

2023. 4. 18



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 27,000 원

현재주가 (4.17) 26,950 원

상승여력 0.2%

KOSPI	2,575.91pt
시가총액	9,707억원
발행주식수	3,494만주
유동주식비율	41.80%
외국인비중	13.11%
52주 최고/최저가	36,900원/20,300원
평균거래대금	22.2억원

주요주주(%)

이준호 외 26 인	51.78
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	18.7	-24.8
상대주가	-7.2	2.3	-21.3

주가그래프



NHN 181710

선택과 집중이 매력을 돋보이게 할 것

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 161억원으로 전년 동기 수준을 예상
- ✓ 2022년 7월 본격화된 웹보드 규제 완화 효과가 전체 게임 매출 방어
- ✓ NHN클라우드 BEP 예상 매출은 2,600억원. 흑자 전환 시기는 2024년 이후를 전망
- ✓ 자회사 흡수/합병 진행되고 있으나 핵심은 적자 사업 철수. 선택과 집중이 필요
- ✓ 게임과 같은 핵심 사업부 위주로 가벼워진다면 투자자 관심 높아질 것

웹보드 성수기 효과 제외 시 4분기와 유사한 흐름 보일 1분기

NHN의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,432억원(+4% YoY)과 161억원(+4% YoY)로 전년 동기 수준을 예상한다. 웹보드 계절적 성수기임을 감안 시 4분기 대비 이익의 소폭 개선 효과가 예상된다. 이 외 부문의 경우 한사결 이익을 클라우드, 페이코, 커머스의 적자가 상쇄하는 4분기 흐름이 이어질 전망이다. 1H23 웹보드 성장률을 30%로 추산, 1분기 게임 매출 성장률은 5% YoY가 예상된다.

선택과 집중이 필요한 때

NHN 클라우드의 2022년 4월~12월 매출 및 영업적자는 각각 1,172억원과 78억원을 기록했다. 클라우드 인력 채용이 최근 전사 인건비를 높이는 주요한 요인인데, 공공기관 수주 매출 인식이 지연되고 기업 비용 감소 노력이 이어지고 있어 흑자 달성은 2024년 이후로 전망된다. 당사가 추정하는 NHN 클라우드의 연간 BEP 매출은 2,600억원이다. 클라우드 사업에 대한 시장의 관심도도 다소 하락한 시기다. 아마존과 MS의 주가 흐름이 엇갈리기 시작한 것이 근거다. 클라우드 업체들은 규모의 경제효과를 통해 수익을 극대화한다. 반면 동사는 다발적 사이트 설립을 통해 사업을 전개하고 있어 최종 수익률 측면에서도 차이가 있을 것으로 예상된다.

시장의 주요 관심은 자회사 정리를 통한 적자 축소다. 최근 자회사 일부를 흡수/합병하고 있지만 핵심은 적자 사업의 철수다. 매출 성장률이 다소 낮아진 데 더해 클라우드 사업을 중심으로 인력 채용이 당분간 이어지며 이익률 회복은 더딜 전망이다. 인력 증가 폭은 22년 9%(YoY)에 이어 23년 6%를 예상한다. 게임과 같은 핵심 사업부 위주로 가벼워진다면 투자자의 관심이 다시 높아질 것으로 기대한다.

(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
2023E	2,288.0	76.1	44.4	1,261	흑전	49,730	21.4	0.5	5.4	2.6	19.3
2024E	2,496.3	85.9	52.3	1,496	19.2	51,226	18.0	0.5	4.6	3.0	21.7
2025E	2,642.4	74.7	48.4	1,386	-4.6	52,612	19.4	0.5	4.8	2.7	21.5

표1 NHN 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	543.2	520.5	4.4	560.7	-3.1	557.9	-2.6
영업이익	16.1	15.5	3.8	10.0	60.8	17.8	-9.5
세전이익	14.6	3.6	307.7	-38.1	흑전	15.2	-4.0
지배순이익	9.9	-5.6	흑전	-38.5	흑전	10.7	-7.3

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	520.5	511.3	522.4	560.7	543.2	558.1	577.1	609.7	1,923.7	2,114.9	2,288.0	2,496.3
게임	108.8	104.1	115.9	108.8	114.4	110.1	116.5	119.1	397.0	437.7	460.2	467.2
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	236.6	242.5	252.8	264.7	810.9	889.8	996.7	1,057.7
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	67.2	68.0	68.1	75.9	345.7	326.5	279.4	342.7
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	42.9	50.8	50.8	51.6	184.6	197.5	196.0	198.9
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	95.7	101.0	103.2	113.4	219.7	308.9	413.2	492.1
기타 및 내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-13.6	-14.3	-14.3	-15.1	-34.3	-45.6	-57.4	-62.3
% YoY												
매출	15.2	12.8	10.6	2.7	4.4	9.2	10.5	8.7	17.2	9.9	8.2	9.1
게임	-2.5	19.9	21.4	5.7	5.1	5.7	0.5	9.5	-2.9	10.3	5.1	1.5
결제/광고	15.5	10.3	8.9	5.3	13.1	12.0	11.4	11.7	21.5	9.7	12.0	6.1
커머스	35.3	2.6	-13.8	-33.9	-35.8	-16.7	2.8	2.7	23.9	-5.5	-14.4	22.7
콘텐츠	10.2	8.8	16.4	-5.3	-8.7	1.6	-0.5	4.1	11.1	7.0	-0.8	1.5
기술	42.3	33.8	24.5	58.7	50.3	46.3	44.8	8.0	65.4	40.6	33.8	19.1
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지								
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	527.0	541.3	551.9	591.7	1,825.8	2,075.8	2,211.9	2,410.4
% to sales	97.0	99.0	98.4	98.2	97.0	97.0	95.6	97.1	94.9	98.2	96.7	96.6
% YoY	18.3	16.8	15.6	5.7	4.4	7.0	7.3	7.5	17.4	13.7	6.6	9.0
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	343.0	355.4	361.0	383.2	1,222.7	1,365.3	1,442.7	1,595.6
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	117.5	115.7	116.8	129.6	371.3	419.2	479.6	513.9
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	24.9	27.4	28.9	31.9	88.2	126.8	113.1	114.9
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.5	21.1	22.9	23.6	73.1	78.8	89.2	94.6
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.6	6.9	6.5	6.9	25.0	25.8	26.9	27.9
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	13.5	14.8	15.7	16.5	45.5	60.0	60.5	63.5
이익 추정												
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	16.1	16.8	25.2	18.0	97.9	39.1	76.1	85.9
% YoY	-38.2	-73.9	-70.3	-59.8	3.9	223.4	203.7	79.0	14.1	-60.1	94.8	12.9
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	1.8	3.0	3.0	4.4	2.9	5.1	1.8	3.3	3.4
세전이익	3.6	7.6	28.5	-38.1	14.6	19.0	40.6	-8.2	150.9	1.5	66.0	72.8
% YoY	-88.3	-66.8	-45.8	적전	307.7	149.7	42.4	적지	190.4	-99.0	4,234.5	10.4
지배주주순이익	-5.6	-7.3	19.3	-38.5	9.9	13.3	29.5	-8.4	116.9	-32.1	44.4	52.3
% YoY	적전	적전	-52.2	적전	흑전	흑전	53.3	적지	444.9	적전	흑전	17.8

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,923.7	2,114.9	2,288.0	2,496.3	2,642.4
매출액증가율 (%)	17.2	9.9	8.2	9.1	5.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,288.0	2,496.3	2,642.4
판매관리비	1,825.8	2,075.8	2,211.9	2,410.4	2,567.8
영업이익	97.9	39.1	76.1	85.9	74.7
영업이익률	5.1	1.8	3.3	3.4	2.8
금융손익	59.8	-10.7	-4.2	-4.3	-4.3
중속/관계기업손익	0.3	-7.9	-7.9	-7.9	-7.9
기타영업외손익	-7.1	-19.0	2.0	-1.0	7.7
세전계속사업이익	150.9	1.5	66.0	72.8	70.2
법인세비용	47.0	33.3	19.5	17.8	17.8
당기순이익	129.7	-31.8	46.4	55.0	52.4
지배주주지분 순이익	116.9	-32.1	44.4	52.3	48.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	226.4	25.9	-342.4	85.6	103.5
당기순이익(손실)	129.7	-31.8	46.4	55.0	52.4
유형자산상각비	54.7	59.2	65.5	66.9	47.9
무형자산상각비	18.7	19.6	23.6	27.7	27.7
운전자본의 증감	27.2	-29.1	-472.1	-63.9	-24.4
투자활동 현금흐름	-173.8	11.4	178.0	-181.6	22.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-73.0	-130.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-220.3	127.6	26.2	-5.5	4.7
재무활동 현금흐름	7.8	1.2	-21.6	30.0	0.0
차입금의 증감	-1.9	18.2	-21.6	30.0	0.0
자본의 증가	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	61.8	34.2	-186.0	-66.0	125.8
기초현금	534.6	596.4	630.6	444.6	378.6
기말현금	596.4	630.6	444.6	378.6	504.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,359.9	1,348.6	911.0	1,116.9	1,256.1
현금및현금성자산	596.4	630.6	444.6	378.6	504.4
매출채권	177.3	201.6	218.1	238.0	251.9
재고자산	48.5	46.6	38.2	42.0	46.6
비유동자산	1,667.2	1,676.6	1,521.2	1,432.1	1,351.9
유형자산	388.2	483.2	377.7	310.8	262.9
무형자산	379.0	413.1	389.5	361.8	334.1
투자자산	748.6	621.0	594.8	600.3	595.6
자산총계	3,027.2	3,025.2	2,432.2	2,549.0	2,608.0
유동부채	719.7	747.0	195.3	259.5	270.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	46.4	41.2	41.2	41.2	41.2
유동성장기부채	25.0	21.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	208.9	285.8	198.1	195.7	191.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.5	45.2	45.2	75.2	75.2
부채총계	928.6	1,032.8	393.3	455.2	461.7
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	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	653.8	579.7	624.1	676.4	724.8
비지배주주지분	264.3	299.4	301.5	304.1	308.1
자본총계	2,098.6	1,992.4	2,038.9	2,093.8	2,146.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	51,274	57,229	65,000	71,453	75,635
EPS(지배주주)	3,115	-869	1,261	1,496	1,386
CFPS	5,976	4,062	4,146	4,739	4,102
EBITDAPS	4,564	3,189	4,695	5,166	4,300
BPS	48,891	47,006	49,730	51,226	52,612
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	-28.7	21.4	18.0	19.4
PCR	7.5	6.1	6.5	5.7	6.6
PSR	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	171.2	117.9	165.3	180.5	150.2
EV/EBITDA	2.2	4.7	5.4	4.6	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.8	-1.8	2.6	3.0	2.7
EBITDA 이익률	8.9	5.6	7.2	7.2	5.7
부채비율	44.2	51.8	19.3	21.7	21.5
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	16.0	4.3	8.6	9.4	7.5
매출채권회전율(x)	12.7	11.2	10.9	10.9	10.8
재고자산회전율(x)	39.7	44.5	54.0	62.3	59.7

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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

