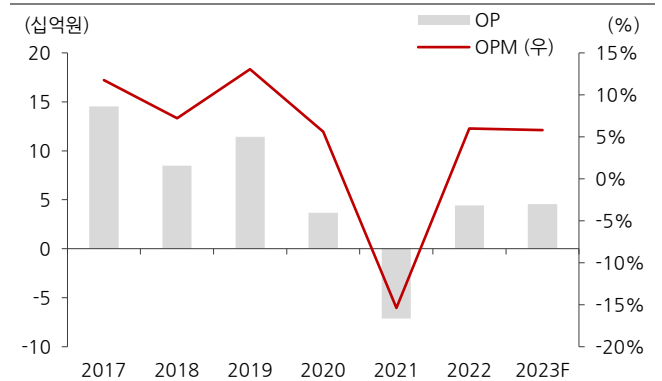
2023년 선익시스템의 매출액 788억원(+6.4% YoY), 영업이익 46억원(+3.0% YoY)을 전망한다. 2022년 말 동사의 수주 잔고는 452억원으로 전년대비 +34.1% YoY 증가하였다. 연구용 증착 장비의 리드타임은 약 6~9개월으로 수주 잔고에 대해 연내 매출 인식이 가능하다. 반면 8세대 및 OLEDoS는 수주가 발생하더라도 이들 장비의 긴 리드타임으로 인해 연내 매출 인식은 어렵다. 양산 장비 수주는 장기적인 모멘텀으로 봐야 한다고 판단한다.

선익시스템 매출액 및 매출액 증가율 추이



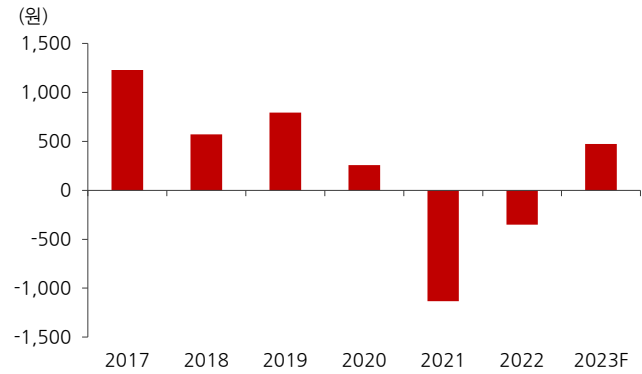
자료: WISEFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

선익시스템 영업이익 및 영업이익률 추이



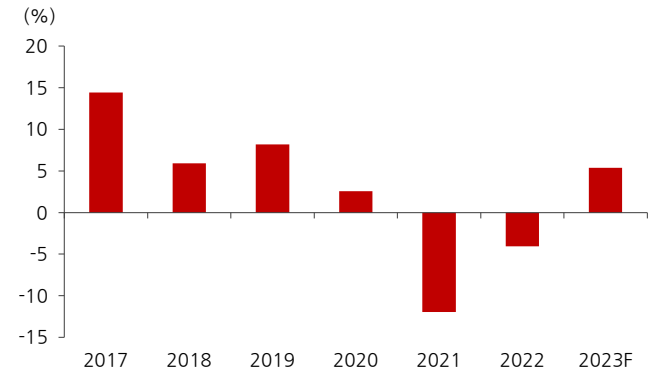
자료: WISEFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

선익시스템 EPS 추이



자료: WseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

선익시스템 ROE 추이



자료: WseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

선익시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022	2023F
매출액	9.6	9.5	14.8	12.3	5.2	20.2	11.7	36.9	65.6	46.2	74.1	78.8
OLED 제조장비	8.9	9.0	13.9	11.0	4.2	18.6	10.7	35.4	62.3	42.9	69.0	73.8
상품/서비스	0.7	0.5	0.9	1.3	1.0	1.6	1.0	1.5	3.4	3.3	5.1	5.0
영업이익	-0.4	-2.5	0.4	-4.7	-0.6	2.3	-3.9	6.6	3.7	-7.1	4.4	4.6
지배주주순이익	-0.7	-1.4	-3.6	-4.4	-1.4	-6.0	-17.7	21.9	2.3	-10.2	-3.2	4.4
Margin(%)												
OPM	-4.0	-26.3	2.9	-37.8	-11.1	11.4	-33.2	17.8	5.6	-15.4	6.0	5.8
지배주주순이익률	-7.7	-15.1	-24.6	-35.7	-26.8	-29.9	-152.0	59.4	3.5	-22.1	-4.4	5.6
YoY Growth(%)												
매출액	-18.4	8.7	-5.8	-58.1	-45.3	112.6	-21.2	199.1	-25.1	-29.6	60.2	6.4
OLED 제조장비	-17.5	9.9	-6.6	-61.1	-52.3	106.0	-23.2	221.2	-25.6	-31.1	60.8	7.0
상품/서비스	-28.8	-8.6	9.1	20.7	49.3	233.5	9.0	14.5	-15.4	-0.4	52.1	-2.0
영업이익	적전	적전	-33.8	적전	적지	흑전	적전	흑전	-67.8	적전	흑전	3.0
지배주주순이익	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	-67.6	적전	적지	흑전
QoQ Growth(%)												
매출액	-67.6	-0.4	55.8	-16.7	-57.7	287.1	-42.3	216.5				
OLED 제조장비	-68.7	1.5	54.6	-20.9	-61.6	338.5	-42.3	230.7				
상품/서비스	-39.4	-25.6	78.3	50.2	-25.1	66.3	-41.7	57.7				
영업이익	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전				
지배주주순이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전				

자료: WseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

1 2023F PBR 4.0x 수준

수주 기대감 일부 반영

동사의 현재주는 2023F PBR 4.0x 수준이다. 이는 동사의 Historical PBR Band 상단에 위치한다. 8세대 OLED 및 OLEDoS 투자 기대감이 반영되어 있다고 판단된다. 실제 양산용 증착 장비 수주 시 실적 인식은 1~2년 뒤에 되겠지만 주가는 이를 선반영하여 추가적인 Valuation 확대가 이루어질 것으로 예상된다. 이는 국내 유일의 RGB OLED 증착장비 업체이자 시장 독점적 업체인 Cannon Tokki의 경쟁사로 Premium 부여가 가능하기 때문이다. Peer 업체로 선정한 국내 디스플레이 장비 업체들 중 증착장비 업체인 야스는 TV용 WOLED 증착 장비 업체로 이번 8세대 투자와 무관하다는 점에서 직접적인 Valuation 비교는 어렵다고 판단한다.

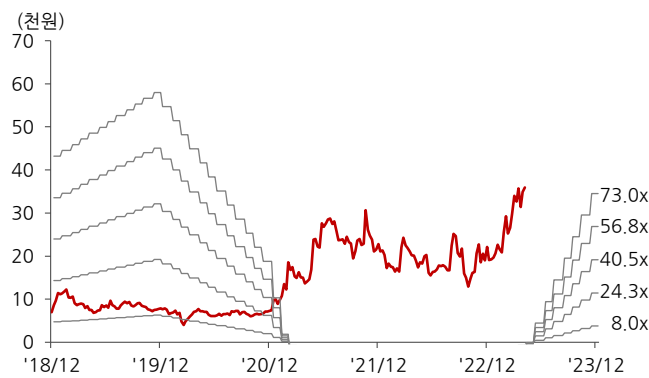
동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

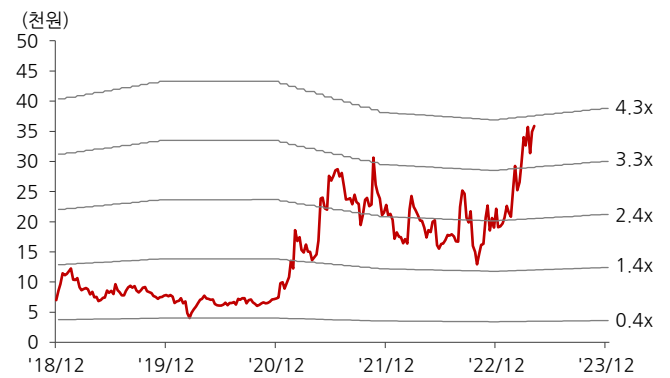
기업명	종가	시가총액	매출액			PER			PBR		
			2021	2022	2023F	2021	2022	2023F	2021	2022	2023F
코스피	2,501	1,914,408	2,920,598	3,673,693	2,814,823	-	-	15.0	-	-	0.9
코스닥	845	402,201	272,094	327,872	136,682	-	-	21.2	-	-	2.5
선익시스템	35,900	337	46	74	79	-	-	75.8	2.6	2.6	4.0
AP시스템	19,980	305	529	487	634	6.7	3.4	5.7	2.0	1.0	-
야스	12,060	157	50	55	-	101.3	-	-	1.3	0.6	-
에스엔유	3,910	134	114	124	159	14.0	13.2	11.2	0.9	0.7	0.9
동종업종평균	-	-	-	-	-	40.7	8.3	8.4	1.4	0.8	0.9

주: 2023년 5월 4일 종가기준, 2022년, 2023년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

PER Band



PBR Band




리스크 요인
1 8세대 증착 장비 선정 여부
실제 수주 여부는 불확실

동사의 가장 큰 리스크는 증착기 선정 여부이다. 현재 8세대 투자의 요인은 Apple의 IT 기기용 OLED 적용이다. iPhone용 OLED를 양산하고 있는 6세대 장비는 삼성디스플레이와 LG디스플레이 모두 일본의 Cannon Tokki 장비를 사용한다. 이후 중국 패널 업체들도 국내 업체들의 밴더를 그대로 채용하는 경우가 많았다. 삼성디스플레이의 8세대 투자 역시 Cannon Tokki 장비 채택 가능성이 높다. 증착장비는 Apple의 선호도가 밴더 선정에 영향을 끼치고 있어 6세대 OLED 양산에 대한 레퍼런스가 우선되기 때문이다.

다만 앞서 언급한 바와 같이 8세대 투 스택 텐덤 구조 증착 장비의 연간 생산 캐파는 Cannon Tokki라 하더라도 제한될 것이고 높은 장비 가격은 패널 업체의 향후 수익성 확보에 있어 부담이 크다. 리스크는 존재하나 8세대 장비 수주 시 동사의 실적 규모가 크게 변하는 기회가 될 전망이다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	876	656	462	741	788
증가율(%)	-25.7	-25.1	-29.6	60.2	6.4
매출원가	637	514	379	562	599
매출원가율(%)	72.7	78.4	82.0	75.8	76.0
매출총이익	239	142	83	178	189
매출이익률(%)	27.3	21.6	17.9	24.1	24.0
판매관리비	125	105	154	134	143
판매비율(%)	14.3	16.0	33.3	18.1	18.1
EBITDA	131	52	-29	80	88
EBITDA 이익률(%)	14.9	8.0	-6.2	10.8	11.1
증가율(%)	31.9	-60.0	적전	흑전	10.1
영업이익	114	37	-71	44	46
영업이익률(%)	13.0	5.6	-15.4	6.0	5.8
증가율(%)	34.6	-67.8	적전	흑전	3.0
영업외손익	-25	-9	-31	-59	8
금융수익	17	21	25	42	27
금융비용	44	27	56	103	20
기타영업외손익	2	-3	0	2	2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	89	28	-102	-15	54
증가율(%)	-8.9	-69.0	적전	적지	흑전
법인세비용	18	5	0	17	10
계속사업이익	71	23	-102	-32	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	23	-102	-32	44
당기순이익률(%)	8.2	3.5	-22.1	-4.4	5.6
증가율(%)	38.5	-67.6	적전	적지	흑전
지배주주지분 순이익	71	23	-102	-32	44

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	5	131	-108	-124	89
당기순이익	71	23	-102	-32	44
유형자산 상각비	14	13	40	33	39
무형자산 상각비	2	2	3	3	3
외환손익	2	3	1	12	0
운전자본의감소(증가)	-160	70	-58	-172	3
기타	76	20	8	32	0
투자활동으로인한현금흐름	-184	-209	138	134	-31
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-1
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-35	-54	-26	-17	-30
기타	-149	-156	164	151	0
재무활동으로인한현금흐름	-20	-32	-7	222	0
차입금의 증가(감소)	-1	-1	0	206	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9	-9	-8	0	0
기타	-10	-22	1	16	0
기타현금흐름	-0	0	0	-6	0
현금의증가(감소)	-199	-110	24	225	58
기초현금	356	156	46	70	295
기말현금	156	46	70	295	353

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	782	624	582	802	869
현금성자산	156	46	70	295	353
단기투자자산	134	325	166	6	6
매출채권	89	48	121	150	145
재고자산	121	36	93	109	107
기타유동자산	282	169	131	243	259
비유동자산	420	450	440	446	435
유형자산	312	351	323	323	314
무형자산	18	12	11	12	9
투자자산	53	35	13	22	23
기타비유동자산	37	52	93	89	89
자산총계	1,201	1,075	1,022	1,249	1,305
유동부채	280	162	208	425	435
단기차입금	2	4	9	215	215
매입채무	81	31	56	61	62
기타유동부채	197	127	143	149	158
비유동부채	15	7	12	31	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	7	0	0	0	0
기타비유동부채	8	7	12	31	32
부채총계	295	169	220	456	468
지배주주지분	906	906	802	793	837
자본금	45	45	45	46	46
자본잉여금	463	463	469	494	494
자본조정 등	-9	-28	-29	-34	-34
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	407	426	317	287	331
자본총계	906	906	802	793	837

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	9.9	28.3	N/A	N/A	75.8
P/B(배)	0.8	0.7	2.6	2.6	4.0
P/S(배)	0.8	1.0	4.5	2.8	4.2
EV/EBITDA(배)	3.3	5.6	N/A	24.8	36.9
배당수익률(%)	1.3	1.4	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	794	257	-1,132	-351	473
BPS(원)	10,070	10,071	8,867	8,573	9,027
SPS(원)	9,739	7,294	5,120	8,044	8,497
DPS(원)	100	100	0	0	0
수익성(%)					
ROE	8.2	2.6	-12.0	-4.1	5.4
ROA	6.1	2.0	-9.7	-2.9	3.4
ROIC	17.9	4.1	-15.5	19.7	5.8
안정성(%)					
유동비율	279.0	385.8	280.2	189.0	199.7
부채비율	32.6	18.6	27.4	57.5	55.9
순차입금비율	-30.4	-39.8	-27.8	-8.7	-15.2
이자보상배율	170.4	63.9	-208.2	13.1	5.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.4	0.7	0.6
매출채권회전율	11.9	9.6	5.4	5.4	5.3
재고자산회전율	5.9	8.3	7.2	7.3	7.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.