

NHN (181710)

게임 사업 선방, 컨센서스 부합 추정

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 31,000원

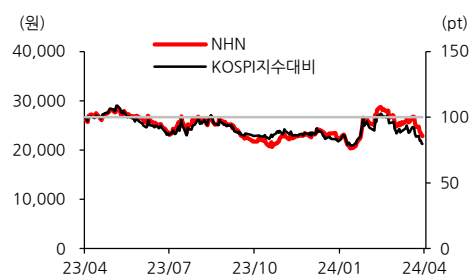
현재 주가(4/5)	22,800 원
상승여력	▲36%
시가총액	7,699 억원
발행주식수	33,766 천주
52 주 최고가 / 최저가	28,750 / 20,350 원
90 일 일평균 거래대금	32.08 억원
외국인 지분율	11.5%
주주 구성	
이준호 (외 22 인)	55.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
자사주 (외 1 인)	2.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.2	2.9	4.8	-14.1
상대수익률(KOSPI)	-17.7	-2.3	-8.1	-22.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,115	2,270	2,471	2,684
영업이익	39	56	95	114
EBITDA	118	149	222	242
순이익	-32	-9	65	77
EPS(원)	-933	-256	1,939	2,297
순차입금	-573	-547	-552	-559
PER	-26.7	-91.1	11.8	9.9
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.0	0.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-1.8	-0.5	3.8	4.2

주가 추이



동사의 1Q24 실적은 게임 매출액 호조로 컨센서스에 부합한 것으로 추정합니다. 이익 개선세가 분기마다 이어질 때 유의미한 주가 상승이 가능할 것으로 예상합니다.

1Q24 실적은 컨센서스 부합 추정

동사의 1Q24 실적은 매출액 5964억 원, 영업이익 222억 원으로 컨센서스에 부합한 것으로 추정한다. PC와 모바일 매출액이 QoQ 각각 10.2%, 1.3% 늘어난 것으로 예상된다. 웹보드 성수기 진입과 쏘무쏘무 10주년 이벤트 효과가 반영된 것으로 파악된다. 결제/광고 매출액은 쿠폰, 기업복지솔루션, 포인트 결제 사업 확대로 YoY 11.2% 증가한 것으로 추정한다. 커머스 매출액은 662억 원을 예상하는데, 중국 업황의 회복세는 확인하기 어려웠지만 아이코닉 연결 실적 기여로 YoY 30.9% 증가한 것으로 예상된다. 인건비는 QoQ 3.7% 증가, 광고전선비는 전분기와 유사한 194억 원을 추정한다.

올해 실적 개선의 관건은 커머스 사업 회복

우리는 동사의 올해 영업이익으로 953억 원(YoY 71.3%)을 전망한다. 게임 사업 견고한 이익 레벨은 이어지겠지만 매크로와 업황 부진세가 동시에 악영향을 미친 커머스 사업의 회복세가 올해 실적 개선의 관건이다. 대손인식에 따라 큰 폭의 적자를 기록한 작년 대비해서는 무조건 나아지겠지만 업황 회복이 동반되어야만 의미있는 개선세가 확인될 것으로 예상된다. 페이코 관련 손실도 눈에 띄게 축소('22년 -500억원대 → '23년 -157억)되고 있지만, 이미 마케팅 지출에 대한 정책이 강력한 기초임을 고려하면 올해 손실폭 개선세는 더딜 수 밖에 없다.

투자의견 BUY와 목표주가 3만 1천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 최근 동사의 주가는 저PBR 및 주주환원정책 등 밸류업 이슈로 부각받으며 변동성을 나타냈지만 이제는 이익 개선세가 분기마다 이어질 때 유의미한 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다. 단기적으로는 커머스 사업의 이익 회복세가 실적 개선 주요 키로 볼 수 있다. 밸류에이션은 올해 예상 실적 기준 PER 12배로 부담스럽지는 않은 수준이다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	596.4	606.3	619.4	649.1	2,115	2,270	2,471	2,684
YoY(%)	5.4	7.8	9.4	6.7	8.8	9.9	8.4	8.5	9.9	7.3	8.9	8.6
게임매출	117.0	107.2	110.2	111.8	116.7	116.9	117.8	119.9	438	446	471	503
PC	43.2	40.7	39.8	39.2	43.2	42.7	42.9	42.3	168	163	171	177
모바일	73.8	66.6	70.4	72.5	73.4	74.3	74.9	77.6	269	283	300	326
비게임매출	453.4	464.8	481.5	508.2	479.8	489.4	501.6	529.2	1,734	1,908	2,000	2,181
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	277.3	273.0	275.2	291.1	890	1,076	1,116	1,230
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.8	51.5	49.8	53.8	197	192	201	209
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	66.2	68.9	70.4	74.5	327	236	280	298
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	87.8	93.3	103.5	107.1	309	368	392	425
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	574.2	583.2	597.3	621.2	2,076	2,214	2,376	2,570
YoY(%)	4.8	4.8	6.6	10.1	8.5	9.9	9.0	2.5	12.9	9.5	2.8	3.3
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	116.9	118.2	118.0	118.4	419	459	472	487
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	384.1	385.0	398.9	418.0	1,365	1,491	1,586	1,728
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	19.4	20.3	21.4	23.1	127	78	84	93
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	22.2	23.1	22.1	27.9	39.1	55.6	95.3	113.7
YoY(%)	23.1	302.1	181.4	-177.3	16.0	10.6	-5.4	흑전	-60.1	42.4	71.3	19.3
영업이익률(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	3.7	3.8	3.6	4.3	1.8	2.4	3.9	4.2
당기순이익	25.6	15.4	8.0	-72.1	16.3	16.9	17.2	21.3	-31.8	-23.1	71.8	85.0
YoY(%)	흑전	흑전	-62.7	흑전	-36.3	9.8	115.9	흑전	적전	적지	흑전	18.5
순이익률(%)	4.7	2.8	1.4	-12.0	2.7	2.8	2.8	3.3	-1.5	-1.0	2.9	3.2

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,924	2,115	2,270	2,471	2,684
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	98	39	56	95	114
EBITDA	171	118	149	222	242
순이자손익	1	6	-2	-9	-9
외화관련손익	5	-9	2	0	0
지분법손익	5	-12	6	15	15
세전계속사업손익	151	2	13	104	123
당기순이익	130	-32	-23	72	85
지배주주순이익	117	-32	-9	65	77
증가율(%)					
매출액	17.2	9.9	7.3	8.9	8.6
영업이익	14.1	-60.1	42.4	71.3	19.3
EBITDA	12.7	-31.2	26.8	48.3	9.1
순이익	363.9	적전	적지	흑전	18.5
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	5.1	1.8	2.4	3.9	4.2
EBITDA 이익률	8.9	5.6	6.6	9.0	9.0
세전이익률	7.8	0.1	0.6	4.2	4.6
순이익률	6.7	-1.5	-1.0	2.9	3.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	226	26	320	188	198
당기순이익	130	-32	-23	72	85
자산상각비	73	79	94	126	128
운전자본증감	27	-29	0	-75	3
매출채권 감소(증가)	-34	-83	10	-42	-45
재고자산 감소(증가)	-1	2	18	-12	-7
매입채무 증가(감소)	64	48	27	-22	54
투자현금흐름	-174	11	-314	-187	-196
유형자산처분(취득)	-69	-127	-272	-94	-102
무형자산 감소(증가)	-15	-17	-31	-72	-72
투자자산 감소(증가)	-28	215	68	-4	-5
재무현금흐름	8	1	135	0	0
차입금의 증가(감소)	30	-4	115	0	0
자본의 증가(감소)	-53	-43	20	0	0
배당금의 지급	-7	0	0	0	0
총현금흐름	224	150	320	263	195
(-)운전자본증가(감소)	51	-136	-77	75	-3
(-)설비투자	73	130	281	94	102
(+)자산매각	-11	-14	-21	-72	-72
Free Cash Flow	89	142	95	22	24
(-)기타투자	-16	224	157	16	18
잉여현금	105	-83	-62	6	7
NOPLAT	67	-815	-99	66	78
(+) Dep	73	79	94	126	128
(-)운전자본투자	51	-136	-77	75	-3
(-)Capex	73	130	281	94	102
OpFCF	16	-731	-209	23	108

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,360	1,349	1,537	1,601	1,663
현금성자산	652	736	879	884	891
매출채권	292	457	493	535	580
재고자산	49	47	67	79	86
비유동자산	1,667	1,677	1,912	1,983	2,062
투자자산	900	780	779	811	844
유형자산	388	483	706	697	696
무형자산	379	413	427	476	523
자산총계	3,027	3,025	3,450	3,584	3,726
유동부채	720	747	888	871	930
매입채무	489	559	664	642	696
유동성이자부채	104	92	110	110	110
비유동부채	209	286	571	577	583
비유동이자부채	41	72	222	222	222
부채총계	929	1,033	1,460	1,448	1,513
자본금	10	19	19	19	19
자본잉여금	1,238	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	654	580	524	588	665
자본조정	-67	-134	-140	-58	-58
자기주식	-112	-81	-54	-54	-54
자본총계	2,099	1,992	1,990	2,136	2,213

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,115	-933	-256	1,939	2,297
BPS	93,754	47,006	46,697	50,892	53,083
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	5,976	4,168	9,170	7,537	5,589
ROA(%)	4.2	-1.1	-0.3	1.8	2.1
ROE(%)	6.8	-1.8	-0.5	3.8	4.2
ROIC(%)	7.7	-96.2	-11.1	6.5	7.1
Multiples(x, %)					
PER	14.4	-26.7	-91.1	11.8	9.9
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PSR	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	7.5	6.0	2.5	3.0	4.1
EV/EBITDA	6.9	2.7	1.8	1.0	0.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	44.2	51.8	73.4	67.8	68.4
Net debt/Equity	-24.1	-28.8	-27.5	-25.8	-25.3
Net debt/EBITDA	-295.8	-486.2	-365.7	-249.2	-231.1
유동비율	189.0	180.5	173.0	183.8	178.9
이자보상배율(배)	16.0	4.3	2.4	4.8	5.7
자산구조(%)					
투자자본	35.8	35.4	36.4	38.7	39.3
현금+투자자산	64.2	64.6	63.6	61.3	60.7
자본구조(%)					
차입금	6.5	7.6	14.3	13.5	13.0
자기자본	93.5	92.4	85.7	86.5	87.0

[Compliance Notice]

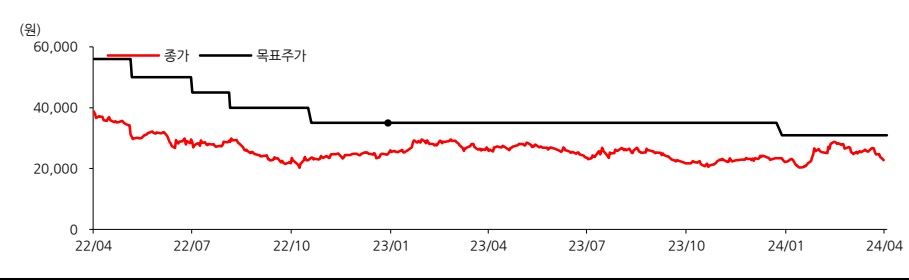
(공표일: 2024년 4월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2022.04.11	2022.05.11	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.06
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		56,000	50,000	50,000	50,000	45,000
일시	2022.08.10	2022.10.24	2022.11.09	2022.11.17	2022.12.05	2023.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	40,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일시	2023.02.27	2023.04.04	2023.07.07	2024.01.02	2024.04.08	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	35,000	35,000	35,000	31,000	31,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.11	Buy	50,000	-39.91	-35.60
2022.07.06	Buy	45,000	-37.68	-35.00
2022.08.10	Buy	40,000	-39.32	-25.25
2022.10.24	Buy	35,000	-26.55	-15.43
2024.01.02	Buy	31,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%