

다나와 (119860)

2019. 1. 8

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

고성장 유지! 낙폭과대로 가격메리트 부각

고성장이 유지되고 있다

동사의 본업(제휴쇼핑 & 광고 & 판매수수료) → 연결기준 매출비중은 45% 수준이지만 이익은 전부 이들 3개 사업에서 발생)에서 4Q18 최대 분기실적(합산 120억원, $\pm 20.4\%$ yoy, $\pm 3.0\%$ qoq)이 기대되며 고성장이 유지되고 있다. 중요한 점은 1) 판매수수료 부문의 성장둔화(CPU가격 상승에 따른 요인, 3Q18에 일시적으로 나타남)에 대한 우려감을 낮추며, 이번 4분기에 다시 1~2Q 수준의 실적으로 회복될 것이고, 2) 4Q17 이후 성장성이 둔화될 것이라는 우려와는 달리 1Q~4Q18 분기별로 모두 본업에서 고성장이 유지되고 있다.

향후에도 이익 고성장이 가능한 사업구조

동사의 매출액(별도기준)은 과거 10년간 역성장이 한번도 없었으며(과거 10년 Sales CAGR $+15.0\%$), 향후에도 온라인쇼핑 증가추세의 영향으로 성장흐름이 유지될 가능성이 높다. 참고로 동사의 본업(제휴 & 광고 & 판매수수료) Sales는 2015년 258억원($+6.4\%$ yoy) → 2016년 292억원($+13.1\%$ yoy) → 2017년 378억원($+29.7\%$ yoy) → 2018년E 475억원($+25.4\%$ yoy) → 2019년E 556억원($+17.1\%$ yoy) 수준이다.

중요한 점은 동사의 사업(가격비교) 특성상 변동비 비중이 낮기 때문(원재료 없음, 고정비 효과 높음, 인건비가 주요 변수인데, 인력변화가 거의 없음, 인건비+외주용역비 비중 46%)에 과거 5년 CAGR Sales(별도) $+16.2\%$ → OP(연결) $+28.9\%$ 수준으로 영업이익 증가 폭이 크다. 이에 1) 과거 역성장 경험 없이 향후에도 안정적인 성장이 유지될 것으로 기대되며, 2) 외형대비 영업이익 증가 폭이 더 큰 사업구조를 고려하면 향후에도 고성장이 가능한 기업이라고 판단된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 20,000원

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 20,000원으로 하향한다. 이는 목표주가 괴리도 확대에 따른 단순 조정으로 펀더멘털의 변화는 없다. 오히려 가격메리트 부각에 따른 매수관점으로 해석하는 것을 권고한다. Target P/E 12.9배는 EPS growth 19.1% (2017년~2020년 CAGR)을 고려할 경우 전혀 무리가 없다는 판단이다. 참고로 DCF Valuation을 적용(WACC 10%, Sustainable growth 0%, 10% discount)하였다.

Buy(maintain)

목표주가 20,000 원

현재주가 14,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(1/7)	672.84 pt
시가총액	1,935 억원
발행주식수	13,075 천주
52 주 최고가 / 최저가	12,750/23,000 원
90 일 일평균거래대금	11 억원
외국인 지분율	11.3%
배당수익률(18.12E)	1.7%
BPS(18.12E)	6,936 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -8.5%
	6 개월 12.3%
	12 개월 -2.9%
주주구성	성장현외 4 인 52.1%
	타이거투자자문 5.0%
	자사주 1.3%

Stock Price

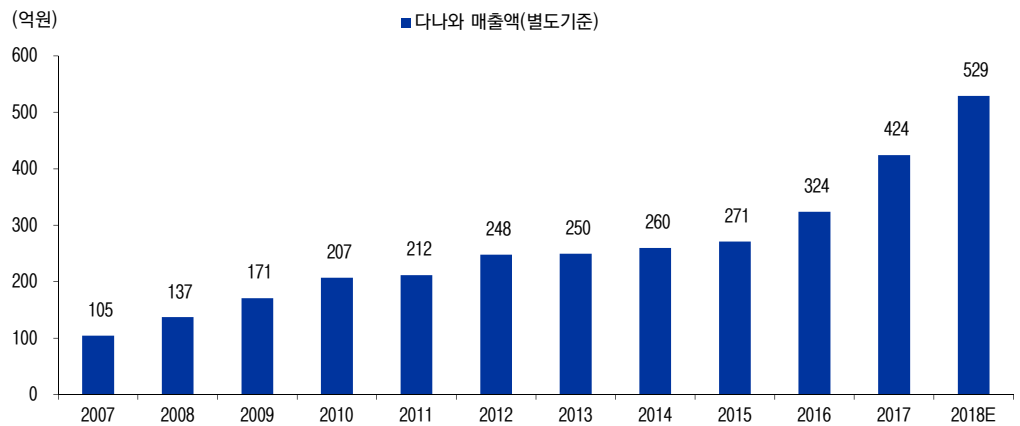


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	64.4	8.5	10.2	8.9	693	47.3	9.1	10.1	5.4	1.4	14.6
2017	107.6	15.2	15.5	13.5	1,047	51.2	15.9	13.0	8.1	2.3	19.0
2018E	106.4	19.5	20.4	16.8	1,303	24.4	20.8	11.4	6.7	2.1	20.1
2019E	115.5	23.3	24.3	20.1	1,556	19.4	24.7	9.5	5.1	1.8	20.3
2020E	125.1	26.6	27.6	22.8	1,769	13.7	28.1	8.4	4.0	1.5	19.5

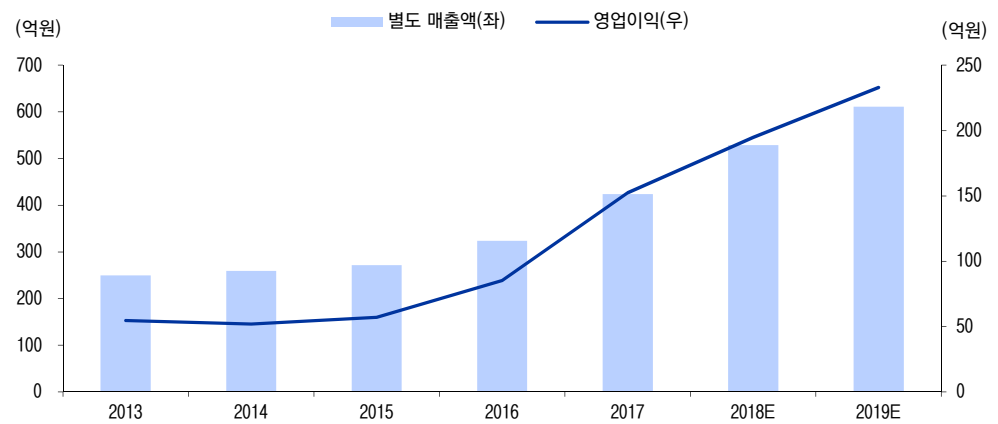
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림14 별도기준 매출액 추이: 과거 10년간 역성장 없음 (Sales CAGR +15.0%)



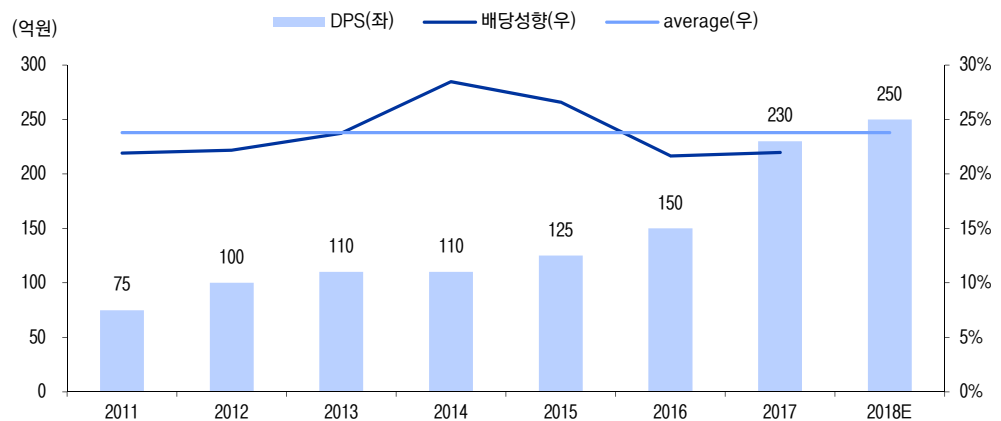
자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림15 별도 매출액 & 영업이익 추이: 매출액 증분 대비 이익 증가 폭이 더 높음



자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림16 DPS & 배당성향 추이: 매년 20% 이상 Pay-out ratio 유지



자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표14 연간실적 전망: 매출액은 별도기준 비교가 적합

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액(연결)	455	644	1,076	1,064	1,155	1,251	1,347
YoY	29.2%	41.6%	67.1%	-1.1%	8.5%	8.3%	7.7%
매출액(별도)	271	324	424	529	611	688	765
YoY	4.6%	19.4%	30.9%	24.7%	15.6%	12.6%	11.2%
제휴쇼핑	78	97	133	159	186	213	240
광고사업	110	105	123	151	171	191	212
판매수수료	69	90	123	165	199	228	257
정보이용료 등	35	32	46	54	56	56	56
제품 등	162	320	652	535	543	562	582
YoY							
제휴쇼핑	6.6%	24.2%	36.8%	19.5%	17.2%	14.7%	12.5%
광고사업	-2.5%	-4.9%	17.0%	22.6%	13.4%	12.1%	10.9%
판매수수료	24.0%	29.2%	36.9%	34.6%	20.4%	14.3%	12.9%
정보이용료 등	12.2%	-7.6%	41.5%	19.2%	2.6%	0.8%	0.2%
제품 등	106.7%	97.6%	103.7%	-17.9%	1.5%	3.5%	3.5%
% of sales							
제휴쇼핑	17.2%	15.1%	12.3%	14.9%	16.1%	17.1%	17.8%
광고사업	24.3%	16.3%	11.4%	14.1%	14.8%	15.3%	15.7%
판매수수료	15.3%	13.9%	11.4%	15.5%	17.2%	18.2%	19.1%
정보이용료 등	7.7%	5.0%	4.2%	5.1%	4.8%	4.5%	4.2%
제품 등	35.6%	49.7%	60.6%	50.3%	47.1%	45.0%	43.2%
영업이익	57	85	152	195	233	266	300
% of sales	12.6%	13.3%	14.2%	18.3%	20.2%	21.2%	22.3%
% YoY	10.2%	49.4%	78.6%	27.8%	19.6%	14.0%	13.0%

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표15 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경 전		변경 후		증감	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액(연결)	1,010	1,155	1,064	1,155	5.3%	0.0%
매출액(별도)	525	611	529	611	0.7%	0.0%
영업이익	195	233	195	233	0.0%	0.0%
순이익	168	201	168	201	0.0%	0.0%

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표16 4Q18 Preview

(단위: 억원)	4Q18	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	기존추정치	오차
매출액(연결)	344	340	1.3%	276	24.7%	290	18.6%
매출액(별도)	130	114	13.7%	128	1.2%	126	2.8%
영업이익	46	44	5.6%	46	0.7%	46	0.1%
순이익	41	31	33.1%	41	0.3%	41	0.1%
OPM	13.4%	12.9%		16.6%		15.9%	
NPM	11.9%	9.1%		14.8%		14.1%	

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

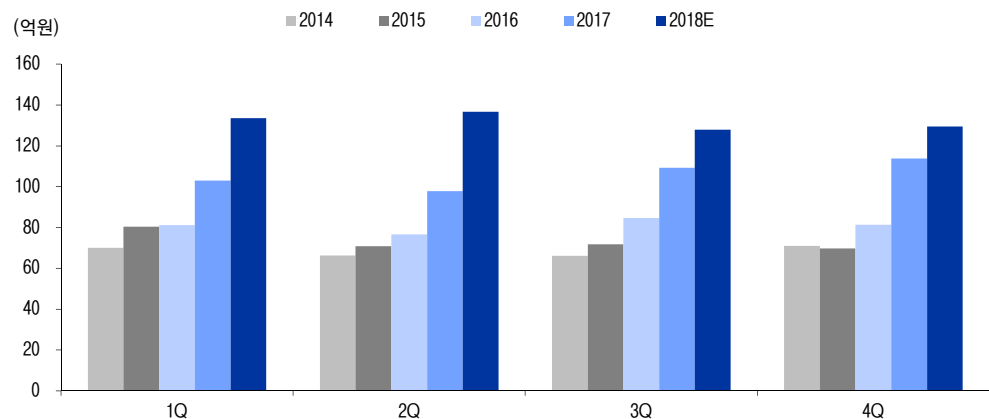
표17 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액(연결)	217	227	276	344	240	248	302	365
YoY	-28.6%	32.1%	6.0%	1.3%	10.8%	9.0%	9.2%	6.2%
매출액(별도)	134	137	128	130	150	157	154	151
YoY	29.6%	39.9%	17.0%	13.7%	12.2%	14.7%	20.3%	16.4%
제휴쇼핑	39	40	40	41	45	47	47	48
광고사업	37	38	39	37	42	43	44	42
판매수수료	42	43	38	42	47	50	51	51
정보이용료 등	16	16	13	10	16	17	13	10
제품 등	83	91	147	215	90	91	148	215
YoY								
제휴쇼핑	19.3%	22.5%	16.4%	19.7%	15.5%	17.6%	18.7%	17.1%
광고사업	12.1%	32.4%	25.0%	22.0%	14.0%	13.0%	13.1%	13.5%
판매수수료	45.6%	57.7%	21.3%	19.7%	11.0%	17.8%	32.1%	21.9%
정보이용료 등	81.1%	70.8%	-41.6%	68.7%	3.0%	3.6%	2.1%	0.7%
제품 등	-58.5%	22.0%	3.2%	-8.5%	8.5%	0.3%	0.3%	0.0%
% of sales								
제휴쇼핑	18.0%	17.4%	14.3%	11.8%	18.7%	18.8%	15.6%	13.0%
광고사업	16.8%	16.9%	14.0%	10.8%	17.3%	17.5%	14.5%	11.5%
판매수수료	19.6%	18.7%	13.9%	12.2%	19.6%	20.2%	16.8%	14.0%
정보이용료 등	7.2%	7.2%	4.6%	2.8%	6.7%	6.8%	4.3%	2.7%
제품 등	38.4%	39.8%	53.3%	62.4%	37.6%	36.7%	48.9%	58.7%
영업이익	54	49	46	46	57	62	60	55
% of sales	25.0%	21.4%	16.6%	13.4%	23.6%	24.8%	19.9%	14.9%
% YoY	25.0%	77.8%	20.5%	5.6%	4.9%	26.7%	30.9%	18.0%

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림17 분기 매출액(별도기준) YoY 비교



자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

투자의견 매수, 목표주가 20,000원

다나와에 대해 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 25,000원에서 20,000원으로 하향한다. 이는 최근 주가 급락으로 인한 목표주가와 단순 괴리도 조정으로서, 펀더멘털의 변화는 전혀 없다. 오히려 가격메리트 부각으로 인한 저가매수 관점으로 해석할 것을 권고한다. 목표주가는 DCF Valuation을 적용[WACC 10.0%, Risk free rate 2.0%, Risk Premium 8.0%, β 1.0, Sustainable growth 0%, 보수적 가정]하여 산출한 값에 10% discount를 적용하였다. Target P/E 12.9배는 EPS growth 19.1%(2017년~2020년 CAGR)을 고려할 경우 전혀 무리가 없다는 판단이다.

표18 DCF Valuation

(단위: 억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	152	195	233	266	300	326	
EBIT에 대한 법인세	27	34	41	46	53	57	
NOPLAT	126	161	192	219	248	269	
감가상각비	7	10	14	19	22	23	
총현금유입	132	171	206	239	269	292	
운전자본증감	19	0	4	4	4	4	
유무형자산투자	22	93	31	33	35	38	
총투자	41	93	34	37	39	41	
Free Cash Flow	91	78	172	202	230	250	250
PVIF (Present Value Interest Factor)		100%	91%	83%	75%	68%	62%
추정FCF의 현재가치		78	156	167	173	171	
계속가치 (2023년 이후)							2,514
Continuing Value Calculation							
FCF증가율 (2023 -normalized FCF)	0.0%						
계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	10.0%						
추정FCF 현재가치	746						
계속가치 현재가치	1,564						
Operating Value of FCFF	2,310						
Appraised company value							
비영업활동 투자자산	101						
순차입금	-494						
Net	596						
추정자기자본가치	2,906						
발행주식수 (천주)	13,075						
자기주식수 (천주)	175						
추정주당가치 (원)	22,527						
적정주당가치 (원)	20,274						
현재주당가격 (원)	14,900						
Potential (%)	36.1%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

다나와 (119860)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	52.9	67.0	71.6	85.6	102.4
현금 및 현금성자산	4.9	17.4	20.2	31.8	46.2
매출채권 및 기타채권	7.5	10.8	11.4	12.3	13.4
재고자산	1.5	3.6	3.8	4.1	4.5
기타유동자산	39.0	35.3	36.3	37.3	38.4
비유동자산	20.2	25.9	34.7	37.2	39.8
관계기업투자등	3.0	7.8	8.0	8.3	8.5
유형자산	1.4	5.8	13.8	15.4	17.2
무형자산	2.9	2.5	2.6	2.7	2.8
자산총계	73.1	92.8	106.3	122.7	142.2
유동부채	7.3	14.8	14.9	15.0	15.1
매입채무 및 기타채무	3.4	10.2	10.3	10.4	10.5
단기금융부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	3.7	4.4	4.4	4.4	4.4
비유동부채	0.6	1.2	0.7	0.2	0.2
장기금융부채	0.0	1.0	0.5	0.0	0.0
기타비유동부채	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	7.9	16.0	15.6	15.2	15.3
지배주주지분	65.2	76.8	90.7	107.5	126.9
자본금	3.3	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	19.5	16.2	16.2	16.2	16.2
이익잉여금	44.3	56.0	69.8	86.7	106.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65.2	76.9	90.7	107.6	126.9

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	8.7	17.1	16.4	19.3	22.5
당기순이익(손실)	8.9	13.5	16.8	20.1	22.8
비현금수익비용가감	1.5	5.5	0.3	0.4	1.0
유형자산감가상각비	0.3	0.5	1.0	1.1	1.2
무형자산상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	-1.0	0.2	-1.0	-1.0	-0.5
영업활동 자산부채변동	-2.3	-0.9	-0.7	-1.2	-1.3
매출채권 감소(증가)	0.0	-1.9	-0.6	-1.0	-1.0
재고자산 감소(증가)	-1.1	0.7	-0.2	-0.3	-0.3
매입채무 증가(감소)	0.7	2.0	0.1	0.1	0.1
기타자산, 부채변동	-1.9	-1.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-5.2	-0.5	-10.6	-4.4	-4.7
유형자산처분(취득)	-0.1	-2.0	-9.0	-2.8	-3.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	0.6	2.9	-1.2	-1.3	-1.3
기타투자활동	-5.5	-1.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-1.9	-4.1	-3.0	-3.2	-3.5
차입금의 증가(감소)	-0.3	-1.9	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.6	-1.9	-3.0	-3.2	-3.5
배당금의 지급	1.6	1.9	3.0	3.2	3.5
기타재무활동	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.6	12.5	2.8	11.6	14.4
기초현금	3.3	4.9	17.4	20.2	31.8
기말현금	4.9	17.4	20.2	31.8	46.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	64.4	107.6	106.4	115.5	125.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	64.4	107.6	106.4	115.5	125.1
판매비 및 관리비	55.9	92.4	86.9	92.2	98.5
영업이익	8.5	15.2	19.5	23.3	26.6
(EBITDA)	9.1	15.9	20.8	24.7	28.1
금융손익	0.7	1.0	0.9	0.9	1.0
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
관계기업등 투자손익	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.7	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	10.2	15.5	20.4	24.3	27.6
계속사업법인세비용	1.3	2.0	3.6	4.2	4.8
계속사업이익	8.9	13.5	16.8	20.1	22.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.9	13.5	16.8	20.1	22.8
지배주주	8.9	13.5	16.8	20.1	22.8
총포괄이익	8.9	13.5	16.8	20.1	22.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	13.3	14.2	18.3	20.2	21.2
EBITDA 마진률 (%)	14.1	14.8	19.5	21.4	22.4
당기순이익률 (%)	13.9	12.6	15.8	17.4	18.2
ROA (%)	13.0	16.3	16.9	17.5	17.2
ROE (%)	14.6	19.0	20.1	20.3	19.5
ROIC (%)	42.6	66.6	65.9	62.7	64.1

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	13.0	11.4	9.6	8.4
P/B	1.4	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.4	8.1	6.8	5.2	4.0
P/CF	8.8	9.3	11.4	9.5	8.2
배당수익률 (%)	2.1	1.7	1.7	1.8	1.9
성장성 (%)					
매출액	41.6	67.1	-1.1	8.5	8.3
영업이익	49.4	78.6	27.8	19.6	14.0
세전이익	55.2	52.3	31.6	18.9	13.7
당기순이익	47.6	51.2	24.4	19.4	13.7
EPS	47.3	51.2	24.4	19.4	13.7
안정성 (%)					
부채비율	12.2	20.8	17.2	14.1	12.0
유동비율	724.8	452.8	480.8	570.5	677.7
순차입금/자기자본(x)	-64.4	-64.3	-59.2	-62.2	-64.9
영업이익/금융비용(x)	1,436.8	188.6	261.1	429.3	699.4
총차입금 (십억원)	0.2	1.2	0.7	0.2	0.2
순차입금 (십억원)	-42.0	-49.4	-53.7	-66.9	-82.3
주당지표 (원)					
EPS	693	1,047	1,303	1,556	1,769
BPS	4,984	5,877	6,936	8,225	9,704
CFPS	797	1,456	1,308	1,564	1,819
DPS	150	230	250	270	290