

베셀(177350, IPO 예정)

디스플레이 In-Line System 중국 M/S 1위 업체



스몰캡 팀장 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

스몰캡 담당 윤혁진
Tel. 368-6499 / hgyoon@eugenefn.com

IPO 예정

상장 예정일: 2015.06.12
기관 수요예측: 2015.05.26 ~ 27

Key Data	(기준일: 2015. 05. 26)
공모희망가(원)	8,000 ~ 9,000
시가총액(십억원)	33.0 ~ 37.1
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	1.8
-공모후	2.1
공모후 주식수	4,119,655
유통가능주식수	2,739,708

보호예수기간	
최대주주등	상장후 1년
상장주선인 의무인수	상장후 6개월
주관증권사	키움증권
공모후 주요주주(%)	
최대주주등	32.77

Financial Data			
결산기(12월)	2013A	2014A	2015F
매출액(십억원)	51.4	57.2	63.3
영업이익(십억원)	3.7	7.5	8.4
세전계속사업손익(십억원)	1.4	7.0	9.3
당기순이익(십억원)	1.0	6.1	7.8
EPS(원)	-	-	1,388
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	-	5.8 ~ 6.5
ROE(%)	-	-	-
PBR(배)	-	-	-

자료: 유진투자증권

■ LCD In-Line System 중국 시장점유율 51%로 1위 업체

- 2004년 설립하여 2013년 7월에 코넥스에 상장, 2015년 6월 19일 코스닥 상장 예정
- 디스플레이 In-Line System 전문제조업체. LCD In-line System 시장점유율은 51%, 특히 Cell-Line System 시장점유율은 81%로 중국내 시장에서 1위, OLED In-Line System은 중국 B사에 최초 공급하여 양산시스템을 구축, 또한 TSP OCR Bonding Line에 사용하는 In-Line System도 업계 최초로 개발하여 양산 라인에 적용
- 제품별 매출 비중(2014년 기준)은 LCD용 75.6%, OLED 5.9%, TSP 16.5%를 차지
- 수출 비중(2014년 기준)은 91.4%. 국가별 수출 비중은 중국이 대부분임
- 주요주주(공모 후): 최대주주 등 32.8%, 구주주 51.9%, 공모주 14.6%, 주관사 의무인수분 0.7% (전환사차 희석주식수 및 주식매수선택권 약 80만주 및 우선주 미반영)

■ 투자포인트:

- 1) 중국 시장을 기반으로 디스플레이 투자 확대 수혜: 사업초기인 국내 L사에 In-Line System을 공급한 실적을 바탕으로 2005년부터 중국 시장에 진출하여 시장을 선점. 현재 디스플레이에 대한 투자가 중국지역에 집중되고 있어 동사의 수혜가 기대됨. 1) 이미 중국시장에서 수년간(2012~2014년) LCD In-Line System분야 시장점유율이 1위(51%)를 차지하고 있기 때문. 특히 Cell In-Line 부문은 81%, CF Photo In-Line 분야도 21%를 차지하고 있음. 2) 또한 OLED In-Line System을 업계 최초로 개발하여 2013년 중국 B사에 납품한 실적이 있음. 현재 중국내 OLED 투자가 확대되고 있어 중국 기업의 OLED In-Line System 공급이 추가 공급할 가능성이 커지고 있음. 3) 중국 고객에 적극적인 대응을 위해 2012년 2월 중국법인을 설립, 중국 현지 생산 인프라 구축은 물론 CS엔지니어를 확보, 11개소의 CS 센터를 운영하고 있음. 이를 기반으로 중국내 메이저 8개 패널업체 20여 개 공장에 In-Line System을 공급한 실적을 보유
- 2) 본사 이전과 함께 Capa 증설로 인한 효과 기대: 현재 경기도 평택 본사를 올해 11월 경기도 수원 신본사로 이전하면서 신공장을 완성할 예정. 기존 공장의 생산 Capa는 700억원 수준이었으나 신공장 완료시 연간 생산 Capa는 기존 대비 43% 증가한 1,000억원까지도 가능할 것으로 전망. 이번 공모자금의 약 1/3이 공장설립에 소요될 것으로 예상.
- 3) 경공항공기 개발로 중장기적 성장 모멘텀 확보: 정부 국토교통부 주관의 KLA-100 항공기 체계 종합 인증 관련 국책과제를 수행하고 있음. 총 공사비 279억원 중에 정부 자금 213억원을 지원받아 2010년 9월부터 개발에 착수, 2016년 12월에 개발 완료 예정임. 2017년부터 국내 및 아시아지역은 직접 마케팅을 통해, 기타 미주, 유럽등은 해외 파트너를 통해 본격적인 마케팅을 전개할 예정. 중장기적인 성장 모멘텀 확보에 긍정적

■ Valuation: 2015년 기준 PER 5.8 ~ 6.5배 (공모가 밴드: 8,000 ~ 9,000원 기준)

- 2015년 예상실적은 매출액 633억원, 영업이익 84억원으로 전년대비 각각 +10.8%, +11.9% 증가할 전망. 신공장을 완료한 2016년에는 전년대비 큰 폭의 실적 성장 기대
- 공모 희망가는 2015년 예상실적(EPS 1,388원, 전환사차 희석주식수 및 주식매수선택권과 우선주 등을 반영한 주식수 561만주 기준) 기준 PER 5.8 ~ 6.5배 수준으로 국내 유사업체(디에스케이, 아바코, 동아엘텍 등) 평균 PER 8.2배 대비 21.3 ~ 30.1% 할인된 수준으로 판단
- 상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 66.5%인 약 274만주



공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	8,000 ~ 9,000 원	수요예측일	2015.06.03 ~ 04
공모금액	48 ~ 54억원	공모청약일	2015.06.08 ~ 09
공모주식수	600,000주	납입일	2015.06.11
상장후 주식수	4,119,655주	상장일	2015.06.19

자료: 유진투자증권

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수 (주)	비중 (%)
최대주주 등	1,349,947	32.77
상장주선인 의무인수	30,000	0.73
기타 구주주	2,139,708	51.94
공모주식수(기관, 일반)	600,000	14.56
총주식수	4,119,655	100.0

자료: 회사 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 현황

주주명	주식수 (주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 등	1,349,947	32.77	상장후 1년
상장주선인 의무인수	30,000	0.73	상장후 6개월
총주식수	1,379,947	33.5	

자료: 회사 투자설명서, 유진투자증권



Valuation

도표 4 유사기업 Valuation 비교

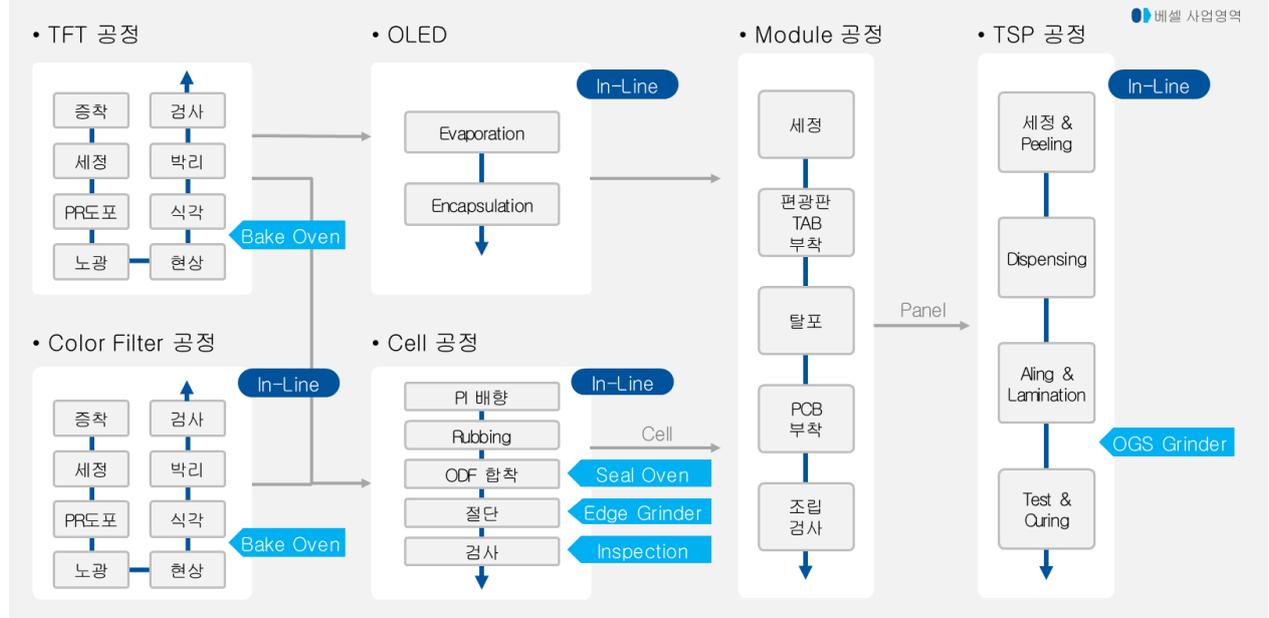
2015F (십억원, %, 배) 코드	베셀 (IPO 예정)	평균	디에스케이 (109740)	아바코 (083930)	동아엘텍 (088130)
매출액	63.3	132.5	35.0	149.4	213.0
영업이익	8.4	14.2	3.0	8.9	30.6
영업이익률	13.3	9.6	8.6	6.0	14.4
순이익	7.7	9.4	2.5	7.2	18.5
순이익률	12.2	6.9	7.1	4.8	8.7
PER	5.8 ~ 6.5	8.2	7.8	9.1	7.8
주가	8,000 ~ 9,000		10,150	3,630	14,000
주식수	5,607,337		6,500,000	15,996,505	10,820,231
시가총액(억원)	449 ~ 505		660	581	1,515

주: 시장 컨센서스 및 일부 추정치 참조. 디에스케이, 아바코는 2014년 실적을 적용. 2015.6.3일 기준



디스플레이 In-Line System 전문 제조업체

도표 5 사업 영역: LCD 관련 제품 다각화 및 OLED, TSP 등으로 사업 확대



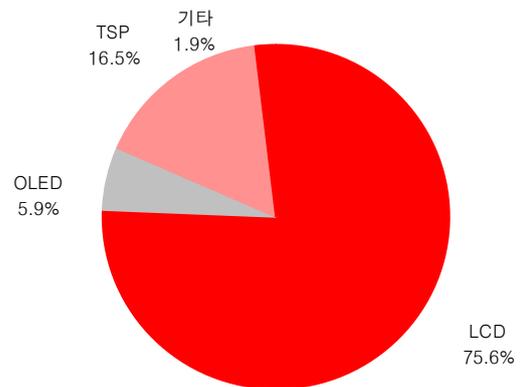
자료: 회사 IR Book, 유진투자증권

도표 6 주요 연혁

연도	내용
2004.06	회사 제우스엔지니어링 설립
2005.10	상호 변경, 베셀
2006.02	대표이사 서기만 변경
2006.12	공장 준공, 평택시 청북면 후사리 127-17
2007.11	ISO 9001:2000획득
2008.02	CE 인증. Door Lock(인증번호 EMC-CE-1283)
2011.02	자동차 전장시장 양산 시작 (PC6030K)
2014.06	중국 법인 설립
2013.07	KONEX 상장
2014.02	항공사업부설연구소 등록
2015.06	상장등록 예정(6.19)

자료: 유진투자증권

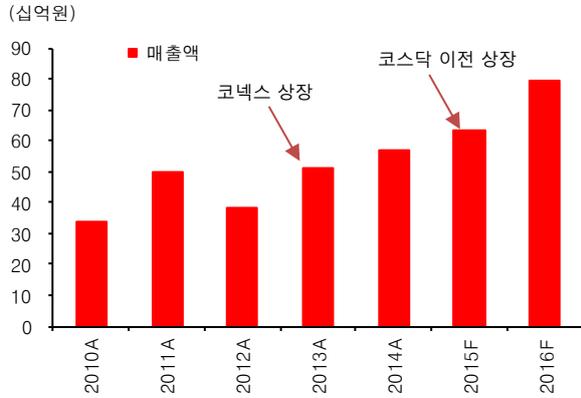
도표 7 제품별 매출 비중 ('14년 기준)



자료: 유진투자증권

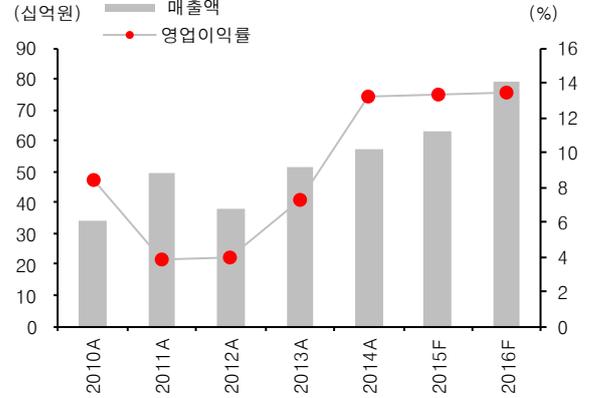


도표 8 코넥스에서 코스닥으로 이전 예정 기업



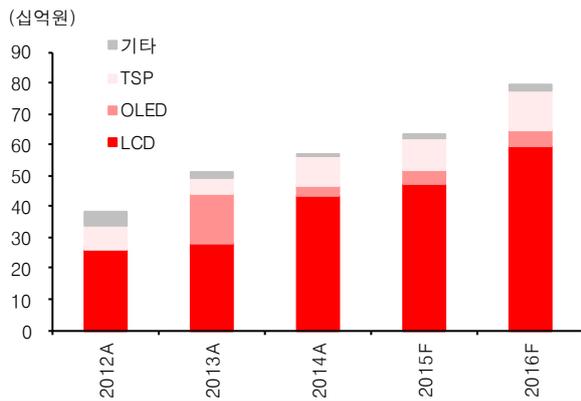
자료: 유진투자증권

도표 9 실적 회복과 함께 높은 수익성 유지 전망



자료: 유진투자증권

도표 10 LCD 산업이 성장을 견인

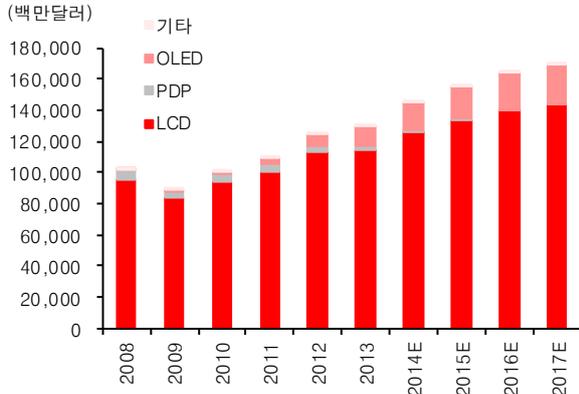


자료: 유진투자증권



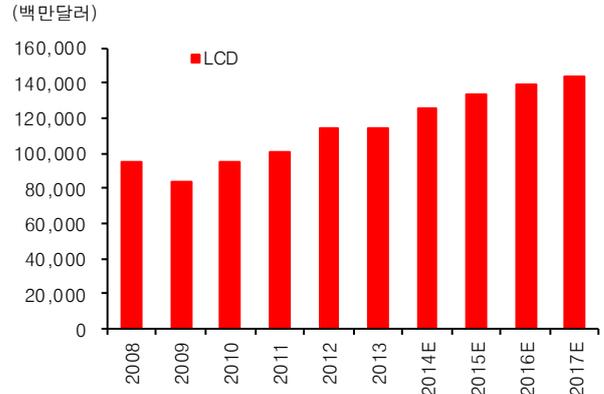
중국 시장 성장과 함께 실적 성장

도표 11 디스플레이 시장은 여전히 견제



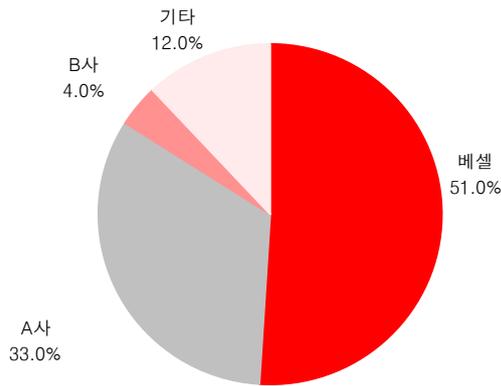
자료: DisplaySearch, 유진투자증권

도표 12 LCD 산업의 성장은 여전히 지속



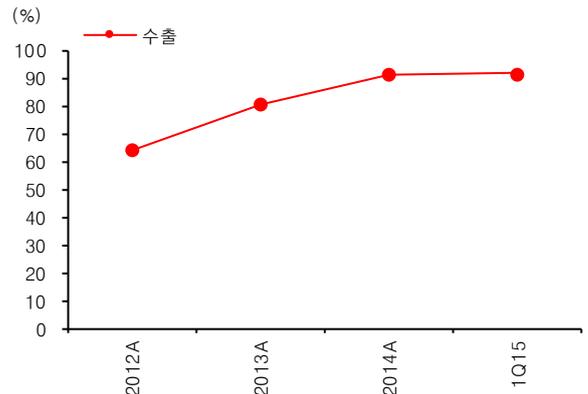
자료: DisplaySearch, 유진투자증권

도표 13 중국 LCD In-line System M/S 1위



자료: 회사 IR Book, 유진투자증권

도표 14 수출 비중이 90%대, 중국향이 대부분



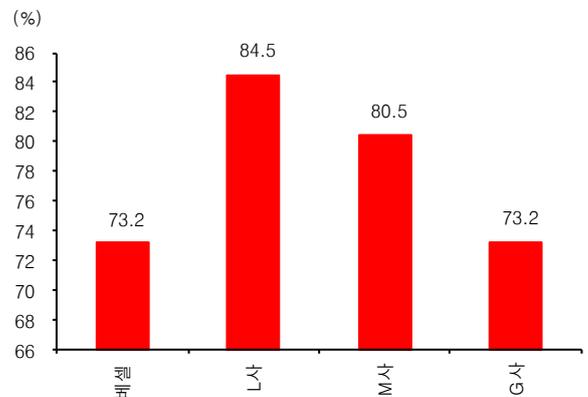
자료: 회사 IR Book, 유진투자증권

도표 15 중국 11개소 CS 센터 운영



자료: 회사 IR Book, 유진투자증권

도표 16 경쟁업체 대비 가격 경쟁력 확보



자료: 회사 IR Book, 유진투자증권



도표 17 중국 내 메이저 8개 패널업체, 20여개 공장에 In-Line System 공급

No.	Maker	공장	제품	지역
1	BOE	B1	LCD	북경
2		B2	LCD	성두
3		B3	LCD	허페이
4		B4	LCD	북경
5		B5	LCD	허페이
6		B6	LCD	오르도스
7		B8	LCD	충칭
8			B5 OLED	OLED
9		TM1	TSP	허페이
10	CEC-PANDA	G108	LCD	남경
11	TIANMA	SH-TIANMA	LCD	상하이
12		CD-TIANMA	LCD	성도
13		WH-TIANMA	LCD	우한
14		XM-TIANMA	LCD	하문
15	CSOT	T1	LCD	심천
16		T2	LCD	심천
17	SVA-FF	CA FAB	LCD	상하이
18	ARROW	F1	LCD	상하이
19	LGD	CA FAB	LCD	광저우
20	LG 이노텍	PKG FAB	LED	해주

자료: 회사 IR Book, 유진투자증권

도표 18 타사

구분	베셀	A社	B社	C社	D社	E社	F社
LCD	Cell In-Line		O				
	CF Photo In-Line	O (양자구조)	O	O			
	Bake Oven	O (국산화)			O		
	Edge Grinder	O				O	
OLED	In-Line	O (중국 내 독점)					
	고온 Oven	O (국책과제)				O	O
TSP	Direct Bonding Line	O (중국 내 독점)					
	OGS Grinder	O (양자구조)				O	

자료: 회사 IR Book, 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만	81%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만	16%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만	1%

(2015.3.31 기준)