

NHN 181710

Oct 7, 2024

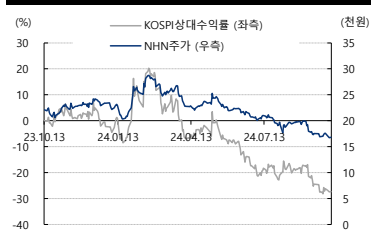
하반기 대손리스크 해소, 결제사업 재편 전망

Buy 유지
TP 25,000 원 하향

Company Data

현재가(10/04)	16,790 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	28,750 원
52 주 최저가(보통주)	16,720 원
KOSPI (10/04)	2,569.71p
KOSDAQ (10/04)	768.98p
자본금	188 억원
시가총액	5,669 억원
발행주식수(보통주)	3,377 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.0 만주
평균거래대금(60 일)	12 억원
외국인지분(보통주)	10.78%
주요주주	
이준호 외 20 인	55.19%
국민연금공단	8.83%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-11.8	-27.5	-23.3
상대주가	-11.4	-22.6	-28.2



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

3Q24 preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회 예상

NHN 3Q24 매출은 6,089억원(YoY +6.5%, QoQ +1.6%), 이익은 277억원(YoY +18.8%, QoQ -2.6%)으로 컨센서스(매출 6,260억원, 이익 291억원) 하회했을 것으로 추정. 페이코 미회수채권 관련 손실은 회계처리 방식의 불확실성이 있으나 대부분 3Q24~4Q24 영업외손실에 반영하여 추정하였음. 게임 매출은 웹보드 및 모바일게임 매출이 유지되며 1,116억원(YoY +1.2%, QoQ +4.8%)을 기록했을 것으로 예상. 결제&광고 매출은 NHN KCP 매출 성장이 지속되며 2,955억원(YoY +11.4%, QoQ -0.1%), 커머스 매출은 중국, 미국 시장 계절성 반영으로 570억원(YoY -6.1%, QoQ -0.8%) 기록 추정. 기술 매출은 공공/민간 수요 증가 반영되며 1,027억원(YoY +7.6%, QoQ +4.7%) 전망.

3Q24 영업비용은 5,812억원 추정. 지급수수료는 전년 동기비 NHN KCP 매출 증가에 따라 3,976억원(YoY +8.7%, 매출 대비 65.3%), 감가상각비는 광주 AI 데이터센터 상각비 인식에 따라 259억원(YoY +22.8%) 기록 추정. 인건비는 보수적인 채용 기조에 따라 1,131억원(YoY -2.3%), 기타비용은 티메프 관련 대손금 일부 영업비용 인식을 가정해 244억원(YoY +36.8%) 추정.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 25,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 25,000원으로 하향. 목표주가 하향은 NHN 결제 사업이 NHN KCP 중심으로 재편됨에 따라 페이코 기업 가치를 하향 인식함에 따름. 미회수채권에 대한 손실 반영은 2H24 내 이루어질 것으로 예상하며, 이후 NHN의 결제 사업은 NHN KCP 위주로 재편되고 전사적으로 비수익 사업에 대한 정리가 과감해질 것으로 전망. 연내 10개 이상의 NHN 종속회사 정리가 이루어질 예정이며 이와 같은 사업 정리 기조 하 2025년 게임, NHN KCP, 클라우드 사업 위주의 매출 성장과 OPM 개선 기조 강화 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	2,115	2,270	2,473	2,761	3,050
YoY(%)	9.9	7.3	9.0	11.6	10.5
영업이익(억원)	39	56	110	139	169
OP 마진(%)	1.8	2.5	4.4	5.0	5.5
순이익(억원)	-32	-23	-12	83	106
EPS(원)	-869	-243	-206	2,085	2,657
YoY(%)	적전	적지	적지	흑전	27.4
PER(배)	-28.7	-96.3	-81.6	8.1	6.3
PCR(배)	6.1	3.7	3.8	3.0	2.8
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	1.8	1.5	1.3
ROE(%)	-1.8	-0.5	-0.4	4.3	5.3

[도표 92] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	608.9	660.7	2,114.9	2,269.6	2,473.4	2,760.9
성장률(YoY %)	15.2%	12.8%	10.6%	2.7%	5.4%	7.8%	9.4%	6.7%	10.2%	8.7%	6.5%	10.4%	9.9%	7.3%	9.0%	11.6%
게임매출	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	111.6	112.7	437.7	446.2	452.6	507.9
PC	42.9	41.0	44.6	39.7	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	42.9	43.2	42.6	168.2	162.9	170.4	180.4
모바일	65.9	63.1	71.3	69.2	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	63.5	68.4	70.1	269.5	283.3	282.2	327.5
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	295.5	313.4	889.8	1,065.5	1,193.0	1,319.1
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	57.0	66.5	326.5	236.5	244.6	254.8
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	102.7	125.2	308.9	368.0	421.0	514.0
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	52.9	54.0	197.5	192.1	205.3	208.9
기타/내부거래	- 12.8 -	- 10.0 -	- 9.0 -	- 13.7 -	- 10.6 -	- 9.7 -	- 9.9 -	- 8.4 -	- 9.7 -	- 11.6 -	- 10.6 -	- 11.1 -	- 45.6 -	- 38.7 -	- 43.0 -	- 43.8 -
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	581.2	633.8	2,075.8	2,214.0	2,363.1	2,622.1
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	397.6	439.3	1,365.3	1,490.6	1,631.5	1,823.7
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	113.1	114.4	419.2	458.9	452.3	474.8
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	16.4	19.8	126.8	78.3	67.9	96.9
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	25.9	26.4	78.8	93.9	102.4	111.1
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.0	3.3	3.8	3.7	3.8	4.1	25.8	15.7	15.3	17.1
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	13.0	17.8	31.1	24.0	15.5	24.4	29.7	60.0	76.6	93.6	98.5
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	23.4	7.8	27.3	28.5	27.7	26.8	39.1	55.6	110.3	138.8
성장률(YoY %)	-38.2%	-73.9%	-70.3%	-59.8%	23.1%	302.1%	181.5%	적자전환	42.8%	36.3%	18.8%	흑자전환	-60.1%	42.4%	98.4%	25.8%
OPM(%)	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	4.5%	4.8%	4.6%	4.1%	1.8%	2.4%	4.5%	5.0%
순이익	- 4.5 -	- 5.3 -	- 21.4 -	- 43.4 -	25.6	15.4	8.0	72.1	4.8	4.6	15.0	3.6	31.8	23.1	11.6	82.8
NPM(%)	-0.9%	-1.0%	4.1%	-7.7%	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	-0.8%	0.8%	-2.5%	0.5%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	3.0%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 93] NHN SOTP Valuation

부문	단위	25F	가치 산정	비고
게임 부문 가치	십억원		301	
	십억원	25F 게임 NOPLAT	38.1	영업이익률 10%, 법인세율 25% 가정
	배	target PER	7.9	글로벌 게임사 peer 25F PER 평균 50% 할인
자산 가치			559	
페이코 가치	십억원	부문 가치	49	
	십억원	시가총액	203	페이코 25년 매출 추정치 및 간편결제 global peer PSR 적용
	%	지분율	48%	
	%	할인율	50%	자회사 할인 50% 적용
NHN클라우드	십억원	부문 가치	435	
	십억원	시가총액	1,000	외부 투자 유치 가치 1조원
	%	지분율	87%	
	%	할인율	50%	자회사 할인 50% 적용
NHN KCP	십억원	지분 가치	63	
	십억원	시가총액	297	
	%	지분율	42.6%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
NHN박스	십억원	지분 가치	12	
	십억원	시가총액	54	
	%	지분율	45.3%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
적정시가총액	십억원		860	
발행주식수	천 주		33,770	
적정주가	원		25,453	
목표주가	원		25,000	
현재주가	원		16,790	
상승여력	%		48.9%	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 94] NHN 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024-08-08	우파루오잇세이 글로벌	SNG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
2H24	페블시티	소셜카지노	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
1Q25	다키스트데이즈	좀비 아포칼립스	글로벌	PC/모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
	스텔라 판타지	서브컬처 수집형 RPG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
2025	프로젝트 G (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	프로젝트 MM (가칭)	퍼즐	글로벌	-	NHN 퍼블리싱 & 개발
	드림해커 (가칭)	액션	글로벌	-	NHN PlayArt 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 RE (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN 퍼블리싱
	타이거게이트 (가칭)	IP 기반 PvP	글로벌	-	NHN PlayArts 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 BA (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 95] NHN 서브컬처 ARPG '스텔라 판타지'



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 96] NHN 좀비 아포칼립스 루트슈터 '다키스트 데이즈'



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,115	2,270	2,473	2,761	3,050
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,115	2,270	2,473	2,761	3,050
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,076	2,214	2,363	2,622	2,881
영업이익	39	56	110	139	169
영업이익률 (%)	1.8	2.4	4.5	5.0	5.5
EBITDA	118	149	191	208	229
EBITDA Margin (%)	5.6	6.6	7.7	7.5	7.5
영업외손익	-38	-43	-86	-29	-29
관계기업손익	-8	5	-2	-2	-2
금융수익	74	81	53	63	63
금융비용	-85	-78	-42	-42	-42
기타	-19	-51	-94	-47	-47
법인세비용차감전순이익	2	13	24	110	140
법인세비용	33	36	36	27	34
계속사업순이익	-32	-23	-12	83	106
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-32	-23	-12	83	106
당기순이익률 (%)	-1.5	-1.0	-0.5	3.0	3.5
비지배지분순이익	0	-15	-5	12	16
지배지분순이익	-32	-9	-7	70	90
지배지분이익률 (%)	-1.5	-0.4	-0.3	2.5	2.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-45	0	-3	-3	-3
포괄순이익	-77	-23	-15	79	102
비지배지분포괄이익	5	-15	-1	4	5
지배지분포괄이익	-82	-8	-14	76	97

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	26	165	100	175	188
당기순이익	-32	-23	-12	83	106
비현금항목의 가감	182	232	212	191	188
감가상각비	59	75	65	56	48
외환손익	3	-1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	2	2	2
기타	120	157	148	136	141
자산부채의 증감	-29	15	-63	-72	-72
기타현금흐름	-95	-59	-37	-27	-34
투자활동 현금흐름	11	-294	-41	-41	-41
투자자산	230	87	15	15	15
유형자산	-130	-318	0	0	0
기타	-88	-64	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	1	269	108	151	151
단기차입금	-18	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	167	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
현금배당	-2	-6	-17	-16	-16
기타	-9	117	120	162	162
현금의 증감	34	141	-61	50	47
기초 현금	596	631	772	710	760
기말 현금	631	772	710	760	807
NOPLAT	-815	-99	-53	105	127
FCF	-895	-308	-35	102	115

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,349	1,537	1,567	1,731	1,910
현금및현금성자산	631	772	710	760	807
매출채권 및 기타채권	457	493	577	681	804
재고자산	47	67	73	81	90
기타유동자산	214	206	207	208	209
비유동자산	1,677	1,912	1,812	1,724	1,646
유형자산	483	706	642	586	538
관계기업투자금	214	195	180	164	149
기타금융자산	407	337	337	337	337
기타비유동자산	572	674	654	637	622
자산총계	3,025	3,450	3,379	3,455	3,556
유동부채	747	888	826	815	805
매입채무 및 기타채무	559	664	664	664	664
차입금	41	53	44	35	26
유동성채무	22	42	0	0	0
기타유동부채	126	129	118	116	115
비유동부채	286	571	593	614	636
차입금	45	179	194	209	224
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	241	392	398	405	412
부채총계	1,033	1,460	1,419	1,429	1,441
지배지분	1,693	1,631	1,607	1,661	1,734
자본금	19	19	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	500	554	627
기타자본변동	-135	-141	-141	-141	-141
비지배지분	299	358	353	365	381
자본총계	1,992	1,990	1,960	2,026	2,115
총차입금	141	323	290	298	306

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-869	-243	-206	2,085	2,657
PER	-28.7	-96.3	-81.6	8.1	6.3
BPS	47,006	46,697	47,594	49,191	51,360
PBR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	3,189	4,247	5,655	6,169	6,777
EV/EBITDA	4.5	3.9	1.8	1.5	1.3
SPS	57,229	64,477	73,251	81,765	90,318
PSR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
CFPS	-24,230	-8,748	-1,029	3,027	3,411
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	9.9	7.3	9.0	11.6	10.5
영업이익 증가율	-60.1	42.4	98.4	25.8	21.7
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	27.4
수익성					
ROIC	-118.7	-11.3	-5.4	10.4	12.0
ROA	-1.1	-0.3	-0.2	2.1	2.6
ROE	-1.8	-0.5	-0.4	4.3	5.3
안정성					
부채비율	51.8	73.4	72.4	70.5	68.1
순차입금비율	4.7	9.4	8.6	8.6	8.6
이자보상배율	4.3	2.4	5.5	6.7	8.0