

다산네트웍스(039560)

5G 수혜 2분기 이후 본격화될 전망, 매수 강도 높여야

매수/TP 9,000원 유지, 실적/수급 개선 본격화 양상에 주목

다산네트웍스에 대해 매수 투자 의견을 유지한다. 추천 사유는 1) 5G SA 초기 상용화 가능성 고조로 올해 하반기 이후 초저지연스위치 투자 증대가 본격화될 전망이며, 2) 일본이 10G급 초고속인터넷 서비스를 본격화하는 데 이어 NTT Docomo/KDDI를 중심으로 2019년 3분기 5G 초기 상용화에 나서고 있어 스위치/PON 장비 매출 증가가 기대되고, 3) 일회성비용을 제외 시 미국 자회사 DZS의 실적 호전 추세가 지속되는 양상이며, 4) 독일 통신장비 업체인 키마일 인수로 또 한번의 실적 업그레이드가 예상되고, 5) 지난해 4분기 실적이 부진할 전망이지만 2019~2020년 영업이익은 사상 최고치 경신이 기대되며, 6) CB 물량이 대부분 소화됨에 따라 점차 수급 개선 양상을 나타낼 전망이고, 7) 향후 가파른 실적 개선 양상을 나타낼 것임을 감안하면 Valuation상 매력도가 높다고 판단되기 때문이다. 올해 실적 전망치를 이전 수준으로 유지함에 따라 목표주가는 기존의 9,000원을 유지한다.

진짜 5G 핵심장비는 초저지연스위치라는 것 되새겨 볼 때

자율차/스마트시티 등 진짜 5G를 구현하는 데 가장 핵심적인 장비를 꼽자면 사실은 초저지연스위치 장비이다. 여타 5G 장비의 경우 고주파수 특성/트래픽 증가에 따른 새로운 장비 수요의 창출이라면 스위치는 사용 주파수/트래픽과 무관하게 Short TTI를 지원하는 필수 장비이기 때문이다. 한마디로 스위치의 업그레이드 없인 진보된 IoT를 지원하는 5G 시대는 도래하지 못한다. 2019년 하반기 이후 초저지연스위치 장비 업체들의 주가 반응이 기대된다.

5G CAPEX 본격화/키마일 인수로 사상 최대 실적 달성 전망

영업이익 기준으로는 지난해도 뚜렷한 실적 개선 양상을 나타냈지만 올해 다산네트웍스의 실적 전망은 어느 때보다도 밝다. 그 이유는 1) 국내 통신 3사를 중심으로 10G급 초고속인터넷서비스 투자가 본격화되고 있는 데다가 5G 시대에 돌입하면서 초저지연스위치 투자 증대가 예상되고, 2) 일본 역시 5G 본격 상용화에 따른 백홀 투자 증대, 10G급 초고속인터넷 상용화 수혜가 예상되며, 3) 기업 시장을 중심으로 미국 DZS 실적 호전세가 지속될 전망이고, 4) DZS가 독일 키마일을 인수함에 따라 연결 영업이익 증가 효과가 클 것으로 판단되기 때문이다. 국내/일본/미국 시장 매출 호조세로 2019~2020년 내 사상 최대 실적을 달성할 수 있을 것이라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 9,000원 | CP(3월 6일): 6,550원

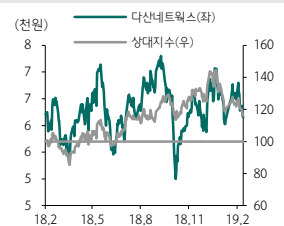
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	746.70
52주 최고/최저(원)	7,700/5,400
시가총액(십억원)	196.2
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	29,955.2
60일 평균 거래량(천주)	319.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.47
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 4인	26.75
신영자산운용	5.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.8 (6.4) 0.8
상대	(3.2) 2.2 16.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	342.1	425.8
영업이익(십억원)	12.1	19.6
순이익(십억원)	1.2	16.2
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	188.9	307.1	344.3	444.7	508.5
영업이익	십억원	(13.9)	0.0	9.8	22.4	34.3
세전이익	십억원	(42.1)	(4.9)	(11.4)	21.5	33.4
순이익	십억원	(34.7)	(1.6)	(13.7)	18.5	28.4
EPS	원	(1,708)	(71)	(480)	617	948
증감률	%	적지	적지	적지	흑전	53.6
PER	배	N/A	N/A	N/A	10.61	6.91
PBR	배	1.11	1.18	1.30	1.13	0.97
EV/EBITDA	배	N/A	29.99	18.07	10.73	6.75
ROE	%	(29.01)	(1.30)	(10.18)	12.47	16.55
BPS	원	5,918	5,759	5,300	5,782	6,730
DPS	원	0	0	0	0	0

주 : CB 희석 기준



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

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

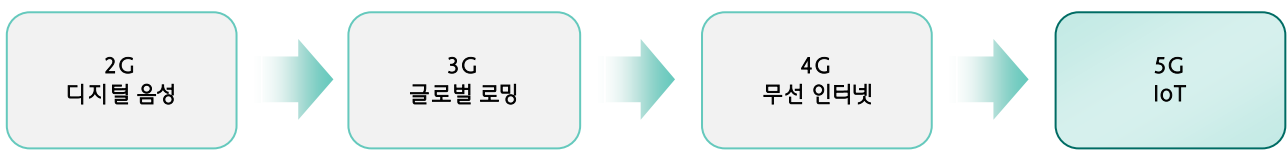
표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	69.2	93.9	87.3	93.9	94.9	109.8	112.1	127.9
영업이익	0.0	3.7	4.6	1.5	(0.3)	5.8	6.3	10.6
(영업이익률)	0.0	3.9	5.3	1.6	(0.3)	5.3	5.6	8.3
세전이익	(2.0)	(6.6)	3.4	(6.2)	(0.5)	5.6	6.1	10.3
순이익	(1.8)	(7.7)	1.9	(6.1)	(0.3)	4.8	5.2	8.8
(순이익률)	(2.6)	(8.2)	2.2	(6.5)	(0.3)	4.4	4.6	6.9

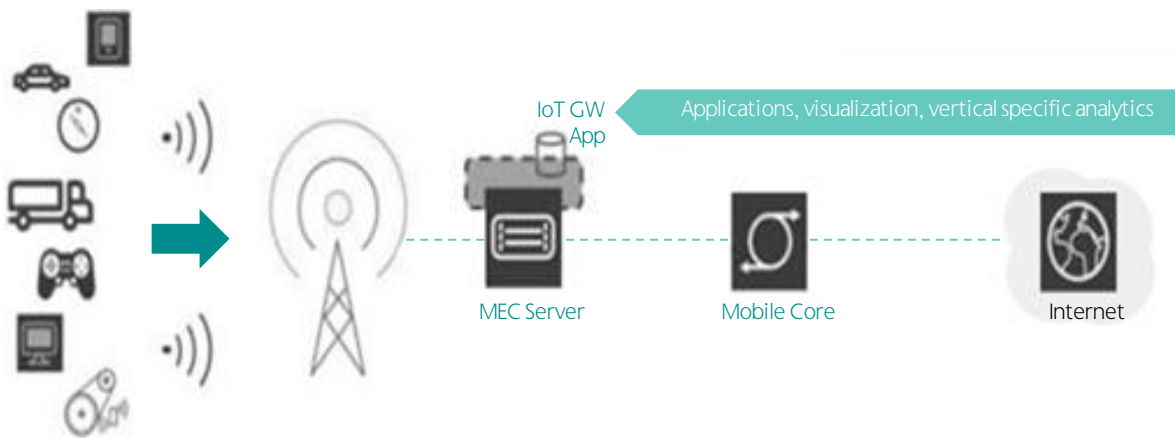
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 이동전화 세대별 진화 목적



자료: 하나금융투자

그림 2. 5G 초저지연 기술 정의



자료: 하나금융투자

그림 3. 2019~2020년 스위치 투자가 급증할 수 있는 이유

- 1 트래픽 급증으로 스위치장비 100기가급으로 용량 증설 본격화
- 2 일본에 이어 한국 통신 3사도 10G급 초고속인터넷 보급 본격화하는 양상
- 3 5G SA 서비스 2020년 조기 상용화 전망, 진보된 IoT 적용 위해선 초저지연 스위치 필수

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	188.9	307.1	344.3	444.7	508.5
매출원가	130.9	202.2	201.0	256.8	293.6
매출총이익	58.0	104.9	143.3	187.9	214.9
판매비	72.0	104.9	133.5	165.5	180.6
영업이익	(13.9)	0.0	9.8	22.4	34.3
금융손익	(4.5)	4.7	(5.8)	(0.9)	(0.9)
중속/관계기업손익	(2.7)	(2.3)	(1.9)	0.5	0.5
기타영업외손익	(21.0)	(7.4)	(13.6)	(0.5)	(0.5)
세전이익	(42.1)	(4.9)	(11.4)	21.5	33.4
법인세	3.0	(1.3)	0.9	3.2	5.0
계속사업이익	(45.1)	(3.6)	(12.4)	18.3	28.4
중단사업이익	3.9	1.1	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(41.2)	(2.5)	(12.4)	18.3	28.4
비배주주지분 순이익	(6.5)	(0.9)	1.3	(0.2)	0.0
지배주주순이익	(34.7)	(1.6)	(13.7)	18.5	28.4
지배주주지분포괄이익	(35.0)	(3.4)	(11.8)	13.1	20.3
NOPAT	(14.9)	0.0	10.6	19.0	29.2
EBITDA	(5.8)	7.7	15.0	27.0	38.4
성장성(%)					
매출액증가율	4.6	62.6	12.1	29.2	14.3
NOPAT증가율	적지	흑전	N/A	79.2	53.7
EBITDA증가율	적전	흑전	94.8	80.0	42.2
영업이익증가율	적지	흑전	N/A	128.6	53.1
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	53.5
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	53.6
수익성(%)					
매출총이익률	30.7	34.2	41.6	42.3	42.3
EBITDA이익률	(3.1)	2.5	4.4	6.1	7.6
영업이익률	(7.4)	0.0	2.8	5.0	6.7
계속사업이익률	(23.9)	(1.2)	(3.6)	4.1	5.6

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	217.8	205.5	245.6	312.8	328.4
금융자산	58.8	72.5	92.6	117.6	129.2
현금성자산	39.7	30.4	33.6	37.3	38.5
매출채권 등	104.4	93.4	102.8	140.0	141.4
재고자산	48.4	34.3	37.7	38.1	38.5
기타유동자산	6.2	5.3	12.5	17.1	19.3
비유동자산	153.5	140.1	149.5	171.1	179.8
투자자산	50.9	55.7	72.4	98.6	111.4
금융자산	13.7	14.0	18.2	24.8	28.1
유형자산	61.5	42.9	41.0	38.0	35.3
무형자산	17.2	11.6	9.5	7.8	6.4
기타비유동자산	23.9	29.9	26.6	26.7	26.7
자산총계	371.3	345.6	395.1	483.9	508.2
유동부채	164.5	159.5	175.0	239.1	231.8
금융부채	97.3	92.9	98.8	147.8	128.9
매입채무 등	61.3	55.6	62.6	73.1	82.6
기타유동부채	5.9	11.0	13.6	18.2	20.3
비유동부채	59.1	22.6	43.9	50.3	53.4
금융부채	43.8	9.4	26.2	26.2	26.2
기타비유동부채	15.3	13.2	17.7	24.1	27.2
부채총계	223.6	182.1	218.8	289.4	285.3
지배주주지분	112.0	130.5	138.9	157.4	185.8
자본금	12.0	13.9	15.8	15.8	15.8
자본잉여금	154.5	175.3	173.1	173.1	173.1
자본조정	(32.8)	(34.3)	(12.3)	(12.3)	(12.3)
기타포괄이익누계액	0.3	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	(22.1)	(23.5)	(37.0)	(18.5)	9.9
비지배주주지분	35.7	33.0	37.4	37.2	37.2
자본총계	147.7	163.5	176.3	194.6	223.0
순금융부채	82.4	29.8	32.5	56.4	25.8

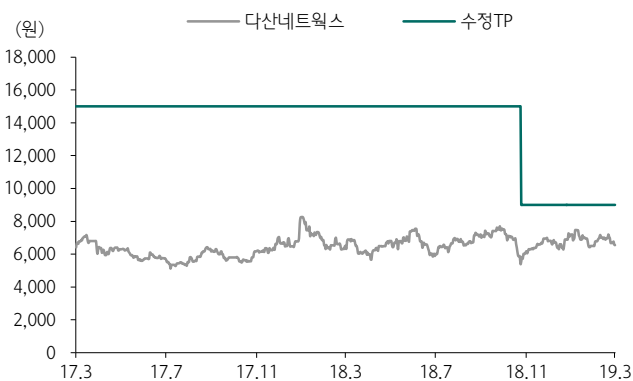
투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,708)	(71)	(480)	617	948
BPS	5,918	5,759	5,300	5,782	6,730
CFPS	(196)	612	439	932	1,294
EBITDAPS	(287)	350	525	902	1,282
SPS	9,285	13,949	12,062	14,854	16,975
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	10.6	6.9
PBR	1.1	1.2	1.3	1.1	1.0
PCFR	N/A	11.1	15.7	7.0	5.1
EV/EBITDA	N/A	30.0	18.1	10.7	6.7
PSR	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	(29.0)	(1.3)	(10.2)	12.5	16.5
ROA	(9.6)	(0.4)	(3.7)	4.2	5.7
ROIC	(9.1)	0.0	8.2	13.2	19.4
부채비율	151.4	111.4	124.1	148.7	127.9
순부채비율	55.8	18.3	18.4	29.0	11.6
이자보상배율(배)	(3.5)	0.0	3.0	5.9	9.6

주 : CB 회석 기준
 자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(18.9)	9.0	(0.0)	2.3	43.4
당기순이익	(41.2)	(2.5)	(12.4)	18.3	28.4
조정	33.6	12.5	21.9	4.6	4.1
감가상각비	8.1	7.7	5.2	4.6	4.1
외환거래손익	(1.0)	2.8	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	15.1	2.3	2.7	0.0	0.0
기타	11.4	(0.3)	14.9	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(11.3)	(1.0)	(9.5)	(20.6)	10.9
투자활동 현금흐름	3.1	(36.8)	(44.7)	(47.5)	(23.2)
투자자산감소(증가)	18.7	(2.6)	(14.5)	(26.2)	(12.8)
유형자산감소(증가)	(4.8)	(3.6)	(1.1)	0.0	0.0
기타	(10.8)	(30.6)	(29.1)	(21.3)	(10.4)
재무활동 현금흐름	30.0	19.5	45.8	49.0	(19.0)
금융부채증가(감소)	(2.3)	(38.8)	22.7	49.0	(19.0)
자본증가(감소)	36.3	22.7	(0.3)	0.0	0.0
기타재무활동	(4.0)	35.6	23.4	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	15.2	(9.3)	3.2	3.7	1.2
Unlevered CFO	(4.0)	13.5	12.5	27.9	38.7
Free Cash Flow	(25.8)	5.3	(1.2)	2.3	43.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.31	BUY	9,000		
17.3.26	BUY	15,000	-57.32%	-44.93%
16.5.16	BUY	12,000	-41.68%	-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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.4%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 3월 5일

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 2019년 3월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 3월 7일 현재 해당 회사의 유가증권 을 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.