



Outperform(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(2/14): 18,420원

시가총액: 6,220억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/14)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,750원	15,640원
등락률	-35.9%	17.8%
수익률	절대	상대
1M	-2.0%	-5.5%
6M	-6.3%	-4.4%
1Y	-35.8%	-33.6%

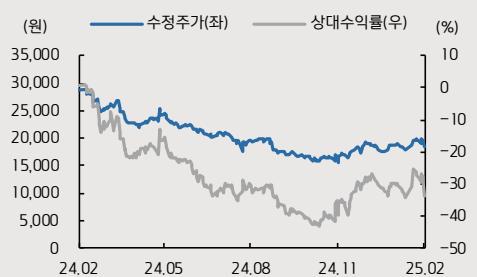
Company Data

발행주식수		33,766천주
일평균 거래량(3M)		80천주
외국인 지분율		8.8%
배당수익률(24E)		2.8%
BPS(24E)		44,103원
주요 주주	이준호 외 19 인	55.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,456.1	2,642.3
영업이익	39.1	55.6	-32.6	109.6
EBITDA	117.9	149.5	67.6	213.9
세전이익	1.5	13.0	-129.6	67.6
순이익	-31.8	-23.1	-185.2	43.9
지배주주지분순이익	-32.1	-8.5	-125.4	49.5
EPS(원)	-869	-243	-3,713	1,466
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-28.7	-96.3	-4.8	12.6
PBR(배)	0.53	0.50	0.40	0.41
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	7.7	2.5
영업이익률(%)	1.8	2.4	-1.3	4.1
ROE(%)	-1.8	-0.5	-8.0	3.3
순차입금비율(%)	-33.4	-29.9	-20.8	-21.1

Price Trend



기업 업데이트

NHN (181710)

성과로 보여줄 필요



동사에 대한 목표주가를 2.2만원으로 유지한다. 분기별 정상이익에 대한 지속성과 주력 세그먼트별 이익 성장을 성과로 보여줄 필요가 존재하며 해당 과정이 선행되어야 밸류에이션 레벨이 높아질 것으로 판단한다. 향후 동사 투자 방식은 연결 영업이익률을 상회하면서 투자 의사결정 현재 재무적 시너지 효과를 즉시 창출할 수 있는 명확한 딜 중심으로 마련되어야 할 것으로 판단한다.

>>> 동사 목표주가 2.2만원 유지

동사의 목표주가를 2.2만원으로 유지하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 목표주가는 25E 지배주주지분 495억원에 목표 PER 15배를 적용한 결과이다. 분기별 정상이익에 대한 지속성과 주력 세그먼트별 이익 성장을 성과로 보여줄 필요가 존재하며 동 과정이 선행되어야 밸류에이션 레벨이 높아질 것으로 판단한다.

>>> 세그먼트별 25E 추정치 분석

동사 주력 세그먼트인 게임 사업부문의 25E 매출 증가율은 전년대비 3.2%를 반영했으며 세부적으로는 웹보드 게임 그로스를 4.9%, 기타 부문은 일본에서 프로모션 및 자연감소 효과에 대한 증감을 중립적으로 판단해 전년비 플랫한 수준을 적용한 결과이다. 동사가 올해 6종의 게임 신작 출시 계획을 밝혔으나 당사는 해당 게임별 경쟁력 및 차별화 요소에 근거한 성과를 담보할 수 없는 상황을 종합적으로 반영해 신작 성과는 추정시 반영하지 않았으며, 다만 이에 대한 반대급부로 올해 매출 대비 마케팅비 비중은 2.8%로 전년대비 0.1%p 증가에 그친 수준으로 보정 반영했다. 한편 동사 커머스 사업부문은 아이코닉 및 NHN 글로벌의 성장성 둔화를 감안해 25E 매출을 전년대비 3.2% 감소한 수준으로 적용했으며 이와 함께 컨텐츠 및 기술 등 게임을 제외한 세그먼트의 수익성 회복이 선행되어야 동사 영업이익의 가시적인 개선세가 가능할 것으로 종합 판단한다.

>>> 4Q24P 실적 및 포인트 분석

동사 4Q24P 매출액과 영업이익은 각각 6,439억원과 250억원으로 영업이익률 3.9%를 기록하면서 당사 추정치에 대체로 부합했다. 다만 아이코닉을 포함한 커머스 사업 중심으로 영업권 및 기타무형자산 손상차손이 집중되면서 영업외 손익이 968억원 적자를 기록한 것이 야킬레스건으로 작용했으며, 이는 향후 동사의 투자 의사결정에 대해 시장의 신뢰도가 저하될 여지로 작용할 수 있다. 해당 불확실성을 제거하기 위해서는 동사 연결 영업이익률을 상회하면서 투자 의사결정 현재 재무적 시너지 효과를 즉시 창출할 수 있는 명확한 딜 중심으로 투자 계획이 마련되어야 할 것으로 판단한다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24P	25E	26E
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	647.5	636.6	657.1	701.1	2,456.1	2,642.3	2,755.0
게임	121.9	106.4	112.5	119.0	130.9	108.3	114.4	120.9	459.8	474.5	478.4
결제/광고	288.4	295.8	292.6	307.0	321.9	322.2	332.3	346.6	1,183.7	1,323.0	1,393.3
컨텐츠	45.0	53.4	50.5	51.8	44.0	52.6	50.8	50.5	200.7	198.0	195.6
커머스	63.7	57.4	61.0	61.2	55.1	55.8	59.8	64.8	243.3	235.4	242.0
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	107.3	109.5	111.4	130.0	414.3	458.3	493.6
기타	-9.7	-11.6	-10.9	-13.5	-11.8	-11.8	-11.8	-11.8	-45.7	-47.0	-48.0
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	619.2	615.1	631.0	667.4	2,488.7	2,532.7	2,642.5
영업이익	27.3	28.5	-113.4	25.0	28.3	21.4	26.1	33.7	-32.6	109.6	112.5
영업이익률(%)	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	4.4%	3.4%	4.0%	4.8%	-1.3%	4.1%	4.1%
영업외손익	-9.2	-7.0	16.0	-96.8	-3.0	-3.0	-3.0	-33.0	-97.0	-42.0	-37.5
법인세차감전순이익	18.1	21.4	-97.4	-71.8	25.3	18.4	23.1	0.7	-129.6	67.6	75.0
법인세차감전순이익률(%)	3.0%	3.6%	-16.0%	-11.1%	3.9%	2.9%	3.5%	0.1%	-5.3%	2.6%	2.7%
법인세비용	23.0	16.8	12.9	3.0	8.9	6.4	8.1	0.3	55.7	23.7	25.3
법인세율(%)	126.7%	78.4%	-13.3%	-4.2%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	-43.0%	35.0%	33.7%
당기순이익	-4.8	4.6	-110.3	-74.8	16.5	12.0	15.0	0.5	-185.2	43.9	49.7
당기순이익률(%)	-0.8%	0.8%	-18.1%	-11.6%	2.5%	1.9%	2.3%	0.1%	-7.5%	1.7%	1.8%
지배주주지분	-3.3	6.1	-72.2	-56.0	18.3	12.9	16.0	2.4	-125.4	49.5	49.8
비지배주주지분	-1.5	-1.5	-38.1	-18.8	-1.8	-0.9	-0.9	-1.9	-59.9	-5.6	-0.1

자료: NHN, 키움증권

NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24P	25E	26E	24P	25E	26E	24P	25E	26E
매출액	2,444.3	2,633.6	2,750.2	2,456.1	2,642.3	2,755.0	0.5%	0.3%	0.2%
영업이익	-32.4	108.6	107.3	-32.6	109.6	112.5	적확	0.9%	4.8%
영업이익률	-1.3%	4.1%	3.9%	-1.3%	4.1%	4.1%	0.0%	0.0%	0.2%
법인세차감전순이익	-75.8	66.6	69.8	-129.6	67.6	75.0	적확	1.5%	7.4%
당기순이익	-122.2	43.3	46.3	-185.2	43.9	49.7	적확	1.5%	7.4%
지배주주지분	-69.8	49.2	46.8	-125.4	49.5	49.8	적확	0.7%	6.6%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전					변경 후					차이(% , %P)		
	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	
매출액	632.2	651.5	639.6	661.0	643.9	647.5	636.6	657.1	1.9%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	
영업이익	25.2	29.3	24.0	28.7	25.0	28.3	21.4	26.1	-0.9%	-3.3%	-10.8%	-9.2%	
영업이익률	4.0%	4.5%	3.8%	4.3%	3.9%	4.4%	3.4%	4.0%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	
법인세차감전순이익	-18.0	26.3	21.0	25.7	-71.8	25.3	18.4	23.1	적확	-3.6%	-12.4%	-10.2%	
당기순이익	-11.7	17.1	13.7	16.7	-74.8	16.5	12.0	15.0	적확	-3.6%	-12.4%	-10.2%	
지배주주지분	-0.4	18.9	14.6	17.6	-56.0	18.3	12.9	16.0	적확	-3.1%	-11.7%	-9.4%	

자료: 키움증권

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,456.1	2,642.3	2,755.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,456.1	2,642.3	2,755.0
판관비	2,075.8	2,214.0	2,488.7	2,532.7	2,642.5
영업이익	39.1	55.6	-32.6	109.6	112.5
EBITDA	117.9	149.5	67.6	213.9	220.3
영업외손익	-37.5	-42.6	-97.0	-42.0	-37.5
이자수익	11.8	19.0	14.4	14.6	15.5
이자비용	9.0	22.7	22.7	22.7	22.7
외환관련이익	16.6	7.5	6.7	7.0	7.4
외환관련손실	13.5	5.5	4.4	4.6	4.8
종속 및 관계기업손익	-7.9	4.7	-11.4	-12.0	-12.0
기타	-35.5	-45.6	-79.6	-24.3	-20.9
법인세차감전이익	1.5	13.0	-129.6	67.6	75.0
법인세비용	33.3	36.1	55.7	23.7	25.3
계속사업순손익	-31.8	-23.1	-185.2	43.9	49.7
당기순이익	-31.8	-23.1	-185.2	43.9	49.7
지배주주순이익	-32.1	-8.5	-125.4	49.5	49.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.9	7.3	8.2	7.6	4.3
영업이익 증감율	-60.0	42.2	-158.6	-436.2	2.6
EBITDA 증감율	-31.2	26.8	-54.8	216.4	3.0
지배주주순이익 증감율	-127.5	-73.5	1,375.3	-139.5	0.6
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	0.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	1.8	2.4	-1.3	4.1	4.1
EBITDA Margin(%)	5.6	6.6	2.8	8.1	8.0
지배주주순이익률(%)	-1.5	-0.4	-5.1	1.9	1.8

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	25.9	165.3	-32.5	201.9	230.6
당기순이익	-31.8	-23.1	-185.2	43.9	49.7
비현금항목의 가감	181.9	231.8	225.6	198.1	202.4
유형자산감가상각비	59.2	75.4	81.2	84.4	87.1
무형자산감가상각비	19.6	18.5	19.0	19.9	20.7
지분법평가손익	-28.3	-61.5	-16.7	-18.0	-20.0
기타	131.4	199.4	142.1	111.8	114.6
영업활동자산부채증감	-29.1	15.1	-10.5	-10.0	9.5
매출채권및기타채권의감소	-82.6	10.5	-40.5	-40.5	-24.5
재고자산의감소	2.5	17.9	-5.5	-5.5	-3.3
매입채무및기타채무의증가	48.1	27.1	16.6	17.0	17.4
기타	2.9	-40.4	18.9	19.0	19.9
기타현금흐름	-95.1	-58.5	-62.4	-30.1	-31.0
투자활동 현금흐름	11.4	-294.5	-220.0	-220.2	-220.4
유형자산의 취득	-130.2	-317.9	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	3.0	10.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-16.9	-30.5	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	127.6	89.5	8.7	8.6	8.4
단기금융자산의감소(증가)	148.9	29.9	-3.6	-3.7	-3.8
기타	-121.0	-75.7	-100.1	-100.1	-100.0
재무활동 현금흐름	1.2	269.1	82.6	84.1	84.1
차입금의 증가(감소)	10.6	133.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-43.3	-20.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.2	-6.0	-16.9	-15.9	-15.9
기타	36.1	161.8	100.1	100.0	100.0
기타현금흐름	-4.4	1.2	-56.9	-57.0	-57.1
현금 및 현금성자산의 순증가	34.1	141.1	-226.9	8.8	37.2
기초현금 및 현금성자산	596.4	630.6	771.7	544.8	553.6
기말현금 및 현금성자산	630.6	771.7	544.8	553.6	590.8

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,348.6	1,537.4	1,361.7	1,421.7	1,492.1
현금 및 현금성자산	630.6	771.7	544.8	553.6	590.8
단기금융자산	175.9	146.0	149.6	153.4	157.2
매출채권 및 기타채권	457.1	493.1	533.7	574.1	598.6
재고자산	46.6	67.0	72.5	78.0	81.3
기타유동자산	38.4	59.6	61.1	62.6	64.2
비유동자산	1,676.6	1,912.3	1,922.0	1,927.1	1,929.1
투자자산	621.0	531.5	511.5	490.9	470.5
유형자산	483.2	706.3	725.2	740.8	753.7
무형자산	413.1	426.8	432.7	437.8	442.1
기타비유동자산	159.3	247.7	252.6	257.6	262.8
자산총계	3,025.2	3,449.7	3,283.7	3,348.8	3,421.1
유동부채	747.0	888.4	911.2	934.7	958.9
매입채무 및 기타채무	558.6	664.3	680.9	697.9	715.4
단기금융부채	69.7	101.1	101.1	101.1	101.1
기타유동부채	118.7	123.0	129.2	135.7	142.4
비유동부채	285.8	571.5	584.8	598.8	613.5
장기금융부채	71.7	222.3	222.3	222.3	222.3
기타비유동부채	214.1	349.2	362.5	376.5	391.2
부채총계	1,032.8	1,459.9	1,496.0	1,533.5	1,572.4
자본지분	1,693.0	1,631.4	1,489.2	1,522.4	1,556.0
자본금	18.8	18.8	18.2	18.2	18.2
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타자본	-134.9	-141.2	-141.2	-141.2	-141.2
기타포괄손익누계액	0.8	1.4	1.0	0.6	0.2
이익잉여금	579.7	523.8	382.5	416.1	450.1
비자본지분	299.4	358.4	298.5	292.9	292.8
자본총계	1,992.4	1,989.8	1,787.7	1,815.3	1,848.7
투자지표					
					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-869	-243	-3,713	1,466	1,476
BPS	47,006	46,697	44,103	45,087	46,081
CFPS	4,062	5,930	1,195	7,168	7,465
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-28.7	-96.3	-4.8	12.6	12.5
PER(최고)	-51.9	-123.7	-7.9		
PER(최저)	-23.2	-82.5	-4.2		
PBR	0.53	0.50	0.40	0.41	0.40
PBR(최고)	0.96	0.64	0.66		
PBR(최저)	0.43	0.43	0.35		
PSR	0.44	0.36	0.24	0.24	0.23
PCFR	6.1	3.9	14.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	4.5	3.9	7.7	2.5	2.2
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	0.0	-73.0	-8.6	36.2	32.0
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.0	2.1	2.8	2.7	2.7
ROA	-1.0	-0.7	-5.5	1.3	1.5
ROE	-1.8	-0.5	-8.0	3.3	3.2
ROIC	-113.6	-11.0	-3.0	5.9	6.0
매출채권회전율	5.6	4.8	4.8	4.8	4.7
재고자산회전율	44.5	40.0	35.2	35.1	34.6
부채비율	51.8	73.4	83.7	84.5	85.1
순차입금비율	-33.4	-29.9	-20.8	-21.1	-23.0
이자보상배율	4.3	2.4	-1.4	4.8	4.9
총차입금	141.4	323.4	323.4	323.4	323.4
순차입금	-665.0	-594.3	-371.0	-383.5	-424.6
NOPLAT	117.9	149.5	67.6	213.9	220.3
FCF	-941.6	-336.0	-68.8	39.6	65.9

Compliance Notice

- 당사는 2월 14일 현재 'NHN(181710)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

고지사항

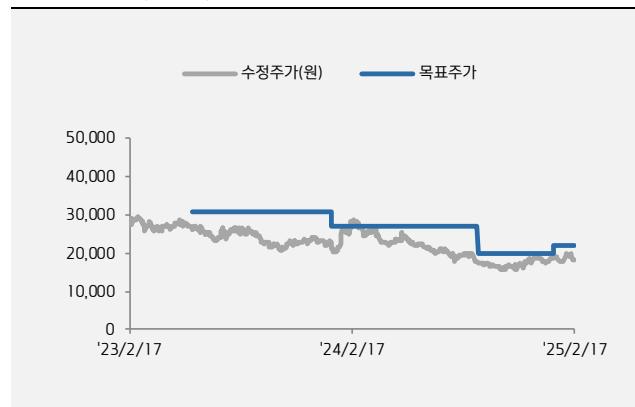
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
NHN (181710)	2023-05-31	Outperform(Maintain)	31,000원	6개월	-18.14	-13.06	
	2023-08-14	Outperform(Maintain)	31,000원	6개월	-21.98	-13.06	
	2024-01-15	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-7.57	6.48	
	2024-04-12	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-12.64	6.48	
	2024-09-11	Outperform(Maintain)	20,000원	6개월	-13.41	-3.95	
	2025-01-15	Outperform(Maintain)	22,000원	6개월	-14.70	-9.50	
	2025-02-17	Outperform(Maintain)	22,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

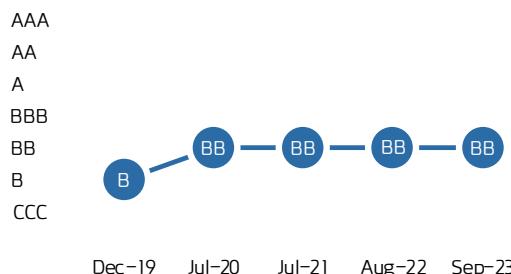
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/01/01~2024/12/31)

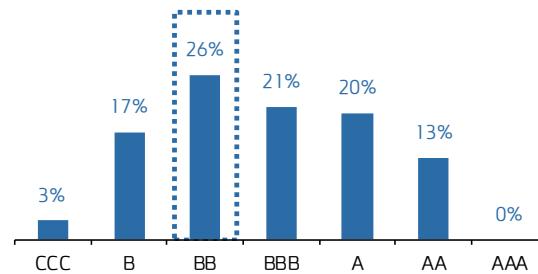
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

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 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.4	4.6		
환경	6.7	8.3	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.4	5.0%	
사회	4.6	4.8	56.0%	▼0.4
인력 자원 개발	2.7	3.6	23.0%	▲1.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.8	5.8	22.0%	▼1.8
금융 접근성	4.3		11.0%	
지배구조	3.8	4.5	39.0%	▲0.6
기업 지배구조	5.1	5.4		▲1.4
기업 활동	3.9	5.4		▼1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 12월	악성 애플리케이션 제작에 사용된 것으로 알려진 페이코 모바일 애플리케이션의 서명키 유출에 대한 금융감독원 조사

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
37 INTERACTIVE ENTERTAINMENT NETWORK TECHNOLOGY GROUP CO.,LTD.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	AA	▲
GRUPO TELEVISAS.A.B.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	▲
NETEASE, INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	●	A	↔
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	BBB	↔
QUEBECOR INC.	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	BB	▼
NHN Corporation	●	● ●	● ● ●	● ●	●	BB	↔

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 □ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치