Eugene Research
기업분석
2018.06.11

Network Equipment

다산네트웍스(039560.KQ)





미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
미드스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

NR

현재주가(06/08)	7,540원

Key Data	(기준일: 2018.06.08)
KOSPI(pt)	2,452
KOSDAQ(pt)	878
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	213
52주 최고/최저(원)	8,640 / 5,120
52주 일간 Beta	1.06
발행주식수(천주)	28,194
평균거래량(3M,천주)	317
평균거래대금(3M,백만원)	2,138
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	2.3
주요주주 지분율(%)	
다산인베스트 외 5인	28.5
신영자산운용 외 1인	7.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.5	11.5	13.4	31.4
KOSPI 대비상대수익률	9.3	8.7	-4.7	0.2

미국회사 인수효과 본격화와 5G 투자 확대 수혜 기대

- **2018년 본격 실적 턴어라운드 시작, 본격적인 실적 성장 전망**

당사추정 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 882억원, 영업이익 41억원으로 전분기대비 각각 +27.6%, +13,165.9% 증가하며 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망함

2018년 연간 예상실적(연결기준)은 매출액 3,465억원, 영업이익 148억원으로 전년대비 매출액은 +12.8% 증가하며, 영업이익은 수익성 개선과 함께 큰 폭으로 성장할 것으로 예상함

지난 1분기 실적(매출액 692억원, 영업이익 BEP 달성)에서 일시적인 R&D인센티브 20억원을 감안하면 이미 수익성 개선이 일어난 것으로 파악되며 이러한 실적개선은 2분기부터 본격화될 것으로 예상함

- **투자포인트: 미국회사 DZSI 인수 효과 본격화 + 국내외 5G 투자 확대 수혜**

1) 미국 자회사 DZSI 실적 본격 반영 및 시장 확대 전망: 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. 이유는 ① 통신사업자 및 방송사업자의 스트리밍서비스 지속, 넷플릭스와 유튜브 컨텐츠 수요 증가와 함께, ② 미국의 망중립성 폐지 이후 통신 및 방송사업자의 통신망 고도화 사업이 확대되고 있기 때문으로 추정함. DZSI를 통해 미국 통신시장은 물론 Anti-China 정서를 가진 일본, 인도, 베트남 등의 글로벌 지역으로 사업영역을 확대하는 전략 추진은 긍정적임

2) 5G 서비스 확대는 동사에 또 다른 성장 기회: 국내통신 3사는 물론 일본, 미국 통신사의 5G 상용화 내년부터 본격화 예상. 5G 기반 서비스 중에서 핵심기술인 초저지연성을 이용한 다양한 서비스가 등장할 것으로 예상하고 있는 가운데, 동사가 보유한 초저지연스위치의 수요가 늘어날 것으로 예상되어 긍정적임. 2019년에 조기 상용화가 예상되는 5G 관련 매출로는 초저지연스위치 및 모바일백홀 장비 등의 수요가 있을 것으로 예상되며, 본격적인 실적 성장에 기여할 것으로 전망함

- **올해는 턴어라운드 본격화, 5G 상용서비스 바라보고 중장기적 투자로 매력**

당사추정 예상실적(연결기준) 기준으로 2018년 및 2019년 PER은 각각 19.7배, 12.1배 수준으로 5G 상용서비스가 본격화되는 내년 성장성을 보고 중장기적인 투자 매력을 보유

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q18F			시장 전망치	3Q18F			2017	2018F		2019F	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	88.2	27.6	-12.3	82.1	90.3	2.3	-5.3	307.1	346.5	12.8	406.2	17.2
영업이익	4.1	13,165.9	413.4	3.9	4.6	11.0	831.2	0.0	14.8	48,080.0	21.7	46.2
세전이익	4.0	흑전	흑전	3.6	4.5	11.0	87.9	-4.9	12.5	흑전	20.5	63.7
순이익	4.1	흑전	흑전	0.0	4.5	9.3	90.0	-2.5	12.9	흑전	20.3	57.2
OP Margin	4.7	4.6	3.9	4.8	5.1	0.4	4.6	0.0	4.3	4.3	5.3	1.1
NP Margin	4.7	7.2	9.9	0.0	5.0	0.3	2.5	-0.8	3.7	4.5	5.0	1.3
EPS(원)	482	흑전	흑전	427	555	15.1	65.9	-72	383	흑전	622	62.5
BPS(원)	5,258	2.9	10.7	6,271	5,419	3.1	12.4	5,256	5,634	7.2	6,357	12.8
ROE(%)	9.2	14.3	22.1	6.8	10.2	1.1	3.3	-2.1	8.9	11.0	12.1	3.1
PER(X)	15.6	-	-	17.7	13.6	-	-	na	19.7	-	12.1	-
PBR(X)	1.4	-	-	1.2	1.4	-	-	1.3	1.3	-	1.2	-

자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

실적 전망

도표 1 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**	**346.5**	**406.2**
매출액 증가율(%)	*-31.4*	*9.4*	*47.7*	*-30.5*	*-7.1*	*6.5*	*14.9*	*10.1*	*4.6*	*62.6*	*12.8*	*17.2*
사업별 매출												
네트워크사업			193.9	130.6	122.7	130.8	154.9	153.5	209.8	322.2	397.7	461.3
기타(경영서비스,임대)			17.7	13.9	13.1	10.0	7.2	7.4	46.1	41.6	20.8	21.7
연결조정(기타사업)			-4.1	-0.4	-1.9	1.8	1.9	19.7	-67.0	-56.7	-72.0	-76.8
매출비중(%)												
네트워크사업			93.5	90.7	91.6	91.7	94.4	85.0	111.1	104.9	114.8	113.6
기타(경영서비스,임대)			8.5	9.6	9.8	7.0	4.4	4.1	24.4	13.5	6.0	5.3
연결조정(기타사업)			-2.0	-0.3	-1.4	1.3	1.2	10.9	-35.5	-18.5	-20.8	-18.9
수익												
매출원가	98.3	94.7	129.8	96.4	81.4	94.4	115.0	134.6	130.9	202.2	216.5	253.7
매출총이익	30.1	45.8	77.6	47.7	52.5	48.3	49.0	46.0	58.1	104.9	130.0	152.5
판매관리비	28.9	35.6	50.3	46.6	46.5	42.6	46.6	50.1	72.0	104.9	115.1	130.8
영업이익	**1.2**	**10.2**	**27.3**	**1.1**	**6.0**	**5.7**	**2.4**	**-4.1**	**-13.9**	**0.0**	**14.8**	**21.7**
세전이익	**6.1**	**10.4**	**28.8**	**-5.3**	**-11.5**	**4.2**	**-2.9**	**-7.4**	**-42.1**	**-4.9**	**12.5**	**20.5**
당기순이익	**5.1**	**7.9**	**22.7**	**-3.4**	**-11.5**	**3.2**	**-2.7**	**-3.3**	**-41.2**	**-2.5**	**12.9**	**20.3**
지배기업 당기순이익	**0.0**	**0.0**	**23.0**	**-2.7**	**-9.9**	**1.4**	**-2.7**	**-5.1**	**-34.7**	**-1.6**	**10.5**	**17.4**
이익률(%)												
매출원가율	76.6	67.4	62.6	66.9	60.8	66.1	70.1	74.5	69.3	65.8	62.5	62.5
매출총이익률	23.4	32.6	37.4	33.1	39.2	33.9	29.9	25.5	30.7	34.2	37.5	37.5
판매관리비율	22.5	25.4	24.2	32.3	34.7	29.8	28.4	27.7	38.1	34.1	33.2	32.2
(영업이익률)	0.9	7.3	13.2	0.8	4.5	4.0	1.4	-2.3	-7.4	0.0	4.3	5.3
(경상이익률)	4.7	7.4	13.9	-3.7	-8.6	3.0	-1.8	-4.1	-22.3	-1.6	3.6	5.1
(당기순이익률)	4.0	5.6	10.9	-2.4	-8.6	2.3	-1.7	-1.8	-21.8	-0.8	3.7	5.0
(지배주주당기순이익률)	-	-	11.1	-1.8	-7.4	1.0	-1.7	-2.8	-18.4	-0.5	3.0	4.3

자료: 유진투자증권

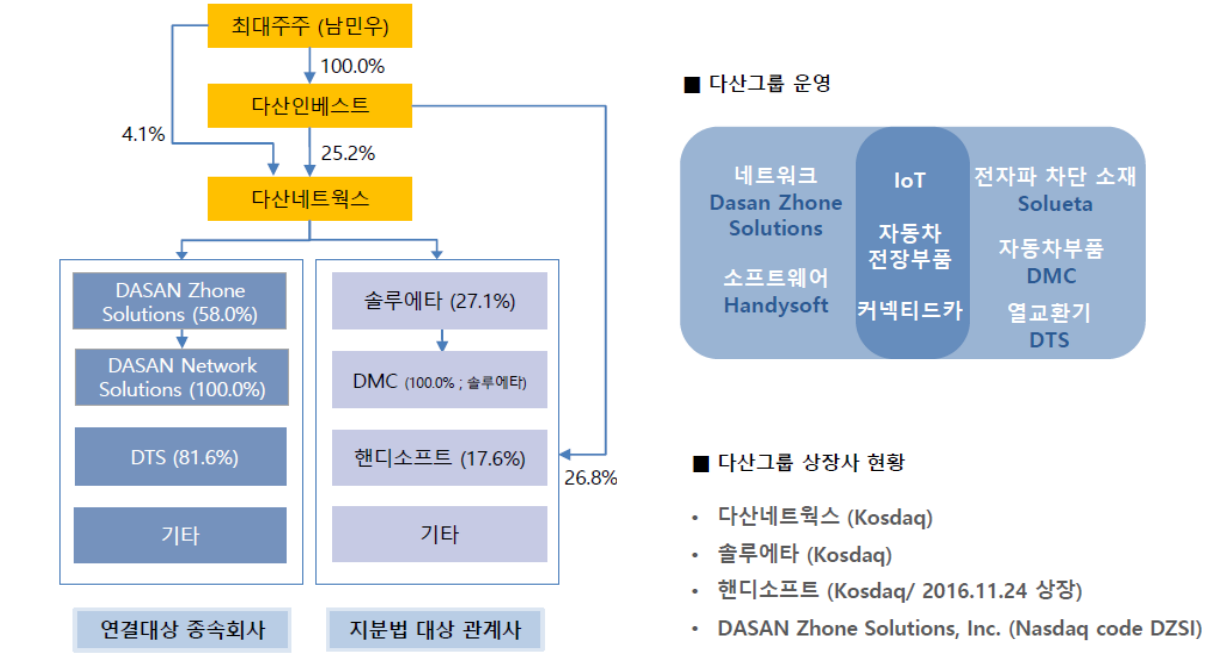
도표 2 Peer Valuation 비교

		평균	케이엠더블유	대한광통신	이노인스트루먼트	이노와이어리스	서진시스템
2018-06-08(원)			28,950	7,340	10,250	20,300	33,300
시가총액(십억원)			466.1	438.5	207.9	121.9	212.7
PER(배)							
	FY16A	6.5	30.6	-5.6	-	-5.6	-
	FY17A	-	-48.7	24.6	46.3	-626.5	37.9
	FY18F	**16.9**	**28.3**	**15.3**	**12.0**	**20.0**	**9.0**
	FY19F	12.5	19.3	13.0	10.6	-	7.3
PBR(배)							
	FY16A	1.1	2.3	1.2	-	0.8	0.0
	FY17A	3.8	7.8	4.1	3.3	2.0	1.8
	FY18F	4.2	6.8	4.2	-	-	1.7
	FY19F	3.2	5.1	3.2	-	-	1.3
매출액(십억원)							
	FY16A	126.8	210.5	116.5	88.4	52.7	165.9
	FY17A	142.1	203.7	139.7	68.5	60.7	238.0
	FY18F	193.2	302.8	178.1	98.1	68.0	319.0
	FY19F	271.2	371.0	219.2	121.6	-	373.0
영업이익(십억원)							
	FY16A	5.8	-14.5	-1.5	24.5	-3.7	24.4
	FY17A	7.6	-3.1	15.0	7.8	0.6	17.9
	FY18F	23.2	23.6	34.8	18.7	6.8	32.2
	FY19F	35.0	32.9	43.1	23.5	-	40.4
영업이익률(%)							
	FY16A	5.4	-6.9	-1.3	27.8	-7.1	14.7
	FY17A	5.8	-1.5	10.8	11.4	1.0	7.5
	FY18F	13.3	7.8	19.6	19.1	10.0	10.1
	FY19F	14.7	8.9	19.7	19.3	-	10.8
순이익(십억원)							
	FY16A	4.4	3.7	-12.6	21.0	-9.8	19.6
	FY17A	3.0	-8.7	13.2	4.2	-0.2	6.3
	FY18F	20.0	16.5	33.2	-	6.1	24.2
	FY19F	31.5	24.2	39.4	-	-	31.1
EV/EBITDA(배)							
	FY16A	-	18.1	-18.1	-	-16.5	-
	FY17A	36.6	59.3	19.9	24.1	68.1	11.7
	FY18F	11.4	16.0	12.7	-	-	5.6
	FY19F	8.9	12.6	9.8	-	-	4.3
ROE(%)							
	FY16A	15.3	7.1	-18.9	64.8	-13.6	37.0
	FY17A	2.6	-17.9	16.9	8.1	-0.3	6.5
	FY18F	25.6	27.7	29.4	-	-	19.8
	FY19F	25.9	30.3	26.4	-	-	20.9

자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2018.06.08 종가기준, 컨센서스 기준

국내 네트워크장비 강자, 해외 진출 활발

도표 3 사업 영역: 사업지주회사 역할



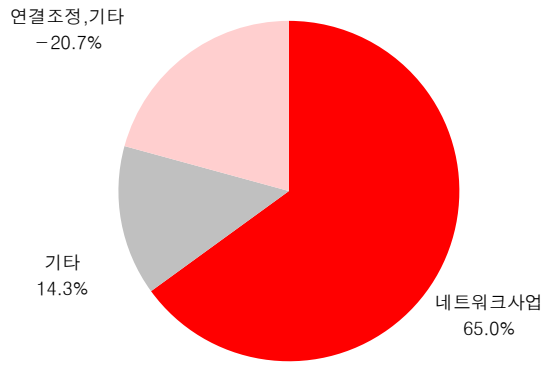
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 4 주요 연혁

연도	내용
1993	다산기연 설립
1999	사명변경(다산기연→ 다산인터네트)
2000	코스닥 상장
2002	사명변경(다산인터네트→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

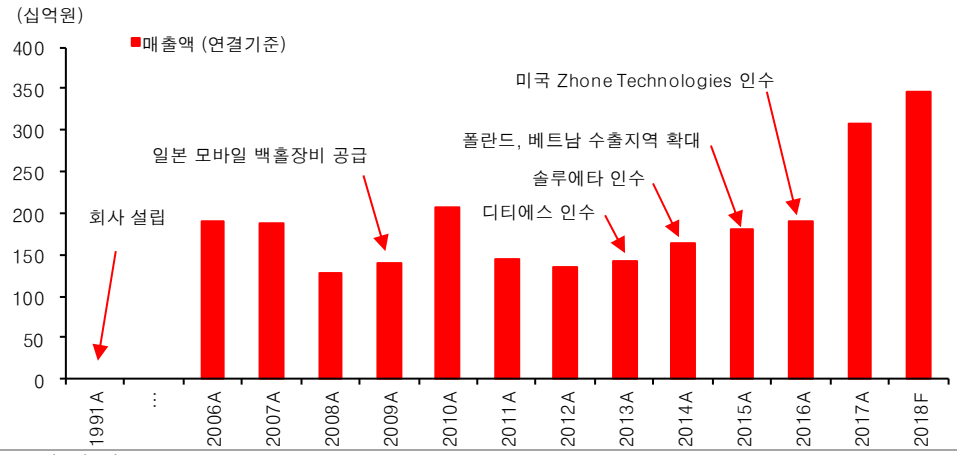
자료: 유진투자증권

도표 5 매출 비중 (2017년 기준)



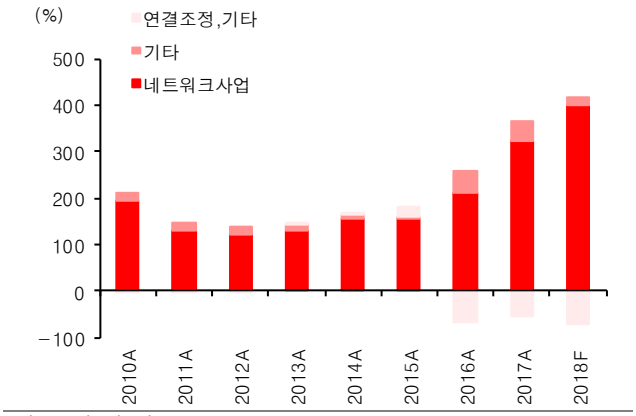
자료: 유진투자증권

도표 6 사업다각화를 위한 인수 활발, 2017년부터 미국 Zhone 인수 효과 반영



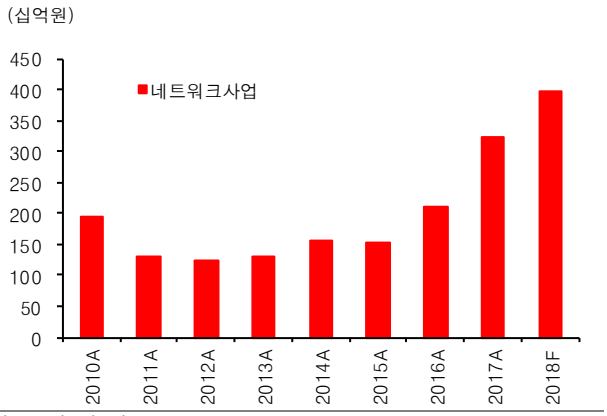
자료: 유진투자증권

도표 7 2015년을 저점으로 매출액은 성장 지속



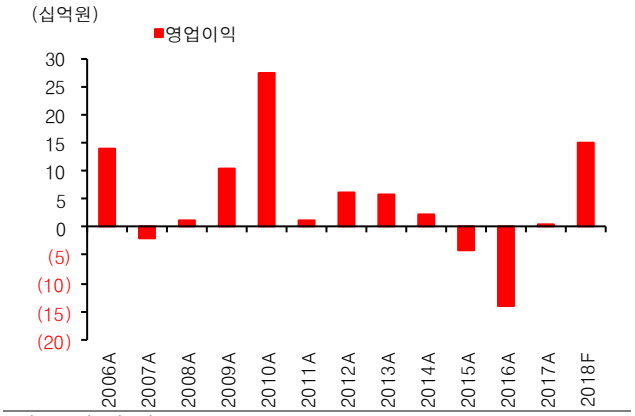
자료: 유진투자증권

도표 8 네트워크사업 부문이 성장을 견인



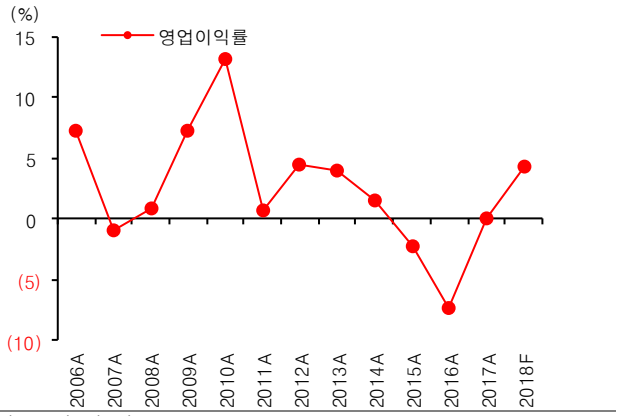
자료: 유진투자증권

도표 9 2017년 영업이익 흑자 전환



자료: 유진투자증권

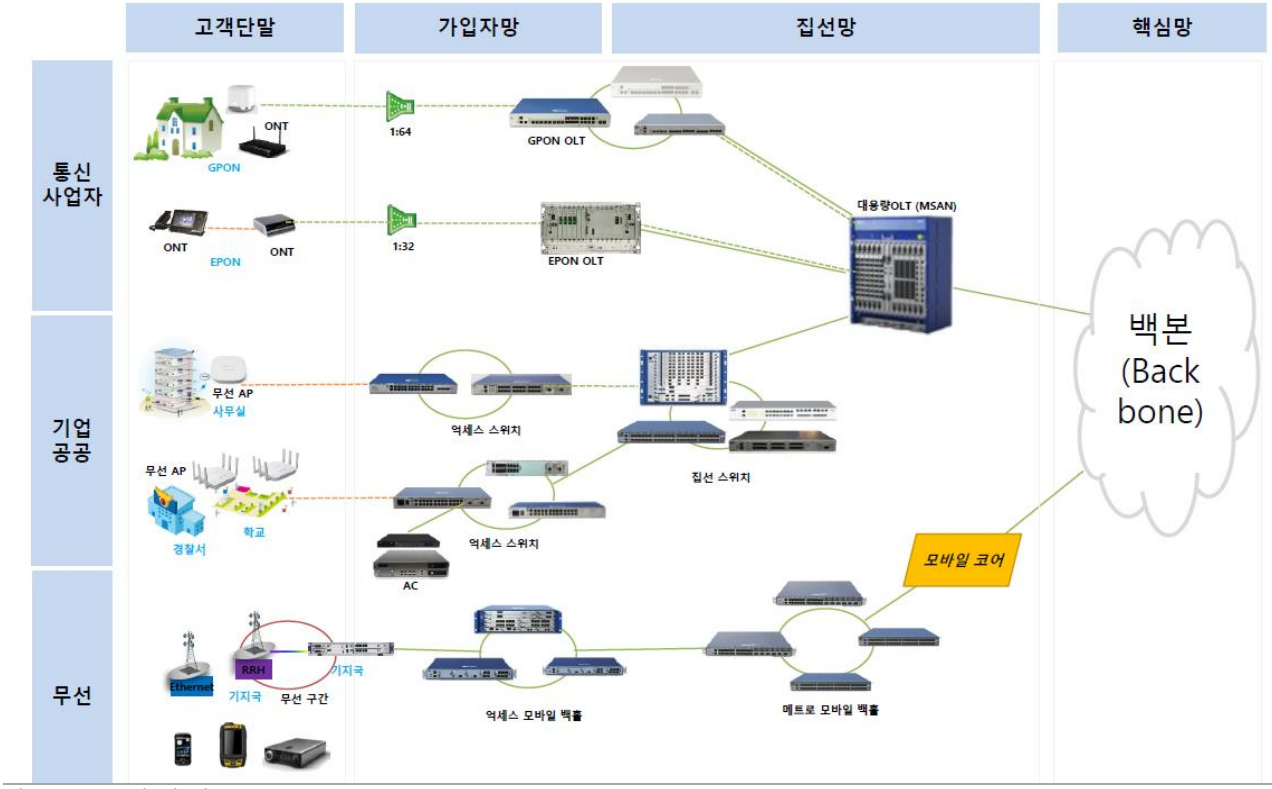
도표 10 매출액 성장과 함께 영업이익률 개선 전망



자료: 유진투자증권

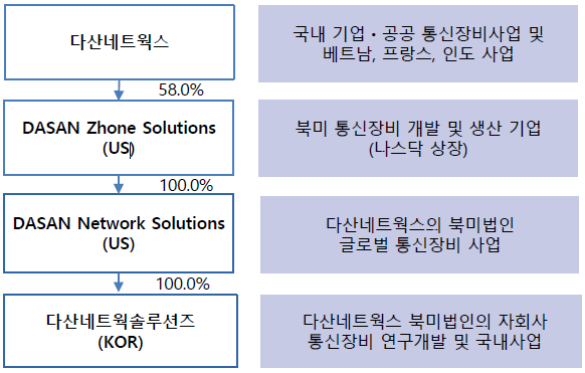
네트워크사업, 국내를 기반으로 해외 수출 활발

도표 11 사업 영역: 가입자망 중심에서 좌우로 사업 확대



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 12 네트워크사업 부문 구조도



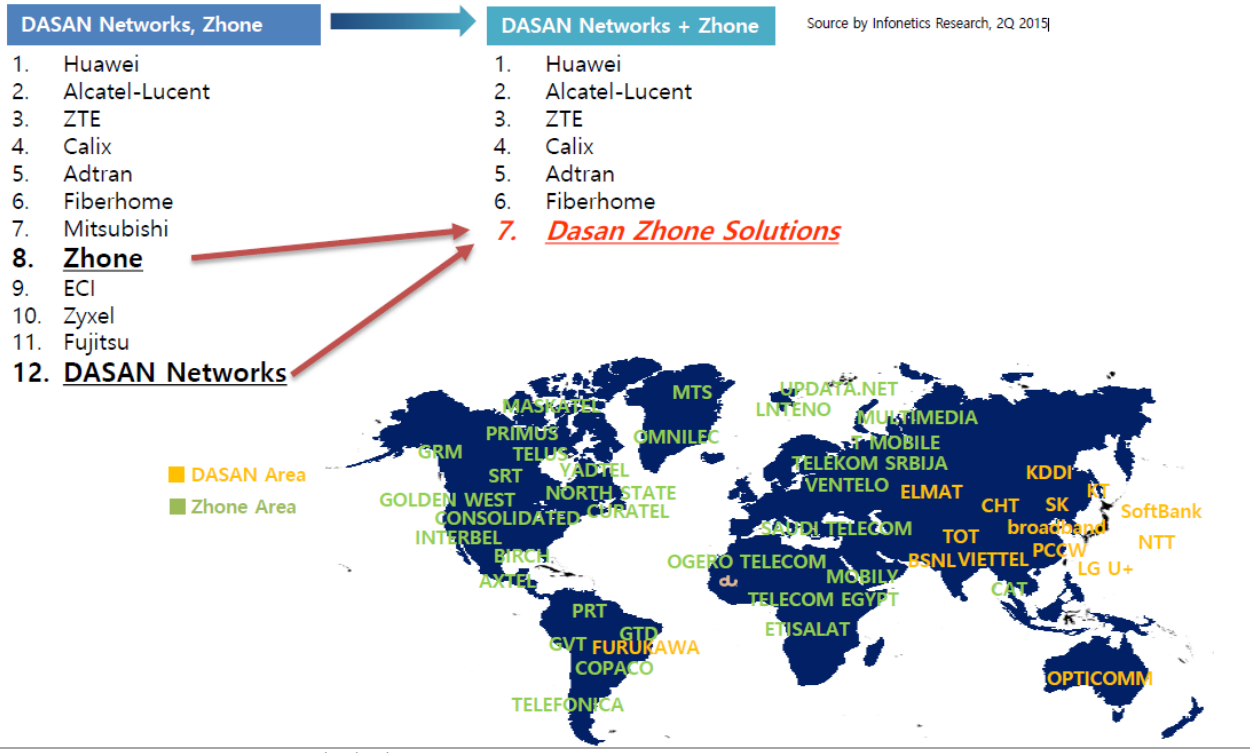
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 13 다산네트웍스 글로벌센터



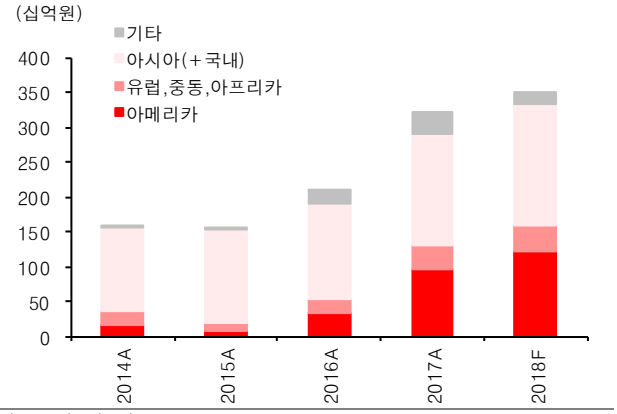
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14 Global FTTx Revenue By Vendor



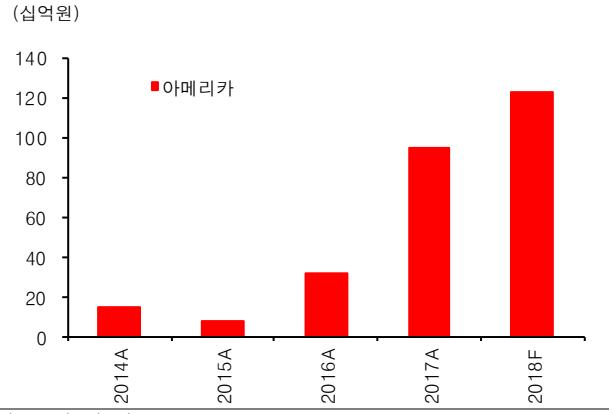
자료: IR Book, infonetics Research, 2Q 2015, 유진투자증권

도표 15 지역별 수출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 16 미국 Zhone 인수로 수출액 급증 전망



자료: 유진투자증권

다산네트웍스(039560.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**371.3**	**345.6**	**373.4**	**398.0**	**428.1**
유동자산	217.8	205.5	235.4	257.5	283.7
현금성자산	58.8	72.5	149.0	159.7	174.9
매출채권	103.6	92.3	55.1	62.9	69.3
재고자산	48.4	34.3	24.8	28.3	32.8
비유동자산	153.5	140.1	138.0	140.5	144.4
투자자산	74.9	85.6	86.0	89.5	93.1
유형자산	61.5	42.9	42.8	43.7	45.3
기타	17.2	11.6	9.2	7.3	5.9
부채총계	**223.6**	**182.1**	**181.9**	**186.3**	**191.7**
유동부채	164.5	159.5	158.6	162.7	168.1
매입채무	55.0	41.3	27.7	31.7	36.7
유동성이자부채	97.3	92.9	105.2	105.2	105.2
기타	12.2	25.3	25.6	25.9	26.1
비유동부채	59.1	22.6	23.4	23.5	23.7
비유동기타부채	43.8	9.4	19.9	19.9	19.9
기타	15.3	13.2	3.4	3.6	3.7
자본총계	**147.7**	**163.5**	**191.5**	**211.7**	**236.3**
지배지분	112.0	130.5	157.9	178.1	202.7
자본금	12.0	13.9	15.2	15.2	15.2
자본잉여금	154.5	175.3	189.6	189.6	189.6
이익잉여금	(22.1)	(23.5)	(10.6)	9.6	34.2
기타	(32.5)	(35.3)	(36.3)	(36.3)	(36.3)
비지배지분	35.7	33.0	33.6	33.6	33.6
자본총계	**147.7**	**163.5**	**191.5**	**211.7**	**236.3**
총차입금	141.2	102.3	125.2	125.2	125.2
순차입금	82.4	29.8	(23.9)	(34.5)	(49.7)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**188.9**	**307.1**	**346.5**	**406.2**	**473.1**
증가율(%)	4.6	62.6	12.8	17.2	16.5
매출원가	130.9	202.2	216.5	253.7	295.1
매출총이익	58.1	104.9	130.0	152.5	178.0
판매 일반관리비	72.0	104.9	115.1	130.8	151.7
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(13.9)**	**0.0**	**14.8**	**21.7**	**26.3**
증가율(%)	적지	흑전	48,080.0	46.2	21.1
EBITDA	**(5.8)**	**7.7**	**21.5**	**27.9**	**32.1**
증가율(%)	적전	흑전	178.6	29.8	15.2
영업외손익	**(28.2)**	**(5.0)**	**(2.3)**	**(1.2)**	**(1.4)**
이자수익	0.8	1.0	0.4	0.1	0.1
이자비용	4.0	4.0	3.2	3.2	3.2
지분법손익	(15.0)	(0.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타영업손익	(10.0)	(1.0)	4.4	6.0	5.7
세전순이익	**(42.1)**	**(4.9)**	**12.5**	**20.5**	**24.9**
증가율(%)	적지	적지	흑전	63.7	21.3
법인세비용	3.0	(1.3)	(0.3)	0.3	0.3
당기순이익	**(41.2)**	**(2.5)**	**12.9**	**20.3**	**24.6**
증가율 (%)	적지	적지	흑전	57.2	21.4
지배주주지분	(34.7)	(1.6)	10.5	17.4	21.2
증가율(%)	적지	적지	흑전	66.5	21.4
비지배지분	(6.5)	(0.9)	2.4	2.8	3.4
EPS	**(1,713)**	**(72)**	**383**	**622**	**756**
증가율 (%)	적지	적지	흑전	62.5	21.4
수정EPS	(1,713)	(72)	383	622	756
증가율 (%)	적지	적지	흑전	62.5	21.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**(15.6)**	**2.7**	**67.9**	**23.4**	**28.9**
당기순이익	(41.2)	(2.5)	12.9	20.3	24.6
자산상각비	8.1	7.7	6.6	6.2	5.8
기타비현금성손익	13.5	(0.2)	5.4	4.1	4.1
운전자본증감	(8.0)	(7.2)	45.2	(7.2)	(5.7)
매출채권감소(증가)	2.2	6.7	32.2	(7.8)	(6.4)
재고자산감소(증가)	(8.0)	12.2	9.7	(3.5)	(4.5)
매입채무증가(감소)	(5.6)	(9.4)	0.1	3.9	5.1
기타	3.4	(16.7)	3.1	0.2	0.2
투자활동현금흐름	**3.1**	**(36.8)**	**(3.9)**	**(14.2)**	**(15.2)**
단기투자자산감소	(7.0)	(21.6)	5.5	(1.5)	(1.6)
장기투자증권감소	(2.3)	0.0	(4.6)	(5.7)	(5.8)
설비투자	(6.9)	(3.6)	(3.5)	(4.8)	(5.6)
유형자산처분	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.9)	0.7	(0.2)	(0.4)	(0.4)
재무활동현금흐름	**26.6**	**25.8**	**17.8**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	26.6	18.4	17.8	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)**	**81.8**	**9.1**	**13.7**
기초현금	24.5	39.7	30.4	112.1	121.3
기말현금	39.7	30.4	112.1	121.3	134.9
Gross cash flow	(4.0)	13.5	25.0	30.6	34.6
Gross investment	(2.2)	22.4	(35.8)	19.9	19.4
Free cash flow	**(1.8)**	**(8.9)**	**60.7**	**10.6**	**15.2**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,713)	(72)	383	622	756
BPS	5,177	5,256	5,634	6,357	7,235
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	n/a	19.7	12.1	10.0
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/ EBITDA	n/a	30.0	10.3	7.5	6.1
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	11.0	8.3	6.9	6.1
수익성 (%)					
영업이익율	(7.4)	0.0	4.3	5.3	5.6
EBITDA이익율	(3.1)	2.5	6.2	6.9	6.8
순이익율	(21.8)	(0.8)	3.7	5.0	5.2
ROE	(34.4)	(2.1)	8.9	12.1	12.9
ROIC	(5.7)	0.0	7.8	16.6	18.9
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	55.8	18.3	n/a	n/a	n/a
유동비율	132.4	128.8	148.5	158.2	168.8
이자보상배율	n/a	0.0	5.5	6.9	8.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.9	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	1.9	3.1	4.7	6.9	7.2
재고자산회전율	5.0	7.4	11.7	15.3	15.5
매입채무회전율	3.6	6.4	10.0	13.7	13.8

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.03.31 기준)