



하나금융그룹

2020년 5월 28일 | Equity Research

다산네트웍스(039560)

다산네트웍스 – 2Q도 적자 예상, 하지만 6월 이후 일본 매출에 유의

매수/목표가 9,000원 유지, 하락 시마다 비중 늘려야

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 추천 사유는 1) 코로나19 영향 및 키마일 관련 비용 반영으로 1Q에 이어 2Q에도 적자가 예상되나 6월부터 일본 매출이 급성장할 것으로 보여 하반기 실적 전망은 낙관적이고, 2) 국내의 경우에도 LGU+를 시작으로 KT/LGU+의 5G 트래픽 증가에 따른 가입자장비 투자가 빠르면 올 하반기부터 본격화될 전망이며, 3) 3분기부터는 키마일 관련 일회성비용 반영이 없을 것으로 보여 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 전망이고, 4) 빠르면 올해 연말 미국 Tier 1급 전국 규모 통신사로의 장비 공급 협약이 이루어질 전망이며, 5) 최근 국내 외 네트워크장비 업체 Multiple을 감안 시 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 올해 실적 전망치를 대폭 하향 조정하지만 향후 4Q Forward EPS는 소폭 하향 조정하는 데 그치고 네트워크장비 업종 Multiple이 높아졌음을 감안하여 12개월 목표가는 기존의 9,000원을 유지한다.

1Q에 이어 2Q도 적자 예상, 올해 실적 기대치 하회할 것

다산네트웍스 미국 자회사인 다산존솔루션스가 2분기 가이던스를 매출액 680~780억원, EBITDA -66억원~-12억원으로 제시하였다. 이러한 DZS 가이던스와 본사 실적을 감안할 때 2분기 다산네트웍스의 영업이익은 -30억원 수준이 될 전망이다. 1분기에 이어 2분기에도 실망스러운 적자 행진이 지속될 것으로 보인다. 코로나 19 영향으로 미국 매출이 당초 예상보다 부진한데다가 일본 매출이 6월이나 본격화될 전망이며 국내 매출액도 LGU+를 제외하면 아직 미미한 상황이기 때문이다. 상반기에도만 116억원에 달하는 영업적자를 기록함에 따라 올해 영업이익이 당초 예상보다 크게 낮아진 110억원 수준에 그칠 것이라 판단된다.

중요한 것은 일본 매출, 3Q부터 실적 개선 본격화 예상

하지만 현 시점에선 2Q 실적에 실망하기보단 3Q 이후 가파른 이익 성장 가능성에 주목할 것을 권고한다. 하나금융투자에서는 지난 해부터 2020년은 다산네트웍스의 일본 S사 및 R사 매출 발생 가능성에 주목할 것을 권고한 바 있는데 드디어 6월부터 매출액이 발생할 것으로 예측되기 때문이다. 매출 발생이 다소 늦어져 일본 지역에서 당초 예상보다 적은 올해 120억원 수준의 영업이익 발생이 예상되지만 길게 보면 여전히 큰 수혜가 기대되며 점진적 주가 반영이 예상된다. 여기에 수년간 공을 들였던 미국 메이저 통신사로의 가입자장비 공급이 빠르면 금년 내 가시적인 성과(공급 계약 체결)를 나타낼 것으로 보여 기대를 갖게 한다. 체결 시 일본 매출 이상의 성과 도출을 기대해도 좋을 것 같다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 9,000원(유지) | CP(5월 27일): 7,860원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	724.59		
52주 최고/최저(원)	11,650/3,755	매출액(십억원)	483.8 569.3
시가총액(십억원)	252.1	영업이익(십억원)	20.4 45.8
시가총액비중(%)	0.09	순이익(십억원)	13.8 36.5
발행주식수(천주)	32,078.3	EPS(원)	447 1,019
60일 평균 거래량(천주)	984.7	BPS(원)	5,593 6,637
60일 평균 거래대금(십억원)	6.4		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	1.46		
주요주주 지분율(%)			
다산인베스트 외 3 인	24.82		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.9 1.9 (18.8)		
상대	0.8 (8.9) (22.7)		

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	356.8	446.6	434.9	610.5	676.9
영업이익	십억원	12.2	(0.2)	11.2	50.7	58.9
세전이익	십억원	(22.0)	(6.3)	4.7	50.3	58.5
순이익	십억원	(26.1)	1.6	9.1	42.7	49.7
EPS	원	(913)	52	277	1,212	1,410
증감률	%	적지	흑전	432.7	337.5	16.3
PER	배	N/A	157.48	28.39	6.49	5.57
PBR	배	1.40	1.58	1.58	1.27	1.03
EV/EBITDA	배	15.39	31.53	11.65	5.55	4.58
ROE	%	(20.04)	1.10	5.52	22.37	20.96
BPS	원	4,929	5,181	4,974	6,186	7,596
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 이재서
02-3771-7541
jaeseo.lee@hanafn.com

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

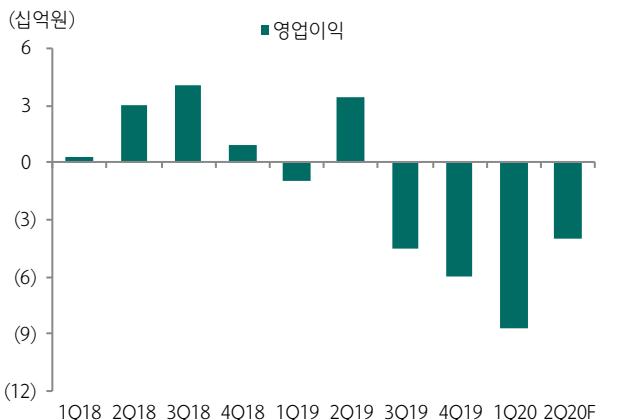
(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	100.1	124.4	113.8	108.3	67.5	86.3	126.8	154.3
영업이익	1.3	6.9	(1.4)	(7.0)	(8.7)	(2.9)	9.5	13.3
(영업이익률)	(1.3)	(5.5)	1.2	6.5	12.9	3.4	(7.5)	(8.6)
세전이익	6.5	0.0	(3.6)	(9.3)	(13.7)	(4.1)	9.3	13.2
순이익	6.7	(1.9)	(0.6)	(2.7)	(7.9)	(2.1)	7.9	11.2
(순이익률)	6.7	(1.5)	(0.5)	(2.5)	(11.7)	(2.4)	6.2	7.3

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

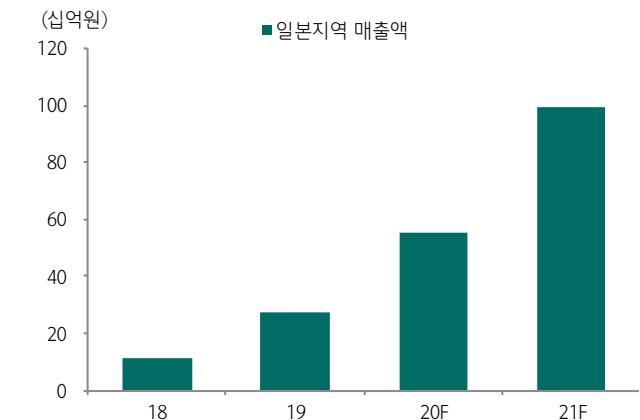
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 미국 DZS 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 2. 다산네트웍스 일본지역 매출액 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		356.8	446.6	434.9	610.5	676.9
매출원가		235.4	296.9	257.5	386.2	426.9
매출총이익		121.4	149.7	177.4	224.3	250.0
판관비		109.2	149.9	166.2	173.6	191.1
영업이익		12.2	(0.2)	11.2	50.7	58.9
금융순익		(8.2)	(3.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업순익		(8.8)	(3.7)	(6.3)	(0.2)	(0.2)
기타영업외순익		(17.3)	1.2	0.0	0.0	0.0
세전이익		(22.0)	(6.3)	4.7	50.3	58.5
법인세		1.2	3.1	3.4	7.5	8.8
계속사업이익		(23.3)	(9.4)	1.3	42.8	49.7
중단사업이익		(1.5)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익		(24.8)	(9.5)	1.3	42.8	49.7
비지배주주지분 순이익		1.3	(11.2)	(7.8)	0.1	0.0
지배주주순이익		(26.1)	1.6	9.1	42.7	49.7
지배주주지분포괄이익		(25.6)	(5.5)	0.4	14.3	16.6
NOPAT		12.9	(0.3)	3.2	43.1	50.1
EBITDA		17.4	11.7	29.2	67.4	76.4
성장성(%)						
매출액증가율		16.3	25.2	(2.6)	40.4	10.9
NOPAT증가율		혹전	적전	혹전	1,246.9	16.2
EBITDA증가율		128.9	(32.8)	149.6	130.8	13.4
영업이익증가율		혹전	적전	혹전	352.7	16.2
(지배주주)순이익증가율		적지	혹전	468.8	369.2	16.4
EPS증가율		적지	혹전	432.7	337.5	16.3
수익성(%)						
매출총이익률		34.0	33.5	40.8	36.7	36.9
EBITDA이익률		4.9	2.6	6.7	11.0	11.3
영업이익률		3.4	(0.0)	2.6	8.3	8.7
계속사업이익률		(6.5)	(2.1)	0.3	7.0	7.3

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		248.2	294.4	291.5	396.6	438.2
금융자산		66.7	70.5	73.4	91.0	99.5
현금성자산		41.2	44.7	48.3	55.7	60.4
매출채권 등		113.8	149.0	145.1	203.6	225.8
재고자산		46.4	45.5	44.3	62.1	68.9
기타유동자산		21.3	29.4	28.7	39.9	44.0
비유동자산		117.8	159.1	172.4	191.0	201.9
투자자산		38.7	50.6	49.5	64.9	70.8
금융자산		3.1	11.1	10.8	15.2	16.8
유형자산		43.6	60.4	68.9	70.9	75.4
무형자산		9.2	20.2	25.9	27.2	27.8
기타비유동자산		26.3	27.9	28.1	28.0	27.9
자산총계		366.0	453.5	463.9	587.7	640.1
유동부채		172.4	143.7	163.6	227.1	221.0
금융부채		75.8	61.4	62.1	108.2	88.6
매입채무 등		78.4	68.7	88.2	101.6	113.7
기타유동부채		18.2	13.6	13.3	17.3	18.7
비유동부채		26.1	77.5	66.7	84.3	93.0
금융부채		19.8	45.5	35.5	40.5	44.5
기타비유동부채		6.3	32.0	31.2	43.8	48.5
부채총계		198.5	221.2	230.3	311.3	314.0
지배주주지분		129.6	160.5	169.6	212.2	262.0
자본금		15.8	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금		196.2	222.6	222.6	222.6	222.6
자본조정		(32.6)	(24.0)	(24.0)	(24.0)	(24.0)
기타포괄이익누계액		(0.4)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
이익잉여금		(49.4)	(49.3)	(40.2)	2.5	52.2
비지배주주지분		37.9	71.8	64.0	64.1	64.1
자본총계		167.5	232.3	233.6	276.3	326.1
순금융부채		28.9	36.4	24.2	57.7	33.6

투자지표

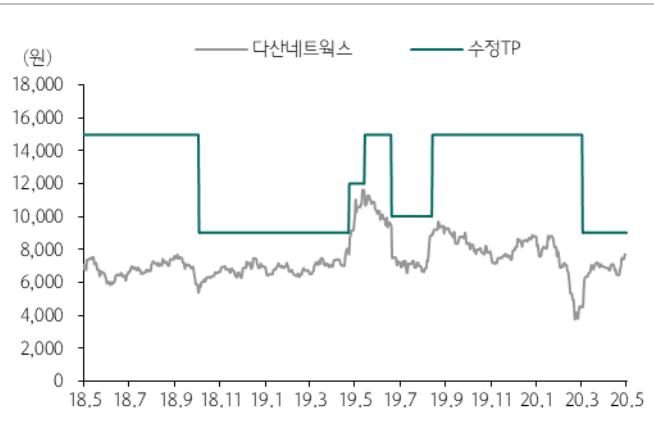
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(913)	52	277	1,212	1,410
BPS	4,929	5,181	4,974	6,186	7,596
CFPS	817	737	784	2,026	2,269
EBITDAPS	610	380	889	1,913	2,168
SPS	12,497	14,444	13,232	17,325	19,209
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	157.5	28.4	6.5	5.6
PBR	1.4	1.6	1.6	1.3	1.0
PCFR	8.4	11.1	10.0	3.9	3.5
EV/EBITDA	15.4	31.5	11.7	5.5	4.6
PSR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	(20.0)	1.1	5.5	22.4	21.0
ROA	(7.3)	0.4	2.0	8.1	8.1
ROIC	9.5	(0.2)	1.4	16.8	16.3
부채비율	118.5	95.2	98.6	112.7	96.3
순부채비율	17.2	15.7	10.3	20.9	10.3
이자보상배율(배)	3.8	(0.0)	2.9	9.3	11.4

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		(4.5)	(29.1)	43.5	1.8	52.5
당기순이익		(24.8)	(9.5)	1.3	42.8	49.7
조정		47.3	31.5	18.0	16.6	17.6
감가상각비		5.2	11.9	18.0	16.7	17.5
외환거래손익		(1.5)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익		9.8	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타		33.8	20.4	0.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동		(27.0)	(51.1)	24.2	(57.6)	(14.8)
투자활동 현금흐름		(0.2)	(23.3)	(30.6)	(45.5)	(32.2)
투자자산감소(증가)		17.0	(11.9)	1.0	(15.4)	(5.8)
유형자산감소(증가)		(1.7)	(3.1)	(20.0)	(12.0)	(15.0)
기타		(15.5)	(8.3)	(11.6)	(18.1)	(11.4)
재무활동 현금흐름		10.4	55.4	(9.3)	51.1	(15.6)
금융부채증가(감소)		(6.7)	11.3	(9.3)	51.1	(15.6)
자본증가(감소)		22.8	27.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(5.7)	16.3	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		10.8	3.5	3.6	7.4	4.7
Unlevered CFO		23.3	22.8	25.8	71.4	80.0
Free Cash Flow		(6.3)	(32.2)	23.5	(10.2)	37.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

다산네트웍스



날짜	투자의견	목표주가	평균	최고/최저
20.3.30	BUY	9,000		
19.9.10	BUY	15,000	-47.52%	-35.33%
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%
18.5.29	BUY	15,000	-54.63%	-48.67%

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	90.8%	9.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 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 2020년 05월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2020년 05월 28일 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 주식투자와 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.