

와이솔 (122990)

매수 (유지)

현재주가 (5월 29일) **17,800 원**
 목표주가 **23,000 원 (유지)**
 상승여력 **29.2%**

박형우 김현욱
 (02) 3772-2184 (02) 3772-1545
 hyungwou@shinhan hyunwook.kim@shi

KOSPI	2,023.32p
KOSDAQ	691.47p
시가총액	430.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	24.2 백만주
유통주식수	18.1 백만주(74.9%)
52 주 최고가/최저가	19,950 원/12,300 원
일평균 거래량 (60 일)	599,859 주
일평균 거래액 (60 일)	10,393 백만원
외국인 지분율	14.56%
주요주주	대덕전자 외 3 인 23.01%

절대수익률	3개월	13.0%
	6개월	13.7%
	12개월	31.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	3개월	19.5%
	6개월	14.4%
	12개월	65.3%

주가차트



2Q19 성수기 진입, 2020년 5G 모멘텀

2Q19: 2분기와 3분기는 계절적 성수기. 중저가 스마트폰 효과

4Q18과 1Q19는 부진했지만 2Q19부터는 실적 반등이 예상된다. 영업이익은 135억원(-6%, 이하 YoY)으로 전분기 대비 104% 증가할 전망이다. 와이솔은 2분기와 3분기가 계절적으로 성수기다. 와이솔의 SAW(Surface Acoustic Wave) 모듈은 고객사의 플래그십 보다는 중저가 스마트폰에서 점유율이 높다. 고객사의 중저가 증산 시기는 2분기부터다. 3Q19에는 영업 양도가 결정된(지난 3월 31일 공시) IoT 모듈 사업의 제외로 추가적인 수익성 개선이 가능하다. IoT 모듈은 연간 약 700억원의 매출액과 적자를 기록해왔던 사업이다.

5G 수혜: SAW & BAW

2020년에는 5G가 성장동력으로 작용할 전망이다. 19년, 5G 상용화와 장비투자 확대에 이어 20년에는 다수의 5G 스마트폰 출시가 예상된다. 5G 부품 수요 증가가 기대된다. 스마트폰 한 대에 채용되는 SAW 필터 채용량은 약 20% 늘어날 전망이다. (3G에서 30개 → 4G에서 45개 → 5G에서 55개) 주파수 고대역에서 사용되는 BAW(Bulk Acoustic Wave)는 18년부터 개발과 투자가 시작됐다. 최근 샘플 생산에 성공했고, 20년부터 공급이 예상된다.

목표주가 23,000원, 투자 의견 매수 유지

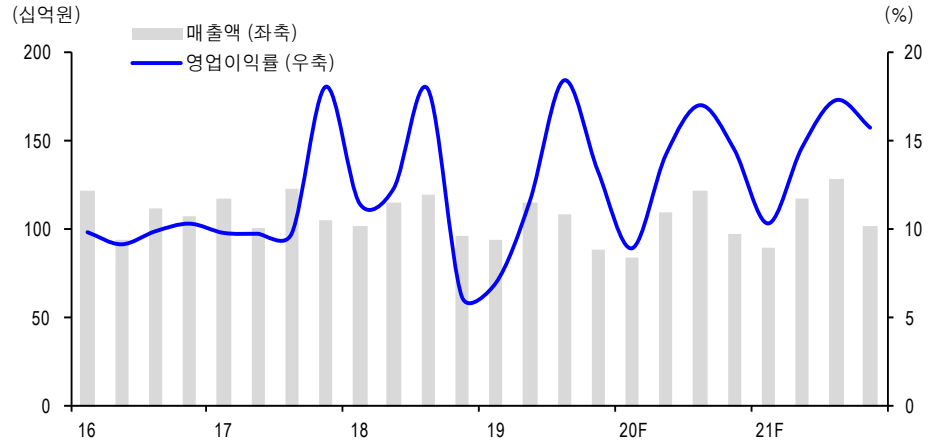
글로벌 Peer 평균 PER 13배를 적용해 목표주가를 산출했다. ① 5G로의 기술 변화에서 수요 증가가 가장 기대되는 부품사다. 5G 스마트폰의 출시가 확대될 경우 20년과 21년 실적은 추정치를 상회할 가능성이 높다. ② 건조한 현금 창출 능력과 재무구조도 주목한다. 매년 약 700~800억원의 CAPEX(설비 투자)를 지출하지만 EBITDA가 약 1,000억원에 달한다. 부채비율은 14년 135% → 17년 57% → 19년 32%로 예상된다. ③ 현재 PER은 10.0배다. 스마트폰들의 5G 채용 본격화와 맞물려 리레이팅이 필요하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	446.1	52.6	49.7	44.6	1,928	33.6	9,114	7.3	3.5	1.6	23.6	(4.5)
2018	433.6	53.6	55.4	45.3	1,878	(2.6)	10,750	8.2	3.8	1.4	18.9	(3.9)
2019F	407.4	52.0	52.8	42.9	1,775	(5.4)	12,202	10.3	3.3	1.5	15.5	(16.4)
2020F	413.3	58.3	57.7	46.5	1,926	8.5	13,884	9.5	2.8	1.3	14.8	(25.9)
2021F	438.8	65.2	64.2	51.8	2,144	11.3	15,783	8.6	2.3	1.2	14.5	(32.5)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

2012~2016년: 4G로 SAW 수요 증가
 2019년~: 5G로 SAW 성능 고사양화
 및 BAW 수요 증가 예상

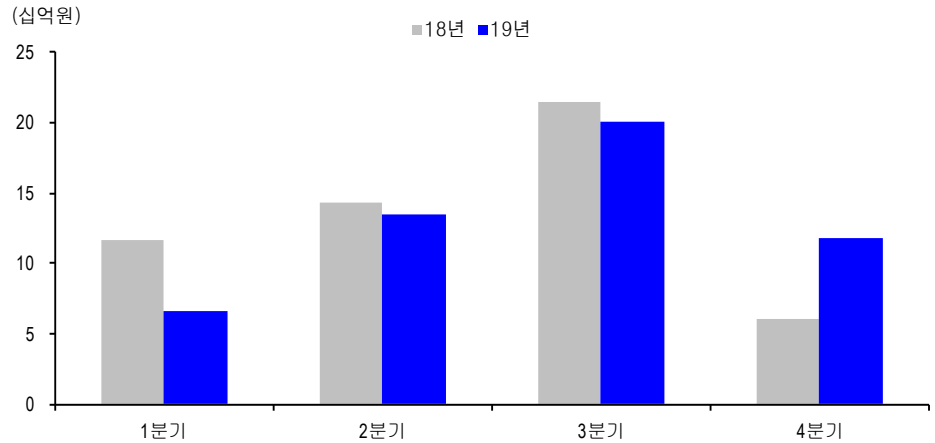
와이솔 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

2Q19 계절적 성수기 진입
 - 중저가 스마트폰 증산 시기
 - 와이솔은 중저가에서 점유율 높음

와이솔의 18년, 19년 분기별 영업이익 비교



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

와이솔 실적 추이 및 전망

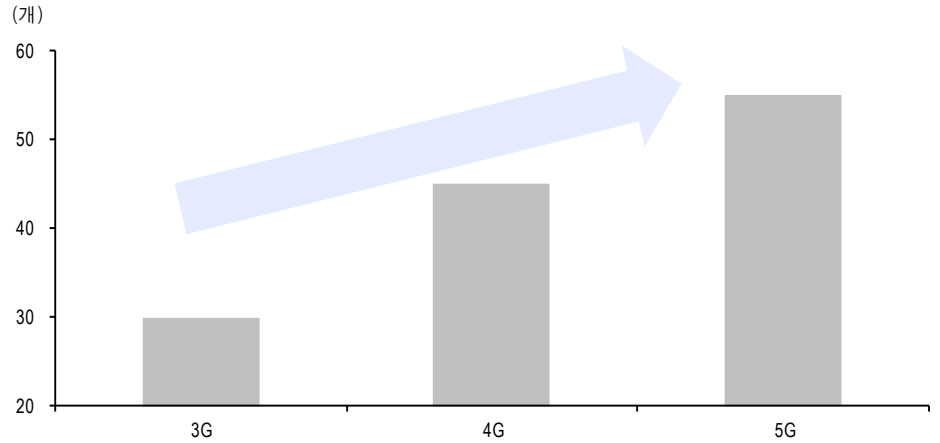
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	101.6	115.7	119.7	96.6	94.3	115.9	108.5	88.8	433.6	407.4	413.3
SAW	80.1	99.4	102.2	81.5	768.0	979.5	1,081.5	882.5	363.2	371.1	411.3
IoT 모듈	21.5	16.3	17.4	15.1	175.0	174.0	0.0	0.0	70.3	0.0	0.0
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
SAW	78.9	85.9	85.4	84.4	81.4	84.5	99.6	99.4	83.8	91.1	99.5
IoT 모듈	21.2	14.1	14.5	15.6	18.6	15.0	0.0	0.0	16.2	0.0	0.0
QoQ	(3.5)	13.9	3.4	(19.3)	(2.4)	22.9	(6.3)	(18.2)	-	-	-
SAW	(6.9)	24.1	2.8	(20.3)	(5.8)	27.5	10.4	(18.4)	-	-	-
IoT 모듈	12.0	(24.2)	6.7	(13.1)	15.7	(0.6)	(100.0)	-	-	-	-
YoY	(13.7)	15.1	(2.4)	(8.2)	(7.2)	0.1	(9.3)	(8.1)	(2.8)	(6.0)	1.4
SAW	(13.5)	28.3	6.6	(5.2)	(4.1)	(1.5)	5.8	8.3	3.2	2.2	10.8
IoT 모듈	(14.3)	(29.1)	(35.1)	(21.3)	(18.6)	6.7	(100.0)	(100.0)	(25.3)	(50.4)	-
영업이익	11.7	14.3	21.5	6.0	6.6	13.5	20.1	11.9	53.6	52.0	58.3
영업이익률	11.5	12.4	18.0	6.3	7.0	11.7	18.5	13.4	12.4	12.8	14.1
QoQ	(38.8)	22.5	50.5	(72.0)	9.6	104.0	48.6	(40.9)	-	-	-
YoY	0.6	45.1	79.1	(68.3)	(43.3)	(5.6)	(6.9)	96.2	1.9	(2.9)	12.0

자료: Dart, 신한금융투자 추정

SAW 모듈 채용량 증가

- 3G, 30개
- 4G, 45개
- 5G, 55개

통신 세대별 스마트폰 내 SAW 필터 채용량



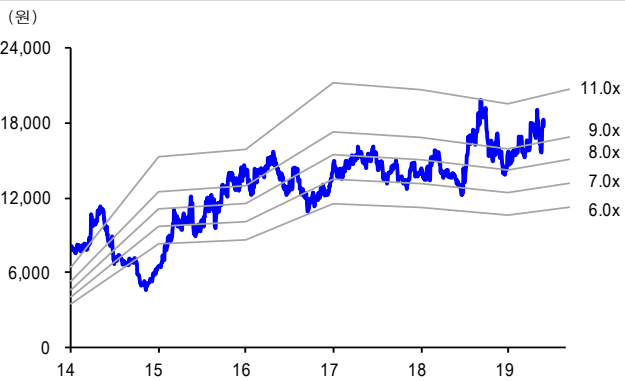
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

와이솔 PER / EPS 추이 및 전망

(원, 배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
EPS	676	525	453	651	587	1,389	1,443	1,928	1,878	1,775
PER (End)	8.0	19.2	17.1	12.6	11.2	10.3	10.2	7.3	8.2	10.0
PER (High)	9.5	22.0	23.1	19.7	19.8	10.7	11.2	8.6	10.8	10.9
PER (Low)	5.4	9.5	13.0	11.3	7.8	4.6	7.5	6.6	6.4	8.1
PER (Avg)	7.4	15.5	17.6	14.5	12.9	7.9	9.2	7.5	8.1	9.3

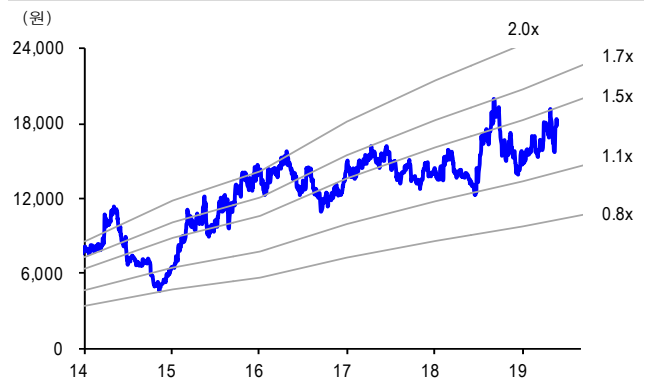
자료: 신한금융투자 추정

와이솔의 12MF P/E 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

와이솔의 12MF P/B 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	343.1	370.6	389.5	425.8	472.3
유동자산	143.4	131.3	152.3	187.3	225.4
현금및현금성자산	59.9	57.5	84.5	113.0	147.1
매출채권	45.6	35.7	32.8	36.0	37.9
채고자산	29.3	33.5	30.8	33.7	35.5
비유동자산	199.7	239.3	237.3	238.5	246.9
유형자산	172.8	213.9	207.5	208.1	216.1
무형자산	6.0	5.9	5.8	5.8	5.8
투자자산	8.6	7.6	7.0	7.7	8.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	123.8	111.1	94.8	90.3	90.6
유동부채	113.3	106.0	91.2	86.5	86.7
단기차입금	40.8	41.3	29.1	19.1	16.1
매입채무	24.3	19.7	18.1	19.8	20.8
유동성장기부채	5.1	4.0	6.4	6.4	6.4
비유동부채	10.5	5.2	3.6	3.8	3.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	7.8	3.3	1.9	1.9	1.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	219.3	259.5	294.7	335.6	381.7
자본금	11.5	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	68.7	69.8	69.8	69.8	69.8
기타자본	(5.9)	(6.3)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
기타포괄이익누계액	(2.2)	(2.4)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	147.6	186.5	219.9	260.5	306.4
지배주주지분	219.6	259.7	294.7	335.4	381.3
비지배주주지분	(0.3)	(0.2)	(0.0)	0.2	0.4
*총차입금	53.8	48.7	37.4	27.4	24.4
*순차입금(순현금)	(9.8)	(10.2)	(48.3)	(87.0)	(124.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	84.6	87.4	168.1	177.9	186.2
당기순이익	44.5	45.4	43.1	46.7	52.0
유형자산상각비	36.1	41.2	69.2	69.4	72.0
무형자산상각비	1.8	1.8	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	1.9	1.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	0.9	(5.5)	65.3	61.8	62.1
(법인세납부)	(7.8)	(7.8)	(10.9)	(11.0)	(12.2)
기타	7.0	10.6	1.4	11.0	12.3
투자활동으로인한현금흐름	(56.4)	(79.7)	(77.7)	(70.8)	(80.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(66.9)	(86.0)	(78.9)	(70.0)	(80.0)
유형자산의감소	8.8	4.4	2.4	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.3)	(0.5)	(0.4)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.3	(0.0)	(0.9)	(0.7)	(0.4)
기타	3.7	2.4	0.1	(0.1)	(0.1)
FCF	29.4	2.6	33.9	45.3	44.1
재무활동으로인한현금흐름	(12.2)	(10.2)	(16.9)	(15.9)	(8.9)
차입금의증가(감소)	(30.8)	(5.1)	(14.5)	(10.0)	(3.0)
자기주식의처분(취득)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.0)	(5.7)	(2.4)	(5.9)	(5.9)
기타	23.5	0.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(47.0)	(62.7)	(62.7)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.7	0.1	0.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.0	(2.4)	27.0	28.5	34.1
기초현금	41.9	59.9	57.5	84.5	113.0
기말현금	59.9	57.5	84.5	113.0	147.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	446.1	433.6	407.4	413.3	438.8
증가율 (%)	2.4	(2.8)	(6.0)	1.4	6.2
매출원가	349.5	327.8	304.7	299.0	316.6
매출총이익	96.6	105.7	102.7	114.3	122.2
매출총이익률 (%)	21.7	24.4	25.2	27.7	27.8
판매관리비	44.0	52.1	50.7	56.0	57.0
영업이익	52.6	53.6	52.0	58.3	65.2
증가율 (%)	22.1	2.0	(2.9)	12.0	11.9
영업이익률 (%)	11.8	12.4	12.8	14.1	14.9
영업외손익	(2.9)	1.9	0.8	(0.6)	(1.0)
금융손익	(1.5)	(2.1)	(0.0)	(0.5)	(1.0)
기타영업외손익	(1.3)	4.8	(0.2)	(1.1)	(1.0)
종속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.8)	1.0	1.0	1.0
세전계속사업이익	49.7	55.4	52.8	57.7	64.2
법인세비용	5.1	10.1	9.8	11.0	12.2
계속사업이익	44.5	45.4	43.1	46.7	52.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	45.4	43.1	46.7	52.0
증가율 (%)	40.0	1.9	(5.0)	8.5	11.3
순이익률 (%)	10.0	10.5	10.6	11.3	11.9
(지배주주)당기순이익	44.6	45.3	42.9	46.5	51.8
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.2
총포괄이익	42.5	45.2	44.7	46.7	52.0
(지배주주)총포괄이익	42.6	45.1	44.5	46.6	51.8
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.2
EBITDA	90.5	96.6	121.2	127.7	137.3
증가율 (%)	17.6	6.8	25.4	5.3	7.5
EBITDA 이익률 (%)	20.3	22.3	29.7	30.9	31.3

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	1,923	1,882	1,783	1,934	2,154
EPS (지배순이익, 원)	1,928	1,878	1,775	1,926	2,144
BPS (자본총계, 원)	9,100	10,740	12,201	13,891	15,800
BPS (지배지분, 원)	9,114	10,750	12,202	13,884	15,783
DPS (원)	238	250	250	250	250
PER (당기순이익, 배)	7.4	8.2	10.3	9.5	8.5
PER (지배순이익, 배)	7.3	8.2	10.3	9.5	8.6
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.4	1.5	1.3	1.2
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	3.5	3.8	3.3	2.8	2.3
배당성향 (%)	13.5	13.0	13.8	12.7	11.4
배당수익률 (%)	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	20.3	22.3	29.7	30.9	31.3
영업이익률 (%)	11.8	12.4	12.8	14.1	14.9
순이익률 (%)	10.0	10.5	10.6	11.3	11.9
ROA (%)	13.9	12.7	11.3	11.5	11.6
ROE (지배순이익, %)	23.6	18.9	15.5	14.8	14.5
ROIC (%)	23.7	20.6	18.1	20.7	22.7
안정성					
부채비율 (%)	56.5	42.8	32.2	26.9	23.7
순차입금비율 (%)	(4.5)	(3.9)	(16.4)	(25.9)	(32.5)
현금비율 (%)	52.9	54.3	92.6	130.7	169.7
이자보상배율 (배)	23.5	33.5	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	20.3	28.0	29.0	29.3	29.0
재고자산회수기간 (일)	25.0	26.4	28.8	28.5	28.8
매출채권회수기간 (일)	34.9	34.3	30.7	30.4	30.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자