



Outperform(Maintain)

목표주가: 27,000원

주가(4/11): 22,700원

시가총액: 7,665억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/11)	2,706.96pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,750원	20,350원
등락률	-21.0%	11.5%
수익률	절대	상대
1M	-11.0%	-12.5%
6M	2.3%	-7.5%
1Y	-16.7%	-20.9%

Company Data

발행주식수	33,766천주
일평균 거래량(3M)	131천주
외국인 지분율	11.5%
배당수익률(24E)	2.2%
BPS(24E)	49,158원
주요 주주	이준호 외 21 인 55.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,495.2	2,668.3
영업이익	39.1	55.6	109.3	113.3
EBITDA	117.9	149.5	209.5	217.7
세전이익	1.5	13.0	84.3	90.3
순이익	-31.8	-23.1	54.8	59.8
지배주주지분순이익	-32.1	-8.5	45.9	44.4
EPS(원)	-869	-243	1,351	1,314
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	-2.8
PER(배)	-28.7	-96.3	16.8	17.3
PBR(배)	0.53	0.50	0.46	0.45
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	2.6	2.5
영업이익률(%)	1.8	2.4	4.4	4.2
ROE(%)	-1.8	-0.5	2.8	2.7
순차입금비율(%)	-33.4	-29.9	-28.8	-28.9

Price Trend



NHN (181710)

성장 지속성을 입증할 필요



동사 목표주가를 2.7만원으로 유지한다. 1분기 영업이익은 243억원으로 전년 대비 27.0% 증가하고 전기 대비 흑자전환을 예상하는데, 이는 게임사업의 일시 호조와 전분기 커머스 사업의 대손상각 처리에 대한 기저효과 등이 작동하였기 때문으로 판단한다. 다만 중기적 측면에서 커머스와 기술 사업의 매출 성장성 확보 및 이익 개선세 입증은 반드시 필요한 사안으로 제시한다.

>>> 동사 목표주가 2.7만원을 유지

동사 목표주가를 2.7만원으로 유지한다. 목표주가 산정은 24E 지배주주순이익 459억원에 목표 PER 20배를 적용한 결과이다. 동 밸류에이션은 동사의 낮은 마진율 및 중장기 이익 성장에 대한 확신을 담보할 수 없는 상황 등을 반영한 것으로 중립적 수준으로 정의할 수 있다.

>>> 1분기 영업이익 243억원으로 예상

동사의 1분기 영업이익은 243억원으로 전년 동기 대비 27.0% 증가하고 전기 대비 흑자전환하면서 영업이익률 4.1%를 기록할 것으로 예상된다. 게임사업 매출이 1,167억원으로 전분기 대비 4.5% 증가하면서 영업이익 개선을 주도할 것으로 전망하며 이는 웹보드 게임의 계절적 성수기 효과와 일본 게임사업의 일시적 프로모션 효과가 주요한 것으로 관측된다. 여기에서 전분기 커머스 사업에서 발생한 일회성 대손상각 처리에 대한 기저효과 등이 영업이익의 탄력적 개선을 시현할 요소로 작동할 것으로 판단한다. 다만 중국에서 커머스 사업의 성장성 재확보가 요구되는 상황이며 특히 아이코닉 인수에 따른 중국 지역에서 상호간 시너지 효과를 입증할 필요성이 명확하기에 이에 대한 중기적 효과를 달성하지 못할 경우 영업권 등 무형자산 관련 추가적 손상차손이 발생할 개연성을 염두에 둔다. 또한 기술 사업의 경우 NHN Cloud 기반 매출 성장성에 대한 지속성과 중기적 마진율 확보에 대한 가시성을 증명할 필요가 존재하기에, 이는 커머스 사업과 함께 동사 기업가치의 방향성을 결정할 핵심적 변수로 작동할 것으로 판단한다.

>>> 24E 이익 추정치 변경에 대한 판단

당사는 동사 24E 영업이익을 1,093억원으로 기존 대비 21.2% 상향 조정했다. 이는 탑라인 변화가 제한적인 가운데 최근 헤드카운트 감소와 타이트한 인력 관리 등을 감안하여 인건비를 기존 대비 감소 조정했기 때문이다. 다만 동사의 지배주주지분은 459억원으로 기존 대비 3.3% 감소 조정했는데 이는 커머스를 포함한 동사 신규 세그먼트별 지속 성장성을 담보할 수 없는 상황을 반영하여 연관 영업권 등 무형자산 관련 손상차손 등을 추가적으로 손익에 포함해 산출했기 때문이다. 당사는 기존 선택과 집중이라는 대명제 하에서 매니지먼트가 치열한 소프트웨어 비즈니스에서 작동할 전략을 구사할 필요성이 명확하다는 점을 재차 강조한다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	22A	23A	24E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	594.8	613.2	628.1	659.2	2,114.9	2,269.6	2,495.2
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	116.7	106.7	113.4	115.0	437.7	446.2	451.9
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	282.5	294.7	300.2	319.9	889.8	1,065.5	1,197.2
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	41.4	48.5	49.8	50.0	197.5	192.1	189.6
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	65.7	68.9	67.3	76.3	326.5	236.5	278.1
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	98.5	104.4	107.4	108.0	308.9	368.0	418.3
기타	-10.6	-9.7	-9.9	-8.4	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-45.6	-38.7	-40.0
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	570.5	588.3	598.6	628.5	2,075.8	2,214.0	2,385.9
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	24.3	24.9	29.5	30.7	39.1	55.6	109.3
영업이익률(%)	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	4.1%	4.1%	4.7%	4.6%	1.8%	2.4%	4.4%
영업외손익	7.8	3.0	0.9	-54.4	2.3	2.3	2.3	-31.8	-37.5	-42.6	-25.0
법인세차감전순이익	26.9	23.9	24.3	-62.1	26.5	27.1	31.8	-1.1	1.5	13.0	84.3
법인세차감전순이익률(%)	4.9%	4.3%	4.3%	-10.4%	4.5%	4.4%	5.1%	-0.2%	0.1%	0.6%	3.4%
법인세비용	1.3	8.5	16.3	9.9	9.3	9.5	11.1	-0.4	33.3	36.1	29.5
법인세율(%)	5.0%	35.4%	67.1%	-16.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	2189.0%	278.0%	35.0%
당기순이익	25.6	15.4	8.0	-72.1	17.2	17.6	20.6	-0.7	-31.8	-23.1	54.8
당기순이익률(%)	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	2.9%	2.9%	3.3%	-0.1%	-1.5%	-1.0%	2.2%
지배주주지분	20.4	17.0	12.7	-58.7	15.3	14.2	18.5	-2.2	-32.1	-8.5	45.9
비지배주주지분	5.1	-1.6	-4.7	-13.3	2.0	3.4	2.1	1.5	0.4	-14.6	8.9

자료: NHN, 키움증권

NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	2,503.5	2,690.6	2,841.0	2,495.2	2,668.3	2,814.7	-0.3%	-0.8%	-0.9%
영업이익	90.2	104.0	114.6	109.3	113.3	118.4	21.2%	8.9%	3.4%
영업이익률	3.6%	3.9%	4.0%	4.4%	4.2%	4.2%	0.8%	0.4%	0.2%
법인세차감전순이익	89.7	105.5	118.1	84.3	90.3	97.4	-6.0%	-14.4%	-17.5%
당기순이익	60.5	72.5	82.7	54.8	59.8	65.8	-9.5%	-17.5%	-20.4%
지배주주지분	47.4	54.8	61.2	45.9	44.4	44.5	-3.3%	-19.1%	-27.2%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	593.3	617.2	630.8	662.2	594.8	613.2	628.1	659.2	0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.5%
영업이익	19.3	25.3	26.1	19.5	24.3	24.9	29.5	30.7	26.1%	-1.9%	13.1%	57.1%
영업이익률	3.2%	4.1%	4.1%	2.9%	4.1%	4.1%	4.7%	4.6%	0.8%	-0.1%	0.6%	1.7%
법인세차감전순이익	23.5	29.6	30.3	6.3	26.5	27.1	31.8	-1.1	12.9%	-8.4%	4.7%	적전
당기순이익	15.9	20.0	20.5	4.2	17.2	17.6	20.6	-0.7	8.7%	-11.8%	0.8%	적전
지배주주지분	13.1	15.7	17.5	1.2	15.3	14.2	18.5	-2.2	16.9%	-9.3%	5.7%	적전

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,495.2	2,668.3	2,814.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,495.2	2,668.3	2,814.7
판매비	2,075.8	2,214.0	2,385.9	2,555.0	2,696.2
영업이익	39.1	55.6	109.3	113.3	118.4
EBITDA	117.9	149.5	209.5	217.7	226.2
영업외손익	-37.5	-42.6	-25.0	-23.0	-21.0
이자수익	11.8	19.0	18.8	19.1	19.7
이자비용	9.0	22.7	22.7	22.7	22.7
외환관련이익	16.6	7.5	6.7	7.0	7.4
외환관련손실	13.5	5.5	4.4	4.6	4.8
종속 및 관계기업손익	-7.9	4.7	5.0	5.0	5.0
기타	-35.5	-45.6	-28.4	-26.8	-25.6
법인세차감전이익	1.5	13.0	84.3	90.3	97.4
법인세비용	33.3	36.1	29.5	30.5	31.7
계속사업손익	-31.8	-23.1	54.8	59.8	65.8
당기순이익	-31.8	-23.1	54.8	59.8	65.8
지배주주순이익	-32.1	-8.5	45.9	44.4	44.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.9	7.3	9.9	6.9	5.5
영업이익 증감율	-60.0	42.2	96.6	3.7	4.5
EBITDA 증감율	-31.2	26.8	40.1	3.9	3.9
지배주주순이익의 증감율	-127.5	-73.5	-640.0	-3.3	0.2
EPS 증감율	적전	적전	흑전	-2.8	0.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	1.8	2.4	4.4	4.2	4.2
EBITDA Margin(%)	5.6	6.6	8.4	8.2	8.0
지배주주순이익률(%)	-1.5	-0.4	1.8	1.7	1.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	25.9	165.3	180.9	204.0	221.4
당기순이익	-31.8	-23.1	54.8	59.8	65.8
비현금항목의 가감	181.9	231.8	178.7	183.5	187.5
유형자산감가상각비	59.2	75.4	81.2	84.4	87.1
무형자산감가상각비	19.6	18.5	19.0	19.9	20.7
지분법평가손익	-28.3	-61.5	-29.0	-31.0	-33.0
기타	131.4	199.4	107.5	110.2	112.7
영업활동자산부채증감	-29.1	15.1	-20.7	-6.7	1.2
매출채권및기타채권의감소	-82.6	10.5	-49.0	-37.6	-31.8
재고자산의감소	2.5	17.9	-6.7	-5.1	-4.3
매입채무및기타채무의증가	48.1	27.1	16.6	17.0	17.4
기타	2.9	-40.4	18.4	19.0	19.9
기타현금흐름	-95.1	-58.5	-31.9	-32.6	-33.1
투자활동 현금흐름	11.4	-294.5	-220.0	-220.2	-220.4
유형자산의 취득	-130.2	-317.9	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	3.0	10.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-16.9	-30.5	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	127.6	89.5	8.7	8.6	8.4
단기금융자산의감소(증가)	148.9	29.9	-3.6	-3.7	-3.8
기타	-121.0	-75.7	-100.1	-100.1	-100.0
재무활동 현금흐름	1.2	269.1	82.6	83.5	83.5
차입금의 증가(감소)	10.6	133.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-43.3	-20.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.2	-6.0	-16.9	-16.5	-16.5
기타	36.1	161.8	100.1	100.0	100.0
기타현금흐름	-4.4	1.2	-56.9	-57.0	-57.1
현금 및 현금성자산의 순증가	34.1	141.1	-13.4	10.3	27.4
기초현금 및 현금성자산	596.4	630.6	771.7	758.3	768.6
기말현금 및 현금성자산	630.6	771.7	758.3	768.6	796.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,348.6	1,537.4	1,584.8	1,643.1	1,712.0
현금 및 현금성자산	630.6	771.7	758.3	768.6	796.0
단기금융자산	175.9	146.0	149.6	153.4	157.2
매출채권 및 기타채권	457.1	493.1	542.2	579.8	611.6
재고자산	46.6	67.0	73.6	78.8	83.1
기타유동자산	38.4	59.6	61.1	62.5	64.1
비유동자산	1,676.6	1,912.3	1,938.3	1,960.5	1,979.4
투자자산	621.0	531.5	527.8	524.3	520.9
유형자산	483.2	706.3	725.2	740.8	753.7
무형자산	413.1	426.8	432.7	437.8	442.1
기타비유동자산	159.3	247.7	252.6	257.6	262.7
자산총계	3,025.2	3,449.7	3,523.1	3,603.6	3,691.4
유동부채	747.0	888.4	911.2	934.7	958.9
매입채무 및 기타채무	558.6	664.3	680.9	697.9	715.4
단기금융부채	69.7	101.1	101.1	101.1	101.1
기타유동부채	118.7	123.0	129.2	135.7	142.4
비유동부채	285.8	571.5	584.8	598.8	613.5
장기금융부채	71.7	222.3	222.3	222.3	222.3
기타비유동부채	214.1	349.2	362.5	376.5	391.2
부채총계	1,032.8	1,459.9	1,496.0	1,533.5	1,572.4
지배지분	1,693.0	1,631.4	1,659.9	1,687.4	1,715.0
자본금	18.8	18.8	18.2	18.2	18.2
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타자본	-134.9	-141.2	-141.2	-141.2	-141.2
기타포괄손익누계액	0.8	1.4	1.0	0.6	0.2
이익잉여금	579.7	523.8	553.2	581.1	609.1
비지배지분	299.4	358.4	367.3	382.7	404.0
자본총계	1,992.4	1,989.8	2,027.1	2,070.1	2,119.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-869	-243	1,351	1,314	1,318
BPS	47,006	46,697	49,158	49,972	50,792
CFPS	4,062	5,930	6,878	7,206	7,500
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-28.7	-96.3	16.8	17.3	17.2
PER(최고)	-51.9	-123.7	21.6		
PER(최저)	-23.2	-82.5	14.9		
PBR	0.53	0.50	0.46	0.45	0.45
PBR(최고)	0.96	0.64	0.60		
PBR(최저)	0.43	0.43	0.41		
PSR	0.44	0.36	0.31	0.29	0.27
PCFR	6.1	3.9	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	4.5	3.9	2.6	2.5	2.4
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	-73.0	30.0	27.5	25.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	2.1	2.2	2.2	2.2
ROA	-1.0	-0.7	1.6	1.7	1.8
ROE	-1.8	-0.5	2.8	2.7	2.6
ROIC	-113.6	-11.0	6.2	6.2	6.4
매출채권회전율	5.6	4.8	4.8	4.8	4.7
재고자산회전율	44.5	40.0	35.5	35.0	34.8
부채비율	51.8	73.4	73.8	74.1	74.2
순차입금비율	-33.4	-29.9	-28.8	-28.9	-29.7
이자보상배율	4.3	2.4	4.8	5.0	5.2
총차입금	141.4	323.4	323.4	323.4	323.4
순차입금	-665.0	-594.3	-584.5	-598.6	-629.8
NOPLAT	117.9	149.5	209.5	217.7	226.2
FCF	-941.6	-336.0	24.6	46.7	63.0

Compliance Notice

- 당사는 4월 11일 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

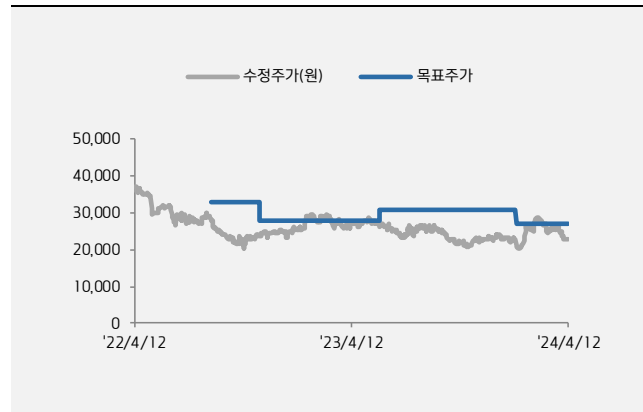
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
NHN (181710)	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	-7.57	6.48
	2024-04-12	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

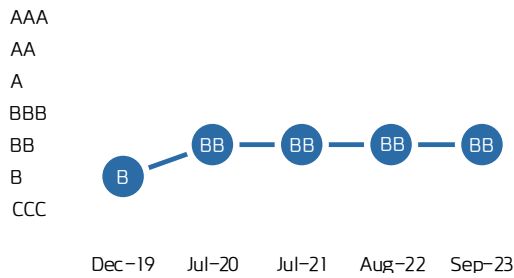
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

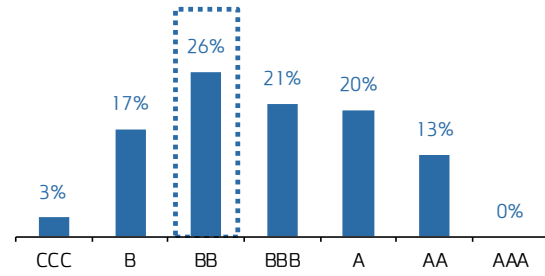
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

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