



# NHN (181710)

웹보드 좋은데 아쉬운 이익 성장

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 35,000원

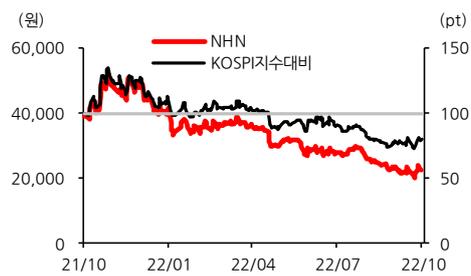
현재 주가(10/24)	23,600원
상승여력	▲48.3%
시가총액	8,500억원
발행주식수	36,017천주
52 주 최고가 / 최저가	51,851 / 20,300원
90 일 일평균 거래대금	21.42억원
외국인 지분율	13.7%
주주 구성	
이준호 (외 27 인)	51.8%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%
자사주 (외 1 인)	7.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.1	-15.9	-34.1	-39.4
상대수익률(KOSPI)	3.4	-9.3	-16.8	-13.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,641	1,924	2,103	2,310
영업이익	86	98	51	82
EBITDA	152	171	128	164
지배주주순이익	21	117	18	62
EPS	572	3,115	500	1,729
순차입금	-441	-507	-619	-638
PER	68.1	14.4	47.2	13.7
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	6.9	1.8	1.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.4	6.8	1.0	3.3

주가 추이



동사의 3분기 영업이익은 대규모 마케팅이 집행된 전분기 대비 개선되었지만, 커머스 사업 부진으로 인해 기존 전망치를 하회한 것으로 추정합니다. 이익 성장과 신사업에 대한 밸류에이션 부여가 가시화 될 때 주가의 상승 반전 추세가 나타날 것으로 예상합니다.

3분기 실적은 컨센서스 하회 추정

동사의 3분기 실적은 매출액 5239억 원, 영업이익 110억 원으로 영업이익 컨센서스 190억 원을 크게 하회한 것으로 추정한다. 웹보드를 포함한 전반적인 사업 부문들의 매출 성장은 견조했지만, 커머스 매출이 중국 봉쇄 영향과 미국 경기침체 우려가 본격화되며 QoQ 9% 감소할 것으로 예상된다. 웹보드 매출은 규제완화 효과에 점유율 확대 추세가 더해져 YoY 35% 증가할 것으로 전망한다. 고마진의 웹보드 매출 성장세가 지속되고 마케팅비도 전분기 대비 크게 줄어들겠지만, 커머스 사업 회복이 지연되고 마케팅 효율화 정책 효과가 제한적으로 반영됨에 따라 기존 당사와 시장 기대치에 못미치는 부진한 이익을 예상한다.

공공과 MSP로 점유율을 높여가는 클라우드 사업 가치 부여

올해 실적 부진의 주요인은 고마진 웹보드의 수익성이 비게임사업 투자 강화로 인해 드러나지 않았다는 점이다. 4분기에도 게임, 콘텐츠 관련 마케팅은 불가피하겠지만, 인건비 통제와 마케팅 효율화 전략이 가시화되면서 추가적인 이익 하향 가능성은 제한적이라고 판단한다. 한편, 약 1조 원 이상 규모로 추산되는 클라우드 법인에 대한 외부 투자 유치나 전략 파트너십에 대한 이벤트가 성사될 경우에는 반영하지 않고 있던 클라우드 사업부의 가치 부여가 가능할 것으로 예상된다.

목표주가 3만 5천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 3만 5천 원으로 하향한다. 비용 증가에 따라 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 14% 하향했다. 약 70% 이상의 고마진을 내는 웹보드의 매출 성장은 긍정적이지만, 여기에서 발생하는 이익이 다른 사업 부진으로 인해 드러나지 않는 점이 지속되고 있다. 현재 밸류에이션도 올해 예상실적 기준 PER 47.2배로 저평가 국면은 아닌 상황이라 이익 성장과 신사업에 대한 밸류에이션 부여가 가시화 될 때 주가의 반전 추세가 나타날 것으로 예상된다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	452.0	453.4	472.5	545.8	520.5	511.3	523.9	547.2	1,641	1,924	2,103	2,310
YoY(%)	16.6	14.3	14.8	22.7	15.2	12.8	10.9	0.3	10.3	17.2	9.3	9.9
게임매출	111.6	86.8	95.5	103.0	108.8	104.1	112.3	110.9	409	397	436	481
PC	45.2	39.8	40.7	39.6	42.9	41.0	47.6	44.8	148	165	176	195
모바일	66.4	47.0	54.8	63.4	65.9	63.1	64.7	66.1	261	232	260	286
비게임매출	346.7	374.5	387.9	456.9	426.6	419.6	411.6	436.3	1,256	1,566	1,694	1,830
결제/광고	181.2	196.2	208.4	225.1	209.2	216.5	218.0	226.3	668	811	870	887
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	52.3	47.0	50.0	49.2	50.1	166	185	196	207
커머스	77.4	79.6	76.9	111.8	104.7	81.7	74.1	81.7	279	346	342	397
기술	44.7	51.6	57.2	66.1	63.7	69.0	67.9	75.4	133	220	276	328
기타	0.8	1.1	1.5	1.6	2.0	2.4	2.4	2.8	11	5	10	11
영업비용	426.9	433.5	444.6	520.9	505.0	506.1	512.9	528.2	1,555	1,826	2,052	2,228
인건비	92.5	92.7	89.5	96.7	101.8	100.5	105.5	107.8	339	371	416	446
지급수수료	277.8	286.1	299.5	359.3	338.2	327.4	338.4	350.4	1,002	1,223	1,355	1,486
마케팅비	22.5	21.0	18.1	26.7	27.4	37.4	29.7	29.3	78	88	124	127
영업이익	25.1	19.9	27.9	25.0	15.5	5.2	11.0	19.0	85.8	97.9	50.8	82.0
YoY(%)	0.4	-10.1	18.6	64.9	-38.2	-73.9	-60.5	-23.9	-1.0	14.1	-48.1	61.5
영업이익률(%)	5.6	4.4	5.9	4.6	3.0	1.0	2.1	3.5	5.2	5.1	2.4	3.5
당기순이익	23.8	15.2	44.5	46.5	-4.5	-5.3	12.6	18.2	28.0	129.7	21.0	62.1
YoY(%)	35.4	-18.6	38.7	흑전	적전	적전	-71.7	-60.9	-7	364	-84	196
순이익률(%)	5.3	3.4	9.4	8.5	-0.9	-1.0	2.4	3.3	1.7	6.7	1.0	2.7

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

게임 사업 가치	667.5	
12개월 선행 매출액	445.0	
12개월 선행 순이익	66.8	OPM 25%, 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	109.5	50% 할인
NHN KCP	88.8	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	20.7	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
순현금	40	
적정 기업가치	1,320	
발행주식수(천주)	37,514	
적정주가(원)	35,180	
<b>목표주가(원)</b>	<b>35,000</b>	
<b>현재주가(원)</b>	<b>23,600</b>	
<b>상승여력</b>	<b>48.3%</b>	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,489	1,641	1,924	2,103	2,310
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	87	86	98	51	82
EBITDA	157	152	171	128	164
순이자손익	4	-1	1	4	8
외화관련손익	6	-2	6	0	0
지분법손익	1	7	5	1	6
세전계속사업손익	66	52	151	56	90
당기순이익	23	28	130	21	62
지배주주순이익	12	21	117	18	62
<b>증가율(%)</b>					
매출액	17.7	10.3	17.2	9.3	9.9
영업이익	26.3	-1.1	14.1	-48.1	61.5
EBITDA	38.7	-3.1	12.7	-25.2	28.4
순이익	-77.9	20.6	363.9	-83.8	196.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	5.8	5.2	5.1	2.4	3.5
EBITDA 이익률	10.5	9.3	8.9	6.1	7.1
세전이익률	4.4	3.2	7.8	2.7	3.9
순이익률	1.6	1.7	6.7	1.0	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	108	141	226	83	143
당기순이익	23	28	130	21	62
자산상각비	70	66	73	77	82
운전자본증감	3	-2	27	-16	0
매출채권 감소(증가)	9	25	-34	-28	-50
재고자산 감소(증가)	3	-10	-1	-8	-7
매입채무 증가(감소)	-15	14	64	24	60
투자현금흐름	-19	3	-174	6	-128
유형자산처분(취득)	-45	-45	-69	-59	-88
무형자산 감소(증가)	-6	-16	-15	-10	-8
투자자산 감소(증가)	-38	43	-28	105	-3
재무현금흐름	-17	-65	8	20	0
차입금의 증가(감소)	-84	-27	30	-7	0
자본의 증가(감소)	-14	-14	-53	-23	0
배당금의 지급	-4	-4	-7	0	0
총현금흐름	180	191	224	169	143
(-)운전자본증가(감소)	32	-79	51	-41	0
(-)설비투자	57	46	73	60	88
(+)자산매각	6	-15	-11	-8	-8
Free Cash Flow	96	210	89	141	48
(-)기타투자	-106	61	-16	87	30
잉여현금	202	150	105	54	18
NOPLAT	31	24	67	19	56
(+) Dep	70	66	73	77	82
(-)운전자본투자	32	-79	51	-41	0
(-)Capex	57	46	73	60	88
OpFCF	11	124	16	77	52

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	1,443	1,528
현금성자산	510	588	652	771	790
매출채권	272	242	292	383	433
재고자산	38	48	49	56	64
비유동자산	1,442	1,464	1,667	1,687	1,736
투자자산	609	680	900	888	924
유형자산	365	378	388	417	441
무형자산	469	406	379	382	371
<b>자산총계</b>	<b>2,500</b>	<b>2,551</b>	<b>3,027</b>	<b>3,130</b>	<b>3,264</b>
유동부채	533	559	720	731	797
매입채무	360	391	489	467	527
유동성이자부채	105	101	104	111	111
비유동부채	139	148	209	277	282
비유동이자부채	56	46	41	41	41
<b>부채총계</b>	<b>672</b>	<b>707</b>	<b>929</b>	<b>1,008</b>	<b>1,080</b>
자본금	10	10	10	19	19
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,229	1,229
이익잉여금	400	434	654	692	754
자본조정	-69	-85	-67	-109	-109
자기주식	-56	-67	-112	-135	-135
<b>자본총계</b>	<b>1,829</b>	<b>1,844</b>	<b>2,099</b>	<b>2,122</b>	<b>2,184</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당지표</b>					
EPS	329	572	3,115	500	1,729
BPS	80,696	81,621	93,754	48,787	50,441
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,786	5,098	5,976	4,500	3,817
ROA(%)	0.5	0.8	4.2	0.6	1.9
ROE(%)	0.8	1.4	6.8	1.0	3.3
ROIC(%)	2.9	2.5	7.7	2.3	7.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	105.9	68.1	14.4	47.2	13.7
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR	0.9	0.9	0.9	0.4	0.4
PCR	7.3	7.6	7.5	5.2	6.2
EV/EBITDA	6.1	6.7	6.9	1.8	1.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	36.7	38.3	44.2	47.5	49.5
Net debt/Equity	-19.1	-23.9	-24.1	-29.2	-29.2
Net debt/EBITDA	-222.4	-290.0	-295.8	-483.6	-387.6
유동비율	198.7	194.5	189.0	197.4	191.5
이자보상배율(배)	16.5	16.7	16.0	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	48.5	40.9	35.8	31.9	31.6
현금+투자자산	51.5	59.1	64.2	68.1	68.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	8.1	7.4	6.5	6.7	6.5
자기자본	91.9	92.6	93.5	93.3	93.5

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2022년 10월 24일)

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, 유영술)

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 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2020.11.16	2021.07.27	2021.08.17	2021.10.13	2021.11.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	100,000	100,000	100,000	110,000
일 시	2021.11.23	2022.01.12	2022.02.09	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	56,000	56,000	56,000	56,000	50,000
일 시	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.06	2022.08.10	2022.10.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	50,000	50,000	45,000	40,000	35,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-39.91	-35.60
2022.07.06	Buy	45,000	-37.78	-35.00
2022.08.09	Buy	40,000	-39.07	-25.25
2022.10.24	Buy	35,000		

**[ 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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%