



Outperform(Maintain)

목표주가: 27,000원(하향)

주가(1/12): 22,900원

시가총액: 8,001억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/12)	2,525.05pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,600원	20,600원
등락률	-22.6%	11.2%
수익률	절대	상대
1M	-2.3%	-2.0%
6M	-4.2%	-2.3%
1Y	-9.7%	-14.9%

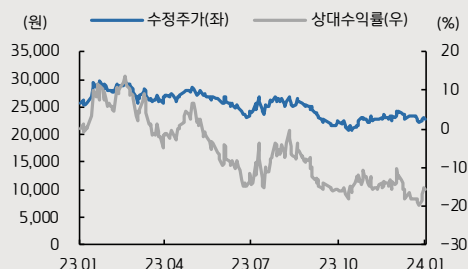
Company Data

발행주식수	34,937천주
일평균 거래량(3M)	52천주
외국인 지분율	12.1%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	48,485원
주요 주주	이준호 외 23 인 53.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,923.7	2,114.9	2,279.7	2,503.5
영업이익	97.9	39.1	76.2	90.2
EBITDA	171.2	117.9	166.7	199.2
세전이익	150.9	1.5	71.9	89.7
순이익	129.7	-31.8	47.0	60.5
지배주주지분순이익	116.9	-32.1	46.4	47.4
EPS(원)	3,115	-869	1,329	1,358
증감률(% YoY)	444.9	적전	흑전	2.2
PER(배)	14.4	-28.7	17.6	16.9
PBR(배)	0.92	0.53	0.48	0.47
EV/EBITDA(배)	2.0	4.5	3.0	2.8
영업이익률(%)	5.1	1.8	3.3	3.6
ROE(%)	6.8	-1.8	2.7	2.8
순차입금비용(%)	-38.1	-33.4	-31.3	-28.0

Price Trend



NHN (181710)

시간과 비례하지 않는 결과



동사 목표주가를 기존 3.1만원에서 2.7만원으로 하향한다. 목표주가 산정은 24E 지배주주지분 474억원에 목표 PER 20배를 적용한 결과다. 동사는 세컨드 티어로 선두 업체를 위협하기 위해서는 전략적인 소수 세그먼트에 화력을 집중할 필요가 큼을 재차 강조하며, 시간과 비례하지 않는 주요 세그먼트의 손익 부담은 동사의 마진율을 제한시키고 주주가치를 증대시키는데 장애물로 작동할 수 있다.

>>> 동사 목표주가 2.7만원으로 하향

동사 목표주가를 3.1만원에서 2.7만원으로 하향하고 투자 의견 Outperform을 유지한다. 목표주가 산정은 24E 지배주주순이익 474억원에 목표 PER 20배를 적용한 결과이다. 동 밸류에이션은 동사의 낮은 마진율 및 이익 성장성에 대한 확신을 담보할 수 없는 상황 등을 종합적으로 반영한 것으로 중립적 수준으로 정의할 수 있다.

>>> 냉정한 현실을 직시할 필요가 존재

동사의 대부분 마진은 게임과 결제를 중심으로 창출되고 있으며, 동사가 오랜 기간 동안 투자를 진행해 오면서 성장성에 대한 어필을 해온 콘텐츠, 커머스 및 기술 부문에서는 여전히 BEP 내지 적자 기조에 머물고 있다. 당사는 직전 리포트에서 인터넷 비즈니스는 선두 기업 중심의 부가가치를 흡수하는 성향이 짙다는 점을 명시적으로 강조했으며 동사가 세컨드 티어로서 선두 업체를 위협하기 위해서는 보다 전략적인 소수 세그먼트에 화력을 집중할 필요성이 매우 큼을 재차 강조하고자 한다. 결국 시간과 비례하지 않는 주요 세그먼트의 손익 부담은 동사의 마진율을 제한시키고 주주가치를 증대시키는데 장애물로 작동할 수 있다. 특히 커머스 사업부문은 중국을 주축으로 가져간 전략이었으나 최근 중국 현지 경기침체 이슈와 한국산 제품에 대한 중국 관심 결여 등으로 부진한 모습을 보이고 있으며, 동사는 아오코닉 기반의 명품 라인업 등 제품 다변화를 통해 중국을 공략하고자 하나 이에 대한 성과 확인 전까지는 보수적인 관점을 지속 유지한다. 또한 기술 사업은 정부 예산 기반 공공 클라우드 성장을 지속 강조 중이나 중기적 마진율에 대한 확신을 가질 수 없다는 점과 향후 시장이 AI 기반의 멀티 솔루션을 탑재한 클라우드 성장성에 집중할 것이라는 관점에서 동사의 AI 전략이 제한적인 사안은 공공과 민간을 포괄한 클라우드 비즈니스의 성장 잠재력을 낮추는 리스크로 작동할 수 있다.

>>> 4Q23E 영업이익 128억원으로 추정

동사의 4Q23E 영업이익은 128억원으로 전분기대비 45% 감소하면서 부진한 모습을 보일 것으로 예상하며 관련 영업이익률을 2.1%로 제시한다. 다수 사업 세그먼트에서 계절적 성수기 효과로 전분기대비 매출 증분을 만들어 내겠으나 중국 커머스 사업에서 최근 부진에서 비롯된 일회성 비용이 발생할 여지 등을 추정치에 감안해 4분기 실적을 조정했음을 밝힌다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	571.5	608.4	2,114.9	2,279.7	2,503.5
게임	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	110.2	110.5	437.7	445.0	451.0
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	265.1	281.5	889.8	1,054.0	1,166.7
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	50.0	50.4	197.5	192.8	187.2
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	60.7	76.1	326.5	239.2	289.7
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.4	99.8	308.9	388.9	448.9
기타	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-9.7	-9.9	-9.9	-45.6	-40.2	-40.0
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	548.2	595.5	2,075.8	2,203.5	2,413.3
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	23.4	12.8	39.1	76.2	90.2
영업이익률(%)	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	3.5%	3.8%	4.1%	2.1%	1.8%	3.3%	3.6%
영업외손익	-11.9	2.4	20.2	-48.2	7.8	3.0	0.9	-16.0	-37.5	-4.3	-0.5
법인세차감전순이익	3.6	7.6	28.5	-38.1	26.9	23.9	24.3	-3.2	1.5	71.9	89.7
법인세차감전순이익률(%)	0.7%	1.5%	5.5%	-6.8%	4.9%	4.3%	4.3%	-0.5%	0.1%	3.2%	3.6%
법인세비용	8.1	12.9	7.1	5.2	1.3	8.5	16.3	-1.2	33.3	24.9	29.1
법인세율(%)	226.0%	169.8%	24.8%	-13.7%	5.0%	35.4%	67.1%	38.8%	2189.0%	34.6%	32.5%
당기순이익	-4.5	-5.3	21.4	-43.4	25.6	15.4	8.0	-1.9	-31.8	47.0	60.5
당기순이익률(%)	-0.9%	-1.0%	4.1%	-7.7%	4.7%	2.8%	1.4%	-0.3%	-1.5%	2.1%	2.4%
지배주주지분	-5.6	-7.3	19.3	-38.5	20.4	17.0	12.7	-3.7	-32.1	46.4	47.4
비지배주주지분	1.1	1.9	2.2	-4.8	5.1	-1.6	-4.7	1.8	0.4	0.6	13.1

자료: NHN, 키움증권

NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	2,362.6	2,627.4	2,828.7	2,279.7	2,503.5	2,690.6	-3.5%	-4.7%	-4.9%
영업이익	89.4	101.8	118.0	76.2	90.2	104.0	-14.7%	-11.4%	-11.9%
영업이익률	3.8%	3.9%	4.2%	3.3%	3.6%	3.9%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
법인세차감전순이익	89.2	102.8	121.0	71.9	89.7	105.5	-19.3%	-12.8%	-12.8%
당기순이익	64.5	74.5	87.7	47.0	60.5	72.5	-27.1%	-18.8%	-17.3%
지배주주지분	56.5	59.6	68.1	46.4	47.4	54.8	-17.8%	-20.4%	-19.5%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	655.5	613.6	632.9	666.1	608.4	593.3	617.2	630.8	-7.2%	-3.3%	-2.5%	-5.3%
영업이익	22.9	21.7	24.8	28.4	12.8	19.3	25.3	26.1	-44.0%	-11.4%	2.1%	-8.1%
영업이익률	3.5%	3.5%	3.9%	4.3%	2.1%	3.2%	4.1%	4.1%	-1.4%	-0.3%	0.2%	-0.1%
법인세차감전순이익	6.9	26.5	29.6	33.1	-3.2	23.5	29.6	30.3	적전	-11.2%	0.1%	-8.5%
당기순이익	4.2	19.2	21.4	24.0	-1.9	15.9	20.0	20.5	적전	-17.3%	-6.8%	-14.8%
지배주주지분	2.0	16.1	16.8	20.4	-3.7	13.1	15.7	17.5	적전	-18.9%	-6.8%	-14.2%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,923.7	2,114.9	2,279.7	2,503.5	2,690.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,279.7	2,503.5	2,690.6
판매비	1,825.8	2,075.8	2,203.5	2,413.3	2,586.6
영업이익	97.9	39.1	76.2	90.2	104.0
EBITDA	171.2	117.9	166.7	199.2	227.5
영업외손익	53.0	-37.5	-4.3	-0.5	1.5
이자수익	4.7	11.8	11.2	10.3	9.8
이자비용	6.1	9.0	9.0	9.0	9.0
외환관련이익	10.2	16.6	12.4	13.0	13.6
외환관련손실	4.8	25.9	6.2	6.5	6.9
종속 및 관계기업손익	0.3	-7.9	6.0	16.0	16.0
기타	48.7	-23.1	-18.7	-24.3	-22.0
법인세차감전이익	150.9	1.5	71.9	89.7	105.5
법인세비용	46.9	33.3	24.9	29.1	33.0
계속사업손익	103.9	-31.8	47.0	60.5	72.5
당기순이익	129.7	-31.8	47.0	60.5	72.5
지배주주순이익	116.9	-32.1	46.4	47.4	54.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.2	9.9	7.8	9.8	7.5
영업이익 증감율	14.2	-60.1	94.9	18.4	15.3
EBITDA 증감율	12.7	-31.1	41.4	19.5	14.2
지배주주순이익 증감율	445.1	-127.5	-244.5	2.2	15.6
EPS 증감율	444.9	적전	흑전	2.2	15.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	5.1	1.8	3.3	3.6	3.9
EBITDA Margin(%)	8.9	5.6	7.3	8.0	8.5
지배주주순이익률(%)	6.1	-1.5	2.0	1.9	2.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	226.4	25.9	238.6	219.5	245.6
당기순이익	129.7	-31.8	47.0	60.5	72.5
비현금항목의 가감	94.5	181.9	132.1	145.8	164.6
유형자산감가상각비	54.7	59.2	67.7	80.6	90.6
무형자산감가상각비	18.7	19.6	22.7	28.4	32.9
지분법평가손익	-37.0	-28.3	-38.0	-38.0	-40.0
기타	58.1	131.4	79.7	74.8	81.1
영업활동자산부채증감	27.2	-29.1	78.9	37.8	37.4
매출채권및기타채권의감소	-34.3	-82.6	1.2	-32.2	-23.0
재고자산의감소	-1.2	2.5	-3.6	-4.9	-4.1
매입채무및기타채무의증가	64.0	48.1	69.8	62.8	51.8
기타	-1.3	2.9	11.5	12.1	12.7
기타현금흐름	-25.0	-95.1	-19.4	-24.6	-28.9
투자활동 현금흐름	-173.8	11.4	-236.9	-237.5	-238.2
유형자산의 취득	-73.0	-130.2	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	4.4	3.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-14.9	-16.9	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-220.3	127.6	-28.1	-28.3	-28.5
단기금융자산의감소(증가)	-153.7	148.9	-8.8	-9.2	-9.7
기타	283.7	-121.0	-25.0	-25.0	-25.0
재무활동 현금흐름	7.7	1.2	24.5	25.0	25.0
차입금의 증가(감소)	44.9	10.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-46.2	-43.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.7	-2.2	0.0	0.0	0.0
기타	15.7	36.1	25.0	25.0	25.0
기타현금흐름	1.6	-4.4	-76.4	-76.4	-76.5
현금 및 현금성자산의 순증가	61.8	34.1	-50.2	-69.4	-44.0
기초현금 및 현금성자산	534.6	596.4	630.6	580.3	510.9
기말현금 및 현금성자산	596.4	630.6	580.3	510.9	466.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,359.9	1,348.6	1,311.6	1,290.6	1,285.5
현금 및 현금성자산	596.4	630.6	580.3	510.9	466.9
단기금융자산	324.8	175.9	184.6	193.9	203.6
매출채권 및 기타채권	291.9	457.1	455.9	488.2	511.2
재고자산	48.5	46.6	50.2	55.2	59.3
기타유동자산	98.3	38.4	40.6	42.4	44.5
비유동자산	1,667.2	1,676.6	1,798.4	1,912.0	2,011.3
투자자산	748.6	621.0	655.2	699.5	743.9
유형자산	388.2	483.2	540.5	584.9	619.3
무형자산	379.0	413.1	440.4	461.9	479.0
기타비유동자산	151.4	159.3	162.3	165.7	169.1
자산총계	3,027.2	3,025.2	3,110.0	3,202.5	3,296.8
유동부채	719.7	747.0	822.8	891.8	950.2
매입채무 및 기타채무	488.8	558.6	628.4	691.2	743.1
단기금융부채	80.2	69.7	69.7	69.7	69.7
기타유동부채	150.7	118.7	124.7	130.9	137.4
비유동부채	208.9	285.8	293.3	301.3	309.6
장기금융부채	41.0	71.7	71.7	71.7	71.7
기타비유동부채	167.9	214.1	221.6	229.6	237.9
부채총계	928.6	1,032.8	1,116.1	1,193.1	1,259.8
지배지분	1,834.3	1,693.0	1,693.9	1,696.3	1,706.2
자본금	9.8	18.8	18.2	18.2	18.2
자본잉여금	1,237.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타자본	-150.5	-134.9	-134.9	-134.9	-134.9
기타포괄손익누계액	83.4	0.8	-44.3	-89.3	-134.3
이익잉여금	653.8	579.7	626.2	673.6	728.5
비지배지분	264.3	299.4	300.0	313.1	330.8
자본총계	2,098.6	1,992.4	1,993.9	2,009.4	2,037.0
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	3,115	-869	1,329	1,358	1,570
BPS	48,891	47,006	48,485	48,555	48,836
CFPS	5,976	4,062	5,129	5,907	6,789
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	14.4	-28.7	17.6	16.9	14.6
PER(최고)	16.9	-51.9	22.6		
PER(최저)	11.1	-23.2	15.0		
PBR	0.92	0.53	0.48	0.47	0.47
PBR(최고)	1.08	0.96	0.62		
PBR(최저)	0.71	0.43	0.41		
PSR	0.88	0.44	0.36	0.32	0.30
PCFR	7.5	6.1	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	2.0	4.5	3.0	2.8	2.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.7	-1.0	1.5	1.9	2.2
ROE	6.8	-1.8	2.7	2.8	3.2
ROIC	11.9	-113.6	5.8	6.9	7.8
매출채권회전율	7.2	5.6	5.0	5.3	5.4
재고자산회전율	39.7	44.5	47.1	47.5	47.0
부채비율	44.2	51.8	56.0	59.4	61.8
순차입금비용	-38.1	-33.4	-31.3	-28.0	-26.0
이자보상배율	16.0	4.3	8.5	10.0	11.6
총차입금	121.2	141.4	141.4	141.4	141.4
순차입금	-800.0	-665.0	-623.6	-563.4	-529.1
NOPLAT	171.2	117.9	166.7	199.2	227.5
FCF	101.2	-941.6	43.4	31.8	56.6

Compliance Notice

- 당사는 1월 12일 현재 'NHN(181710)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

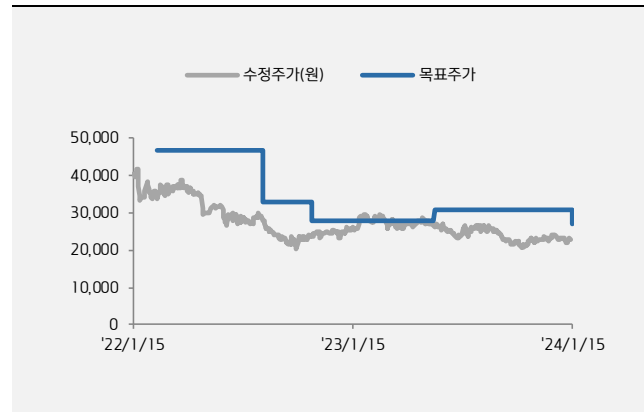
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자 변경 NHN (181710)	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	47,000원	6개월	-31.36	-17.02
	2022-08-19	Outperform(Downgrade)	33,000원	6개월	-28.55	-15.00
	2022-11-09	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-12.79	-10.71
	2022-12-01	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-5.38	5.71
	2023-05-31	Outperform(Maintain)	31,000원	6개월	-18.14	-13.06
	2023-08-14	Outperform(Maintain)	31,000원	6개월	-21.98	-13.06
	2024-01-15	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

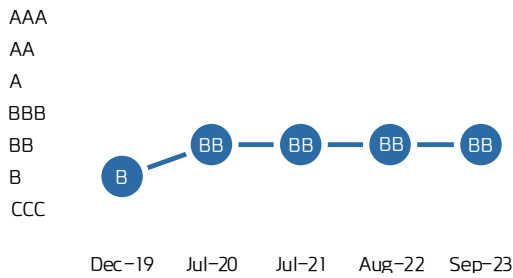
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

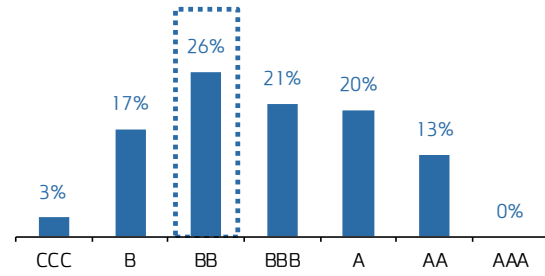
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.4	4.6		
환경	6.7	8.3	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.4	5.0%	
사회	4.6	4.8	56.0%	▼0.4
인력 자원 개발	2.7	3.6	23.0%	▲1.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.8	5.8	22.0%	▼1.8
금융 접근성	4.3		11.0%	
지배구조	3.8	4.5	39.0%	▲0.6
기업 지배구조	5.1	5.4		▲1.4
기업 활동	3.9	5.4		▼1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 12월	악성 애플리케이션 제작에 사용된 것으로 알려진 페이코 모바일 애플리케이션의 서명키 유출에 대한 금융감독원 조사

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
37 INTERACTIVE ENTERTAINMENT NETWORK TECHNOLOGY GROUP CO.,LTD.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	AA	▲
GRUPO TELEvisa, S.A.B.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	▲
NETEASE, INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	●	A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	BBB	▶▶
QUEBECOR INC.	● ● ● ●	● ● ●	●	● ● ●	● ●	BB	▼
NHN Corporation	●	● ●	● ● ●	● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치