



## Outperform(Maintain)

목표주가: 24,000원(상향)

주가(2/25): 20,500원

시가총액: 6,922억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/25)	2,630.29pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,350원	15,640원
등락률	-27.7%	31.1%
수익률	절대	상대
1M	14.9%	10.8%
6M	3.8%	6.6%
1Y	-22.8%	-22.4%

## Company Data

발행주식수	33,766천주	
일평균 거래량(3M)	78천주	
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	2,642.8
영업이익	39.1	55.6	-32.6	116.4
EBITDA	117.9	149.5	67.6	220.8
세전이익	1.5	13.0	-129.6	74.4
순이익	-31.8	-23.1	-185.2	48.4
지배주주지분순이익	-32.1	-8.5	-125.4	54.0
EPS(원)	-869	-243	-3,713	1,598
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-28.7	-96.3	-4.8	12.8
PBR(배)	0.53	0.50	0.40	0.45
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	7.7	2.7
영업이익률(%)	1.8	2.4	-1.3	4.4
ROE(%)	-1.8	-0.5	-8.0	3.6
순차입비용율(%)	-33.4	-29.9	-20.8	-21.3

## Price Trend



## 기업 업데이트

## NHN (181710)

## 관심도의 증가



동사의 목표주가를 2.2만원에서 2.4만원으로 상향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 동사 게임 사업은 신작 중심으로 기존과 동일한 보수적 뷰를 유지하나 해당 컨디션 하에서도 동사 클라우드 사업 입지 증가 및 주요 사업에서의 손익 개선 전략을 감안할 때 추가 포텐셜이 존재할 것으로 착안하여 목표주가를 상향 적용하였다.

## &gt;&gt;&gt; 동사 목표주가 상향

동사 목표주가를 2.2만원에서 2.4만원으로 상향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 목표주가는 25E 지배주주지분 540억원에 목표 P/E 15배를 적용한 결과이다. 동사 수익성 우선순위 전략을 긍정적으로 투영해 연간 지급수수료율 레벨을 기존 대비 하향 조정하면서 이익 레벨 상향에 따른 업사이드를 반영한 것으로 총평한다.

## &gt;&gt;&gt; 최근 이슈와 포인트

과학기술정보통신부는 최근에 인공지능 컴퓨팅 인프라 확충 전략의 일환으로 동사 광주 AI 데이터센터 활용 계획을 밝혔으며, 세부적으로 H100 880장 중 정부가 416장을 확보해 국내 산학연 인공지능 기술개발 지원 중임을 밝혔다. 정부 추진 사업에서 동사 인프라가 단기적으로 중요 역할을 담당하면서 이후 정부 대상 클라우드 주주 및 인프라 사업 참여에 있어서 동사의 입지가 커질 것으로 기대된다. 손익 측면에서는 클라우드 사업의 저수익 클라이언트 대상 노피티케이션 사업을 정리하고 커머스 사업에서 저가형 브랜드와 제휴를 통해 동사의 협상력 및 마진 베이스를 높이고 수요에 연동해 재고 수준을 통제하여 손실을 제어하면서 과거 지급수수료에 재고자산평가손실이 증가된 레퍼런스를 줄일 수 있을 것으로 관측된다. 관련 사안을 종합적으로 반영해 일정 수준의 지급수수료 절감이 가능할 것으로 판단, 25E 매출 대비 지급수수료율을 기존 대비 0.3%p 하향하면서 손익을 보정하였다.

## &gt;&gt;&gt; 실적 및 밸류에이션

동사 게임 사업은 신작 중심으로 기존과 동일한 보수적인 뷰를 유지하나 해당 컨디션 하에서도 동사 클라우드 사업 입지 증가 및 주요 사업에서의 손익 개선 전략을 감안할 때 추가 포텐셜이 존재할 것으로 착안해 목표주가를 상향 적용하였고, 향후 동사 분기별 영업이익 가시성이 연중 지속적으로 이루어질 경우 이에 기반한 밸류에이션 업사이드 여지를 추가로 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 1Q25E 영업이익은 전분기 웹보드 매출 호조 및 전년동기 일본 매출액의 높은 기저효과 등을 반영해 게임 매출을 조정하여 기존 대비 8.3% 하향했으나 이후 게임 증분을 반영해 25E 게임 매출은 전년대비 3.3% 증가로 기존 대비 큰 변화 없이 유지하였음을 부연 제시한다.

## 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	641.4	637.3	659.9	704.1	2,456.1	2,642.8	2,755.5
게임	121.9	106.4	112.5	119.0	124.9	109.1	117.2	123.9	459.8	475.0	478.9
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
콘텐츠	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	615.4	613.7	630.4	666.7	2,488.7	2,526.3	2,638.1
영업이익	27.3	28.5	-113.4	25.0	26.0	23.6	29.4	37.3	-32.6	116.4	117.4
영업이익률(%)	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	4.1%	3.7%	4.5%	5.3%	-1.3%	4.4%	4.3%
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	23.0	20.6	26.4	4.3	-129.6	74.4	79.9
법인세차감전순이익률(%)	3.0%	3.6%	-16.0%	-11.1%	3.6%	3.2%	4.0%	0.6%	-5.3%	2.8%	2.9%
법인세비용	23.0	16.8	12.9	3.0	8.0	7.2	9.3	1.5	55.7	26.0	27.0
법인세율(%)	126.7%	78.4%	-13.3%	-4.2%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	-43.0%	35.0%	33.8%
당기순이익	-4.8	4.6	-110.3	-74.8	14.9	13.4	17.2	2.8	-185.2	48.4	52.9
당기순이익률(%)	-0.8%	0.8%	-18.1%	-11.6%	2.3%	2.1%	2.6%	0.4%	-7.5%	1.8%	1.9%
지배주주지분	-3.3	6.1	-72.2	-56.0	16.8	14.3	18.1	4.7	-125.4	54.0	53.1
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)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	2,642.3	2,755.0	2,844.2	2,642.8	2,755.5	2,844.7	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	109.6	112.5	110.3	116.4	117.4	115.7	6.2%	4.3%	4.9%
영업이익률	4.1%	4.1%	3.9%	4.4%	4.3%	4.1%	0.3%	0.2%	0.2%
법인세차감전순이익	67.6	75.0	77.3	74.4	79.9	82.7	10.1%	6.5%	7.0%
당기순이익	43.9	49.7	52.2	48.4	52.9	55.8	10.1%	6.5%	7.0%
지배주주지분	49.5	49.8	48.1	54.0	53.1	51.8	9.0%	6.5%	7.6%

자료: 키움증권

## NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	647.5	636.6	657.1	701.1	641.4	637.3	659.9	704.1	-0.9%	0.1%	0.4%	0.4%
영업이익	28.3	21.4	26.1	33.7	26.0	23.6	29.4	37.3	-8.3%	10.4%	12.9%	10.7%
영업이익률	4.4%	3.4%	4.0%	4.8%	4.1%	3.7%	4.5%	5.3%	-0.3%	0.3%	0.5%	0.5%
법인세차감전순이익	25.3	18.4	23.1	0.7	23.0	20.6	26.4	4.3	-9.3%	12.0%	14.5%	494.4%
당기순이익	16.5	12.0	15.0	0.5	14.9	13.4	17.2	2.8	-9.3%	12.0%	14.5%	494.4%
지배주주지분	18.3	12.9	16.0	2.4	16.8	14.3	18.1	4.7	-8.4%	11.2%	13.7%	98.9%

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	2,114.9	2,269.6	2,456.1	2,642.8	2,755.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,456.1	2,642.8	2,755.5
판매비	2,075.8	2,214.0	2,488.7	2,526.3	2,638.1
<b>영업이익</b>	39.1	55.6	-32.6	116.4	117.4
<b>EBITDA</b>	117.9	149.5	67.6	220.8	225.2
영업외손익	-37.5	-42.6	-97.0	-42.0	-37.5
이자수익	11.8	19.0	14.4	14.7	15.6
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	-24.4	-21.0
<b>법인세차감전이익</b>	1.5	13.0	-129.6	74.4	79.9
법인세비용	33.3	36.1	55.7	26.0	27.0
계속사업손익	-31.8	-23.1	-185.2	48.4	52.9
<b>당기순이익</b>	-31.8	-23.1	-185.2	48.4	52.9
<b>지배주주순이익</b>	-32.1	-8.5	-125.4	54.0	53.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	9.9	7.3	8.2	7.6	4.3
영업이익 증감율	-60.0	42.2	-158.6	-457.1	0.9
EBITDA 증감율	-31.2	26.8	-54.8	226.6	2.0
지배주주순이익의 증감율	-127.5	-73.5	1,375.3	-143.1	-1.7
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	-1.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	1.8	2.4	-1.3	4.4	4.3
EBITDA Margin(%)	5.6	6.6	2.8	8.4	8.2
지배주주순이익율(%)	-1.5	-0.4	-5.1	2.0	1.9

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	25.9	165.3	-32.5	206.2	233.8
당기순이익	-31.8	-23.1	-185.2	48.4	52.9
비현금항목의 가감	181.9	231.8	225.6	200.4	203.9
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	114.1	116.1
영업활동자산부채증감	-29.1	15.1	-10.5	-10.1	9.5
매출채권및기타채권의감소	-82.6	10.5	-40.5	-40.6	-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	-32.5	-32.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	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
<b>재무활동 현금흐름</b>	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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	34.1	141.1	-226.9	13.1	40.4
기초현금 및 현금성자산	596.4	630.6	771.7	544.8	557.9
기말현금 및 현금성자산	630.6	771.7	544.8	557.9	598.3

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	1,348.6	1,537.4	1,361.7	1,426.1	1,499.7
현금 및 현금성자산	630.6	771.7	544.8	557.9	598.3
단기금융자산	175.9	146.0	149.6	153.4	157.2
매출채권 및 기타채권	457.1	493.1	533.7	574.2	598.7
재고자산	46.6	67.0	72.5	78.0	81.3
기타유동자산	38.4	59.6	61.1	62.6	64.2
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	3,025.2	3,449.7	3,283.7	3,353.2	3,428.8
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	1,032.8	1,459.9	1,496.0	1,533.5	1,572.4
<b>지배지분</b>	1,693.0	1,631.4	1,489.2	1,526.9	1,563.6
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	420.6	457.7
비지배지분	299.4	358.4	298.5	292.9	292.8
<b>자본총계</b>	1,992.4	1,989.8	1,787.7	1,819.8	1,856.4
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-869	-243	-3,713	1,598	1,572
BPS	47,006	46,697	44,103	45,219	46,308
CFPS	4,062	5,930	1,195	7,368	7,604
DPS	0	500	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-28.7	-96.3	-4.8	12.8	13.0
PER(최고)	-51.9	-123.7	-7.9		
PER(최저)	-23.2	-82.5	-4.2		
PBR	0.53	0.50	0.40	0.45	0.44
PBR(최고)	0.96	0.64	0.66		
PBR(최저)	0.43	0.43	0.35		
PSR	0.44	0.36	0.24	0.26	0.25
PCFR	6.1	3.9	14.8	2.8	2.7
EV/EBITDA	4.5	3.9	7.7	2.7	2.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	-73.0	-8.6	32.8	30.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	2.1	2.8	2.4	2.4
ROA	-1.0	-0.7	-5.5	1.5	1.6
ROE	-1.8	-0.5	-8.0	3.6	3.4
ROIC	-113.6	-11.0	-3.0	6.3	6.3
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	84.3	84.7
순차입금비율	-33.4	-29.9	-20.8	-21.3	-23.3
이자보상배율	4.3	2.4	-1.4	5.1	5.2
총차입금	141.4	323.4	323.4	323.4	323.4
순차입금	-665.0	-594.3	-371.0	-387.9	-432.1
NOPLAT	117.9	149.5	67.6	220.8	225.2
FCF	-941.6	-336.0	-68.8	43.9	69.1

## Compliance Notice

- 당사는 2월 25일 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.

## 고지사항

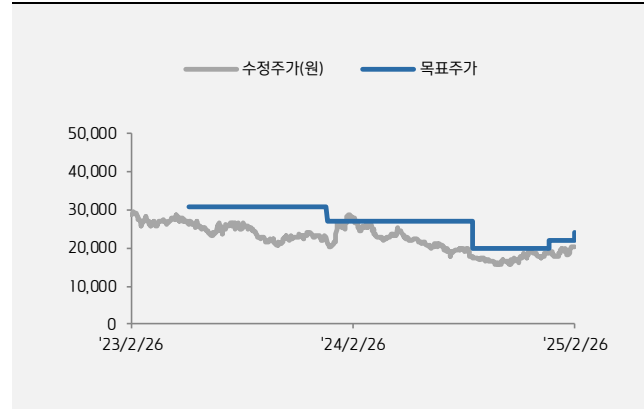
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					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	-13.59	-6.82
	2025-02-26	Outperform(Maintain)	24,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

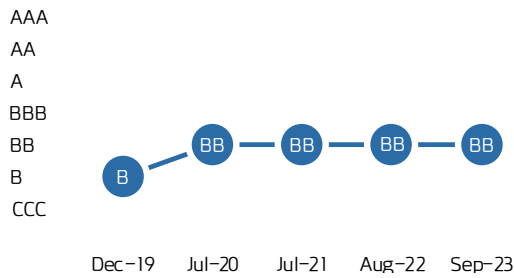
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

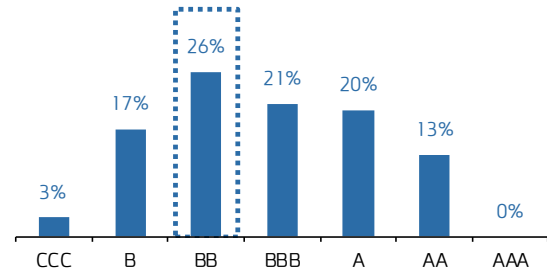
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

## 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		
<b>환경</b>	6.7	8.3	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.4	5.0%	
<b>사회</b>	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%	
<b>지배구조</b>	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 TELEvisa, S.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