

2020. 2. 24



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst **주민우**  
02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

RA **서승연**  
02. 6454-4880  
sy.seo@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **23,000 원**

현재주가 (2.21) **13,800 원**

상승여력 **66.7%**

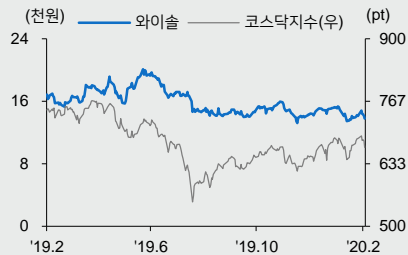
KOSDAQ	667.99pt
시가총액	3,888억원
발행주식수	2,817만주
유동주식비율	64.25%
외국인비중	6.15%
52주 최고/최저가	20,100원/13,200원
평균거래대금	34.9억원

주요주주(%)

대덕전자 외 3 인	33.92
KB자산운용	5.13
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	-8.9	-16.1
상대주가	-8.9	-16.0	-6.1

주가그래프



# 와이솔 122990

## 큰 변화를 앞두고 있는 지금, 주가는 바닥

- ✓ 4Q20 Baw 필터 양산 계획
- ✓ 중화권 Saw필터 모듈 개발 마무리 단계. 2H20부터 중화권 모듈 매출 발생 기대
- ✓ 최대주주 대덕전자의 인적분할로 투자회사의 투자재원 확보 필요. 와이솔의 배당 확대 기대 가능. 재무구조가 우수하고 현금도 많아 충분한 가능성이 있음
- ✓ 와이솔 주가의 핵심변수는 필터 매출액. 2017~19년 필터 매출액과 주가가 박스권에 갇혔지만, 2020년부터 필터 매출액 성장 예상. 선제적인 주가 대응이 필요한 시점

**변화: 1) Baw필터 양산 준비, 2) 중화권 Saw필터 모듈 확대, 3) 배당 확대**

와이솔의 필터 비즈니스는 4G용인 Saw필터에 집중되어 있었으나 5G용 필터인 Baw필터 양산이 눈앞으로 다가왔다. 국내 기존 고객사향으로 1Q20 샘플 테스트, 2Q20~3Q20 양산 승인 과정을 거쳐 4Q20 Baw필터 양산을 시작할 계획이다. 5G 스마트폰 내 필터 구성은 Saw필터 45개, TC-Saw필터 5개, Baw필터 5개(Sub6는 1개)로 추정되는데, 개당 가격은 TC-Saw필터가 Saw필터 대비 약 2배, Baw필터는 Saw필터 대비 약 4배 높기 때문에 외형성장에 큰 기여가 예상된다.

중화권 Saw 필터 모듈 확대 적용도 기대된다. 지금까지 중화권 매출(전체 매출의 25%)은 Saw필터 단품을 중심으로 발생했다. 중화권 세트업체와의 Saw필터 모듈 개발이 1H20 마무리되고, 2H20부터는 매출 발생이 예상된다. 단품대비 모듈의 판가는 2배 이상 높기 때문에 외형성장에 도움이 될 전망이다.

2020년 배당확대도 기대된다. 최대주주인 대덕전자의 인적분할(재상장 예정일 2020년 5월 21일)로 존속회사인 대덕(주)은 투자회사로서 M&A와 기술투자 등에 적극적으로 나서게 된다. 투자재원 확보차원에서 와이솔의 배당이 확대될 가능성이 높다. 와이솔은 3Q19 기준 순현금 310억원을 보유하고 있고, 부채비율은 26%다. 2019년 DPS 250원(성향 18%, 수익률 1.8%)을 저점으로 배당이 확대될 전망이다.

와이솔 주가의 핵심변수는 필터(Saw+Baw) 매출액이다. 2015~16년 4G 보급 확대로 필터 매출액과 주가는 큰폭의 성장을 했다. 2017~19년 필터 매출액과 주가가 박스권에 갇혔지만, 2020년부터는 필터 매출액의 성장재개가 예상된다. 적정주가를 10% 상향한다. Baw 필터 실적을 반영하기 위해 2020~21년 평균 EPS(1,604원)에 4G 상용화 이후 첫 3개년(2011~13년) Low멀티플(14.4배)을 적용했다. 주가가 2017~19년 박스권의 하단에 위치한 지금이 매수 적기다. 선제적인 대응을 권한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	446.1	52.6	44.6	1,927	33.6	9,482	7.5	1.5	3.5	23.6	56.5
2018	433.6	53.6	45.3	1,875	-2.7	10,982	7.4	1.4	4.2	18.9	42.8
2019E	427.5	36.7	40.6	1,389	-25.9	14,922	9.9	0.9	4.8	13.3	18.9
2020E	385.2	45.3	45.6	1,560	12.3	16,621	8.8	0.8	4.1	12.2	21.6
2021E	409.5	48.7	48.2	1,647	5.6	18,684	8.4	0.7	10.0	11.5	21.2

표1 와이슬 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	69.4	96.6	-28.2%	138.5	-49.9%	89.1	-22.1%
영업이익	6.1	6.0	1.8%	14.0	-56.0%	7.3	-15.8%
세전이익	7.4	7.5	-0.1%	20.9	-64.4%	6.6	12.7%
지배주주 순이익	5.2	7.6	-32.1%	18.7	-72.2%	5.9	-12.1%
영업이익률 (%)	8.9%	6.3%		10.1%		8.2%	
지배주주순이익률 (%)	7.5%	7.9%		13.5%		6.6%	

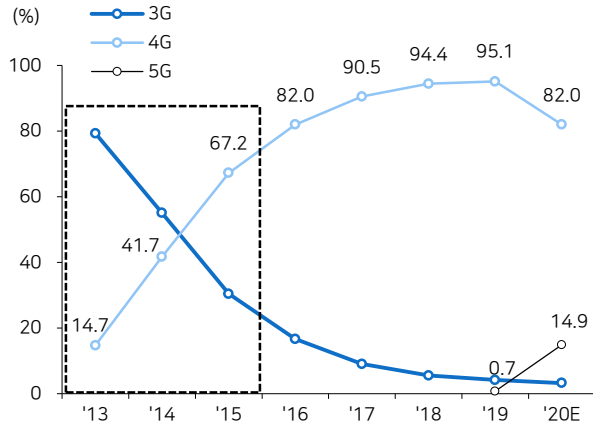
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 와이슬 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율 (원)	1,126	1,167	1,195	1,176	1,160	1,160	1,150	1,140	1,166	1,153	1,100
<b>매출액</b>	<b>94.3</b>	<b>125.3</b>	<b>138.5</b>	<b>69.4</b>	<b>83.5</b>	<b>101.8</b>	<b>111.2</b>	<b>88.7</b>	<b>427.5</b>	<b>385.2</b>	<b>409.5</b>
(% QoQ)	-2.4%	32.8%	10.6%	-49.9%	20.3%	21.9%	9.2%	-20.2%			
(% YoY)	-7.2%	8.3%	15.8%	-28.2%	-11.5%	-18.7%	-19.8%	27.9%	-1.4%	-9.9%	6.3%
Saw filter	75.8	102.2	92.4	67.9	81.4	100.0	109.6	85.7	344.5	376.7	384.4
Baw filter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	0.0	1.7	18.4
RF module	17.5	21.1	44.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	83.0	0.0	0.0
Piezo	1.0	2.0	1.7	1.5	2.0	1.8	1.6	1.4	6.2	6.8	6.7
매출 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	101.5	100.0	100.0
Saw filter	80.4	81.6	66.7	97.8	97.6	98.2	98.6	96.6	80.6	97.8	93.9
Baw filter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.0	0.4	4.5
RF module	18.6	16.8	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	19.4	0.0	0.0
Piezo	1.1	1.6	1.2	2.2	2.4	1.8	1.4	1.5	1.5	1.8	1.6
<b>영업이익</b>	<b>6.6</b>	<b>10.0</b>	<b>14.0</b>	<b>6.1</b>	<b>9.1</b>	<b>12.8</b>	<b>14.7</b>	<b>8.6</b>	<b>36.7</b>	<b>45.3</b>	<b>48.7</b>
(% QoQ)	9.6%	50.5%	40.4%	-56.0%	48.8%	40.4%	14.2%	-41.3%			
(% YoY)	-43.4%	-30.4%	-35.1%	1.8%	38.2%	28.9%	4.9%	39.9%	-31.5%	23.3%	7.6%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.9%</b>
세전이익	8.0	11.9	20.9	7.4	8.9	14.7	20.4	11.0	48.3	55.0	58.1
지배주주 순이익	7.2	9.6	18.7	5.2	6.6	12.3	18.0	8.7	40.6	45.6	48.2
지배주주 순이익률 (%)	7.6%	7.6%	13.5%	7.5%	7.9%	12.1%	16.2%	9.8%	9.5%	11.8%	11.8%

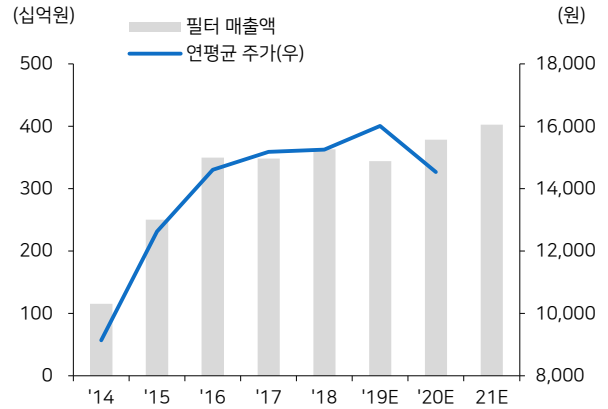
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 통신세대별 스마트폰 출하 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 필터(Saw+Baw)매출액과 평균 주가 대체로 동행



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대덕전자 인적분할 전

[분할 전 지배구조]



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

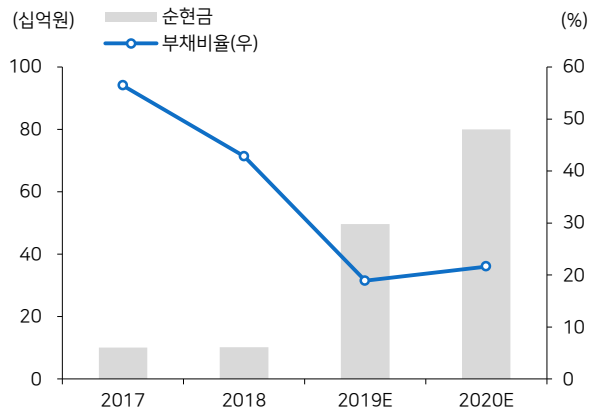
그림4 대덕전자 인적분할 후

[분할 후 지배구조]



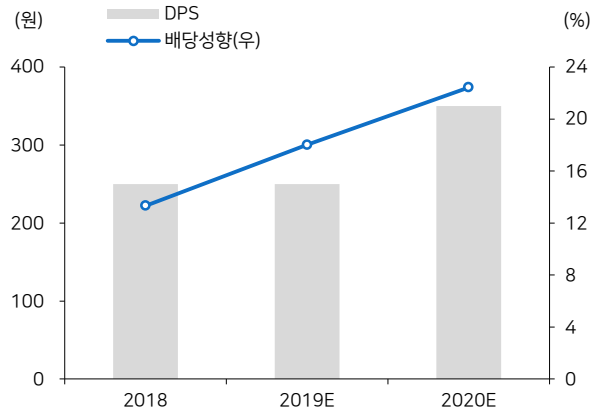
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림5 와이슬 순현금 및 부채비율 추이



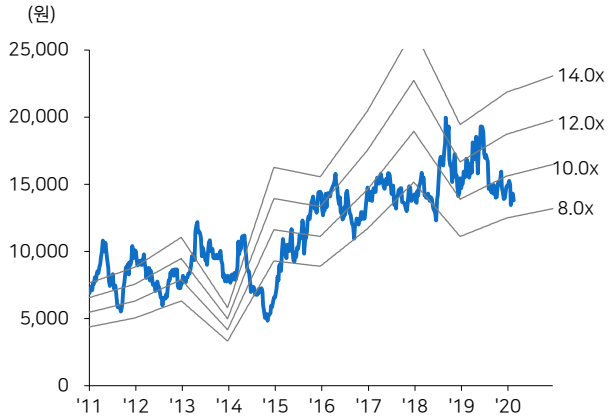
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 와이슬 DPS 및 배당성향 추이



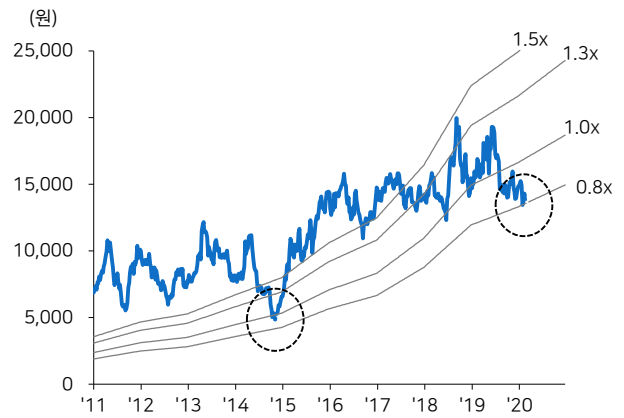
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 와이슬 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 와이슬 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 와이슬 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
EPS	1,604	2020~21년 EPS 평균치
적정배수 (배)	14.4	4G 상용화 이후 3개년(2011~13년) Low 멀티플
적정가치	23,088	
<b>적정주가</b>	<b>23,000</b>	
현재주가	13,800	
상승여력 (%)	66.7%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 와이슬 밸류에이션 테이블

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>주가 (원)</b>											
High	10,950	19,700	17,800	16,200	13,950	17,150	17,650	17,300	20,250	20,100	
Low	6,210	8,500	10,000	9,250	5,530	7,410	11,800	13,300	11,950	13,200	
Average	8,540	13,882	13,551	12,679	9,139	12,632	14,608	15,185	15,257	16,012	
<b>확정치 기준 PER</b>											
High	15.1	37.4	39.2	24.9	23.7	12.3	12.2	9.0	10.8	14.5	
Low	8.6	16.1	22.0	14.2	9.4	5.3	8.2	6.9	6.4	9.5	
Average	11.8	26.4	29.8	19.5	15.6	9.1	10.1	7.9	8.1	11.5	
<b>확정치 EPS (원)</b>											
	<b>724</b>	<b>527</b>	<b>455</b>	<b>651</b>	<b>587</b>	<b>1,389</b>	<b>1,443</b>	<b>1,927</b>	<b>1,875</b>	<b>1,389</b>	<b>1,560</b>
EPS Growth (%)	20.0	-27.3	-13.7	43.1	-9.7	136.5	3.9	33.6	-2.7	-25.9	12.3
<b>컨센서스 기준 PER</b>											
High	18.3	36.1	28.3	20.5	33.6	14.8	15.9	11.8	10.7	12.7	
Low	10.4	15.6	15.9	11.7	13.3	6.4	10.6	9.1	6.3	8.3	
Average	14.3	25.5	21.5	16.1	22.0	10.9	13.1	10.4	8.1	10.1	
<b>컨센서스 EPS (원)</b>											
	<b>598</b>	<b>545</b>	<b>630</b>	<b>789</b>	<b>415</b>	<b>1,161</b>	<b>1,111</b>	<b>1,461</b>	<b>1,894</b>	<b>1,586</b>	<b>1,552</b>
EPS growth (%)	-0.9	-24.7	19.6	73.6	-36.2	97.6	-20.0	1.2	-1.7	-16.3	-2.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 와이슬 (122990)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>446.1</b>	<b>433.6</b>	<b>427.5</b>	<b>385.2</b>	<b>409.5</b>
매출액증가율 (%)	2.4	-2.8	-1.4	-9.9	6.3
매출원가	349.5	327.9	347.3	293.1	311.0
매출총이익	96.6	105.7	80.2	92.1	98.5
판매관리비	44.1	52.1	43.4	46.8	49.8
<b>영업이익</b>	<b>52.6</b>	<b>53.6</b>	<b>36.7</b>	<b>45.3</b>	<b>48.7</b>
영업이익률	11.8	12.4	8.6	11.7	11.9
금융손익	-1.6	-2.2	-1.7	-3.1	-2.9
종속/관계기업손익	-0.1	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-1.3	4.8	14.2	13.9	13.3
세전계속사업이익	49.7	55.4	48.3	55.0	58.1
법인세비용	5.1	10.1	7.7	8.8	9.3
<b>당기순이익</b>	<b>44.5</b>	<b>45.4</b>	<b>40.5</b>	<b>46.2</b>	<b>48.8</b>
지배주주지분 손이익	44.6	45.3	40.6	45.6	48.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>84.6</b>	<b>87.4</b>	<b>94.7</b>	<b>96.4</b>	<b>106.7</b>
당기순이익(손실)	44.5	45.4	40.5	46.2	48.8
유형자산상각비	36.1	41.2	47.3	58.8	67.5
무형자산상각비	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
운전자본의 증감	0.9	-7.5	25.2	-1.8	-2.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-56.4</b>	<b>-79.7</b>	<b>-146.0</b>	<b>-231.1</b>	<b>-231.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-66.9	-86.0	-62.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-4.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-12.2</b>	<b>-10.2</b>	<b>70.8</b>	<b>202.7</b>	<b>205.4</b>
차입금의 증감	-30.9	-4.9	-25.8	0.3	3.0
자본의 증가	23.6	0.7	106.3	212.7	212.7
현금의 증가(감소)	18.0	-2.4	12.1	30.6	46.3
기초현금	41.9	59.9	57.5	69.6	100.2
기말현금	59.9	57.5	69.6	100.2	146.5

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>143.4</b>	<b>131.4</b>	<b>145.8</b>	<b>188.4</b>	<b>240.5</b>
현금및현금성자산	59.9	57.5	69.6	100.2	146.5
매출채권	45.6	35.7	29.9	41.8	44.0
재고자산	29.3	33.5	40.0	33.4	34.5
<b>비유동자산</b>	<b>199.7</b>	<b>239.3</b>	<b>273.2</b>	<b>289.1</b>	<b>294.5</b>
유형자산	172.8	213.9	256.0	267.1	269.7
무형자산	6.0	5.9	8.1	10.6	13.0
투자자산	8.6	7.6	1.4	1.0	1.0
<b>자산총계</b>	<b>343.1</b>	<b>370.6</b>	<b>419.0</b>	<b>477.5</b>	<b>535.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>113.3</b>	<b>106.0</b>	<b>61.6</b>	<b>79.8</b>	<b>88.5</b>
매입채무	24.3	19.7	16.0	21.4	22.3
단기차입금	40.8	41.4	18.7	20.0	25.0
유동성장기부채	5.1	4.0	2.1	3.1	1.1
<b>비유동부채</b>	<b>10.5</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	7.8	3.3	2.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>123.8</b>	<b>111.2</b>	<b>66.6</b>	<b>84.9</b>	<b>93.7</b>
자본금	11.5	12.1	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	68.7	69.8	121.0	121.0	121.0
기타포괄이익누계액	-2.2	-2.4	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	147.6	186.5	223.7	263.8	312.6
비지배주주지분	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4
<b>자본총계</b>	<b>219.3</b>	<b>259.5</b>	<b>352.4</b>	<b>392.6</b>	<b>441.4</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,262	17,953	14,618	13,171	14,003
EPS(지배주주)	1,927	1,875	1,389	1,560	1,647
CFPS	777	-99	412	1,048	1,582
EBITDAPS	3,907	3,880	2,936	3,623	1,665
BPS	9,482	10,982	14,922	16,621	18,684
DPS	250	250	250	350	350
배당수익률(%)	1.8	1.8	1.8	2.5	2.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	7.5	7.4	9.9	8.8	8.4
PCR	18.7	-139.4	33.5	13.2	8.7
PSR	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
PBR	1.5	1.4	0.9	0.8	0.7
EBITDA	90	94	86	106	49
EV/EBITDA	3.5	4.2	4.8	4.1	10.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	23.6	18.9	13.3	12.2	11.5
EBITDA 이익률	49.3	48.3	47.3	43.1	98.9
부채비율	56.5	42.8	18.9	21.6	21.2
금융비용부담률	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1
이자보상배율(x)	23.6	33.5	33.0	58.6	54.7
매출채권회전율(x)	10.5	10.7	13.0	10.7	9.5
재고자산회전율(x)	11.4	10.4	9.5	8.0	9.2

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**와이솔 (12290) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

