

다산네트웍스 (039560)

DZS의 오펜리언 인수로 10년간 노력 곧 결실 맺을 듯

매수/목표가 18,000원 유지, 실적보단 이슈에 주목

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수, 12개월 TP를 18,000원으로 유지한다. 추천 사유는 1) DZS의 오펜리언사 인수로 Tier 1급 통신사(버라이즌/AT&T/T-Mobile)로의 장비 직납이 곧 이루어질 전망이다이고, 2) 공격적 시장 확대 전략/키마일 구조조정 여파로 올해 이익 측면에서는 시장 기대치를 하회할 전망이다이나 장기적으로는 글로벌 SI와 견줄만한 회사로 급성장이 예상되며, 3) 지난해 일본을 통한 실적 회복(일회성비용 제거 기준)이 나타났다면 올해는 미국과 더불어 국내에서 큰 성과가 기대되고, 4) 국내 학내망/공공 와이파이 부문에서의 수주 가능성이 높아 올해 정부 디지털 뉴딜 정책의 실질적인 수혜주로 급부상할 전망이다이기 때문이다.

DZS의 오펜리언 인수는 메가폰급 호재로 봐야

현지 시간 1/20일에 다산네트웍스의 미국 자회사인 DZS가 캐나다 광통신업체인 오펜리언사를 인수하였다. DZS 경영진 교체 이후 가장 큰 성과인데 적지 않은 파장이 예상된다. 오펜리언을 통한 Tier 1급 통신사로의 장비 직납이 유력해지는 상황이기 때문이다. 과거 10년간 다산네트웍스는 미국 통신사 진출을 위해 온갖 노력을 기울여왔지만 성과는 없었다. 그런데 이제 늦어도 올해 내 미국 통신사 직납이 가능해질 전망이어서 큰 기대를 갖게 한다. 오펜리언사가 미국 통신사로부터 이미 기술 인증을 받은 상황이고 미미하지만 실제 테스트용 장비 매출도 발생한 상태이기 때문이다.

대주주 매도 공포감 버리고 적극 매수로 임할 시점

연초 대주주인 다산인베스트의 다산네트웍스 장내 매각으로 투자자들의 우려가 크다, 하지만 크게 걱정할 필요는 없다. 1) 과거 통신주/장비주 대주주/임원 매도 또는 매수 시점이 주가 고점/저점을 형성한 사례가 그리 많지 않고, 2) 담보대출 상환 및 투자 목적으로 매도한 것으로 보이며, 3) CB 바이백을 통해 18%까지 다산인베스트 지분률이 다시 상승할 전망이다이기 때문이다.

올해 이익 기대감 낮춰야, 하지만 주가는 크게 오를 전망

다산네트웍스 2021년 실적은 당초 예상보다 부진할 전망이다. DZS가 사업 확장에 나서면서 관련비용 증가가 예상되며 키마일 구조 조정에 본격적으로 나설 것으로 관측되기 때문이다. 하지만 주가는 오히려 크게 상승할 것으로 예상된다. 가장 막강한 재료인 미국 통신사 진출이 올해 가시화될 것이기 때문이다.

10년간 노력 드디어 결실, 내년부턴 급이 다른 회사 될 듯

유선 네트워크장비업체가 미국 Tier 1급 통신사에 직납을 한다는 것은 대단히 어려운 일이다. 기술적 성과와 영업 능력이 겸비 되어야 비로소 가능하다. 2022년엔 한 단계 업그레이드된 업체로 시장에서 평가받을 것으로 판단되며 높은 Multiple 형성이 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 18,000원 | CP(1월21일): 12,950원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	981.40
52주 최고/최저(원)	14,850/3,755
시가총액(십억원)	454.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	35,090.1
60일 평균 거래량(천주)	997.638.9
60일 평균 거래대금(십억원)	12.9
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	1.34
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 2인	15.15

주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.0	15.1	47.0
상대	(0.9)	(7.3)	1.3

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	404.3	579.7
영업이익(십억원)	0.3	48.2
순이익(십억원)	(3.1)	38.3
EPS(원)	69	970
BPS(원)	4,831	5,947

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	356.8	446.6	398.8	475.4	676.9
영업이익	십억원	12.2	(0.2)	(2.9)	12.6	56.0
세전이익	십억원	(22.0)	(6.3)	(2.3)	12.2	55.6
순이익	십억원	(26.1)	1.6	0.4	10.4	47.3
EPS	원	(913)	52	13	296	1,348
증감율	%	적지	흑전	(75.00)	2,176.92	355.41
PER	배	(7.55)	156.92	1,026.92	43.24	9.50
PBR	배	1.40	1.57	2.45	2.23	1.81
EV/EBITDA	배	15.39	31.53	57.45	21.05	6.82
ROE	%	(20.04)	1.10	0.24	5.46	21.58
BPS	원	4,929	5,181	5,439	5,736	7,083
DPS	원	0	0	0	0	0



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

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	65.8	96.8	122.9	113.3	95.3	105.2	129.1	145.8
영업이익 (영업이익률)	(9.2) (14.0)	2.0 2.1	3.1 2.5	1.2 1.1	0.2 0.2	2.6 2.5	4.2 3.3	5.6 3.8
세전이익	(13.7)	6.2	4.8	1.1	0.1	2.5	4.1	5.5
순이익 (순이익률)	(7.9) (12.0)	4.4 4.5	3.0 2.4	4.0 3.4	0.1 0.1	2.1 2.0	3.5 2.7	4.7 3.2

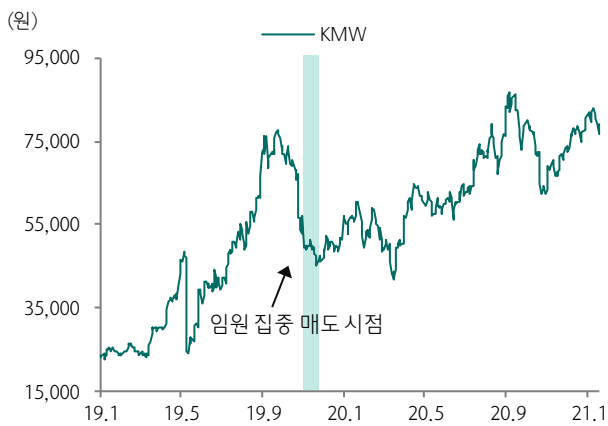
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 다산네트웍스 자회사 DZS의 옵텔리언 인수 영향 점검

- 1 Tier 1급(버라이즌/AT&T/T-Mobile) 통신사 직납 유력해지는 상황
- 2 미국 통신사 레퍼런스를 기반으로 글로벌 통신사 진출 가능
- 3 미국 수출 총 물량 연간 2,000억원 이상도 가능
- 4 진입장벽 높은 거래처 확보로 높은 Multiple 적용 가능

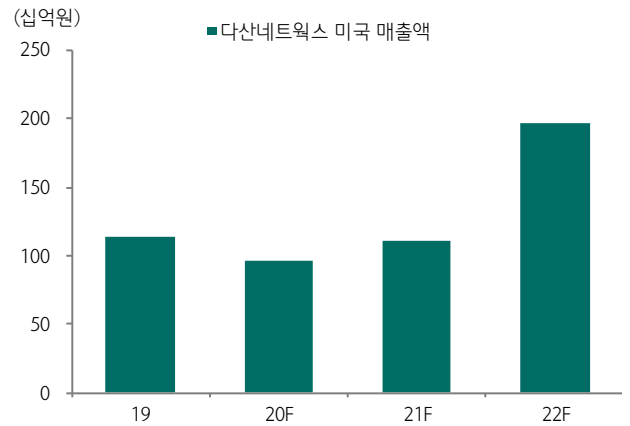
자료: 하나금융투자

그림 2. KMW 최근 주가 흐름 및 임원 집중 매도 시점



자료: Fnguide, 하나금융투자

그림 3. 다산네트웍스 연결 기준 미국 매출액 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	356.8	446.6	398.8	475.4	676.9
매출원가	235.4	296.9	252.2	292.9	422.0
매출총이익	121.4	149.7	146.6	182.5	254.9
판매비	109.2	149.9	149.5	169.9	198.9
영업이익	12.2	(0.2)	(2.9)	12.6	56.0
금융손익	(8.2)	(3.6)	(1.4)	(0.2)	(0.2)
종속/관계기업손익	(8.8)	(3.7)	2.5	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(17.3)	1.2	(0.4)	0.0	0.0
세전이익	(22.0)	(6.3)	(2.3)	12.2	55.6
법인세	1.2	3.1	3.9	1.8	8.3
계속사업이익	(23.3)	(9.4)	(6.2)	10.4	47.3
중단사업이익	(1.5)	(0.1)	0.7	0.0	0.0
당기순이익	(24.8)	(9.5)	(5.5)	10.4	47.3
비배주주지분 손익	1.3	(11.2)	(5.9)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(26.1)	1.6	0.4	10.4	47.3
지배주주지분포괄이익	(25.6)	(5.5)	3.8	13.7	62.4
NOPAT	12.9	(0.3)	(7.8)	10.7	47.6
EBITDA	17.4	11.7	9.3	24.7	71.0
성장성(%)					
매출액증가율	16.30	25.17	(10.70)	19.21	42.39
NOPAT증가율	흑전	적전	적지	흑전	344.86
EBITDA증가율	128.95	(32.76)	(20.51)	165.59	187.45
영업이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	344.44
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(75.00)	2,500.00	354.81
EPS증가율	적지	흑전	(75.00)	2,176.92	355.41
수익성(%)					
매출총이익률	34.02	33.52	36.76	38.39	37.66
EBITDA이익률	4.88	2.62	2.33	5.20	10.49
영업이익률	3.42	(0.04)	(0.73)	2.65	8.27
계속사업이익률	(6.53)	(2.10)	(1.55)	2.19	6.99

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(913)	52	13	296	1,348
BPS	4,929	5,181	5,439	5,736	7,083
CFPS	817	737	429	721	2,042
EBITDAPS	610	380	278	704	2,022
SPS	12,497	14,444	11,971	13,548	19,290
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(7.55)	156.92	1,026.92	43.24	9.50
PBR	1.40	1.57	2.45	2.23	1.81
PCR	8.43	11.07	31.12	17.75	6.27
EV/EBITDA	15.39	31.53	57.45	21.05	6.82
PSR	0.55	0.56	1.12	0.94	0.66
재무비율(%)					
ROE	(20.04)	1.10	0.24	5.46	21.58
ROA	(7.32)	0.39	0.09	2.11	8.11
ROIC	13.83	(0.24)	(5.49)	7.18	27.02
부채비율	118.46	95.24	79.77	96.85	104.75
순부채비율	17.24	15.67	(2.93)	(0.01)	(11.43)
이자보상배율(배)	3.83	(0.03)	(0.93)	5.41	22.12

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	248.2	294.4	291.3	329.7	412.1
금융자산	66.7	70.5	89.3	87.4	128.9
현금성자산	41.2	44.7	65.9	59.6	89.2
매출채권	97.1	138.2	124.9	148.9	150.6
재고자산	46.4	45.5	41.1	50.6	72.1
기타유동자산	38.0	40.2	36.0	42.8	60.5
비유동자산	117.8	159.1	168.9	194.6	230.1
투자자산	38.7	50.6	52.7	59.5	77.4
금융자산	8.7	22.5	27.3	29.2	34.3
유형자산	43.6	60.4	67.5	84.6	92.5
무형자산	9.2	20.2	22.3	24.1	33.7
기타비유동자산	26.3	27.9	26.4	26.4	26.5
자산총계	366.0	453.5	460.2	524.4	642.2
유동부채	172.4	143.7	155.4	198.6	250.5
금융부채	75.8	61.4	61.9	62.5	64.1
매입채무	53.3	49.0	64.7	83.3	113.7
기타유동부채	43.3	33.3	28.8	52.8	72.7
비유동부채	26.1	77.5	48.8	59.4	78.0
금융부채	19.8	45.5	19.9	24.9	28.9
기타비유동부채	6.3	32.0	28.9	34.5	49.1
부채총계	198.5	221.2	204.2	258.0	328.5
지배주주지분	129.6	160.5	185.1	195.6	242.8
자본금	15.8	17.3	18.7	18.7	18.7
자본잉여금	196.2	222.6	242.1	242.1	242.1
자본조정	(32.6)	(24.0)	(23.8)	(23.8)	(23.8)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(6.0)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	(49.4)	(49.3)	(47.8)	(37.4)	9.9
비지배주주지분	37.9	71.8	70.9	70.8	70.8
자본총계	167.5	232.3	256.0	266.4	313.6
순금융부채	28.9	36.4	(7.5)	(0.0)	(35.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(4.5)	(29.1)	8.7	35.7	57.5
당기순이익	(24.8)	(9.5)	(5.5)	10.4	47.3
조정	5	3	2	1	2
감가상각비	5.2	11.9	12.2	12.1	15.0
외환거래손익	(1.5)	0.1	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	9.8	(0.9)	(2.7)	0.0	0.0
기타	(8.5)	(8.1)	(6.8)	(11.1)	(13.0)
영업활동 자산부채 변동	(27.0)	(51.1)	(6.5)	13.3	(4.8)
투자활동 현금흐름	(0.2)	(23.3)	(10.9)	(42.3)	(62.2)
투자자산감소(증가)	17.0	(11.9)	0.5	(6.8)	(17.9)
자본증가(감소)	(1.7)	(3.1)	(11.8)	(23.0)	(15.0)
기타	(15.5)	(8.3)	0.4	(12.5)	(29.3)
재무활동 현금흐름	10.4	55.4	4.5	5.6	5.6
금융부채증가(감소)	(6.7)	11.3	(25.1)	5.6	5.6
자본증가(감소)	22.8	27.8	21.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.7)	16.3	8.6	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	10.8	3.5	21.2	(6.3)	29.7
Unlevered CFO	23.3	22.8	14.3	25.3	71.6
Free Cash Flow	(6.3)	(32.2)	(3.3)	12.7	42.5

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.27	BUY	18,000		
20.6.9	BUY	12,000	-25.47%	2.08%
20.3.30	BUY	9,000	-21.93%	-10.67%
19.9.10	BUY	15,000	-47.57%	-35.33%
19.7.17	Neutral	10,000	-27.58%	-10.00%
19.6.11	BUY	15,000	-31.63%	-24.67%
19.5.21	BUY	12,000	-14.17%	-2.92%
18.10.31	BUY	9,000	-24.03%	-10.56%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 21일

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 2021년 1월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 1월 21일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.