

NHN 181710

Apr 16, 2024

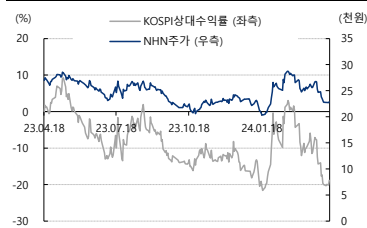
국내 공공 클라우드 및 일본 MSP 성장 전망

Buy 유지
TP 30,000 원 유지

Company Data

현재가(04/15)	22,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	28,750 원
52 주 최저가(보통주)	20,350 원
KOSPI (04/15)	2,670.43p
KOSDAQ (04/15)	852.42p
자본금	188 억원
시가총액	7,564 억원
발행주식수(보통주)	3,377 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.8 만주
평균거래대금(60 일)	15 억원
외국인지분(보통주)	11.41%
주요주주	
이준호 외 21 인	55.20%
국민연금공단	8.83%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.6	1.6	-15.2
상대주가	-8.6	-6.1	-19.4

1Q24 preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

NHN 1Q24 매출은 5,963억원(YoY +8.7%, QoQ -0.3%), 영업이익은 232억원(YoY +21.2%, QoQ 호갯전환)으로 시장 예상치(매출 6,039억원, 이익 237억원)에 부합했을 것으로 추정. 게임 매출은 웹보드 계절적 성수기 효과로 1,208억원(YoY +8.1%, QoQ +3.3%)을 기록했을 것으로 예상. 결제&광고 매출은 페이코 및 NHN KCP 매출 성장이 지속되며 2,816억원(YoY +12.9%, QoQ -3.9%), 커머스 매출은 아이코닉 인수 효과 반영으로 672억원(YoY +32.9%, QoQ -8.4%)을 기록했을 것으로 추정. 기술 매출은 전년 동기 이연 매출 반영에 따른 높은 기저 영향으로 931억원(YoY -7.0%, QoQ +18.0%) 기록 전망.

1Q24 영업비용은 5,731억원 기록 추정. 항목별로 지급수수료는 전년 동기비 결제, 커머스 매출 증가에 따라 3,852억원(YoY +10.4%, 매출 대비 64.6%), 감가상각비는 광주 AI 데이터센터 관련 상각비 인식에 따라 264억원(YoY +26.4%) 기록 추정. 인건비는 보수적인 채용 기조에 따라 1,178억원(QoQ +4.5%, YoY +2.8%) 추정.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원 유지

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원으로 유지. 2024년 국내 공공 클라우드 전환 예산 집행이 전년에 비해 적극적으로 이루어질 것으로 예상되며, 일본, 한국 등 아시아 지역에 대한 글로벌 빅테크의 공격적인 투자에 따라 동사의 MSP 사업 수혜가 가능할 것으로 전망. 특히 NHN 테코리스는 'AWS 프리미어 티어 컨설팅 파트너'로서 일본 지역 AWS 클라우드 구축, 운영, 컨설팅, 기술 지원 등을 제공하는 종합지원 서비스 'C-Chorus'를 통한 성장이 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	2,115	2,270	2,555	2,845	3,135
YoY(%)	9.9	7.3	12.6	11.3	10.2
영업이익(억원)	39	56	103	155	210
OP 마진(%)	1.8	2.5	4.0	5.4	6.7
순이익(억원)	-32	-23	79	118	160
EPS(원)	-869	-243	2,220	3,318	4,494
YoY(%)	적전	적지	흑전	49.5	35.4
PER(배)	-28.7	-96.3	10.3	6.9	5.1
PCR(배)	6.1	3.7	2.9	2.5	2.2
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	2.6	1.8	1.2
ROE(%)	-1.8	-0.5	4.5	6.5	8.2



인터넷/게임 김동우

3771-9249,

20210135@iprovest.com

[도표 81] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	571.5	598.3	596.3	613.0	644.3	701.8	2,114.9	2,269.6	2,555.4
성장률(YoY %)	15.2%	12.8%	10.6%	2.7%	5.4%	7.8%	9.4%	6.7%	8.7%	11.2%	12.7%	17.3%	9.9%	7.3%	12.6%
게임매출	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	110.2	111.8	120.8	115.9	117.1	121.7	437.7	446.2	475.6
PC	42.9	41.0	44.6	39.7	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	39.2	39.9	41.9	168.2	162.9	162.6
모바일	65.9	63.1	71.3	69.2	73.8	66.6	70.4	72.5	79.3	76.7	78.0	83.1	269.5	283.3	317.0
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	265.1	293.0	281.6	294.0	309.1	320.8	889.8	1,065.5	1,205.6
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	60.7	73.4	67.2	66.9	66.3	77.5	326.5	236.5	277.9
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.4	78.9	93.1	98.7	112.7	142.2	308.9	368.0	446.8
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	50.0	49.8	43.4	47.4	48.9	49.4	197.5	192.1	189.0
기타/내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-9.7	-9.9	-9.8	-9.9	-9.8	-9.9	-9.8	-45.6	-40.1	-39.4
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	548.2	606.1	573.1	589.4	617.1	673.0	2,075.8	2,214.0	2,452.5
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	355.8	367.9	414.7	385.2	397.3	420.7	466.7	1,365.3	1,490.6	1,669.8
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	115.7	112.8	117.8	119.4	118.5	122.1	419.2	458.9	477.8
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	19.4	19.8	19.1	19.7	20.8	22.6	24.9	126.8	78.3	88.0
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.0	21.1	31.7	26.4	26.2	26.4	26.7	78.8	93.9	105.7
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.0	-3.3	4.1	4.2	4.5	4.8	25.8	15.7	17.7
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	13.0	17.8	31.1	19.9	21.5	24.4	27.8	60.0	76.6	93.6
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	23.4	-7.8	23.2	23.7	27.3	28.8	39.1	55.6	102.9
성장률(YoY %)	-3.8%	-7.4%	-7.0%	-6.0%	2.3%	30.2%	18.1%	-17.7%	2.1%	1.3%	1.7%	-47.1%	-60.1%	42.4%	85.0%
OPM(%)	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	3.9%	3.9%	4.2%	4.1%	1.8%	2.4%	4.0%
순이익	-4.5	-5.3	21.4	-43.4	25.6	15.4	8.0	-72.1	23.3	20.1	21.3	14.2	-31.8	-23.1	78.9
NPM(%)	-0.9%	-1.0%	4.1%	-7.7%	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	3.9%	3.3%	3.3%	2.0%	-1.5%	-1.0%	3.1%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 82] NHN 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024	다키스트데이즈	좀비 아포칼립스	글로벌	PC/콘솔	NHN 퍼블리싱 & 개발
	우파루오딧세이	글로벌	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
	프로젝트 G	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	스텔라 판타지	서브컬처 수집형 RPG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
	페블시티	블록체인 소셜카지노	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
	히든위치	퍼즐	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
2025	프로젝트 RE	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN 퍼블리싱
	프로젝트 BA	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	타이거게이트	캐주얼 PvP	글로벌	-	NHN PlayArts 퍼블리싱 & 개발
	드림해커	액션	글로벌	-	NHN PlayArt 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 MM	퍼즐	글로벌	-	NHN 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 D	액션	글로벌	-	NHN PlayArt 퍼블리싱 & 개발

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 83] NHN SOTP Valuation

(단위: 십억원, 천 주)

부문	단위	12MF	가치 산정	비고
게임 부문 가치	십억원		360	
	십억원 배	12MF 게임 NOPLAT target PER	35.7 10.1	영업이익률 10%, 법인세율 25% 가정 글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균 50% 할인
자산 가치			735	
페이코 가치	십억원	부문 가치	188	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	785 48% 50%	외부 투자 유치 가치 7,850 억원 자회사 할인 50% 적용
NHN 클라우드	십억원	부문 가치	435	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	1,000 87% 50%	외부 투자 유치 가치 1 조원 자회사 할인 50% 적용
NHN KCP	십억원	지분 가치	98	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	461 42.6% 50%	상장자회사 50% 할인
NHN 벅스	십억원	지분 가치	15	
	십억원 % %	시가총액 지분율 할인율	66 45.3% 50%	상장자회사 50% 할인
적정시가총액	십억원		1,095	
발행주식수	천 주		36,017	
적정주가	원		30,401	
목표주가	원		30,000	
현재주가	원		22,400	
상승여력	%		33.9%	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 84] NHN 서브컬처 ARPG '스텔라 판타지'



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 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	2,555	2,845	3,135
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,115	2,270	2,555	2,845	3,135
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,076	2,214	2,453	2,690	2,925
영업이익	39	56	103	155	210
영업이익률 (%)	1.8	2.4	4.0	5.4	6.7
EBITDA	118	149	183	224	270
EBITDA Margin (%)	5.6	6.6	7.2	7.9	8.6
영업외손익	-38	-43	2	2	2
관계기업손익	-8	5	5	5	5
금융수익	74	81	81	81	81
금융비용	-85	-78	-62	-62	-62
기타	-19	-51	-22	-22	-22
법인세비용차감전순이익	2	13	105	156	212
법인세비용	33	36	26	38	52
계속사업순이익	-32	-23	79	118	160
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-32	-23	79	118	160
당기순이익률 (%)	-1.5	-1.0	3.1	4.1	5.1
비지배지분순이익	0	-15	4	6	8
지배지분순이익	-32	-9	75	112	152
지배순이익률 (%)	-1.5	-0.4	2.9	3.9	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-45	0	-3	-3	-3
포괄순이익	-77	-23	76	115	156
비지배지분포괄이익	5	-15	4	6	8
지배지분포괄이익	-82	-8	72	109	149

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	176	203	235
당기순이익	-32	-23	79	118	160
비현금항목의 가감	182	232	193	193	195
감가상각비	59	75	65	56	48
외환손익	3	-1	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	0	-5	-5	-5
기타	120	157	135	145	154
자산부채의 증감	-29	15	-72	-72	-72
기타현금흐름	-95	-59	-25	-36	-47
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	29	101	123
기초 현금	596	631	772	801	902
기말 현금	631	772	801	902	1,024
NOPLAT	-815	-99	78	117	158
FCF	-895	-308	86	114	146

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,349	1,537	1,667	1,882	2,137
현금및현금성자산	631	772	801	902	1,024
매출채권 및 기타채권	457	493	583	688	811
재고자산	47	67	75	84	93
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	3,479	3,606	3,783
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	1,689	1,785	1,920
자본금	19	19	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	582	677	813
기타자본변동	-135	-141	-141	-141	-141
비지배지분	299	358	371	392	422
자본총계	1,992	1,990	2,060	2,177	2,342
총차입금	141	323	290	298	306

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

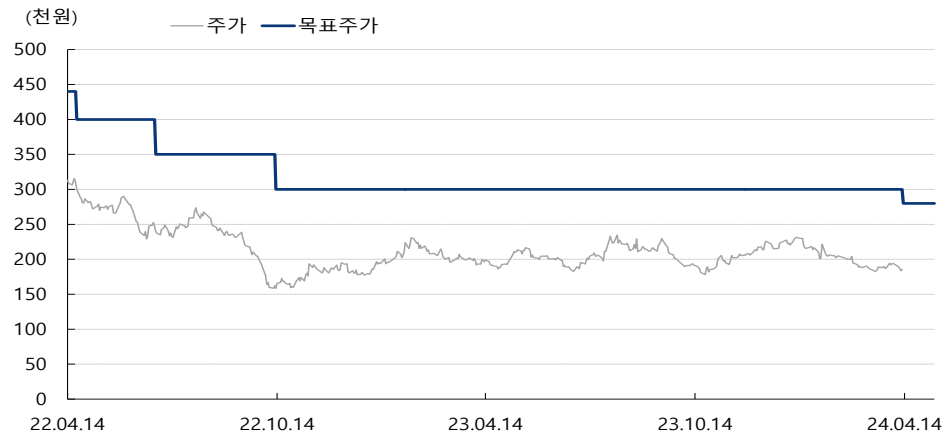
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-869	-243	2,220	3,318	4,494
PER	-28.7	-96.3	10.3	6.9	5.1
BPS	47,006	46,697	50,019	52,850	56,857
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	3,189	4,247	5,434	6,639	7,996
EV/EBITDA	4.5	3.9	2.6	1.8	1.2
SPS	57,229	64,477	75,679	84,255	92,848
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
CFPS	-24,230	-8,748	2,560	3,375	4,326
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

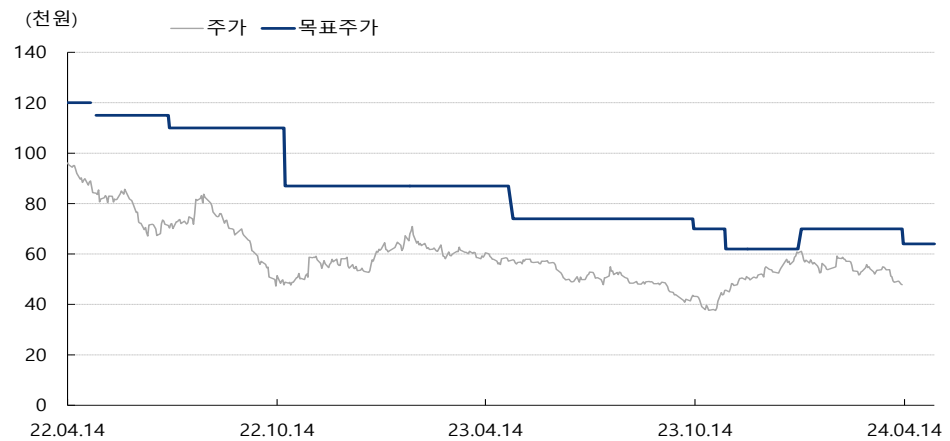
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	9.9	7.3	12.6	11.3	10.2
영업이익 증가율	-60.1	42.4	85.0	50.4	35.8
순이익 증가율	적전	적지	흑전	49.5	35.4
수익성					
ROIC	-118.7	-11.3	7.9	11.5	14.8
ROA	-1.1	-0.3	2.2	3.2	4.1
ROE	-1.8	-0.5	4.5	6.5	8.2
안정성					
부채비율	51.8	73.4	68.9	65.7	61.6
순차입금비율	4.7	9.4	8.3	8.3	8.1
이자보상배율	4.3	2.4	5.1	7.5	10.0

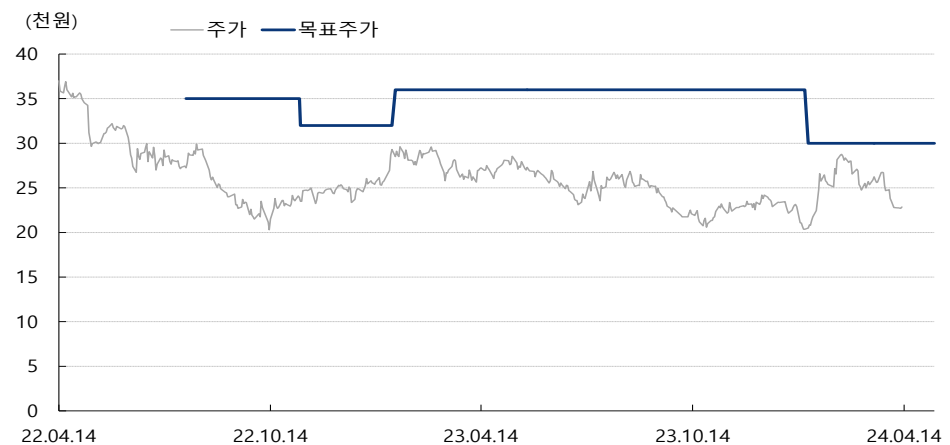
NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.06.25	매수	480,000	(20.60)	(8.13)	2023.02.06	매수	300,000	(43.0)	(30.2)
2021.07.14	매수	480,000	(19.76)	(6.46)	2023.03.29	매수	300,000	(53.8)	(44.9)
2021.07.23	매수	550,000			2023.05.08	매수	300,000	(31.4)	(27.6)
	담당자 변경				2023.06.22	매수	300,000	(58.9)	(53.5)
2022.03.07	매수	440,000	(32.9)	(25.0)	2023.07.11	매수	300,000	(42.8)	(25.8)
2022.04.22	매수	400,000	(41.5)	(28.0)	2023.08.07	매수	300,000	(39.4)	(27.9)
2022.06.30	매수	350,000	(57.5)	(30.8)	2023.10.10	매수	300,000	(59.7)	(49.6)
2022.08.08	매수	350,000	(79.9)	(72.4)	2023.11.06	매수	300,000	(41.5)	(30.7)
2022.10.13	매수	300,000	(62.4)	(52.7)	2024.01.10	매수	300,000	(37.3)	(29.6)
2022.11.08	매수	300,000	(48.9)	(34.2)	2024.02.05	매수	300,000	(54.7)	(44.2)
2023.01.10	매수	300,000	(48.9)	(34.2)	2024.04.16	매수	280,000		

자료: 교보증권 리서치센터

카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.08.26	매수	190,000			2023.02.13	매수	87,000	(42.7)	(33.8)
	담당자 변경				2023.04.20	매수	87,000	(51.7)	(48.7)
2022.03.07	매수	120,000	(17.8)	(10.6)	2023.05.08	매수	74,000	(31.4)	(27.6)
2022.04.19	매수	120,000	(32.3)	(26.2)	2023.06.22	매수	74,000	(46.1)	(34.8)
2022.05.07	매수	115,000	(39.3)	(34.2)	2023.08.04	매수	74,000	(54.9)	(40.2)
2022.06.12	매수	115,000	(61.2)	(34.2)	2023.10.13	매수	70,000	(53.4)	(32.6)
2022.07.12	매수	110,000	(50.3)	(34.6)	2023.11.06	매수	70,000	(57.5)	(53.5)
2022.08.05	매수	110,000	(64.9)	(31.4)	2023.11.10	매수	62,000	(18.5)	(2.0)
2022.10.21	매수	87,000	(75.7)	(66.3)	2024.01.15	매수	70,000	(24.9)	(14.6)
2022.11.04	매수	87,000	(56.3)	(42.4)	2024.02.16	매수	70,000	(28.4)	(14.6)
2023.01.10	매수	87,000	(36.1)	(22.7)	2024.04.16	매수	64,000		

자료: 교보증권 리서치센터

NHN 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)					
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)					
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)					
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)					
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)					
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)					
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)					
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)					
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)					
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)					
2024.04.16	매수	30,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6%	2.9%	1.5%	0.0%

【 업종 투자의견 】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【 기업 투자기간 및 투자등급 】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하