



하나금융그룹

2018년 5월 30일 | Equity Research

다산네트웍스 (039560)

금년 실적 텐어라운드/내년 초저지연 스위치 이슈로 주가 날 것

매수/TP 15,000원 유지, 결국 펀더멘탈이 주가를 결정

다산네트웍스에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 1) 미국 나스닥 상장사인 다산존솔루션즈의 실적이 양호한 흐름을 지속하고 있어 금년도 실적 전망을 밝게 하고 있고, 2) 초저지연 기술이 5G 핵심 기술로 부각되면서 초저지연스위치 분야에서 가장 괄목할만한 성과를 나타내고 있는 다산네트웍스에 대한 투자자들의 관심이 고조되는 상황이며, 3) 5월 전환사채 발행을 끝으로 사실상 전환사채 발행이 종료된 데다가 기전환사채물량 중 상당부분이 소화됨에 따라 수급 부담이 줄어들었고, 4) 향후 실적 흐름을 감안 시 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 12개월 목표주가는 실적 전망치 유지로 15,000원을 유지한다. 다산네트웍스는 최근 6개월간 주가 상승 폭은 20%에 불과했지만 시가총액은 60% 증가했다. 전환사채물량이 소화되었기 때문이다. 장기적으로 수급이 재료에 우선할 수는 없다. 이젠 펀더멘털 개선에 따른 주가 상승에 대비할 때라는 판단이다.

2018~2019년 본격적인 텐어라운드 전개 예상

다산네트웍스의 이익 전망은 밝다. 미국/일본 시장에서 선전 중인 데다가 향후 5G 시대 초저지연스위치 장비 매출로 큰 수혜가 예상되기 때문이다. 특히 2018년엔 2010년 이후 8년 만에 이익 모멘텀 출현이 기대된다. 미국 스프린트 매출이 당초 기대치에 못 미치는 상황이지만 통신사/엔터프라이즈 시장을 바탕으로 미국 다산존솔루션즈가 양호한 실적 흐름을 지속하고 있고 일본 KDDI로의 10G급 장비 공급이 시작되었기 때문이다. 여기에 2019년부터 국내 통신 3사로의 초저지연스위치 매출 발생이 예상되어 장기 실적 전망도 낙관적이라는 판단이다.

초저지연스위치 5G 시대 핵심장비로 부각 예상되어 고무적

다산네트웍스는 본격적인 5G 시대를 맞이하여 큰 수혜를 받을 전망이다. 특히 초저지연스위치에 주목할 필요가 있다. 초저지연(Short TTI) 기술은 5G의 핵심이며 응답속도 향상을 위해 반드시 필요한 장비이다. 이미 초저지연스위치는 최근 국내통신사들이 RFP(장비입찰제안서)를 준비하면서 그 중요성을 언급하여 새롭게 주목 받고 있다. 국내 네트워크장비 업체 중에선 다산네트웍스가 5G 초저지연스위치 장비 개발 성과가 가장 우수한 편이다. 5G시대 핵심장비주로서 부각이 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 15,000원 | CP(5월 28일): 7,080원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	879.69		
52주 최고/최저(원)	8,260/5,120	매출액(십억원)	328.6 381.7
시가총액(십억원)	198.4	영업이익(십억원)	15.1 24.3
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	10.1 19.9
발행주식수(천주)	28,021.5	EPS(원)	357 714
60일 평균 거래량(천주)	266.9	BPS(원)	5,463 6,240
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	2.29		
주요주주 지분율(%)			
다산인베스트 외 5 인	28.62		
신영자산운용 외 1 인	7.53		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	9.1 11.3 20.8		
상대	9.9 (2.2) (11.3)		

Stock Price	
(천원)	다산네트웍스(좌)
9	9
8	8
7	7
6	6
5	5
17.5 17.8 17.11 18.2 18.5	120 110 100 90 80 70 60 50
	상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	188.9	307.1	328.6	381.7	439.5
영업이익	십억원	(13.9)	0.0	15.1	24.3	31.3
세전이익	십억원	(42.1)	(4.9)	12.0	23.4	30.4
순이익	십억원	(34.7)	(1.6)	10.0	20.0	25.7
EPS	원	(1,708)	(71)	357	713	919
증감률	%	적지	적지	흑전	99.7	28.9
PER	배	N/A	N/A	19.81	9.92	7.71
PBR	배	1.11	1.18	1.27	1.12	0.98
EV/EBITDA	배	N/A	29.99	12.74	8.96	6.60
ROE	%	(29.01)	(1.30)	7.38	13.29	14.85
BPS	원	5,918	5,759	5,585	6,298	7,217
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

미국법인 실적 추이에 주목, 2018~2019년 실적 전망 낙관적

다산존솔루션즈 실적 회복 본격화,
2018년 턴어라운드에 이어
2019년 본격 이익 성장 전망

2018~2020년 다산네트웍스의 이익 전망은 밝다. DTS가 연결대상법인에서 제외됨에 따라 사실상 나스닥 상장사인 다산존솔루션즈 실적에다가 일부 본사 매출액을 더한 것이 연결 매출액이 되는 구조인데 최근 다산존솔루션즈가 우수한 실적을 발표하고 있기 때문이다.

최근 다산존솔루션즈는 통신사에 이어 기존에 강점을 갖고 있던 엔터프라이즈(기업) 영업에서 가시적인 성과를 나타내고 있다. 여기에 일본, 유럽, 인도 지역 매출도 개선 추세이어서 기대를 갖게 한다. 다산존솔루션즈의 2018년 매출액 가이던스가 전년대비 5% 성장이라는 점을 감안 시 금년도 다산네트웍스가 매출액 3,300억원에 영업이익 150억원 달성을 하기에 무리가 없을 것이라고 판단이다.

2018년 다산네트웍스 실적 개선이 미국현지법인 때문이었다면 2019년은 5G 기반의 초저지연스위치가 될 것으로 보인다. 국내 통신 3사로의 초저지연스위치 매출이 본격 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 한국/미국 주파수 경매 일정을 감안할 때 5G 초기 상용화 가능성은 높다. 2019년엔 5G 초기 상용화에 따른 초저지연 스위치, 모바일백홀 보완 투자 이슈로 큰 폭의 이익 성장과 더불어 주가 상승이 기대된다.

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	71.6	100.6	95.3	39.6	69.2	82.1	85.2	92.1
영업이익	(3.9)	0.8	0.5	2.6	0.0	3.9	4.6	6.6
(영업이익률)	(5.4)	0.8	0.5	6.6	0.0	4.8	5.4	7.2
세전이익	(5.4)	(3.5)	2.4	1.6	(2.0)	3.6	4.3	6.1
순이익	(4.3)	(3.3)	1.8	4.2	(1.8)	3.0	3.6	5.3
(순이익률)	(6.0)	(3.3)	1.9	10.6	(2.6)	3.7	4.2	5.8

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

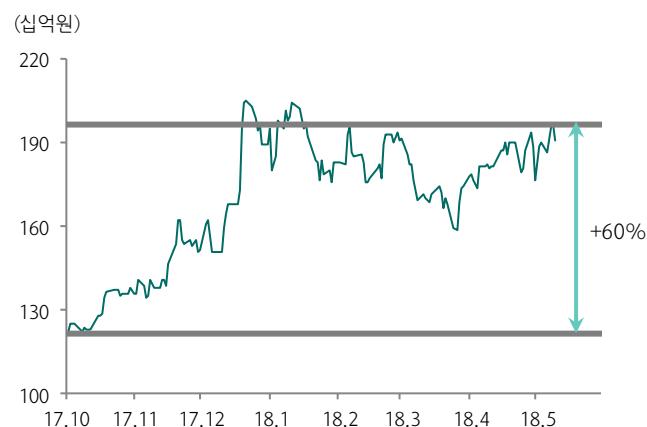
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 최근 다산존솔루션즈 영업이익 추이



자료: 다산존솔루션즈, 하나금융투자

그림 2. 다산네트웍스 시가총액 추이



자료: Wisefn, 하나금융투자

특히 5G 초저지연 스위치에 주목할 때, 점진적 수급 개선 양상 기대

초저지연 스위치는 5G의 핵심,
유선장비 업체이지만
무선업체 이상의
수혜 입을 것으로 예상

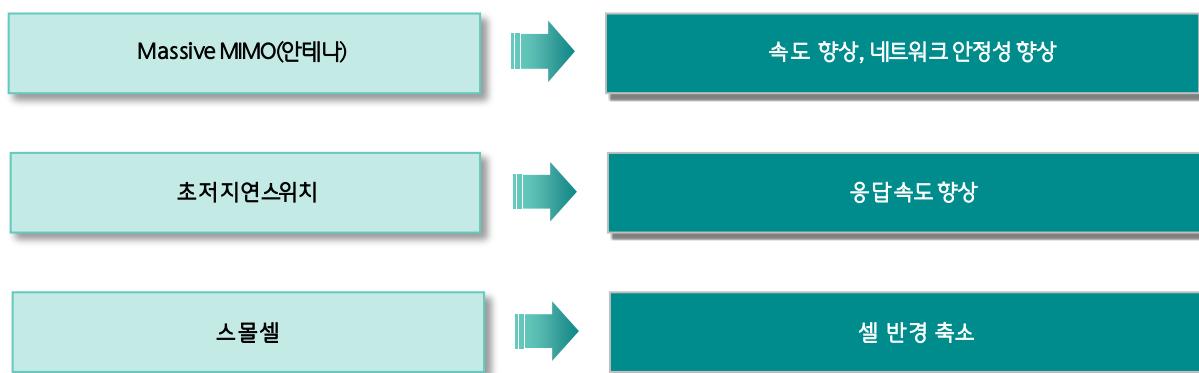
5G는 IoT 서비스를 지향함에 따라 빠르고 안정적인 네트워크를 추구한다. 이에 따라 초저지연(Short TTI) 기술이 반드시 필요하다. 종단 간(end-to-end) 전달 시간이 짧아야만 네트워크 안정성이 보장되기 때문이다.

초저지연 기술 구현을 위해 반드시 필요한 장비 중 하나는 초저지연스위치이다. 초저지연스위치는 Massive MIMO(다중 입출력 안테나)와 함께 5G의 핵심장비로 부각 중이며 최근 국내 통신사들이 RFP(장비입찰제안서)를 준비하면서 초저지연스위치의 중요성을 언급하여 주목 받고 있다.

국내 네트워크장비 업체 중에선 다산네트웍스가 5G 초저지연스위치 장비 개발에 가장 적극적이며 조만간 가시적인 성과가 나올 것으로 기대되고 있다. 초저지연스위치 매출은 2019년 상반기 이후 발생이 예상되며 모바일백홀과 더불어 5G시대 핵심 장비로 부상할 전망이어서 다산네트웍스의 집중 수혜가 예상된다.

수급적인 측면에서도 이젠 양호한 흐름이 전개될 가능성이 높다. 최근 다산네트웍스는 상대적으로 다른 5G 관련 핵심 네트워크장비대비 주가 성과가 미진했다. 가장 큰 이유는 수급이 좋지 않았기 때문이었다. 이러한 이유로 다산네트웍스의 시가총액은 6개월 전 대비 60%가 커졌지만 주가 상승 폭은 20%에 불과한 상황이다. CB 물량이 전체 주식의 절반 가까이 출회되었기 때문이다. 하지만 이제 대부분 물량이 소화된 상태이고 5월 전환사채 발행을 끝으로 사실상 전환사채 발행이 당분간 없을 전망이다. 이젠 수급 부담 완화에 따른 주가 상승을 기대해도 좋을 것 같다.

그림 3. 5G 시대 핵심 네트워크 장비



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		188.9	307.1	328.6	381.7	439.5
매출원가		130.9	202.2	200.8	234.6	269.2
매출총이익		58.0	104.9	127.8	147.1	170.3
판관비		72.0	104.9	112.7	122.8	139.0
영업이익		(13.9)	0.0	15.1	24.3	31.3
금융손익		(4.5)	4.7	(2.0)	(0.9)	(0.9)
종속/관계기업손익		(2.7)	(2.3)	0.6	0.5	0.5
기타영업외손익		(21.0)	(7.4)	(1.7)	(0.5)	(0.5)
세전이익		(42.1)	(4.9)	12.0	23.4	30.4
법인세		3.0	(1.3)	1.9	3.5	4.6
계속사업이익		(45.1)	(3.6)	10.1	19.9	25.8
중단사업이익		3.9	1.1	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(41.2)	(2.5)	10.1	19.9	25.8
비지배주주지분 순이익		(6.5)	(0.9)	0.1	(0.1)	0.1
지배주주순이익		(34.7)	(1.6)	10.0	20.0	25.7
지배주주지분포괄이익		(35.0)	(3.4)	7.2	14.3	18.5
NOPAT		(14.9)	0.0	12.7	20.7	26.6
EBITDA		(5.8)	7.7	21.1	29.3	35.5
성장성(%)						
매출액증가율		4.6	62.6	7.0	16.2	15.1
NOPAT증가율		적지	혹전	N/A	63.0	28.5
EBITDA증가율		적전	혹전	174.0	38.9	21.2
영업이익증가율		적지	혹전	N/A	60.9	28.8
(지배주주)순이익증가율		적지	적지	혹전	100.0	28.5
EPS증가율		적지	적지	혹전	99.7	28.9
수익성(%)						
매출총이익률		30.7	34.2	38.9	38.5	38.7
EBITDA이익률		(3.1)	2.5	6.4	7.7	8.1
영업이익률		(7.4)	0.0	4.6	6.4	7.1
계속사업이익률		(23.9)	(1.2)	3.1	5.2	5.9

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		217.8	205.5	244.8	264.2	281.4
금융자산		58.8	72.5	92.1	100.1	113.3
현금성자산		39.7	30.4	33.1	35.5	36.8
매출채권 등		104.4	93.4	102.8	112.6	113.7
재고자산		48.4	34.3	37.7	38.1	38.5
기타유동자산		6.2	5.3	12.2	13.4	15.9
비유동자산		153.5	140.1	150.8	152.7	163.1
투자자산		50.9	55.7	72.4	79.3	93.9
금융자산		13.7	14.0	18.2	20.0	23.7
유형자산		61.5	42.9	38.9	35.5	32.6
무형자산		17.2	11.6	9.6	7.9	6.6
기타비유동자산		23.9	29.9	29.9	30.0	30.0
자산총계		371.3	345.6	395.7	416.9	444.5
유동부채		164.5	159.5	194.9	194.7	192.9
금융부채		97.3	92.9	119.8	122.1	107.1
매입채무 등		61.3	55.6	61.4	57.7	68.3
기타유동부채		5.9	11.0	13.7	14.9	17.5
비유동부채		59.1	22.6	27.1	28.8	32.3
금융부채		43.8	9.4	9.4	9.4	9.4
기타비유동부채		15.3	13.2	17.7	19.4	22.9
부채총계		223.6	182.1	222.0	223.5	225.2
지배주주지분		112.0	130.5	140.5	160.5	186.2
자본금		12.0	13.9	13.9	13.9	13.9
자본잉여금		154.5	175.3	175.3	175.3	175.3
자본조정		(32.8)	(34.3)	(34.3)	(34.3)	(34.3)
기타포괄이익누계액		0.3	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금		(22.1)	(23.5)	(13.5)	6.5	32.3
비지배주주지분		35.7	33.0	33.1	33.0	33.1
자본총계		147.7	163.5	173.6	193.5	219.3
순금융부채		82.4	29.8	37.2	31.4	3.2

투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		(1,708)	(71)	357	713	919
BPS		5,918	5,759	5,585	6,298	7,217
CFPS		(196)	612	575	940	1,159
EBITDAPS		(287)	350	753	1,047	1,269
SPS		9,285	13,949	11,742	13,622	15,684
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		N/A	N/A	19.8	9.9	7.7
PBR		1.1	1.2	1.3	1.1	1.0
PCFR		N/A	11.1	12.3	7.5	6.1
EV/EBITDA		N/A	30.0	12.7	9.0	6.6
PSR		0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)						
ROE		(29.0)	(1.3)	7.4	13.3	14.9
ROA		(9.6)	(0.4)	2.7	4.9	6.0
ROIC		(9.1)	0.0	9.7	14.8	19.3
부채비율		151.4	111.4	127.9	115.5	102.7
순부채비율		55.8	18.3	21.4	16.3	1.5
이자보상배율(배)		(3.5)	0.0	(23.4)	(35.1)	(50.2)

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		(18.9)	9.0	9.3	12.7	42.9
당기순이익		(41.2)	(2.5)	10.1	19.9	25.8
조정		33.6	12.5	6.0	5.0	4.3
감가상각비		8.1	7.7	6.0	5.0	4.2
외환거래손익		(1.0)	2.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익		15.1	2.3	0.0	0.0	0.0
기타		11.4	(0.3)	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동		(11.3)	(1.0)	(6.8)	(12.2)	12.8
투자활동 현금흐름		3.1	(36.8)	(33.5)	(12.5)	(26.5)
투자자산감소(증가)		18.7	(2.6)	(16.7)	(6.9)	(14.6)
유형자산감소(증가)		(4.8)	(3.6)	0.0	0.0	0.0
기타		(10.8)	(30.6)	(16.8)	(5.6)	(11.9)
재무활동 현금흐름		30.0	19.5	26.9	2.3	(15.0)
금융부채증가(감소)		(2.3)	(38.8)	26.9	2.3	(15.0)
자본증가(감소)		36.3	22.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(4.0)	35.6	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		15.2	(9.3)	2.6	2.5	1.3
Unlevered CFO		(4.0)	13.5	16.1	26.3	32.5
Free Cash Flow		(25.8)	5.3	9.3	12.7	42.9

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

다산네트웍스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
16.8.18	BUY	15,000		
16.5.16	BUY	12,000	-40.36%	-34.83%

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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.4%	7.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 5월 30일 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 염려진 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.