



다산네트웍스(039560.KQ)

스몰캡 박종선

Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

국내외 통신사 투자 확대와 독일업체 인수 효과 기대

NR

■ 2019년은 국내는 물론 해외 5G 투자 수혜 전망

1) 5G 서비스를 위한 장비 투자로 수혜 기대: 국내통신 3사는 물론 일본, 미국 통신사의 5G 상용화 본격화 되고 있음. 5G 기반 서비스 중에서 핵심기술인 초저지연성을 이용한 다양한 서비스가 등장할 것으로 예상하고 있는 가운데, 동사가 보유한 초저지연스위치의 수요가 늘어날 것으로 예상되어 긍정적임. 2019년에 상용화가 예상되는 5G 관련 매출로는 초저지연스위치 및 모바일백홀 장비 등의 수요가 있을 것으로 예상되며, 본격적인 실적 성장에 기여할 것으로 전망

2) 미국 자회사 DZSI 실적 확대는 물론 독일업체 인수 효과 기대: 미국 나스닥 상장사인 네트워크장비업체 다산존솔루션즈(DZSI, DASAN Zhone Solutions, Inc, 57.9% 지분보유)의 실적이 본격적으로 반영이 되면서 성장을 지속할 것으로 예상함. 특히 그 동안 부진했던 미국향 매출이 본격적으로 증가(2015년 미국 수출액 75억원 → 2016년 315억원 → 2017년 945억원)하고 있는 가운데, 올해는 전년대비 29.7% 증가한 매출액 1,225억원을 전망함. 또한 DZSI를 통해 독일 통신장비업체인 키마일(Keymile) 인수를 추진하고 있어 유럽 진출에 긍정적임. 키마일 인수를 통해 미국 통신시장은 물론 Anti-China 정서를 가진 유럽지역과 일본, 인도, 베트남 등의 글로벌 지역으로 사업영역을 확대하는 전략 추진은 긍정적임

■ 2018년 본격 실적 턴어라운드 시작, 2019년 본격적인 실적 성장 전망

2018년 연간 예상실적(연결기준)은 매출액 3,522억원, 영업이익 121억원으로 전년대비 매출액은 +14.7% 증가하며, 영업이익은 수익성 개선과 함께 큰 폭으로 성장할 것으로 예상함

■ 올해는 턴어라운드 본격화, 5G 상용서비스 바라보고 중장기적 투자로 매력

당사추정 예상실적(연결기준) 기준으로 2019년 PER은 16.2배 수준으로 5G 상용서비스가 본격화되는 내년 성장성을 보고 중장기적인 투자 매력을 보유

Financial Data (별도기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	188.9	307.1	352.2	406.2	473.1
영업이익(십억원)	-13.9	0.0	12.1	16.3	19.9
세전계속사업손익(십억원)	-42.1	-4.9	-0.4	9.8	13.3
당기순이익(십억원)	-41.2	-2.5	2.0	11.8	15.9
EPS(원)	-1,713	-72	14	408	552
EPS 증감률(%)	-	-	흑전	2,865.1	35.5
PER(배)	-	-	479.9	16.2	11.9
ROE(%)	-34.4	-2.1	1.4	7.5	9.4
PBR(배)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

자료: 유진투자증권

현재주가(11/23) 6,600원

Key Data

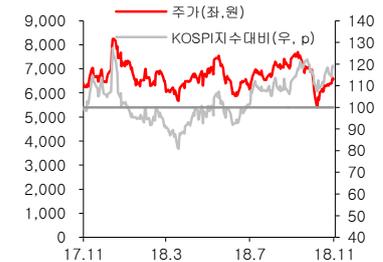
(기준일: 2018.11.23)

KOSPI(pt)	2,057
KOSDAQ(pt)	683
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	193
52주 최고/최저(원)	8,640 / 5,050
52주 일간 Beta	1.62
발행주식수(천주)	29,197
평균거래량(3M,천주)	278
평균거래대금(3M,백만원)	1,928
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	2.4
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 4인	27.5
신영자산운용 외 1인	5.8

Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	-1.0	-5.6	3.6
KOSPI대비상대수익률	4.7	12.6	15.8	17.9

Company vs KOSPI composite





실적 추이 및 전망

도표 130 연간 실적 전망

(십억원, %)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	128.4	140.5	207.5	144.1	133.9	142.7	164.0	180.6	188.9	307.1	352.2	406.2
매출액 증가율(%)	-31.4	9.4	47.7	-30.5	-7.1	6.5	14.9	10.1	4.6	62.6	14.7	15.3
사업별 매출												
네트워크사업				-32.6	-6.1	6.6	18.4	-0.9	36.7	53.6	23.4	16.0
특수열교환기사업				-21.6	-5.8	-23.3	-28.1	2.8	521.0	-9.7	-49.9	4.1
기타사업 +연결조정				-89.6	330.7	-199.3	3.4	933.1	-440.2	-15.3	16.9	15.9
매출비중(%)												
네트워크사업			93.5	90.7	91.6	91.7	94.4	85.0	111.1	104.9	112.9	113.6
자동차자동화솔루션		8.5	9.6	9.8	9.8	7.0	4.4	4.1	24.4	13.5	5.9	5.3
기타사업 +연결조정			-2.0	-0.3	-1.4	1.3	1.2	10.9	-35.5	-18.5	-18.8	-18.9
수익												
매출원가	98.3	94.7	129.8	96.4	81.4	94.4	115.0	134.6	130.9	202.2	236.8	274.2
매출총이익	30.1	45.8	77.6	47.7	52.5	48.3	49.0	46.0	58.1	104.9	115.4	132.0
판매관리비	28.9	35.6	50.3	46.6	46.5	42.6	46.6	50.1	72.0	104.9	103.3	115.7
영업이익	1.2	10.2	27.3	1.1	6.0	5.7	2.4	-4.1	-13.9	0.0	12.1	16.3
세전이익	6.1	10.4	28.8	-5.3	-11.5	4.2	-2.9	-7.4	-42.1	-4.9	-0.4	9.8
당기순이익	5.1	7.9	22.7	-3.4	-11.5	3.2	-2.7	-3.3	-41.2	-2.5	2.0	11.8
지배기업 당기순이익	0.0	0.0	23.0	-2.7	-9.9	1.4	-2.7	-5.1	-34.7	-1.6	0.4	11.4
이익률(%)												
매출원가율	76.6	67.4	62.6	66.9	60.8	66.1	70.1	74.5	69.3	65.8	67.2	67.5
매출총이익률	23.4	32.6	37.4	33.1	39.2	33.9	29.9	25.5	30.7	34.2	32.8	32.5
판매관리비율	22.5	25.4	24.2	32.3	34.7	29.8	28.4	27.7	38.1	34.1	29.3	28.5
(영업이익률)	0.9	7.3	13.2	0.8	4.5	4.0	1.4	-2.3	-7.4	0.0	3.4	4.0
(경상이익률)	4.7	7.4	13.9	-3.7	-8.6	3.0	-1.8	-4.1	-22.3	-1.6	-0.1	2.4
(당기순이익률)	4.0	5.6	10.9	-2.4	-8.6	2.3	-1.7	-1.8	-21.8	-0.8	0.6	2.9
(지배주주당기순이익률)	0.0	0.0	11.1	-1.8	-7.4	1.0	-1.7	-2.8	-18.4	-0.5	0.1	2.8

자료: 유진투자증권



도표 131 Peer Valuation 비교

	평균	케이엠더블유	대한광통신	이노인스트루먼트	이노와이어리스	서진시스템
2018-11-23(원)		23,450	4,855	4,720	20,550	30,450
시가총액(십억원)		377.6	358.0	95.7	123.4	275.6
PER(배)						
FY17A	36.9	-	24.6	46.3	-	39.9
FY18F	5.6	-	12.6	-	-	9.7
FY19F	7.6	10.7	10.4	-	7.7	9.1
PBR(배)						
FY17A	3.9	8.3	4.1	3.3	2.0	1.8
FY18F	2.4	6.4	1.8	-	1.9	1.8
FY19F	1.7	4.0	1.5	-	1.5	1.5
매출액(십억원)						
FY17A		203.7	139.7	68.5	60.7	237.9
FY18F		322.5	168.8	-	64.3	342.5
FY19F		43-	231.6	-	104.4	418.5
영업이익(십억원)						
FY17A		-3.0	15.0	7.8	0.6	17.8
FY18F		-	21.4	-	0.1	36.8
FY19F		44.9	37.8	-	19.3	48.0
영업이익률(%)						
FY17A	5.8	-1.5	10.8	11.4	1.0	7.5
FY18F	4.7	-	12.7	-	0.2	10.7
FY19F	11.3	10.4	16.3	-	18.5	11.5
순이익(십억원)						
FY17A		-8.7	13.2	4.2	-0.2	6.3
FY18F		-5.3	26.4	-	-	31.3
FY19F		36.4	34.5	-	16.0	36.0
EV/EBITDA(배)						
FY17A	38.0	68.4	19.9	24.1	68.1	9.3
FY18F	12.2	44.8	9.5	-	-	6.4
FY19F	3.7	8.0	5.7	-	-	4.6
ROE(%)						
FY17A	2.7	-17.9	16.9	8.1	-0.3	6.6
FY18F	6.3	-9.5	18.0	-	-	23.1
FY19F	21.0	46.1	16.1	-	21.6	21.2

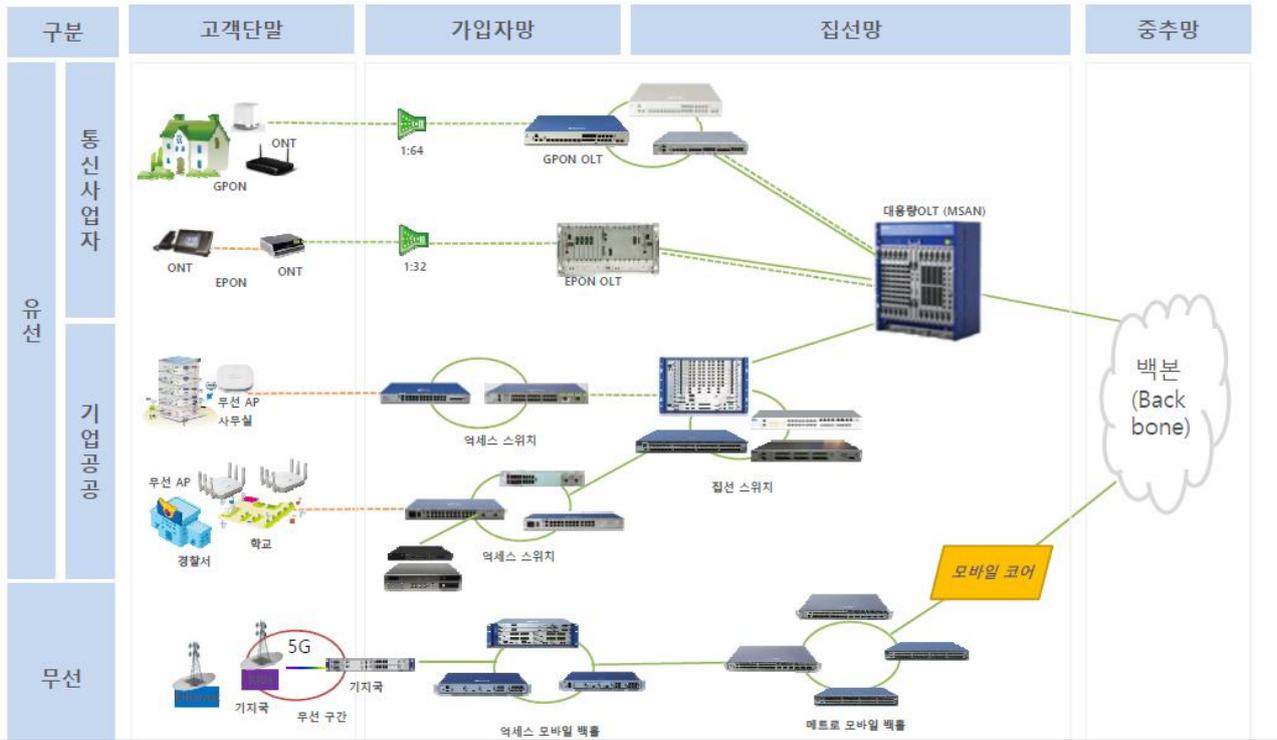
자료: Quantwise, 유진투자증권

주: 2018.11.23 종가기준, 컨센서스 기준



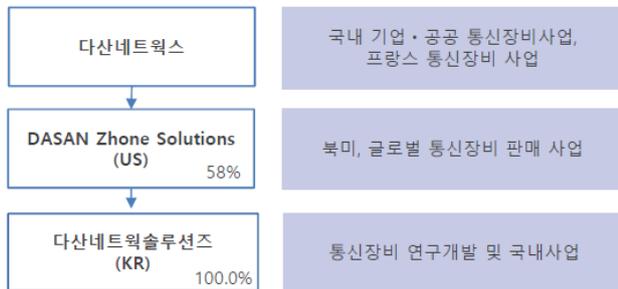
DZSI + 키마일 인수로 글로벌 시장 진출

도표 132 사업 영역: 가입자망 중심에서 좌우로 사업 확대



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 133 네트워크사업 부문 구조도



자료: IR Book, 유진투자증권

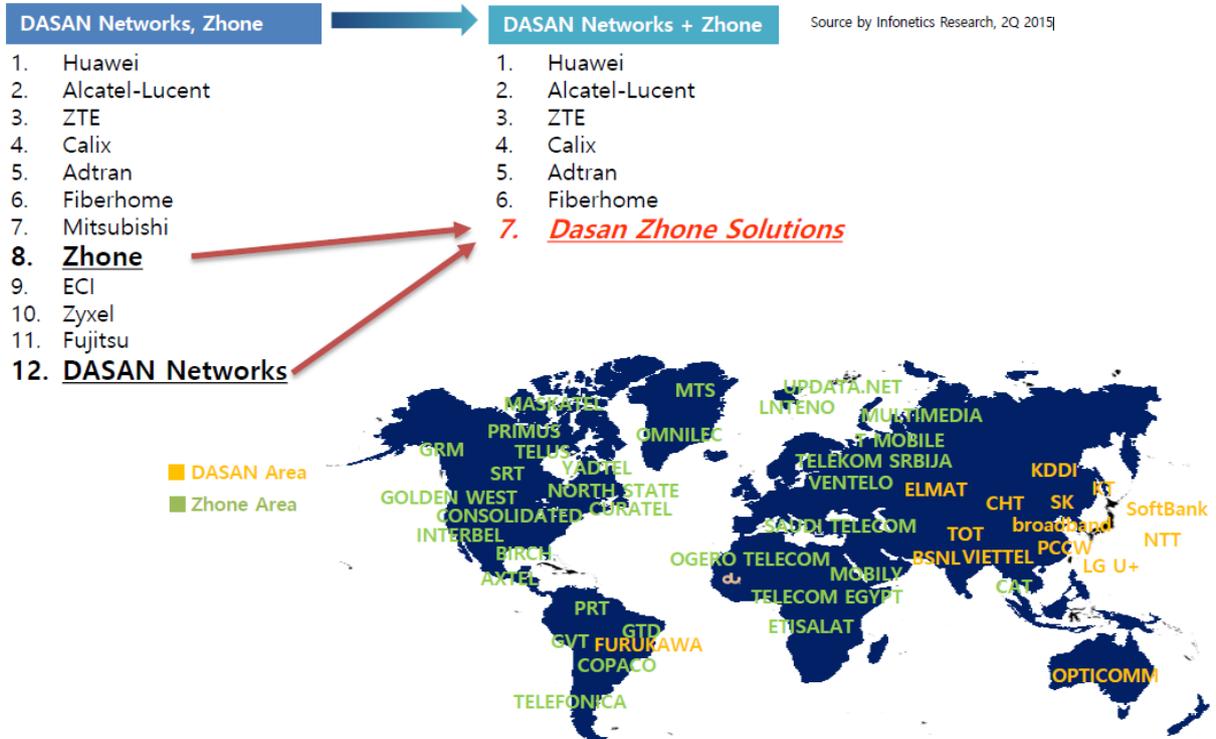
도표 134 다산네트웍스 글로벌센터



자료: IR Book, 유진투자증권

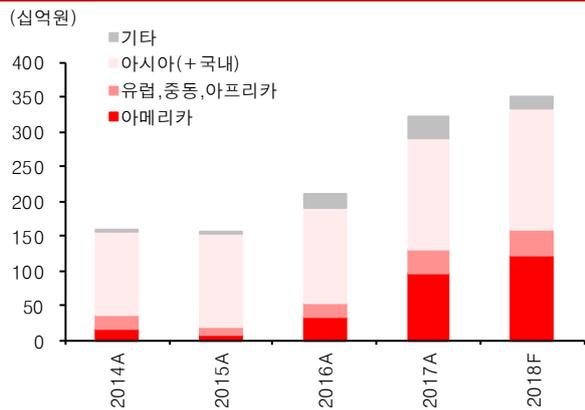


도표 135 Global FTTx Revenue By Vendor



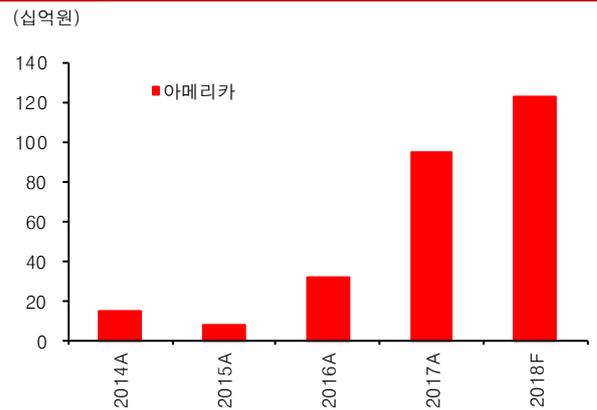
자료: IR Book, infonetics Research, 2Q 2015, 유진투자증권

도표 136 지역별 수출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 137 미국 Zhone 인수로 수출액 급증 전망



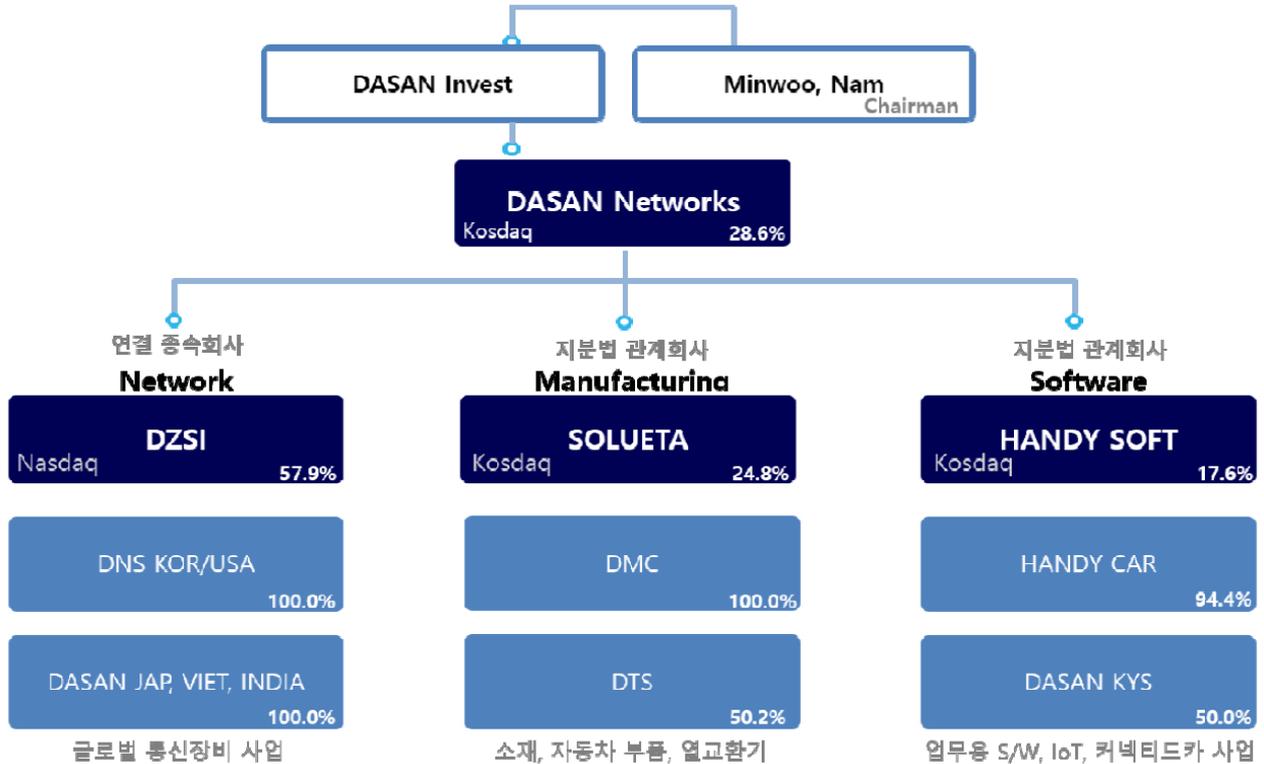
자료: 유진투자증권



국내 네트워크장비 강자, 해외 진출 활발

도표 138

사업 영역: 사업지주회사 역할



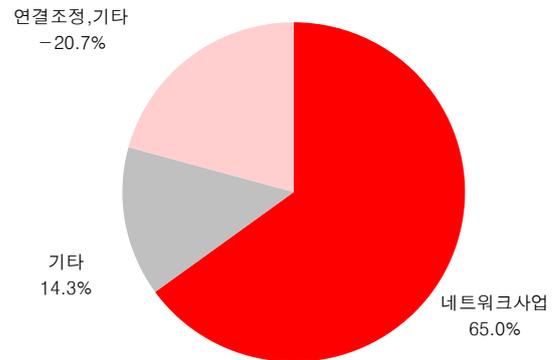
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 139 주요 연혁

연도	내용
1993	다산기연 설립
1999	사명변경(다산기연 → 다산인터넷네트)
2000	코스닥 상장
2002	사명변경(다산인터넷네트 → 다산네트웍스)
2004	SIEMENS 투자 유치
2008	최대주주변경(SIEMENS Networks → 다산인베스트)
2009	일본Mobile 사업자向 Mobile Backhaul Solution 공급
2011	핸디소프트 인수(다산에스엠씨 흡수합병)
2013	디티에스(舊, 동양티에스) 인수
2015	솔루에타 인수(최대주주)
2016	美 나스닥 상장기업 ZHONE 인수

자료: 유진투자증권

도표 140 매출 비중 (2017년 기준)



자료: 유진투자증권



도표 141 사업다각화를 위한 인수 활발, 2017년부터 미국 Zhone 인수 효과 반영

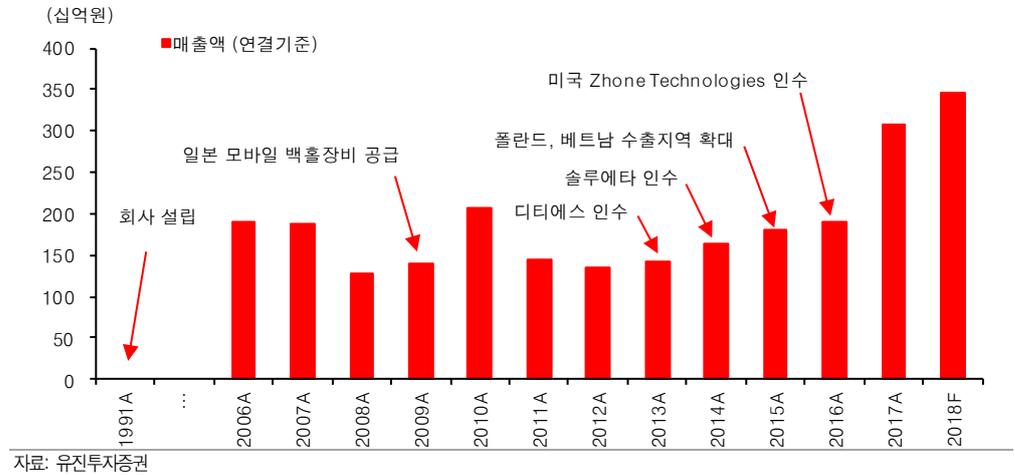


도표 142 2015년을 저점으로 매출액은 성장 지속



도표 143 네트워크사업 부문이 성장을 견인

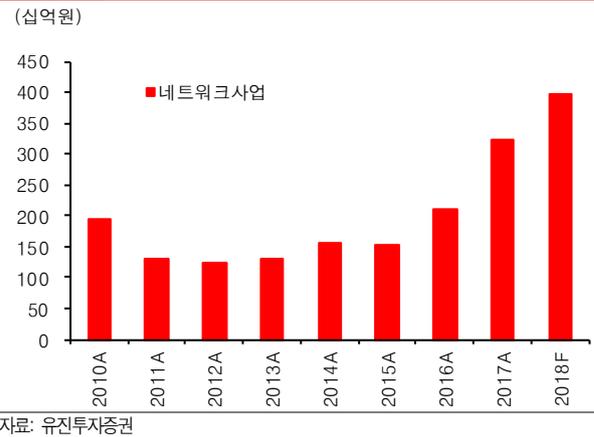


도표 144 2017년 영업이익의 흑자 전환

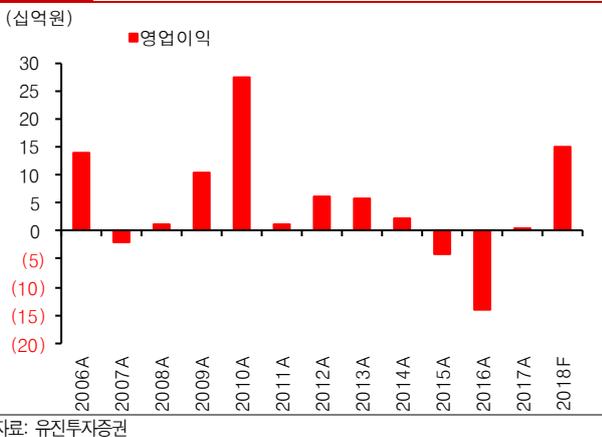
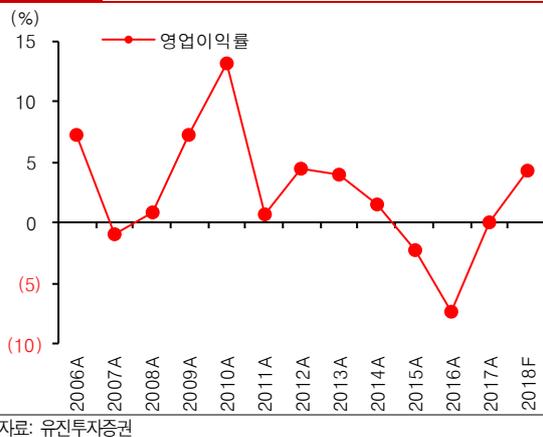


도표 145 매출액 성장과 함께 영업이익률 개선 전망





다산네트웍스(039560.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	371.3	345.6	411.3	431.9	458.9
유동자산	217.8	205.5	273.1	291.8	315.6
현금성자산	58.8	72.5	123.2	121.5	125.4
매출채권	103.6	92.3	96.3	110.0	121.2
재고자산	48.4	34.3	47.1	53.8	62.4
비유동자산	153.5	140.1	138.1	140.0	143.2
투자자산	74.9	85.6	81.7	85.0	88.4
유형자산	61.5	42.9	47.1	47.7	49.0
기타	17.2	11.6	9.4	7.4	5.8
부채총계	223.6	182.1	225.2	234.1	245.1
유동부채	164.5	159.5	185.0	193.0	203.2
매입채무	55.0	41.3	54.6	62.3	72.3
유동성이자부채	97.3	92.9	104.8	104.8	104.8
기타	12.2	25.3	25.6	25.9	26.1
비유동부채	59.1	22.6	40.2	41.1	41.9
비유동기타부채	43.8	9.4	20.1	20.1	20.1
기타	15.3	13.2	20.1	20.9	21.8
자본총계	147.7	163.5	186.0	197.8	213.7
지배지분	112.0	130.5	150.5	162.2	178.2
자본금	12.0	13.9	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	154.5	175.3	191.6	191.6	191.6
이익잉여금	(22.1)	(23.5)	(22.1)	(10.4)	5.6
기타	(32.5)	(35.3)	(34.4)	(34.4)	(34.4)
비지배지분	35.7	33.0	35.6	35.6	35.6
자본총계	147.7	163.5	186.0	197.8	213.7
총차입금	141.2	102.3	125.0	125.0	125.0
순차입금	82.4	29.8	1.8	3.5	(0.4)

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(15.6)	2.7	92.7	14.0	20.5
당기순이익	(41.2)	(2.5)	2.0	11.8	15.9
자산상각비	8.1	7.7	6.1	6.6	6.2
기타비현금성손익	13.5	(0.2)	13.0	8.1	8.1
운전자본증감	(8.0)	(7.2)	72.6	(12.4)	(9.7)
매출채권감소(증가)	2.2	6.7	49.6	(13.7)	(11.2)
재고자산감소(증가)	(8.0)	12.2	(10.8)	(6.7)	(8.6)
매입채무증가(감소)	(5.6)	(9.4)	19.7	7.7	10.0
기타	3.4	(16.7)	14.1	0.2	0.2
투자활동현금흐름	3.1	(36.8)	(34.9)	(17.2)	(18.2)
단기투자자산감소	(7.0)	(21.6)	(23.6)	(1.5)	(1.6)
장기투자증권감소	(2.3)	0.0	(5.8)	(9.0)	(9.0)
설비투자	(6.9)	(3.6)	(3.1)	(4.8)	(5.6)
유형자산처분	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.9)	0.7	(0.1)	(0.3)	(0.3)
재무활동현금흐름	26.6	25.8	(2.3)	0.0	0.0
차입금증가	26.6	18.4	(2.3)	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	15.2	(9.3)	55.6	(3.2)	2.3
기초현금	24.5	39.7	30.4	85.9	82.7
기말현금	39.7	30.4	85.9	82.7	85.0
Gross cash flow	(4.0)	13.5	21.1	26.4	30.2
Gross investment	(2.2)	22.4	(61.4)	28.1	26.3
Free cash flow	(1.8)	(8.9)	82.5	(1.7)	3.9

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	188.9	307.1	352.2	406.2	473.1
증가율(%)	4.6	62.6	14.7	15.3	16.5
매출원가	130.9	202.2	236.8	274.2	318.8
매출총이익	58.1	104.9	115.4	132.0	154.4
판매 일반관리비	72.0	104.9	103.3	115.7	134.5
기타영업손익	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	(13.9)	0.0	12.1	16.3	19.9
증가율(%)	적지	흑전	39,328.5	33.8	22.3
EBITDA	(5.8)	7.7	18.3	22.8	26.0
증가율(%)	적전	흑전	137.3	24.7	14.2
영업외손익	(28.2)	(5.0)	(12.6)	(6.4)	(6.6)
이자수익	0.8	1.0	0.8	0.1	0.1
이자비용	4.0	4.0	3.9	4.2	4.2
지분법손익	(15.0)	(0.9)	(6.4)	(7.3)	(7.3)
기타영업외손익	(10.0)	(1.0)	(3.1)	4.9	4.7
세전순이익	(42.1)	(4.9)	(0.4)	9.8	13.3
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	34.9
법인세비용	3.0	(1.3)	(2.4)	(1.9)	(2.7)
당기순이익	(41.2)	(2.5)	2.0	11.8	15.9
증가율(%)	적지	적지	흑전	493.9	35.5
지배주주지분	(34.7)	(1.6)	0.4	11.4	15.5
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,855.9	35.5
비지배지분	(6.5)	(0.9)	1.6	0.3	0.5
EPS	(1,713)	(72)	14	408	552
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,865.1	35.5
수정EPS	(1,713)	(72)	14	408	552
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,865.1	35.5

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,713)	(72)	14	408	552
BPS	5,177	5,256	5,370	5,790	6,359
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	479.9	16.2	11.9
PBR	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	-	30.0	12.2	9.8	8.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	-	11.0	8.8	7.0	6.1
수익성(%)					
영업이익률	(7.4)	0.0	3.4	4.0	4.2
EBITDA이익률	(3.1)	2.5	5.2	5.6	5.5
순이익률	(21.8)	(0.8)	0.6	2.9	3.4
ROE	(34.4)	(2.1)	1.4	7.5	9.4
ROIC	(5.7)	0.0	5.9	7.8	8.9
인정성(% 배)					
순차입금/자본	55.8	18.3	1.0	1.8	-
유동비율	132.4	128.8	147.6	151.2	155.3
이자보상배율	-	0.0	4.0	4.0	4.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.9	0.9	1.0	1.1
매출채권회전율	1.9	3.1	3.7	3.9	4.1
재고자산회전율	5.0	7.4	8.7	8.1	8.1
매입채무회전율	3.6	6.4	7.4	7.0	7.0