



▲ 인터넷/게임  
Analyst 김동희  
02. 6454-4869  
donghee.kim@meritz.co.kr

# NHN 181710

## 방향성 재정립의 시기

- ✓ 4Q21 매출액은 5,426억원(+22% YoY)로 예상치 부합, 영업이익은 252억원(+65.5% YoY)로 연말 상여 및 게임 마케팅 증가로 예상치 하회
- ✓ 21년 국내 클라우드 시장 규모는 3.3조원, NHN 클라우드는 공공기관 인증을 통해 영역 확대하고 있으며 현재 3개의 IDC 건립 준비하며 성장을 위한 투자의 시기
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기준연도 변경과 100% 무상증자로 인한 주식수 증가 반영하여 5만원 제시

### Buy

<b>적정주가 (12 개월)</b>	<b>50,000 원</b>
<b>현재주가 (2.9)</b>	<b>37,650 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>32.8%</b>
KOSPI	2,768.85pt
시가총액	14,125억원
발행주식수	3,752만주
유동주식비율	46.07%
외국인비중	19.33%
52주 최고/최저가	51,851원/33,400원
평균거래대금	152.4억원
<b>주요주주(%)</b>	
이준호 외 23 인	49.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	-6.5	0.1
상대주가	-0.7	10.1	11.5

#### 주가그래프



### 4Q21 실적, 예상치 소폭 하회

4분기 매출액은 5,426억원(+22% YoY)으로 예상치 부합, 영업이익은 252억원(+65.5% YoY)로 연말 상여 및 게임 마케팅 증가로 컨센서스를 하회하였다. 게임 매출액은 1,030억원(+4.6% YoY)으로 한게임 포커클래식 iOS 론칭, 12월 1일 출시된 '드래곤퀘스트 캐시캐시'의 매출 반영, 컴파스 등의 콜라보레이션 효과 있었다. 페이코 거래액은 2.1조원으로 성장성 회복되어 멕시카나 등과의 프로모션 긍정적이었으며 오프라인 거래규모 79% YoY 증가하였다. 커머스 매출액은 56.3% YoY 증가하며 에이컴메이트는 21년 광군제 역대 최고 거래액 기록하였으며 22년 1월 샵아이프로, 2월 패션고드립쉬핑 론칭하며 포트폴리오 확대되고 있다. 기술 매출액은 62.5% YoY 증가하며 정부 공공 클라우드 전환 사업을 최다 수주하였으며 NHN 레이도 22년 1월 한국은행에 정식 서비스를 시작하였다. 영업이익률은 4.6%로 연말 상여, 신작 게임 마케팅 등의 일회성 비용에도 1.2%p YoY 향상되었다.

### 여전히 핵심은 '게임과 페이코'

웹보드 게임 비즈니스는 2년마다 규제안을 재검토하는데 22년 그 시기가 도래하여 1회 베팅한도 등의 상향 조정 가능성 있어 22년 매출 성장에 기여할 수 있다. 페이코 역시 오프라인 결제 비중 높고 주요 결제처가 항공/여행/공연 등으로 코로나 밀접한 영역들이었는데 '위드 코로나'로 성장성 회복되고 있어 긍정적이다.

### 클라우드로 미래 성장성 확보 노력

22년 한국 클라우드 시장 규모는 전년대비 30% 성장한 4~5조원 사이로 예상, 아마존, 마이크로소프트, 구글 등의 글로벌 사업자들의 강세이나 공공기관 클라우드 위주로 국내 사업자들의 점유율 확대되고 있다. NHN은 최근 행정안전부의 공공 클라우드 사업의 약 1/3 수주하였고 IDC 건립 등에 나서고 있어 성장성 주목된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,488.6	86.7	12.3	329	-77.9	42,082	105.9	0.8	6.6	0.8	36.7
2020	1,675.2	102.2	21.5	572	20.6	42,564	68.1	0.9	6.8	1.4	38.3
2021E	1,920.5	98.1	115.5	3,079	365.0	45,141	14.6	1.0	2.6	7.0	39.4
2022E	2,362.1	127.3	138.7	3,697	13.7	48,816	10.2	0.8	4.4	7.9	40.3
2023E	2,644.2	140.0	130.3	3,473	-6.4	52,168	10.8	0.7	3.8	6.9	41.6

표1 NHN 4Q21 Review - 예상치 소폭 하회

(사업원)	4Q21P	3Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>542.6</b>	<b>444.9</b>	<b>22.0%</b>	<b>472.5</b>	<b>14.8%</b>	<b>507.6</b>	<b>6.9%</b>	<b>495.9</b>	<b>9.4%</b>
게임	103.0	98.5	4.6%	95.5	7.8%	-	-	98.5	4.6%
결제&광고	217.8	190.9	14.1%	208.4	5.5%	-	-	224.0	-1.9%
콘텐츠	51.9	44.6	16.3%	43.8	18.3%	-	-	43.3	19.9%
커머스	116.6	74.6	56.3%	76.9	51.7%	-	-	78.8	48.0%
기술	66.1	40.7	62.5%	57.2	15.5%	-	-	60.5	9.3%
기타	1.6	1.6	0.3%	1.5	12.5%	-	-	1.7	-2.5%
<b>영업이익</b>	<b>25.2</b>	<b>15.1</b>	<b>66.1%</b>	<b>27.9</b>	<b>-9.9%</b>	<b>29.2</b>	<b>-13.8%</b>	<b>29.4</b>	<b>-14.6%</b>
<b>세전이익</b>	<b>48.6</b>	<b>-35.6</b>	<b>-236.6%</b>	<b>52.5</b>	<b>-7.4%</b>	-	-	<b>28.7</b>	<b>69.2%</b>
<b>지배순이익</b>	<b>44.3</b>	<b>-38.7</b>	<b>-214.5%</b>	<b>40.3</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.4</b>	<b>427.4%</b>	<b>21.2</b>	<b>109.0%</b>
영업이익률(%)	4.6%	3.4%	1.2%p	5.9%	-1.3%p	5.8%	-1.1%p	5.9%	-1.3%p
순이익률(%)	8.2%	-8.7%	16.9%p	8.5%	-0.4%p	1.7%	6.5%p	4.3%	3.9%p

자료: NHN, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(사업원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>452.0</b>	<b>453.4</b>	<b>472.5</b>	<b>542.6</b>	<b>558.4</b>	<b>574.6</b>	<b>597.9</b>	<b>631.2</b>	<b>1,641.2</b>	<b>1,920.5</b>	<b>2,362.1</b>
증감율(% YoY)	16.6	14.3	14.8	22.0	23.5	26.7	26.5	16.3	10.3	17.0	23.0
게임	111.6	86.9	95.5	103.0	112.9	108.5	110.7	114.7	409.0	397.0	446.7
결제&광고	181.2	196.2	208.4	217.8	221.7	234.1	247.9	256.6	668.0	805.6	960.3
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	51.9	43.3	44.6	45.9	47.3	166.2	184.2	181.0
커머스	77.4	79.6	76.9	116.6	120.1	123.7	127.4	142.7	279.0	350.5	513.9
기술	44.7	51.6	57.2	66.1	73.4	77.0	78.9	82.8	148.3	219.7	312.1
기타	0.8	1.1	1.5	1.6	1.5	1.2	1.6	1.7	10.6	5.1	6.0
<b>영업비용</b>	<b>426.9</b>	<b>433.5</b>	<b>444.6</b>	<b>517.4</b>	<b>526.9</b>	<b>544.8</b>	<b>562.2</b>	<b>601.0</b>	<b>1,555.4</b>	<b>1,822.4</b>	<b>2,234.9</b>
증감율(% YoY)	17.7	15.7	14.5	20.4	23.4	25.7	26.5	16.2	10.9	17.2	22.6
인건비	92.5	92.7	89.5	96.7	99.6	102.6	105.7	118.0	339.4	371.4	425.9
지급수수료	277.8	286.1	299.5	358.7	369.2	379.9	395.3	417.3	1,002.4	1,222.2	1,561.7
광고선전비	22.5	21.0	18.1	23.3	18.2	21.2	21.8	24.0	77.7	84.8	85.2
감가상각비	17.5	18.0	18.6	19.0	19.6	20.2	20.8	22.0	66.1	73.1	82.5
통신비	6.0	6.1	6.5	6.4	6.5	6.7	6.9	7.1	25.2	25.0	27.4
기타	10.6	1.0	12.5	13.4	13.8	14.2	11.7	12.5	44.7	37.4	52.1
<b>영업이익</b>	<b>25.1</b>	<b>19.9</b>	<b>27.9</b>	<b>25.2</b>	<b>31.5</b>	<b>29.8</b>	<b>35.7</b>	<b>30.2</b>	<b>85.7</b>	<b>98.1</b>	<b>127.2</b>
증감율(% YoY)	0.4	-10.1	18.8	66.1	25.5	50.2	27.7	20.2	-1.1	14.4	29.8
OPM(%)	5.6	4.4	5.9	4.6	5.6	5.2	6.0	4.8	5.2	5.1	5.4
<b>세전이익</b>	<b>30.6</b>	<b>22.9</b>	<b>52.5</b>	<b>48.6</b>	<b>40.1</b>	<b>38.6</b>	<b>44.6</b>	<b>29.1</b>	<b>52.0</b>	<b>154.6</b>	<b>152.3</b>
<b>지배순이익</b>	<b>19.4</b>	<b>11.5</b>	<b>40.3</b>	<b>44.3</b>	<b>29.6</b>	<b>28.1</b>	<b>33.9</b>	<b>47.1</b>	<b>21.5</b>	<b>115.5</b>	<b>138.7</b>
증감율(% YoY)	37.6	-29.9	35.7	-214.5	52.7	144.3	-16.0	6.4	74.2	437.3	20.1
NPM(%)	4.3	2.5	8.5	8.2	5.3	4.9	5.7	7.5	1.3	6.0	5.9

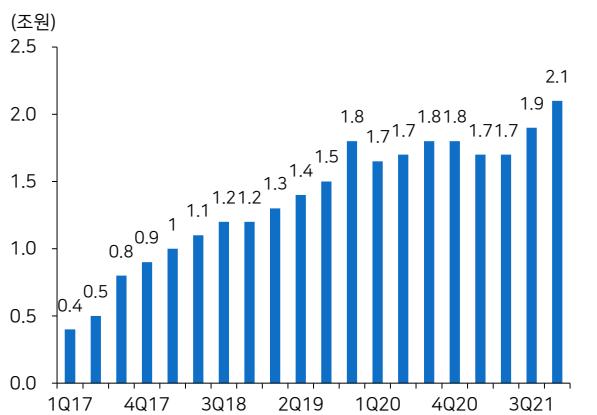
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2022년 게임 라인업



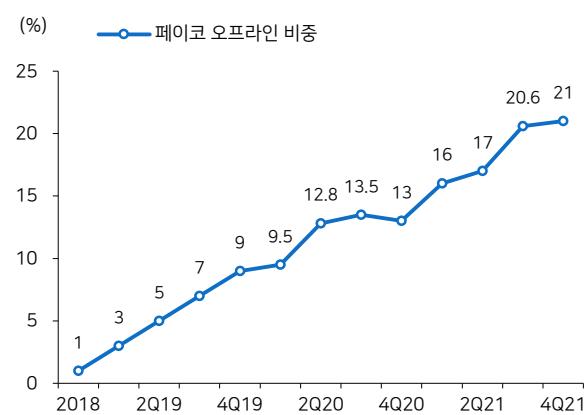
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림2 4Q21 페이코 거래액 2.1조원(+11% QoQ)으로 증가



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림3 페이코 오프라인 비중 21% 수준



자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

**NHN Q&A**

아래 내용은 전자공시시스템 또는 해당사의 실적발표 컨퍼런스 콜 내용입니다

**Q 클라우드 비즈니스 손익 현황 및 전망?**

- A** ■ 아직은 소폭의 적자, 22년 하반기 정도에 흑자전환할 것으로 예상하고 있음

**Q IDC 건립 관련 CAPEX 규모 및 전망?**

- A** ■ 선투자가 많이 진행되어야 해서 향후 3~4년간 1천억원 상회하는 수준의 투자는 될 것으로 예상하고 있음. 분사 이후에 좀더 구체화되면 다시 설명드릴 예정  
 ■ 김해 포함하여 3군데, 향후 4~5년간 3천억 이상 투자. 장기적으로 회수되는 구조. 공공에 집중하고 있어서 공공 부분에서 안정적 수익 확보되는게 있음. 선투자 되나 리스크는 상대적으로 적은 편임. 초기 재원 확보가 필요해서 물적분할 진행 하는게 이런 선투자 재원을 다른 전략적 투자자들과 협의해서 확보하기 위함

**Q PTE 장르 게임 출시 준비중, 매출 구조?**

- A** ■ PTE는 게임 자체 재미도 있고 재화를 획득하고 경제적 혜택으로 연결되어서 많이 출시되고 있음. 웹보드 포함한 게임 운영 노하우 갖고 있어서 플레이 재미는 갖추되 플레이투언이라는 소유하거나 확보한 게임 재화와 아이템 가치를 외부적으로 블록체인 상에서 인정받을수 있는 형태의 장르를 주목하고 있음

**Q 클라우드 비즈니스 성장성 큰데 시장의 이해도 높지 않음, 시장 규모나 BM, 산업구조?**

- A** ■ 21년 한국 클라우드 시장 규모는 3.3조원. 퍼블릭이 90%, 공공시장이 10% 정도 차지 예측, 올해 30% 성장해서 4~5조원 사이로 예상. 시장 플레이어는 글로벌 사업자들이 AWS, 마이크로소프트, 구글 등이 강세. 글로벌 사업자들의 퍼블릭 시장 점유율은 90%  
 ■ NHN은 국내에서 유일하게 오픈스택으로 IAAS, SAAS, PAAS 등 자체 기술로 커버. 전 영역에서 CSAP(공공 인증)받은 사업자. 공공에서는 네이버 클라우드, KT 등과 3파전으로 치열한 경쟁 예상. 행안부 주도의 공공클라우드 예산이 2,400억원 정도 잡혀있어서 NHN은 그중에서 3분의 1 정도 규모 사업 진행할 것

## NHN (181710)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,488.6	1,675.2	1,920.5	2,362.1	2,644.2
매출액증가율 (%)	17.7	12.5	14.6	23.0	11.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,488.6	1,675.2	1,920.5	2,362.1	2,644.2
판매관리비	1,401.9	1,573.0	1,822.4	2,234.9	2,504.3
영업이익	86.7	102.2	98.1	127.3	140.0
영업이익률	5.8	6.1	5.1	5.4	5.3
금융손익	10.1	-2.8	56.3	31.3	36.8
증속/관계기업손익	-0.1	9.1	0.8	0.1	1.0
기타영업외손익	-31.2	-85.5	-7.5	8.5	8.8
세전계속사업이익	65.5	23.0	154.6	152.3	179.8
법인세비용	42.4	41.2	36.6	45.7	41.4
당기순이익	23.2	28.0	130.0	147.8	138.4
지배주주지분 순이익	12.3	21.5	115.5	138.7	130.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	107.7	141.3	228.9	259.2	257.6
당기순이익(손실)	23.2	28.0	130.0	147.8	138.4
유형자산상각비	57.2	49.8	54.4	48.7	38.7
무형자산상각비	12.9	16.3	16.8	17.3	17.8
운전자본의 증감	3.2	-2.1	105.3	28.4	32.4
투자활동 현금흐름	-18.7	3.2	-3.4	-3.7	-4.1
유형자산의증가(CAPEX)	-57.2	-45.7	-47.1	-48.5	-49.9
투자자산의감소(증가)	30.8	-98.9	-15.9	-16.3	-16.8
재무활동 현금흐름	-17.0	-65.2	43.9	49.5	52.0
차입금의 증감	13.5	-14.2	-5.9	-4.7	-4.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	71.9	77.2	117.0	136.7	129.5
기초현금	385.5	457.4	534.6	651.6	788.3
기말현금	457.4	534.6	651.6	788.3	917.7

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,058.7	1,086.9	1,242.5	1,420.9	1,595.5
현금및현금성자산	457.4	534.6	651.6	788.3	917.7
매출채권	139.0	126.3	254.2	266.9	280.2
재고자산	38.2	48.3	49.7	51.2	52.8
비유동자산	1,441.6	1,464.0	1,523.1	1,559.4	1,598.9
유형자산	364.5	377.9	384.2	390.7	397.6
무형자산	468.6	406.2	418.4	430.9	443.8
투자자산	429.4	528.3	607.1	624.3	643.9
자산총계	2,500.3	2,550.9	2,751.6	2,977.1	3,201.1
유동부채	532.8	558.9	614.7	676.2	743.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	44.8	53.2	51.9	51.9	51.9
유동성장기부채	24.1	8.7	9.3	9.3	9.3
비유동부채	138.8	147.9	162.7	179.0	196.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.0	15.3	14.7	14.7	14.7
부채총계	671.6	706.8	777.4	855.2	940.7
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6	1,237.6
기타포괄이익누계액	-17.7	-7.1	93.1	93.1	93.1
이익잉여금	400.2	434.1	564.1	711.9	850.3
비지배주주지분	249.9	247.3	280.6	290.5	303.2
자본총계	1,828.7	1,844.2	1,974.2	2,122.0	2,260.4

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	39,677	44,650	51,188	62,960	70,479
EPS(지배주주)	329	572	3,079	3,697	3,473
CFPS	4,786	5,098	4,314	3,004	2,585
EBITDAPS	4,178	4,487	4,512	5,150	5,237
BPS	42,082	42,564	45,141	48,816	52,168
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	105.9	68.1	14.6	10.2	10.8
PCR	7.3	7.6	10.4	12.5	14.6
PSR	0.9	0.9	0.9	0.6	0.5
PBR	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7
EBITDA	156.8	168.4	169.3	193.2	196.5
EV/EBITDA	6.6	6.8	2.6	4.4	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	1.4	7.0	7.9	6.9
EBITDA 이익률	10.5	10.0	8.8	8.2	7.4
부채비율	36.7	38.3	39.4	40.3	41.6
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(X)	16.5	19.2	17.6	21.7	22.8
매출채권회전율(X)	8.9	12.6	10.1	9.1	9.7
재고자산회전율(X)	39.3	38.7	39.2	46.8	50.8

## 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 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 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 관리사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## NHN (181710) 투자등급변경 내용

\* 전정중가 대상시점 1년이며 토지등급변경 그래프는 수정중가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.15	산업브리프	Buy	52,164	김동희	-22.8	-4.1	
2020.07.08	산업브리프	Buy	57,380	김동희	-32.0	-17.9	
2021.07.08	1년 경과				-33.2	-24.5	
2021.10.08	산업브리프	Buy	52,164	김동희	-15.2	-0.6	80,000
2022.01.12	산업브리프	Buy	86,000	김동희	-55.6	-50.1	60,000
2022.02.10	기업브리프	Buy	50,000	김동희	-	-	40,000

주가 및 적정주가 변동추이

— NHN     — 적정주가