

다산네트웍스(039560)

미국 화웨이 제재의 최고 수혜주, 미국/일본에서 성장 기회 맞이할 듯

매수 유지, TP 15,000원으로 상향, 주가 한참 더 오른다

다산네트웍스에 대한 투자 의견을 매수로 유지한다. 1) 트럼프 화웨이 제재로 인한 미국/일본/국내에서의 실질적 손해가 예상되고, 2) 미국 DZS 및 유럽 키마일 실적 개선으로 2분기 이후 뚜렷한 실적 호전 양상이 기대되며, 3) 2019년 4분기부터 5G IoT를 대비한 초저지연스위치 매출이 본격화될 전망이고, 4) 2~3위권 사업자 대비 상대적 Valuation상 매력도가 높기 때문이다. 12개월 목표주가는 향후 4Q Forward EPS에 Target PER 17배를 적용하여 15,000원으로 25% 상향 조정한다.

사실상 트럼프 화웨이 제재의 최대 수혜주

최근 미국 트럼프 화웨이 제재 영향에 대한 투자자들의 관심이 높다. 그런데 사실상 전세계적으로 다산네트웍스만큼 큰 수혜를 받는 업체도 드물 것으로 보인다. 무선업체들과는 달리 중국 화웨이랑 모든 부문에서 경쟁 관계에 있으며 미국뿐만 아니라 주력인 일본, 심지어 국내 시장에서도 큰 수혜가 예상되기 때문이다. 얼마 전까지만 해도 통신사를 제외한 일반 법인(엔터프라이즈 시장)에서는 심지어 미국조차도 화웨이 장비를 구매할 바 있고 국내의 경우 유선부문에서 화웨이 지배력이 적지 않았다는 점에서 그렇다. 현 상황으로 보면 미국/일본에선 통신사는 물론이고 일반 법인에서도 화웨이 장비 사용이 쉽지 않은 상황이며 국내의 경우에도 통신사/금융권/관공서를 중심으로 화웨이 네트워크장비 M/S가 급격히 떨어질 것이 자명한 상황이다. 특히 일본 통신 4개사로부터의 스위치/PON 장비 수주 경쟁에서 유리한 고지 확보가 예상된다. 당초 미국 DZS의 올해 영업이익 전망치를 150억원으로 예상했지만 의외로 200억원 이상의 영업이익 달성도 가능해 보이며, 일회성비용 제거 시 2019년 연간 다산네트웍스 연결 영업이익은 300억원에 육박할 것이라 판단이다.

2~3위 업체 대비 밸류에이션상 매력도 특히 높다는 판단

최근 한/미/중/일을 중심으로 5G 투자가 본격화되는 양상이다. 이에 따라 미국/일본/국내 시장에서 큰 강점을 가지고 있는 다산네트웍스의 큰 수혜가 예상되는데 유비쿼스/HFR 등 2~3위권 사업자와의 시가총액차이가 크지 않아 특히 Valuation상 매력도가 높다는 판단이다. 국내 통신 3사와 모두 거래하고 있고 미국/일본 매출 비중이 높다는 점을 감안 시 후발업체 대비 Multiple 할증은 당연하다는 판단이며 큰 폭의 시가총액 격차 발생이 예상된다.

Update

BUY

| TP(12M): 15,000원(상향) | CP(6월 10일): 11,250원

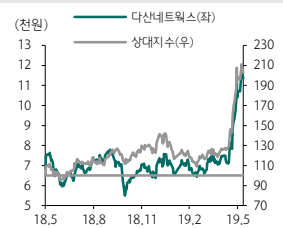
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	721.14
52주 최고/최저(원)	11,650/5,400
시가총액(십억원)	341.3
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	30,855.6
60일 평균 거래량(천주)	1,000.9
60일 평균 거래대금(십억원)	8.9
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	9.04
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 4인	26.42
신영자산운용	5.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	59.8 68.7 49.2
상대	60.1 56.8 81.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	464.4	523.9
영업이익(십억원)	22.3	30.5
순이익(십억원)	24.6	28.7
EPS(원)	781	897
BPS(원)	5,122	6,046

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	306.8	356.9	449.9	508.5	550.7
영업이익	십억원	(0.1)	10.2	23.2	34.3	39.8
세전이익	십억원	(5.0)	(24.0)	27.7	33.4	39.1
순이익	십억원	(1.6)	(26.1)	24.8	28.4	33.3
EPS	원	(71)	(913)	825	942	1,104
증감률	%	적지	적지	흑전	14.2	17.2
PER	배	N/A	N/A	13.64	11.95	10.19
PBR	배	1.18	1.40	2.01	1.72	1.47
EV/EBITDA	배	30.40	17.38	14.60	9.72	8.03
ROE	%	(1.30)	(20.04)	17.46	16.84	16.69
BPS	원	5,759	4,929	5,595	6,536	7,641
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	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	69.2	94.1	87.3	106.5	100.1	109.8	112.1	127.9
영업이익	0.0	3.7	4.6	1.8	1.3	5.0	6.3	10.6
(영업이익률)	0.1	4.0	5.3	1.7	1.3	4.6	5.6	8.3
세전이익	(2.0)	(6.6)	3.4	(18.9)	6.5	4.8	6.1	10.3
순이익	(1.8)	(6.9)	2.5	(19.9)	6.7	4.1	5.2	8.8
(순이익률)	(2.6)	(7.3)	2.9	(18.7)	6.7	3.7	4.6	6.9

주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분

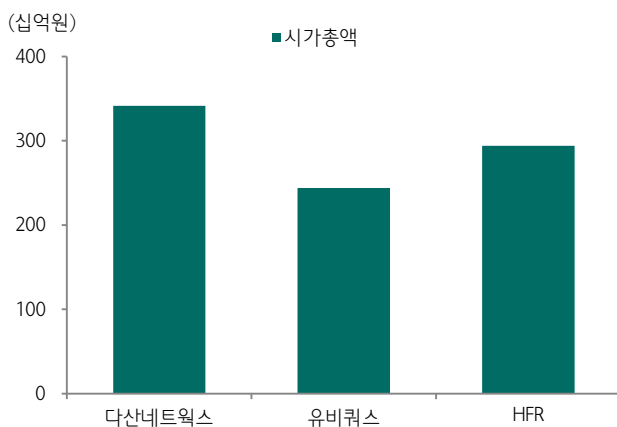
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 미국 트럼프의 중국 화웨이 제재가 다산네트웍스에게 메가톤급 호재인 이유

- 1 미국 엔터프라이즈 시장에서도 화웨이 철수 불가피
- 2 일본 통신 4개사에서 화웨이 수주 가능성 낮음
- 3 국내 유선장비 시장에서 화웨이 M/S 급감 예상

자료: 하나금융투자

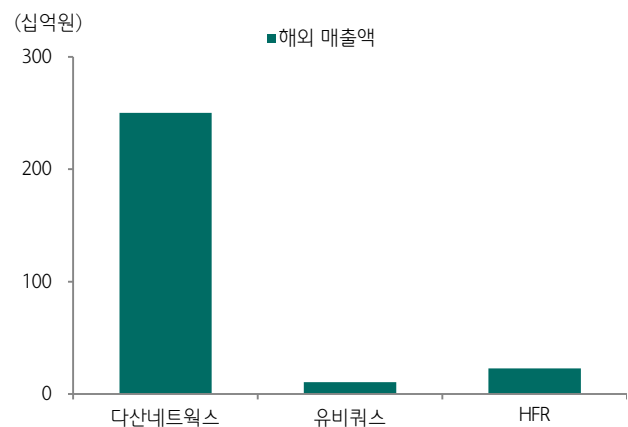
그림 2. 다산네트웍스와 2~3위 업체간 시가총액 비교



주: 2019년 6월 10일 기준

자료: Wisen, 하나금융투자

그림 3. 다산네트웍스와 2~3위 업체간 연간 해외 매출액 비교



주: 2018년 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	306.8	356.9	449.9	508.5	550.7
매출원가	202.2	236.0	296.2	334.5	362.2
매출총이익	104.6	120.9	153.7	174.0	188.5
판매비	104.7	110.7	130.4	139.7	148.7
영업이익	(0.1)	10.2	23.2	34.3	39.8
금융손익	4.7	(8.2)	(1.4)	(0.9)	(0.2)
중속/관계기업손익	(2.3)	(8.8)	0.6	0.5	0.0
기타영업외손익	(7.4)	(17.3)	5.3	(0.5)	(0.5)
세전이익	(5.0)	(24.0)	27.7	33.4	39.1
법인세	(1.3)	1.2	3.5	5.0	5.9
계속사업이익	(3.7)	(25.3)	24.2	28.4	33.2
중단사업이익	1.2	0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2.5)	(24.8)	24.2	28.4	33.2
비지배주주지분 손이익	(0.9)	1.3	(0.6)	(0.0)	(0.1)
지배주주순이익	(1.6)	(26.1)	24.8	28.4	33.3
지배주주지분포괄이익	(3.4)	(25.6)	24.1	28.3	33.1
NOPAT	(0.1)	10.7	20.3	29.2	33.8
EBITDA	7.6	15.4	27.9	38.4	43.3
성장성(%)					
매출액증가율	62.4	16.3	26.1	13.0	8.3
NOPAT증가율	적지	흑전	89.7	43.8	15.8
EBITDA증가율	흑전	102.6	81.2	37.6	12.8
영업이익증가율	적지	흑전	127.5	47.8	16.0
영업이익(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	14.5	17.3
EPS증가율	적지	적지	흑전	14.2	17.2
수익성(%)					
매출총이익률	34.1	33.9	34.2	34.2	34.2
EBITDA이익률	2.5	4.3	6.2	7.6	7.9
영업이익률	(0.0)	2.9	5.2	6.7	7.2
계속사업이익률	(1.2)	(7.1)	5.4	5.6	6.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(71)	(913)	825	942	1,104
BPS	5,759	4,929	5,595	6,536	7,641
CFPS	612	817	1,115	1,257	1,406
EBITDAPS	345	540	929	1,272	1,436
SPS	13,935	12,502	14,959	16,863	18,263
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	13.6	11.9	10.2
PBR	1.2	1.4	2.0	1.7	1.5
PCR	11.1	8.4	10.1	8.9	8.0
EV/EBITDA	30.4	17.4	14.6	9.7	8.0
PSR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	(1.3)	(20.0)	17.5	16.8	16.7
ROA	(0.4)	(7.3)	6.4	6.9	7.8
ROIC	(0.0)	7.9	13.1	18.0	21.2
부채비율	111.4	118.5	110.9	89.1	73.8
순부채비율	18.3	17.3	15.3	(2.7)	(12.1)
이자보상배율(배)	(0.0)	3.2	6.2	10.3	13.8

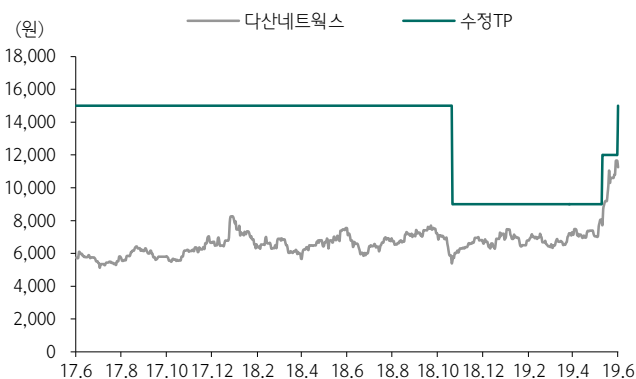
주 : CB 회식 기준

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	205.5	248.2	290.3	301.0	324.8
금융자산	72.5	66.5	81.1	86.6	92.9
현금성자산	30.4	41.2	50.6	52.2	55.7
매출채권 등	93.4	114.0	136.8	138.2	149.5
재고자산	34.3	46.4	46.8	47.3	51.2
기타유동자산	5.3	21.3	25.6	28.9	31.2
비유동자산	140.1	117.8	114.1	115.2	115.4
투자자산	55.7	38.7	39.7	44.8	48.5
금융자산	14.0	3.1	3.7	4.2	4.5
유형자산	42.9	43.6	40.6	37.9	35.5
무형자산	11.6	9.2	7.5	6.2	5.1
기타비유동자산	29.9	26.3	26.3	26.3	26.3
자산총계	345.6	366.0	404.4	416.2	440.1
유동부채	159.5	172.4	185.3	167.7	157.8
금융부채	92.9	75.8	90.7	61.0	42.4
매입채무 등	55.6	78.4	73.1	82.6	89.3
기타유동부채	11.0	18.2	21.5	24.1	26.1
비유동부채	22.6	26.1	27.4	28.4	29.1
금융부채	9.4	19.8	19.8	19.8	19.8
기타비유동부채	13.2	6.3	7.6	8.6	9.3
부채총계	182.1	198.5	212.7	196.1	186.9
지배주주지분	130.5	129.6	154.4	182.8	216.2
자본금	13.9	15.8	15.8	15.8	15.8
자본잉여금	175.3	196.2	196.2	196.2	196.2
자본조정	(34.3)	(32.6)	(32.6)	(32.6)	(32.6)
기타포괄이익누계액	(1.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	(23.5)	(49.4)	(24.6)	3.8	37.1
비지배주주지분	33.0	37.9	37.3	37.3	37.2
자본총계	163.5	167.5	191.7	220.1	253.4
순금융부채	29.8	29.1	29.4	(5.9)	(30.7)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9.0	(4.5)	0.7	40.4	28.6
당기순이익	(2.5)	(24.8)	24.2	28.4	33.2
조정	12.5	47.3	4.7	4.0	3.6
감가상각비	7.7	5.2	4.7	4.1	3.5
외환거래손익	2.8	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.3	9.1	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	34.5	0.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(1.0)	(27.0)	(28.2)	8.0	(8.2)
투자활동 현금흐름	(36.8)	(0.2)	(6.1)	(9.1)	(6.5)
투자자산감소(증가)	(2.6)	25.8	(1.0)	(5.2)	(3.7)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(30.6)	(24.3)	(5.1)	(3.9)	(2.8)
재무활동 현금흐름	19.5	10.4	14.9	(29.7)	(18.5)
금융부채증가(감소)	(38.8)	(6.7)	14.9	(29.7)	(18.5)
자본증가(감소)	22.7	22.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	35.6	(5.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(9.3)	10.8	9.5	1.6	3.6
Unlevered CFO	13.5	23.3	33.5	37.9	42.4
Free Cash Flow	5.3	(6.3)	0.7	40.4	28.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.11	BUY	15,000		
19.5.21	BUY	12,000	-15.81%	-2.92%
18.10.31	BUY	9,000	-24.19%	-10.56%
17.6.26	BUY	15,000	-56.94%	-44.93%

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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 9일

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 06월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 06월 11일 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.