

2024. 5. 10



▲ 인터넷/게임

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

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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 24,000 원

현재주가 (5.9) 25,250 원

상승여력 -5.0%

KOSPI	2,712.14pt
시가총액	8,526억원
발행주식수	3,377만주
유동주식비율	42.30%
외국인비중	11.15%
52주 최고/최저가	28,750원/20,350원
평균거래대금	27.1억원

주요주주(%)

이준호 외 20 인	55.19
국민연금공단	8.83

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	10.5	-8.5
상대주가	10.7	-1.1	-15.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	364.0	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022	2,114.9	39.1	-32.1	-869	적전	47,006	-28.7	0.5	4.7	-1.8	51.8
2023	2,269.6	55.6	-8.5	-243	적지	46,697	-96.3	0.5	3.9	-0.5	73.4
2024E	2,462.6	82.1	14.9	439	적지	47,677	57.5	0.5	3.2	0.9	69.7
2025E	2,600.3	104.1	37.9	1,133	흑전	48,296	22.3	0.5	2.4	2.4	71.2

NHN 181710

2024 신규 투자 포인트를 찾아서

- ✓ 1분기 NHN 연결 영업이익은 273억원으로 기대치 크게 상회
- ✓ 1) 모바일 게임 이벤트 효과, 2) KCP 이익 기대 상회했고 3) 적자 자회사 연결 제외
- ✓ 영업비용의 재분류로 연결 영업이익 상향하나 세전이익에 미치는 영향을 없음
- ✓ 자회사 적자 축소 보여준 2023, 2024 신규 투자 포인트가 필요한 시기
- ✓ Hold 투자의견 유지

게임/KCP는 좋았고 나머지는 적자 자회사 연결 제외 효과

NHN의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,044억원(+10.2% YoY)과 273억원(+42.8% YoY)으로 당사 기대치를 크게 상회했다. 1) 게임 부문 10주년 이벤트 효과, 2) 상장 자회사 NHN KCP 이익 20억원 상회, 그리고 3) 적자 자회사 연결 제외 효과가 추정과의 차이를 발생시켰다. 캐시카우인 웹보드 성장률은 -3% YoY로 부진했으나 라인디즈니츠무츠무 10주년 이벤트가 성공적으로 진행되며 자연 성장에 성공했다. 영업이익 측면에서는 게임 매출 예상 상회 영향이 40억원, 적자 자회사 일부가 연결 제외되며 영업 비용의 영업외손익으로 재분류 영향이 영업이익에 50억원 영향(당사 추정)을 미쳤다. 이를 반영하여 연간 연결 영업이익은 821억원으로 기존 추정 대비 200억원 상향하나 세전이익에 미치는 영향은 없다. 재분류 등 영향으로 인원은 QoQ 107명 감소했으나 인건비는 QoQ 유사한 수준을 기록했다. 반면, 영업외손실 증가 및 유효 세율 상승으로 순적자를 기록했다.

1분기 클라우드를 포함하는 기술 부문은 951억원(-5% YoY)을 기록했다. 연결 자회사 재분류 효과를 제거 시 +6% 성장률에 해당한다. 동사는 정부 주관 클라우드 네이티브 사업을 비롯하여 다양한 사업에 도전하고 있으나 IaaS는 경쟁 심화로 가격 하락 압박이 커졌고 SaaS는 생성 AI에 기반하여 권역이 형성되고 있다. IDC 운영 중심의 업체들은 그룹사의 방대한 데이터 이용량에 기반하여 매출을 담보 받고 있으나 동사는 외부 수익을 통해 규모의 경제를 달성해야 한다. 자회사 적자 축소는 긍정적이거나 상당 부분 반영되었고, 기존 사업부의 제한적 성장으로 투자 포인트가 주주 환원에 맞춰져 있다. 웹보드 역성장으로 주주환원 재원인 별도 이익의 추가 성장이 쉽지 않아졌다. Hold 투자의견을 유지한다.

(십억원)	1Q24P	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	604.4	548.3	10.2	598.3	1.0	605.0	-0.1	596.3	1.4
영업이익	27.3	19.1	42.8	-7.8	흑전	22.5	21.3	18.5	47.8
세전이익	18.1	26.9	-32.7	-62.1	흑전	24.0	-24.5	33.2	-45.5
지배순이익	-3.3	20.4	적전	-58.7	적지	17.0	N/A	21.4	N/A

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	596.5	616.3	645.3	2,114.9	2,269.6	2,462.5	2,600.3
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	103.8	104.1	113.7	437.7	446.2	443.4	444.7
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	299.8	305.6	324.0	889.8	1,065.5	1,217.8	1,322.0
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	68.6	77.5	73.6	326.5	236.5	283.4	292.0
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	47.0	48.2	47.2	197.5	192.1	187.4	182.0
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	87.1	90.8	95.2	308.9	368.0	368.3	410.0
기타 및 내부거래	-10.6	-9.7	-9.9	-8.4	-9.7	-9.7	-9.9	-8.4	-45.6	-38.7	-37.7	-50.4
% YoY												
매출	5.4	7.8	9.4	6.7	10.2	8.2	7.8	7.9	9.9	7.3	8.5	5.6
게임	7.6	3.0	-4.9	2.7	4.2	-3.2	-5.6	1.7	10.3	1.9	-0.6	0.3
결제/광고	19.2	19.1	16.8	23.6	15.6	16.2	15.3	10.6	9.7	19.7	14.3	8.6
커머스	-51.7	-36.5	-8.4	-0.8	26.0	32.2	27.7	0.4	-5.5	-27.6	19.8	3.0
콘텐츠	-10.9	1.0	-1.9	0.5	7.5	-6.9	-3.6	-5.2	7.0	-2.7	-2.5	-2.9
기술	57.3	35.6	33.8	-24.8	-5.0	-6.9	-4.8	20.7	40.6	19.1	0.1	11.3
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	576.7	592.3	634.4	2,075.8	2,214.0	2,380.5	2,496.1
% to sales	96.5	96.2	95.9	101.3	95.5	96.7	96.1	98.3	98.2	97.6	96.7	96.0
% YoY	4.8	4.8	6.6	10.1	9.0	8.7	8.0	4.7	13.7	6.7	7.5	4.9
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	395.1	399.2	428.7	1,365.3	1,490.6	1,617.2	1,733.7
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	114.1	113.0	119.0	419.2	458.9	459.7	454.9
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	19.4	24.8	29.1	126.8	78.3	90.2	89.1
감가상각비	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	23.6	24.7	25.7	78.8	93.9	98.6	98.6
통신비	6.5	6.5	6.0	-3.3	3.8	3.8	3.2	3.2	25.8	15.7	14.0	16.0
기타	14.7	13.0	17.8	31.1	24.0	20.7	27.4	28.7	60.0	76.6	100.8	103.8
이익 추정												
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	19.9	24.0	10.9	39.1	55.6	82.1	104.1
% YoY	23.1	302.1	181.5	적전	42.8	-4.9	2.9	흑전	-60.1	42.4	47.7	26.8
영업이익률(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	4.5	3.3	3.9	1.7	1.8	2.4	3.3	4.0
별도 영업이익	25.6	26.6	22.1	22.1	24.8	19.3	22.3	17.0	58.0	96.4	83.4	75.4
% YoY	219.8	90.0	22.9	23.0	-2.9	-27.6	0.9	-23.2	50.8	66.3	-13.5	-9.6
별도 외	-6.5	-5.7	1.2	-29.9	2.4	0.6	1.7	-6.1	-18.9	-40.8	-1.3	28.7
% YoY	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	40.3	적지	적전	적지	적지	흑전
NHN KCP	9.0	11.0	9.6	12.4	11.2	11.5	10.1	12.9	44.2	42.0	45.7	47.7
% YoY	5.2	4.5	-26.9	3.0	24.5	4.6	5.2	4.0	2.5	-5.2	8.8	4.4
연결 - NHN KCP	10.1	9.9	13.7	-20.2	16.1	8.4	13.9	-2.0	-5.2	13.6	36.4	56.5
% YoY	44.9	흑전	흑전	적지	59.0	-15.3	1.4	적지	적전	흑전	167.2	55.0
세전이익	26.9	23.9	24.3	-62.1	18.1	17.0	22.9	-12.4	1.5	13.0	45.6	68.2
% YoY	651.7	214.3	-14.7	적지	-32.7	-28.7	-5.8	적지	-99.0	752.0	251.8	49.5
지배주주순이익	20.4	17.0	12.7	-58.7	-3.3	-2.9	21.9	-0.8	-32.1	-8.5	14.9	37.9
% YoY	흑전	흑전	-34.0	적지	적전	적전	72.5	적지	적전	적지	흑전	154.7

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,923.7	2,114.9	2,269.6	2,462.6	2,600.3
매출액증가율(%)	17.2	9.9	7.3	8.5	5.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,269.6	2,462.6	2,600.3
판매관리비	1,825.8	2,075.8	2,214.0	2,380.5	2,496.2
영업이익	97.9	39.1	55.6	82.1	104.1
영업이익률(%)	5.1	1.8	2.4	3.3	4.0
금융손익	59.8	-10.7	3.4	-25.6	-27.6
종속/관계기업손익	0.3	-7.9	4.7	-14.8	-14.8
기타영업외손익	-7.1	-19.0	-50.7	3.9	6.4
세전계속사업이익	150.9	1.5	13.0	45.6	68.2
법인세비용	47.0	33.3	36.1	51.9	51.4
당기순이익	129.7	-31.8	-23.1	-6.3	16.7
지배주주지분 순이익	116.9	-32.1	-8.5	14.9	37.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	226.4	25.9	165.3	167.0	156.3
당기순이익(손실)	129.7	-31.8	-23.1	-6.3	16.7
유형자산상각비	54.7	59.2	75.4	85.5	106.7
무형자산상각비	18.7	19.6	18.5	13.1	13.1
운전자본의 증감	27.2	-29.1	15.2	74.7	19.8
투자활동 현금흐름	-173.8	11.4	-294.5	-170.7	-77.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-73.0	-130.2	-317.9	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-220.3	127.6	89.0	28.3	4.7
재무활동 현금흐름	7.8	1.2	269.1	-78.8	-36.5
차입금의 증감	-1.9	18.2	168.7	-42.0	0.0
자본의 증가	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	61.8	34.2	141.1	-82.5	42.1
기초현금	534.6	596.4	630.6	771.7	689.2
기말현금	596.4	630.6	771.7	689.2	731.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,359.9	1,348.6	1,537.4	1,388.1	1,408.4
현금및현금성자산	596.4	630.6	771.7	689.2	731.2
매출채권	177.3	201.6	182.5	198.0	209.0
재고자산	48.5	46.6	67.0	73.7	46.6
비유동자산	1,667.2	1,676.6	1,912.3	1,915.4	1,890.9
유형자산	388.2	483.2	706.3	720.8	714.1
무형자산	379.0	413.1	426.8	443.7	430.6
투자자산	748.6	621.0	532.0	503.7	499.0
자산총계	3,027.2	3,025.2	3,449.7	3,303.4	3,299.3
유동부채	719.7	747.0	888.4	769.0	808.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	46.4	41.2	52.9	52.9	52.9
유동성장기부채	25.0	21.6	42.0	0.0	0.0
비유동부채	208.9	285.8	571.5	587.4	563.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.5	45.2	179.4	179.4	179.4
부채총계	928.6	1,032.8	1,459.9	1,356.4	1,371.6
자본금	9.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,237.8	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타포괄이익누계액	83.4	0.8	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	653.8	579.7	523.8	492.5	505.7
비지배주주지분	264.3	299.4	358.4	337.2	315.9
자본총계	2,098.6	1,992.4	1,989.8	1,947.0	1,927.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	51,274	57,229	64,477	72,545	77,691
EPS(지배주주)	3,115	-869	-243	439	1,133
CFPS	5,976	4,062	5,930	4,452	5,761
EBITDAPS	4,564	3,189	4,247	5,324	6,690
BPS	48,891	47,006	46,697	47,677	48,296
DPS	0	0	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.1	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	-28.7	-96.3	57.5	22.3
PCR	7.5	6.1	3.9	5.7	4.4
PSR	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	171.2	117.9	149.5	180.7	223.9
EV/EBITDA	2.2	4.7	3.9	3.2	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.8	-1.8	-0.5	0.9	2.4
EBITDA 이익률	8.9	5.6	6.6	7.3	8.6
부채비율	44.2	51.8	73.4	69.7	71.2
금융비용부담률	0.3	0.4	1.0	1.2	1.0
이자보상배율(x)	16.0	4.3	2.4	2.9	3.9
매출채권회전율(x)	12.7	11.2	11.8	12.9	12.8
재고자산회전율(x)	39.7	44.5	40.0	35.0	43.2

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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

