

다산네트웍스 (039560)

영업 흐름 양호, 이미 내용상 실적은 괄목할만한 개선 중

매수/TP 18,000원 유지, 미국 매출 흐름에 주목할 시점

다산네트웍스에 대한 투자 의견 매수, 12개월 TP 18,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 올해까지 순이익 적자가 지속되었지만 일회성비용을 빼고 보면 개선된 실적 흐름이 나타나고 있고, 2) 일본에 이어 DZS의 미국 매출이 살아나고 있으며, 3) 옴텔리언 인수 이후 올해 미국 메이저 통신사 장비 수주 가능성이 높아졌고, 4) 자회사 구조조정비용 반영이 상반기내 완료될 것으로 보여 하반기 이후 순이익 흑자 전환이 예상되며, 5) 본사 기준으로 보면 현금이 증가하는 구조가 될 것으로 보여 당분간 계열사가 아닌 다산네트웍스의 펀딩 가능성은 사실상 희박하기 때문이다.

일회성비용 빼고 보면 확실한 실적 개선 양상

1분기 다산네트웍스는 영업이익 -196억원, 순이익 -251억원, 지배주주순이익 -91억원으로 대규모 적자를 기록하였다. 인도 지역 매출채권 회수 지연에 따른 대손상각비 160억원 및 독일법인 구조조정비용 70억원 발생 때문이었다. 하지만 매출액은 양호했는데 전년동기비 59% 성장한 1,049억원을 기록하였다. 이에 따라 매출총이익도 전년동기비 68% 증가하였다. 결국 일회성비용을 제거하면 대략 1분기에 40억원 수준의 영업이익을 기록한 셈이다. 얼마 전 다산네트웍스의 미국 법인인 DZS는 2분기 가이던스를 1분기 수준으로 제시하였다. 본사 매출을 합치면 2분기엔 대략 소폭의 영업 적자가 예상된다. 국내 공공부문 매출 증가 추세, DZS 미국 매출 증가 양상과 더불어 2분기엔 자회사 구조조정 비용만 있을 뿐 대손상각비 반영이 없을 것이기 때문이다.

자회사 구조 조정 상반기 완료, 하반기 흑자 전환 예상

하반기엔 뚜렷한 실적 호전 추세가 예상된다. 일본 매출 호조와 더불어 미국 매출액도 전년동기비 뚜렷한 증가 추세가 이어질 전망이다. 독일법인 구조조정이 상반기 마무리될 예정이라는 점을 감안 시 그렇다. 오히려 최근 인도 매출채권 회수 가능성이 높아지고 있음을 감안할 때 하반기 대손충당금 환입이 이루어진다면 연간 순이익 흑자전환도 가능할 것으로 판단된다.

순이익 규모보단 DZS 매출 동향, 옴텔리언 수주 가능성 봐야

현 시점에서는 다산네트웍스 이익 규모보다는 DZS 매출 동향 및 옴텔리언 수주 가능성에 주목할 것을 권한다. 예상대로 일본에 이어 미국 매출이 증가하고 있으며 옴텔리언이 곧 미국 통신사 제품 성능시험에 참가할 것으로 보여 올해 가을엔 대망의 미국 메이저급 통신사 진출 및 장비 수주가 유력한 것으로 판단되기 때문이다. 일회성손익을 감안하면 이미 다산네트웍스의 연간 기대 매출액은 5천억원, 기대 영업이익은 300억원 수준까지 올라왔다. 내년엔 미국 메이저급 통신사 매출이 기대된다. 적극 매수할 시점이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 18,000원 | CP(5월26일): 9,060원

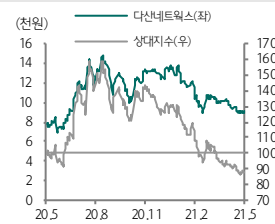
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	966.06
52주 최고/최저(원)	14,850/6,930
시가총액(십억원)	317.9
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	35,090.1
60일 평균 거래량(천주)	371.6
60일 평균 거래대금(십억원)	3.7
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.68
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 2인	15.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.7) (31.4) 17.4
상대	(4.8) (37.9) (11.4)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	454.4	566.9
영업이익(십억원)	6.1	45.6
순이익(십억원)	(1.6)	38.4
EPS(원)	(48)	1,097
BPS(원)	4,663	5,787

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	440.7	405.0	476.0	566.9	666.3
영업이익	십억원	(1.2)	(5.8)	(9.0)	45.6	65.8
세전이익	십억원	(7.2)	(26.0)	(19.0)	45.2	66.0
순이익	십억원	1.6	(13.4)	(5.2)	38.5	56.1
EPS	원	52	(404)	(148)	1,097	1,599
증감율	%	흑전	적전	적지	흑전	45.76
PER	배	156.92	(33.04)	(60.88)	8.21	5.63
PBR	배	1.57	2.88	2.01	1.61	1.25
EV/EBITDA	배	34.38	88.17	144.69	5.48	3.62
ROE	%	1.10	(8.47)	(3.37)	22.49	25.68
BPS	원	5,181	4,641	4,493	5,590	7,189
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	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	67.5	96.8	122.9	117.8	104.9	107.2	124.1	139.8
영업이익	(8.7)	2.0	3.1	(2.2)	(19.6)	(1.9)	4.5	8.0
(영업이익률)	(12.9)	2.1	2.5	(1.9)	(18.7)	(1.8)	3.6	5.7
세전이익	(13.7)	5.6	5.2	(22.4)	(23.6)	(3.9)	2.5	6.0
순이익	(7.9)	4.4	3.0	(13.0)	(9.1)	(3.3)	2.1	5.1
(순이익률)	(11.7)	4.5	2.4	(19.3)	(8.7)	(3.1)	1.7	3.6

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

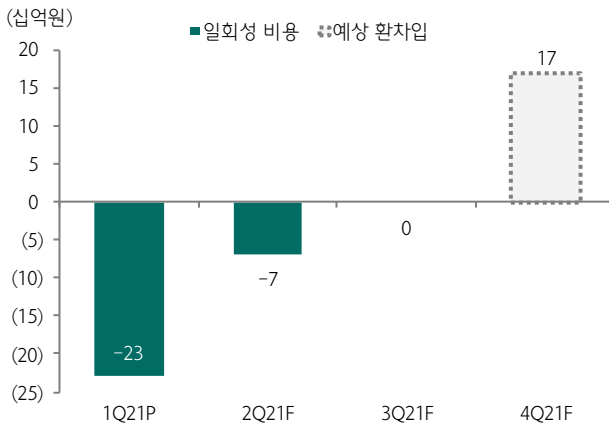
표 2. DZS 2021년 1분기 실적 결과 및 2분기 가이드نس

(단위: 백만달러)

	1Q21			2Q21F	
	1Q	YoY	QoQ	Low	High
매출액	81.0	70.66	-8.6	76.0	81.0
영업이익	-23.1	적자지속	적자지속	(1.8)	2.0
순이익	-23.2	흑자전환	912.4	-	-

주: 조정 항목은 일회성비용을 제거한 금액
 자료: 다산네트웍스

그림 3. 다산네트웍스 분기별 일회성비용 전망



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 4. 다산네트웍스 매수 추천 사유

- 1 일회성비용 제거 시 이미 실적 회복세
- 2 일본 및 미국 매출 호조 예상
- 3 미국 메이저급 통신사 진출 임박
- 4 현금 증가 추세, 본사 펀딩 가능성 희박

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	440.7	405.0	476.0	566.9	666.3
매출원가	294.1	265.2	310.0	367.8	432.3
매출총이익	146.6	139.8	166.0	199.1	234.0
판매비	147.7	145.6	175.0	153.5	168.2
영업이익	(1.2)	(5.8)	(9.0)	45.6	65.8
금융손익	(3.6)	2.8	(0.2)	(0.2)	0.2
중속/관계기업손익	(3.7)	(5.6)	(9.8)	(0.2)	0.0
기타영업외손익	1.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	(7.2)	(26.0)	(19.0)	45.2	66.0
법인세	3.0	4.6	2.2	6.8	9.9
계속사업이익	(10.2)	(30.5)	(21.2)	38.4	56.1
중단사업이익	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(9.5)	(29.8)	(21.2)	38.4	56.1
비배주주지분 손익	(11.2)	(16.4)	(16.0)	(0.1)	0.0
지배주주순이익	1.6	(13.4)	(5.2)	38.5	56.1
지배주주지분포괄이익	(5.5)	(13.5)	(11.8)	21.3	31.1
NOPAT	(1.6)	(6.8)	(10.1)	38.8	55.9
EBITDA	10.8	6.0	2.4	64.5	88.0
성장성(%)					
매출액증가율	23.51	(8.10)	17.53	19.10	17.53
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	44.07
EBITDA증가율	(37.93)	(44.44)	(60.00)	2,587.50	36.43
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	44.30
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	45.71
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	45.76
수익성(%)					
매출총이익률	33.27	34.52	34.87	35.12	35.12
EBITDA이익률	2.45	1.48	0.50	11.38	13.21
영업이익률	(0.27)	(1.43)	(1.89)	8.04	9.88
계속사업이익률	(2.31)	(7.53)	(4.45)	6.77	8.42

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	294.4	287.9	373.7	413.0	512.4
금융자산	70.0	93.6	146.5	142.5	177.3
현금성자산	44.7	65.8	113.8	103.7	131.1
매출채권	138.2	118.1	138.3	164.7	201.1
재고자산	45.5	46.9	54.9	65.3	85.2
기타유동자산	40.7	29.3	34.0	40.5	48.8
비유동자산	159.1	165.0	189.9	240.6	241.7
투자자산	50.6	46.3	51.6	58.6	66.9
금융자산	22.5	23.8	25.3	27.2	29.5
유형자산	60.4	85.0	100.0	133.4	134.5
무형자산	20.2	6.5	11.1	21.4	13.2
기타비유동자산	27.9	27.2	27.2	27.2	27.1
자산총계	453.5	452.8	563.6	653.6	754.2
유동부채	143.7	160.9	281.9	321.7	358.5
금융부채	61.4	55.7	86.1	86.6	87.1
매입채무	49.0	57.2	79.9	96.3	111.4
기타유동부채	33.3	48.0	115.9	138.8	160.0
비유동부채	77.5	60.8	71.7	83.5	91.1
금융부채	45.5	26.0	31.0	35.0	35.0
기타비유동부채	32.0	34.8	40.7	48.5	56.1
부채총계	221.2	221.7	353.7	405.2	449.7
지배주주지분	160.5	157.1	152.0	190.4	246.5
자본금	17.3	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	222.6	231.9	231.9	231.9	231.9
자본조정	(24.0)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(24.7)
기타포괄이익누계액	(6.0)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
이익잉여금	(49.3)	(62.6)	(67.8)	(29.3)	26.8
비배주주지분	71.8	74.1	58.0	58.0	58.0
자본총계	232.3	231.2	210.0	248.4	304.5
순금융부채	36.9	(12.0)	(29.4)	(21.0)	(55.3)

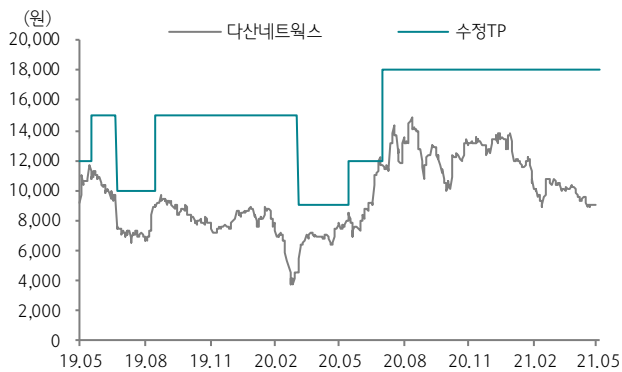
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	52	(404)	(148)	1,097	1,599
BPS	5,181	4,641	4,493	5,590	7,189
CFPS	737	685	(144)	1,933	2,625
EBITDAPS	349	181	68	1,837	2,507
SPS	14,253	12,156	13,565	16,156	18,988
DPS	0	0	0	0	0
추가지표(배)					
PER	156.92	(33.04)	(60.88)	8.21	5.63
PBR	1.57	2.88	2.01	1.61	1.25
PCR	11.07	19.49	(62.57)	4.66	3.43
EV/EBITDA	34.38	88.17	144.69	5.48	3.62
PSR	0.57	1.10	0.66	0.56	0.47
재무비율(%)					
ROE	1.10	(8.47)	(3.37)	22.49	25.68
ROA	0.39	(2.97)	(1.02)	6.33	7.97
ROIC	(1.34)	(4.94)	(8.90)	34.12	42.04
부채비율	95.24	95.88	168.44	163.14	147.69
순부채비율	15.90	(5.17)	(13.99)	(8.44)	(18.15)
이자보상배율(배)	(0.17)	(1.67)	(2.26)	8.41	11.69

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(29.1)	25.9	51.2	71.0	78.9
당기순이익	(9.5)	(29.8)	(21.2)	38.4	56.1
조정	3	5	1	2	2
감가상각비	11.9	11.8	11.4	18.9	22.2
외환거래손익	0.1	3.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	5.7	0.0	0.0	0.0
기타	(8.1)	(16.4)	(10.4)	(16.9)	(20.2)
영업활동 자산부채 변동	(51.1)	5.1	61.0	13.7	0.7
투자활동 현금흐름	(23.3)	(4.7)	(41.1)	(75.7)	(30.7)
투자자산감소(증가)	(8.2)	9.9	(5.3)	(7.0)	(8.3)
자본증가(감소)	(3.1)	(2.6)	(23.0)	(45.0)	(15.0)
기타	(12.0)	(12.0)	(12.8)	(23.7)	(7.4)
재무활동 현금흐름	55.4	1.1	35.4	4.5	0.5
금융부채증가(감소)	8.7	(32.7)	35.4	4.5	0.5
자본증가(감소)	27.8	10.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	18.9	23.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	3.5	21.1	45.7	(10.1)	27.4
Unlevered CFO	22.8	22.8	(5.0)	67.8	92.1
Free Cash Flow	(32.2)	23.0	28.2	26.0	63.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자의견	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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	94.55%	5.45%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 05월 26일

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 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2021년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 중빙자료로 사용될 수 없습니다.