2019년 11월 19일 I Equity Research

다산네트웍스(039560)

4Q 이후를 내다 본 투자 전략 설정 추천

매수/목표가 15,000원 유지, 실적 걱정 버리고 매수할 시점

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 키마일 관련 일회성비용 반영으로 3분기 실적이 부진했지만 4분기엔 DZS 이익 증가로 재차 실적 호전이 예상되고, 2) 연내 일본 통신사로의 신규 공급 물량 체결이 기대되며, 3) 일본 매출 급증, 국내 스위치/백홀 공급 물량 증가 가능성이 높아 2020년엔 가파른 이익 증가가 예상되고, 4) 당분간 CB/BW 발행 가능성이 없음을 감안할 때 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 2020년 실적 전망치 유지로 12개월 목표가는 기존의 15,000원을 그대로 제시한다.

4Q는 양호할 듯, 연말 수주 환경/내년도 전망 낙관적

다산네트웍스 3분기에 연결 영업이익 -14억원(적전 YoY, 적전 QoQ)을 기록하였다. 프랑스 지역 매출 호조로 본사에서는 28억원에 달하는 당초 예상에 부합하는 영업이익을 기록했지만 DZS가 -42억원으로 대규모 적자를 기록한 것이 실적 쇼크의 원인이었다. 키마일 관련 구조조정 비용 반영이 사실상 실적 악화의 주된 요인이었다고 볼 수 있다. 하지만 4분기엔 재차 실적 호전이 예상된다. 계절적 요인으로 매출이 회복세를 나타낼 것으로 예상되는 데다가 키마일 관련 비용이 큰 폭으로 감소할 전망이기 때문이다. 참고로 미국 자회사 DZS는 4Q 가이던스를 매출액 930~1,000억원, 영업이익 33~75억원으로 제시하고 있다. 2020년엔 가파른 실적 개선세가 예상된다. 가장 기대가 큰 일본 시장 매출액이 2020년 1분기부터 시작되어 2분기부터 급증 패턴을 나타낼 것으로 판단되기 때문이다. 일본에서만 내년에 200억원 이상의 영업이익 발생이 가능할 것이란 판단이다.

2020년은 유선 1등 업체에 관심 높일 필요 있어

현 시점에서는 전략상 장기적 관점에서 다산네트웍스 매수에 적극 나설 필요가 있다. 기다리면 큰 수익을 얻을 가능성이 높아서다. 올해가 무선 기지국 업체의 해였다면 내년은 유선 가입자장비 업체의 해가 될 가능성이 높다. 국내 통신사 CAPEX만 보면 그렇다. 특히 5G SA 투자가 본격화되면서 초저지연스위치 장비 투자가 빅이슈로 부상할 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 여기에 수출 비중이 높은 국내 1등 업체라는 점도 매력적 요인이다. 일본/미국 투자 증대 수혜까지 기대할 수 있어서다. 특히 일본 시장은 10년 만의 최대 호황을 맞이하면서 주가 상승을 견인할 공산이 커 보인다.

Update

Buy

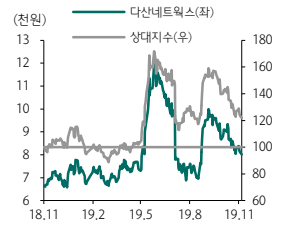
I TP(12M): 15,000원 I CP(11월 18일): 7,710원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	669.34
52주 최고/최저(원)	11,650/6,280
시가총액(십억원)	243.0
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	31,523.2
60일 평균 거래량(천주)	826.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.1
19년 배당금(예상,원)	0
19년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	5.96
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 3 인	25.26

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.3)	(4.2)	20.8
상대	(15.3)	2.2	24.6

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	480.2	557.4
영업이익(십억원)	22.7	35.6
순이익(십억원)	20.6	28.3
EPS(원)	583	851
BPS(원)	5,462	6,684

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	306.8	356.9	459.2	548.6	610.5
영업이익	십억원	(0.1)	10.2	13.2	42.5	50.7
세전이익	십억원	(5.0)	(24.0)	9.0	41.8	50.3
순이익	십억원	(1.6)	(26.1)	9.7	35.7	42.7
EPS	원	(71)	(913)	313	1,103	1,231
증감률	%	적지	적지	흑전	252.4	11.6
PER	배	N/A	N/A	24.61	6.99	6.27
PBR	배	1.18	1.40	1.45	1.32	1.09
EV/EBITDA	배	30.40	17.38	12.69	5.94	4.74
ROE	%	(1.30)	(20.04)	6.51	19.26	19.03
BPS	원	5,759	4,929	5,306	5,851	7,082
DPS	원	0	0	0	0	0

주 : CB/BW/EB 희석 기준

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

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

하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

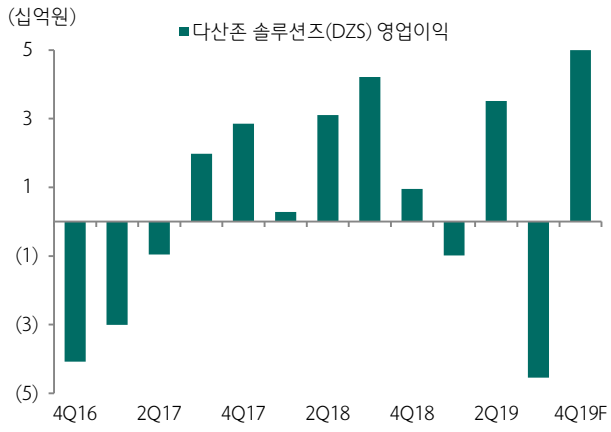
표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F
매출액	**69.2**	**94.1**	**87.3**	**106.5**	**100.1**	**124.4**	**113.8**	**120.9**
영업이익	**0.0**	**3.7**	**4.6**	**1.8**	**1.3**	**6.9**	**(1.4)**	**6.4**
(영업이익률)	0.1	4.0	5.3	1.7	1.3	5.5	(1.2)	5.3
세전이익	(2.0)	(6.6)	3.4	(18.9)	6.5	(0.3)	(3.6)	6.1
순이익	**(1.8)**	**(6.9)**	**2.5**	**(19.9)**	**6.7**	**(1.9)**	**(0.6)**	**5.4**
(순이익률)	(2.6)	(7.3)	2.9	(18.7)	6.7	(1.5)	(0.5)	4.5

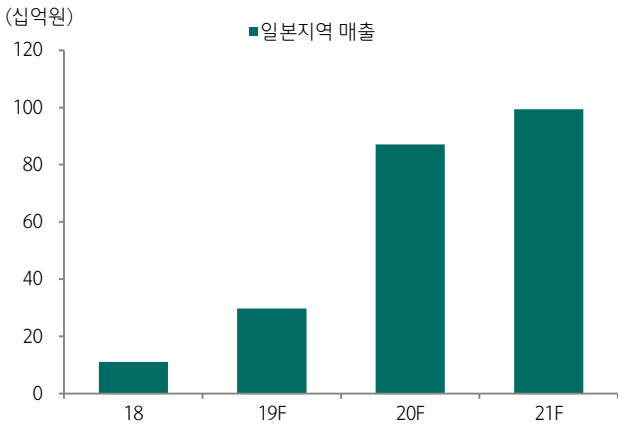
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 미국 DZS 분기별 실적 추이 및 전망



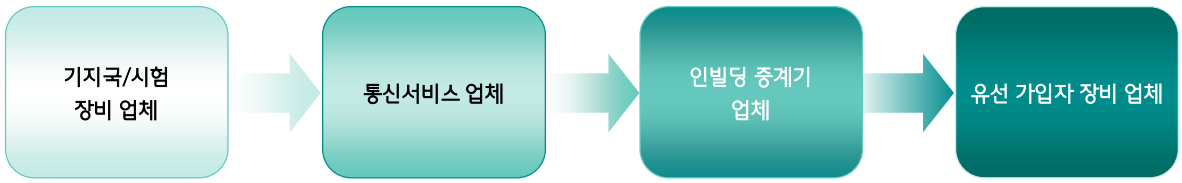
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 2. 다산네트웍스 일본지역 매출액 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 3. 5G 관련주 실적 개선 순서 예측



자료: 하나금융투자

Analyst 김홍식 02-3771-7505

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**306.8**	**356.9**	**459.2**	**548.6**	**610.5**
매출원가	202.2	236.0	298.2	356.2	396.3
매출총이익	104.6	120.9	161.0	192.4	214.2
판관비	104.7	110.7	147.8	149.9	163.5
영업이익	**(0.1)**	**10.2**	**13.2**	**42.5**	**50.7**
금융손익	4.7	(8.2)	(3.1)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	(2.3)	(8.8)	(3.1)	(0.5)	(0.2)
기타영업외손익	(7.4)	(17.3)	2.0	0.0	0.0
세전이익	**(5.0)**	**(24.0)**	**9.0**	**41.8**	**50.3**
법인세	(1.3)	1.2	1.6	6.3	7.5
계속사업이익	(3.7)	(25.3)	7.4	35.5	42.8
중단사업이익	1.2	0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(2.5)**	**(24.8)**	**7.4**	**35.5**	**42.8**
비지배주주지분 순이익	(0.9)	1.3	(2.3)	(0.1)	0.1
지배주주순이익	**(1.6)**	**(26.1)**	**9.7**	**35.7**	**42.7**
지배주주지분포괄이익	(3.4)	(25.6)	4.6	96.7	116.3
NOPAT	(0.1)	10.7	10.8	36.1	43.1
EBITDA	7.6	15.4	25.5	54.1	60.4
성장성(%)					
매출액증가율	62.4	16.3	28.7	19.5	11.3
NOPAT증가율	적지	흑전	0.9	234.3	19.4
EBITDA증가율	흑전	102.6	65.6	112.2	11.6
영업이익증가율	적지	흑전	29.4	222.0	19.3
(지배주주)순익증가율	적지	적지	흑전	268.0	19.6
EPS증가율	적지	적지	흑전	252.4	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	34.1	33.9	35.1	35.1	35.1
EBITDA이익률	2.5	4.3	5.6	9.9	9.9
영업이익률	(0.0)	2.9	2.9	7.7	8.3
계속사업이익률	(1.2)	(7.1)	1.6	6.5	7.0

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(71)	(913)	313	1,103	1,231
BPS	5,759	4,929	5,306	5,851	7,082
CFPS	612	817	859	1,845	1,882
EBITDAPS	345	540	827	1,675	1,742
SPS	13,935	12,502	14,880	16,978	17,602
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	24.6	7.0	6.3
PBR	1.2	1.4	1.5	1.3	1.1
PCFR	11.1	8.4	9.0	4.2	4.1
EV/EBITDA	30.4	17.4	12.7	5.9	4.7
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	(1.3)	(20.0)	6.5	19.3	19.0
ROA	(0.4)	(7.3)	2.3	6.7	7.2
ROIC	(0.0)	7.9	6.6	18.3	20.4
부채비율	111.4	118.5	98.6	107.1	89.3
순부채비율	18.3	17.3	1.8	0.8	(10.4)
이자보상배율(배)	(0.0)	3.2	1.7	5.2	6.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**205.5**	**248.2**	**329.2**	**422.3**	**458.3**
금융자산	72.5	66.5	123.1	145.7	155.3
현금성자산	30.4	41.2	94.3	107.0	113.0
매출채권 등	93.4	114.0	129.3	173.6	190.2
재고자산	34.3	46.4	52.6	70.7	77.4
기타유동자산	5.3	21.3	24.2	32.3	35.4
비유동자산	**140.1**	**117.8**	**154.9**	**156.1**	**151.2**
투자자산	55.7	38.7	49.8	62.6	67.4
금융자산	14.0	3.1	3.5	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**	**26.4**	**26.4**	**26.4**
자산총계	**345.6**	**366.0**	**484.1**	**578.4**	**609.6**
유동부채	**159.5**	**172.4**	**191.7**	**248.0**	**235.5**
금융부채	92.9	75.8	86.1	106.5	80.5
매입채무 등	55.6	78.4	85.9	115.4	126.4
기타유동부채	11.0	18.2	19.7	26.1	28.6
비유동부채	**22.6**	**26.1**	**48.6**	**51.1**	**52.0**
금융부채	**9.4**	**19.8**	**41.4**	**41.4**	**41.4**
기타비유동부채	13.2	6.3	7.2	9.7	10.6
부채총계	**182.1**	**198.5**	**240.3**	**299.1**	**287.5**
지배주주지분	**130.5**	**129.6**	**167.3**	**202.9**	**245.7**
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)	(40.4)	(4.7)	38.0
비지배주주지분	**33.0**	**37.9**	**76.5**	**76.4**	**76.4**
자본총계	**163.5**	**167.5**	**243.8**	**279.3**	**322.1**
순금융부채	29.8	29.1	4.5	2.3	(33.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

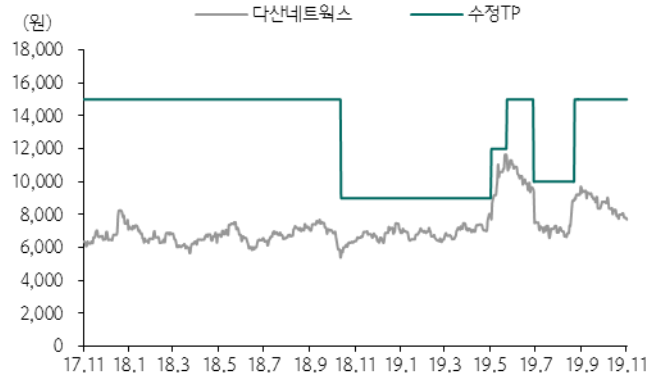
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**9.0**	**(4.5)**	**(9.4)**	**15.1**	**40.5**
당기순이익	(2.5)	(24.8)	7.4	35.5	42.8
조정	12.5	47.3	14.6	11.7	9.7
감가상각비	7.7	5.2	12.3	11.6	9.7
외환거래손익	2.8	(1.5)	(1.3)	0.0	0.0
지분법손익	2.3	9.1	(1.0)	0.0	0.0
기타	(0.3)	34.5	4.6	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(1.0)	(27.0)	(31.4)	(32.1)	(12.0)
투자활동 현금흐름	**(36.8)**	**(0.2)**	**(17.3)**	**(22.7)**	**(8.5)**
투자자산감소(증가)	(2.6)	25.8	(7.7)	(12.8)	(4.8)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(1.7)	(1.6)	0.0	0.0
기타	(30.6)	(24.3)	(8.0)	(9.9)	(3.7)
재무활동 현금흐름	**19.5**	**10.4**	**79.5**	**20.4**	**(26.0)**
금융부채증가(감소)	(38.8)	(6.7)	32.0	20.4	(26.0)
자본증가(감소)	22.7	22.8	(0.8)	0.0	0.0
기타재무활동	35.6	(5.7)	48.3	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(9.3)**	**10.8**	**53.2**	**12.7**	**5.9**
Unlevered CFO	13.5	23.3	26.5	59.6	65.3
Free Cash Flow	5.3	(6.3)	(11.0)	15.1	40.5

자료: 하나금융투자
주 : CB/BW/EB 희석 기준

Analyst 김홍식 02-3771-7505

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자의견	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 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 17일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 11월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.