



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	40,000 원
현재주가	31,200 원

컨센서스 대비 (1Q22P 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (5/10)	2,596.56pt
시가총액	11,706 억원
발행주식수	37,518 천주
52 주 최고가/최저가	51,800 / 31,200 원
90 일 일평균거래대금	36.46 억원
외국인 지분율	18.8%
배당수익률(22.12E)	0.6%
BPS(22.12E)	56,774 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -11.0%
	6개월 -24.4%
	12개월 2.8%
주주구성	이준호 외 24인 49.7%
	국민연금공단 6.5%
	자사주 4.3%

Stock Price



NHN (181710)

Cost 상승에 따른 수익성 악화

1Q22 Review: QoQ 대폭 부진 & 당사 종전 전망치 대폭 미달

1Q22 연결영업실적은 매출 5,205억원(qoq -4.6%), 영업이익 155억원(qoq -37.8%)으로서 QoQ 대폭 부진함과 동시에 당사 종전 전망치 대비 매출은 다소 초과했으나 영업이익은 대폭 미달했다. 1) 1Q22 연결매출은 QoQ 4.6% 감소했다. 게임 매출은 보드게임의 1분기 설날 성수기 효과에 따른 호조에 힘입어 QoQ 5.6% 증가했다. 비게임 매출은 결제/광고, 커머스, 기술 부문의 전분기 대비 비수기 영향과 콘텐츠 부문의 NHN 코미코의 숨고르기 및 NHN 링크의 전분기 공연 성수기에 대한 역기저 영향 등으로 QoQ 6.6% 감소했다. 기타 매출이 예상과 달리 QoQ 30.2% 고성장했으나 매출규모가 워낙 작아 영향력은 미미했다. 기타 매출 증가는 여행박사가 기존사업은 오미크론 영향으로 부진이 지속되었으나 가로수길에 호텔을 운영하는 사업을 신규로 시작하여 5-7억원 정도의 매출이 추가됨에 따른 것이었다. 2) 1Q22 연결영업이익은 QoQ 37.8% 대폭 감소했다. 이는 매출은 QoQ 4.6% 감소한 상황에서 인건비, 마케팅비 등 수익성에 가장 큰 영향을 미치는 핵심 정책성 투자비용이 QoQ 각각 5.3%, 2.6% 증가하며 역레버리지가 발생했기 때문이다. 인건비는 전분기 연말 인센티브에 대한 역기저에도 불구하고 연봉인상(5-10% 정도 추산. 특별 연봉인상 수준은 아니나 통상적 1분기 인상을보다는 훨씬 높았음), 일회성 복지비용 20억원, NHN 한국사이버결제 분기 인센티브 증가(1Q, 3Q에 10억원 초반 정도 집행) 등으로 QoQ 5.3% 증가했다. 마케팅비도 1Q22는 신작 론칭이 없었음에도 웹보드 게임 성수기를 겨냥한 한게임 브랜드 마케팅 및 페이코 전략 가맹점 마케팅 확대 등으로 예상과 달리 QoQ 2.6% 증가했다.

2Q22 보드게임 규제완화 모멘텀 대기 + 3Q22 - 4Q22 P&E 게임 4개 포함 6개 신작 론칭일정 대기

빠르면 5월 늦어도 6월 문화체육관광부의 보드게임 규제완화 관련 게임산업진흥법 법률 시행령 일부 개정안이 시행될 가능성이 크다. 이번 3차 규제완화는 "게임머니 월 구매한도 50만원에서 70만원으로 상향", "1회 배팅한도 5만원에서 7만원으로 상향" 등 1차 완화 때처럼 매출 반등 효과가 큰 핵심 규제완화 내용을 포함하고 있어 2Q22말 - 3Q22 보드 게임 매출 반등 효과가 상당히 클 것으로 기대한다.

3Q22 - 4Q22 6개의 신작 론칭일정이 대기하고 있으며 이 중 4개는 P&E 신작들이다. 3Q22 [컴파스 라이브아레나 일본], [위믹스 스포츠 글로벌 _ P&E], [AA 포커 한국], [우파루 NFT 한국 및 글로벌 _ 한국 Non P&E, 글로벌 P&E], 4Q22 [다키스트데이즈 한국 및 글로벌 _ 한국 Non P&E, 글로벌 P&E], [슬롯마블 북미/유럽, 글로벌 _ P&E] 등

Buy 유지. 구조적 수익성 악화 감안, 이익 전망치 하향으로 TP는 하향. 5-6월 보드게임 규제완화, 3Q22 이후 신작 일정 본격 가동 등 주목

투자자의견은 Buy를 유지하나, 목표주가는 구조적 수익성 악화를 감안한 이익 전망치 하향으로 인해 47,000원에서 40,000원으로 15% 하향한다. 긴축 관련 성장주 밸류 DC 등 비우호적 외부환경에다 구조적 수익성 악화라는 내부문제까지 겹치며 주가는 큰 폭의 조정을 거치고 있다. 그래도 5-6월 보드게임 규제완화, 3Q22 이후 신작 론칭일정 본격 가동 등은 주목해볼 필요는 있다. 이에 따라 분기 실적도 1Q22를 저점으로 2Q22 - 4Q22 매 분기 개선될 것으로 전망한다.

1Q22 영업실적 Review

표1 1Q22 영업실적 Review

(억원, %)	1Q21	4Q21	1Q22E	1Q22P	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	4,520	5,458	4,908	5,205	15.2	-4.6	6.0
게임	1,116	1,030	1,069	1,088	-2.5	5.6	1.8
모바일게임	664	634	644	659	-0.8	3.9	2.3
PC게임	452	396	425	429	-5.1	8.3	0.9
비게임	3,467	4,569	3,966	4,266	23.0	-6.6	7.6
결제 & 광고	1,812	2,251	1,967	2,092	15.5	-7.0	6.4
커머스	774	1,118	899	1,047	35.3	-6.4	16.4
기술	447	661	620	637	42.3	-3.7	2.6
컨텐츠	426	523	464	470	10.2	-10.2	1.1
기타	8	16	15	20	148.5	30.2	36.3
내부거래	-63	-140	-126	-149	134.7	5.7	17.6
영업비용	4,269	5,209	4,688	5,050	18.3	-3.1	7.7
지급수수료	2,778	3,593	3,128	3,382	21.8	-5.9	8.1
인건비	925	967	984	1,018	10.1	5.3	3.5
광고선전비	225	267	211	274	22.0	2.6	29.9
유무형자산상각비	175	190	196	188	7.2	-1.3	-4.3
기타	166	191	170	187	12.6	-2.1	10.3
영업이익	251	250	220	155	-38.2	-37.8	-29.4
영업이익률(%)	5.6	4.6	4.5	3.0	2.6%P ↓	1.6%P ↓	1.5%P ↓

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 1Q22E는 당사 종전 전망치, 1Q22P는 회사측 발표 가결산 실적

자료: NHN, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 1Q22 영업실적 전망치 비교(컨센서스 전망치 및 당사 종전 전망치 대비)

(억원, %)	1Q22E(당사 종전)	1Q22E(컨센서스)	1Q22P(사측 발표)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	4,908	5,107	5,205	6.0	1.9
영업이익	220	264	155	-29.4	-41.2
영업이익률(%)	4.5	5.2	3.0	1.5%P ↓	2.2%P ↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: NHN, 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

신작 론칭 현황 및 일정

표3 NHN 신작 론칭 일정

일정	게임	장르	플랫폼	론칭시장	비고
1Q22	없었음				
2Q22	Guns Up Mobile	Strategy Defense	모바일 (AOS/iOS)	북미/유럽, 글로벌	① 퍼블리싱 (퍼블리셔: NHN, 개발사: 발키리 엔터테인먼트) ② 소니의 PC/콘솔 게임 IP 기반 ③ 2Q22(4/1) 150개국 이상 글로벌 론칭 - 우크라이나 전쟁으로 본격 마케팅은 아직 시행 전
3Q22	컴파스 라이브아레나	Casual Rhythm	모바일 (AOS/iOS)	일본	① 자체개발(퍼블리셔: NHN PlayArt, 개발사: NHN PlayArt) ② 일본시장 히트게임 '컴파스' IP 기반 리듬 게임 ③ 3Q22(7월) 일본시장 론칭 예정
	위믹스 스포츠	Sports Betting	WEMIX	글로벌	① 자체개발(퍼블리셔: 위메이드, 개발사: NHN BigFoot) - 동사는 순액매출 인식 ② 블록체인 기반 P&E(P2E) 게임 - 유틸리티 토큰 통해 게이밍 거래하는 FT 방식 출발 - 추후 우승장면 등 NFT화 적합한 콘텐츠 NFT화 예정 ③ 3Q22 글로벌 론칭 예정
	AA 포커 (더블에이 포커)	Hold'em	한국(2022): 모바일(AOS/iOS)	한국(2022)	① 자체개발(퍼블리셔: NHN, 개발사: NHN) ② 3Q22 한국시장 론칭 예정 - P&E 제외, 모바일(AOS/iOS) 플랫폼 론칭
우파루 NFT	SNG	한국: 모바일(AOS/iOS) 글로벌: 플랫폼 논의 중 (한국 플랫폼 가능성)	한국 및 글로벌	① 퍼블리싱(퍼블리셔: NHN BigFoot, 개발사: 하이브로우) ② 블록체인 기반 P&E(P2E) 게임 - 2013년 한국시장 론칭한 SNG 게임 우파루 마운틴 IP 기반의 신작(한국 외 국가는 P&E) - BM은 엑시인피니티와 유사. 캐릭터 희소성을 바탕으로 NFT화 적합. 게임 내 각종 미션이나 PVP/PVE의 보상 등으로 토큰을 획득하고 거래소에서 현금화 가능 ③ 3Q22 론칭 예정 - 한국은 P&E 제외, 글로벌은 P&E	
4Q22	다카스트 데이즈 (PJ NOW)	Open World Shooter Looter (Survival shooting RPG)	한국: 모바일(AOS/iOS) 글로벌: 플랫폼 논의 중 (WEMIX 가능성)	한국 및 글로벌	① 자체개발(퍼블리셔: NHN, 개발사: NHN) ② 블록체인 기반 P&E(P2E) 게임 - NFT는 아니고 FT 기반. 즉, 게임 아이템의 직접 NFT 토큰화는 아니고 유틸리티 토큰 별도 운영. 미르4 초기 형태와 유사) - BM도 미르4와 유사. 오픈 월드 슈팅 RPG로서 승리 시 획득하는 아이템을 모아서 유틸리티 토큰으로 환전 ③ 4Q22 일부 국가 소프트 론칭 예정(본론칭은 1H23 예상) - 한국은 P&E 제외, 글로벌은 P&E
	슬롯마블	Social Casino	논의 중 (해외 플랫폼 가능성)	북미/유럽, 글로벌	① 자체개발(퍼블리셔: NHN BigFoot, 개발사: NHN BigFoot) ② 블록체인 기반 P&E(P2E) 게임 ③ 4Q22 일부 국가 소프트 론칭 예정(본론칭은 1H23 예상)
2023	AA 포커 (더블에이 포커)	Hold'em	글로벌(2023): 플랫폼 미정 (해외 플랫폼 가능성)	글로벌(2023)	① 자체개발(퍼블리셔: NHN, 개발사: NHN) ② 블록체인 기반 P&E(P2E) 게임 ③ 2023년 글로벌 론칭 예정

자료: NHN, 이베스트투자증권 리서치센터 * 파란색 음영 부분은 P&E 게임

표4 문화체육관광부 보드게임 규제 관련(규제 시 매출 영향 & 규제 완화 시 매출 반등 효과)

규제 관련 경과사항	규제 및 규제 완화 내용	동사 보드게임 매출 영향
문화체육관광부 보드게임 규제 첫 시행 (2014.02.23)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 보드게임 매출 영향 큰 핵심 규제내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 게임머니 월 구매한도 30만원 ▷ 1회 배팅한도 3만원 ▶ 기타 규제내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 1일 10만원 손실 시 24시간 접속 차단 ▷ 특정방 개설 금지 <ul style="list-style-type: none"> - 랜덤매칭만 허용 ▷ 자동배팅 금지 ▷ 분기별 공인인증서 인증 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 1Q14 보드게임 매출 QoQ -22.1% ▶ 2Q14 보드게임 매출 QoQ -44.7%
문화체육관광부 1차 보드게임 규제 완화 (2016.02.23)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 보드게임 매출 반등 효과 큰 핵심 규제완화 내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 게임머니 월 구매한도 30만원 → 50만원 ▷ 1회 배팅한도 3만원 → 5만원 ▶ 기타 규제완화 내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 한판당 2,500원 이하 소액방, 원하는 상대 선택 가능 <ul style="list-style-type: none"> - 랜덤매칭 조건부 완화 ▷ 이용자 과몰입 방이 위한 보드게임 업체 자율규제 수립 ▷ 1일 최대손실 10만원까지는 허용 ▷ 본인인증 분기 1회 → 1년 1회 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 규제 완화 법 발효는 16.02.23부터, 실제 적용은 16.03.22부터 ▶ 규제 완화 효과는 법 적용 후 바로 나타나지 않고 1-2개월 뒤 부터. 따라서, 16년 4-5월부터 매출 반등 효과 나타남 ▶ 즉, 규제 완화에 따른 매출 반등 효과는 1Q16은 없었고 2Q16부터 본격적으로 나타남 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 1Q16 보드게임 매출 QoQ 6.0%(설날 성수기 효과) ▷ 2Q16 보드게임 매출 QoQ 19.7%(2Q 비수기임에도)
문화체육관광부 2차 보드게임 규제 완화 (2020.04.07)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 기타 규제완화 내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 일 손실한도 폐지 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 규제 완화 효과는 법 적용 후 바로 나타나지 않고 1-2개월 뒤부터. 따라서, 2020년 5-6월부터 규제 완화 효과 나타남 ▶ 즉, 규제 완화에 따른 매출 반등 효과는 2Q20부터 나타남 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 2Q20 보드게임 매출 QoQ 7.6%(2Q 비수기임에도) <ul style="list-style-type: none"> - 일 손실한도 폐지 시 게임횟수 증가에 따른 매출증가 효과 클 것으로 예상하였으나 2Q20 QoQ는 7.6%로서 당시 시장 기대치에는 못 미쳤었음 - 이는 일 손실한도 폐지는 게임머니 월 구매 한도 상향, 1회 배팅한도 상향 등에 비해서는 매출 반등 효과가 큰 핵심 규제완화 내용이 아니었는데 당시 시장에서 규제 완화 효과를 과하게 기대했던 것임 - 그래도 설날 성수기인 1분기에 비해 비수기인 2분기에 QoQ 7.6% 정도 시험은 상당수준의 규제완화 효과가 있었다는 것임
문화체육관광부 3차 보드게임 규제 완화 (2Q22 예상, 5월 가능성) (문체부 22.02.17 게임산업 진흥법 시행령 일부 개정안 입법예고 공지) (22.04.04 의견 청취 진행 후 법제처 심사 거쳐 개정안 적용 예정) (빠르면 5월, 늦어도 6월 법 적용 예상)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 보드게임 매출 반등 효과 큰 핵심 규제완화 내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 게임머니 월 구매한도 50만원 → 70만원 ▷ 1회 배팅한도 5만원 → 7만원 ▶ 기타 규제완화 내용 <ul style="list-style-type: none"> ▷ 섯다운제 관련 게임 과몰입 예방조치 적용 예외 대상을 규정한 시행령 개정 등 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 규제 완화 효과는 법 적용 후 바로 나타나지 않고 1-2개월 뒤부터. 따라서, 22년 6-7월(5월 적용 시), 7-8월(6월 적용 시)부터 매출 반등 효과 나타날 것으로 기대 ▶ 3Q22 보드게임 매출 QoQ 10-20% 추정 <ul style="list-style-type: none"> - 핵심 규제완화 내용 포함되어 2차 규제완화 때보다는 1차 규제완화 때와 같은 강한 반등 효과 기대 + 올해는 추석이 9월초라 3Q22는 성수기 → 3Q22 모바일 보드게임 QoQ 17.0%, PC 보드게임 QoQ 14.1% 추정

주: 문화체육관광부 규제와 별도로 2015.01.22 게임물관리위원회 규제도 있었음(땡깡 시스템 조정). 당시 보드게임 매출 영향은 1Q15 QoQ -10.3%, 2Q15 QoQ -10.4%
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

표5 분기 실적전망

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	4,520	4,534	4,725	5,458	5,205	5,559	6,011	6,560	6,277	6,592	6,893	7,487
게임	1,116	869	955	1,030	1,088	1,095	1,245	1,279	1,313	1,281	1,279	1,350
모바일게임	664	471	548	634	659	652	744	800	811	799	813	865
PC게임	452	398	407	396	429	442	501	479	502	482	467	485
비게임	3,467	3,745	3,879	4,569	4,266	4,623	4,937	5,469	5,143	5,500	5,810	6,350
결제 & 광고	1,812	1,962	2,084	2,251	2,092	2,291	2,456	2,689	2,528	2,733	2,900	3,134
커머스	774	796	769	1,118	1,047	1,094	1,159	1,281	1,211	1,257	1,321	1,440
기술	447	516	572	661	637	707	765	869	825	891	947	1,060
콘텐츠	426	459	438	523	470	509	532	604	555	596	618	689
기타	8	11	15	16	20	21	25	26	24	22	26	27
내부거래	-63	-80	-109	-140	-149	-159	-172	-187	-179	-188	-197	-214
영업비용	4,269	4,335	4,446	5,209	5,050	5,337	5,700	6,215	5,929	6,239	6,513	7,101
지급수수료	2,778	2,861	2,995	3,593	3,382	3,664	3,954	4,376	4,101	4,374	4,593	5,072
인건비	925	927	895	967	1,018	1,007	1,033	1,088	1,092	1,097	1,122	1,178
광고선전비	225	210	181	267	274	278	307	323	313	331	344	376
유무형자산상각비	175	180	186	190	188	193	197	201	206	211	215	219
기타	166	157	189	191	187	195	208	227	218	225	238	256
영업이익	251	199	279	250	155	221	311	345	348	353	380	385
영업이익률(%)	5.6	4.4	5.9	4.6	3.0	4.0	5.2	5.3	5.5	5.4	5.5	5.1
순이익	238	152	445	462	-45	135	217	108	244	251	284	144
순이익률(%)	5.3	3.4	9.4	8.5	-0.9	2.4	3.6	1.7	3.9	3.8	4.1	1.9
지배주주순이익	194	115	403	457	-56	124	201	102	208	233	266	138
순이익 대비 비중(%)	81.4	75.8	90.5	98.9	124.4	92.1	92.6	94.5	85.3	93.0	93.5	95.4
qoq(%)												
매출액	1.6	0.3	4.2	15.5	-4.6	6.8	8.1	9.1	-4.3	5.0	4.6	8.6
영업이익	66.2	-20.8	40.5	-10.6	-37.8	42.6	40.6	10.8	0.8	1.6	7.6	1.3
순이익	흑전	-36.3	193.0	3.7	-109.8	-398.6	61.5	-50.2	125.4	2.6	13.4	-49.3
지배주주순이익	흑전	-40.7	249.6	13.4	-112.3	-321.0	62.4	-49.2	103.4	11.9	14.0	-48.2
yoy(%)												
매출액	16.6	14.3	14.8	22.7	15.2	22.6	27.2	20.2	20.6	18.6	14.7	14.1
영업이익	0.4	-10.0	18.6	65.3	-38.2	11.5	11.5	38.2	123.9	59.5	22.1	11.6
순이익	36.2	-18.0	39.4	흑전	-118.9	-11.4	-51.1	-76.5	-641.5	86.2	30.7	33.1
지배주주순이익	38.1	-29.6	35.6	흑전	-128.9	7.7	-50.0	-77.6	-471.1	88.0	32.0	34.4
종전 대비 변경률(%)												
매출액					6.0	6.1	7.1	6.3	6.6	6.3	6.0	5.4
영업이익					-29.4	-15.3	-3.4	-0.7	-4.5	-8.6	-9.8	-13.5
순이익					-126.1	-31.1	-13.6	-4.2	-10.2	-10.1	-10.9	-23.5
지배주주순이익					-135.2	-31.1	-13.6	-4.2	-17.9	-10.1	-10.9	-23.5

주: K-IFRS 연결기준

자료: NHN, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,412	19,237	23,335	27,248	30,949
게임	4,090	3,970	4,707	5,223	5,500
모바일게임	2,612	2,317	2,855	3,288	3,542
PC게임	1,478	1,653	1,852	1,935	1,957
비게임	12,559	15,659	19,295	22,803	26,333
결제 & 광고	6,674	8,109	9,529	11,295	13,073
커머스	2,790	3,457	4,581	5,228	5,858
기술	1,328	2,197	2,978	3,723	4,498
콘텐츠	1,661	1,846	2,114	2,458	2,800
기타	106	50	92	99	104
내부거래	-237	-392	-666	-778	-883
영업비용	15,555	18,258	22,302	25,782	29,072
지급수수료	10,023	12,227	15,377	18,139	20,684
인건비	3,395	3,713	4,147	4,489	4,838
광고선전비	777	883	1,183	1,364	1,575
유무형자산상각비	660	731	778	853	922
기타	701	704	818	937	1,053
영업이익	857	979	1,033	1,466	1,877
영업이익률(%)	5.2	5.1	4.4	5.4	6.1
순이익	280	1,297	415	923	1,205
순이익률(%)	1.7	6.7	1.8	3.4	3.9
지배주주순이익	214	1,169	372	845	1,119
순이익 대비 비중(%)	76.7	90.1	89.5	91.5	92.9
EPS(원)	1,429	6,629	1,107	2,460	3,211
지배주주 EPS(원)	1,096	5,972	990	2,251	2,983
yoy(%)					
매출액	10.3	17.2	21.3	16.8	13.6
영업이익	-1.1	14.1	5.6	41.9	28.0
순이익	20.6	363.9	-68.0	122.3	30.5
지배주주순이익	73.8	444.9	-68.2	127.3	32.5
종전 대비 변경률(%)					
매출액			6.4	6.1	5.2
영업이익			-10.2	-9.3	-10.1
순이익			-43.3	-12.8	-13.3
지배주주순이익			-45.3	-14.8	-14.9

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: EPS는 2021년까지는 기존 주식수 기준, 2022년 이후 전망치는 21.12.29 기준 주식수의 91.76%에 달하는 규모의 무상증자 후 주식수 기준 적용한 것

자료: NHN, 이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

표7 NHN 목표주가 변경

(억원, 원, 배)	2023E 지배주주 EPS (원)	PER (배)	목표주가 (원)	목표시총 (억원)
종전	2,642	17.8	47,000	17,633
신규	2,251	17.8	40,000	15,007
변경률(%)	-14.8	-0.1	-14.9	-14.9

주: K-IFRS 연결기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

참고: 클라우드 사업부문 물적분할 관련

클라우드 업체는 CSP(Cloud Service Provider: 클라우드 관련 반제품 인프라 형태의 서비스, 제품 개발 업체 / SaaS, IaaS, PaaS 등 3가지)와 MSP(Managed Service Provider: 클라우드 관련 컨설팅, 시스템 구축, 사후 서비스 등을 담당하는 업체)로 구분된다.

NHN의 클라우드 사업은 CSP로는 ① NHN의 클라우드 사업부문, ② 자회사 NHN Dooray 등이 있고, MSP로는 ① 자회사 Cloudnexa(미국법인), ② 자회사 NHN Techorus(일본법인) 등이 있다.

CSP가 제공하는 클라우드 서비스는 ① SaaS(Software as a Service: 서비스로서의 소프트웨어. 클라우드 환경에서 대여 사용할 수 있는 소프트웨어), ② IaaS(Infrastructure as a Service: 서비스로서의 인프라스트럭처. 클라우드 환경에서 대여 사용할 수 있는 서버와 스토리지, 네트워크 장비 등 IT 인프라 장비), ③ PaaS(Platform as a Service: 서비스로서의 플랫폼. 클라우드 환경에서 대여 사용할 수 있는 플랫폼) 등 3가지이다.

NHN의 CSP 중 ① NHN의 클라우드 사업부문은 IaaS, PaaS 서비스이고 ② 자회사 NHN Dooray는 SaaS이다.

NHN Dooray(한국법인, CSP / SaaS), Cloudnexa(미국법인, MSP), NHN Techorus(일본법인, MSP) 등은 이미 자회사로서 독립법인들이다. 따라서, 금번 물적분할 대상은 NHN의 클라우드 사업부문(CSP / IaaS, PaaS)이다. 물적분할은 22.04.01 완료 예정이며 법인명은 주) NHN 클라우드(가칭)이다.

분할되는 NHN 클라우드는 21.09.30 기준 순현금은 200억원 정도이고 매출 규모는 기존 기술 매출의 45-50%인 분기 250 - 300억원 정도이다. 그리고, 영업손익은 다소의 적자상태인데 이익 창출을 위해 비용 관리를 타이트하게 할 경우 흑자전환이 가능할 정도의 소폭 적자구조이다. 다만, 분할 후 한동안은 비용 통제를 통한 이익 달성보다 성장을 위한 공격적 투자로 영업손실은 당분간 지속될 것으로 전망한다.

NHN(181710)

* 2022년 이후 PER Share Data는 무증 후 주식수 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,087	1,360	1,460	1,606	1,781
현금/현금성자산	535	596	607	652	718
기타현금성자산	165	312	318	341	376
매출채권/기타채권	247	303	367	429	487
기타	141	149	168	185	201
비유동자산	1,464	1,667	1,729	1,784	1,832
유무형자산	795	776	820	857	886
투자자산	525	728	737	748	758
기타	144	164	171	179	187
자산총계	2,551	3,027	3,188	3,390	3,613
유동부채	559	720	836	947	1,050
매입채무/기타채무	357	439	533	622	707
단기차입금	77	71	66	62	57
기타	125	209	237	263	286
비유동부채	148	209	222	234	246
장기차입금	43	41	41	41	41
기타	105	168	181	193	205
부채총계	707	929	1,058	1,180	1,296
지배주주지분	1,597	1,834	1,862	1,934	2,030
자본금	10	10	19	19	19
자본잉여금/기타	1,153	1,171	1,148	1,135	1,118
이익잉여금	434	654	695	780	893
비지배주주지분	247	264	268	276	287
자본총계	1,844	2,099	2,130	2,210	2,317

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	141	226	175	227	265
영업에서 창출된 현금	189	251	213	272	324
당기순이익	28	130	42	92	120
조정사항	163	95	133	143	169
유무형자산상각비	66	73	78	85	92
법인세비용	37	47	38	43	57
이자손익	2	1	2	4	6
비이자금융손익	-18	-15	18	7	5
기타	77	-12	-3	4	10
자산,부채 증감	-2	27	38	36	34
법인세,이자,배당금 등	-48	-25	-39	-45	-59
투자활동 현금	3	-174	-139	-158	-169
단기금융상품 증감	-8	5	-1	-3	-5
유무형자산 증감	-60	-84	-122	-122	-122
투자/금융/기타자산	72	-95	-16	-32	-42
재무활동 현금	-65	8	-25	-25	-29
차입금/사채 증감	-27	45	-5	-5	-4
유상증자	0	0	0	0	0
자기주식	-10	-46	-13	-14	-17
기타	-28	9	-7	-7	-8
총현금흐름	79	60	11	45	66
기초 현금/현금성자산	457	535	596	607	652
외화 현금 환율변동 효과	-2	2	0	0	0
기말 현금/현금성자산	535	596	607	652	718

자료: NHN, 이베스트투자증권 리서치센터 * K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,641	1,924	2,334	2,725	3,095
게임	409	397	471	522	550
비게임	1,256	1,566	1,929	2,280	2,633
영업비용	1,556	1,826	2,230	2,578	2,907
영업이익	86	98	103	147	188
EBITDA	152	171	181	232	280
영업외손익	-34	53	-23	-11	-11
금융손익	43	60	-2	8	9
이자손익	-2	-1	-2	-4	-6
기타	45	61	0	12	15
기타손익	-86	-7	-19	-17	-17
관계기업투자손익	9	0	-2	-2	-2
세전이익	52	151	80	136	177
법인세비용	37	47	38	43	57
당기순이익	15	104	42	92	120
지배주주순이익	21	117	37	84	112
총포괄이익	50	329	81	138	151
Profitability(%)					
영업이익률	5.2	5.1	4.4	5.4	6.1
EBITDA Margin	9.2	8.9	7.8	8.5	9.0
당기순이익률	1.7	6.7	1.8	3.4	3.9
ROA	1.1	4.7	1.3	2.8	3.4
ROE	1.5	6.6	2.0	4.3	5.3
ROIC	1.4	3.8	2.8	5.2	6.4

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation (배)					
P/E	52.2	13.0	28.2	12.7	9.7
P/B	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.8	5.2	2.0	1.2	0.6
P/CF	10.2	8.5	8.6	6.1	5.1
Per Share Data (원)					
EPS	1,429	6,629	1,107	2,460	3,211
BPS	94,258	107,263	56,774	58,895	61,755
CPS	7,328	10,180	3,637	5,089	6,140
DPS	0	0	178	181	223
Growth (%)					
매출액	10.3	17.2	21.3	16.8	13.6
영업이익	0.0	0.1	0.1	0.4	0.3
EPS	20.6	363.9	-83.3	122.3	30.5
총자산	2.0	18.7	5.3	6.3	6.6
자기자본	0.8	13.8	1.5	3.7	4.9
Stability (% 배, 십억원)					
부채비율	38.3	44.2	49.7	53.4	55.9
유동비율	194.5	189.0	174.5	169.7	169.6
자기자본비율	72.3	69.3	66.8	65.2	64.1
영업이익/금융비용(x)	1.5	1.6	1.5	2.4	2.9
이자보상배율(x)	11.0	25.6	11.5	15.1	15.4
총차입금	120	112	107	103	98
순차입금	-579	-796	-817	-890	-995

NHN 목표주가 추이	투자 의견 변동내역												
	(원)	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2020.05.11	Buy	54,800원	-8.7	-14.0								
	2020.05.21	Buy	62,600원	-23.5	-30.7								
	2020.09.02	Buy	52,100원	-18.6	-26.0								
	2021.01.26	Buy	48,500원	-9.5	-20.1								
	2021.08.17	Buy	45,900원	-15.2	-20.5								
	2021.10.25	Buy	51,100원	-10.3	-19.8								
	2021.11.10	Buy	60,000원	-13.7	-22.6								
	2022.01.14	Buy	54,000원	-23.0	-30.3								
	2022.02.11	Buy	49,000원	-20.4	-26.0								
	2022.04.15	Buy	47,000원	-21.5	-25.0								
	2022.05.11	Buy	40,000원										

주) 2021.12.29부터 기존 주식수 19,565,025주의 91.76%에 달하는 17,952,890주 무상증자 단행함에 따라
 주식수는 19,565,025주에서 37,517,915주로 1.9176배 증가하고 주가는 1/1.9176으로 조정 /
 따라서, 목표주가 추이 Chart 및 투자 의견 변동내역 Table 모두 2021.12.29 이전 과거치까지 소급하여
 1/1.9176 수준으로 조정함

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.8% 9.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 4. 1 ~ 2022. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)