와이솔 (122990)

5G 시대 개막 직전

▶Analyst 김정현 Jeonghyeon@hanwha.com 3772-7639

Buy (신규)

목표주가(신규): 23,000원

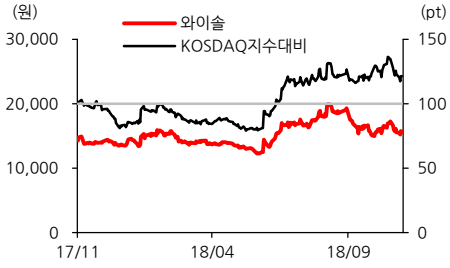
현재 주가(11/29)	15,650원
상승여력	▲ 47.0%
시가총액	3,781억원
발행주식수	24,157천주
52 주 최고가 / 최저가	19,950 / 12,300원
90 일 일평균 거래대금	67.36억원
외국인 지분율	16.6%
주주 구성	
대덕지디에스(주)(외 4 인)	23.2%
베어링자산운용(외 2 인)	5.0%
와이솔 자사주	2.1%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.3	-17.2	15.5	6.3
상대수익률(KOSDAQ)	-6.1	-3.8	35.6	17.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	436	446	441	496
영업이익	43	53	58	66
EBITDA	77	90	71	123
지배주주순이익	32	45	46	56
EPS	1,452	1,938	1,918	2,312
순차입금	31	-10	-15	-39
PER	10.2	7.3	8.2	6.8
PBR	2.1	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.7	3.7	5.1	2.8
배당수익률	1.7	1.8	1.6	1.6
ROE	22.1	23.6	19.2	19.5

주가 추이



2019 년은 주요 통신사들이 5G 상용화 서비스를 시작하는 첫 해입니다. 5G 는 앞으로 5 년 이상 지속되는 장기투자 속에 모바일, 자율주행차, 스마트시티, 스마트공장을 연결하는 인프라로 성장할 것입니다. Sub-six 와 mmWave 등 대응 주파수 영역이 많아지면서 중장기적으로 통신 필터 수요 확대도 예상됩니다. 통신 세대 변화와 함께 성장가도를 달리는 와이솔에 대해 긍정적인 투자의견을 전합니다.

국내 유일 통신 필터 제조 업체

와이솔은 RF 솔루션 제품을 전문으로 설계/제조하는 업체다. 주력 제품인 SAW Filter는 특정 주파수만을 선택적으로 통과시키도록 하는 RF 모듈 핵심 부품이다. 2018년 상반기 매출액 비중은 SAW Filter 제품군 83%, IoT 모듈 제품군 17% 수준으로 추정된다. 필터 제품군은 중장기적으로 동사의 실적 성장을 견인할 것이다. 필터는 통신 세대가 업그레이드 될 때마다 주파수 대응 영역이 늘어나면서 수요가 증가하며, 5G에서는 LTE-A 대비 30~40% 이상 수요가 늘 것으로 기대된다.

2019년, 5G 수혜가 시작되는 해

우리는 동사의 2019년 실적으로 매출액 4956억 원, 영업이익 655억 원을 전망한다. 영업이익은 전년대비 13% 성장한 수준이다. SAW Filter 매출은 전년대비 14% 성장한 4242억 원을 예상하며, 신규 필터 판매 증가로 수익성 개선도 기대된다. 듀플렉서(Duplexer)와 스위치IC가 결합된 FEMiD의 표준화 작업에 성공하면 매출 확대는 더 크게 나타날 것이다. 현재 고객사와 협력중인 피에조 스피커는 내년부터 양산 매출이 기대되고, 초고주파 영역 대응을 위한 BAW Filter는 2020년부터 본격적으로 매출에 기여할 것이다.

목표주가 2만 3천원, 투자의견 BUY로 신규 커버리지 개시

와이솔에 대해 목표주가 2만 3천원, 투자의견 BUY를 제시하며 조사분석을 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 실적 기준 EPS에 과거 LTE-A가 도입되던 때 동사가 받았던 밸류에이션 10배를 적용해 산출했다. 동사는 통신 세대가 전환될 때마다 실적 성장과 함께 밸류에이션 재평가를 받았다. 2019년은 5G 상용화가 시작되는 첫 해며, 본격적으로 5G 모듈 핵심 부품으로 평가 받는 BAW Filter 양산이 가시권에 들어오면 동사의 밸류에이션이 프리미엄을 받을 것으로 기대된다.

통신 세대 전환 수혜 지속

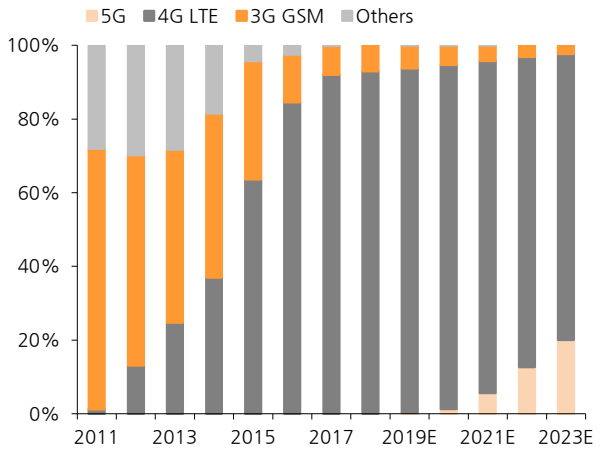
5G 수혜가 기대되는 국내 유일 통신 필터 전문 업체

우리는 와이솔이 통신 필터 전문 업체로서 중장기적으로 성장할 수 있다고 판단한다. 2019년부터 글로벌 이동통신사업자들의 5G 상용화에 맞춰 5G 스마트폰 출시가 시작되면, 통신 필터 수요가 한층 더 커질 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 주력 제품인 SAW Filter(Surface Acoustic Wave Filter: 표면 탄성파 여과기)는 스마트폰 1대당 통신 세대별로 3G 20개, 4G(LTE) 30개, 4G(LTE-A) 45개 5G에서는 BAW Filter를 포함해서 70개가 필요한 것으로 추정된다. 고주파 대응 수요가 커지면서 모듈 제품 수요도 확대되고 있기 때문에 평균판매가격 상승 수혜도 기대한다.

SAW Filter는 휴대폰 통신 시 특정 주파수만을 통과시키도록 하는 핵심 RF 부품으로 통신 기능이 발전할수록 수요가 증가했다. 예를 들어 3G에서 4G로 통신 세대가 전환되더라도 4G가 제공되지 못하는 지역에서는 여전히 3G 서비스가 필요하기 때문이다. 또한, Wi-Fi, 블루투스, NFC, 해외 로밍 등 다양한 기능이 추가될수록 수요가 같이 증가했다. 5G에서는 2.5~6GHz와 25GHz 이상의 고주파 영역이 통신에 활용될 것이다. 이를 위해서는 고주파 대역에서 사용이 가능한 BAW Filter(Bulk Acoustic Wave: 체적탄성파여과기)가 새롭게 필요할 것으로 예상된다.

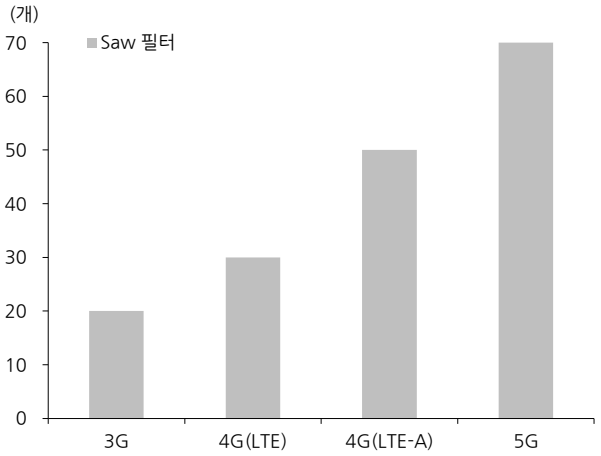
우리는 동사가 BAW Filter 양산 매출에 성공할 가능성이 높다고 판단한다. 1) 동사는 2015년 1월 국내 기업 최초로 퀄컴의 IoE 파트너로 등록되면서 기술력을 입증한 바 있고, 2) 글로벌 SAW Filter 시장에서 Murata, RF360에 이은 3위를 유지하면서 양산 능력도 확보했기 때문이다. 3) 5G 초기 영역에 대응할 수 있는 TC-SAW Filter 까지는 이미 준비된 것으로 추정되기 때문에 그 이후 영역에 대한 대응도 가능하다고 판단한다.

[그림51] 글로벌 스마트폰 판매량 내 통신 세대별 비중 전망



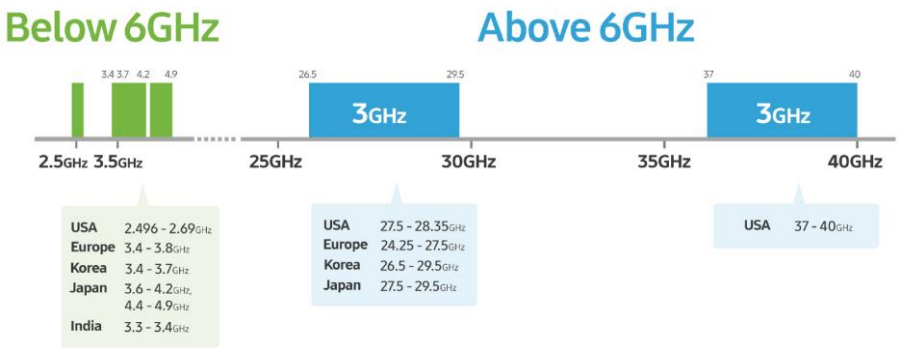
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 통신 세대별 필터 수요는 지속적으로 증가



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 통신 세대의 진화에 따라 주파수 대응 영역이 많아져



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

실적전망 및 밸류에이션

2019년 실적으로 매출액 4956억 원, 영업이익 655억 원 전망

우리는 와이솔의 2019년 실적으로 매출액 4956억 원, 영업이익 655억 원을 전망한다. 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 12.5%, 13.2% 성장한 수준이다. 부문별 매출액은 SAW Filter 4242억 원, IoT 모듈 597억 원, 신규제품 108억 원으로 전망한다. SAW Filter는 TC-SAW와 통신 모듈 제품 수요 확대를 바탕으로 전년대비 14% 성장할 것으로 기대된다. 향후, 피에조 스피커의 고객군이 더 확대되고 2020년부터 BAW Filter 매출이 본격화되면 통신세대가 4G로 전환된 시기와 같이 2~3년간 고성장 구간에 진입할 것으로 예상한다.

목표주가 2만 3천원 제시

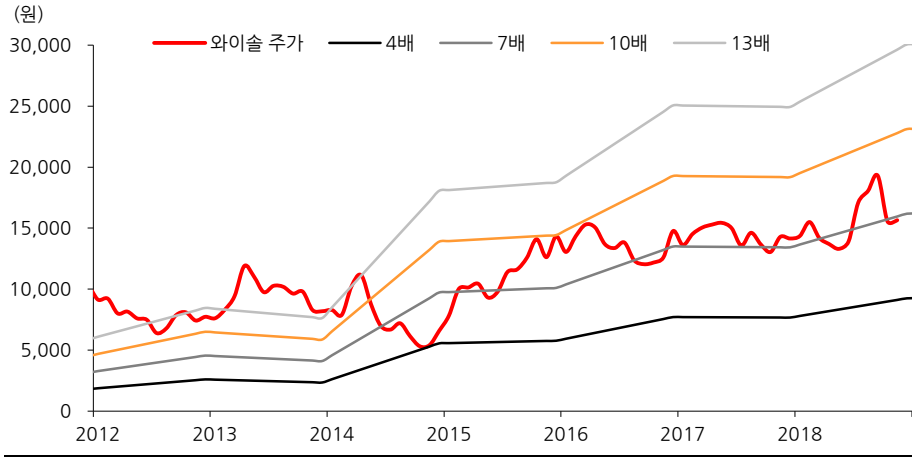
동사의 2019년 예상실적 기준 PER은 7배다. 과거 LTE-A가 도입되던 시기에 동사가 받았던 밸류에이션 9~10배 수준에 비하면 30% 할인된 수준이다. 5G는 2019년부터 상용화가 시작되고, 2020년부터는 본격적으로 필터 수요가 크게 늘어날 것으로 기대된다. 동사가 내년 하반기부터 BAW Filter 제품군에서 가시적인 성과를 보여준다면 밸류에이션이 상향될 여지가 크다고 판단한다. 동사의 2019년 예상실적 기준 EPS에 과거 동사가 LTE-A로 통신세대가 전환되던 시기에 받았던 평균 밸류에이션 10배를 적용한 2만 3천원을 목표주가로 제시한다.

[표10] 와이솔의 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억 원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**101.6**	**115.7**	**119.6**	**103.8**	**109.8**	**122.9**	**137.3**	**125.7**	**446.1**	**440.6**	**495.6**
(QoQ)	*-3.5%*	*13.9%*	*3.4%*	*-13.2%*	*5.8%*	*11.9%*	*11.8%*	*-8.5%*			
(YoY)	*-13.7%*	*15.1%*	*-2.5%*	*-1.4%*	*8.1%*	*6.2%*	*14.8%*	*21.1%*	*2.4%*	*-1.2%*	*12.5%*
Saw filter	80.1	99.4	102.2	90.5	92.8	106.8	118.7	105.9	348.3	372.2	424.2
Baw filter					0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0	0.9
RF module	21.5	16.3	17.4	13.3	14.9	14.0	16.7	14.0	97.8	68.5	59.7
기타					2.0	2.0	1.9	4.8	0.0	0.0	10.8
매출 비중 (%)											
Saw filter	78.9	85.9	85.5	87.2	84.6	86.9	86.4	84.3	78.1	84.5	85.6
Baw filter					0.0	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0	0.2
RF module	21.2	14.1	14.5	12.8	13.6	11.4	12.2	11.2	21.9	15.5	12.0
기타					1.8	1.6	1.4	3.9	0.0	0.0	2.2
영업이익	**11.7**	**14.3**	**21.5**	**10.4**	**13.7**	**16.0**	**22.0**	**13.8**	**52.6**	**57.9**	**65.5**
(QoQ)	*-38.7%*	*22.5%*	*50.0%*	*-51.7%*	*32.3%*	*16.4%*	*37.5%*	*-37.1%*			
(YoY)	*0.8%*	*45.2%*	*78.5%*	*-45.6%*	*17.4%*	*11.5%*	*2.3%*	*33.2%*	*22.1%*	*10.1%*	*13.2%*
영업이익률	*11.5%*	*12.4%*	*18.0%*	*10.0%*	*12.5%*	*13.0%*	*16.0%*	*11.0%*	*11.8%*	*13.1%*	*13.2%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 12 개월 예상실적 기준 PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

기업 개요

국내 유일 RF 솔루션 전문 설계/제조 업체

와이솔은 휴대폰에서 사용되는 RF 솔루션 제품을 전문으로 설계/제조하는 업체다. 동사가 주력으로 생산하는 SAW Filter는 고주파 기술을 기반으로 특정 주파수만을 통과시키는 핵심RF 부품이다. 동사는 2008년 6월 설립된 이후, 같은 해 8월에 삼성전기로부터 'SAW Filter 사업'을 인수했다. 2009년에 중국법인을 설립하고 삼성전자 협력업체로 등록되었으며, 2011년 7월에 4G가 상용화되기 시작하면서 통신 필터 수요가 증가하고 TV용 RF Module 사업을 시작하면서 매출액 1000억 원을 달성했다. 2012년에는 제 2 공장을 준공하면서 본격적인 외형성장이 시작되었다.

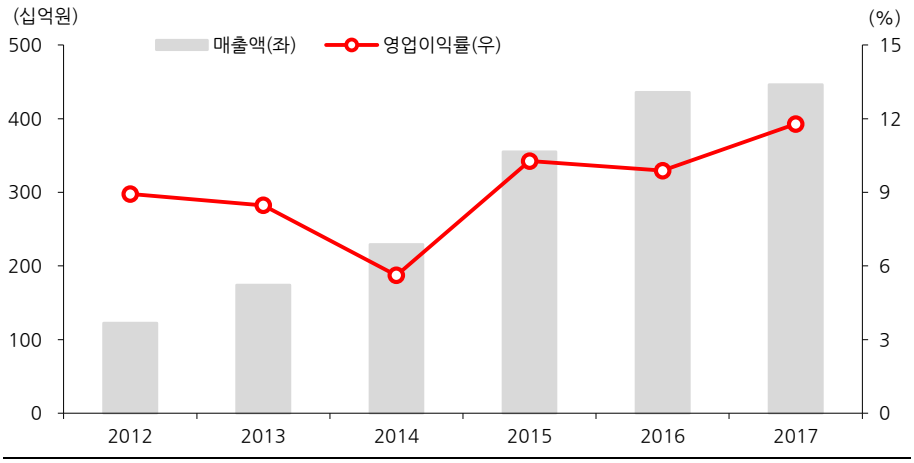
동사가 가파른 실적 성장에 성공한 해는 2015년이다. 2015년 매출액은 3550억 원으로 전년대비 55% 성장했으며, 영업이익도 전년대비 183% 성장한 365억 원을 기록했다. 중국 LTE 스마트폰 수요가 견조하게 유지되고, SLM 및 Divesity FEM 등 신제품 수요가 확대되면서 SAW Filter 사업군 매출액이 전년대비 80% 성장했기 때문이다. 앞으로도 동사의 실적 성장은 계속될 것이다. 2019년은 모바일 5G가 선보이는 첫 해이며, 5G는 향후 자율주행차, 스마트시티, 스마트 팩토리 등 다양한 데이터 사업자가 참여하는 인프라 시장이 될 것이다. 5G에서 주파수 대응 영역은 Sub-six 뿐만 아니라 mmWave 까지도 확대가 되는 반면 이에 대응 가능한 필터를 제조할 수 있는 업체는 전세계에서 손에 꼽히기 때문에 수혜가 클 것으로 기대한다.

[표11] 회사 개요

구분	주요 내용
회사명	와이솔
설립일	2008년 6월 20일
자본금	120억 원
사업영역	RF(Radio Frequency: 무선 주파수) 솔루션 제품의 개발 및 판매
소재지	경기도 오산시 가장로 531-7번지(가장동)
직원 수	한국 686명, 중국 604명, 베트남 393명
홈페이지	www.wisol.co.kr

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 와이솔의 실적 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	355	436	446	441	496
매출총이익	65	76	97	107	115
영업이익	36	43	53	58	66
EBITDA	61	77	90	71	123
순이자수익	-2	-2	-2	0	0
외화관련손익	-2	-3	-6	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	29	37	50	58	66
당기순이익	29	32	45	46	56
지배주주순이익	29	32	45	46	56
증가율(%)					
매출액	54.7	22.7	2.4	-1.2	12.5
영업이익	183.2	18.0	22.1	10.2	13.2
EBITDA	91.0	26.1	17.6	-21.1	71.6
순이익률	136.7	11.6	40.0	3.9	20.3
이익률(%)					
매출총이익률	18.3	17.5	21.7	24.2	23.1
영업이익률	10.3	9.9	11.8	13.1	13.2
EBITDA 마진	17.2	17.7	20.3	16.2	24.7
세전이익률	8.3	8.6	11.1	13.1	13.2
순이익률	8.0	7.3	10.0	10.5	11.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	117	133	143	153	194
현금성자산	33	54	64	71	95
매출채권	48	45	50	45	55
재고자산	36	32	29	33	40
비유동자산	159	166	200	244	266
투자자산	12	14	21	22	23
유형자산	143	146	173	216	236
무형자산	4	5	6	6	7
자산총계	276	299	343	398	460
유동부채	138	105	113	133	146
매입채무	62	48	56	58	71
유동성이자부채	74	52	46	55	55
비유동부채	6	36	11	4	4
비유동이자부채	5	33	8	1	1
부채총계	144	140	124	137	151
자본금	10	10	11	12	12
자본잉여금	43	45	69	70	70
이익잉여금	83	109	148	187	237
자본조정	-3	-5	-8	-8	-8
자기주식	-5	-7	-7	-7	-7
자본총계	132	158	219	260	310

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	33	72	85	97	109
당기순이익	29	32	45	46	56
자산상각비	25	34	38	13	57
운전자본증감	-22	7	1	82	-4
매출채권감소(증가)	-11	-2	-7	2	-10
재고자산감소(증가)	2	3	3	5	-7
매입채무증가(감소)	7	0	-2	-11	12
투자현금흐름	-31	-54	-56	-86	-79
유형자산처분(취득)	-21	-49	-58	-85	-74
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-2	-4
투자자산 감소(증가)	-6	-3	8	1	0
재무현금흐름	5	1	-12	-3	-6
차입금증가	0	5	-31	2	0
자본증가	5	1	19	-5	-6
배당금지급	2	6	5	6	6
총현금흐름	61	73	93	22	113
(-) 운전자본증가(감소)	-22	6	-13	-8	4
(-) 설비투자	25	58	67	87	74
(+) 자산매각	3	9	6	1	-4
Free Cash Flow	61	18	46	-56	31
(-) 기타투자	47	-11	17	-73	1
잉여현금	14	29	29	17	30
NOPLAT	35	37	47	47	56
(+) Dep	25	34	38	13	57
(-) 운전자본투자	-22	6	-13	-8	4
(-) Capex	25	58	67	87	74
OpFCF	56	7	31	-19	35

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	1,397	1,452	1,938	1,918	2,312
BPS	6,379	7,117	9,114	10,813	12,874
DPS	200	250	250	250	250
CFPS	2,981	3,290	4,051	930	4,674
ROA(%)	11.9	11.2	13.9	12.5	13.0
ROE(%)	26.0	22.1	23.6	19.2	19.5
ROIC(%)	21.3	20.2	23.9	20.7	21.8
Multiples(x, %)					
PER	10.3	10.2	8.1	8.2	6.8
PBR	2.2	2.1	1.7	1.4	1.2
PSR	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
PCR	4.8	4.5	3.9	16.8	3.3
EV/ EBITDA	5.6	4.7	4.1	5.1	2.8
배당수익율	1.4	1.7	1.6	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	108.8	88.8	56.5	52.8	48.5
Net debt/Equity	34.8	19.3	-4.5	-5.8	-12.7
Net debt/EBITDA	75.4	39.7	-10.9	-21.1	-32.0
유동비율	85.0	126.8	126.6	115.3	132.9
이자보상배율	14.3	19.0	23.5	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	79.8	73.2	71.1	72.3	69.4
현금+투자자산	20.2	26.8	28.9	27.7	30.6
자본구조(%)					
차입금	37.3	34.8	19.7	17.8	15.3
자본금	62.7	65.2	80.3	82.2	84.7

주: IFRS 연결 기준