

2024. 2. 15



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 24,000 원**현재주가 (2.14)** 27,150 원**상승여력** -11.6%

KOSPI 2,620.42pt

시가총액 9,485억원

발행주식수 3,377만주

유동주식비율 43.05%

외국인비중 11.56%

52주 최고/최저가 29,600원/20,350원

평균거래대금 24.7억원

주요주주(%)

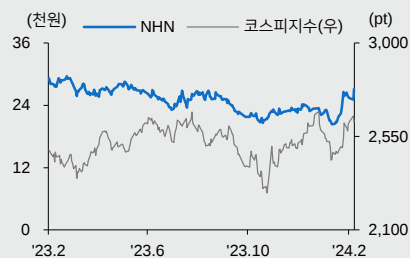
이준호 외 23 인 53.43

국민연금공단 8.06

주가상승률(%)

1개월 18.6 6개월 2.5 12개월 -3.0

절대주가 14.2 0.5 -8.8

주가그래프**NHN** 181710**주주환원 적극적. 다만 영업 기대는 낮춰야**

- ✓ 4분기 NHN은 -78억원으로 부진한 영업적자 기록. KCP 제외 시 -202억원으로 하락
- ✓ 커머스 채권 손상 제외 시 웹보드/클라우드 성장 더해진 데 따른 역레버리지
- ✓ 2023 페이코 적자 YoY 300억 이상 감소. 흑전 어렵지만 적자 규모 소폭 축소 가능
- ✓ 700억원 규모 주주환원 재원 확보는 긍정적으로 해석. 다만 추가 기대는 제한적
- ✓ 성장 사업부 성과 확인 시점. 적정주가 24,000원으로 하향

4Q23 Review: 웹보드/클라우드 성장 더더지며 역레버리지 효과

NHN의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 5,983억원(+6.7% YoY, 이하 동일)과 -78억원(적전)으로 부진한 실적을 발표했다. 상장 자회사 NHN KCP(매출 2,683억원, 영업이익 124억원) 제외 시 -202억원으로 전분기 대비 340억원 손익이 악화되었다. 일회성으로는 커머스 장기 미회수 채권 대손상각비 150억원이 반영되었고 연속 비용에서는 클라우드 신규 IDC 센터 가동으로 인하여 감가상각이 25억원 증가했다.

웹보드 매출은 637억원으로 전년 수준이었으며, 클라우드 포함 기술 매출은 789억원으로 YoY(1,049억원) 및 QoQ(954억원) 대비 크게 부진했다. 공공 부문 일부 차감이 있었으며 11월 다이렉스트가 연결 제외되었는데, 분기 50억원으로 영향이 크지 않다. IaaS에서 생성 AI를 비롯한 SaaS로 중심이 바뀌는데 따른 장기 경쟁력 약화로 해석된다. 24년 기술 매출(클라우드 포함)은 3,696억원(+0.4%)으로 23년과 유사할 전망이다. 웹보드 규제 추가 완화 기대는 최근 분위기가 반전되며 가능성이 낮아졌다. 24년 NHN의 웹보드 성장률은 YoY -2%를 예상한다. 22년 500억원에 달했던 페이코 적자는 150억원까지 줄었다. 경쟁사와 달리 외부 PG사(KCP)를 이용해 페이코의 흑자 전환은 쉽지 않아 보인다. 반면, 최근 시장 요구에 부합하게 주주 환원 정책은 긍정적이었다. 관련하여 약 700억원이 할당되었다.

NHN의 적정주가를 기존 27,000원에서 24,000원으로 하향한다. 웹보드와 클라우드 성장률은 크게 낮아지고 자회사 적자 축소가 마무리 단계다. 컨센서스는 24년 1천억원 이상의 영업이익을 기대하나 당사는 637억원(KCP 440억원 포함)을 예상한다. 주주환원 재원인 별도 법인 이익도 웹보드 성장 정체로 인해 24년 감익 전환이 예상된다. 더불 카운팅으로 PBR이 낮으나 별도 현금성 자산 1,500억원 고려 시 발표된 주주 환원 정책이 더욱 적극적 행보를 띠기는 쉽지 않아 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	364.0	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022	2,114.9	39.1	-32.1	-869	적전	47,006	-28.7	0.5	4.7	-1.8	51.8
2023P	2,269.6	55.5	5.2	146	적지	45,827	159.7	0.5	3.1	0.3	77.5
2024E	2,448.9	63.7	50.9	1,457	흑전	46,240	18.6	0.6	5.0	3.2	72.9
2025E	2,585.5	66.6	48.4	1,495	0.6	50,733	18.2	0.5	4.5	3.0	74.2

표1 NHN 4Q23 Review

(십억원)	4Q23P	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	598.3	560.7	6.7	571.5	4.7	605.2	-1.1	625.4	-4.3
영업이익	-7.8	8.3	적전	23.4	적전	17.4	N/A	17.4	N/A
세전이익	-68.7	-38.1	적지	24.3	적전	1.4	N/A	16.0	N/A
지배순이익	-45.0	-38.6	적지	12.7	적전	7.2	N/A	8.0	N/A

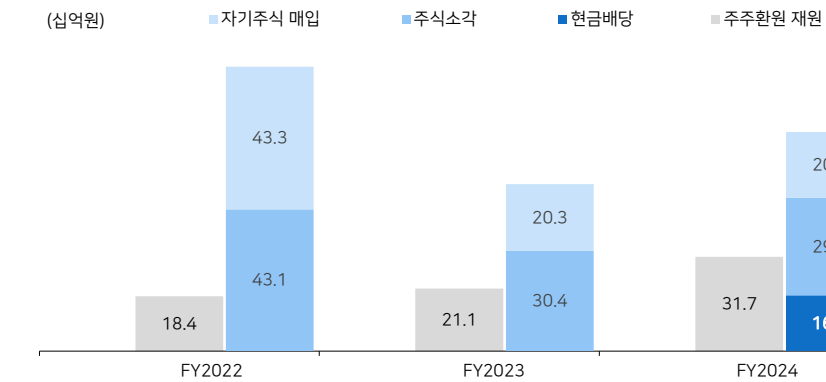
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 적정주가 산출

(원)	비고	
EPS	1,457	2024E 지배순이익 기준
적정배수(X)	16.3	과거 5년 평균
적정주가	24,000	23,742원 반올림
현재주가	27,150	
상승여력(%)	-11.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 NHN 주주환원 정책



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표3 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023P	2024E
매출 추정												
매출	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	571.5	598.3	1,923.7	2,114.9	2,269.6	2,448.9
게임	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	110.2	111.8	397.0	437.7	446.2	436.6
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	265.1	293.0	810.9	889.8	1,065.5	1,251.7
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	60.7	73.4	345.7	326.5	236.5	253.9
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	50.0	49.7	184.6	197.5	192.1	175.7
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.4	78.9	219.7	308.9	368.0	369.6
기타 및 내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-9.7	-9.9	-8.4	-34.3	-45.6	-38.7	-38.7
% YoY												
매출	15.2	12.8	10.6	2.7	5.4	7.8	9.4	6.7	17.2	9.9	7.3	7.9
게임	-2.5	19.9	21.4	5.7	7.6	3.0	-4.9	2.7	-2.9	10.3	1.9	-2.2
결제/광고	15.5	10.3	8.9	5.3	19.2	19.1	16.8	23.6	21.5	9.7	19.7	17.5
커머스	35.3	2.6	-13.8	-33.9	-51.7	-36.5	-8.4	-0.8	23.9	-5.5	-27.6	7.4
콘텐츠	10.2	8.8	16.4	-5.3	-10.9	1.0	-1.9	0.4	11.1	7.0	-2.7	-8.6
기술	42.3	33.8	24.5	58.7	57.3	35.6	33.8	-24.8	65.4	40.6	19.1	0.4
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	548.2	606.1	1,825.8	2,075.8	2,214.1	2,385.2
% to sales	97.0	99.0	98.4	98.2	96.5	96.2	95.9	101.3	94.9	98.2	97.6	97.4
% YoY	18.3	16.8	15.6	5.7	4.8	4.8	6.6	10.1	17.4	13.7	6.7	7.7
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	355.8	367.9	414.3	1,222.7	1,365.3	1,490.3	1,667.2
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	115.7	112.4	371.3	419.2	458.6	465.1
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	19.4	19.8	19.1	88.2	126.8	78.3	72.5
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.0	21.1	31.9	73.1	78.8	94.1	92.3
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.0	-3.3	25.0	25.8	15.7	14.9
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	13.0	17.8	31.7	45.5	60.0	77.1	73.1
이익 추정												
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	23.4	-7.8	97.9	39.1	55.5	63.7
% YoY	-38.2	-73.9	-70.3	-59.8	23.1	302.1	181.5	적전	14.1	-60.1	42.2	14.7
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	1.8	3.5	3.8	4.1	-1.3	5.1	1.8	2.4	2.6
별도 영업이익	8.0	14.0	18.0	18.0	25.6	26.6	22.1	22.1	38.5	58.0	96.4	87.3
% YoY	-25.6	46.4	120.5	80.4	219.8	90.0	22.9	23.0	8.9	50.8	66.3	-9.4
별도 외	7.5	-8.8	-9.7	-8.0	-6.5	-5.7	1.2	-30.0	59.4	-18.9	-40.9	-23.6
% YoY	-47.6	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	17.8	적전	적지	적지
NHN KCP	8.5	10.5	13.2	12.0	9.0	11.0	9.6	12.4	43.2	44.2	42.0	44.0
% YoY	-6.5	-6.6	18.4	3.2	5.2	4.5	-26.9	3.0	8.5	2.5	-5.2	4.8
연결 - NHN KCP	7.0	-5.3	-4.9	-2.0	10.1	9.9	13.7	-20.2	54.7	-5.2	13.6	19.7
% YoY	-56.2	적전	적전	적전	44.9	흑전	흑전	적지	19.0	적전	흑전	45.5
세전이익	3.6	7.6	28.5	-38.1	26.9	23.9	24.3	-68.7	150.9	1.5	6.4	62.6
% YoY	-88.3	-66.8	-45.8	적전	651.7	214.3	-14.7	적지	190.4	-99.0	321.9	875.5
지배주주순이익	-5.6	-7.3	19.3	-38.5	20.4	17.0	12.7	-45.0	116.9	-32.1	5.1	50.9
% YoY	적전	적전	-52.2	적전	흑전	흑전	-34.0	적지	444.9	적전	흑전	888.6

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,923.7	2,114.9	2,269.6	2,448.9	2,585.5
매출액증가율(%)	17.2	9.9	7.3	7.9	5.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,269.6	2,448.9	2,585.5
판매관리비	1,825.8	2,075.8	2,214.1	2,385.2	2,518.8
영업이익	97.9	39.1	55.5	63.7	66.6
영업이익률(%)	5.1	1.8	2.4	2.6	2.6
금융손익	59.8	-10.7	-10.6	-14.1	-17.5
종속/관계기업손익	0.3	-7.9	4.7	10.8	10.8
기타영업외손익	-7.1	-19.0	-43.2	2.3	1.7
세전계속사업이익	150.9	1.5	6.4	62.6	61.6
법인세비용	47.0	33.3	15.4	25.8	27.4
당기순이익	129.7	-31.8	-9.0	36.8	34.3
지배주주지분 순이익	116.9	-32.1	5.2	50.9	48.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,359.9	1,348.6	1,408.9	1,298.9	1,309.5
현금및현금성자산	596.4	630.6	838.4	565.1	563.8
매출채권	177.3	201.6	216.4	233.5	246.5
재고자산	48.5	46.6	38.2	42.0	46.6
비유동자산	1,667.2	1,676.6	1,939.3	1,962.5	1,974.1
유형자산	388.2	483.2	696.4	724.0	735.3
무형자산	379.0	413.1	427.8	432.9	438.0
투자자산	748.6	621.0	559.8	550.3	545.6
자산총계	3,027.2	3,025.2	3,348.2	3,261.4	3,283.6
유동부채	719.7	747.0	876.5	839.0	878.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	46.4	41.2	94.2	94.2	94.2
유동성장기부채	25.0	21.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	208.9	285.8	585.4	535.7	520.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.5	45.2	225.2	225.2	225.2
부채총계	928.6	1,032.8	1,461.9	1,374.7	1,398.8
자본금	9.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,237.8	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타포괄이익누계액	83.4	0.8	-59.2	-59.2	-59.2
이익잉여금	653.8	579.7	537.8	542.5	551.0
비지배주주지분	264.3	299.4	285.3	271.2	257.0
자본총계	2,098.6	1,992.4	1,886.3	1,886.6	1,884.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	226.4	25.9	367.6	-50.8	137.9
당기순이익(손실)	129.7	-31.8	-9.0	36.8	34.3
유형자산상각비	54.7	59.2	73.8	72.4	88.8
무형자산상각비	18.7	19.6	20.3	19.9	19.9
운전자본의 증감	27.2	-29.1	348.4	-179.8	-5.0
투자활동 현금흐름	-173.8	11.4	-351.0	-185.7	-102.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-73.0	-130.2	-336.0	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-220.3	127.6	61.2	9.5	4.7
재무활동 현금흐름	7.8	1.2	191.1	-36.9	-36.5
차입금의 증감	-1.9	18.2	211.4	0.0	0.0
자본의 증가	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	61.8	34.2	207.8	-273.3	-1.3
기초현금	534.6	596.4	630.6	838.4	565.1
기말현금	596.4	630.6	838.4	565.1	563.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	51,274	57,229	64,477	70,095	79,916
EPS(지배주주)	3,115	-869	146	1,457	1,495
CFPS	5,976	4,062	986	4,611	5,503
EBITDAPS	4,564	3,189	4,250	4,465	5,419
BPS	48,891	47,006	45,827	46,240	50,733
DPS	0	0	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.1	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	-28.7	159.7	18.6	18.2
PCR	7.5	6.1	23.7	5.9	4.9
PSR	0.9	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	0.9	0.5	0.5	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	171.2	117.9	149.6	156.0	175.3
EV/EBITDA	2.2	4.7	3.1	5.0	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.8	-1.8	0.3	3.2	3.0
EBITDA 이익률	8.9	5.6	6.6	6.4	6.8
부채비율	44.2	51.8	77.5	72.9	74.2
금융비용부담률	0.3	0.4	0.7	0.9	0.8
이자보상배율(x)	16.0	4.3	3.5	2.9	3.0
매출채권회전율(x)	12.7	11.2	10.9	10.9	10.8
재고자산회전율(x)	39.7	44.5	53.5	61.1	58.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.02.10	기업브리프	Buy	50,000	김동희	-28.2	-24.6	(원)
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	Indepth	Hold	27,000	이호진	-4.7	9.6	
2023.10.11		1년 경과			-15.5	0.6	
2024.02.15	기업브리프	Hold	24,000	이호진	-	-	