



Outperform(Downgrade)

목표주가: 33,000원(하향)

주가(8/18): 28,350원

시가총액: 10,636억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/18)		2,508.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,851원	26,750원
등락률	-45.3%	6.0%
수익률	절대	상대
1M	-0.9%	-6.1%
6M	-21.3%	-13.8%
1Y	-22.6%	-2.5%

Company Data

발행주식수	37,518천주
일평균 거래량(3M)	116천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	53,058원
주요 주주	이준호 외 26 인 49.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,641.2	1,923.7	2,202.6	2,496.6
영업이익	85.7	97.9	73.0	104.1
EBITDA	151.9	171.2	152.0	194.8
세전이익	52.0	150.9	52.7	85.4
순이익	28.0	129.7	17.2	55.5
지배주주지분순이익	21.4	116.9	11.2	43.9
EPS(원)	572	3,115	303	1,218
증감률(% YoY)	73.8	444.9	-90.3	301.8
PER(배)	68.1	14.4	93.5	23.3
PBR(배)	0.91	0.92	0.53	0.51
EV/EBITDA(배)	7.4	2.0	3.4	2.4
영업이익률(%)	5.2	5.1	3.3	4.2
ROE(%)	1.4	6.8	0.6	2.2
순차입금비용(%)	-31.6	-38.1	-37.6	-38.6

Price Trend



기업 업데이트

NHN (181710)

보수적 검증 과정이 필요



실적 추정치 하향 결과로 동사 투자 의견을 기존 BUY에서 Outperform으로 조정하고 목표주가를 기존 4.7만원에서 3.3만원으로 하향 조정한다. 동사 이익 개선의 정체는 게임사업 외 커머스, 기술 및 콘텐츠 사업부문의 이익 개선 속도가 더디기 때문이며, 페이코 사업도 흑자 기조를 이어가지 못하는 가운데 대형 경쟁사들이 오프라인 결제 사업을 강화하면서 향후 비우호적 상황이 추가될 리스크가 있다.

>>> 동사 투자 의견 및 목표주가 하향 조정

동사 투자 의견을 기존 BUY에서 Outperform으로 조정하고 목표주가를 기존 4.7만원에서 3.3만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가는 23E 지배주주지분 순이익 439억원에 목표 PER 30배 및 연간 할인율 10%를 적용한 결과치이다. 동사의 22E 영업이익이 730억원으로 전년대비 25% 감소할 것으로 예상되며, 23E 영업이익은 1,041억원으로 전년대비 43% 증가할 것으로 전망되나, 이는 21년 이익 수준을 회복하는 정도에 머무는 것으로 동 2년간 성장성이 부진한 모습을 보일 것으로 관측된다. 따라서 목표 PER 30배는 밸류에이션 측면에서 우호적 수준을 부여한 것임을 투자자들은 감안할 필요가 있다.

>>> 게임사업 이외 부문의 이익 개선이 필요

동사의 이익 개선의 정체는 게임사업 외에 커머스, 기술 및 콘텐츠 사업부문의 이익 개선 속도가 더디기 때문이며, 현재 기술과 콘텐츠 사업은 영업 적자에서 탈피하지 못하고 있다. 결제/광고 부문에서는 동사가 성장의 중요한 축으로 본 페이코 사업이 흑자 기조를 이어가지 못하고 있으며, 포스트 코로나 이후 유저 아웃도어 트래픽 증가로 페이코 사업이 중점을 둔 오프라인 환경이 우호적으로 변화함에도 가시적인 이익 개선을 이루지 못하고 있다. 또한 대형 경쟁사들이 외부 가맹점을 추가하고 오프라인 결제 사업을 강화하면서 경쟁강도 측면에서 향후 비우호적 상황이 추가될 리스크도 있다. 동사의 올해 상반기 영업이익은 웹보드 게임 매출 증가에 따른 게임사업 마진 개선에도 전사 지급수수료 비율 및 마케팅비 증가 등에 따라 전년동기대비 큰 폭의 감소를 기록하였다. 하반기 영업이익은 웹보드 게임 규제 완화에 따른 게임 부문 마진 개선으로 전년동기 수준에 근접할 것으로 전망한다. 분기 영업이익이 전년동기대비 개선될 시점은 올해 4분기로 전망하나, 이는 신작 게임 출시가 집중된 4분기에 일부 기대치를 반영한 것으로서, 신작 성과가 미미할 경우 전년동기대비 증익이 불가능할 수 있는 리스크가 상존한다.

>>> 리스크 포인트 체크 및 올해 투자 방향성 점검

동사의 업사이드 리스크는 올해 4분기 출시가 집중된 신작의 성과가 예상치를 상회할 경우로 제시하며, 당사는 동 성과를 일평균 매출 1억원 수준으로 반영하였다. 투자자들은 향후 분기별 영업이익 개선 속도를 확인하여 투자 비중을 조정할 필요가 있을 것이다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	452.0	453.4	472.5	545.8	520.5	511.3	546.8	624.1	1,923.7	2,202.6	2,496.6
게임	111.6	86.9	95.5	103.0	108.8	104.1	116.2	116.1	397.0	445.3	468.3
결제/광고	181.2	196.2	208.4	225.1	209.2	216.5	229.6	258.1	810.9	913.5	1,058.5
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	52.3	47.0	50.0	50.2	55.1	184.6	202.3	205.5
커머스	77.4	79.6	76.9	111.8	104.7	81.7	83.9	118.2	345.7	388.5	433.6
기술	44.7	51.6	57.2	66.1	63.7	69.0	76.8	86.6	219.7	296.1	380.8
기타	-5.5	-6.8	-9.4	-12.5	-12.8	-10.0	-10.0	-10.0	-34.3	-42.9	-50.2
영업비용	426.9	433.5	444.6	520.9	505.0	506.1	523.3	595.3	1,825.8	2,129.7	2,392.5
영업이익	25.1	19.9	27.9	25.0	15.5	5.2	23.5	28.8	97.9	73.0	104.1
영업이익률(%)	5.6%	4.4%	5.9%	4.6%	3.0%	1.0%	4.3%	4.6%	5.1%	3.3%	4.2%
영업외손익	5.4	3.0	24.6	19.9	-11.9	2.4	-1.5	-9.2	53.0	-20.3	-18.8
법인세차감전순이익	30.6	22.9	52.5	44.9	3.6	7.6	21.9	19.6	150.9	52.7	85.4
법인세차감전순이익률(%)	6.8%	5.1%	11.1%	8.2%	0.7%	1.5%	4.0%	3.1%	7.8%	2.4%	3.4%
법인세비용	10.4	11.0	13.0	12.6	8.1	12.9	7.7	6.9	46.9	35.5	29.9
법인세율(%)	33.9%	48.0%	24.7%	28.1%	226.0%	169.8%	35.0%	35.0%	31.1%	67.4%	35.0%
당기순이익	20.2	11.9	39.5	32.3	-4.5	-5.3	14.3	12.7	103.9	17.2	55.5
당기순이익률(%)	4.5%	2.6%	8.4%	5.9%	-0.9%	-1.0%	2.6%	2.0%	5.4%	0.8%	2.2%
지배주주지분	19.4	11.5	40.3	45.7	-5.6	-7.3	13.1	10.9	116.9	11.2	43.9
비지배주주지분	4.4	3.7	4.2	0.5	1.1	1.9	1.2	1.8	12.9	6.0	11.6

자료: NHN, 키움증권

NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	2,207.0	2,435.5	2,635.0	2,202.6	2,496.6	2,739.3	-0.2%	2.5%	4.0%
영업이익	110.2	123.0	135.4	73.0	104.1	130.0	-33.8%	-15.4%	-4.0%
영업이익률	5.0%	5.1%	5.1%	3.3%	4.2%	4.7%	-1.7%	-0.9%	-0.4%
법인세차감전순이익	169.8	185.8	202.2	52.7	85.4	107.5	-69.0%	-54.1%	-46.8%
당기순이익	110.4	122.6	135.5	17.2	55.5	72.6	-84.4%	-54.7%	-46.4%
지배주주지분	88.5	93.1	98.4	11.2	43.9	54.6	-87.3%	-52.9%	-44.5%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E
매출액	515.9	557.8	626.5	554.0	511.3	546.8	624.1	602.5	-0.9%	-2.0%	-0.4%	8.8%
영업이익	21.6	34.5	29.8	22.1	5.2	23.5	28.8	21.5	-76.0%	-32.1%	-3.5%	-2.9%
영업이익률	4.2%	6.2%	4.8%	4.0%	1.0%	4.3%	4.6%	3.6%	-3.2%	-1.9%	-0.1%	-0.4%
법인세차감전순이익	38.5	52.1	38.6	38.3	7.6	21.9	19.6	17.8	-80.3%	-57.9%	-49.3%	-53.5%
당기순이익	25.1	33.9	25.1	25.3	-5.3	14.3	12.7	11.6	적전	-57.9%	-49.3%	-54.2%
지배주주지분	19.7	28.0	18.8	19.3	-7.3	13.1	10.9	9.6	적전	-53.3%	-41.9%	-50.5%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,641.2	1,923.7	2,202.6	2,496.6	2,739.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,641.2	1,923.7	2,202.6	2,496.6	2,739.3
판매비	1,555.5	1,825.8	2,129.7	2,392.5	2,609.4
영업이익	85.7	97.9	73.0	104.1	130.0
EBITDA	151.9	171.2	152.0	194.8	229.6
영업외손익	-33.8	53.0	-20.3	-18.8	-22.5
이자수익	3.7	4.7	4.8	5.1	5.7
이자비용	5.1	6.1	6.1	6.1	6.1
외환관련이익	17.0	10.2	6.9	6.9	6.9
외환관련손실	18.8	4.3	3.3	3.3	3.3
종속 및 관계기업손익	9.1	0.3	-4.1	-4.0	-4.0
기타	-39.7	48.2	-18.5	-17.4	-21.7
법인세차감전이익	52.0	150.9	52.7	85.4	107.5
법인세비용	37.4	46.9	35.5	29.9	34.9
계속사업손익	14.6	103.9	17.2	55.5	72.6
당기순이익	28.0	129.7	17.2	55.5	72.6
지배주주순이익	21.4	116.9	11.2	43.9	54.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	10.3	17.2	14.5	13.3	9.7
영업이익 증감률	-1.1	14.2	-25.4	42.6	24.9
EBITDA 증감률	-3.1	12.7	-11.2	28.2	17.9
지배주주순이익 증감률	73.4	446.3	-90.4	292.0	24.4
EPS 증감률	73.8	444.9	-90.3	301.8	24.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	5.2	5.1	3.3	4.2	4.7
EBITDA Margin(%)	9.3	8.9	6.9	7.8	8.4
지배주주순이익률(%)	1.3	6.1	0.5	1.8	2.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	141.3	226.4	68.8	123.7	166.4
당기순이익	28.0	129.7	17.2	55.5	72.6
비현금항목의 가감	163.3	94.5	70.0	75.5	89.0
유형자산감가상각비	49.8	54.7	59.3	68.8	76.0
무형자산감가상각비	16.3	18.7	19.7	21.9	23.6
지분법평가손익	-27.3	-37.0	-23.5	-26.0	-28.0
기타	124.5	58.1	14.5	10.8	17.4
영업활동자산부채증감	-2.1	27.2	15.4	20.5	37.1
매출채권및기타채권의감소	25.5	-34.3	-31.3	-30.7	-20.7
재고자산의감소	-10.1	-1.2	-7.0	-7.4	-6.1
매입채무및기타채무의증가	14.2	64.0	48.9	53.8	59.2
기타	-31.7	-1.3	4.8	4.8	4.7
기타현금흐름	-47.9	-25.0	-33.8	-27.8	-32.3
투자활동 현금흐름	3.2	-173.8	-24.4	-26.6	-29.0
유형자산의 취득	-45.7	-73.0	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.9	4.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.5	-14.9	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-98.9	-220.3	-28.2	-29.6	-31.1
단기금융자산의감소(증가)	52.7	-153.7	-16.2	-17.1	-17.9
기타	109.7	283.7	150.0	150.1	150.0
재무활동 현금흐름	-65.2	7.7	33.2	25.0	25.0
차입금의 증가(감소)	-12.3	44.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	8.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-10.3	-46.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.7	-6.7	0.0	0.0	0.0
기타	-38.9	15.7	25.0	25.0	25.0
기타현금흐름	-2.1	1.6	-73.8	-73.9	-74.0
현금 및 현금성자산의 순증가	77.2	61.8	3.8	48.2	88.4
기초현금 및 현금성자산	457.4	534.6	596.4	600.2	648.4
기말현금 및 현금성자산	534.6	596.4	600.2	648.4	736.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,086.9	1,359.9	1,426.3	1,538.3	1,680.8
현금 및 현금성자산	534.6	596.4	600.2	648.4	736.8
단기금융자산	171.0	324.8	341.0	358.1	376.0
매출채권 및 기타채권	242.0	291.9	323.2	353.8	374.5
재고자산	48.3	48.5	55.6	63.0	69.1
기타유동자산	91.0	98.3	106.3	115.0	124.4
비유동자산	1,464.0	1,667.2	1,745.3	1,813.3	1,873.9
투자자산	528.3	748.6	772.7	798.3	825.4
유형자산	377.9	388.2	428.9	460.1	484.1
무형자산	406.2	379.0	389.2	397.4	403.8
기타비유동자산	151.6	151.4	154.5	157.5	160.6
자산총계	2,550.9	3,027.2	3,171.6	3,351.6	3,554.8
유동부채	558.8	719.7	776.1	837.8	905.2
매입채무 및 기타채무	391.2	488.8	537.7	591.5	650.7
단기금융부채	76.9	80.2	80.2	80.2	80.2
기타유동부채	90.7	150.7	158.2	166.1	174.3
비유동부채	147.9	208.9	214.2	219.8	225.6
장기금융부채	46.2	41.0	41.0	41.0	41.0
기타비유동부채	101.7	167.9	173.2	178.8	184.6
부채총계	706.8	928.6	990.3	1,057.6	1,130.9
지배지분	1,596.9	1,834.3	1,911.0	2,012.2	2,124.0
자본금	9.8	9.8	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	1,237.6	1,237.7	1,237.7	1,237.7	1,237.7
기타자본	-77.5	-150.5	-150.5	-150.5	-150.5
기타포괄손익누계액	-7.1	83.4	140.7	197.9	255.2
이익잉여금	434.1	653.8	665.0	708.9	763.5
비지배지분	247.3	264.3	270.3	281.9	299.9
자본총계	1,844.2	2,098.6	2,181.3	2,294.0	2,423.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	572	3,115	303	1,218	1,515
BPS	42,564	48,891	53,058	55,867	58,972
CFPS	5,098	5,976	2,360	3,637	4,485
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	68.1	14.4	93.5	23.3	18.7
PER(최고)	88.1	16.9	148.6		
PER(최저)	47.3	11.1	84.6		
PBR	0.91	0.92	0.53	0.51	0.48
PBR(최고)	1.18	1.08	0.85		
PBR(최저)	0.63	0.71	0.48		
PSR	0.89	0.88	0.48	0.41	0.37
PCFR	7.6	7.5	12.0	7.8	6.3
EV/EBITDA	7.4	2.0	3.4	2.4	1.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.1	4.7	0.6	1.7	2.1
ROE	1.4	6.8	0.6	2.2	2.6
ROIC	4.8	11.9	3.6	9.6	12.2
매출채권회전율	6.4	7.2	7.2	7.4	7.5
재고자산회전율	38.0	39.7	42.3	42.1	41.5
부채비율	38.3	44.2	45.4	46.1	46.7
순차입금비용	-31.6	-38.1	-37.6	-38.6	-40.9
이자보상배율	16.7	16.0	11.9	17.0	21.2
총차입금	123.1	121.2	121.2	121.2	121.2
순차입금	-582.5	-800.0	-820.0	-885.2	-991.5
NOPLAT	151.9	171.2	152.0	194.8	229.6
FCF	42.7	101.2	-11.7	49.0	94.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 18일 현재 'NHN(181710)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 작성자 김진구는 2022년 6월 28일 있었던 "NHN Cloud make IT" 행사에 비용(식사비)을 NHN으로부터 지원 받고 다녀 왔습니다.

고지사항

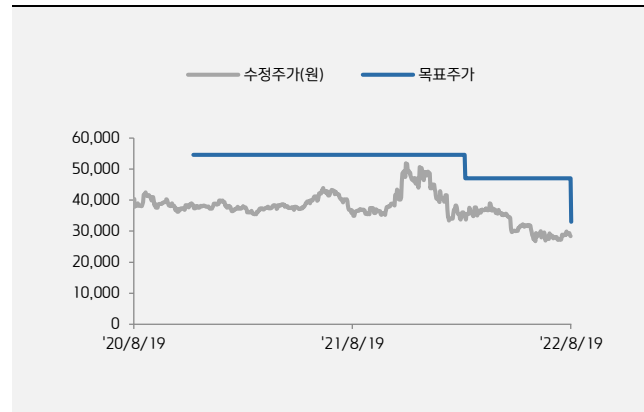
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NHN	2020-11-26	BUY(Initiate)	54,600원	6개월	-27.90	-5.03
담당자 변경	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	47,000원	6개월	-31.36	-17.02
(181710)	2022-08-19	Outperform(Downgrade)	33,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

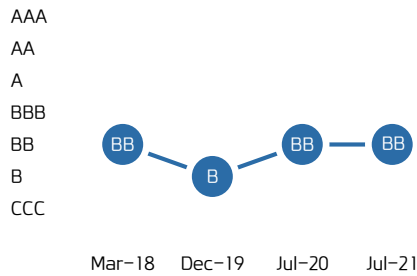
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/07/01~2022/06/30)

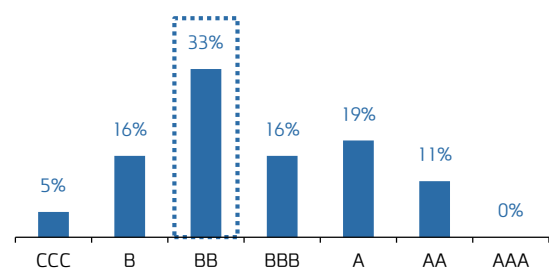
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	3.8	4.5		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	4.5	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	0.5	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	8.6	6.1	25.0%	
지배구조	2.8	3.9	44.0%	▲0.3
기업 지배구조	4.2	4.8		▲0.4
기업 활동	3.2	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Mango Excellent Media Co Ltd	●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	N/A	◀▶
Embracer Group AB	● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	N/A	▲▲
TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP	● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	N/A	◀▶
AMC ENTERTAINMENT HOLDINGS, INC.	● ●	● ● ●	● ●	●	● ● ●	N/A	▲
NHN Corporation	●	●	● ● ● ●	● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치