기업브리프

Outperform(Maintain)

목표주가: 22,000원(상향)

주가(1/14): 18,790원

시가총액: 6,345억원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/14)		2,497.40pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,750원	15,640원
등락률	-34.6%	20.1%
수익률	절대	상대
1M	-2.2%	-2.3%
6M	-10.5%	2.4%
1Y	-7.7%	-9.8%

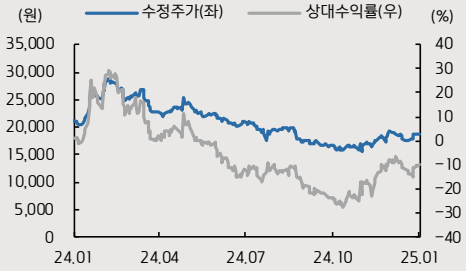
Company Data

발행주식수		33,766천주
일평균 거래량(3M)		83천주
외국인 지분율		9.2%
배당수익률(24E)		2.8%
BPS(24E)		45,750원
주요 주주	이준호 외 19 인	55.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,444.3	2,633.6
영업이익	39.1	55.6	-32.4	108.6
EBITDA	117.9	149.5	67.8	212.9
세전이익	1.5	13.0	-75.8	66.6
순이익	-31.8	-23.1	-122.2	43.3
지배주주지분순이익	-32.1	-8.5	-69.8	49.2
EPS(원)	-869	-243	-2,067	1,456
증감률(%,YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-28.7	-96.3	-8.5	12.9
PBR(배)	0.53	0.50	0.39	0.40
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	6.8	2.3
영업이익률(%)	1.8	2.4	-1.3	4.1
ROE(%)	-1.8	-0.5	-4.4	3.1
순차입금비율(%)	-33.4	-29.9	-23.7	-23.8

Price Trend



NHN (181710)

정상궤도 진입 과정

동사 목표주가를 기존 2만원에서 2.2만원으로 상향한다. 티메프 사태 이후 기존 대비 보수적이고 합리적 경영 기조가 강화될 것으로 판단하며, 이에 올해 실적은 분기별 정상이익 궤도에 놓여지면서 연간 1천억원 이상으로 안정적인 영업이익을 기록할 것으로 판단한다. 이에 단기적 측면 견조한 기업가치 흐름을 바라본다.

>>> 동사 목표주가 2.2만원으로 상향

동사의 목표주가를 기존 2만원에서 2.2만원으로 상향한다. 밸류에이션 시점을 25E로 이전하고 목표주가는 25E 지배주주지분 492억원에 목표 PER 15배를 적용한 결과다. 타겟 멀티플은 기존 20배에서 15배로 하향 조정 했으며, 이는 동사 메인 캐시카우인 게임의 지속 성장성과 클라우드 비즈니스의 이익 기여를 담보할 수 없는 상황 등을 종합적으로 반영한 기준으로, 25E 정상이익 궤도에 진입한 이후 26E 제한적 이익 성장성을 투영한 결과로 총평할 수 있다.

>>> 주요 세그먼트별 포인트 및 변수

동사의 메인 캐시카우는 웹보드 및 일본 게임 사업에서 창출되며, 중기적으로 다수 신작 출시가 이어질 것으로 보이나 신작별 게임성에 대한 명확한 차별화 포인트를 담보할 수 없기에 기존 게임 캐시카우를 방어하는 수준의 방향성을 조망하며, 기존 게임의 자연감소 여지를 감안할 때 중기적으로 게임을 제외한 사업부문의 이익 기여도를 높일 필요가 명확하다고 할 수 있겠다. 부문별로는 컨텐츠 사업의 선택과 집중이 필요할 것으로 보이며, 커머스 사업은 중국에서 안착이 이루어졌다고 평가하기 어려운 바, 아이코닉과 시너지 효과 창출 등을 가시적으로 보여줄 필요가 존재한다 할 수 있다. 기술 사업은 공공 클라우드 중심 성장과 일본 MSP 사업의 성장 궤도는 볼 수 있겠으나 글로벌 빅테크를 포함한 주요 경쟁자들이 AI 기반 주요 솔루션을 클라우드에 탑재하는 과정을 통해 민간 분야 시장점유율을 높여나갈 것으로 관측된다는 점에서 AI 사업에 상대적 약점을 보유한 동사 관련 비즈니스 확장성에는 제한이 존재할 것으로 판단한다.

>>> 4분기 실적 및 연간 추정치 조정

동사 4Q24E 매출액과 영업이익은 각각 6,322억원과 252억원으로 영업이익률 4%를 기록하면서 전분기 티메프 사태에 따른 일회성 비용이 제거된 정상 수준 마진으로 복귀할 것으로 예상한다. 해당 기조가 25년으로 이어지면서 분기별 실적 가시성은 마련될 것으로 판단하나 게임 신작 성공 등의 기존 판도를 뛰어넘는 변수가 존재하지 않는 상황에서는 중기적인 실적 개선이 제한적일 것으로 판단해 26E 지배주주지분은 전년대비 제한적 수준을 적용했다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	608.4	632.2	2,269.6	2,444.3	2,633.6
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	112.5	114.3	446.2	455.1	457.8
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	292.6	310.2	1,065.5	1,186.9	1,330.6
컨텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	50.5	49.9	192.1	198.8	199.0
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	61.0	66.0	236.5	248.1	254.7
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	102.7	103.1	368.0	398.9	438.5
기타	-10.6	-9.7	-9.9	-8.4	-9.7	-11.6	-10.9	-11.3	-38.7	-43.5	-47.0
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	721.8	606.9	2,214.0	2,476.7	2,525.1
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	28.5	-113.4	25.2	55.6	-32.4	108.6
영업이익률(%)	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	4.5%	4.8%	-18.6%	4.0%	2.4%	-1.3%	4.1%
영업외손익	7.8	3.0	0.9	-54.4	-9.2	-7.0	16.0	-43.3	-42.6	-43.4	-42.0
법인세차감전순이익	26.9	23.9	24.3	-62.1	18.1	21.4	-97.4	-18.0	13.0	-75.8	66.6
법인세차감전순이익률(%)	4.9%	4.3%	4.3%	-10.4%	3.0%	3.6%	-16.0%	-2.8%	0.6%	-3.1%	2.5%
법인세비용	1.3	8.5	16.3	9.9	23.0	16.8	12.9	-6.3	36.1	46.4	23.3
법인세율(%)	5.0%	35.4%	67.1%	-16.0%	126.7%	78.4%	-13.3%	35.0%	278.0%	-61.1%	35.0%
당기순이익	25.6	15.4	8.0	-72.1	-4.8	4.6	-110.3	-11.7	-23.1	-122.2	43.3
당기순이익률(%)	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	-0.8%	0.8%	-18.1%	-1.9%	-1.0%	-5.0%	1.6%
지배주주지분	20.4	17.0	12.7	-58.7	-3.3	6.1	-72.2	-0.4	-8.5	-69.8	49.2
비지배주주지분	5.1	-1.6	-4.7	-13.3	-1.5	-1.5	-38.1	-11.3	-14.6	-52.4	-5.9

자료: NHN, 키움증권

NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	2,463.0	2,627.0	2,772.2	2,444.3	2,633.6	2,750.2	-0.8%	0.3%	-0.8%
영업이익	110.9	107.7	111.7	-32.4	108.6	107.3	적전	0.8%	-3.9%
영업이익률	4.5%	4.1%	4.0%	-1.3%	4.1%	3.9%	-5.8%	0.0%	-0.1%
법인세차감전순이익	-5.3	53.7	59.7	-75.8	66.6	69.8	적확	23.9%	17.0%
당기순이익	-29.4	35.6	40.3	-122.2	43.3	46.3	적확	21.5%	14.8%
지배주주지분	-0.3	37.4	36.2	-69.8	49.2	46.8	적확	31.6%	29.0%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E
매출액	645.5	641.2	638.4	656.4	632.2	651.5	639.6	661.0	-2.1%	1.6%	0.2%	0.7%
영업이익	27.0	21.0	29.3	28.9	25.2	29.3	24.0	28.7	-6.7%	39.4%	-18.1%	-0.6%
영업이익률	4.2%	3.3%	4.6%	4.4%	4.0%	4.5%	3.8%	4.3%	-0.2%	1.2%	-0.8%	-0.1%
법인세차감전순이익	-26.7	15.0	23.3	22.9	-18.0	26.3	21.0	25.7	적축	75.1%	-10.0%	12.3%
당기순이익	-17.4	10.0	15.5	15.2	-11.7	17.1	13.7	16.7	적축	71.8%	-11.7%	10.2%
지배주주지분	-9.2	10.6	15.3	15.2	-0.4	18.9	14.6	17.6	적축	78.3%	-4.9%	15.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,444.3	2,633.6	2,750.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,444.3	2,633.6	2,750.2
판관비	2,075.8	2,214.0	2,476.7	2,525.1	2,642.8
영업이익	39.1	55.6	-32.4	108.6	107.3
EBITDA	117.9	149.5	67.8	212.9	215.1
영업외손익	-37.5	-42.6	-43.4	-42.0	-37.5
이자수익	11.8	19.0	15.8	15.9	16.6
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	-13.5	-9.0	-9.0
기타	-35.5	-45.6	-25.3	-28.6	-25.0
법인세차감전이익	1.5	13.0	-75.8	66.6	69.8
법인세비용	33.3	36.1	46.4	23.3	23.6
계속사업순손익	-31.8	-23.1	-122.2	43.3	46.3
당기순이익	-31.8	-23.1	-122.2	43.3	46.3
지배주주순이익	-32.1	-8.5	-69.8	49.2	46.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.9	7.3	7.7	7.7	4.4
영업이익 증감율	-60.0	42.2	-158.3	-435.2	-1.2
EBITDA 증감율	-31.2	26.8	-54.6	214.0	1.0
지배주주순이익 증감율	-127.5	-73.5	721.2	-170.5	-4.9
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	-4.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	1.8	2.4	-1.3	4.1	3.9
EBITDA Margin(%)	5.6	6.6	2.8	8.1	7.8
지배주주순이익률(%)	-1.5	-0.4	-2.9	1.9	1.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,348.6	1,537.4	1,426.9	1,483.2	1,547.2
현금 및 현금성자산	630.6	771.7	612.9	617.3	647.1
단기금융자산	175.9	146.0	149.6	153.4	157.2
매출채권 및 기타채권	457.1	493.1	531.1	572.2	597.5
재고자산	46.6	67.0	72.1	77.7	81.2
기타유동자산	38.4	59.6	61.2	62.6	64.2
비유동자산	1,676.6	1,912.3	1,919.8	1,927.9	1,932.9
투자자산	621.0	531.5	509.3	491.7	474.3
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	3,346.7	3,411.2	3,480.1
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
지배지분	1,693.0	1,631.4	1,544.8	1,577.7	1,608.1
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	438.1	471.4	502.2
비지배지분	299.4	358.4	305.9	300.1	299.6
자본총계	1,992.4	1,989.8	1,850.7	1,877.7	1,907.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	25.9	165.3	35.6	197.4	223.2
당기순이익	-31.8	-23.1	-122.2	43.3	46.3
비현금항목의 가감	181.9	231.8	217.1	193.4	196.5
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	-19.5	-17.0	-19.0
기타	131.4	199.4	136.4	106.1	107.7
영업활동자산부채증감	-29.1	15.1	-7.6	-10.8	8.6
매출채권및기타채권의감소	-82.6	10.5	-38.0	-41.1	-25.3
재고자산의감소	2.5	17.9	-5.2	-5.6	-3.4
매입채무및기타채무의증가	48.1	27.1	16.6	17.0	17.4
기타	2.9	-40.4	19.0	18.9	19.9
기타현금흐름	-95.1	-58.5	-51.7	-28.5	-28.2
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	-158.7	4.3	29.8
기초현금 및 현금성자산	596.4	630.6	771.7	612.9	617.3
기말현금 및 현금성자산	630.6	771.7	612.9	617.3	647.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-869	-243	-2,067	1,456	1,385
BPS	47,006	46,697	45,750	46,723	47,626
CFPS	4,062	5,930	2,810	7,010	7,188
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-28.7	-96.3	-8.5	12.9	13.6
PER(최고)	-51.9	-123.7	-14.2		
PER(최저)	-23.2	-82.5	-7.5		
PBR	0.53	0.50	0.39	0.40	0.39
PBR(최고)	0.96	0.64	0.64		
PBR(최저)	0.43	0.43	0.34		
PSR	0.44	0.36	0.24	0.24	0.23
PCFR	6.1	3.9	6.3	2.7	2.6
EV/EBITDA	4.5	3.9	6.8	2.3	2.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	-73.0	-13.0	36.7	34.3
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	2.1	2.8	2.7	2.7
ROA	-1.0	-0.7	-3.6	1.3	1.3
ROE	-1.8	-0.5	-4.4	3.1	2.9
ROIC	-113.6	-11.0	-3.0	5.9	5.8
매출채권회전율	5.6	4.8	4.8	4.8	4.7
재고자산회전율	44.5	40.0	35.1	35.1	34.6
부채비율	51.8	73.4	80.8	81.7	82.4
순차입금비율	-33.4	-29.9	-23.7	-23.8	-25.2
이자보상배율	4.3	2.4	-1.4	4.8	4.7
총차입금	141.4	323.4	323.4	323.4	323.4
순차입금	-665.0	-594.3	-439.2	-447.2	-480.9
NOPLAT	117.9	149.5	67.8	212.9	215.1
FCF	-941.6	-336.0	-65.7	38.2	61.5

Compliance Notice

- 당사는 1월 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

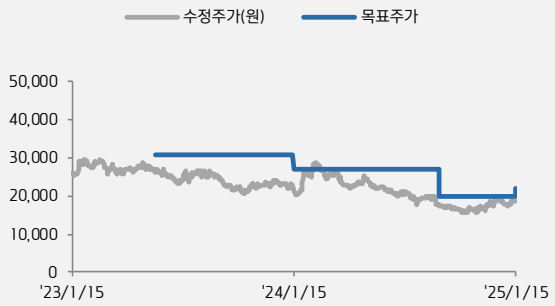
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
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		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

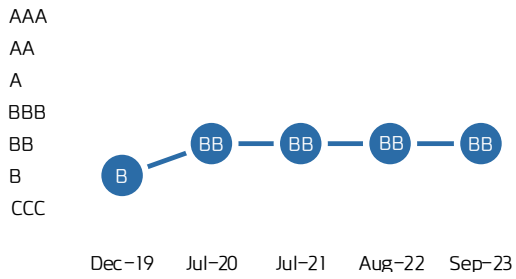
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

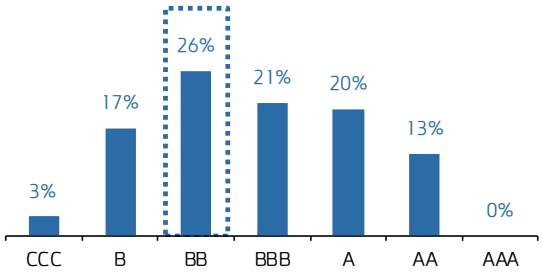
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

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 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