

다산네트웍스(039560)

지난 실적보단 2분기 이후에 집중할 시점

매수/목표가 15,000원 유지, 중요한 것은 올해 2분기 이후

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 키마일 관련 일회성비용이 1분기까지도 반영될 것으로 보여 올해 1분기까지도 적자 행진이 지속되겠지만 올해 다산네트웍스 실적에서 가장 중요한 일본 매출액은 서서히 본격화되는 양상을 나타내고 있고, 2) 4월 일본 라쿠텐 이동전화 상용화 서비스 개시, KDDI 3월 5G 서비스 개시를 계기로 일본 통신사들의 네트워크 투자가 급증하는 양상이며, 3) 라쿠텐을 비롯한 일본 매출처 동향, 독일 키마일 관련 일회성비용을 감안할 때 올해 2분기부터 실적 정상화, 3분기 이후 어닝서프라이즈가 시현될 가능성이 높고, 4) 최근 국내의 네트워크장비 업체 Multiple을 감안 시 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 올해 실적 전망치를 하향 조정하지만 일회성 항목을 제외 시 그리 큰 규모는 아닌데다가 본격적인 이익 성과가 도출될 내년도 실적을 이전 수준으로 유지함에 따라 12개월 목표가는 기존의 15,000원을 그대로 제시한다.

4Q 실적 쇼크 불가피, 1Q도 적자 가능성 존재

전주 다산네트웍스 미국 자회사인 다산솔루션즈가 2019년 4분기 영업이익 -5.3백만달러(적전 YoY, 적지 QoQ)로 당초 가이던스를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록하였다. 매출액은 전분기비 9% 증가했지만 지난해 인수한 키마일 관련 구조조정 비용 등 일회성비용이 대거(100억원 가량 추정) 반영되었기 때문이었다. 결국 다산네트웍스의 2019년 4분기 및 2020년 1분기 실적도 부진할 공산이 커 보인다. 4분기 본사 영업이익이 10~20억원 수준일 것임을 감안 시 4분기 적자가 불가피해 보이며, 1분기까지도 키마일 관련 일회성비용 반영이 예상되기 때문이다. 1분기까지도 다산네트웍스의 적자 행진은 지속될 전망이다.

하지만 드디어 일본 매출 본격화되고 있다는 점에 주목

하나금융투자에서는 지난해부터 2020년 다산네트웍스의 일본 매출 발생에 집중할 필요가 있다고 언급한 바 있다. 일본 통신사간 경쟁 상황을 감안 시 라쿠텐, KDDI, 소프트뱅크, NTT Docomo의 스위치 및 라우터, 모바일 백홀 네트워크 투자가 급증할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 현재 라쿠텐은 올해 6월 5G 이동전화 상용 서비스를 제공할 예정이다. SDN 방식으로 네트워크를 투자함에 따라 기존 통신 3사 대비 CAPEX 규모가 크진 않지만 중소 장비 업체들 입장에서는 오히려 매출 확대의 기회가 예상된다. 이미 올해 초부터 일본 수출이 가시화되고 있으며, 점진적인 공급 물량 증대가 예상된다. 올해 다산네트웍스는 일본에서만 매출액 750억원, 영업이익 250억원을 달성할 전망이다.

Update

Buy(유지)

| TP(12M): 15,000원 | CP(3월 6일): 7,060원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	642.72
52주 최고/최저(원)	11,650/6,340
시가총액(십억원)	226.5
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	32,078.3
60일 평균 거래량(천주)	516.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.60
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 3인	24.82
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.8) (20.2) 7.8
상대	(9.8) (21.7) 25.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	306.8	356.9	459.2	535.6	610.5
영업이익	십억원	(0.1)	10.2	2.2	26.9	50.7
세전이익	십억원	(5.0)	(24.0)	(2.0)	26.2	50.3
순이익	십억원	(1.6)	(26.1)	(0.7)	22.1	42.7
EPS	원	(71)	(913)	(22)	671	1,211
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	80.5
PER	배	N/A	N/A	N/A	10.52	5.83
PBR	배	1.18	1.40	1.52	1.28	1.05
EV/EBITDA	배	30.40	17.38	25.90	8.62	4.69
ROE	%	(1.30)	(20.04)	(0.47)	13.09	21.25
BPS	원	5,759	4,929	5,354	5,500	6,711
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

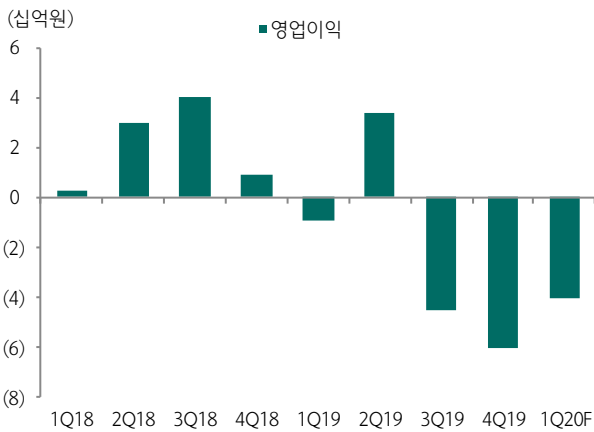
(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	100.1	124.4	113.8	120.9	101.2	130.3	141.8	162.3
영업이익	1.3	6.9	(1.4)	(4.6)	(2.1)	2.2	11.8	15.0
(영업이익률)	1.3	5.5	(1.2)	(3.8)	(2.1)	1.7	8.3	9.2
세전이익	6.5	0.0	(3.6)	(4.9)	(2.3)	2.0	11.6	14.9
순이익	6.7	(1.9)	(0.6)	(4.9)	(2.3)	1.7	9.9	12.7
(순이익률)	6.7	(1.5)	(0.5)	(4.1)	(2.3)	1.3	7.0	7.8

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

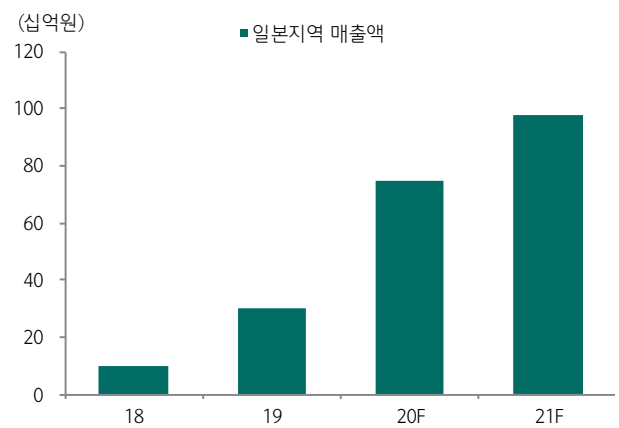
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 미국 다산존솔루션즈(DZS) 분기별 영업이익 추이 및 전망



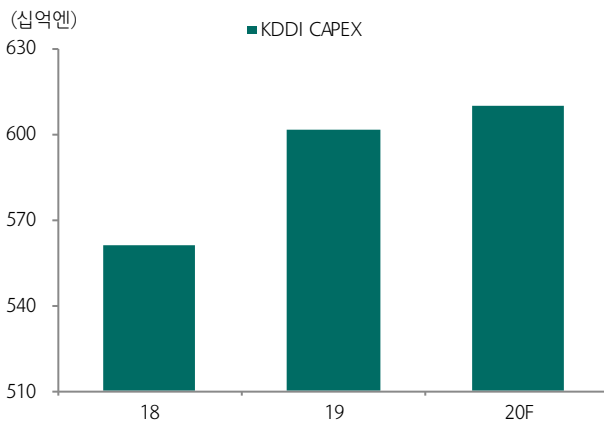
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 2. 다산네트웍스 일본지역 매출액 전망



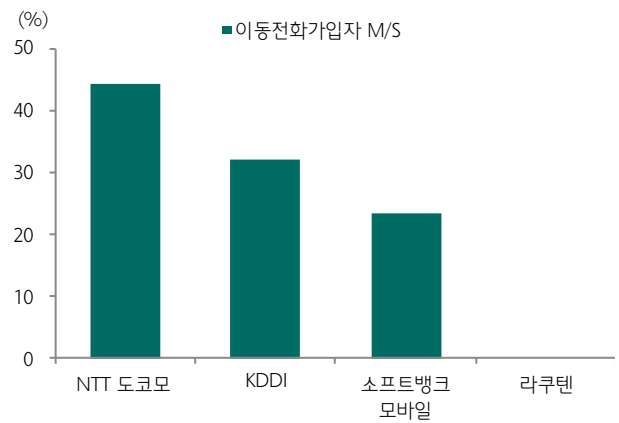
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 3. KDDI CAPEX 전망



자료: KDDI, 하나금융투자

그림 4. 일본 통신사 M/S 현황



자료: 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	306.8	356.9	459.2	535.6	610.5
매출원가	202.2	236.0	308.1	360.0	409.9
매출총이익	104.6	120.9	151.1	175.6	200.6
판매비	104.7	110.7	148.9	148.7	149.9
영업이익	(0.1)	10.2	2.2	26.9	50.7
금융손익	4.7	(8.2)	(3.1)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	(2.3)	(8.8)	(4.7)	(0.5)	(0.2)
기타영업외손익	(7.4)	(17.3)	3.6	0.0	0.0
세전이익	(5.0)	(24.0)	(2.0)	26.2	50.3
법인세	(1.3)	1.2	0.6	4.3	7.5
계속사업이익	(3.7)	(25.3)	(2.7)	21.9	42.8
중단사업이익	1.2	0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2.5)	(24.8)	(2.7)	21.9	42.8
비지배주주지분 손이익	(0.9)	1.3	(2.0)	(0.1)	0.1
지배주주순이익	(1.6)	(26.1)	(0.7)	22.1	42.7
지배주주지분포괄이익	(3.4)	(25.6)	(2.2)	7.2	14.1
NOPAT	(0.1)	10.7	2.9	22.5	43.1
EBITDA	7.6	15.4	12.9	35.9	58.3
성장성(%)					
매출액증가율	62.4	16.3	28.7	16.6	14.0
NOPAT증가율	적지	흑전	(72.9)	675.9	91.6
EBITDA증가율	흑전	102.6	(16.2)	178.3	62.4
영업이익증가율	적지	흑전	(78.4)	1,122.7	88.5
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	93.2
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	80.5
수익성(%)					
매출총이익률	34.1	33.9	32.9	32.8	32.9
EBITDA이익률	2.5	4.3	2.8	6.7	9.5
영업이익률	(0.0)	2.9	0.5	5.0	8.3
계속사업이익률	(1.2)	(7.1)	(0.6)	4.1	7.0

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(71)	(913)	(22)	671	1,211
BPS	5,759	4,929	5,354	5,500	6,711
CFPS	612	817	530	1,291	1,838
EBITDAPS	345	540	419	1,092	1,656
SPS	13,935	12,502	14,855	16,295	17,325
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	10.5	5.8
PBR	1.2	1.4	1.5	1.3	1.1
PCFR	11.1	8.4	15.4	5.5	3.8
EV/EBITDA	30.4	17.4	25.9	8.6	4.7
PSR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	(1.3)	(20.0)	(0.5)	13.1	21.3
ROA	(0.4)	(7.3)	(0.2)	4.1	7.1
ROIC	(0.0)	7.9	1.8	12.4	22.3
부채비율	111.4	118.5	105.9	125.7	105.0
순부채비율	18.3	17.3	(2.1)	1.6	(10.3)
이자보상배율(배)	(0.0)	3.2	0.3	2.6	4.8

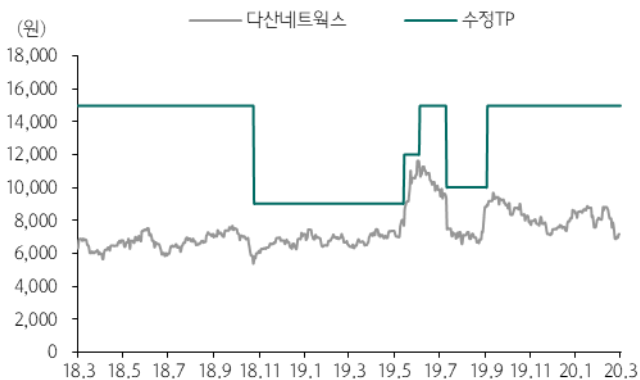
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	205.5	248.2	335.9	428.2	465.3
금융자산	72.5	66.5	128.9	150.7	161.4
현금성자산	30.4	41.2	100.1	112.0	119.1
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	25.1	33.2	36.3
비유동자산	140.1	117.8	150.0	153.9	151.0
투자자산	55.7	38.7	44.4	57.3	62.1
금융자산	14.0	3.1	3.5	4.7	5.2
유형자산	42.9	43.6	58.5	54.1	50.1
무형자산	11.6	9.2	21.0	16.4	12.8
기타비유동자산	29.9	26.3	26.1	26.1	26.0
자산총계	345.6	366.0	485.9	582.1	616.3
유동부채	159.5	172.4	186.6	258.4	249.0
금융부채	92.9	75.8	67.7	98.8	74.2
매입채무 등	55.6	78.4	99.7	133.9	146.7
기타유동부채	11.0	18.2	19.2	25.7	28.1
비유동부채	22.6	26.1	63.3	65.8	66.7
금융부채	9.4	19.8	56.1	56.1	56.1
기타비유동부채	13.2	6.3	7.2	9.7	10.6
부채총계	182.1	198.5	249.9	324.2	315.7
지배주주지분	130.5	129.6	157.5	179.5	222.2
자본금	13.9	15.8	17.0	17.0	17.0
자본잉여금	175.3	196.2	228.4	228.4	228.4
자본조정	(34.3)	(32.6)	(32.6)	(32.6)	(32.6)
기타포괄이익누계액	(1.0)	(0.4)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
이익잉여금	(23.5)	(49.4)	(50.8)	(28.7)	14.0
비지배주주지분	33.0	37.9	78.5	78.4	78.5
자본총계	163.5	167.5	236.0	257.9	300.7
순금융부채	29.8	29.1	(5.1)	4.3	(31.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9.0	(4.5)	9.9	3.5	40.1
당기순이익	(2.5)	(24.8)	(2.7)	21.9	42.8
조정	12.5	47.3	12.6	9.0	7.5
감가상각비	7.7	5.2	10.8	9.0	7.6
외환거래손익	2.8	(1.5)	(2.8)	0.0	0.0
지분법손익	2.3	9.1	0.4	0.0	0.0
기타	(0.3)	34.5	4.2	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(1.0)	(27.0)	(0.0)	(27.4)	(10.2)
투자활동 현금흐름	(36.8)	(0.2)	(28.6)	(22.7)	(8.5)
투자자산감소(증가)	(2.6)	25.8	(0.8)	(12.8)	(4.8)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(1.7)	(2.4)	0.0	0.0
기타	(30.6)	(24.3)	(25.4)	(9.9)	(3.7)
재무활동 현금흐름	19.5	10.4	77.2	31.1	(24.6)
금융부채증가(감소)	(38.8)	(6.7)	28.3	31.1	(24.6)
자본증가(감소)	22.7	22.8	33.4	0.0	0.0
기타재무활동	35.6	(5.7)	15.5	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(9.3)	10.8	59.0	11.9	7.0
Unlevered CFO	13.5	23.3	16.4	42.4	64.8
Free Cash Flow	5.3	(6.3)	7.4	3.5	40.1

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자조건	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%
18.3.7	BUY	15,000	-55.43%	-48.67%

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자조건 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	90.1%	9.9%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 9일

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 2020년 03월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 03월 09일 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.