



NHN (181710)

주가 상승 트리거는 웹보드 수익성이 두드러 질 때

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(하향): 45,000원

현재 주가(7/5)	29,550원
상승여력	▲52.3%
시가총액	11,087억원
발행주식수	37,518천주
52 주 최고가 / 최저가	51,851 / 26,750원
90 일 일평균 거래대금	34.71억원
외국인 지분율	16.0%

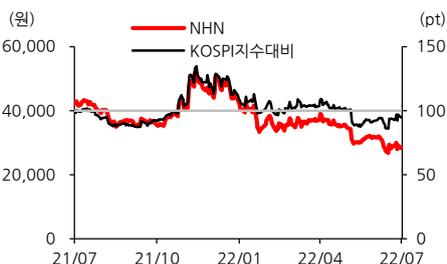
주주 구성	
이준호 (외 27 인)	49.7%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.4	-24.2	-29.0	-31.0
상대수익률(KOSPI)	4.9	-9.1	-8.2	-2.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,641	1,924	2,207	2,478
영업이익	86	98	82	113
EBITDA	152	171	159	195
지배주주순이익	21	117	47	78
EPS	572	3,115	1,311	2,170
순차입금	-441	-507	-622	-646
PER	68.1	14.4	22.5	13.6
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.9	3.1	2.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.4	6.8	2.5	4.0

주가 추이



동사의 2분기 실적은 비용 증가와 공격적인 투자 기조로 인해 시장 기대치를 하회한 것으로 추정합니다. 이익 성장과 신사업에 대한 밸류에이션 부여가 가시화 될 때 주가 상승 탄력이 강해질 것으로 예상합니다.

2분기 실적은 컨센서스 하회한 것으로 추정

동사의 2분기 실적은 매출액 5386억 원, 영업이익 146억 원으로 영업이익 컨센서스 대비 29% 하회한 것으로 추정한다. 전반적인 사업 부문들의 매출 성장은 견조했지만, 인건비 부담과 대규모 마케팅 집행으로 인해 이익 부진 기조가 지속될 것으로 예상된다. 웹보드는 비수기임에도 불구하고 PC와 모바일 매출 모두 전분기 수준을 유지한 것으로 파악된다. 결제/광고 매출액은 여행 관련 가맹점 트래픽 증가로 전년 동기 대비 12%, 기술 매출액은 공공사업과 MSP사업 확대로 인해 31% 성장할 것으로 전망된다. 다만, 커머스 부문은 4월 이후 중국 봉쇄 영향으로 인해 매출 성장 둔화가 예상된다. 마케팅비는 한게임 브랜드 대규모 광고 집행으로 전분기 대비 13% 늘어난 것으로 추정한다.

웹보드의 높은 수익성이 두드러질때가 주가 상승 트리거

동사에 대한 실적 우려 핵심은 고마진 웹보드의 수익성이 비게임사업 투자 강화로 인해 드러나지 않는다는 점이다. 클라우드, 게임 관련 대규모 인력 채용이 지속되고 있고, 신사업 마케팅 투자는 향후 전략 강화를 위해 불가피하다는 점에서 단기적인 이익 개선 기대감을 높이는 어렵다. 다만, 7월 1일부터 웹보드 규제 완화 법안은 시행됐고, 신작들의 출시도 하반기에 예정되어 있어 추가적인 이익 하향 가능성은 제한적이라고 판단한다. 공공클라우드 전환 사업 뿐만아니라 일본 MSP 사업 확대가 더해지며 성장 속도가 가속화되고 있는 클라우드 법인에 대한 외부 투자 유치나 전략 파트너십에 대한 이벤트도 기대할 만하다.

목표주가 4만 5천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 4만 5천 원으로 하향한다. 공격적 투자집행 기조에 따라 올해 영업이익의 전망치를 기존 대비 12% 하향했고, 게임 부문 밸류에이션 하락을 반영했다. 하반기 게임 사업 매출 증가가 예상되고 클라우드를 포함한 기술 사업의 지배력이 확대되고 있는 점은 긍정적이지만, 이익 성장과 신사업에 대한 밸류에이션 부여가 가시화 될 때 주가 상승 탄력이 강해질 것으로 예상된다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	452.0	453.4	472.5	545.8	520.5	538.6	558.9	589.2	1,641	1,924	2,207	2,478
YoY(%)	16.6	14.3	14.8	22.7	15.2	18.8	18.3	8.0	10.3	17.2	14.7	12.3
게임매출	111.6	86.8	95.5	103.0	108.8	105.7	112.1	115.6	409	397	442	492
PC	45.2	39.8	40.7	39.6	42.9	42.3	46.0	46.9	148	165	178	196
모바일	66.4	47.0	54.8	63.4	65.9	63.4	66.1	68.8	261	232	264	296
비게임매출	346.7	374.5	387.9	456.9	426.6	433.0	446.8	473.6	1,256	1,566	1,780	1,986
결제/광고	181.2	196.2	208.4	225.1	209.2	219.0	214.8	227.4	668	811	870	953
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	52.3	47.0	48.9	49.2	50.1	166	185	195	211
커머스	77.4	79.6	76.9	111.8	104.7	95.2	107.2	111.6	279	346	419	463
기술	44.7	51.6	57.2	66.1	63.7	67.8	73.2	81.7	133	220	286	348
기타	0.8	1.1	1.5	1.6	2.0	2.1	2.4	2.8	11	5	9	11
영업비용	426.9	433.5	444.6	520.9	505.0	524.0	536.0	560.1	1,555	1,826	2,125	2,365
인건비	92.5	92.7	89.5	96.7	101.8	107.3	110.8	113.2	339	371	433	475
지급수수료	277.8	286.1	299.5	359.3	338.2	347.4	360.5	380.1	1,002	1,223	1,426	1,598
마케팅비	22.5	21.0	18.1	26.7	27.4	30.9	25.8	27.2	78	88	111	126
영업이익	25.1	19.9	27.9	25.0	15.5	14.6	22.9	29.1	85.8	97.9	82.2	113.1
YoY(%)	0.4	-10.1	18.6	64.9	-38.2	-26.5	-17.9	16.6	-1.0	14.1	-16.0	37.6
영업이익률(%)	5.6	4.4	5.9	4.6	3.0	2.7	4.1	4.9	5.2	5.1	3.7	4.6
당기순이익	23.8	15.2	44.5	46.5	-4.5	3.1	22.6	27.0	28.0	129.7	48.1	77.9
YoY(%)	35.4	-18.6	38.7	흑전	적전	-79.8	-49.2	-41.9	-7	364	-63	62
순이익률(%)	5.3	3.4	9.4	8.5	-0.9	0.6	4.0	4.6	1.7	6.7	2.2	3.1

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
게임 사업 가치	994.9	
12개월 선행 매출액	442.2	
12개월 선행 순이익	99.5	OPM 30%, 법인세율 25% 적용
Target PER	10.0	
페이코 사업 가치	502.7	
투자 유치	735.0	외부 투자 유치 금액 7350억 원
지분율	68%	
투자자산 가치	132.3	30% 할인
NHN KCP	144.4	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	44.6	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
순현금	50	
적정 기업가치	1,680	
발행주식수(천주)	37,514	
적정주가(원)	44,781	
목표주가(원)	45,000	
현재주가(원)	29,550	
상승여력	52.3%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,489	1,641	1,924	2,207	2,478
매출총이익	1,489	1,641	1,924	2,207	2,478
영업이익	87	86	98	82	113
EBITDA	157	152	171	159	195
순이자손익	4	-1	1	6	8
외화관련손익	6	-2	6	0	0
지분법손익	1	7	5	-15	-15
세전계속사업손익	66	52	151	80	113
당기순이익	23	28	130	48	78
지배주주순이익	12	21	117	47	78
증가율(%)					
매출액	17.7	10.3	17.2	14.7	12.3
영업이익	26.3	-1.1	14.1	-16.0	37.6
EBITDA	38.7	-3.1	12.7	-6.9	22.1
순이익	-77.9	20.6	363.9	-62.9	61.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	5.8	5.2	5.1	3.7	4.6
EBITDA 이익률	10.5	9.3	8.9	7.2	7.9
세전이익률	4.4	3.2	7.8	3.6	4.6
순이익률	1.6	1.7	6.7	2.2	3.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	108	141	226	220	184
당기순이익	23	28	130	48	78
자산상각비	70	66	73	77	82
운전자본증감	3	-2	27	39	5
매출채권 감소(증가)	9	25	-34	-144	-47
재고자산 감소(증가)	3	-10	-1	-8	-7
매입채무 증가(감소)	-15	14	64	69	66
투자현금흐름	-19	3	-174	-98	-163
유형자산처분(취득)	-45	-45	-69	-69	-94
무형자산 감소(증가)	-6	-16	-15	-16	-16
투자자산 감소(증가)	-38	43	-28	17	-2
재무현금흐름	-17	-65	8	1	0
차입금의 증가(감소)	-84	-27	30	1	0
자본의 증가(감소)	-14	-14	-53	0	0
배당금의 지급	-4	-4	-7	0	0
총현금흐름	180	191	224	189	180
(-)운전자본증가(감소)	32	-79	51	-9	-5
(-)설비투자	57	46	73	70	94
(+)자산매각	6	-15	-11	-15	-16
Free Cash Flow	96	210	89	113	74
(-)기타투자	-106	61	-16	0	50
잉여현금	202	150	105	114	24
NOPLAT	31	24	67	49	78
(+) Dep	70	66	73	77	82
(-)운전자본투자	32	-79	51	-9	-5
(-)Capex	57	46	73	70	94
OpFCF	11	124	16	66	70

주: PNP시큐어 실적 매각 미반영 기준

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,059	1,087	1,360	1,540	1,632
현금성자산	510	588	652	777	801
매출채권	272	242	292	363	409
재고자산	38	48	49	57	64
비유동자산	1,442	1,464	1,667	1,652	1,716
투자자산	609	680	900	872	907
유형자산	365	378	388	408	439
무형자산	469	406	379	372	370
자산총계	2,500	2,551	3,027	3,192	3,348
유동부채	533	559	720	795	868
매입채무	360	391	489	511	577
유동성이자부채	105	101	104	116	116
비유동부채	139	148	209	232	237
비유동이자부채	56	46	41	39	39
부채총계	672	707	929	1,027	1,105
자본금	10	10	10	19	19
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,229	1,229
이익잉여금	400	434	654	719	796
자본조정	-69	-85	-67	-66	-66
자기주식	-56	-67	-112	-112	-112
자본총계	1,829	1,844	2,099	2,166	2,244

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	329	572	3,115	1,311	2,170
BPS	80,696	81,621	93,754	50,635	52,712
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,786	5,098	5,976	5,041	4,791
ROA(%)	0.5	0.8	4.2	1.5	2.4
ROE(%)	0.8	1.4	6.8	2.5	4.0
ROIC(%)	2.9	2.5	7.7	5.8	9.2
Multiples(x, %)					
PER	105.9	68.1	14.4	22.5	13.6
PBR	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
PSR	0.9	0.9	0.9	0.5	0.4
PCR	7.3	7.6	7.5	5.9	6.2
EV/EBITDA	6.1	6.7	6.9	3.1	2.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	36.7	38.3	44.2	47.4	49.2
Net debt/Equity	-19.1	-23.9	-24.1	-28.7	-28.8
Net debt/EBITDA	-222.4	-290.0	-295.8	-390.1	-331.9
유동비율	198.7	194.5	189.0	193.7	188.1
이자보상배율(배)	16.5	16.7	16.0	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	48.5	40.9	35.8	33.5	33.4
현금+투자자산	51.5	59.1	64.2	66.5	66.6
자본구조(%)					
차입금	8.1	7.4	6.5	6.7	6.4
자기자본	91.9	92.6	93.5	93.3	93.6

[Compliance Notice]

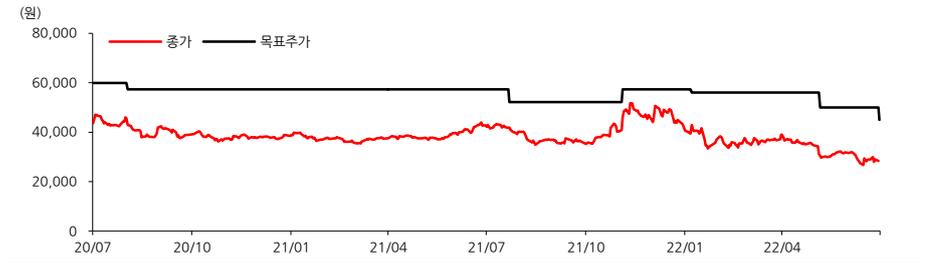
(공표일: 2022년 7월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2020.08.05	2020.08.07	2020.11.16	2021.07.27	2021.08.17
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		115,000	110,000	110,000	100,000	100,000
일시	2021.10.13	2021.11.09	2021.11.23	2022.01.12	2022.02.09	2022.02.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	100,000	110,000	110,000	56,000	56,000	56,000
일시	2022.04.11	2022.05.11	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.06	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	56,000	50,000	50,000	50,000	45,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.08.07	Buy	57,380	-32.54	-23.45
2021.07.27	Buy	52,164	-27.55	-16.70
2021.11.09	Buy	57,380	-18.69	-9.64
2022.01.12	Buy	56,000	-34.85	-23.39
2022.05.11	Buy	50,000	-39.88	-35.60
2022.07.06	Buy	45,000		

[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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%