

NHN (181710)

단기 불확실성 급증

2024년 8월 28일

✓ 투자판단	중립 (하향)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (8월 27일)	19,800 원

[인터넷]

강석오 선임연구원
✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원
✉ jhko0330@shinhan.com

신한생각 큐텐 사태로 단기 투자심리 부정적

큐텐 사태로 인한 미회수 채권 규모가 EPS(주당순이익)과 밸류에이션에 영향을 줄 만큼 상당할 것으로 추정. 불확실성 해소 이후 접근을 추천

2Q24 Review

[실적] 영업수익 5,994억원(YoY +8.7%, QoQ -0.8%), 영업이익 285억원 (YoY +36.3%, QoQ +4.4%, 영업이익률 4.8%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 246억원을 상회

[게임] 지난 분기 해외 기존작의 이벤트 효과 기저로 감소. 웹보드와 캐주얼 게임 매출 안정적이나, 신작 출시 지연이 계속되고 연간 출시 가능 작품의 수도 충분치 않아 외형 성장까지는 시간이 걸릴 전망

[결제/광고] 페이코 Revenue TPV(매출기여 거래액) 분기 1.5조원 기록. 적자 개선은 계획대로 진행 중이며, 기업복지 솔루션 매출이 YoY +32% 성장해 RTPV 확대 전략도 유효. 페이코는 큐텐 사태로 인해 102억원 규모 대손금을 선제적 인식. 3Q에도 페이코/KCP에 영향 지속될 것

[기술/콘텐츠] 작년 하반기 대비 공공부문 분위기가 개선되었고, 민간부문은 가격 상승 및 경쟁사 점유율 분산에 따른 수혜 존재. 콘텐츠는 안정화된 웹툰 매출에 프로야구 인기로 NHN링크 성장세

Valuation & Risk

투자의견을 '중립'으로 하향. 이익률 개선은 긍정적이거나 큐텐 사태로 인해 불확실성이 급증했고, 그 규모가 EPS에 상당한 영향이 있을 것으로 추정해 밸류에이션에 부정적이라 판단. 단기적으로는 이익 규모보다는 사태의 수습과 미회수 채권 규모 파악 속도에 따라 투자 심리 형성될 것으로 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,114.9	39.1	(32.1)	-	(1.8)	0.5	4.6	-
2023	2,269.6	55.6	(8.5)	-	(0.5)	0.5	3.9	2.1
2024F	2,468.7	120.7	(9.9)	-	(0.6)	0.4	2.3	2.5
2025F	2,659.4	139.6	90.7	7.4	5.6	0.4	1.5	2.5
2026F	2,812.6	141.8	70.9	9.4	4.2	0.4	1.1	2.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	668.6십억원
발행주식수(유동비율)	33.8백만주(41.4%)
52주 최고가/최저가	28,750 원/17,660 원
일평균 거래액 (60일)	1,557백만원
외국인 지분율	11.1%

주요주주 (%)	
이준호 외 20인	55.2
국민연금공단	8.8

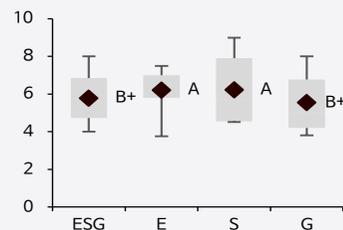
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.1 (12.8)	(21.3)	(15.6)	
상대	2.7 (11.7)	(26.3)	(16.2)	

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



NHN 실적 추이 및 전망											
(십억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	616.1	648.8	2,269.6	2,468.7	2,659.4
(%YoY)	5.3	7.8	9.4	6.6	10.2	8.7	7.8	8.4	7.3	8.8	7.7
(%QoQ)	(2.3)	0.6	3.6	4.7	1.0	(0.8)	2.8	5.3			
[매출구성]											
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	108.5	112.2	446.2	449.0	493.4
결제 / 광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	304.6	329.0	1,065.5	1,217.7	1,313.2
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	62.5	74.1	236.5	257.7	267.6
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	101.1	95.5	368.0	389.7	424.2
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	52.5	51.8	192.1	202.7	212.8
기타	11.4	10.9	10.3	13.2	12.0	9.0	9.5	10.0	45.8	40.5	45.1
내부거래	(22.0)	(20.6)	(20.2)	(21.7)	(21.7)	(20.6)	(22.7)	(23.7)	(84.5)	(88.7)	(97.0)
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	588.0	611.9	2,214.0	2,347.9	2,519.8
(%YoY)	4.8	4.8	6.6	10.3	9.0	7.6	7.3	1.0	6.7	6.0	7.3
(%QoQ)	(3.7)	0.2	3.3	10.6	(4.8)	(1.1)	3.0	4.1			
[비용구성]											
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	413.4	430.6	1,490.6	1,638.6	1,774.1
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	113.5	119.2	458.9	457.5	484.9
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	15.8	16.3	78.3	63.8	70.6
통신비	6.5	6.5	6.0	(3.3)	3.8	3.7	3.7	3.8	15.7	15.0	16.1
D&A	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	25.7	25.9	93.9	101.6	106.3
기타	14.7	13.0	17.8	31.1	24.0	15.5	15.8	16.1	76.6	71.5	67.9
영업이익	19.1	20.9	23.4	(7.8)	27.3	28.5	28.1	36.8	55.6	120.7	139.6
(%YoY)	23.1	302.1	181.5	적전	42.8	36.3	20.4	흑전	42.4	117.1	15.7
(%QoQ)	90.5	9.3	11.8	적전	흑전	4.4	(1.3)	31.0			
(%OPM)	3.5	3.8	4.1	(1.3)	4.5	4.8	4.6	5.7	2.4	4.9	5.3
당기순이익	25.6	15.4	8.0	(72.1)	(4.8)	4.6	(1.8)	(9.7)	(23.1)	(11.7)	86.4
(%YoY)	흑전	흑전	(62.7)	적지	적전	(70.0)	적전	적지	적지	적지	흑전
(%QoQ)	흑전	(39.7)	(48.2)	적전	적지	흑전	적전	적지			
(%NPM)	4.7	2.8	1.4	(12.0)	(0.8)	0.8	(0.3)	(1.5)	(1.0)	(0.5)	3.2
지배기업순이익	20.4	17.0	12.7	(58.7)	(3.3)	6.1	(2.0)	(10.7)	(8.5)	(9.9)	90.7
(%YoY)	흑전	흑전	(34.0)	적지	적전	(64.2)	적전	적지	적지	적지	흑전
(%QoQ)	적전	(16.6)	(25.3)	적전	적지	흑전	적전	적지			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN 2Q24P 실적 Review

(십억원,%)	2Q24P	1Q24	%QoQ	2Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	599.4	604.4	(0.8)	551.4	8.7	613.5	(2.3)
영업이익	28.5	27.3	4.4	20.9	36.3	24.6	15.8
순이익	6.1	(3.3)	흑전	17.0	(64.2)	7.9	(22.8)
영업이익률	4.8	4.5		3.8		4.0	
순이익률	1.0	(0.6)		3.1		1.3	

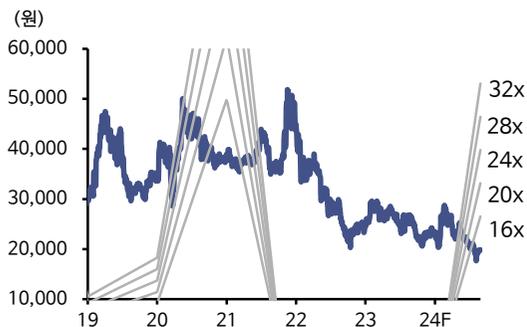
자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,506.4	2,468.7	(1.5)	2,763.9	2,659.4	(3.8)
영업이익	112.5	120.7	7.3	137.3	139.6	1.7
순이익	31.6	(9.9)	(131.3)	80.9	90.7	12.1

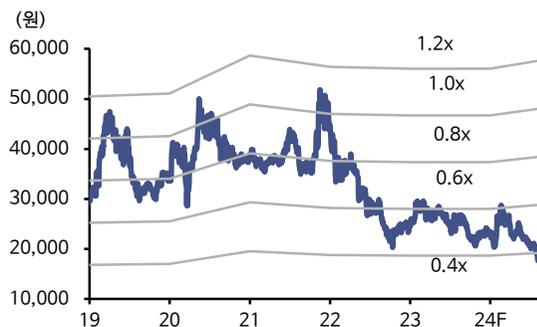
자료: 신한투자증권 추정

NHN 12개월 선행 PER 밴드



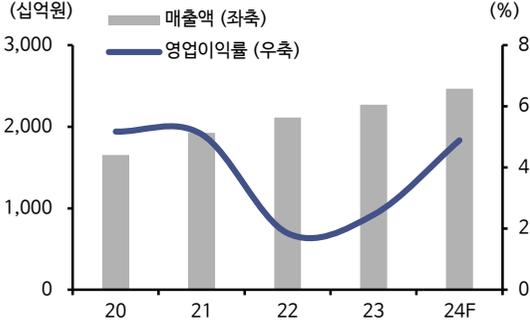
자료: QuantiWise, 신한투자증권

NHN 12개월 선행 PBR 밴드



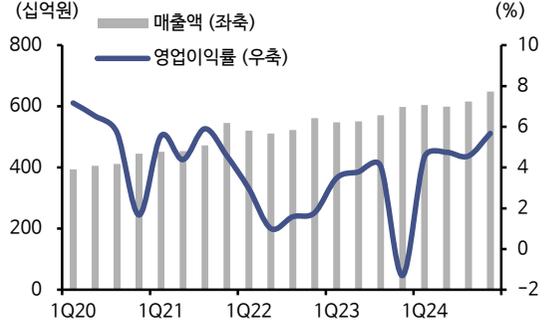
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



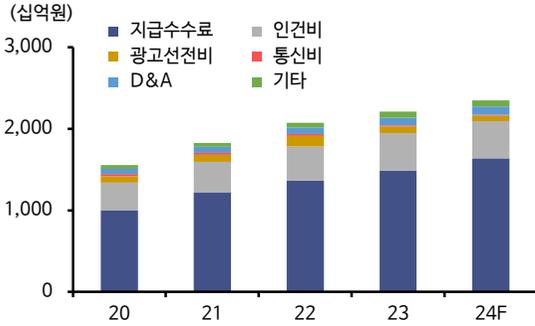
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



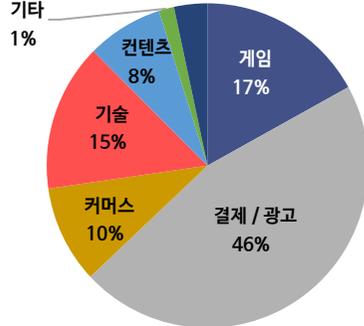
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



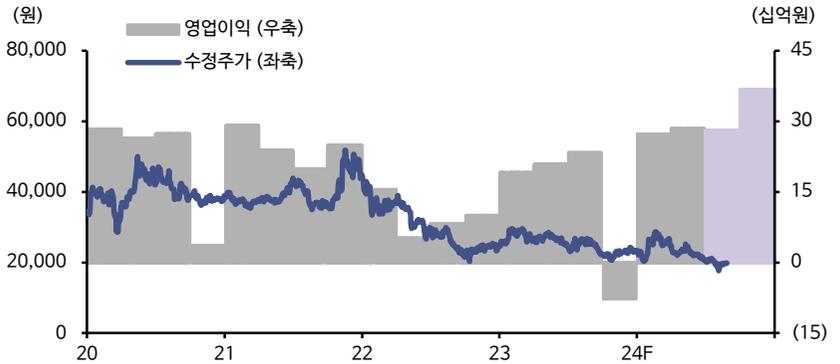
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN 영업이익 및 주가 추이



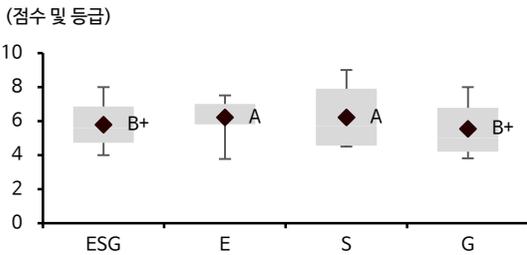
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

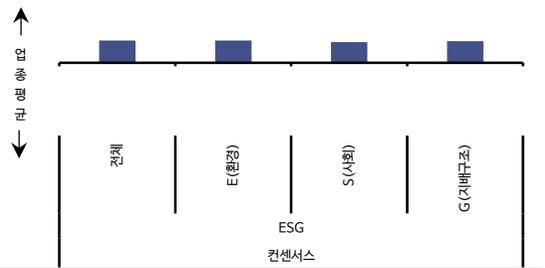
- ◆ 2022년 그룹 차원의 ESG 전담 조직을 신설하고, ESG 경영 본격화
- ◆ 친환경 데이터센터 선구자: '2020 한국에너지대상'에서 대통령 표창을 수상한 첫 친환경데이터센터 "NCC1"을 보유
- ◆ 활발한 사회공헌 활동: SW 교육시설 'NHN 아카데미'와 '위체인지' 등 다양한 사회공헌 캠페인 운영
- ◆ 주주환원정책 제정 긍정적이나 핵심지표 준수율은 개선 필요

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

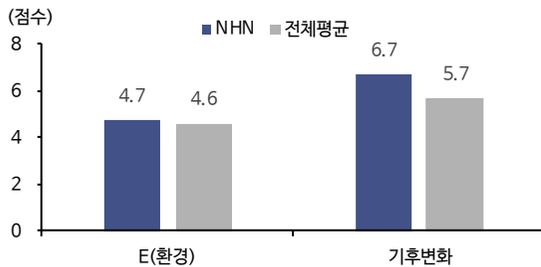
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

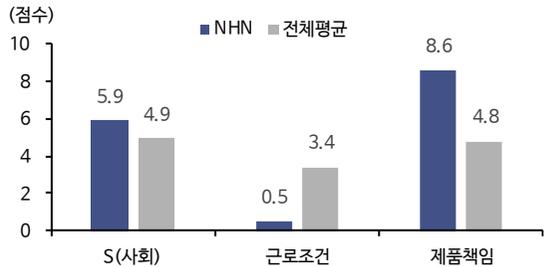
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



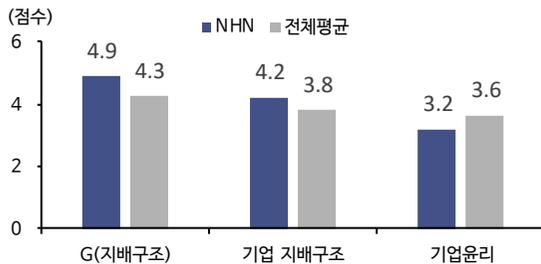
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

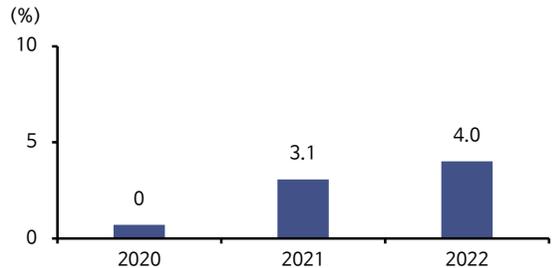
지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

자료: ??

주주 구성



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

자료: ??

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,025.2	3,449.7	3,515.1	3,692.0	3,822.3
유동자산	1,348.6	1,537.4	1,565.5	1,796.7	1,927.2
현금및현금성자산	630.6	771.7	752.4	915.2	996.4
매출채권	201.6	182.5	197.8	215.0	227.4
재고자산	46.6	67.0	72.6	78.9	83.5
비유동자산	1,676.6	1,912.3	1,949.6	1,895.3	1,895.2
유형자산	483.2	706.3	687.9	617.6	589.0
무형자산	413.1	426.8	448.0	442.0	454.5
투자자산	621.0	532.0	551.4	573.5	589.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,032.8	1,459.9	1,592.0	1,698.9	1,776.0
유동부채	747.0	888.4	983.8	1,057.9	1,111.3
단기차입금	41.1	52.9	82.9	82.9	82.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	21.6	41.9	47.2	47.2	47.2
비유동부채	285.8	571.5	608.1	641.0	664.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	71.7	222.3	229.5	229.5	229.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,992.4	1,989.8	1,923.1	1,993.2	2,046.3
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타자본	(134.9)	(141.2)	(104.2)	(104.2)	(104.2)
기타포괄이익누계액	0.8	1.4	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	579.7	523.8	431.5	505.9	560.5
지배주주지분	1,693.0	1,631.4	1,577.0	1,651.4	1,705.9
비지배주주지분	299.4	358.4	346.1	341.8	340.4
*총차입금	156.5	325.8	369.0	369.8	370.4
*순차입금(순현금)	(649.9)	(591.9)	(524.5)	(696.6)	(784.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	25.9	165.3	105.0	210.5	169.0
당기순이익	(31.8)	(23.1)	(11.7)	86.4	69.4
유형자산상각비	59.2	75.4	80.9	70.3	58.6
무형자산상각비	19.6	18.5	12.4	6.0	6.5
외화환산손실(이익)	2.8	(1.0)	(2.8)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(3.7)	5.8	(1.4)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	12.4	(5.8)	9.2	0.0	0.0
운전자본변동	(29.1)	15.1	(20.2)	47.8	34.5
(법인세납부)	(100.8)	(61.1)	(56.7)	(34.6)	(36.6)
기타	97.3	141.5	95.3	34.6	36.6
투자활동으로인한현금흐름	11.4	(294.5)	(61.5)	(32.2)	(72.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(130.2)	(317.9)	(60.7)	0.0	(30.0)
유형자산의감소	3.0	10.2	5.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(16.9)	(30.5)	(19.9)	0.0	(19.0)
투자자산의감소(증가)	229.9	87.0	10.1	(22.1)	(15.9)
기타	(74.4)	(43.3)	4.0	(10.1)	(7.3)
FCF	(931.6)	(276.8)	104.3	197.0	153.3
재무활동으로인한현금흐름	1.2	269.1	(64.2)	(15.5)	(15.7)
차입금의 증가(감소)	10.6	133.6	28.8	0.8	0.6
자기주식의처분(취득)	43.3	20.3	(21.1)	0.0	0.0
배당금	(2.2)	(6.0)	(21.2)	(16.3)	(16.3)
기타	(50.5)	121.2	(50.7)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(4.4)	1.2	1.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	34.1	141.1	(19.2)	162.8	81.1
기초현금	596.4	630.6	771.7	752.4	915.2
기말현금	630.6	771.7	752.4	915.2	996.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

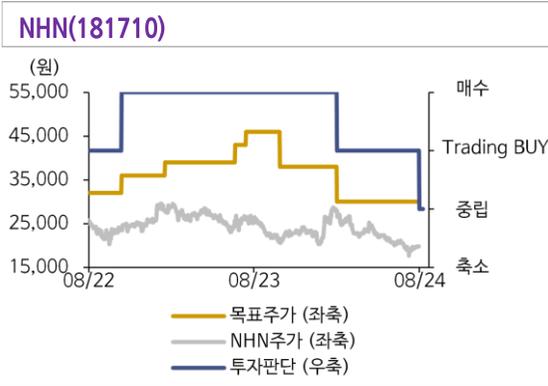
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,468.7	2,659.4	2,812.6
증감률 (%)	9.9	7.3	8.8	7.7	5.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,468.7	2,659.4	2,812.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,075.8	2,214.0	2,347.9	2,519.8	2,670.9
영업이익	39.1	55.6	120.7	139.6	141.8
증감률 (%)	(60.1)	42.4	117.1	15.7	1.5
영업이익률 (%)	1.8	2.4	4.9	5.3	5.0
영업외손익	(37.5)	(42.6)	(16.3)	4.4	10.9
금융손익	(10.7)	3.4	7.9	12.0	15.0
기타영업외손익	(18.9)	(50.7)	(15.0)	(7.6)	(4.1)
종속 및 관계기업관련손익	(7.9)	4.7	(9.2)	0.0	0.0
세전계속사업이익	1.5	13.0	104.4	144.0	152.6
법인세비용	33.3	36.1	53.6	34.6	36.6
계속사업이익	(31.8)	(23.1)	50.8	109.5	116.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(31.8)	(23.1)	(11.7)	86.4	69.4
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	(19.6)
순이익률 (%)	(1.5)	(1.0)	(0.5)	3.2	2.5
(지배주주)당기순이익	(32.1)	(8.5)	(9.9)	90.7	70.9
(비지배주주)당기순이익	0.4	(14.6)	(1.8)	(4.3)	(1.4)
총포괄이익	(76.8)	(23.5)	(8.5)	86.4	69.4
(지배주주)총포괄이익	(81.9)	(8.3)	(7.8)	90.4	72.7
(비지배주주)총포괄이익	5.1	(15.2)	(0.7)	(4.0)	(3.2)
EBITDA	117.9	149.5	214.0	215.9	206.9
증감률 (%)	(31.2)	26.8	43.1	0.9	(4.2)
EBITDA 이익률 (%)	5.6	6.6	8.7	8.1	7.4

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(859)	(656)	(345)	2,558	2,057
EPS (지배순이익, 원)	(869)	(243)	(292)	2,685	2,099
BPS (자본총계, 원)	55,319	56,954	56,954	59,029	60,602
BPS (지배지분, 원)	47,006	46,697	46,703	48,905	50,521
DPS (원)	0	500	500	500	500
PER (당기순이익, 배)	(29.0)	(35.6)	(57.4)	7.7	9.6
PER (지배순이익, 배)	(28.7)	(96.3)	(67.9)	7.4	9.4
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	4.6	3.9	2.3	1.5	1.1
배당성향 (%)	0.0	(197.4)	(164.8)	18.0	23.0
배당수익률 (%)	0.0	2.1	2.5	2.5	2.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.6	6.6	8.7	8.1	7.4
영업이익률 (%)	1.8	2.4	4.9	5.3	5.0
순이익률 (%)	(1.5)	(1.0)	(0.5)	3.2	2.5
ROA (%)	(1.0)	(0.7)	(0.3)	2.4	1.8
ROE (지배순이익, %)	(1.8)	(0.5)	(0.6)	5.6	4.2
ROIC (%)	(122.7)	(12.1)	6.7	11.7	12.6
안정성					
부채비율 (%)	51.8	73.4	82.8	85.2	86.8
순차입금비율 (%)	(32.6)	(29.7)	(27.3)	(34.9)	(38.3)
현금비율 (%)	84.4	86.9	76.5	86.5	89.7
이자보상배율 (배)	4.3	2.4	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(15.0)	(17.2)	(15.3)	(15.2)	(15.0)
재고자산회수기간 (일)	8.2	9.1	10.3	10.4	10.5
매출채권회수기간 (일)	32.7	30.9	28.1	28.3	28.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 08월 10일	Trading BUY	32,000	(24.9)	(6.6)
2022년 11월 09일	매수	36,000	(28.8)	(17.8)
2023년 02월 13일	매수	39,000	(31.4)	(24.1)
2023년 07월 18일	매수	43,000	(40.4)	(37.6)
2023년 08월 11일	매수	46,000	(47.8)	(41.6)
2023년 10월 25일	매수	38,000	(38.1)	(24.3)
2024년 02월 28일	Trading BUY	30,000	(25.7)	(9.7)
2024년 08월 28일	중립	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 26일 기준)

매수 (매수)	93.87%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	1.53%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------