



NHN (181710)

이익 반등 가능성 높음

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 35,000원

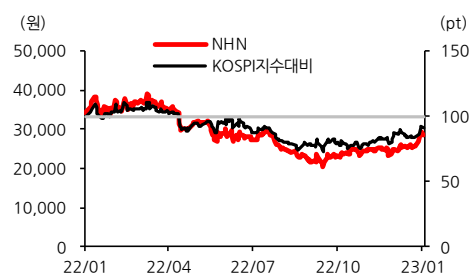
현재 주가(1/31)	29,100원
상승여력	▲20.3%
시가총액	10,481억원
발행주식수	36,017천주
52 주 최고가 / 최저가	39,000 / 20,300원
90 일 일평균 거래대금	15.18억원
외국인 지분율	14.0%
주주 구성	
이준호 (외 27 인)	51.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
자사주 (외 1 인)	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.9	26.8	6.6	-14.5
상대수익률(KOSPI)	8.4	21.1	7.7	-5.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,924	2,108	2,305	2,527
영업이익	98	43	78	118
EBITDA	171	123	175	220
지배주주순이익	117	17	50	75
EPS	3,115	482	1,455	2,177
순차입금	-507	-545	-498	-471
PER	14.4	45.5	20.0	13.4
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.9	2.0	3.1	2.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.8	0.9	2.7	3.9

주가 추이



동사의 4분기 영업이익은 마케팅 효율화 전략이 예상보다 더디게 반영되며 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다.

4분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스 하회 추정

동사의 4분기 실적은 매출액 5533억 원, 영업이익 135억 원을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 10% 하회한 것으로 추정한다. 웹보드 매출은 월 결재한도 상향 및 모바일 점유율 확대 추세가 지속되며 높았던 전분기 수준을 유지한 것으로 파악된다. 커머스 매출은 광군제 시즌이었음에도 불구하고 QoQ 8% 증가에 그칠 것으로 예상하는데, 소비심리 위축과 중국 제로코로나 영향이 맞물렸다. 인건비는 특별한 이슈 없이 QoQ 7% 증가, 광고선전비는 QoQ 10% 감소하는 것으로 추정한다. 2분기에 크게 늘어난 브랜드마케팅 집행이 일부 지속되고 페이코 쿠폰 관련 광고도 진행된 것으로 파악된다.

게임사업의 높은 수익성이 두드러지는지가 관건

지난해 실적 부진 주요인은 고마진 웹보드의 수익성이 비게임사업 투자 강화로 인해 드러나지 않았다는 점이다. 고마진 사업인 웹보드 매출 성장세가 꺾임에도 불구하고 '22E 영업이익률은 2%로 '21년 5.1% 대비 악화된 것으로 추정한다. 올해에도 게임 신작 관련 일부 마케팅은 불가피하겠지만, 인건비 통제와 마케팅 효율화 전략이 가시화되면서 추가 이익 하향 가능성은 제한적이라고 판단한다. 웹보드 매출도 높아진 수준을 유지하고 있고, 수익성 높은 커머스 사업도 더 나빠질 것이 없다는 점을 고려한다면 올해 이익 반등 가능성은 높다. 우리는 '23년 영업이익으로 779억 원(YoY +83%)을 전망한다.

투자의견 BUY와 목표주가 3만 5천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 회사는 수익성 개선 목표를 우선으로 전사 비용 효율화 정책을 언급하고 있지만 아직 가시화된 점은 없다. '22년 약 50% 가까이 늘어난 마케팅비의 효율화만 진행되어도 이익 반등 가능성은 크다고 판단한다. 최근 IMM인베스트먼트로부터 1조원 수준의 밸류로 투자유치를 성공시킨 클라우드 법인의 가치도 중장기적으로 기업가치 상승 요인이 될 것으로 예상된다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	520.5	511.3	522.4	553.3	547.6	560.8	585.6	611.1	1,641	1,924	2,108	2,305
YoY(%)	15.2	12.8	10.6	1.4	5.2	9.7	12.1	10.4	10.3	17.2	9.6	9.4
게임매출	108.8	104.1	115.9	114.0	117.0	113.1	119.9	117.5	409	397	443	467
PC	42.9	41.0	44.6	45.2	47.6	43.6	49.1	46.7	148	165	174	187
모바일	65.9	63.1	71.3	68.8	69.4	69.4	70.8	70.8	261	232	269	280
비게임매출	426.6	419.6	418.4	439.3	430.6	447.8	465.7	493.6	1,256	1,566	1,704	1,838
결제/광고	209.2	216.5	227.0	229.9	209.9	239.6	255.9	257.3	668	811	883	963
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	53.2	53.2	53.2	53.2	53.2	166	185	201	213
커머스	104.7	81.7	66.3	71.9	88.9	73.5	70.9	93.7	279	346	325	327
기술	63.7	69.0	71.3	81.5	76.2	78.9	82.9	86.7	133	220	285	325
기타	2.0	2.4	2.9	2.8	2.4	2.6	2.8	2.7	11	5	10	11
영업비용	505.0	506.1	514.1	539.8	533.0	543.2	564.6	586.3	1,555	1,826	2,065	2,227
인건비	101.8	100.5	102.8	109.9	109.0	108.7	112.2	117.7	339	371	415	448
지급수수료	338.2	327.4	335.5	355.3	351.6	360.1	376.0	392.4	1,002	1,223	1,356	1,480
광고선전비	27.4	37.4	33.9	30.6	27.6	28.6	29.6	28.3	78	88	129	114
영업이익	15.5	5.2	8.3	13.5	14.5	17.7	20.9	24.8	85.8	97.9	42.6	77.9
YoY(%)	-38.2	-73.9	-70.3	-45.8	-6.6	239.7	152.0	83.4	-1.0	14.1	-56.5	83.0
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	2.4	2.6	3.1	3.6	4.1	5.2	5.1	2.0	3.4
당기순이익	-4.5	-5.3	21.4	10.2	8.4	14.0	15.3	17.9	28.0	129.7	21.8	55.6
YoY(%)	적전	적전	-51.9	-78.1	-285.8	-364.0	-28.7	76.7	-7	364	-83	156
순이익률(%)	-0.9	-1.0	4.1	1.8	1.5	2.5	2.6	2.9	1.7	6.7	1.0	2.4

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

게임 사업 가치	876.4	
23E 매출액	467.4	
23E 순이익	70.1	OPM 25%, 법인세율 25% 적용
Target PER	12.5	
페이코 사업 가치	307.8	자회사 40% 할인
투자 유치	750.0	외부 투자 유치 금액 7500 억 원
지분율	68%	
클라우드 사업 가치	510	자회사 40% 할인
투자 유치	1,000	외부 투자 유치 금액 1 조 원
지분율	85%	
투자자산 가치	130.6	상장사 50% 할인
NHN KCP	103.9	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	26.7	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
적정 기업가치	1,315	
발행주식수(천주)	37,514	
적정주가(원)	35,049	
목표주가(원)	35,000	
현재주가(원)	29,100	
상승여력	20.3%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,641	1,924	2,108	2,305	2,527
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	86	98	43	78	118
EBITDA	152	171	123	175	220
순이자손익	-1	1	2	8	9
외화관련손익	-2	6	0	0	0
지분법손익	7	5	-11	-18	-18
세전계속사업손익	52	151	54	81	121
당기순이익	28	130	22	56	83
지배주주순이익	21	117	17	50	75
증가율(%)					
매출액	10.3	17.2	9.6	9.4	9.6
영업이익	-1.1	14.1	-56.5	83.0	51.1
EBITDA	-3.1	12.7	-27.9	42.1	25.6
순이익	20.6	363.9	-83.2	155.6	49.7
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	5.2	5.1	2.0	3.4	4.7
EBITDA 이익률	9.3	8.9	5.9	7.6	8.7
세전이익률	3.2	7.8	2.6	3.5	4.8
순이익률	1.7	6.7	1.0	2.4	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	141	226	27	169	200
당기순이익	28	130	22	56	83
자산상각비	66	73	81	98	103
운전자본증감	-2	27	-21	-1	-1
매출채권 감소(증가)	25	-34	-10	-44	-5
재고자산 감소(증가)	-10	-1	-5	-6	-1
매입채무 증가(감소)	14	64	28	49	5
투자현금흐름	3	-174	4	-220	-230
유형자산처분(취득)	-45	-69	-121	-87	-96
무형자산 감소(증가)	-16	-15	-43	-76	-76
투자자산 감소(증가)	43	-28	200	-3	-4
재무현금흐름	-65	8	-11	0	0
차입금의 증가(감소)	-27	30	-18	0	0
자본의 증가(감소)	-14	-53	-43	0	0
배당금의 지급	-4	-7	0	0	0
총현금흐름	191	224	143	170	201
(-)운전자본증감(감소)	-79	51	-71	1	1
(-)설비투자	46	73	123	87	96
(+)자산매각	-15	-11	-42	-76	-76
Free Cash Flow	210	89	49	5	28
(-)기타투자	61	-16	124	53	54
잉여현금	150	105	-74	-48	-27
NOPLAT	24	67	17	54	81
(+) Dep	66	73	81	98	103
(-)운전자본투자	-79	51	-71	1	1
(-)Capex	46	73	123	87	96
OpFCF	124	16	46	62	87

주: PNP시큐어 실적 매각 미반영 기준

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,087	1,360	1,310	1,317	1,301
현금성자산	588	652	703	655	628
매출채권	242	292	418	462	466
재고자산	48	49	55	61	62
비유동자산	1,464	1,667	1,798	1,900	2,006
투자자산	680	900	866	901	938
유형자산	378	388	491	505	524
무형자산	406	379	441	494	544
자산총계	2,551	3,027	3,108	3,217	3,307
유동부채	559	720	699	753	763
매입채무	391	489	467	516	521
유동성이자부채	101	104	114	114	114
비유동부채	148	209	284	289	294
비유동이자부채	46	41	44	44	44
부채총계	707	929	983	1,042	1,057
자본금	10	10	19	19	19
자본잉여금	1,238	1,238	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	434	654	618	668	743
자본조정	-85	-67	-55	-55	-55
자기주식	-67	-112	-81	-81	-81
자본총계	1,844	2,099	2,125	2,175	2,250

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	572	3,115	482	1,455	2,177
BPS	81,621	93,754	50,270	51,660	53,739
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	5,098	5,976	3,958	4,731	5,569
ROA(%)	0.8	4.2	0.5	1.6	2.3
ROE(%)	1.4	6.8	0.9	2.7	3.9
ROIC(%)	2.5	7.7	2.0	5.9	8.3
Multiples(x, %)					
PER	68.1	14.4	45.5	20.0	13.4
PBR	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5
PSR	0.9	0.9	0.4	0.5	0.4
PCR	7.6	7.5	5.5	6.2	5.2
EV/EBITDA	6.7	6.9	2.0	3.1	2.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	38.3	44.2	46.3	47.9	47.0
Net debt/Equity	-23.9	-24.1	-25.7	-22.9	-20.9
Net debt/EBITDA	-290.0	-295.8	-441.7	-283.6	-213.6
유동비율	194.5	189.0	187.3	174.9	170.5
이자보상배율(배)	16.7	16.0	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	40.9	35.8	35.8	37.8	39.4
현금+투자자산	59.1	64.2	64.2	62.2	60.6
자본구조(%)					
차입금	7.4	6.5	6.9	6.8	6.5
자기자본	92.6	93.5	93.1	93.2	93.5

[Compliance Notice]

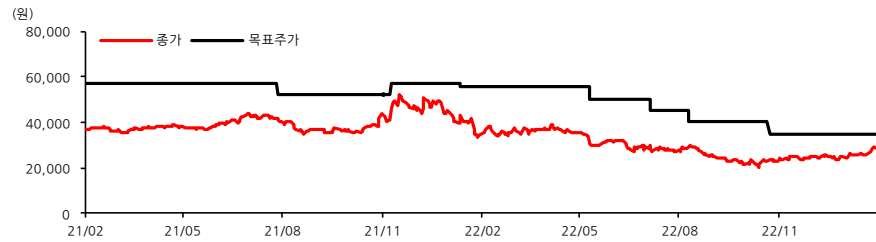
(공표일: 2023년 2월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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]

일 시	2016.08.12	2021.07.27	2021.08.17	2021.10.13	2021.11.09	2021.11.23
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		100,000	100,000	100,000	110,000	110,000
일 시	2022.01.12	2022.02.09	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.11	2022.05.19
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	56,000	56,000	56,000	56,000	50,000	50,000
일 시	2022.05.24	2022.07.06	2022.08.10	2022.10.24	2022.11.09	2022.11.17
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	50,000	45,000	40,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2022.12.05	2023.02.01				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	35,000	35,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	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
2022.08.10	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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%