

다산네트웍스(039560)

주주 배려 없는 경영진, 실적 좋아져도 주가 오를 일 없다.

투자의견 중립으로 하향 조정, 소액주주 피해 불가피

다산네트웍스에 대한 투자의견을 매수에서 중립으로 하향하고, 목표가 역시 1만원으로 하향 조정한다. 무분별한 BW/CB 발행으로 인해 기존 소액주주들의 피해가 불가피할 것으로 판단되기 때문이다. 물론 다산네트웍스의 실적 전망은 여전히 낙관적이다. 미국 DZS 및 유럽 카마일 실적 개선으로 올해 뚜렷한 실적 호전 양상이 기대되며, 2020년부터 5G IoT를 대비한 초저지연스위치 매출이 본격화될 전망이다. 트럼프 화웨이 제재로 인한 미국/일본/국내에서의 실질적 손해가 예상된다는 점도 긍정적이다. 하지만 이러한 실적 호전에도 불구하고 다산네트웍스 주가 전망은 부정적으로 바뀌고 있다. 회사 경영진이 본인들의 지분율을 유지한 채 CB/BW를 발행하는 행태를 지속하고 있어 이익 성장에도 불구하고 EPS 성장 폭은 제한적일 것이기 때문이다.

대주주 지분 유지한 채 소액주주 무시하는 편당 행태 지속

다산네트웍스 시가 총액은 최근 2년 동안 2.5배 증가하였다. 하지만 주가 상승률은 80%로 이에 훨씬 못 미친다. CB/BW/EB 발행으로 주주수가 크게 증가하였기 때문이다. 문제는 자금 사정이 나아지고 있음에도 불구하고 아직까지도 CB/BW 발행을 지속하고 있다는 점이다. 기존 소액주주 입장에서 이해하기 어려운 행보이다. 더구나 대주주(다산인베스트+남민우 회장) 지분율은 현재 25.4%로 2년 전 30%대비 크게 하락하지 않은 상태를 유지하고 있다. Buy Back을 통해서 지분을 확보한 데 따른 것이다. 다산네트웍스 경영진이 현재와 같은 자금 조달 스탠스를 지속한다면 기존 투자자들은 얻을 것이 없다. 당분간 보수적인 투자 자세를 견지할 필요가 있겠다.

영업이익 증가에도 소액주주 뒤흔 제자리, 주가 상승 제한적

앞서 언급한 것처럼 다산네트웍스의 영업 전망은 밝다. 특히 국내, 미국, 일본에서의 의미 있는 실적 반등이 예상된다. 하지만 현재와 같은 상황에서 영업실적 개선이 다산네트웍스의 주가 상승으로 이어지기 어렵다. 예상치 못했던 이번 BW 발행이 다시 한번 다산네트웍스 EPS 회식 우려를 증폭시킬 것으로 판단되기 때문이다. 상식적인 이야기이지만 아무리 실적이 좋아지고 5G 수혜 기대감이 높아진다고 해도 주주수가 끊임없이 늘어난다면 주가 상승 폭은 제한적일 수 밖에 없다. 자금조달 방법상의 변화가 없다면 다산네트웍스를 매수할 이유는 없다는 판단이다.

Update

Neutral(하향)

| TP(12M): 10,000원(하향) | CP(7월 16일): 9,390원

Key Data

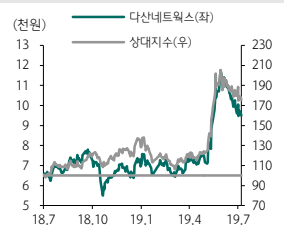
KOSDAQ 지수 (pt)	674.42
52주 최고/최저(원)	11,650/5,400
시가총액(십억원)	292.1
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	31,317.0
60일 평균 거래량(천주)	1,316.6
60일 평균 거래대금(십억원)	12.7
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.20
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 4인	25.44

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(16.9)	31.3	44.5
상대	(11.0)	35.0	76.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	464.4	523.9
영업이익(십억원)	22.3	30.5
순이익(십억원)	24.6	28.7
EPS(원)	775	883
BPS(원)	5,045	5,954

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)	796	845	926
증감률	%	적지	적지	폭전	6.2	9.6
PER	배	N/A	N/A	11.79	11.11	10.15
PBR	배	1.18	1.40	1.75	1.65	1.42
EV/EBITDA	배	30.40	17.38	12.91	8.85	7.36
ROE	%	(1.30)	(20.04)	17.01	16.11	16.08
BPS	원	5,759	4,929	5,373	5,691	6,616
DPS	원	0	0	0	0	0

주 : CB/BW/EB 회식 기준



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

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

표 1. 다산네트웍스의 분기별 수익 예상

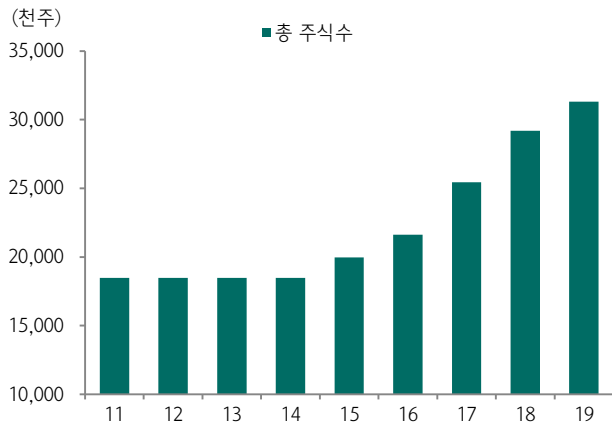
(단위: 십억원, %)

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

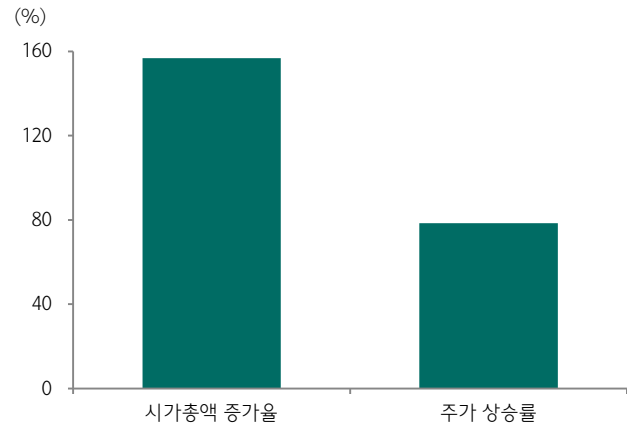
자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 1. 다산네트웍스 2011년 이후 연간 총 주식수 변화



자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

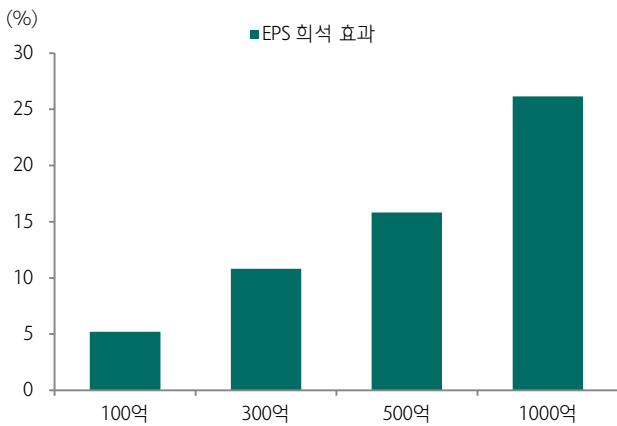
그림 2. 최근 2년간 다산네트웍스 주가 상승률 및 시가총액 증가율



주: 2017년 7월 17일, 2019년 7월 15일 주가 및 시가총액 기준

자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 3. 다산네트웍스 BW 발행 시 EPS 희석 효과

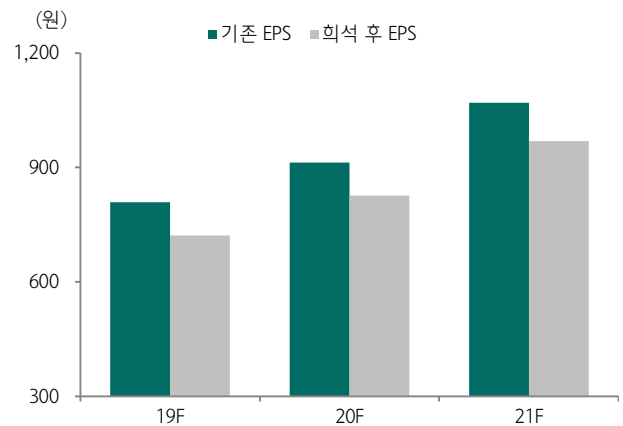


주1: 전환가액 주당 9,810원

주2: 2019년 EPS 기준

자료: 다산네트웍스, 하나금융투자

그림 4. BW 310억원 발행 시 연간 다산네트웍스 희석 후 EPS 추정



주: 전환가액 주당 9,810원

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	299.1	337.9	365.9
매출총이익	104.6	120.9	150.8	170.6	184.8
판매비	104.7	110.7	127.5	136.3	145.0
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)	28.4	37.8	44.2
NOPAT	(0.1)	10.7	20.3	29.2	33.8
EBITDA	7.6	15.4	31.2	41.2	45.8
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	102.6	32.1	11.2
영업이익증가율	적지	흑전	127.5	47.8	16.0
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	14.5	17.3
EPS증가율	적지	적지	흑전	6.2	9.6
수익성(%)					
매출총이익률	34.1	33.9	33.5	33.5	33.6
EBITDA이익률	2.5	4.3	6.9	8.1	8.3
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)	796	845	926
BPS	5,759	4,929	5,373	5,691	6,616
CFPS	612	817	1,512	1,352	1,366
EBITDAPS	345	540	1,003	1,227	1,274
SPS	13,935	12,502	14,447	15,131	15,307
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	11.8	11.1	10.1
PBR	1.2	1.4	1.7	1.7	1.4
PCR	11.1	8.4	6.2	6.9	6.9
EV/EBITDA	30.4	17.4	12.9	8.9	7.4
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	(1.3)	(20.0)	17.0	16.1	16.1
ROA	(0.4)	(7.3)	6.0	6.1	6.9
ROIC	(0.0)	7.9	11.6	14.5	17.2
부채비율	111.4	118.5	133.5	108.1	89.7
순부채비율	18.3	17.3	37.3	15.9	3.3
이자보상배율(배)	(0.0)	3.2	3.0	4.7	6.2

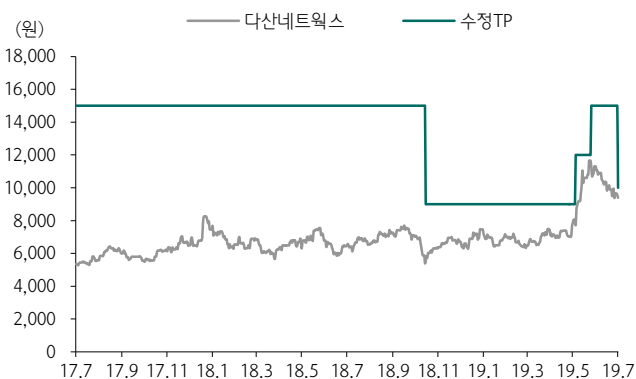
자료: 하나금융투자

주 : CB/BW/EB 회석 기준

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	205.5	248.2	298.3	308.6	330.3
금융자산	72.5	66.5	89.1	94.2	100.2
현금성자산	30.4	41.2	58.6	59.8	63.0
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	29.4
비유동자산	140.1	117.8	166.1	164.3	161.9
투자자산	55.7	38.7	54.0	59.1	62.8
금융자산	14.0	3.1	3.7	4.2	4.5
유형자산	42.9	43.6	44.9	41.4	38.1
무형자산	11.6	9.2	18.3	15.0	12.2
기타비유동자산	29.9	26.3	48.9	48.8	48.8
자산총계	345.6	366.0	464.4	472.9	494.0
유동부채	159.5	172.4	197.4	176.6	149.7
금융부채	92.9	75.8	102.8	69.9	48.5
매입채무 등	55.6	78.4	73.1	82.6	89.3
기타유동부채	11.0	18.2	21.5	24.1	11.9
비유동부채	22.6	26.1	68.1	69.1	56.8
금융부채	9.4	19.8	47.4	47.4	47.4
기타비유동부채	13.2	6.3	20.7	21.7	9.4
부채총계	182.1	198.5	265.5	245.6	233.5
지배주주지분	130.5	129.6	162.1	190.5	223.8
자본금	13.9	15.8	16.2	16.2	16.2
자본잉여금	175.3	196.2	204.3	204.3	204.3
자본조정	(34.3)	(32.6)	(32.6)	(32.6)	(32.6)
기타포괄이익누계액	(1.0)	(0.4)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	(23.5)	(49.4)	(24.6)	3.8	37.0
비지배주주지분	33.0	37.9	36.8	36.8	36.7
자본총계	163.5	167.5	198.9	227.3	260.5
순금융부채	29.8	29.1	74.2	36.1	8.7
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9.0	(4.5)	(5.6)	43.3	31.1
당기순이익	(2.5)	(24.8)	24.2	28.4	33.2
조정	12.5	47.3	14.8	6.9	6.1
감가상각비	7.7	5.2	8.0	6.9	6.0
외환거래손익	2.8	(1.5)	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	2.3	9.1	(0.2)	0.0	0.0
기타	(0.3)	34.5	7.3	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(1.0)	(27.0)	(44.6)	8.0	(8.2)
투자활동 현금흐름	(36.8)	(0.2)	(29.3)	(9.1)	(6.5)
투자자산감소(증가)	(2.6)	25.8	(15.2)	(5.2)	(3.7)
유형자산감소(증가)	(3.6)	(1.7)	(0.4)	0.0	0.0
기타	(30.6)	(24.3)	(13.7)	(3.9)	(2.8)
재무활동 현금흐름	19.5	10.4	47.3	(33.0)	(21.4)
금융부채증가(감소)	(38.8)	(6.7)	54.7	(33.0)	(21.4)
자본증가(감소)	22.7	22.8	8.5	0.0	0.0
기타재무활동	35.6	(5.7)	(15.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(9.3)	10.8	17.5	1.2	3.2
Unlevered CFO	13.5	23.3	47.1	45.4	49.2
Free Cash Flow	5.3	(6.3)	(5.9)	43.3	31.1

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

다산네트웍스



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.17	Neutral	10,000		
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%
17.8.8	BUY	15,000	-56.28%	-44.93%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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	90.0%	9.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 15일

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 07월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김홍식)는 2019년 07월 17일 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.