

다산네트웍스(039560)

3Q 실적보단 일본 시장 대형 화재에 집중

매수/목표가 15,000원 유지, 일본/미국 시장에 관심 높여야

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 3분기 실적이 다소 부진할 것으로 예상되지만 올해 실적은 당초 예상과 비슷할 전망이다 데다가 연말 이후 2020년도 실적 전망은 어느 때보다도 밝은 상황이고, 2) 투자자들의 실적에 대한 눈높이가 높아졌음을 감안해도 최근 실적대비 주가가 과도하게 하락한 상황이며, 3) 2010년 소프트뱅크 모바일 백홀 공급 이후 10년 만에 재차 다수의 일본 통신사업자에게 대량의 스위치/PON 장비 공급이 유력해 2020년 영업이익 400억원 초과 달성 가능성이 높아졌고, 4) 아직 5G 가입자 증가에 따른 우선 가입자 장비 투자가 이루어지지 않은 데다가 2020년 내 국내 5G SA 상용화 가능성이 높아지고 있어 통신 3사 모바일백홀 및 초저지연 스위치 투자 증대에 따른 수혜가 집중될 전망이다. 내년도 실적 전망치 유지로 12개월 목표가는 15,000원을 유지한다.

역기저 효과로 3분기 영업이익 2분기비 소폭 감소 예상

3분기 다산네트웍스 영업 실적은 부진할 전망이다. 연결 영업이익이 46억원(0% YoY, -33% QoQ)으로 전분기비 감소가 예상된다. 프랑스 매출 호조로 본사 영업이익이 전분기비 크게 증가할 전망이다. 하지만 미국 자회사인 DZS 실적 부진이 예상되어서다. DZS는 최근 3분기 매출액 추정치를 당초 가이드نس보다 20% 하향한 840억원 수준으로 낮춰 잡은 바 있다. 하지만 이러한 다산네트웍스 3분기 실적 부진에 예민하게 반응할 필요는 없다는 판단이다. 2분기 어닝서프라이즈에 따른 역기저 효과이지 3분기 실적을 어닝 쇼크라고 평가하기 어렵고, 3분기 실적 결과가 올해 및 내년도 다산네트웍스 실적 전망치에 영향을 미칠 것으로 판단되지 않기 때문이다.

10년 전 일본 시장 이익 급증 재현될 가능성 높아

무엇보다 현 시점에서는 10년 전 다산네트웍스의 괄목할만한 이익 성장과 높은 주가 상승이 어디서 비롯되었는지를 되새겨볼 필요가 있다. 2010년 다산네트웍스는 일본 소프트뱅크에서만 매출액 600억원, 영업이익 200억원을 달성한 바 있다. 그런데 다산네트웍스는 2020년 일본 통신사 두 군데에서만 최대 1,000억원에 달하는 매출액 발생이 기대되는 상황이며, 빠르면 10월 내 수주 성과 도출이 예상된다. 3분기 실적 쇼크 우려로 말도 안되게 주가가 내려온 현 시점이 절호의 매수 기회라는 판단이다.

Update

Buy

| TP(12M): 15,000원 | CP(10일 11일): 8,370원

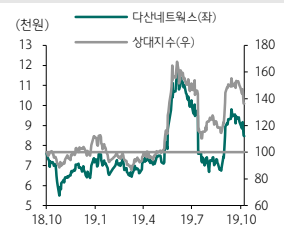
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	632.95
52주 최고/최저(원)	11,650/5,400
시가총액(십억원)	263.8
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	31,523.2
60일 평균 거래량(천주)	1,027.2
60일 평균 거래대금(십억원)	8.4
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	6.42
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 3인	25.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.1) 17.1 22.4
상대	(9.5) 41.8 36.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	490.7	552.3
영업이익(십억원)	26.1	39.3
순이익(십억원)	25.5	34.8
EPS(원)	724	1,045
BPS(원)	5,453	7,035

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	306.8	356.9	447.5	548.6	610.5
영업이익	십억원	(0.1)	10.2	19.2	42.5	50.7
세전이익	십억원	(5.0)	(24.0)	17.0	41.8	50.3
순이익	십억원	(1.6)	(26.1)	14.0	35.7	42.7
EPS	원	(71)	(913)	454	1,103	1,231
증감률	%	적지	적지	폭전	143.0	11.6
PER	배	N/A	N/A	18.45	7.59	6.80
PBR	배	1.18	1.40	1.54	1.40	1.16
EV/EBITDA	배	30.40	17.38	10.80	6.25	5.01
ROE	%	(1.30)	(20.04)	9.30	18.82	18.67
BPS	원	5,759	4,929	5,444	5,976	7,206
DPS	원	0	0	0	0	0

주 : CB/BW/EB 회석 기준



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

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

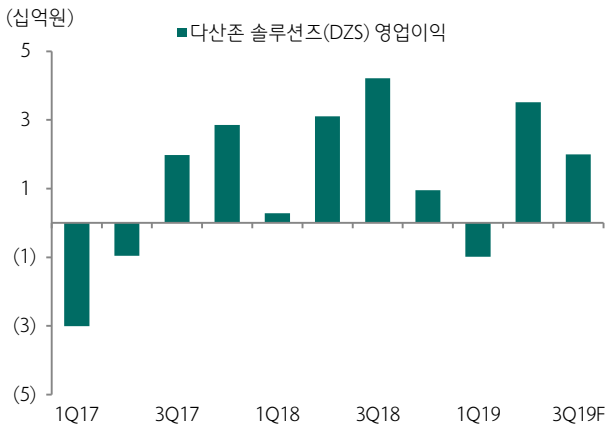
표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
매출액	69.2	94.1	87.3	106.5	100.1	124.4	102.1	120.9
영업이익	0.0	3.7	4.6	1.8	1.3	6.9	4.6	6.4
(영업이익률)	0.1	4.0	5.3	1.7	1.3	5.5	4.5	5.3
세전이익	(2.0)	(6.6)	3.4	(18.9)	6.5	(0.3)	4.4	6.1
순이익	(1.8)	(6.9)	2.5	(19.9)	6.7	(1.9)	3.7	5.4
(순이익률)	(2.6)	(7.3)	2.9	(18.7)	6.7	(1.5)	3.6	4.5

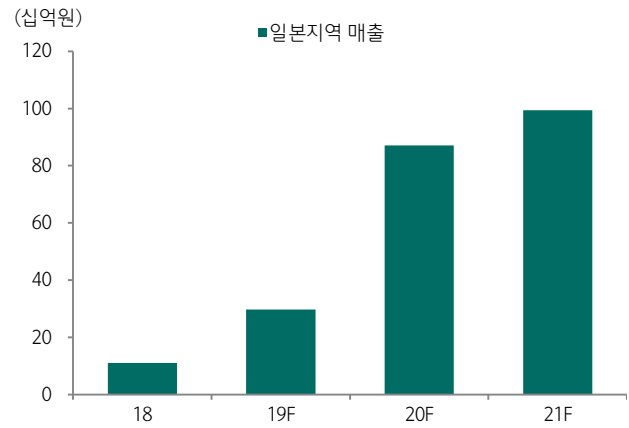
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
 자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 미국 DZS 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 2. 다산네트웍스 일본지역 매출액 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 3. 2020년 유선 가입자 장비 업체들이 실적 호전 추세를 나타낼 가능성이 높은 이유

- 1 5G 도입에 따른 트래픽 급격한 증가로 백홀/스위치 용량 증설 요구
- 2 5G SA로 진화하기 위한 응답속도 향상 필요, 초저지연 스위치 구매 증가
- 3 과거 8~9년간 유선 가입자 장비 CAPEX 적었음

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

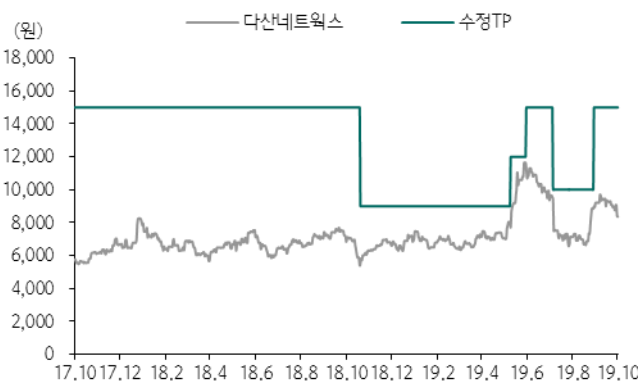
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	306.8	356.9	447.5	548.6	610.5
매출원가	202.2	236.0	291.1	356.2	396.3
매출총이익	104.6	120.9	156.4	192.4	214.2
판매비	104.7	110.7	137.2	149.9	163.5
영업이익	(0.1)	10.2	19.2	42.5	50.7
금융손익	4.7	(8.2)	(1.1)	(0.2)	(0.2)
중속/관계기업손익	(2.3)	(8.8)	(3.2)	(0.5)	(0.2)
기타영업외손익	(7.4)	(17.3)	2.0	0.0	0.0
세전이익	(5.0)	(24.0)	17.0	41.8	50.3
법인세	(1.3)	1.2	1.9	6.3	7.5
계속사업이익	(3.7)	(25.3)	15.1	35.5	42.8
중단사업이익	1.2	0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2.5)	(24.8)	15.1	35.5	42.8
비지배주주지분 순이익	(0.9)	1.3	1.1	(0.1)	0.1
지배주주순이익	(1.6)	(26.1)	14.0	35.7	42.7
지배주주지분포괄이익	(3.4)	(25.6)	25.5	96.7	116.3
NOPAT	(0.1)	10.7	17.0	36.1	43.1
EBITDA	7.6	15.4	31.5	54.1	60.4
성장성(%)					
매출액증가율	62.4	16.3	25.4	22.6	11.3
NOPAT증가율	적지	흑전	58.9	112.4	19.4
EBITDA증가율	흑전	102.6	104.5	71.7	11.6
영업이익증가율	적지	흑전	88.2	121.4	19.3
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	155.0	19.6
EPS증가율	적지	적지	흑전	143.0	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	34.1	33.9	34.9	35.1	35.1
EBITDA이익률	2.5	4.3	7.0	9.9	9.9
영업이익률	(0.0)	2.9	4.3	7.7	8.3
계속사업이익률	(1.2)	(7.1)	3.4	6.5	7.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(71)	(913)	454	1,103	1,231
BPS	5,759	4,929	5,444	5,976	7,206
CFPS	612	817	1,100	1,830	1,870
EBITDAPS	345	540	1,022	1,675	1,742
SPS	13,935	12,502	14,501	16,978	17,602
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	18.4	7.6	6.8
PBR	1.2	1.4	1.5	1.4	1.2
PCFR	11.1	8.4	7.6	4.6	4.5
EV/EBITDA	30.4	17.4	10.8	6.2	5.0
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	(1.3)	(20.0)	9.3	18.8	18.7
ROA	(0.4)	(7.3)	3.3	6.8	7.2
ROIC	(0.0)	7.9	10.4	18.3	20.4
부채비율	111.4	118.5	90.1	101.5	84.9
순부채비율	18.3	17.3	(1.3)	(1.9)	(12.5)
이자보상배율(배)	(0.0)	3.2	2.7	5.5	7.1

자료: 하나금융투자
주 : CB/BW/EB 회석 기준

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	205.5	248.2	323.1	422.3	458.3
금융자산	72.5	66.5	117.0	145.7	155.3
현금성자산	30.4	41.2	88.2	107.0	113.0
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	24.2	32.3	35.4
비유동자산	140.1	117.8	154.9	156.1	151.2
투자자산	55.7	38.7	49.8	62.6	67.4
금융자산	14.0	3.1	3.5	4.7	5.2
유형자산	42.9	43.6	58.6	48.2	39.7
무형자산	11.6	9.2	20.1	18.9	17.7
기타비유동자산	29.9	26.3	26.4	26.4	26.4
자산총계	345.6	366.0	478.0	578.4	609.6
유동부채	159.5	172.4	177.9	240.3	227.8
금융부채	92.9	75.8	72.3	98.8	72.8
매입채무 등	55.6	78.4	85.9	115.4	126.4
기타유동부채	11.0	18.2	19.7	26.1	28.6
비유동부채	22.6	26.1	48.6	51.1	52.0
금융부채	9.4	19.8	41.4	41.4	41.4
기타비유동부채	13.2	6.3	7.2	9.7	10.6
부채총계	182.1	198.5	226.5	291.4	279.8
지배주주지분	130.5	129.6	171.6	207.3	250.0
자본금	13.9	15.8	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	175.3	196.2	194.4	194.4	194.4
자본조정	(34.3)	(32.6)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(1.0)	(0.4)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
이익잉여금	(23.5)	(49.4)	(36.0)	(0.4)	42.3
비지배주주지분	33.0	37.9	79.9	79.7	79.8
자본총계	163.5	167.5	251.5	287.0	329.8
순금융부채	29.8	29.1	(3.2)	(5.4)	(41.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9.0	(4.5)	(1.7)	15.1	40.5
당기순이익	(2.5)	(24.8)	15.1	35.5	42.8
조정	12.5	47.3	14.6	11.7	9.7
감가상각비	7.7	5.2	12.3	11.6	9.7
외환거래손익	2.8	(1.5)	(1.3)	0.0	0.0
지분법손익	2.3	9.1	(1.0)	0.0	0.0
기타	(0.3)	34.5	4.6	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(1.0)	(27.0)	(31.4)	(32.1)	(12.0)
투자활동 현금흐름	(36.8)	(0.2)	(17.3)	(22.7)	(8.5)
투자자산감소(증가)	(2.6)	25.8	(7.7)	(12.8)	(4.8)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(1.7)	(1.6)	0.0	0.0
기타	(30.6)	(24.3)	(8.0)	(9.9)	(3.7)
재무활동 현금흐름	19.5	10.4	65.7	26.5	(26.0)
금융부채증가(감소)	(38.8)	(6.7)	18.2	26.5	(26.0)
자본증가(감소)	22.7	22.8	(0.8)	0.0	0.0
기타재무활동	35.6	(5.7)	48.3	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(9.3)	10.8	47.0	18.8	5.9
Unlevered CFO	13.5	23.3	34.0	59.1	64.8
Free Cash Flow	5.3	(6.3)	(3.3)	15.1	40.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자의견	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%
17.11.27	BUY	15,000	-55.01%	-44.93%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 10일

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 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 10월 14일 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.