

다산네트웍스 (039560)

DZS 주가와 결국은 연동할 것, 절호의 매수 타이밍

매수/TP 18,000원 유지, 연내 목표가 달성 가능할 전망

다산네트웍스에 대한 투자 의견 매수, 12개월 TP 18,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 사실상 실적 연동성이 심한 미국 나스닥 상장 자회사 DZS가 최근 주가가 급등한 반면 다산네트웍스 주가는 미미한 상승에 그쳤고, 2) 투자자들의 우려와 달리 7월 1일 상장 예정인 BW 129만주(3.7%)는 대주주가 바이백 할 예정이어서 시장 물량 출회 가능성이 없으며, 3) 빠르면 7월 DZS의 자회사 옴텔리언이 미국 4대 통신사 BMT(제품성능시험)에 참여할 예정이어서 올해 3분기내 수주 성과 도출이 예상되고, 4) 일회성비용이 제거될 올해 3분기엔 영업이익 흑자 전환이 예상되며, 5) 솔루에타 자회사로 위치가 변경되고 대주주 지분율이 낮아짐에 따라 향후 편당(BW/CB 등) 가능성이 낮아졌고, 6) 투자자들이 싫어하는 다산네트웍스의 불필요한 비통신업체 M&A 가능성이 낮아졌기 때문이다. 연내 목표가 18,000원을 달성을 기대해도 좋을 것 같다.

미국 나스닥 상장 자회사 DZS 주가 급등세에 주목할 시점

최근 다산네트웍스 자회사인 DZS의 주가 상승세가 무서울 정도다. 주가가 최근 1개월간 50%, 최근 9개월간 3배 가까이 올랐다. 가장 큰 이유는 미국 바이든 정부의 광투자 본격화, 미국 지역에서의 수주 급증, 4대 메이저 통신사로의 신규 진입 기대감이 미국 증권사 코퍼릿데이 투자가 미팅을 통해 높아졌기 때문이었다. 반면 국내 모회사인 다산네트웍스 주가는 미미한 상승에 그치고 있다. 국내 5G 장비사들의 전반적인 주가 부진, BW 물량 출회 우려 등이 주된 주가 부진 원인이다. 현재 다산네트웍스 매출의 80% 이상은 DZS를 통해 발생한다. 국내 통신 3사 매출 조차도 DZS를 통해 이루어지기 때문이다. 이런 이유로 과거 다산네트웍스와 DZS간 주가 연동성은 높게 나타났다. 최근 국내 시장에서 다산네트웍스의 상대적 주가 부진은 투자가 입장에서 매수 기회가 될 가능성이 높다는 판단이다.

솔루에타 자회사로 편입, 투자 리스크 줄어드는 계기될 것

다산인베스트와 솔루에타의 다산네트웍스 주식 거래를 통해 다산네트웍스의 대주주는 다산인베스트에서 솔루에타로 변경되었다. 경영권 강화 목적이 가장 크다. 그런데 다산네트웍스 소액주주 입장에서는 호재가 될 가능성이 높아 보인다. 이번 주식 거래를 통해 다산네트웍스의 현금미 증가하는 결과를 초래한 데다가 과도한 편당으로 다산네트웍스의 대주주 지분율이 크게 낮아진 상황이라서 더 이상 BW/CB 발행 결정이 쉽지 않을 것으로 판단되기 때문이다. 여기에 과거 다산네트웍스의 과도한 비통신부문 M&A가 투자자들의 우려를 높인 경우가 많았는데 이젠 지주회사 역할에서 벗어남에 따라 제한적인 M&A에 참여할 가능성이 높아졌다. 이번 대주주 변경은 소액주주에겐 호재로 작용할 가능성이 높아 보인다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 18,000원 | CP(6월17일): 11,200원

Key Data

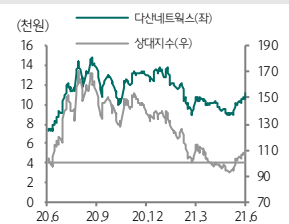
KOSDAQ 지수 (pt)	1,003.72
52주 최고/최저(원)	14,850/7,260
시가총액(십억원)	393.0
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	36,380.8
60일 평균 거래량(천주)	409.8
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.75
주요주주 지분율(%)	
솔루에타 외 3인	15.15

주가상승률	1M	6M	12M
절대	25.7	(13.5)	47.8
상대	20.5	(18.7)	8.3

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	476.0	566.9
영업이익(십억원)	(9.0)	45.6
순이익(십억원)	(21.2)	38.4
EPS(원)	(145)	1,058
BPS(원)	4,275	5,355

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	440.7	405.0	476.0	566.9	666.3
영업이익	십억원	(1.2)	(5.8)	(9.0)	45.6	65.8
세전이익	십억원	(7.2)	(26.0)	(19.0)	45.2	66.0
순이익	십억원	1.6	(13.4)	(5.2)	38.5	56.1
EPS	원	52	(404)	(148)	1,097	1,599
증감율	%	흑전	적전	적지	흑전	45.76
PER	배	156.92	(33.04)	(71.62)	9.66	6.63
PBR	배	1.57	2.88	2.36	1.90	1.47
EV/EBITDA	배	34.38	88.17	144.69	5.48	3.62
ROE	%	1.10	(8.47)	(3.37)	22.49	25.68
BPS	원	5,181	4,641	4,493	5,590	7,189
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

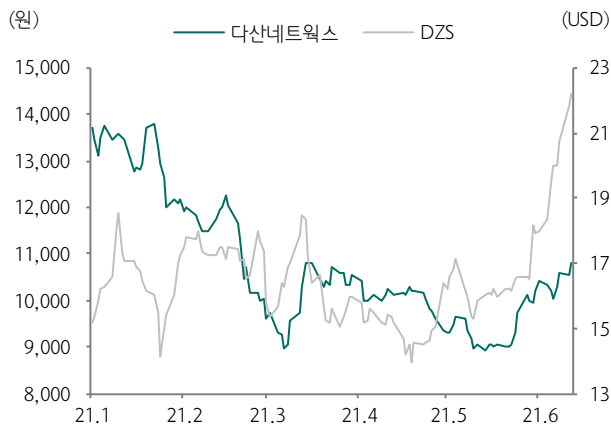
(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	67.5	96.8	122.9	117.8	104.9	107.2	124.1	139.8
영업이익	(8.7)	2.0	3.1	(2.2)	(19.6)	(1.9)	4.5	8.0
(영업이익률)	(12.9)	2.1	2.5	(1.9)	(18.7)	(1.8)	3.6	5.7
세전이익	(13.7)	5.6	5.2	(22.4)	(23.6)	(3.9)	2.5	6.0
순이익	(7.9)	4.4	3.0	(13.0)	(9.1)	(3.3)	2.1	5.1
(순이익률)	(11.7)	4.5	2.4	(11.0)	(8.7)	(3.1)	1.7	3.6

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

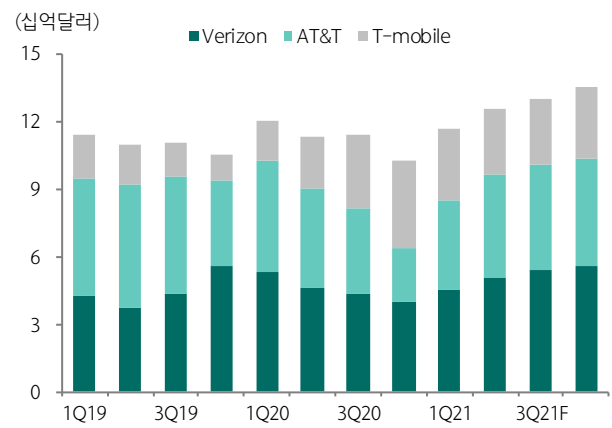
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 최근 6개월간 다산네트웍스와 DZS 주가 추이



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 미국 통신사 분기별 CAPEX 추이 및 전망



자료: 각사 하나금융투자

표 2. 바이든 행정부 광대역 및 통신관련 정책 입장

구분	입장
범용 광대역 인프라	- 디지털 격차가 심각한 도서 및 농어촌 지역 광대역 인프라 확장 및 관련 일자리 창출에 약 200억 달러 규모의 투자 - 농촌 지역의 디지털 접근 및 재정 능력 개선을 위해 농어촌 지역 광대역 통신 보조금 3배 증가
5G 및 무선 스펙트럼	- 5G를 포함하는 '미국의 혁신적 우위를 위한 신흥기술' 분야에 3,000억 달러 규모의 투자 확대
광대역 보조금	- 인터넷 서비스에 대해 월 \$50-75 보조금을 제공하는 EBB 프로그램 도입. EBB 프로그램은 총 \$32억 규모로 자금이 모두 소진되거나 코로나 종식 이후 6개월이 지난 시점까지 진행될 것 - 광대역 통신망 제공업체 참여 수를 늘리고 FCC와의 협력을 통해 저소득층의 인터넷, 전화서비스 등 통신비 부담을 덜기 위한 Lifeline 프로그램 개선 및 보조금 확대

자료: KOTRA, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	440.7	405.0	476.0	566.9	666.3
매출원가	294.1	265.2	310.0	367.8	432.3
매출총이익	146.6	139.8	166.0	199.1	234.0
판매비	147.7	145.6	175.0	153.5	168.2
영업이익	(1.2)	(5.8)	(9.0)	45.6	65.8
금융손익	(3.6)	2.8	(0.2)	(0.2)	0.2
종속/관계기업손익	(3.7)	(5.6)	(9.8)	(0.2)	0.0
기타영업외손익	1.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(7.2)	(26.0)	(19.0)	45.2	66.0
법인세	3.0	4.6	2.2	6.8	9.9
계속사업이익	(10.2)	(30.5)	(21.2)	38.4	56.1
중단사업이익	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(9.5)	(29.8)	(21.2)	38.4	56.1
비배주주지분 순이익	(11.2)	(16.4)	(16.0)	(0.1)	0.0
지배주주순이익	1.6	(13.4)	(5.2)	38.5	56.1
지배주주지분포괄이익	(5.5)	(13.5)	(11.8)	21.3	31.1
NOPAT	(1.6)	(6.8)	(10.1)	38.8	55.9
EBITDA	10.8	6.0	2.4	64.5	88.0
성장성(%)					
매출액증가율	23.51	(8.10)	17.53	19.10	17.53
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	44.07
EBITDA증가율	(37.93)	(44.44)	(60.00)	2,587.50	36.43
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	44.30
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	45.71
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	45.76
수익성(%)					
매출총이익률	33.27	34.52	34.87	35.12	35.12
EBITDA이익률	2.45	1.48	0.50	11.38	13.21
영업이익률	(0.27)	(1.43)	(1.89)	8.04	9.88
계속사업이익률	(2.31)	(7.53)	(4.45)	6.77	8.42

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	52	(404)	(148)	1,097	1,599
BPS	5,181	4,641	4,493	5,590	7,189
CFPS	737	685	(144)	1,933	2,625
EBITDAPS	349	181	68	1,837	2,507
SPS	14,253	12,156	13,565	16,156	18,988
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	156.92	(33.04)	(71.62)	9.66	6.63
PBR	1.57	2.88	2.36	1.90	1.47
PCR	11.07	19.49	(73.61)	5.48	4.04
EV/EBITDA	34.38	88.17	144.69	5.48	3.62
PSR	0.57	1.10	0.78	0.66	0.56
재무비율(%)					
ROE	1.10	(8.47)	(3.37)	22.49	25.68
ROA	0.39	(2.97)	(1.02)	6.33	7.97
ROIC	(1.34)	(4.94)	(8.90)	34.12	42.04
부채비율	95.24	95.88	168.44	163.14	147.69
순부채비율	15.90	(5.17)	(13.99)	(8.44)	(18.15)
이자보상배율(배)	(0.17)	(1.67)	(2.26)	8.41	11.69

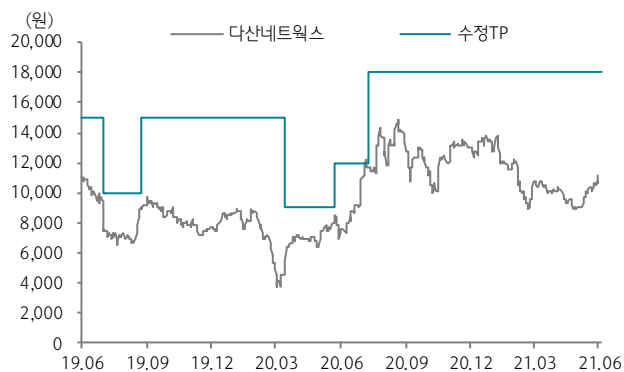
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	294.4	287.9	373.7	413.0	512.4
금융자산	70.0	93.6	146.5	142.5	177.3
현금성자산	44.7	65.8	113.8	103.7	131.1
매출채권	138.2	118.1	138.3	164.7	201.1
재고자산	45.5	46.9	54.9	65.3	85.2
기타유동자산	40.7	29.3	34.0	40.5	48.8
비유동자산	159.1	165.0	189.9	240.6	241.7
투자자산	50.6	46.3	51.6	58.6	66.9
금융자산	22.5	23.8	25.3	27.2	29.5
유형자산	60.4	85.0	100.0	133.4	134.5
무형자산	20.2	6.5	11.1	21.4	13.2
기타비유동자산	27.9	27.2	27.2	27.2	27.1
자산총계	453.5	452.8	563.6	653.6	754.2
유동부채	143.7	160.9	281.9	321.7	358.5
금융부채	61.4	55.7	86.1	86.6	87.1
매입채무	49.0	57.2	79.9	96.3	111.4
기타유동부채	33.3	48.0	115.9	138.8	160.0
비유동부채	77.5	60.8	71.7	83.5	91.1
금융부채	45.5	26.0	31.0	35.0	35.0
기타비유동부채	32.0	34.8	40.7	48.5	56.1
부채총계	221.2	221.7	353.7	405.2	449.7
지배주주지분	160.5	157.1	152.0	190.4	246.5
자본금	17.3	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	222.6	231.9	231.9	231.9	231.9
자본조정	(24.0)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(24.7)
기타포괄이익누계액	(6.0)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
이익잉여금	(49.3)	(62.6)	(67.8)	(29.3)	26.8
비지배주주지분	71.8	74.1	58.0	58.0	58.0
자본총계	232.3	231.2	210.0	248.4	304.5
순금융부채	36.9	(12.0)	(29.4)	(21.0)	(55.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(29.1)	25.9	51.2	71.0	78.9
당기순이익	(9.5)	(29.8)	(21.2)	38.4	56.1
조정	3	5	1	2	2
감가상각비	11.9	11.8	11.4	18.9	22.2
외환거래손익	0.1	3.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	5.7	0.0	0.0	0.0
기타	(8.1)	(16.4)	(10.4)	(16.9)	(20.2)
영업활동 자산부채 변동	(51.1)	5.1	61.0	13.7	0.7
투자활동 현금흐름	(23.3)	(4.7)	(41.1)	(75.7)	(30.7)
투자자산감소(증가)	(8.2)	9.9	(5.3)	(7.0)	(8.3)
자본증가(감소)	(3.1)	(2.6)	(23.0)	(45.0)	(15.0)
기타	(12.0)	(12.0)	(12.8)	(23.7)	(7.4)
재무활동 현금흐름	55.4	1.1	35.4	4.5	0.5
금융부채증가(감소)	8.7	(32.7)	35.4	4.5	0.5
자본증가(감소)	27.8	10.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	18.9	23.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	3.5	21.1	45.7	(10.1)	27.4
Unlevered CFO	22.8	22.8	(5.0)	67.8	92.1
Free Cash Flow	(32.2)	23.0	28.2	26.0	63.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.27	BUY	18,000		
20.6.9	BUY	12,000	-25.47%	2.08%
20.3.30	BUY	9,000	-21.93%	-10.67%
19.9.10	BUY	15,000	-47.57%	-35.33%
19.7.17	Neutral	10,000	-27.58%	-10.00%
19.6.11	BUY	15,000	-31.63%	-24.67%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	93.36%	6.64%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 06월 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 6월 17일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 6월 18일 현재 해당회사의 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.