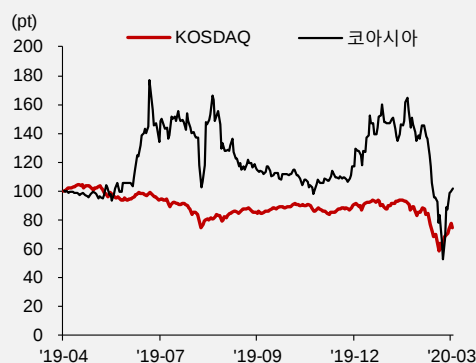


Not Rated

목표주가	-
현재주가	5,500 원
Upside	-
Key Data	2020 년 04 월 01 일
산업분류	코스닥 IT S/W & SVC
KOSDAQ(pt)	551.84
시가총액 (억원)	1,437
발행주식수 (천주)	25,298
외국인 지분율 (%)	0.5
52 주 고가 (원)	9,548
저가 (원)	2,820
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.3
주요주주	(%)
케이프메티스톤 외 6 인	44.7
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-24.1 -9.9 2.1
상대주가	-16.0 3.2 36.3

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

코아시아(045970)

TWS(무선이어폰) 성장과 시스템반도체 본격화

TWS 성장에 따른 수혜

코아시아는 주 고객사(이하 A 사) 향 TWS(True Wireless Stereo; 무선이어폰)에 스피커 유닛 및 모듈을 납품하고 있다. 비상장사 한곳과 동사 두 곳이 각각 50%씩 납품하고 있는 것으로 파악된다. 2019 년 글로벌 TWS 판매량은 약 1 억 3 천만대였고, A 사 제품은 약 800 만대가 판매되어 M/S 6.2% 수준이다. TWS 가 번들로 제공되면 동사의 매출액은 약 3,000 억이 증가할 것으로 추정된다.

카메라 모듈 고화소로 실적 개선 중

과거에는 500 만 화소가 메인이었으나 2019 년 상반기부터 3,200 만 화소 비중이 증가하면서 실적개선이 빠르게 나타나고 있다. 중저가 모델 전면, 후면에 주로 납품을 하다 2020 년 초부터는 플래그십 모델의 전면, 후면에도 납품을 시작했다. A 사의 ODM 확대 전략에 따라 물량 증가가 지속 될 것으로 전망한다.

시스템반도체 사업 본격화

모태 기업인 코아시아 일렉트로닉스의 비메모리 파운드리 및 디자인서비스 사업, 20 년간 시스템 솔루션 및 반도체 유통사업을 통해 형성된 폭 넓은 중화권 네트워크를 기반으로 중화권 고객에서 메이저 고객으로 확장하는 신규 DSP 사업을 추진하고 있다. 향 후 A 사의 DSP 로 등록되면 인수한 넥셀을 중심으로 시스템 반도체 사업을 본격화 할 예정이다.

TWS 시장 참여로 Valuation Rerating 가속화 될 것

2020 년을 기점으로 TWS 사업을 비롯한 기존사업과 DSP 의 신규사업이 더해져 실적성장이 본격화 될 것으로 전망된다. 2020F PER 12.5x 수준이나 글로벌 TWS 성장 속도만큼 동사의 Valuation Rerating 도 가속화 될 것으로 예상된다.

구분	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (억원)	2,776	3,961	4,243	3,784	4,389
영업이익 (억원)	59	136	168	50	205
영업이익률 (%)	2.1	3.4	4.0	1.3	4.7
지배순이익 (억원)	-12	-71	40	-180	63
PER (배)	-	-	22.9	-	26.1
PBR (배)	1.3	1.1	0.8	1.0	1.4
ROE (%)	-1.4	-7.5	3.9	-17.5	5.9
EPS (원)	-88	-442	210	-919	285

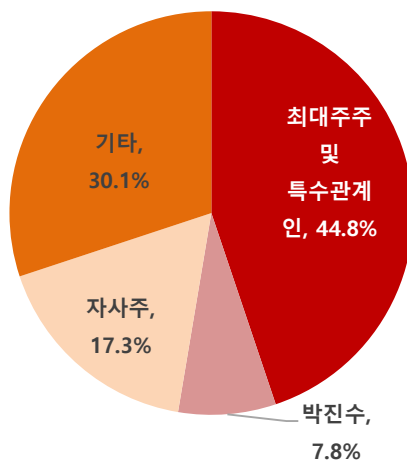
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

카메라 모듈, 음향부품, LED, IT 유통을 하는 지주회사

코아시아

코아시아는 카메라 모듈, 음향부품, LED, IT 유통 사업을 하는 지주회사이다. 카메라 모듈은 HNT VINA, 음향부품은 BSE, LED는 ITSWELL, IT 유통은 본사가 영위하고 있다. 매출 비중은 카메라 모듈이 65%로 가장 크고, 음향부품 23%, LED 15% 순이다. IT 유통은 코아시아 그룹 내 IT 부품의 원재료를 국내외 업체로부터 구매하여 해외 생산 법인에 판매하는 것으로 대부분 연결조정으로 상쇄된다. 신규사업을 위해 홍콩에 코아시아 세미를 설립했고, 넥셀과 세미하우스에 지분을 투자했다. 이들을 통해 DSP 사업을 본격화 할 예정이다.

그림 1. 지분구조



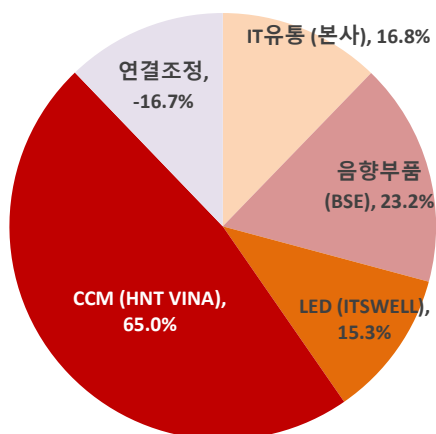
자료: 코아시아, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 코아시아 그룹 조직도



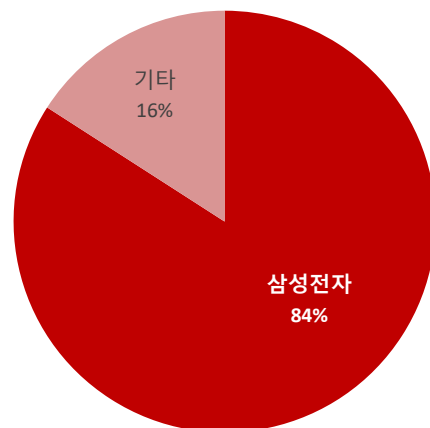
자료: 코아시아, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 매출 비중



자료: 코아시아, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 주요 거래처 비중



자료: 코아시아, 리딩투자증권 리서치센터

TWS 성장에 따른 수혜

TWS 성장

동사는 주 고객사(이하 A 사) 향 TWS(True Wireless Stereo; 무선이어폰)에 스피커 유닛 및 모듈을 납품하고 있다. 비상장사 한곳과 동사 두 곳이 각각 50%씩 납품하고 있는 것으로 파악된다. 2019 년 글로벌 TWS 판매량은 약 1 억 3 천만대였고, A 사 제품은 약 800 만대가 판매되어 M/S 6.2% 수준이다. 차기 모델부터는 노이즈캔슬링 기능이 추가되어 판매량과 M/S 가 증가할 것으로 전망된다. 글로벌 TWS 판매량은 연간 60%씩 성장을 하다 2024년에는 12 억대로 증가하여 글로벌 스마트폰 판매량과 동일해 질 것으로 추정된다. 즉, TWS 가 번들로 들어갈 것으로 전망된다.

TWS의 번들화는 시간문제

번들화는 시간문제

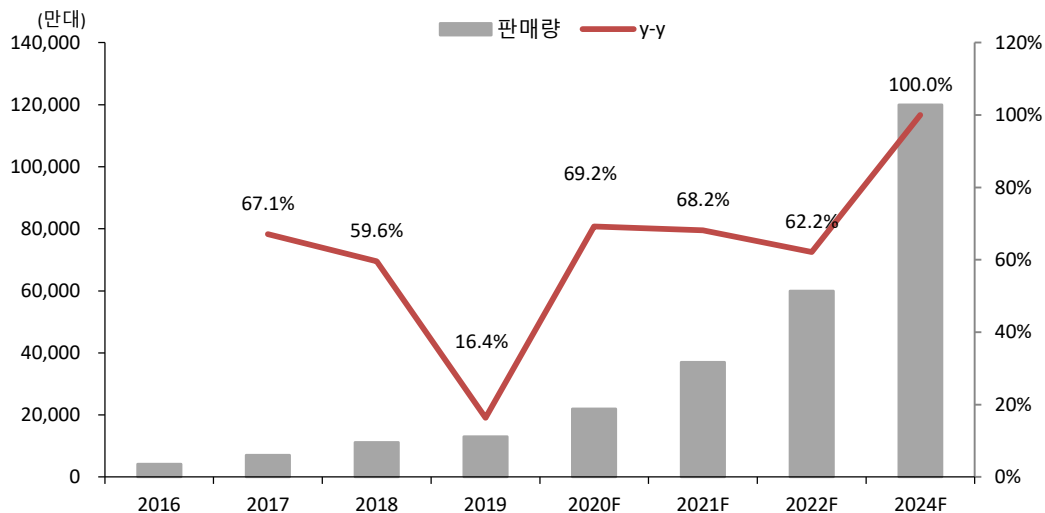
최근의 스마트폰 스펙으로 경쟁사와 차별화 할 수 있는 요소가 크지 않다. 세트 업체들은 TWS 를 번들로 제공함으로써 차별화를 나설 것이 분명하다. A 사의 일부 프리미엄 모델에는 이미 TWS 가 번들로 들어갔고, 최신모델을 구매하면 약 45% 할인된 가격에 TWS 를 구매할 수 있는 쿠폰도 제공하고 있다. 세트 업체 입장에서 TWS 를 번들로 제공하여 경쟁사와 차별화 하고, 출고가 방어도 할 수 있는 수단으로 활용할 수도 있다.

COVID-19 도 막을 수 없는 디바이스 체인지

디바이스 체인지

유선이어폰에서 무선이어폰(TWS)으로 디바이스 체인지가 시작되었다. TWS 를 한번도 안 써본 사람은 있어도 한번만 써본 사람은 없을 것이다. 유저의 경험은 더 나은 편의와 효율을 추구하기 때문에 TWS 로 디바이스가 체인지 되는 속도는 가팔라 질 것이다. COVID-19 로 인해 단기적으로 수요 성장이 주춤할 수는 있겠지만 무선이어폰(TWS)을 사용하기 시작한 유저들이 다시 유선이어폰으로 돌아가지는 않을 것이다.

그림 5. 글로벌 TWS 판매량 추정



자료: STRATEGY ANALYTICS, 리딩투자증권

TWS 가 번들로 들어간다면...

시나리오 분석

번들로 들어간다면 물량 증가에 따라 ASP(단순 스피커 유닛이 아닌 모듈) 하락과 벤더 다변화가 이뤄질 것이다. 그에 따른 2 가지 시나리오로 분석을 해봤다. 시나리오 1 의 경우 플래그십 모델만 번들로 제공하는 경우이고, 시나리오 2 는 중저가 모델까지 모든 모델에 번들로 제공하는 경우이다. TWS 가 번들로 제공되면 동사의 매출액은 약 3,000 억이 증가할 것으로 추정된다.

표 1. 시나리오 1 (6,000 만대 기준)

(대, 원, 십억원)

수량 \ ASP	50%	40%	30%
	30,000,000	24,000,000	18,000,000
3,000	90.0	72.0	54.0
2,500	75.0	60.0	45.0
2,000	60.0	48.0	36.0

자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 시나리오 2 (30,000 만대 기준)

(대, 원, 십억원)

수량 \ ASP	50%	40%	30%
	150,000,000	120,000,000	90,000,000
3,000	450.0	360.0	270.0
2,500	375.0	300.0	225.0
2,000	300.0	240.0	180.0

자료: 리딩투자증권 리서치센터

고화소로 실적 개선 중

카메라 모듈

HNT VINA 를 통해 카메라 모듈을 생산하고 있다. 과거에는 500 만 화소가 메인이었으나 2019 년 상반기부터 3,200 만 화소 비중이 증가하면서 실적개선이 빠르게 나타나고 있다. 현재 3,200 만 화소가 카메라 모듈 내 40% 이상을 차지하며 메인이 되었다. 중저가 모델 전면, 후면에 주로 납품을 하다 2020 년 초부터는 플래그십 모델의 전면, 후면에도 납품을 시작했다. A 사의 ODM 확대 전략에 따라 물량 증가가 지속 될 것으로 전망한다.

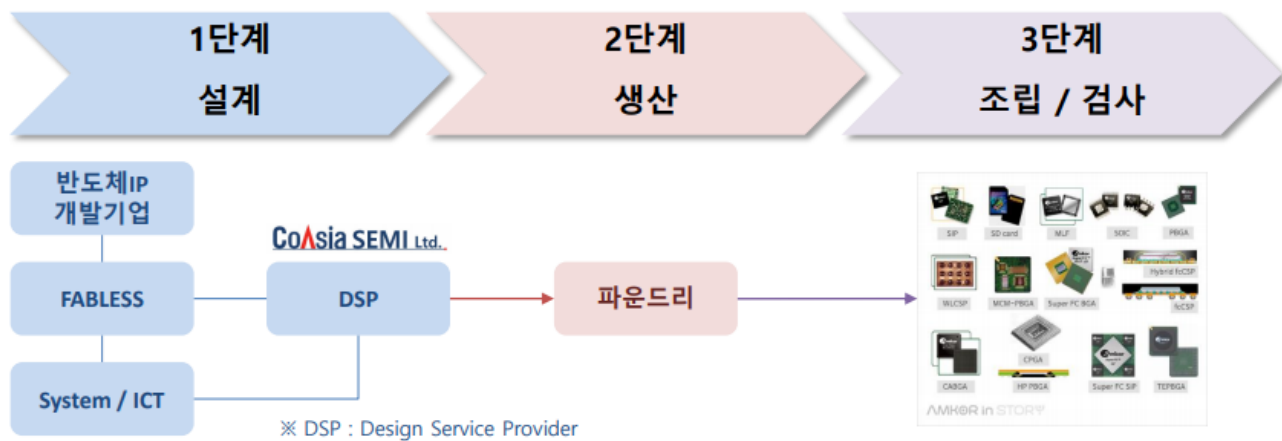
시스템반도체 사업 본격화

DSP 사업

모태 기업인 코아시아 일렉트로닉스의 비메모리 파운드리 및 디자인서비스 사업, 20 년간 시스템 솔루션 및 반도체 유통사업을 통해 형성된 폭 넓은 중화권 네트워크를 기반으로 중화권 고객에서 메이저 고객으로 확장하는 신규 DSP 사업을 추진하고 있다.

DSP(Design Solution Partner)는 펌리스 및 IP 개발업체와 파운드리를 연결하는 역할을 한다. A 사가 2017 년 파운드리 사업부를 분사한 이후 생태계 구축을 진행 중이다. TSMC 는 VCA(Value Chain Aggregator)라는 명칭으로 디자인 하우스들과 협력을 하고 있고 대표적으로 GUC(Global Unichip Corporation)가 있다. 향 후 A 사의 DSP 로 등록되면 인수한 넥셀을 중심으로 시스템 반도체 사업을 본격화 할 예정이다.

그림 6. DSP 구조



자료: 코아시아, 리딩투자증권 리서치센터

표 3. 실적추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019
매출액	88.8	112.4	130.8	106.9	424.3	378.4	438.9
영업이익	2.5	6.3	5.3	6.4	16.8	5.0	20.5
OPM	2.8%	5.6%	4.0%	6.0%	4.0%	1.3%	4.7%
순이익	2.4	2.2	5.1	2.6	2.0	(18.0)	12.3
지배주주순이익	0.1	1.8	3.5	0.8	4.0	(18.0)	6.3
NIM	0.1%	1.6%	2.7%	0.0%	0.9%	-4.8%	1.4%
Y-Y							
매출액	-9.0%	17.3%	41.8%	15.2%	7.1%	-10.8%	16.0%
영업이익	-14.4%	421.0%	-1654.8%	417.9%	24.0%	-70.3%	310.1%
지배순이익	-87.4%	533.1%	-175.3%	-100.0%	-155.8%	-556.2%	-135.0%

자료: 코아시아, 리딩투자증권 리서치센터

TWS 시장 참여로 Valuation Rerating 가속화 될 것

과거 경영권 분쟁 이슈로 인해 신규수주를 제대로 받지 못하고 비용을 통제하면서 실적 변동성이 컸었다. 또 중국 생산 사이트 정리와 베트남 이전으로 순이익 단에서의 이슈도 더 이상 나타나지 않을 것이다. 2020 년을 기점으로 TWS 사업을 비롯한 기존사업과 DSP 의 신규사업이 더해져 실적성장이 본격화 될 것으로 전망된다. 2020F PER 12.5x 수준이나 글로벌 TWS 성장 속도만큼 동사의 Valuation Rerating 도 가속화 될 것으로 판단한다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
자산총계	3,517	3,255	3,311	3,275	3,263
유동자산	1,659	1,480	1,552	1,347	1,335
현금및현금성자산	577	485	563	497	378
단기금융자산	102	199	136	165	138
매출채권및기타채권	430	324	442	328	385
재고자산	450	374	345	285	389
비유동자산	1,857	1,776	1,759	1,927	1,928
장기금융자산	39	8	38	130	158
관계기업등투자자산	203	204	223	410	335
유형자산	1,267	1,234	1,195	1,175	1,330
무형자산	276	278	248	157	78
부채총계	2,255	1,828	1,803	1,889	1,888
유동부채	1,726	1,380	1,250	1,377	1,459
단기차입부채	1,170	904	784	1,029	591
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	541	445	451	332	843
비유동부채	529	448	553	512	429
장기차입부채	443	349	452	419	301
기타장기금융부채	1	0	0	0	0
자본총계*	1,262	1,427	1,508	1,386	1,375
지배주주지분*	928	960	1,090	965	1,161
비지배주주지분	334	467	418	420	214

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
매출액	2,776	3,961	4,243	3,784	4,389
매출원가	2,332	3,334	3,525	3,253	3,791
매출총이익	443	626	717	531	597
판매비와관리비	385	491	549	481	392
영업이익	59	136	168	50	205
EBITDA	213	323	358	222	388
비영업손익	-85	-125	-141	-215	-18
이자수익	16	6	5	5	6
이자비용	77	81	57	49	55
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-17	7	-46	28	39
관계기업등관련손익	12	-31	3	-20	10
기타비영업손익	-20	-26	-47	-179	-18
세전계속사업이익	-27	10	27	-165	187
법인세비용	-35	29	7	15	20
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	-45
당기순이익*	9	-19	20	-180	123
지배주주순이익*	-12	-71	40	-180	63
비지배주주순이익	20	52	-19	0	60
기타포괄손익	121	6	-77	13	7
총포괄손익	130	-13	-56	-167	129

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
영업활동으로인한현금흐름	418	391	203	194	511
당기순이익	9	-19	20	-180	123
현금유입(유출)이없는수익	226	417	398	447	362
자산상각비	154	187	190	172	183
영업자산부채변동	231	40	-149	-26	85
매출채권및기타채권	127	113	-213	154	15
재고자산감소(증가)	182	19	-26	61	-134
매입채무및기타채무증	-96	-81	86	-161	201
투자활동현금흐름	-393	-214	-260	-517	-130
투자활동현금유입액	389	249	169	185	546
유형자산	110	73	57	21	64
무형자산	0	0	1	0	0
투자활동현금유출액	782	463	429	702	676
유형자산	260	266	302	202	302
무형자산	55	44	22	20	27
재무활동현금흐름	202	-334	131	234	-492
재무활동현금유입액	1,118	973	1,173	1,030	722
단기차입부채	745	587	968	741	598
장기차입부채	372	253	205	289	114
재무활동현금유출액	915	1,307	1,042	796	1,214
단기차입부채	914	1,135	924	788	781
장기차입부채	0	44	100	8	248
기타현금흐름	0	0	0	0	-10
연결범위변동효과	110	-1	0	0	-34
환율변동효과	-8	67	5	23	36
현금변동	331	-92	78	-66	-119
기초현금	246	577	485	563	497
기말현금	577	485	563	497	378

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	-88	-442	210	-919	285
BPS*	7,015	5,990	5,784	4,921	5,241
CFPS	3,162	2,438	1,076	989	2,306
SPS	20,992	24,719	22,517	19,289	19,809
EBITDAPS	1,610	2,014	1,902	1,131	1,751
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	-	-	22.9	-	26.1
PBR*	1.3	1.1	0.8	1.0	1.4
PCFR	2.8	2.7	4.5	5.2	3.2
PSR	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
EV/EBITDA	8.3	3.7	2.9	6.6	5.0
재무비율					
매출액증가율	8.3	42.7	7.1	-10.8	16.0
영업이익증가율	흑전	131.6	24.0	-70.3	310.1
지배주주순이익증가율*	흑전	적전	흑전	적전	흑전
매출총이익률	16.0	15.8	16.9	14.0	13.6
영업이익률	2.1	3.4	4.0	1.3	4.7
EBITDA이익률	7.7	8.1	8.4	5.9	8.8
지배주주순이익률*	0.3	-0.5	0.5	-4.8	2.8
ROA	2.0	4.0	5.1	1.5	6.3
ROE	-1.4	-7.5	3.9	-17.5	5.9
ROIC	-1.1	-13.2	7.1	3.2	12.6
부채비율	178.7	128.1	119.6	136.3	137.4
차입금비율	127.8	87.8	82.0	104.5	64.9
순차입금비율	74.1	41.7	37.1	64.0	37.3

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

코아시아(045970)

일자	2020-04-02
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 $\pm$ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 $\pm$ 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%