



# NHN (181710)

## 어려운 업황속에서 이익 개선세 확인

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

**Buy (유지)**

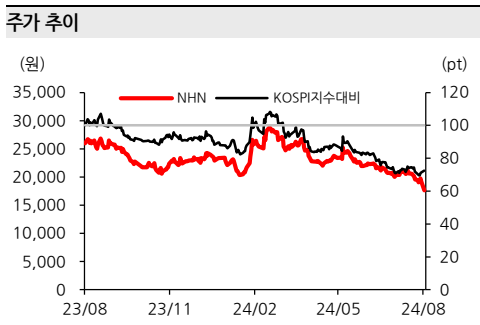
목표주가(유지): 30,000원

현재 주가(8/6)	19,170 원
상승여력	▲56.5%
시가총액	6,473 억원
발행주식수	33,766 천주
52 주 최고가 / 최저가	28,750 / 17,660 원
90 일 일평균 거래대금	16.92 억원
외국인 지분율	11.4%
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	-5.3	-17.9	-25.7	-26.3
상대수익률(KOSPI)	6.5	-12.1	-23.6	-23.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,115	2,270	2,505	2,733
영업이익	39	56	112	121
EBITDA	118	149	233	277
순이익	-32	-9	54	83
EPS(원)	-891	-244	1,672	2,561
순차입금	-573	-547	-409	-233
PER	-27.9	-95.6	11.5	7.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.0	1.5
배당수익률	n/a	2.1	2.6	2.6
ROE	-1.8	-0.5	3.3	4.9



동사의 2Q24 실적은 게임사업 부진에도 불구하고 비용 감축으로 인해 영업이익 컨센서스를 상회했습니다. 최근 하락한 주가는 많은 우려를 반영하고 있는 수준입니다. 단기적으로는 커머스 사업의 이익 회복세와 주주환원 정책 강화가 주가 상승 모멘텀이 될 것으로 예상합니다.

### 2Q24 실적은 영업이익 컨센서스 상회

동사의 2Q24 실적은 매출액 5994억 원, 영업이익 285억 원으로 컨센서스 246억 원을 상회했다. 게임 매출액이 QoQ 12.7% 감소했음에도 불구하고 커머스와 콘텐츠 경영 효율화 및 강도높은 고정비 통제 전략으로 인해 수익성이 개선됐다. 모바일 매출은 이벤트 효과가 소멸되며 QoQ 20.9% 감소했지만 웹보드는 비수기임에도 메타 콘텐츠 확대에 의해 QoQ 2.9% 성장했다. 결제/광고와 커머스 매출액이 YoY 각각 14.7%, 10.7% 성장하며 전체 매출 성장을 견인했다. 인건비는 QoQ 2% 감소, 광고선전비는 비수기 시즌 영향으로 QoQ 13.9% 줄어들었다.

### 올해 실적 개선의 관건은 커머스 사업 회복

우리는 동사의 올해 영업이익으로 1121억 원(YoY 101.6%)을 전망한다. 올해 예정이었던 신작들의 지연으로 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 -500억원대 → '23년 -157억)되고 있지만 이미 마케팅 지출에 대한 정책이 강력한 기초임을 고려하면 올해 손실폭 개선세는 더딜 수밖에 없다.

### 투자의견 BUY와 목표주가 3만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 인건비와 광고 선전비를 포함한 비용 효율화 노력과 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	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	638.7	662.4	2,115	2,270	2,505	2,733
YoY(%)	5.4	7.8	9.4	6.7	10.2	8.7	11.7	10.7	9.9	7.3	10.4	9.1
게임매출	117.0	107.2	110.2	111.8	121.8	106.4	113.8	117.0	438	446	459	485
PC	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	42.9	42.9	43.5	168	163	171	175
모바일	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	63.5	70.9	73.6	269	283	288	310
비게임매출	453.4	464.8	481.5	508.2	504.2	513.6	524.9	545.4	1,734	1,908	2,088	2,247
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	294.7	298.5	306.3	890	1,076	1,197	1,297
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	570.9	608.0	636.8	2,076	2,214	2,393	2,612
YoY(%)	4.8	4.8	6.6	10.1	9.0	7.6	10.9	5.1	12.9	9.5	1.8	6.6
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	118.1	124.4	419	459	467	498
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	418.3	437.2	1,365	1,491	1,650	1,804
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	20.9	24.8	127	78	77	90
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	28.5	30.7	25.7	39.1	55.6	112.1	121.1
YoY(%)	23.1	302.1	181.4	-177.3	42.8	36.3	31.2	흑전	-60.1	42.4	101.6	8.1
영업이익률(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	4.5	4.8	4.8	3.9	1.8	2.4	4.5	4.4
당기순이익	25.6	15.4	8.0	-72.1	-4.8	4.6	32.4	11.3	-31.8	-23.1	52.9	83.3
YoY(%)	흑전	흑전	-62.7	적지	적전	-70.0	305.6	흑전	적전	적지	흑전	57.5
순이익률(%)	4.7	2.8	1.4	-12.0	-0.8	0.8	5.1	1.7	-1.5	-1.0	2.1	3.0

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,924	2,115	2,270	2,505	2,733
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	98	39	56	112	121
EBITDA	171	118	149	233	277
순이자손익	1	6	-2	18	25
외화관련손익	5	3	2	0	0
지분법손익	5	-12	6	-8	0
세전계속사업손익	151	2	13	93	98
당기순이익	130	-32	-23	53	83
지배주주순이익	117	-32	-9	54	83
<b>증가율(%)</b>					
매출액	625.0	9.9	7.3	10.4	9.1
영업이익	87.9	-60.1	42.4	101.6	8.1
EBITDA	179.7	-31.2	26.8	55.5	19.1
순이익	713.0	적전	적지	흑전	57.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	5.1	1.8	2.4	4.5	4.4
EBITDA 이익률	8.9	5.6	6.6	9.3	10.1
세전이익률	7.8	0.1	0.6	3.7	3.6
순이익률	6.7	-1.5	-1.0	2.1	3.0

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	226	26	165	222	253
당기순이익	130	-32	-23	53	83
자산상각비	73	79	94	120	156
운전자본증감	27	-29	15	-19	7
매출채권 감소(증가)	-34	-83	10	-78	-45
재고자산 감소(증가)	-1	2	18	-10	-7
매입채무 증가(감소)	64	48	27	58	55
투자현금흐름	-174	11	-294	-322	-417
유형자산처분(취득)	-69	-127	-308	-289	-383
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	250	245
(-)운전자본증가(감소)	51	-136	-77	-13	-7
(-)설비투자	73	130	318	289	383
(+)자산매각	-11	-14	-20	-16	-17
Free Cash Flow	89	142	-53	-42	-147
(-)기타투자	-16	224	86	39	12
잉여현금	105	-83	-138	-81	-159
NOPLAT	67	-815	-99	64	103
(+) Dep	73	79	94	120	156
(-)운전자본투자	51	-136	-77	-13	-7
(-)Capex	73	130	318	289	383
OpFCF	16	-731	-246	-92	-117

주: IFRS 연결기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,360	1,349	1,537	1,460	1,341
현금성자산	652	736	879	741	565
매출채권	292	457	493	532	577
재고자산	49	47	67	78	84
비유동자산	1,667	1,677	1,912	2,094	2,349
투자자산	900	780	779	768	780
유형자산	388	483	706	895	1,141
무형자산	379	413	427	431	429
자산총계	3,027	3,025	3,450	3,554	3,690
유동부채	720	747	888	958	1,021
매입채무	489	559	664	649	704
유동성이자부채	104	92	110	106	106
비유동부채	209	286	571	595	601
비유동이자부채	41	72	222	226	226
부채총계	929	1,033	1,460	1,553	1,622
자본금	10	19	19	19	19
자본잉여금	1,238	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	654	580	524	512	579
자본조정	-67	-134	-140	-103	-103
자기주식	-112	-81	-54	-75	-75
자본총계	2,099	1,992	1,990	2,001	2,068

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	3,115	-891	-244	1,672	2,561
BPS	93,754	47,006	46,697	49,053	51,039
DPS	0	0	500	500	500
CFPS	5,976	4,168	5,975	7,410	7,269
ROA(%)	4.2	-1.1	-0.3	1.6	2.3
ROE(%)	6.8	-1.8	-0.5	3.3	4.9
ROIC(%)	7.7	-96.2	-11.1	6.2	8.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	14.4	-27.9	-95.6	11.5	7.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PSR	0.9	0.4	0.4	0.3	0.2
PCR	7.5	6.0	3.9	2.6	2.6
EV/EBITDA	6.9	2.7	1.8	1.0	1.5
배당수익률	n/a	n/a	2.1	2.6	2.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	44.2	51.8	73.4	77.6	78.4
Net debt/Equity	-24.1	-28.8	-27.5	-20.4	-11.3
Net debt/EBITDA	-295.8	-486.2	-365.7	-175.7	-84.2
유동비율	189.0	180.5	173.0	152.4	131.3
이자보상배율(배)	16.0	4.3	2.4	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	35.8	35.4	36.4	42.5	50.2
현금+투자자산	64.2	64.6	63.6	57.5	49.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	6.5	7.6	14.3	14.2	13.8
자기자본	93.5	92.4	85.7	85.8	86.2

[ Compliance Notice ]

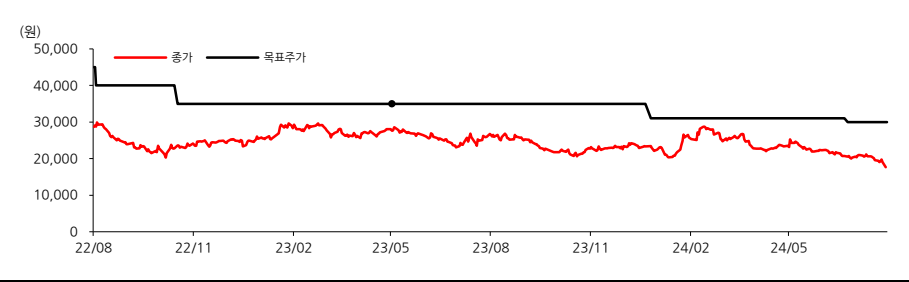
(공표일: 2024년 8월 6일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ NHN 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2022.08.10	2022.10.24	2022.11.09	2022.11.17	2022.12.05
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		40,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일시	2023.02.01	2023.02.27	2023.04.04	2023.07.07	2024.01.02	2024.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	31,000	31,000
일시	2024.07.01	2024.08.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	30,000	30,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 투자 의견 ]

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%