



2019년 9월 10일 | Equity Research

다산네트웍스(039560)

달라진 경영진, 이제 실적 기대감 반영되며 주가 랠리 시작될 것

투자의견 매수로 상향 조정, 이제 실적적으로 시각 전환해야

다산네트웍스에 대한 투자의견을 중립에서 매수로 상향하고, 목표가 역시 10,000원에서 15,000원으로 상향 조정한다. 전일 경영진 코멘트로 볼 때 더 이상 무분별한 BW/CB 발행으로 인한 기존 소액주주들의 피해 발생 가능성이 낮다고 판단되기 때문이다. 이제 다시 실적에 집중할 필요가 있는데 향후 실적 전망을 낙관적으로 판단하는 이유는 다음과 같다. 1) 미국 화웨이 제재로 인해 미국 시장에서 자회사 DZS의 선전이 예상되는데 특히 기업(엔터프라이즈) 시장에서 M/S 향상이 예상되고, 2) 2020년 일본 통신 4개사로의 스위치/PON장비 공급 증가가 기대되며, 3) 5G 트래픽 동향, 5G SA 도입 준비 상황을 감안할 때 2020년엔 SKT를 비롯한 통신 3사로의 백홀 및 초저지연 스위치 공급 증대가 예상되기 때문이다. 12개월 목표가를 향후 4Q Forward EPS에 Target PER 15 배를 적용한 15,000원으로 제시한다.

경영진 스탠스 변화, 이제 주주가치 훼손 없을 것

다산네트웍스 남민우 회장은 전일 언론사 인터뷰를 통해 소액주주 피해 방지를 위해 추가적인 CB/BW 발행을 중단하고 주주가치 재고를 위해 자사주 매입에 나설 것이라고 언급한 바 있다. 2개월 전과는 사뭇 달라진 모습인데 하나금융투자에서는 이러한 경영진 스탠스 변화가 향후 다산네트웍스 주가 상승의 결정적 원인이 될 것으로 판단한다. 과거 2년간 다산네트웍스 주식수 변동 폭을 감안할 때 분명히 CB/BW 남발은 주가 상승의 발목을 잡을 것이 분명한데 이러한 리스크가 해소되었다고 판단되기 때문이다.

단기 미국/일본에 주목, 이익 성장에 따른 주가 상승 기대

이제 다시 다산네트웍스 향후 실적에 집중할 필요가 있는데 미국/일본 시장에서 실적 회복세가 본격화되는 가운데 국내 매출이 2020년부터 살아나고 솔루션에 실적/주가도 회복세가 예상되어 긍정적이라는 판단이다. 특히 현 시점에서는 일본 시장에 주목할 필요가 있다. 일본 제 4 이동통신사업자인 라쿠텐이 올해 4분기부터 SDN 방식으로의 네트워크 투자를 본격화할 예정인데 다산네트웍스가 장비공급업체로 선정될 시 적지 않은 파장이 예상되기 때문이다. 여기에 미국 시장에서 화웨이가 통신사를 제외한 일반 기업형 부문에서도 점차 철수할 가능성이 높아지고 있다는 점도 다산네트웍스에겐 큰 기회 요인이 될 것으로 판단된다.

Update

Buy(상향)

| TP(12M): 15,000원(상향) | CP(9월 9일): 9,000원

Key Data

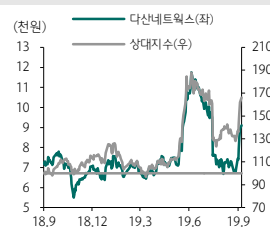
KOSDAQ 지수 (pt)	625.77
52주 최고/최저(원)	11,650/5,400
시가총액(십억원)	283.7
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	31,523.2
60일 평균 거래량(천주)	1,004.3
60일 평균 거래대금(십억원)	8.5
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	5.54
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 4인	25.29

주가상승률	1M	6M	12M
절대	26.4	40.0	26.4
상대	19.2	64.6	65.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	478.4	532.2
영업이익(십억원)	24.7	35.2
순이익(십억원)	27.1	31.2
EPS(원)	808	929
BPS(원)	5,206	6,669

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	306.8	356.9	474.5	548.6	610.5
영업이익	십억원	(0.1)	10.2	26.1	42.5	50.7
세전이익	십억원	(5.0)	(24.0)	23.6	41.8	50.3
순이익	십억원	(1.6)	(26.1)	19.6	35.7	42.7
EPS	원	(71)	(913)	627	1,056	1,180
증감률	%	적지	적지	폭전	68.4	11.7
PER	배	N/A	N/A	14.36	8.52	7.63
PBR	배	1.18	1.40	1.68	1.53	1.27
EV/EBITDA	배	30.40	17.38	9.20	5.42	4.38
ROE	%	(1.30)	(20.04)	12.76	18.30	18.23
BPS	원	5,759	4,929	5,365	5,883	7,064
DPS	원	0	0	0	0	0

주 : CB/BW/EB 회석 기준



Analyst 김홍식
02-3771-7505
pro11@hanafn.com

RA 성도훈
02-3771-7541
dohunsung@hanafn.com

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

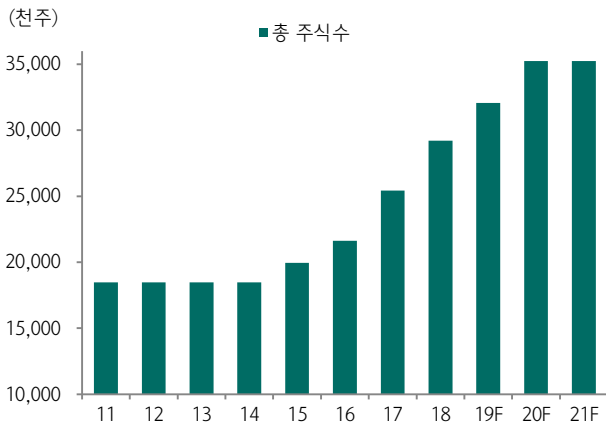
(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q18F
매출액	69.2	94.1	87.3	106.5	100.1	124.4	122.1	127.9
영업이익	0.0	3.7	4.6	1.8	1.3	6.9	7.3	10.6
(영업이익률)	0.1	4.0	5.3	1.7	1.3	5.5	6.0	8.3
세전이익	(2.0)	(6.6)	3.4	(18.9)	6.5	(0.3)	7.1	10.3
순이익	(1.8)	(6.9)	2.5	(19.9)	6.7	(1.9)	6.0	8.8
(순이익률)	(2.6)	(7.3)	2.9	(18.7)	6.7	(1.5)	4.9	6.9

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

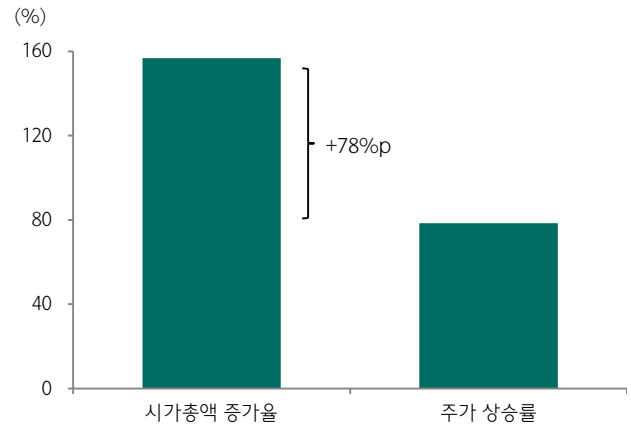
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 다산네트웍스 연간 주식수 변화 및 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

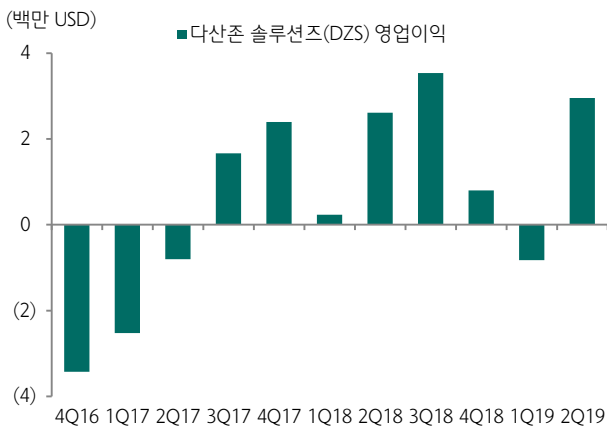
그림 2. 최근 2년간 다산네트웍스 주가 상승률 및 시가총액 증가율



주: 2017년 7월 17일, 2019년 7월 15일 주가 및 시가총액 기준

자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 3. 미국 DZS 분기별 실적 추이



자료: DZS, 하나금융투자

그림 4. 2020년 네트워크장비 3대 이슈 점검

- 1 중국/일본 장비 시장 급성장
- 2 통신사 인빌딩/백홀/스위치 투자 증가
- 3 5G SA 시대로의 진화 본격화

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	306.8	356.9	474.5	548.6	610.5
매출원가	202.2	236.0	307.9	356.2	396.3
매출총이익	104.6	120.9	166.6	192.4	214.2
판매비	104.7	110.7	140.5	149.9	163.5
영업이익	(0.1)	10.2	26.1	42.5	50.7
금융손익	4.7	(8.2)	(1.1)	(0.2)	(0.2)
중속/관계기업손익	(2.3)	(8.8)	(3.1)	0.4	0.0
기타영업외손익	(7.4)	(17.3)	1.6	(0.9)	(0.2)
세전이익	(5.0)	(24.0)	23.6	41.8	50.3
법인세	(1.3)	1.2	3.5	6.3	7.5
계속사업이익	(3.7)	(25.3)	20.9	35.5	42.8
중단사업이익	1.2	0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2.5)	(24.8)	20.9	35.5	42.8
비배주주지분 손이익	(0.9)	1.3	1.3	(0.2)	0.1
지배주주순이익	(1.6)	(26.1)	19.6	35.7	42.7
지배주주지분포괄이익	(3.4)	(25.6)	41.3	96.7	116.3
NOPAT	(0.1)	10.7	20.3	36.1	43.1
EBITDA	7.6	15.4	38.4	54.1	60.4
성장성(%)					
매출액증가율	62.4	16.3	33.0	15.6	11.3
NOPAT증가율	적지	흑전	89.7	77.8	19.4
EBITDA증가율	흑전	102.6	149.4	40.9	11.6
영업이익증가율	적지	흑전	155.9	62.8	19.3
영업이익(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	82.1	19.6
EPS증가율	적지	적지	흑전	68.4	11.7
수익성(%)					
매출총이익률	34.1	33.9	35.1	35.1	35.1
EBITDA이익률	2.5	4.3	8.1	9.9	9.9
영업이익률	(0.0)	2.9	5.5	7.7	8.3
계속사업이익률	(1.2)	(7.1)	4.4	6.5	7.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(71)	(913)	627	1,056	1,180
BPS	5,759	4,929	5,365	5,883	7,064
CFPS	612	817	1,304	1,685	1,737
EBITDAPS	345	540	1,231	1,601	1,670
SPS	13,935	12,502	15,192	16,224	16,872
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	14.4	8.5	7.6
PBR	1.2	1.4	1.7	1.5	1.3
PCFR	11.1	8.4	6.9	5.3	5.2
EV/EBITDA	30.4	17.4	9.2	5.4	4.4
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	(1.3)	(20.0)	12.8	18.3	18.2
ROA	(0.4)	(7.3)	4.6	7.1	8.1
ROIC	(0.0)	7.9	11.6	21.7	27.7
부채비율	111.4	118.5	90.9	73.6	64.3
순부채비율	18.3	17.3	(4.0)	(23.9)	(29.5)
이자보상배율(배)	(0.0)	3.2	3.5	7.6	10.1

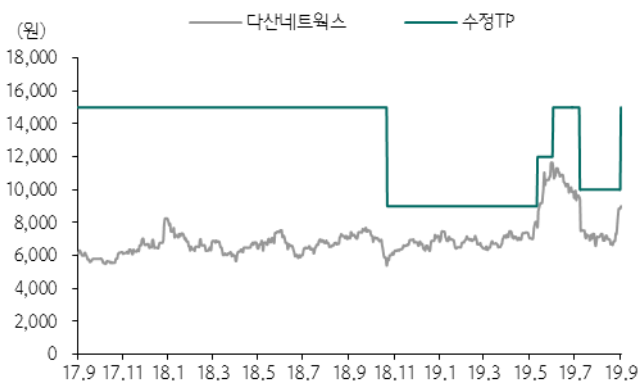
자료: 하나금융투자

주: CB/BW/EB 회석 기준

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	205.5	248.2	334.0	352.2	400.1
금융자산	72.5	66.5	124.8	134.3	149.3
현금성자산	30.4	41.2	94.4	95.7	106.9
매출채권 등	93.4	114.0	136.8	138.2	154.2
재고자산	34.3	46.4	46.8	47.3	61.3
기타유동자산	5.3	21.3	25.6	32.4	35.3
비유동자산	140.1	117.8	157.1	156.1	151.2
투자자산	55.7	38.7	51.9	62.6	67.4
금융자산	14.0	3.1	3.7	4.7	5.2
유형자산	42.9	43.6	58.6	48.2	39.7
무형자산	11.6	9.2	20.1	18.9	17.7
기타비유동자산	29.9	26.3	26.5	26.4	26.4
자산총계	345.6	366.0	491.1	508.3	551.3
유동부채	159.5	172.4	184.7	164.4	163.7
금융부채	92.9	75.8	73.1	22.9	8.8
매입채무 등	55.6	78.4	90.9	115.4	126.4
기타유동부채	11.0	18.2	20.7	26.1	28.5
비유동부채	22.6	26.1	49.1	51.1	52.0
금융부채	9.4	19.8	41.4	41.4	41.4
기타비유동부채	13.2	6.3	7.7	9.7	10.6
부채총계	182.1	198.5	233.8	215.5	215.8
지배주주지분	130.5	129.6	177.2	212.9	255.6
자본금	13.9	15.8	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	175.3	196.2	194.4	194.4	194.4
자본조정	(34.3)	(32.6)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(1.0)	(0.4)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
이익잉여금	(23.5)	(49.4)	(30.4)	5.3	48.0
비배주주지분	33.0	37.9	80.1	79.9	80.0
자본총계	163.5	167.5	257.3	292.8	335.6
순금융부채	29.8	29.1	(10.3)	(70.0)	(99.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9.0	(4.5)	(5.6)	43.3	31.1
당기순이익	(2.5)	(24.8)	20.9	35.5	42.8
조정	12.5	47.3	1.5	(15.5)	6.9
감가상각비	7.7	5.2	12.3	11.6	9.7
외환거래손익	2.8	(1.5)	(1.3)	0.0	0.0
지분법손익	2.3	9.1	(1.0)	0.0	0.0
기타	(0.3)	34.5	(8.5)	(27.1)	(2.8)
영업활동 현금흐름	(1.0)	(27.0)	(28.0)	23.3	(18.6)
투자활동 현금흐름	(36.8)	(0.2)	(29.3)	(9.1)	(6.5)
투자자산감소(증가)	(2.6)	25.8	(9.9)	(10.7)	(4.8)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(1.7)	(1.6)	0.0	0.0
기타	(30.6)	(24.3)	(17.8)	1.6	(1.7)
재무활동 현금흐름	19.5	10.4	47.3	(33.0)	(21.4)
금융부채증가(감소)	(38.8)	(6.7)	19.0	(50.2)	(14.1)
자본증가(감소)	22.7	22.8	(0.8)	0.0	0.0
기타재무활동	35.6	(5.7)	29.1	17.2	(7.3)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(9.3)	10.8	17.5	1.2	3.2
Unlevered CFO	13.5	23.3	40.7	57.0	62.9
Free Cash Flow	5.3	(6.3)	(5.9)	43.3	31.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.10	BUY	15,000		
19.7.17	Neutral	10,000	-27.99%	-11.50%
19.6.11	BUY	15,000	-31.29%	-24.67%
19.5.21	BUY	12,000	-15.81%	-2.92%
18.10.31	BUY	9,000	-24.19%	-10.56%
17.11.27	BUY	15,000	-55.01%	-44.93%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 09월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.