

2024. 8. 7



▲ 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 (8.6)** **19,170 원****상승여력** **25.2%**

KOSPI 2,522.15pt

시가총액 6,473억원

발행주식수 3,377만주

유동주식비율 42.30%

외국인비중 11.38%

52주 최고/최저가 28,750원/17,660원

평균거래대금 15.8억원

주요주주(%)

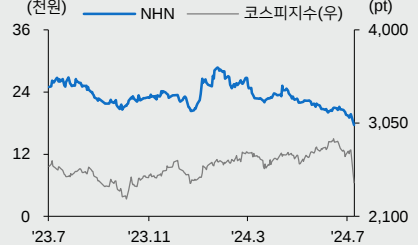
이준호 외 20 인 55.19

국민연금공단 8.83

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -5.3 -25.7 -26.3

상대주가 7.4 -24.1 -23.9

주가그래프**NHN** 181710**트레이딩 유효한 구간**

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 285억원으로 기대치 상회. 커머스 손상 마무리 확인 긍정적
- ✓ 클라우드 성장률도 플러스 전환 고무적. 2024년 기술 부문 12% 성장 기대
- ✓ 그러나 별도 부진한 이익 이어지고 3분기 티메프 발생 비용 다소 발생할 수 있음
- ✓ 턴어라운드 및 적극적 주주환원 정책 측면에서 트레이딩 유효한 시점
- ✓ 다만 전사업 2위권 사업자로 턴어라운드 이후 뚜렷한 성장 부재한 점 아쉬워

적자 사업부 손실 마무리 단계 진입

NHN의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,994억원(+8.7% YoY 이하 동일)과 285억원(+36.3%)으로 기대치를 상회했다. 1분기까지 발목을 잡았던 중국 중심의 커머스 채권 손상 등 비용이 제거된 점이 주요했다. 이로 인해 별도 부문을 제외한 이익은 전분기(자회사+지분법 손익) -57억원에서 2Q +18억원으로 턴어라운드했다. 하반기도 이 같은 기조가 이어질 것으로 예상되어 커머스 관련 손실이 마무리 단계임을 확인한 점이 고무적이었다. 2분기 클라우드를 포함하는 기술 부문은 980억원(+5%)을 기록했다. 연결 자회사 재분류 효과를 제거 시(CSP+MSP) 20% 성장률에 해당한다. 컨콜을 통해 정부 관련 수익이 지난해 대비 2배를 예상한다고 밝혔는데, CSP 내 20%를 관련 비중으로 가정 시 2024년 기술 부문 매출은 12% 증가를 예상한다. 과거 소규모 다발적 IDC 건설에서 전략이 변하고 있음을 확인했다.

별도 부문은 예상 수준이었다. 웹보드 규제 완화 영향이 high base로 작용하며 별도 이익은 -4% 감소했다. 다만 <다키스트데이즈>를 비롯 게임 출시가 2025년 이후로 지연됨에 따라 연간 게임 부문 마케팅 비용은 크게 하향했다. 최근 발생한 티몬/위메프 신용 이슈로 6월 102억원의 대손상각비를 기타비용에 반영하였으며 7월 사태가 본격화된 만큼 3분기 KCP를 포함, 채권 손상 반영이 예상된다.

턴어라운드 및 적극적 주주환원에 기반 트레이딩 유효한 시기

건조한 본업을 가리던 커머스, 페이코 등 사업의 인력 감소 및 비용 감소 효과가 본격적으로 발휘되고 있다. 턴어라운드는 긍정적이나 모든 부문이 2위권 사업자로 산업 내 성장 측면의 아웃퍼폼이 부재하다는 점에서 다소 아쉽다. 최근 주가 하락이 가팔랐던 만큼 턴어라운드 및 적극적 주주환원 정책 측면의 트레이딩은 유효한 시점이다. 적정주가 24,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,114.9	39.1	-32.1	-869	적전	47,006	-28.7	0.5	4.7	-1.8	51.8
2023	2,269.6	55.6	-8.5	-243	적지	46,697	-96.3	0.5	3.9	-0.5	73.4
2024E	2,474.9	101.6	13.4	395	적지	47,307	48.6	0.4	1.6	0.8	74.1
2025E	2,624.6	110.9	40.5	1,217	흑전	48,053	15.8	0.4	1.3	2.5	76.4
2026E	2,718.6	120.5	39.6	1,197	-3.9	48,773	16.0	0.4	1.0	2.5	77.4

표1 NHN 2Q24 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	599.4	551.4	8.7	604.4	-0.8	613.5	-2.3	596.5	0.5
영업이익	28.5	20.9	36.3	27.3	4.3	24.6	15.9	19.9	43.3
세전이익	21.4	23.9	-10.3	18.1	18.3	21.2	1.2	17.0	25.8
지배순이익	6.1	17.0	-64.2	-3.3	흑전	7.9	-23.1	-2.9	N/A

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	616.0	655.1	2,269.6	2,474.9	2,624.6	2,718.6
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	107.7	108.8	446.2	444.8	476.6	468.9
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	301.7	320.0	1,065.5	1,205.8	1,294.6	1,345.2
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	61.4	74.4	236.5	257.0	271.7	278.4
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	48.8	48.1	192.1	195.3	190.4	191.6
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	106.2	112.2	368.0	411.6	444.5	481.5
기타 및 내부거래	-10.6	-9.7	-9.9	-8.4	-9.7	-11.6	-9.9	-8.4	-38.7	-39.6	-53.2	-47.0
% YoY												
매출	5.4	7.8	9.4	6.7	10.2	8.7	7.8	9.5	7.3	9.0	6.1	3.6
게임	7.6	3.0	-4.9	2.7	4.2	-0.7	-2.3	-2.6	1.9	-0.3	7.1	-1.6
결제/광고	19.2	19.1	16.8	23.6	15.6	14.7	13.8	9.2	19.7	13.2	7.4	3.9
커머스	-51.7	-36.5	-8.4	-0.8	26.0	10.7	1.2	1.4	-27.6	8.7	5.7	2.5
콘텐츠	-10.9	1.0	-1.9	0.5	7.5	5.8	-2.4	-3.4	-2.7	1.7	-2.5	0.6
기술	57.3	35.6	33.8	-24.8	-5.0	4.7	11.4	42.2	19.1	11.8	8.0	8.3
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	590.5	634.7	2,214.0	2,373.2	2,513.8	2,598.2
% to sales	96.5	96.2	95.9	101.3	95.5	95.2	95.9	96.9	97.6	95.9	95.8	95.6
% YoY	4.8	4.8	6.6	10.1	9.0	7.6	7.7	4.7	6.7	7.2	5.9	3.4
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	408.2	447.5	1,490.6	1,650.1	1,792.4	1,871.6
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	114.0	117.4	458.9	456.2	451.5	444.8
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	19.8	19.1	78.3	70.5	70.0	69.7
감가상각비	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	26.5	27.5	93.9	104.0	117.6	128.2
통신비	6.5	6.5	6.0	-3.3	3.8	3.7	3.7	3.7	15.7	14.8	16.8	18.8
기타	14.7	13.0	17.8	31.1	24.0	15.5	18.5	19.7	76.6	77.7	65.5	65.1
이익 추정												
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	28.5	25.5	20.4	55.6	101.6	110.9	120.5
% YoY	23.1	302.1	181.5	적전	42.8	36.3	9.2	흑전	42.4	82.8	9.1	8.6
영업이익률(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	4.5	4.8	4.1	3.1	2.4	4.1	4.2	4.4
별도 영업이익	25.6	26.6	22.1	22.1	24.8	25.6	24.0	21.6	96.4	96.1	102.2	93.1
% YoY	219.8	90.0	22.9	23.0	-2.9	-3.6	8.7	-2.5	66.3	-0.3	6.3	-8.9
별도 외	-6.5	-5.7	1.2	-29.9	2.4	2.8	1.5	-1.2	-40.8	5.5	8.7	27.4
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	18.1	적지	적지	흑전	58.1	213.7
NHN KCP	9.0	11.0	9.6	12.4	11.2	11.7	10.1	12.9	42.0	45.9	47.9	49.9
% YoY	5.2	4.5	-26.9	3.0	24.5	6.4	5.2	4.0	-5.2	9.3	4.4	4.2
연결 - NHN KCP	10.1	9.9	13.7	-20.2	16.1	16.8	15.3	7.5	13.6	55.8	63.0	70.6
% YoY	44.9	흑전	흑전	적지	59.0	69.3	11.9	흑전	흑전	309.0	13.0	12.0
세전이익	26.9	23.9	24.3	-62.1	18.1	21.4	10.3	-13.4	13.0	36.5	58.7	65.0
% YoY	651.7	214.3	-14.7	적지	-32.7	-10.3	-57.6	적지	752.0	181.3	60.8	10.8
지배주주순이익	20.4	17.0	12.7	-58.7	-3.3	6.1	12.5	-1.8	-8.5	13.4	40.5	39.6
% YoY	흑전	흑전	-34.0	적지	적전	-64.2	-2.0	적지	적지	흑전	202.2	-2.1

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,114.9	2,269.6	2,474.9	2,624.6	2,718.6
매출액증가율(%)	9.9	7.3	9.0	6.1	3.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,474.9	2,624.6	2,718.6
판매관리비	2,075.8	2,214.0	2,373.2	2,513.8	2,598.2
영업이익	39.1	55.6	101.6	110.9	120.5
영업이익률(%)	1.8	2.4	4.1	4.2	4.4
금융손익	-10.7	3.4	-24.2	-26.4	-28.4
종속/관계기업손익	-7.9	4.7	-4.5	-4.5	-4.5
기타영업외손익	-19.0	-50.7	-36.5	-21.4	-22.5
세전계속사업이익	1.5	13.0	36.5	58.7	65.0
법인세비용	33.3	36.1	44.1	39.2	101.0
당기순이익	-31.8	-23.1	-7.7	19.4	18.6
지배주주지분 순이익	-32.1	-8.5	13.4	40.5	39.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	25.9	165.3	247.4	163.0	149.7
당기순이익(손실)	-31.8	-23.1	-7.7	19.4	18.6
유형자산상각비	59.2	75.4	84.4	91.7	99.1
무형자산상각비	19.6	18.5	19.6	25.9	29.2
운전자본의 증감	-29.1	15.2	151.1	26.0	2.9
투자활동 현금흐름	11.4	-294.5	-200.7	-77.7	-89.1
유형자산의증가(CAPEX)	-130.2	-317.9	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	127.6	89.0	28.3	4.7	-4.9
재무활동 현금흐름	1.2	269.1	-89.8	-47.5	-15.5
차입금의 증감	18.2	168.7	-42.0	0.0	0.3
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.2	141.1	-43.1	37.8	45.1
기초현금	596.4	630.6	771.7	728.6	766.4
기말현금	630.6	771.7	728.6	766.4	811.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,348.6	1,537.4	1,428.5	1,446.5	1,493.1
현금및현금성자산	630.6	771.7	728.6	766.4	811.6
매출채권	201.6	182.5	199.0	211.0	218.6
재고자산	46.6	67.0	73.7	46.6	48.3
비유동자산	1,676.6	1,912.3	1,940.0	1,917.7	1,894.5
유형자산	483.2	706.3	721.9	730.2	731.1
무형자산	413.1	426.8	437.2	411.4	382.2
투자자산	621.0	532.0	503.7	499.0	504.0
자산총계	3,025.2	3,449.7	3,368.5	3,364.3	3,387.6
유동부채	747.0	888.4	846.5	893.4	923.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	41.2	52.9	52.9	52.9	52.9
유동성장기부채	21.6	42.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	285.8	571.5	587.4	563.6	554.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	45.2	179.4	179.4	179.4	179.4
부채총계	1,032.8	1,459.9	1,433.9	1,457.0	1,477.5
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타포괄이익누계액	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	579.7	523.8	470.7	481.0	504.8
비지배주주지분	299.4	358.4	337.3	316.2	295.2
자본총계	1,992.4	1,989.8	1,934.7	1,907.3	1,910.1

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	57,229	64,477	72,908	78,884	82,108
EPS(지배주주)	-869	-243	395	1,217	1,197
CFPS	4,062	5,930	4,328	5,419	5,942
EBITDAPS	3,189	4,247	6,057	6,867	7,511
BPS	47,006	46,697	47,307	48,053	48,773
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	2.1	2.6	2.6	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	-28.7	-96.3	48.6	15.8	16.0
PCR	6.1	3.9	4.4	3.5	3.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	117.9	149.5	205.6	228.5	248.7
EV/EBITDA	4.7	3.9	1.6	1.3	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.8	-0.5	0.8	2.5	2.5
EBITDA 이익률	5.6	6.6	8.3	8.7	9.1
부채비율	51.8	73.4	74.1	76.4	77.4
금융비용부담률	0.4	1.0	1.2	1.0	1.0
이자보상배율(x)	4.3	2.4	3.6	4.2	4.5
매출채권회전율(x)	11.2	11.8	13.0	12.8	12.7
재고자산회전율(x)	44.5	40.0	35.2	43.6	57.3

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 종가대비 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	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 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)	
2022.10.11	Indepth	Hold	27,000	이효진	-4.7	9.6	(원)
2023.10.11		1년 경과			-15.5	0.6	
2024.02.15	기업브리프	Hold	24,000	이효진	-	-	