

2022. 11. 9



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 27,000 원

현재주가 (11.8) 23,900 원

상승여력 13.0%

KOSPI	2,399.04pt
시가총액	8,608억원
발행주식수	3,602만주
유동주식비율	39.64%
외국인비중	13.60%
52주 최고/최저가	51,851원/20,300원
평균거래대금	19.1억원

주요주주(%)

이준호 외 26 인	51.78
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	-30.8	-41.5
상대주가	-2.4	-23.7	-27.8

주가그래프



NHN 181710

웹보드 사업부 호조를 상쇄한 커머스

- ✓ 3분기 연결 영업이익은 83억원으로 웹보드 규제 완화에도 이익 크게 하회
- ✓ 중국 봉쇄령에 따른 커머스 매출 추가 하락이 가장 큰 영향으로 추정
- ✓ 반면 비용은 신규 연결 법인과 일회성 지급수수료 등 영향으로 예상 수준으로 발생
- ✓ 3분기 흐름이 4분기 크게 반전되기는 어려워 당분간 유사한 이익 흐름 이어갈 것
- ✓ 사업 단순화에 따른 핵심 사업부 가치 부각이 주가 상승의 동력 될 것

웹보드 순항에도 커머스/신규 연결 법인 편입으로 이익은 기대치 하회

3분기 NHN의 연결 매출 및 영업이익은 5,224억원(+10.6% YoY)과 83억원(-70.3% YoY)으로 당사 추정치 및 시장 기대치를 크게 하회했다. 7/1 웹보드 규제 완화로 게임 매출은 YoY 21% 증가하여 예상 수준이었으나 중국 봉쇄령에 따른 커머스 매출 하락이 영향을 크게 상회했다. 2분기 817억원으로 전분기 대비 200억원 하락했던 커머스 매출은 3분기 663억원으로 재차 크게 하락했다. 4분기 상황의 반전을 기대하기는 쉽지 않은 관계로 2023년 회복을 기대한다.

연결 매출은 추정치를 약 200억원 하회한 데 반해 영업 비용은 예상 수준으로 발생하며 추정치와의 괴리가 커졌다. 지급수수료 항목에서 일본 신작 게임과 관련된 일회성 외주 용역비가 반영된 영향과 기술 법인 증가에 따른 유무형 자산상각비가 증가한 데 따른다. 지난 2분기 컨퍼런스콜을 통하여 동사는 현재 80여개 수준의 자회사를 2024년 60개까지 줄이겠다고 밝힌 데 반해 3분기 신규법인이 추가로 편입되며 비용 감축 속도를 늦췄다. 반면, 결제와 콘텐츠 부분은 전분기와 유사했다.

이익의 반등을 위해서는

동사의 투자 주요 포인트는 1) 웹보드 규제 완화에 따른 1위 사업자의 수혜 및 2) 클라우드 사업부, 그리고 3) 방대한 자회사 구조조정이다. 연내 클라우드 외부 투자 유치에 대한 구체적 성과를 공유할 것으로 예상된다. 실적 측면에서 웹보드 규제 완화에 따른 게임 사업부의 효과가 발휘되지 못하는 점이 다소 아쉽다. Hold 투자 의견과 적정주가 27,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,641.2	85.7	21.5	572	20.6	42,564	68.1	0.9	7.6	1.4	38.3
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	364.0	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022E	2,116.5	46.3	16.8	455	-82.4	51,491	52.5	0.5	7.3	0.9	15.9
2023E	2,357.5	101.5	59.2	1,644	188.5	53,072	14.5	0.5	6.9	3.1	24.9
2024E	2,497.6	122.7	71.9	1,996	20.1	54,971	12.0	0.4	3.6	3.7	26.9

(십억원)	3Q22P	3Q21	% YoY	2Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	522.4	472.5	10.6	511.3	2.2	533.4	-2.1	542.8	-3.7
영업이익	8.3	27.9	-70.3	5.2	59.7	18.1	-54.3	28.1	-70.5
세전이익	28.5	52.5	-45.8	7.6	274.9	21.3	33.9	30.3	-5.8
지배순이익	19.3	40.3	-52.2	-7.3	흑전	10.3	87.0	18.5	3.9

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출 추정												
매출	452.0	453.4	472.5	545.8	520.5	511.3	522.4	562.3	1,923.7	2,116.5	2,357.4	2,497.6
게임	111.6	86.9	95.5	103.0	108.8	104.1	115.9	122.8	397.0	451.7	496.6	507.7
결제/광고	181.2	196.2	208.4	225.1	209.2	216.5	227.0	249.5	810.9	902.2	982.2	1,028.1
커머스	77.4	79.6	76.9	111.8	104.7	81.7	66.3	66.5	345.7	319.1	365.7	378.2
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	52.3	47.0	50.0	51.0	52.9	184.6	200.8	206.8	214.4
기술	44.7	51.6	57.2	66.1	63.7	69.0	71.3	82.1	219.7	286.1	347.4	408.0
기타 및 내부거래	-5.5	-6.8	-9.4	-12.5	-12.8	-10.0	-9.0	-11.5	-34.3	-43.4	-41.2	-38.8
% YoY												
매출	16.5	14.3	14.8	22.7	15.2	12.8	10.6	3.0	17.2	10.0	11.4	5.9
게임	6.6	-17.6	-4.9	4.6	-2.5	19.9	21.4	19.3	-2.9	13.8	9.9	2.2
결제/광고	19.7	25.6	23.4	17.9	15.5	10.3	8.9	10.9	21.5	11.3	8.9	4.7
커머스	21.4	19.2	4.1	49.8	35.3	2.6	-13.8	-40.6	23.9	-7.7	14.6	3.4
콘텐츠	8.0	15.9	3.2	17.3	10.2	8.8	16.4	1.1	11.1	8.8	3.0	3.7
기술	51.8	65.6	82.0	62.4	42.3	33.8	24.5	24.2	65.4	30.2	21.4	17.5
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업비용	426.9	433.5	444.6	520.9	505.0	506.1	514.1	545.0	1,825.8	2,070.2	2,255.9	2,374.9
% to sales	94.4	95.6	94.1	95.4	97.0	99.0	98.4	96.9	94.9	97.8	95.7	95.1
% YoY	17.7	15.7	14.5	21.2	18.3	16.8	15.6	4.6	17.4	13.4	9.0	5.3
지급수수료	277.8	286.1	299.5	359.3	338.2	327.4	335.5	361.8	1,222.7	1,363.0	1,526.5	1,575.1
인건비	92.5	92.7	89.5	96.7	101.8	100.5	102.8	104.0	371.3	409.1	449.7	479.8
광고선전비	22.5	21.0	18.1	26.7	27.4	37.4	33.9	31.5	88.2	130.2	109.4	116.8
감가상각비	17.5	18.0	18.6	19.0	18.8	18.3	20.1	20.3	73.1	77.5	91.4	105.3
통신비	6.0	6.1	6.5	6.4	6.3	6.6	6.3	6.2	25.0	25.4	24.7	24.0
기타	10.6	9.6	12.5	12.8	12.4	15.9	15.6	21.1	45.5	65.0	54.3	74.0
이익 추정												
영업이익	25.1	19.9	27.9	25.0	15.5	5.2	8.3	17.3	97.9	46.3	101.5	122.7
% YoY	0.5	-10.0	18.6	64.9	-38.2	-73.9	-70.3	-30.8	14.1	-52.7	119.3	20.9
영업이익률(%)	5.6	4.4	5.9	4.6	3.0	1.0	1.6	3.1	5.1	2.2	4.3	4.9
세전이익	30.6	22.9	52.5	44.9	3.6	7.6	28.5	17.6	150.9	57.2	90.6	112.7
% YoY	12.0	-21.5	68.9	흑전	-88.3	-66.8	-45.8	-60.9	190.4	-62.1	58.3	24.4
지배주주순이익	19.4	11.5	40.3	45.7	-5.6	-7.3	19.3	10.4	116.9	16.8	59.2	71.9
% YoY	38.1	-29.8	35.6	흑전	적전	적전	-52.2	-77.3	444.9	-85.6	252.0	21.4

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,641.2	1,923.7	2,116.5	2,357.5	2,497.6
매출액증가율 (%)	10.3	17.2	10.0	11.4	5.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,641.2	1,923.7	2,116.5	2,357.5	2,497.6
판매관리비	1,555.5	1,825.8	2,070.3	2,255.9	2,374.9
영업이익	85.7	97.9	46.3	101.5	122.7
영업이익률	5.2	5.1	2.2	4.3	4.9
금융손익	43.1	59.8	24.1	-7.1	-7.2
중속/관계기업손익	9.1	0.3	-5.6	-5.6	-5.6
기타영업외손익	-86.0	-7.1	-7.5	1.8	2.9
세전계속사업이익	52.0	150.9	57.2	90.6	112.7
법인세비용	37.4	47.0	34.8	27.4	36.8
당기순이익	28.0	129.7	22.5	63.2	75.9
지배주주지분 순이익	21.5	116.9	16.8	59.2	71.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	141.3	226.4	-490.7	-241.4	483.1
당기순이익(손실)	28.0	129.7	22.5	63.2	75.9
유형자산상각비	49.8	54.7	60.5	46.4	35.6
무형자산상각비	16.3	18.7	4.4	4.2	4.0
운전자본의 증감	-2.1	27.2	-573.6	-351.6	367.7
투자활동 현금흐름	3.2	-173.8	32.6	60.8	-181.6
유형자산의증가(CAPEX)	-45.7	-73.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-98.9	-220.3	13.2	1.8	-5.5
재무활동 현금흐름	-65.2	7.8	19.2	175.7	30.0
차입금의 증감	-14.2	-1.9	19.2	175.7	30.0
자본의 증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	77.2	61.8	-438.9	-4.8	331.6
기초현금	457.4	534.6	596.4	157.5	152.6
기말현금	534.6	596.4	157.5	152.6	484.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,086.9	1,359.9	884.0	1,206.7	1,380.7
현금및현금성자산	534.6	596.4	157.5	152.7	484.2
매출채권	126.3	177.3	195.1	606.3	196.8
재고자산	48.3	48.5	0.0	38.2	42.0
비유동자산	1,464.0	1,667.2	1,574.2	1,521.9	1,487.7
유형자산	377.9	388.2	332.7	286.3	250.7
무형자산	406.2	379.0	354.6	350.5	346.5
투자자산	528.3	748.6	735.5	733.7	739.1
자산총계	2,550.9	3,027.2	2,458.3	2,728.6	2,868.5
유동부채	558.9	719.7	224.1	202.7	267.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	53.2	46.4	46.4	46.4	46.4
유동성장기부채	23.7	25.0	24.3	0.0	0.0
비유동부채	147.9	208.9	113.1	341.5	341.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.3	14.4	34.4	234.4	264.4
부채총계	706.8	928.6	337.2	544.2	608.3
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	1,237.6	1,237.8	1,237.8	1,237.8	1,237.8
기타포괄이익누계액	-7.1	83.4	83.4	83.4	83.4
이익잉여금	434.1	653.8	674.1	731.1	799.4
비지배주주지분	247.3	264.3	266.5	272.8	280.3
자본총계	1,844.2	2,098.6	2,121.1	2,184.3	2,260.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	43,746	51,274	57,274	65,453	69,345
EPS(지배주주)	572	3,115	455	1,644	1,996
CFPS	5,098	5,976	3,178	3,967	4,460
EBITDAPS	4,049	4,564	3,007	4,223	4,506
BPS	42,564	48,891	51,491	53,072	54,971
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	68.1	14.4	52.5	14.5	12.0
PCR	7.6	7.5	7.5	6.0	5.4
PSR	0.9	0.9	0.4	0.4	0.3
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.4
EBITDA	151.9	171.2	111.1	152.1	162.3
EV/EBITDA	7.6	2.2	7.3	6.9	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	6.8	0.9	3.1	3.7
EBITDA 이익률	9.3	8.9	5.2	6.5	6.5
부채비율	38.3	44.2	15.9	24.9	26.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
이자보상배율(x)	16.7	16.0	7.1	9.6	8.2
매출채권회전율(x)	12.4	12.7	11.4	5.9	6.2
재고자산회전율(x)	38.0	39.7	87.2	123.5	62.3

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 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 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 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

