

NHN (181710)

컨센서스 부합 추정

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 30,000원

현재 주가(6/28)	20,750 원
상승여력	▲44.6%
시가총액	7,006 억원
발행주식수	33,766 천주
52 주 최고가 / 최저가	28,750 / 20,350 원
90 일 일평균 거래대금	16.81 억원
외국인 지분율	10.7%

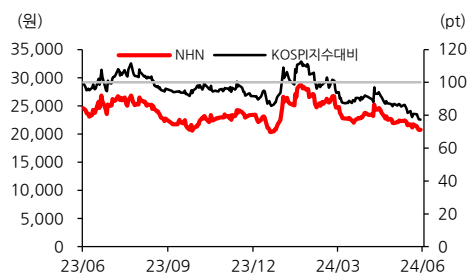
주주 구성	
이준호 (외 21 인)	55.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
자사주 (외 1 인)	2.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.8	-17.8	-11.1	-17.8
상대수익률(KOSPI)	-10.5	-19.7	-16.5	-26.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,115	2,270	2,548	2,760
영업이익	39	56	98	111
EBITDA	118	149	218	268
순이익	-32	-9	66	109
EPS(원)	-891	-244	2,023	3,353
순차입금	-573	-547	-415	-263
PER	-27.9	-95.6	10.3	6.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.3	1.6
배당수익률	n/a	2.1	2.4	2.4
ROE	-1.8	-0.5	4.0	6.4

주가 추이



동사의 2Q24 실적은 컨센서스 영업이익에 부합한 것으로 추정합니다. 최근 하락한 주가는 많은 우려를 반영하고 있지만, 이익 개선세가 분기마다 이어질 때 유의미한 주가 상승이 가능할 것으로 예상합니다.

2Q24 실적은 컨센서스 부합 추정

동사의 2Q24 실적은 매출액 6299억 원, 영업이익 251억 원으로 컨센서스에 부합한 것으로 추정한다. 게임 매출액이 QoQ 10% 감소할 것으로 예상한다. 웹보드는 비수기 시즌으로 부진, 모바일 게임은 대형 이벤트 효과가 소멸된 것으로 파악한다. 결제/광고 매출액은 쿠폰, 기업복지솔루션, 포인트 결제 사업 확대로 YoY 17%, 기술 매출액은 일본MSP 사업 호조로 YoY 4% 성장한 것으로 추정한다. 커머스 매출액은 659억 원을 예상하는데, 업황 회복세는 확인하기 어렵지만 사업 구조조정을 통한 수익성 통제 전략이 두드러진 것으로 파악된다. 인건비는 QoQ 3.1% 증가, 광고선전비는 QoQ 21.6% 증가를 추정한다.

올해 실적 개선의 관건은 커머스 사업 회복

우리는 동사의 올해 영업이익으로 976억 원(YoY 75.5%)을 전망한다. 게임 사업의 견고한 이익 레벨은 이어지겠지만 매크로와 업황 부진이 동시에 악영향을 미친 커머스 사업의 회복세가 올해 실적 개선의 관건이다. 대손 인식에 따라 큰 폭의 적자를 기록한 작년 대비해서는 무조건 나아지겠지만 업황 회복이 동반되어야만 의미있는 개선세가 확인될 것으로 예상된다. 페이코 관련 손실도 눈에 띄게 축소('22년 -500억원 대 → '23년 -157억)되고 있지만, 이미 마케팅 지출에 대한 정책이 강력한 기조임을 고려하면 올해 손실폭 개선세는 더딜 수밖에 없다.

목표주가 3만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 투자자산 가치 변동을 반영해 3만 원으로 하향한다. 일부 자회사 구조조정이 진행되며 사업 포트폴리오를 재편하고 있는 점은 긍정적이다. 수익성 높은 웹보드 게임 사업의 캐시카우 역할도 이익 레벨을 뒷받침해주고 있다. 단기적으로는 커머스 사업의 이익 회복세와 주주환원 정책 강화가 주가 상승 모멘텀이 될 것으로 예상된다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	629.9	645.0	669.0	2,115	2,270	2,548	2,760
YoY(%)	5.4	7.8	9.4	6.7	10.2	14.2	12.9	11.8	9.9	7.3	12.3	8.3
게임매출	117.0	107.2	110.2	111.8	121.8	110.0	113.8	117.0	438	446	463	485
PC	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	39.4	42.9	43.5	168	163	167	175
모바일	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	70.6	70.9	73.6	269	283	295	310
비게임매출	453.4	464.8	481.5	508.2	504.2	519.8	531.3	552.0	1,734	1,908	2,107	2,275
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	300.9	304.9	312.9	890	1,076	1,216	1,324
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.1	49.8	54.8	197	192	203	209
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	65.9	70.4	74.5	327	236	275	298
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	97.2	103.5	107.1	309	368	403	425
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	604.8	627.9	641.0	2,076	2,214	2,451	2,648
YoY(%)	4.8	4.8	6.6	10.1	9.0	14.0	14.5	5.8	12.9	9.5	1.8	3.0
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	117.1	118.1	118.4	419	459	467	481
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	415.7	435.4	441.6	1,365	1,491	1,687	1,822
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	20.7	19.9	25.1	127	78	83	103
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	25.1	17.1	28.1	39.1	55.6	97.6	111.5
YoY(%)	23.1	302.1	181.4	-177.3	42.8	20.2	-26.7	흑전	-60.1	42.4	75.5	14.2
영업이익률(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	4.5	4.0	2.7	4.2	1.8	2.4	3.8	4.0
당기순이익	25.6	15.4	8.0	-72.1	-4.8	28.6	16.3	24.2	-31.8	-23.1	64.3	109.1
YoY(%)	흑전	흑전	-62.7	적지	적전	85.5	104.3	흑전	적전	적지	흑전	69.7
순이익률(%)	4.7	2.8	1.4	-12.0	-0.8	4.5	2.5	3.6	-1.5	-1.0	2.5	4.0

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

게임 사업 가치	728.7	
24E 매출액	462.7	
24E 순이익	69.4	OPM 20%, 법인세율 25% 적용
Target PER	10.5	
페이코 사업 가치	307.8	자회사 40% 할인
투자 유치	750.0	외부 투자 유치 금액 7500 억 원
지분율	68%	
투자자산 가치	80.6	상장사 50% 할인
NHN KCP	67.0	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	13.6	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
적정 기업가치	1,117	
발행주식수(천주)	37,514	
적정주가(원)	29,777	
목표주가(원)	30,000	
현재주가(원)	20,750	
상승여력	44.6%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,924	2,115	2,270	2,548	2,760
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	98	39	56	98	111
EBITDA	171	118	149	218	268
순이자손익	1	6	-2	18	25
외화관련손익	5	3	2	0	0
지분법손익	5	-12	6	-8	0
세전계속사업손익	151	2	13	99	128
당기순이익	130	-32	-23	64	109
지배주주순이익	117	-32	-9	66	109
증가율(%)					
매출액	625.0	9.9	7.3	12.3	8.3
영업이익	87.9	-60.1	42.4	75.5	14.2
EBITDA	179.7	-31.2	26.8	46.2	22.8
순이익	713.0	적전	적지	흑전	69.7
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	5.1	1.8	2.4	3.8	4.0
EBITDA 이익률	8.9	5.6	6.6	8.6	9.7
세전이익률	7.8	0.1	0.6	3.9	4.7
순이익률	6.7	-1.5	-1.0	2.5	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	226	26	165	234	279
당기순이익	130	-32	-23	64	109
자산상각비	73	79	94	121	157
운전자본증감	27	-29	15	-18	7
매출채권 감소(증가)	-34	-83	10	-83	-46
재고자산 감소(증가)	-1	2	18	-11	-7
매입채무 증가(감소)	64	48	27	64	56
투자현금흐름	-174	11	-294	-329	-421
유형자산처분(취득)	-69	-127	-308	-295	-387
무형자산 감소(증가)	-15	-17	-31	-16	-17
투자자산 감소(증가)	-28	215	68	-10	-5
재무현금흐름	8	1	269	-61	-16
차입금의 증가(감소)	30	-4	115	3	0
자본의 증가(감소)	-53	-46	-26	-38	-16
배당금의 지급	-7	-2	-6	-17	-16
총현금흐름	224	150	209	262	272
(-)운전자본증가(감소)	51	-136	-77	-13	-7
(-)설비투자	73	130	318	295	387
(+)자산매각	-11	-14	-20	-16	-17
Free Cash Flow	89	142	-53	-36	-124
(-)기타투자	-16	224	86	39	12
잉여현금	105	-83	-138	-75	-136
NOPLAT	67	-815	-99	63	95
(+) Dep	73	79	94	121	157
(-)운전자본투자	51	-136	-77	-13	-7
(-)Capex	73	130	318	295	387
OpFCF	16	-731	-246	-98	-128

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,360	1,349	1,537	1,472	1,377
현금성자산	652	736	879	747	595
매출채권	292	457	493	537	583
재고자산	49	47	67	79	85
비유동자산	1,667	1,677	1,912	2,099	2,358
투자자산	900	780	779	768	780
유형자산	388	483	706	901	1,149
무형자산	379	413	427	431	429
자산총계	3,027	3,025	3,450	3,572	3,735
유동부채	720	747	888	964	1,028
매입채무	489	559	664	655	711
유동성이자부채	104	92	110	106	106
비유동부채	209	286	571	595	601
비유동이자부채	41	72	222	226	226
부채총계	929	1,033	1,460	1,559	1,629
자본금	10	19	19	19	19
자본잉여금	1,238	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	654	580	524	524	616
자본조정	-67	-134	-140	-103	-103
자기주식	-112	-81	-54	-75	-75
자본총계	2,099	1,992	1,990	2,013	2,106

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,115	-891	-244	2,023	3,353
BPS	93,754	47,006	46,697	49,391	52,140
DPS	0	0	500	500	500
CFPS	5,976	4,168	5,975	7,762	8,061
ROA(%)	4.2	-1.1	-0.3	1.9	3.0
ROE(%)	6.8	-1.8	-0.5	4.0	6.4
ROIC(%)	7.7	-96.2	-11.1	6.1	7.6
Multiples(x, %)					
PER	14.4	-27.9	-95.6	10.3	6.2
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	3.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	6.9	2.7	1.8	1.3	1.6
배당수익률	n/a	n/a	2.1	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	44.2	51.8	73.4	77.5	77.4
Net debt/Equity	-24.1	-28.8	-27.5	-20.6	-12.5
Net debt/EBITDA	-295.8	-486.2	-365.7	-189.8	-97.8
유동비율	189.0	180.5	173.0	152.7	133.9
이자보상배율(배)	16.0	4.3	2.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	35.8	35.4	36.4	42.5	49.8
현금+투자자산	64.2	64.6	63.6	57.5	50.2
자본구조(%)					
차입금	6.5	7.6	14.3	14.2	13.6
자기자본	93.5	92.4	85.7	85.8	86.4

[Compliance Notice]

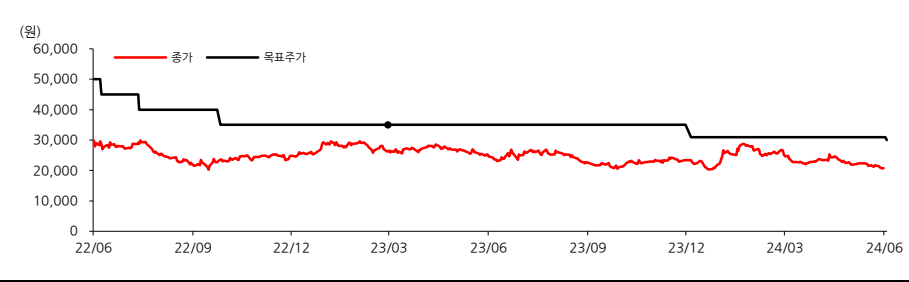
(공표일: 2024년 7월 1일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2022.07.06	2022.08.10	2022.10.24	2022.11.09	2022.11.17
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		45,000	40,000	35,000	35,000	35,000
일시	2022.12.05	2023.02.01	2023.02.27	2023.04.04	2023.07.07	2024.01.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	31,000
일시	2024.04.08	2024.07.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	31,000	30,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-23.33	-7.26
2024.07.01	Buy	30,000		

[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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%