

와이솔(122990.KQ)

매수(신규)
TP 22,000

- ✓ Growth Call
- ✓ Long-term Issue



5G 시그널, 기대해

가전/IT부품 담당 김민경

T.02)2004-9583
kim.min-kyeong@shinyoung.com

와이솔은 RF(Radio Frequency) 부품을 설계, 제조하는 회사로 국내 유일한 SAW 필터 생산 기업. 2019년 5G시대가 도래하면서 스마트폰을 포함한 5G 관련 단말기들이 수신하는 주파수 대역이 확대돼 해당 주파수 대역을 받을 수 있는 SAW 필터의 수요 증가 예상. 5G 스마트폰 판매가 본격화 되는 내년부터 동사의 외형 성장이 기대됨. ① 2분기부터 5G 스마트폰 출시 및 중국 내수 부양 정책으로 인한 수요 개선세가 나타나 하반기에 SAW 필터 매출 성장 가능, ② 올해 피에조스피커 모듈 신제품을 LG전자 G8에 공급하기 시작했고 하반기 중국 스마트폰 고객사 추가 확보 기대. 투자 의견 매수와 목표주가 22,000원을 제시하며 커버리지 개시



[리포트의 주요 관점]

Value Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)과 주가의 괴리에 대한 분석
Growth Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)의 변화에 대한 분석
Update Call : 업황 및 기업 이슈 등에 대한 업데이트와 영향 등에 대한 분석

[리포트의 주요 초점]

Short-term Issue: 6개월 이내 이슈 등에 초점
Mid-term Issue: 1년 이내 이슈 등에 초점
Long-term Issue: 중장기 이슈 등에 초점

와이슬(122990.KQ)

■ 국내 유일한 SAW 필터 생산 기업

와이슬은 스마트폰 RF(Radio Frequency) 부품을 설계, 제조하는 회사. 스마트폰에서 송수신되는 신호 중 필요한 특정 주파수만을 필터링 해주는 SAW 필터가 주력 제품. SAW 필터 매출은 전체에서 84% 차지

■ 5G 도입에 따른 SAW 필터 채용 증가

2019년 5G 시대가 도래하면서 스마트폰을 포함한 5G 관련 단말기들이 수신하는 주파수 대역이 확대돼 해당 주파수 대역을 받을 수 있는 SAW 필터 수요 증가가 예상됨. 2G 10개, 3G 20개, 4G(LTE) 30개, 4.5G 45개가 채용. 그리고 5G 도입되면서 55개로 확대

■ 2019년 매출액은 5.7% 감소, 영업이익은 11.9% 감소 전망

2분기는 SAW 필터 탑재된 갤럭시 A시리즈 판매 호조 및 중국 스마트폰 수요 개선 기대되면서 매출액은 1,156억원(+22.6% QoQ), 영업이익은 139억원(+110.7% QoQ) 기록할 전망. 2019년은 ① IT 기기의 경박단소화로 SAW 필터 모듈 수요 확대에 따른 제품 믹스 개선 ② 3월부터 신규 아이템 피에조스피커 모듈을 LG전자 G8에 공급, 하반기에 중국 고객사 추가 확보로 신규 매출 발생 예상 ③ 단, IoT 사업 양도로 연간 매출액은 4,091억원(-5.7% YoY), 영업이익은 472억원(-11.9% YoY) 기록할 전망

■ 투자 의견 매수, 목표주가 22,000원 제시

와이슬에 대한 매수의견과 목표주가 22,000원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 2019년과 2020년 예상 실적 기준 평균 EPS에 12배를 적용하여 산정함

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	446.1	433.6	409.1	431.6	500.2
영업이익(십억원)	52.6	53.6	47.2	54.3	60.4
세전순이익(십억원)	49.7	55.4	50.4	57.8	64.3
지배순이익(십억원)	44.6	45.3	41.1	47.2	52.5
EPS(원)	1,928	1,878	1,703	1,953	2,173
증감률(%)	33.6	-2.6	-9.3	14.7	11.2
ROE(%)	23.6	18.9	14.8	15.0	14.6
PER(배)	7.0	8.2	9.4	8.2	7.4
PBR(배)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.5	3.8	3.1	2.5	2.1

매수(신규)

현재주가(5/21) 16,050원
 목표주가(12M) 22,000원

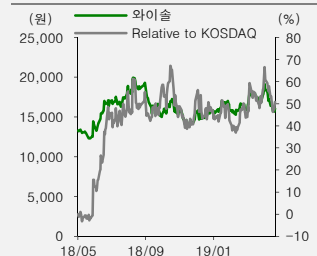
Key Data (기준일: 2019. 5. 21)

KOSPI(pt)	2061.25
KOSDAQ(pt)	703.98
액면가(원)	500
시가총액(억원)	3,877
발행주식수(천주)	24,157
평균거래량(3M, 주)	645,832
평균거래대금(3M, 백만원)	11,266
52주 최고/최저	19,950 / 12,300
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(19F, %)	1.6
외국인지분율(%)	13.7
주요주주 지분율(%)	
대덕전자 외 3인	23.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.3	-2.4	2.2	15.5
KOSDAQ대비상대수익률	-0.7	3.6	1.0	43.2

Company vs KOSDAQ composite



I . 투자 의견 및 Valuation

신규 커버리지 제시, 목표주가 22,000원

투자 의견 매수
 목표주가 22,000원

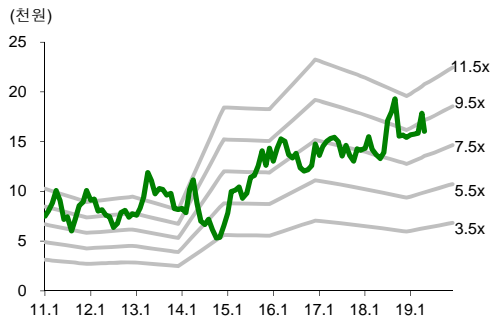
와이슬에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2019년과 2020년 예상 실적 기준 평균 EPS에 12배를 적용하여 22,000원으로 산정하였다. 12배는 2011-2014년 스마트폰 세트 시장 성장과 LTE 침투율이 동반 상승했던 시기 평균 밸류에이션 15배에서 20% 할인하여 산출했다. 올해부터 5G 도입이 시작되지만 스마트폰 세트 출하량 성장을 기대하기는 어려워 20% 할인을 적용했다.

도표 1. 와이슬 목표주가 산정

구분	가격/배수
2019년, 2020년 예상 평균 EPS(원)	1,828
Target PER(배)	12
적정주가(원)	21,939
목표주가(원)	22,000

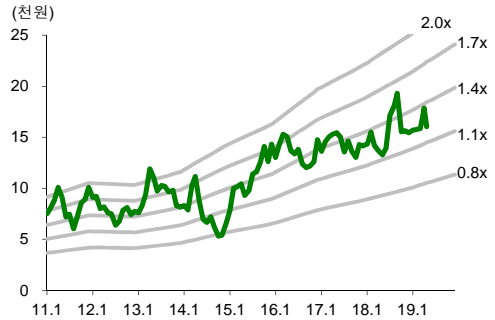
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 와이슬 12개월 Fwd PER Band Chart



자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 와이슬 12개월 Fwd PBR Band Chart



자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 와이슬 Peer 그룹 실적 및 Valuation

(단위: 십억원, 십억달러)

기업		와이슬	Murata	TDK	Taiyo yuden	Skyworks	Qorvo	평균
Coverage								
투자의견		매수						
목표주가(원)		22,000						
주가 (원, 달러)	5/20	15,700	42.2	72.9	17.8	68.0	61.3	
매출액	2018A	433.6	12.4	11.5	2.2	3.9	3.0	
	2019F	409.1	14.2	12.5	2.5	3.6	3.1	
	2020F	431.6	14.8	12.8	2.7	3.8	3.2	
영업이익	2018A	53.6	1.5	0.8	0.2	1.3	0.1	
	2019F	47.2	2.4	1.0	0.3	1.3	0.2	
	2020F	54.3	2.6	1.1	0.3	1.4	0.8	
순이익	2018A	45.3	1.3	0.6	0.1	0.9	0.0	
	2019F	41.1	1.9	0.7	0.2	1.0	0.1	
	2020F	47.2	2.0	0.8	0.2	1.3	0.7	
EPS	2018A	1,878	2.1	4.5	1.3	5.1	-0.3	
	2019F	1,703	2.9	5.9	1.7	5.5	1.1	
	2020F	1,953	3.1	6.2	1.9	7.4	6.0	
ROE (%)	2018A	18.9	10.4	7.8	10.1	22.5	-0.8	11.5
	2019F	14.8	13.5	9.7	12.6	27.5	2.9	13.5
	2020F	15.0	13.1	9.4	12.8	29.2	15.8	15.9
P/E (X)	2018A	8.2	21.2	19.1	13.0	14.0	97.7	28.9
	2019F	9.4	17.0	13.3	11.5	10.2	32.6	15.7
	2020F	8.2	13.4	11.4	9.0	9.1	10.3	10.2
P/B (X)	2018A	1.4	2.1	1.5	1.2	3.9	1.9	2.0
	2019F	1.3	2.2	1.2	1.3	2.9	2.0	1.8
	2020F	1.1	1.7	1.0	1.1	2.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	2018A	3.8	9.4	6.6	5.4	6.3	7.3	6.5
	2019F	3.1	7.3	5.5	4.2	6.9	7.3	5.7
	2020F	2.5	6.8	4.9	3.6	6.3	7.2	5.2

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주) 와이슬을 제외한 기업들의 예상치는 Bloomberg 컨센서스를 준용하였음 (2019.5.20일자 기준)

와이솔에 대한 투자포인트는 다음과 같다.

5G 시대 본격화
SAW 필터 수요는 증가

5G시대가 도래하면서 스마트폰을 포함한 5G 관련 단말기들이 수신하는 주파수 대역이 확대돼 해당 주파수 대역을 받을 수 있는 SAW 필터의 수요는 증가할 수 밖에 없다.

SAW 필터 탑재량 증가
BAW필터, TC-SAW
필터 신규 채용

따라서, 첫째, SAW 필터 탑재량 증가로 매출 확대, 수익성 개선을 기대할 수 있다. 4G에서는 45개의 SAW 필터가 채용되었지만, 5G에서는 55개의 SAW 필터 채용이 예상된다. 특히, 5G에서는 고주파 영역의 수요에 대응하기 위한 기술이 필요하고, 이로 인해 BAW 필터와 TC-SAW 필터의 신규 채용이 예상된다. BAW 필터와 TC-SAW 필터는 SAW 필터에 비해 단가가 1.5-3배 높아 추가 매출 성장 및 수익성 개선이 가능하다. 또한, IT 기기의 경박단소화로 인해 SAW 필터 모듈에 대한 수요가 확대되면서 점진적인 수익성 개선이 기대된다.

베젤리스 스마트폰이
트렌드로 자리잡으면
피에조스피커 수요는 증가

둘째, 베젤리스 스마트폰이 트렌드로 자리잡으면서 피에조스피커의 수요가 점진적으로 확대돼 신규 매출 성장을 기대해볼 수 있다. 스마트폰에 스피커가 사라지면 방수/방진 구현이 용이하고 베젤리스가 가능해지기 때문에 현재 LG전자 G8뿐만 아니라 중국 스마트폰 업체들이 올해 본격적으로 채용을 확대해나가고 있는 상황이다. 뿐만 아니라, 향후 스마트폰에서 TV로 Application 확장이 가능해 향후 신성장 동력으로 기대할 수 있다.

도표 5. 이동통신 세대 추이

	1세대	2세대	3세대	4세대	5세대
최고 전송속도	14.4Kbps	144Kbps	14Mbps	75Mbps	1Gbps
가능 서비스	음성	음성, 텍스트 문자	멀티미디어 문자, 음성, 화상통화	음성, 데이터, 실시간 동영상	홀로그램, 사물인터넷, 입체 영상
상용화 시기	1984년	2000년	2006년	2011년	2020년

자료: 신영증권 리서치센터 정리

II. 기업소개

RF 부품을 생산하는 업체
 주로 SAW 필터를
 생산 및 판매

와이슬은 2008년 삼성전기에서 분사해 설립되었으며 RF(Radio Frequency) 부품을 생산하는 통신부품 업체다. 주요 사업으로는 스마트폰에 채용되는 SAW Filter(Surface Acoustic Wave Filter, 표면 탄성파 여과기), Duplexer, 이들을 반도체소자와 집적한 SAW 필터 모듈을 생산 및 판매하는 SAW 사업과 Smart TV 등에 채용되는 BT Module, WiFi Module 등 제품을 생산 및 판매하는 IoT 사업, 신규 사업인 피에조스피커 모듈 사업을 영위하고 있다. 단, 적자 사업부인 IoT 사업부를 6월 30일에 매각 예정이다.

2018년 기준, SAW 필터 매출액은 3,632억원으로 전체 매출액의 83.8%, IoT 모듈 매출액은 704억원으로 전체 매출액의 16.2%를 차지하고 있다.

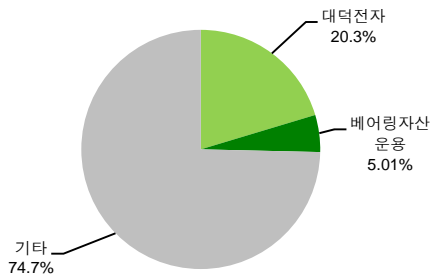
주주구성은 2018년 기준 최대주주(대덕GDS) 및 특수 관계인 23%, 외국인 10%, 국내 기관 17%, 자사주 2%, 기타 및 소액주주 48%로 구성되어 있다.

도표 6. 와이슬 기업 개요

회사명	와이슬
설립일	2008.06.20
주소	경기도 오산시 가장로 531-7
주요 사업부문	SAW 필터 제품, RF 모듈 제품
대표이사	김지호
매출액	4,336억원(2018년 기준)
직원수	679명

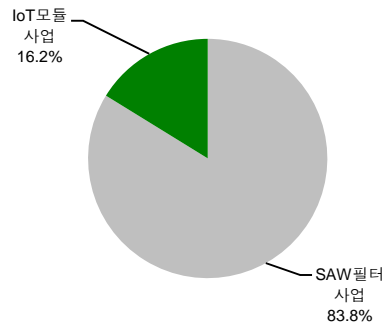
자료: 와이슬, 신영증권 리서치센터

도표 7. 주주 구성 (2018년 기준)



자료: 와이슬, 신영증권 리서치센터

도표 8. 매출액 구성 (2018년 기준)



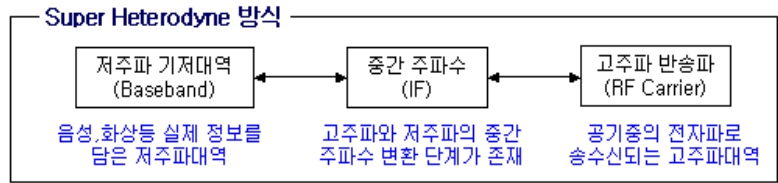
자료: 와이슬, 신영증권 리서치센터

1. SAW Filter 사업

RF 모듈은 무선통신을 하기 위한 부품 모듈

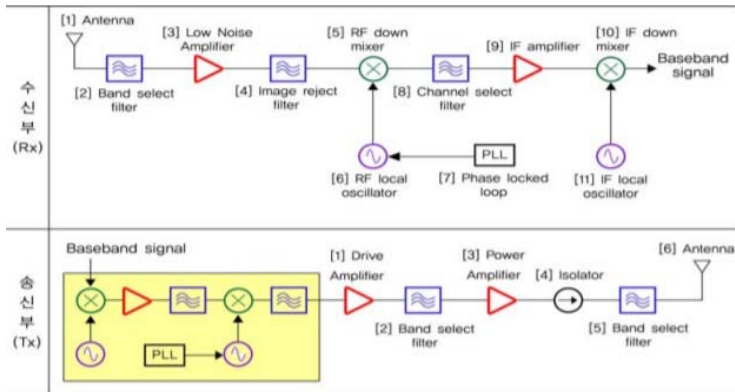
RF 모듈은 무선통신을 하기 위한 부품 모듈로서 안테나, 스위치, 듀플렉서, 필터, 증폭기 등으로 구성된다. 전파 수신시 기지국에서 보내어진 고주파신호(Radio Frequency)를 수신하여 원하는 주파수 대역의 신호만을 분리한 뒤, 잡음을 제거하고 다시 원하는 신호만을 증폭하여 IF(Intermediate Frequency) 및 베이스밴드 부문으로 보내는 역할을 담당한다. 반대로 송신시에는 IF(중주파)로부터 받은 신호를 증폭시키고 불필요한 주파수를 걸러낸 뒤 필요한 신호만을 발송시키는 역할을 담당한다.

도표 9. 헤테로다인 통신시스템 방식



자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 10. RF 및 IF 송수신부 구조



자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

듀플렉서는 송수신신호 분리, SAW필터는 특정 주파수만 필터링

스마트폰의 경우 안테나가 RF 신호를 수신하면 Duplexer가 송수신 신호를 분리하고 SAW 필터가 원하는 신호만을 걸러낸 뒤, LNA(Low Noise Amplifier)가 잡음을 줄여 증폭시키면 RF 트랜시버를 거쳐 Baseband로 전달되는 구조다. 이 중, 동사가 주력하고 있는 제품이 SAW 필터다.

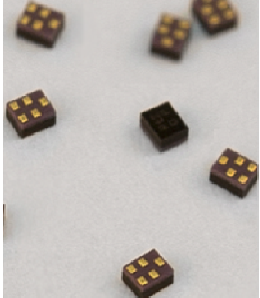
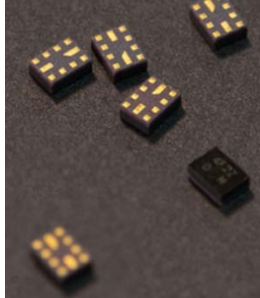
고객사는 삼성전자 60%,
중화 30%, LG전자 10%

SAW 필터는 스마트폰 안테나 밑에 위치해 스마트폰에서 송수신되는 신호 중 필요한 특정 주파수만을 필터링 해주는 RF 부품이다. Duplexer는 송신신호와 수신신호를 분리해 줌으로써 하나의 안테나를 통해 송신과 수신이 가능하도록 해주는 통신 부품이다. SAW 필터 사업에서 동사의 고객사는 삼성전자 60%, 중화권 30%, LG전자 10%를 차지하고 있다.

SAW 필터는 통신세대
변화에 더 큰 영향을 받아

SAW 필터는 스마트폰의 출하량보다 통신세대 변화에 더 큰 영향을 받는다. 통신세대가 진화하면 커버해야 할 주파수 대역이 많아지기 때문에 SAW 필터 탑재량도 비례해 증가한다. 2G 주파수에서는 SAW 필터 10개를 채용했다면 3G에서 20개, 4G(LTE), 4.5G로 가면서 주파수 대역폭 확대로 각각 30개, 45개가 채용되었다. 그리고 5G로 가면서 55개가 채용될 것으로 예상된다. 즉, 통신세대가 업그레이드되면 해당 탑재되는 필터수가 증가하면서 매출 성장이 가능한 구조다.

도표 11. Saw 필터 종류

Single 필터	Dual 필터	Duplexer	Multiplexer
			
입력된 여러 주파수 성분 중 원 하는 주파수 대역만 통과시키고 나머지 대역은 감쇄시켜주는 RF부품	Single 필터 두 개를 집적하여 소형화시킨 제품. <u>사이즈 소형 화 및 주파수 밴드 동시 동작 지원 가능</u>	휴대폰의 안테나 뒷단에 위치해 <u>송신신호와 수신신호를 분리해 줌으로써 하나의 안테나를 통해 송신과 수신이 가능하도록 해주 는 RF부품</u>	<u>주파수 대역을 동시에 2가지 이 상 사용하는 CA 지원을 위한 RF부품으로, 복수개의 Duplexer 가 집적된 RF부품</u>

자료: 신영증권 리서치센터 정리

2019년 5G 스마트폰
출하량은 410만대 수준

올해 데이터 전송속도가 LTE보다 20배 이상 빠른 5G 스마트폰이 도입되기 시작했고, 내년부터 세계 주요국에서 본격적으로 구축할 것으로 예상돼 5G 스마트폰 도입률은 빠르게 증가할 것으로 보고 있다. 시장조사업체 SA에 따르면, 5G 스마트폰 출하량은 2019년 410만대에서 2020년 2,570만대, 2023년에는 34,300만대까지 확대될 것으로 전망하고, 그 중, 한국의 5G 스마트폰 도입률은 2019년 5.5%에서 2020년 10.9%로 미국, 중국, 일본보다 빠르게 앞서 나갈 것으로 전망한다.

5G로 가면 고주파 영역
커버해야 하고 필터의 성능
좋아져야함

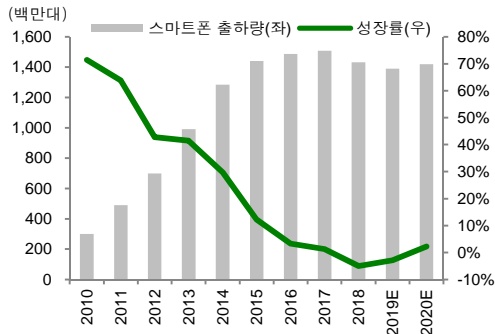
이렇게 5G 스마트폰 도입이 본격화되면 고주파 영역을 커버해야 하고, 고주파로 갈수록 필터의 성능은 좋아져야 하기 때문에 기존 SAW 필터 외에 고주파를 선별하는 BAW 필터와 온도에 강한 TC-SAW 필터에 대한 수요도 함께 증가할 수 밖에 없다.

도표 12. 5G 통신세대에 사용되는 필터 종류

종류	SAW 필터 (표면탄성파 필터)	TC-SAW 필터 (온도 보상 기준 표면탄성파 필터)	BAW 필터 (벌크탄성파 필터)
통신세대	2G, 3G, 4G	5G	5G
특징	표면에 전극을 형성하기 때문에 크기를 줄이는데 한계		신호를 수직으로 전달해 주파수의 특성을 최대한 활용 가능
장점	양산성이 좋음, 가격 경쟁력	온도에 강함	소형화 유리
주파수 대역	1.5GHz 이하 저주파 대역		2GHz 이상 고주파 대역
단점	온도 변화에 민감	SAW 필터보다 가격이 높음	공정 까다로워 가격이 높음

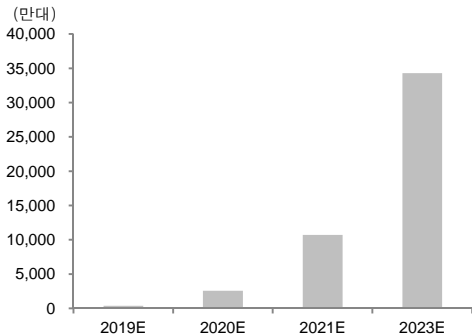
자료: 신영증권 리서치센터 정리

도표 13. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



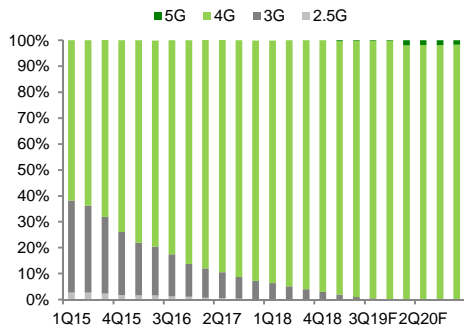
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 14. 5G 스마트폰 시장 규모 전망치



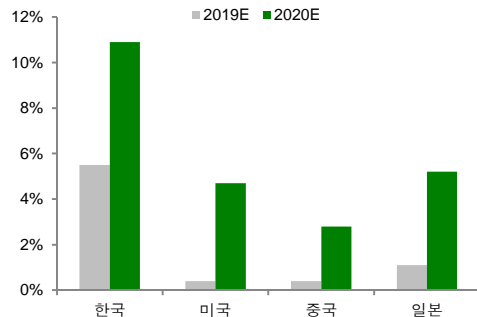
자료: SA, 신영증권 리서치센터

도표 15. 글로벌 통신세대 보급률 추이



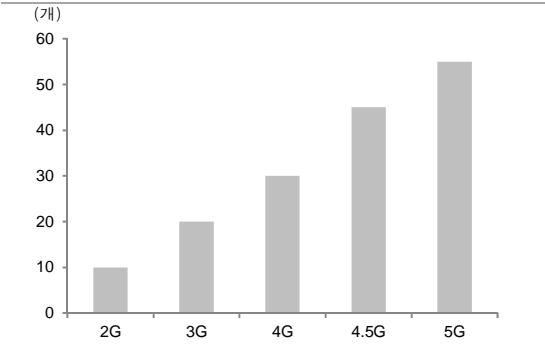
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 16. 주요 국가별 5G 스마트폰 도입률 전망치



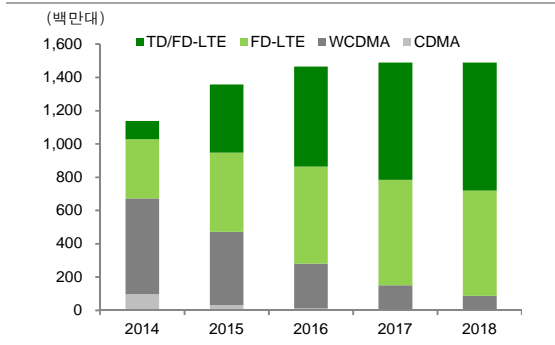
자료: SA, 신영증권 리서치센터

도표 17. 통신세대별 SAW 필터 탑재량



자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 18. 글로벌 통신 규격별 스마트폰 시장



자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

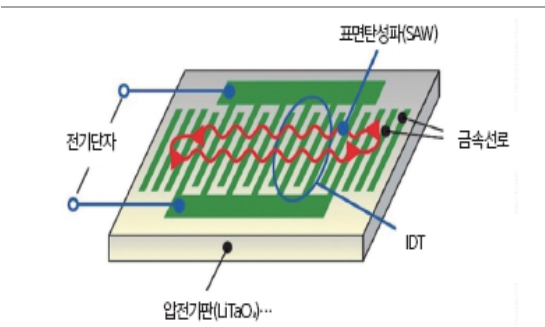
SAW 필터 국내에서는 와이솔이 유일한 공급 업체

SAW 필터는 기술 진입장벽이 높아 국내에서는 와이솔이 유일한 공급업체다. 글로벌 경쟁사로는 일본 Murata, RF360(일본 TDK와 미국 쉘컴 합작회사), 미국 Skyworks 등이 있다. 삼성전자 내에서 와이솔과 Murata의 M/S는 각각 30%, RF360의 M/S는 20%, Skyworks의 M/S는 20%를 차지하고 있다. 반면, 중국 시장은 일본 업체들이 선점하고 있으며 Murata와 Taiyo yuden이 각각 30%, 25% 차지, 와이솔은 17%를 차지하고 있다.

BAW 필터는 소형화 가능
2GHz 이상 주파수 커버 가능

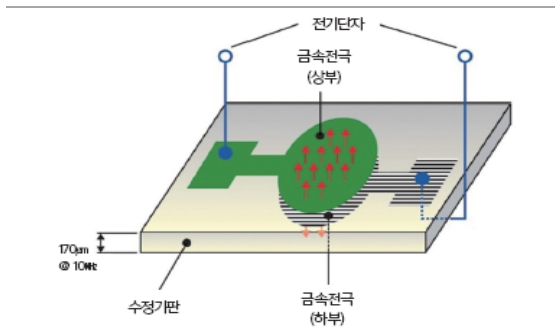
BAW(Bulk Acoustic Wave) 필터는 압전 소자의 체적 탄성파를 이용한 필터로 압전 물질 내에서 탄성파의 전파 속도가 빠르고 같은 주파수에서도 음파의 파장이 짧아져서 소형화 할 수 있는 장점이 있다. SAW 필터에 비해 소형화 가능, 원하는 주파수를 정확하게 통과시키고, 노이즈를 줄일 수 있어 2GHz 이상의 주파수를 사용하는 멀티밴드 단말기에 적합한 소자다. AVAGO 사가 2008년 Infineon으로부터 BAW 필터 사업을 인수한 이후 선두를 차지하고 있고, 현재 AVAGO, Triquint 등 북미업체들이 시장을 주도하고 있다.

도표 19. SAW 필터 구조



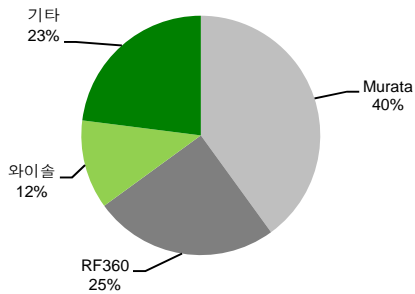
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 20. BAW 필터 구조



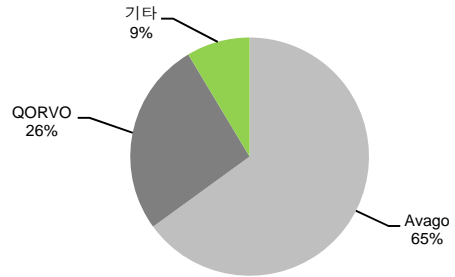
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 21. SAW 필터 시장 점유율



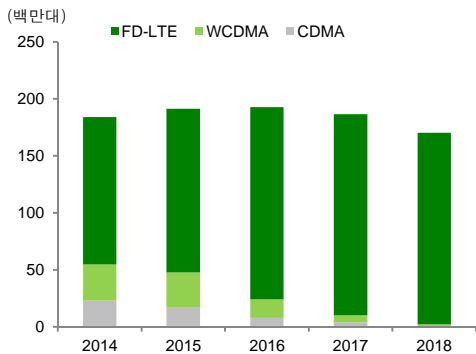
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 22. BAW 필터 시장 점유율



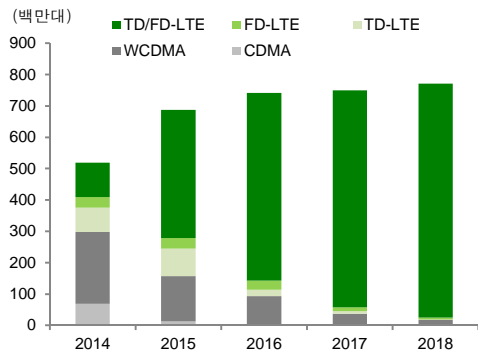
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 23. 미국 통신 규격별 스마트폰 시장



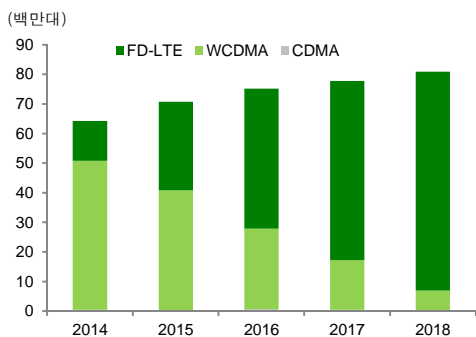
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 24. 아시아 태평양 통신 규격별 스마트폰 시장



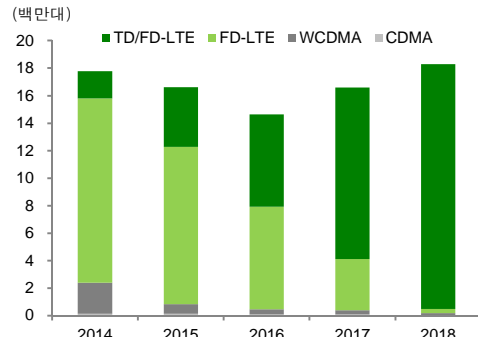
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터
주) 일본을 제외한 아시아 태평양 지역

도표 25. 중·동유럽 통신 규격별 스마트폰 시장



자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 26. 한국 통신 규격별 스마트폰 시장



자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

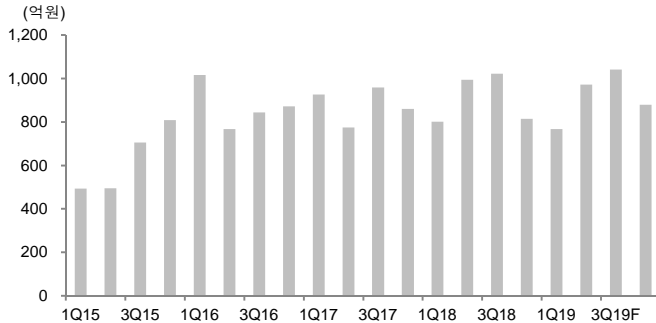
한국 미국의 4G 침투율은
99%에 도달했으나
일부 지역은 60-70%

신흥시장은 LTE 보급확대
선진시장은 5G 도입으로
SAW필터 매출 성장 가능

2011년 4G(LTE)로 통신세대가 변화하면서 SAW 필터 채용량은 증가했다. 현재 한국과 미국의 4G 침투율은 99%에 도달했지만 글로벌 시장은 74%, 중·동유럽은 73%, 일본을 제외한 아시아태평양 지역은 61% 수준에 불과하다.

따라서, 신흥 시장 내에서 LTE 보급이 확대되면 SAW 필터에 대한 수요가 증가할 것이고, 일부 선진 시장은 5G 도입에 따른 BAW 필터 및 TC-SAW 필터의 신규 채용과 ASP 인상효과로 동사의 SAW 필터 매출 성장은 가능하다.

도표 27. 와이슬 SAW 필터 매출액 추이 및 전망



자료: 와이슬, 신영증권 리서치센터 추정치

2. Piezo 스피커 모듈 사업

IT 기기 대형화, 초슬림화
로 스피커도 슬림화 추세에
맞춰 변화

최근 LCD/OLED TV, 스마트폰, 태블릿 PC 등 단말기기의 대형화, 초슬림화로 관련 부품 업체들의 부품 두께도 최소화하는데 노력을 기울이고 있다. 따라서, IT 음향기기에 필수로 사용되는 스피커도 슬림화 추세에 맞춰서 얇게 만들려는 시도가 계속 이어지고 있다. 기존 VCM(Voice Coil Motor) 스피커는 두께가 한계에 도달했기 때문에 초박형 압전 세라믹 스피커에 대한 신규 수요가 증가하고 있다.

서피스 사운드 디스플레이
기술은 화면 자체가
스피커 역할

기존 스마트폰이나 TV에 채택된 일반 스피커는 보이스 코일에 진동판을 연결하고 자기장을 형성시키면 전류가 흐르면서 진동판이 위아래로 진동하며 음파를 형성한다. 반면, 피에조 센서를 적용한 서피스 사운드 디스플레이(Surface Sound Display) 기술은 압전체에 보이스 코일을 연결, 압전체가 팽창과 압축을 반복하면서 진동하는 구조다. 단, 압전체를 진동판이 아닌 패널에 직접 연결해 화면 자체가 진동판 역할을 하면서 소리를 내기 때문에 화면 자체가 스피커 역할을 한다.

도표 28. VCM 방식 스피커 및 피에조 방식 스피커 비교

종류	Voice Coil Motor 방식 스피커	Piezoelectric 스피커
원리		
특징	<ul style="list-style-type: none"> > 우수한 출력음압 특성이 장점 > 3mm 이하의 두께 구현 어려움 > 전류 구동방식으로 전력 소모가 크고 장시간 사용시 열 발생 	<ul style="list-style-type: none"> > 1mm 이하의 초박형 구현 용이 > 전압 구동방식으로 전력 소모가 적음 > 기존 방식대비 초경량 유리 > 일반적으로 저음 특성이 저하

자료: ETRI, 신영증권 리서치센터

도표 29. 일반 스피커, 서피스 사운드 디스플레이 기술 차이



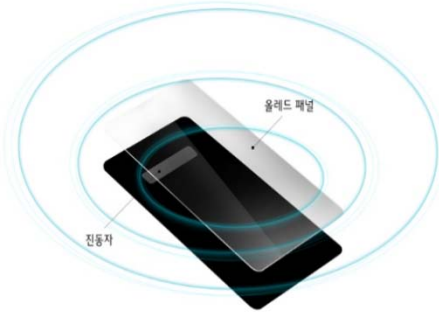
자료: LGD, 신영증권 리서치센터

도표 30. 일반 스피커, 서피스 사운드 디스플레이 기술 차이

	일반 TV 스피커	크리스탈 사운드 OLED
영상 *정위감 (Sound Image Specify)	 음상이 TV 화면에 형성되어 화면과 소리의 불일치로 몰입감 방해	 음상이 화면 중앙에 형성되어 화면과 소리의 일치함에 따라 몰입감 향상
정성적 특성	 내향형 스피커 음장 외향형 스피커 음장	 크리스탈 사운드 OLED 음장 넓은 음장에 의한 한층감
음장 (Sound Field)	 스피커 장착 위치 및 상하 좌우 간격에 따라 음장의 크기가 결정됨	 패널 전체가 진동원이 되어 화면을 가득 채우는 음장 형성으로 한층감 증대

자료: LGD, 신영증권 리서치센터

도표 31. 서피스 사운드 디스플레이 구조



자료: LGD, 신영증권 리서치센터

도표 32. LG전자 G8 (서피스 사운드 디스플레이 활용)



자료: 언론보도, 신영증권 리서치센터

서피스 사운드 디스플레이 스마트폰에 적용시 베젤리스 디스플레이, 입체 음향효과, 방수/방진 구현 용이

서피스 사운드 디스플레이가 스마트폰에 적용되면 ① 스피커를 없애 베젤리스 디스플레이가 가능해 풀 스크린 효과를 극대화시키고 ② 소리가 나는 방향에 따라 패널 각 부분에서 소리를 내기 때문에 입체 음향 효과를 주고 스마트폰에서는 통화시 밖으로 소리가 새 나가는 현상을 줄일 수 있으며 ③ 플렉서블 디스플레이에 스피커 구현이 용이하고 ④ 방수, 방진 구현이 용이하다.

LG전자 G8에 피에조스피커 납품, 하반기에는 중국 고객사로 다변화

동사는 작년부터 Piezo 스피커 사업 투자를 결정했고, Piezo를 응용한 음향 Ceramic Actuator Module 사업을 영위하고 있다. 2018년 LG전자향 G시리즈에 CSO(Crystal Sound OLED)용 리시버로 채택돼 2019년 2월말부터 LG전자 G8에 공급하고 있다. 하반기 중국 고객사가 추가될 예정이며, 내년 삼성전자 모델 채택도 검토 중이다.

III. 실적추정

2019년 매출액과 영업이익 각각 5.7%, 11.9% 감소 전망

1분기 중국 스마트폰 수요
부진으로 매출, 이익 전년
동기대비 감소

와이솔의 1분기 매출액은 943억원(-7.2% YoY, -2.5% QoQ), 영업이익은 66억원(-43.4% YoY, +9.5% QoQ)을 기록했다. 매출 부진의 주요 원인은 중국 스마트폰 수요 부진 영향이며 영업이익도 중화권 수요 부진에 따라 가동률이 4분기대비 크게 개선되지 못하면서 부진한 모습을 보였다.

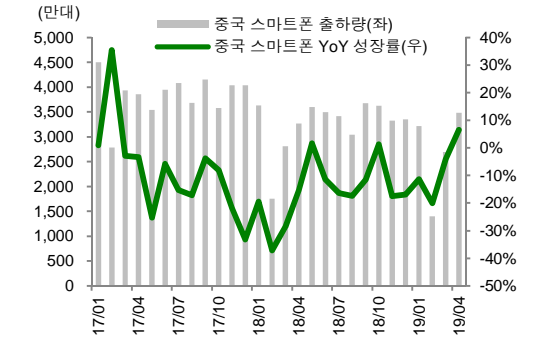
2분기는 갤럭시 A 모델 및
중국 수요 개선으로 매출,
이익 모두 전분기대비 증가
할 것으로 판단

2019년 2분기 매출액은 1,156억원(-0.1% YoY, +22.6% QoQ), 영업이익은 139억원(-2.6% YoY, +110.6% QoQ) 전망한다. ① SAW 필터가 탑재된 갤럭시 A시리즈 신제품이 지난 3월 인도에서 출시된 후 70일만에 500만대를 판매하며 판매 호조를 기록 ② 2분기부터 5G 스마트폰이 도입되기 시작 ③ 중국 내수 부양 정책 및 중국 스마트폰 업체들의 신제품 출시가 2분기에 예상되면서 중국 스마트폰 수요는 개선세가 나타날 것으로 기대된다.

2019년 IoT 사업 양도로
전사 매출액과 영업이익
감소는 불가피

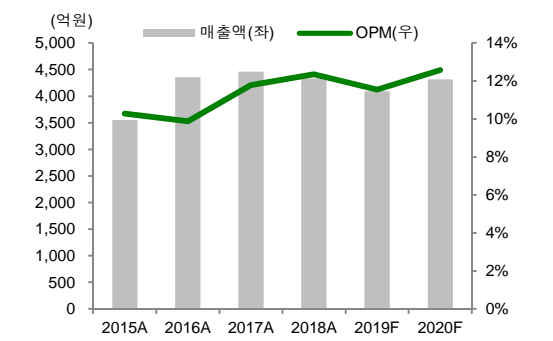
2019년 연간 매출액은 4,091억원(-5.7% YoY), 영업이익은 472억원(-11.9% YoY)을 전망한다. ① IT 기기의 경박단소화로 인해 SAW 필터 모듈에 대한 수요가 확대되면서 제품 믹스 개선이 이루어지고 있고 ② 3월부터 동사의 신규 아이템인 피에조스피커 모듈을 LG전자 G8에 공급했고, 하반기부터 중국 고객사 추가 확보로 신규 매출 발생이 예상된다. ③ 단, 올해 2분기에 당사가 영위하고 있던 IoT 사업을 양도함으로써 2019년 전사 매출액과 영업이익의 감소는 불가피할 것으로 예상된다. 하지만 5G가 본격화되는 2020년에는 5G 스마트폰에 SAW 필터보다 ASP가 2-3배 높은 TC-SAW, BAW 필터가 추가로 탑재되면서 본격적인 매출 성장, 수익성 개선을 기대해 볼 수 있다.

도표 33. 중국 스마트폰 출하량 추이



자료: WIND, 신영증권 리서치센터

도표 34. 와이슬 연간 매출액&영업이익률 추이 및 전망



자료: 와이슬, 신영증권 리서치센터

도표 35. 와이슬 분기별 및 연간 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	1,016	1,157	1,196	967	943	1,156	1,075	916	4,336	4,091	4,316
(YoY % growth)	-13.7%	15.1%	-2.5%	-8.1%	-7.2%	-0.1%	-10.1%	-5.3%	-2.8%	-5.7%	5.5%
(QoQ % growth)	-3.4%	13.9%	3.4%	-19.1%	-2.5%	22.6%	-7.0%	-14.8%			
SAW 필터	801	994	1,022	815	768	971	1,042	879	3,632	3,661	4,045
(YoY % growth)	-13.5%	28.3%	6.6%	-5.2%	-4.1%	-2.3%	2.0%	7.9%	3.2%	0.8%	10.5%
RF 모듈	215	163	174	152	175	168	0	0	704	343	0
(YoY % growth)	-14.3%	-29.2%	-35.1%	-20.8%	-18.6%	3.1%	0.0%	0.0%	-25.2%	-51.3%	
피에조스피커 모듈	-	-	-	-	20	17	33	37	-	108	259
매출원가	776	893	844	766	768	899	816	680	3,278	3,163	3,273
원가율	76.3%	77.2%	70.6%	79.2%	81.5%	77.7%	75.8%	74.2%	75.6%	77.3%	75.8%
매출총이익	240	264	352	201	175	257	260	236	1,058	928	1,043
매출총이익률	23.7%	22.8%	29.4%	20.8%	18.5%	22.3%	24.2%	25.8%	24.4%	22.7%	24.2%
영업이익	117	143	215	60	66	139	153	114	536	472	543
(YoY % growth)	0.8%	45.2%	79.0%	-68.3%	-43.4%	-2.6%	-29.1%	88.4%	2.0%	-11.9%	14.9%
(QoQ % growth)	-38.7%	22.5%	50.5%	-71.9%	9.5%	110.6%	9.6%	-25.5%			
영업이익률	11.5%	12.4%	18.0%	6.2%	7.0%	12.1%	14.2%	12.4%	12.4%	11.5%	12.6%

자료: 와이슬, 신영증권 리서치센터

와이슬(12290.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	446.1	433.6	409.1	431.6	500.2
증가율(%)	2.4	-2.8	-5.7	5.5	15.9
매출원가	349.5	327.8	316.2	327.3	382.9
원가율(%)	78.3	75.6	77.3	75.8	76.5
매출총이익	96.6	105.7	92.8	104.2	117.3
매출총이익률(%)	21.7	24.4	22.7	24.1	23.5
판매비와 관리비 등	44.0	52.1	45.6	50.0	56.9
판매비율(%)	9.9	12.0	11.1	11.6	11.4
영업이익	52.6	53.6	47.2	54.3	60.4
증가율(%)	22.3	1.9	-11.9	15.0	11.2
영업이익률(%)	11.8	12.4	11.5	12.6	12.1
EBITDA	90.5	96.6	109.6	115.8	118.0
EBITDA마진(%)	20.3	22.3	26.8	26.8	23.6
순금융소득	-1.5	-2.1	-0.6	-0.2	0.1
이자소득	-1.8	-1.1	-0.9	-0.5	-0.2
외화관련소득	0.6	-1.2	0.3	0.3	0.3
기타영업외소득	-1.3	4.8	4.5	4.5	4.5
종속및관계기업 관련소득	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
법인세차감전계속사업이익	49.7	55.4	50.4	57.8	64.3
계속사업소득법인세비용	5.1	10.1	9.2	10.5	11.7
세후중단사업소득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	45.4	41.2	47.3	52.6
증가율(%)	39.9	2.0	-9.3	14.8	11.2
순이익률(%)	10.0	10.5	10.1	11.0	10.5
지배주주지분 당기순이익	44.6	45.3	41.1	47.2	52.5
증가율(%)	38.5	1.6	-9.3	14.8	11.2
기타포괄이익	-2.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
총포괄이익	42.5	45.2	41.1	47.2	52.5

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	143.4	131.3	168.1	220.5	276.6
현금및현금성자산	59.9	57.5	94.9	141.9	183.5
매출채권 및 기타채권	49.6	37.5	39.8	41.6	47.8
재고자산	29.3	33.5	29.6	31.3	36.2
비유동자산	199.7	239.3	236.1	223.8	215.4
유형자산	172.8	213.9	213.3	203.0	196.3
무형자산	6.0	5.9	4.0	2.8	1.9
투자자산	8.6	7.6	6.9	6.1	5.4
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	343.1	370.6	404.3	444.3	492.1
유동부채	113.3	106.0	104.4	103.2	104.4
단기차입금	40.8	41.3	41.3	41.3	41.3
매입채무및기타채무	59.1	52.3	50.8	49.5	50.8
유동성장기부채	5.1	4.0	4.0	4.0	4.0
비유동부채	10.5	5.2	5.2	5.2	5.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	7.8	3.3	3.3	3.3	3.3
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	123.8	111.1	109.6	108.3	109.6
지배주주지분	219.6	259.7	294.8	335.9	382.4
자본금	11.5	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	68.7	69.8	69.8	69.8	69.8
기타포괄이익누계액	-2.2	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7
이익잉여금	147.6	166.5	221.7	263.0	309.5
비지배주주지분	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1
자본총계	219.3	259.5	294.7	335.9	382.5
총차입금	53.8	48.7	48.7	48.7	48.7
순차입금	-9.8	-10.2	-47.4	-94.3	-135.7

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	84.6	87.4	103.0	102.6	97.2
당기순이익	44.5	45.4	41.2	47.3	52.6
현금유출이없는비용및수익	48.8	56.4	72.9	73.1	69.9
유형자산감가상각비	36.1	41.2	60.5	60.3	56.9
무형자산상각비	1.8	1.8	1.8	1.3	0.9
영업활동관련자산부채변동	0.9	-5.5	-1.1	-6.8	-13.5
매출채권의감소(증가)	-7.3	12.3	-2.3	-1.8	-6.2
재고자산의감소(증가)	3.0	-4.1	3.9	-1.6	-5.0
매입채무의증가(감소)	-2.4	-4.2	-1.5	-1.3	1.3
투자활동으로인한현금흐름	-56.4	-79.7	-61.3	-51.4	-51.4
투자자산의 감소(증가)	-4.2	0.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	8.8	4.4	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-66.9	-86.0	-60.0	-50.0	-50.0
단기금융자산의감소(증가)	8.3	2.4	0.2	0.2	0.2
재무활동으로인한현금흐름	-12.2	-10.2	-5.9	-5.9	-5.9
장기차입금의증가(감소)	-17.9	-0.6	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	23.6	0.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	2.0	0.1	1.7	1.7	1.7
현금의 증가	18.0	-2.4	37.4	47.0	41.6
기초현금	41.9	59.9	57.5	94.9	141.9
기말현금	59.9	57.5	94.9	141.9	183.5

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	1,928	1,878	1,703	1,953	2,173
BPS	9,388	11,026	12,479	14,182	16,105
DPS	262	250	250	250	250
Multiples (배)					
PER	7.0	8.2	9.4	8.2	7.4
PBR	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.5	3.8	3.1	2.5	2.1
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성 (%)					
EPS(지배순이익) 증가율	33.6%	-2.6%	-9.3%	14.7%	11.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	17.7%	6.7%	13.5%	5.7%	1.9%
수익성 (%)					
ROE(순이익 기준)	23.6%	19.0%	14.9%	15.0%	14.6%
ROE(지배순이익 기준)	23.6%	18.9%	14.8%	15.0%	14.6%
ROIC	23.9%	20.8%	16.6%	19.3%	21.5%
WACC	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
안정성 (%)					
부채비율	56.5%	42.8%	37.2%	32.3%	28.7%
순차입금비율	-4.5%	-3.9%	-16.1%	-28.1%	-35.5%
이자보상배율	23.5	33.5	29.5	33.9	37.8

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
 비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본자료에수록된내용은당리서치센터가신뢰할수있는자료및정보로언어진것이나정확성을보장할수없으므로어떠한경우에도본자료는고객의주식투자의결과에대한법적소제에대한증빙자료로서이용될수없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(2019.03.31)	매수 : 87.5%	중립 : 11.9%	매도 : 0.6%

[당사와의 이해 관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
	ELW	주식선물	주식옵션			
와이슬	-	-	-	-	-	-

