

다산네트웍스(039560)

어쩔 수 없이 TP 하향, 하지만 지금 꼭 사셔야 합니다

TP 9,000원으로 하향, 하지만 적극 매수로 대응할 것을 추천

다산네트웍스에 대한 12개월 목표주가를 9,000원으로 하향 조정한다. 연초 이후 코스닥 시장이 30% 하락한 데다가 12개월 목표주가를 현재 주가대비 50% 이상으로 설정하지 않는다는 하나금융투자의 원칙을 반영한 결과이다. 이에 따라 향후 주가 전망이 낙관적임에도 불구하고 다산네트웍스에 대한 TP를 하향 조정한다.

하지만 다산네트웍스에 대한 투자 의견은 매수로 유지하며 현 시점이 매수 적기라는 판단 하에 전략상 공격적인 매수로 임할 것을 권고한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 미국 현지법인인 DZS의 실적 호전으로 금년도 연결영업이익 100억원 이상 달성이 무난할 전망이다, 2) LGU+를 중심으로 한국 통신 3사 모바일백홀 투자가 2019년부터 재개될 것으로 예상되며, 3) 일본 10G급 인터넷 보급 확대에 이어 한국도 곧 10G급 인터넷 투자에 본격적으로 나설 예정이어서 이에 따른 수혜가 예상되고, 4) 5G 시대를 맞이하여 내년도부터 자율차/스마트시티 영역에서 초저지연스위치의 역할론이 급부상할 것으로 보여 다산네트웍스에 대한 주가 상승 기대감이 높아질 것으로 판단되기 때문이다.

미국에 이어 한국/일본 시장이 살아날 것, 실적 호전 본격화

다산네트웍스는 3분기에 연결 영업이익 35억원(+612% YoY, -5% QoQ), 지배주주순이익 20억원(+10% YoY, 흑전 QoQ)이 예상된다. 미국 기업 시장을 중심으로 매출 호조 양상이고 일본 10G급 스위치장비 매출이 증가하고 있기 때문이다. 2019년 실적 전망은 더욱 낙관적이다. 미국에 이어 일본이 살아나고 있고 국내 매출이 본격화될 전망이다. 일본 초고속인터넷 장비 업그레이드 수요 증가와 더불어 국내 모바일백홀 시장이 9년 만에 재투자 양상을 나타내고 있고 5G 시대를 맞이하여 초저지연스위치 장비 시장이 개화할 것으로 보여 실적 개선에 대한 기대감을 높여주고 있다.

모바일백홀 시장에서의 중국업체 배제는 큰 호재로 봐야

최근 보안 이슈 부각으로 국내 통신 3사가 백본 및 모바일 백홀에 중국 장비를 사용하지 않겠다는 취지를 밝힌 점도 다산네트웍스에겐 호재이다. 2019년엔 국내 모바일백홀 투자가 본격적으로 재개될 전망이다. 중국 화웨이/ZTE가 원천적으로 배제되고 SKT와 KT는 물론 LGU+까지도 모바일백홀장비업체로 다산네트웍스와 유비쿼스를 선정할 가능성이 높기 때문이다. 2010년에 이어 9년 만에 투자 본격화라 큰 기대를 갖게 한다.

Update

BUY

| TP(12M): 9,000원(하향) | CP(10월 31일): 5,830원

| Key Data | | Consensus Data | | |
|------------------|-------------------|----------------|-------|-------|
| | | 2018 | 2019 | |
| KOSDAQ 지수 (pt) | 648.67 | | | |
| 52주 최고/최저(원) | 8,260/5,400 | 매출액(십억원) | 357.3 | 425.5 |
| 시가총액(십억원) | 170.2 | 영업이익(십억원) | 13.3 | 20.3 |
| 시가총액비중(%) | 0.08 | 순이익(십억원) | 0.9 | 15.9 |
| 발행주식수(천주) | 29,196.6 | EPS(원) | (14) | 539 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 285.2 | BPS(원) | 5,551 | 6,143 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 2.0 | | | |
| 18년 배당금(예상, 원) | 0 | | | |
| 18년 배당수익률(예상, %) | 0.00 | | | |
| 외국인지분율(%) | 3.18 | | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | | |
| 다산인베스트 외 4인 | 27.45 | | | |
| 신영자산운용 외 1인 | 7.23 | | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | | |
| 절대 | (22.4) (12.9) 0.5 | | | |
| 상대 | (1.6) 17.7 7.6 | | | |

| Stock Price | |
|-------------|--|
| | |

| Financial Data | | | | | | |
|----------------|-----|---------|--------|--------|-------|-------|
| 투자지표 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 십억원 | 188.9 | 307.1 | 362.4 | 444.7 | 498.5 |
| 영업이익 | 십억원 | (13.9) | 0.0 | 13.8 | 24.3 | 31.3 |
| 세전이익 | 십억원 | (42.1) | (4.9) | (0.3) | 23.4 | 30.4 |
| 순이익 | 십억원 | (34.7) | (1.6) | (2.2) | 20.1 | 25.7 |
| EPS | 원 | (1,708) | (71) | (76) | 644 | 824 |
| 증감률 | % | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 28.0 |
| PER | 배 | N/A | N/A | N/A | 9.05 | 7.08 |
| PBR | 배 | 1.11 | 1.18 | 1.04 | 0.99 | 0.87 |
| EV/EBITDA | 배 | N/A | 29.99 | 12.75 | 8.40 | 5.97 |
| ROE | % | (29.01) | (1.30) | (1.57) | 12.79 | 14.27 |
| BPS | 원 | 5,918 | 5,759 | 5,587 | 5,874 | 6,697 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주 : CB 희석 기준



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

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

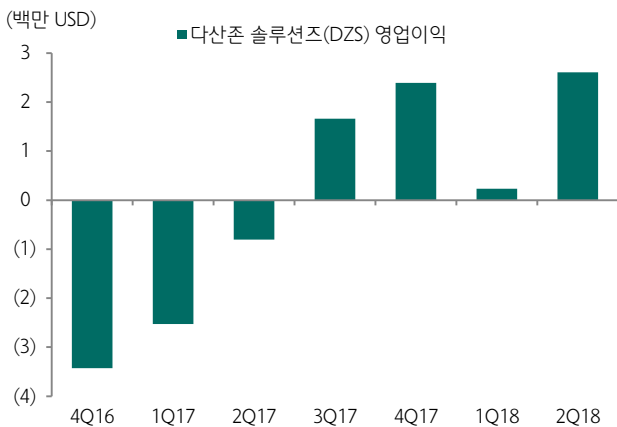
표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F |
|---------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 71.6 | 100.6 | 95.3 | 39.6 | 69.2 | 93.9 | 95.2 | 104.1 |
| 영업이익 | (3.9) | 0.8 | 0.5 | 2.6 | 0.0 | 3.7 | 3.5 | 6.6 |
| (영업이익률) | (5.4) | 0.8 | 0.5 | 6.6 | 0.0 | 3.9 | 3.7 | 6.3 |
| 세전이익 | (5.4) | (3.5) | 2.4 | 1.6 | (2.0) | (6.6) | 2.2 | 6.1 |
| 순이익 | (4.3) | (3.3) | 1.8 | 4.2 | (1.8) | (7.7) | 2.0 | 5.3 |
| (순이익률) | (6.0) | (3.3) | 1.9 | 10.6 | (2.6) | (8.2) | 2.1 | 5.1 |

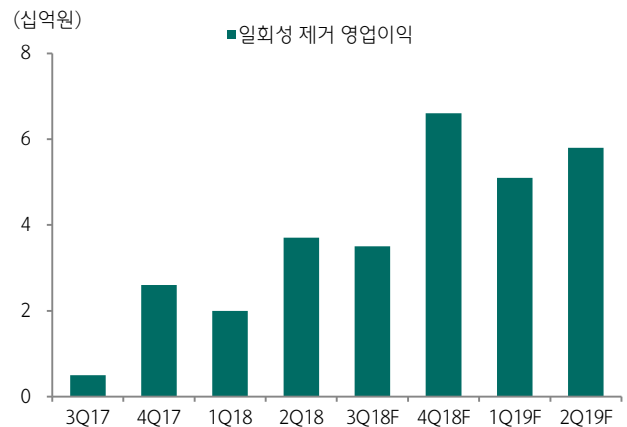
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 미국 DZS 분기별 영업이익 추이



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 2. 다산네트웍스 일회성 제거 기준 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 3. 최근 스위치/FTTH 장비에 주목해야 하는 이유

- 1 일본에 이어 한국도 10G급 초고속인터넷 보급 본격화 양상
- 2 5G 시대 IoT(자율차/스마트팩토리 등) 진화 위해선 초저지연 스위치 장비 도입 필수
- 3 5G 도입 초기 트래픽 폭증 전망, 모바일백홀 장비 수요 급증 예상

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 188.9 | 307.1 | 362.4 | 444.7 | 498.5 |
| 매출원가 | 130.9 | 202.2 | 220.2 | 271.4 | 303.7 |
| 매출총이익 | 58.0 | 104.9 | 142.2 | 173.3 | 194.8 |
| 판매비 | 72.0 | 104.9 | 128.5 | 149.0 | 163.5 |
| 영업이익 | (13.9) | 0.0 | 13.8 | 24.3 | 31.3 |
| 금융손익 | (4.5) | 4.7 | (6.3) | (0.9) | (0.9) |
| 중속/관계기업손익 | (2.7) | (2.3) | (1.9) | 0.5 | 0.5 |
| 기타영업외손익 | (21.0) | (7.4) | (5.9) | (0.5) | (0.5) |
| 세전이익 | (42.1) | (4.9) | (0.3) | 23.4 | 30.4 |
| 법인세 | 3.0 | (1.3) | 1.3 | 3.5 | 4.6 |
| 계속사업이익 | (45.1) | (3.6) | (1.7) | 19.9 | 25.8 |
| 중단사업이익 | 3.9 | 1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (41.2) | (2.5) | (1.7) | 19.9 | 25.8 |
| 비지배주주지분 순이익 | (6.5) | (0.9) | 0.5 | (0.2) | 0.1 |
| 지배주주순이익 | (34.7) | (1.6) | (2.2) | 20.1 | 25.7 |
| 지배주주지분포괄이익 | (35.0) | (3.4) | (0.2) | 24.0 | 31.2 |
| NOPAT | (14.9) | 0.0 | 70.9 | 20.7 | 26.6 |
| EBITDA | (5.8) | 7.7 | 18.3 | 27.7 | 34.4 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 4.6 | 62.6 | 18.0 | 22.7 | 12.1 |
| NOPAT증가율 | 적지 | 흑전 | N/A | (70.8) | 28.5 |
| EBITDA증가율 | 적전 | 흑전 | 137.7 | 51.4 | 24.2 |
| 영업이익증가율 | 적지 | 흑전 | N/A | 76.1 | 28.8 |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 27.9 |
| EPS증가율 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 28.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 30.7 | 34.2 | 39.2 | 39.0 | 39.1 |
| EBITDA이익률 | (3.1) | 2.5 | 5.0 | 6.2 | 6.9 |
| 영업이익률 | (7.4) | 0.0 | 3.8 | 5.5 | 6.3 |
| 계속사업이익률 | (23.9) | (1.2) | (0.5) | 4.5 | 5.2 |

| 대차대조표 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산 | 217.8 | 205.5 | 249.3 | 276.5 | 291.1 |
| 금융자산 | 58.8 | 72.5 | 95.0 | 106.3 | 117.1 |
| 현금성자산 | 39.7 | 30.4 | 36.0 | 39.6 | 41.0 |
| 매출채권 등 | 104.4 | 93.4 | 102.8 | 116.4 | 117.6 |
| 재고자산 | 48.4 | 34.3 | 37.7 | 38.1 | 38.5 |
| 기타유동자산 | 6.2 | 5.3 | 13.8 | 15.7 | 17.9 |
| 비유동자산 | 153.5 | 140.1 | 156.6 | 162.8 | 171.2 |
| 투자자산 | 50.9 | 55.7 | 72.4 | 82.0 | 93.5 |
| 금융자산 | 13.7 | 14.0 | 18.2 | 20.7 | 23.6 |
| 유형자산 | 61.5 | 42.9 | 46.1 | 44.3 | 42.7 |
| 무형자산 | 17.2 | 11.6 | 9.6 | 7.9 | 6.5 |
| 기타비유동자산 | 23.9 | 29.9 | 28.5 | 28.6 | 28.5 |
| 자산총계 | 371.3 | 345.6 | 405.9 | 439.3 | 462.3 |
| 유동부채 | 164.5 | 159.5 | 185.6 | 196.7 | 191.0 |
| 금융부채 | 97.3 | 92.9 | 102.5 | 113.9 | 96.7 |
| 매입채무 등 | 61.3 | 55.6 | 69.4 | 67.4 | 76.9 |
| 기타유동부채 | 5.9 | 11.0 | 13.7 | 15.4 | 17.4 |
| 비유동부채 | 59.1 | 22.6 | 38.0 | 40.3 | 43.2 |
| 금융부채 | 43.8 | 9.4 | 20.1 | 20.1 | 20.1 |
| 기타비유동부채 | 15.3 | 13.2 | 17.9 | 20.2 | 23.1 |
| 부채총계 | 223.6 | 182.1 | 223.5 | 237.0 | 234.2 |
| 지배주주지분 | 112.0 | 130.5 | 147.1 | 167.2 | 192.9 |
| 자본금 | 12.0 | 13.9 | 15.4 | 15.4 | 15.4 |
| 자본잉여금 | 154.5 | 175.3 | 191.6 | 191.6 | 191.6 |
| 자본조정 | (32.8) | (34.3) | (34.3) | (34.3) | (34.3) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.3 | (1.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 이익잉여금 | (22.1) | (23.5) | (25.5) | (5.4) | 20.3 |
| 비지배주주지분 | 35.7 | 33.0 | 35.3 | 35.1 | 35.2 |
| 자본총계 | 147.7 | 163.5 | 182.4 | 202.3 | 228.1 |
| 손금유부채 | 82.4 | 29.8 | 27.7 | 27.7 | (0.3) |

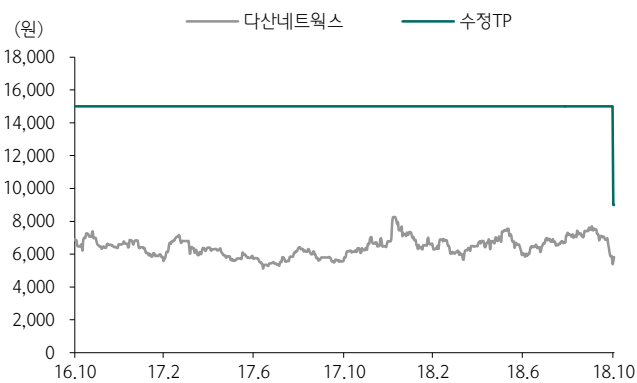
| 투자지표 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (1,708) | (71) | (76) | 644 | 824 |
| BPS | 5,918 | 5,759 | 5,587 | 5,874 | 6,697 |
| CFPS | (196) | 612 | 507 | 960 | 1,155 |
| EBITDAPS | (287) | 350 | 641 | 889 | 1,102 |
| SPS | 9,285 | 13,949 | 12,696 | 14,255 | 15,979 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주기지표(배) | | | | | |
| PER | N/A | N/A | N/A | 9.0 | 7.1 |
| PBR | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| PCFR | N/A | 11.1 | 11.5 | 6.1 | 5.0 |
| EV/EBITDA | N/A | 30.0 | 12.7 | 8.4 | 6.0 |
| PSR | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | (29.0) | (1.3) | (1.6) | 12.8 | 14.3 |
| ROA | (9.6) | (0.4) | (0.6) | 4.8 | 5.7 |
| ROIC | (9.1) | 0.0 | 53.8 | 14.5 | 18.5 |
| 부채비율 | 151.4 | 111.4 | 122.5 | 117.2 | 102.6 |
| 순부채비율 | 55.8 | 18.3 | 15.2 | 13.7 | (0.1) |
| 이자보상배율(배) | (3.5) | 0.0 | 3.4 | 4.8 | 6.7 |

| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | (18.9) | 9.0 | 27.6 | 9.6 | 39.6 |
| 당기순이익 | (41.2) | (2.5) | (1.7) | 19.9 | 25.8 |
| 조정 | 33.6 | 12.5 | 12.5 | 3.5 | 3.1 |
| 감가상각비 | 8.1 | 7.7 | 4.5 | 3.4 | 3.1 |
| 외환거래손익 | (1.0) | 2.8 | (1.6) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 15.1 | 2.3 | 2.9 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 11.4 | (0.3) | 6.7 | 0.1 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (11.3) | (1.0) | 16.8 | (13.8) | 10.7 |
| 투자활동 현금흐름 | 3.1 | (36.8) | (46.9) | (17.4) | (20.9) |
| 투자자산감소(증가) | 18.7 | (2.6) | (14.3) | (9.6) | (11.5) |
| 유형자산감소(증가) | (4.8) | (3.6) | (0.8) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (10.8) | (30.6) | (31.8) | (7.8) | (9.4) |
| 재무활동 현금흐름 | 30.0 | 19.5 | 25.0 | 11.4 | (17.2) |
| 금융부채증가(감소) | (2.3) | (38.8) | 20.3 | 11.4 | (17.2) |
| 자본증가(감소) | 36.3 | 22.7 | 17.8 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (4.0) | 35.6 | (13.1) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | 15.2 | (9.3) | 5.6 | 3.6 | 1.4 |
| Unlevered CFO | (4.0) | 13.5 | 14.5 | 30.0 | 36.0 |
| Free Cash Flow | (25.8) | 5.3 | 26.8 | 9.6 | 39.6 |

주 : CB 회석 기준
 자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



| 날짜 | 투자 의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|-------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18.10.31 | BUY | 9,000 | | |
| 16.11.15 | BUY | 15,000 | -57.17% | -44.93% |
| 16.5.16 | BUY | 12,000 | -38.83% | -29.58% |

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%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 92.1% | 7.0% | 0.9% | 100.0% |

* 기준일: 2018년 10월 30일

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 2018년 11월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2018년 11월 1일 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.