



Outperform(Maintain)

목표주가: 20,000원(하향)

주가(9/10): 17,900원

시가총액: 6,044억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/10)	2,523.43pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,750원	17,660원
등락률	-37.7%	1.4%
수익률	절대	상대
1M	-5.3%	-2.9%
6M	-27.7%	-23.2%
1Y	-28.3%	-26.9%

Company Data

발행주식수	33,766천주
일평균 거래량(3M)	79천주
외국인 지분율	10.9%
배당수익률(24E)	2.8%
BPS(24E)	47,797원
주요 주주	이준호 외 20 인 55.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,463.0	2,627.0
영업이익	39.1	55.6	110.9	107.7
EBITDA	117.9	149.5	211.1	212.1
세전이익	1.5	13.0	-5.3	53.7
순이익	-31.8	-23.1	-29.4	35.6
지배주주지분순이익	-32.1	-8.5	-0.3	37.4
EPS(원)	-869	-243	-9	1,106
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-28.7	-96.3	-1,979.1	16.2
PBR(배)	0.53	0.50	0.37	0.37
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	1.9	1.8
영업이익률(%)	1.8	2.4	4.5	4.1
ROE(%)	-1.8	-0.5	0.0	2.3
순차입금비율(%)	-33.4	-29.9	-27.3	-27.8

Price Trend



NHN (181710)

사업부문 조정 실행 필요



동사의 목표주가를 기존 2.7만원에서 2만원으로 하향한다. 목표주가 산정은 25E 지배주주순이익 374억원에 목표 PER 20배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과다. 사업 세그먼트별로 구조조정이 필요한 상황과 연간 지속 성장성에 대한 가시성이 뚜렷하지 않은 점을 고려할 때 타켓 멀티플은 우호적인 수준을 부여한 것이라는 점을 강조한다.

>>> 동사 목표주가 2만원으로 하향

동사 목표주가를 기존 2.7만원에서 2만원으로 하향한다. 목표주가 산정은 25E 지배주주지분 374억원에 목표 PER 20배와 연간 할인율 10% 적용한 결과다. 사업 세그먼트별 구조조정이 필요한 상황과 연간 지속 성장성에 대한 가시성이 뚜렷하지 않은 점을 고려할 때 타켓 멀티플은 우호적 수준을 부여한 것이라는 점을 강조한다.

>>> 사업부문의 재조정 전략이 요구

동사는 티몬 관련 미수채권 영향 등으로 NHN페이코 법인에 대한 올해 하반기 상당 수준의 대손상각비 발생이 관측된다. 이는 NHN페이코 부가수익 창출을 위한 과정에서 발생한 손실로, 사측 의사결정에 따라 회피가능한 사안이었다는 점에서 일회성 비용을 감안해도 간과할 수 없는 것은 분명하며, NHN페이코는 거래액 상당이 자체 플랫폼 기반 내부 결제가 아닌 외부 결제 중심의 수익화를 도모했다는 점에서 회사가 통제 가능하고 안정적인 트래픽 기반의 수익을 도모하기엔 태생적 한계를 내포했다는 점도 복기할 필요성이 명확하다. 결제 부문 이외에서 사측은 지금까지 인터넷 소프트웨어 비즈니스 전반을 포괄하는 사업 영역을 구축하고자 하는 의지가 강했던 바, 선택과 집중보다 외연 확장에 주력해 온 과정이 존재하고, 최근 커머스 사업부문의 구조조정으로 수익성을 제고해 가려는 시도는 긍정적이나, 당사는 추가로 NHN링크를 제외한 동사 콘텐츠 사업부문의 구조조정이 필요할 것으로 판단하며, NHN클라우드 사업에서 공공 클라우드 부문의 일정 점유율을 가져갈 수 있겠으나 민간 부문에서는 글로벌 빅테크가 자체 AI 기반 멀티 솔루션을 클라우드에 탑재해 사업 경쟁력과 시장 점유율을 높여갈 것으로 관측된다는 점에서 동 부문에서 연간 의미있는 성장을 지속할 것으로 예상하기 어려운 상황이다. 결론적으로 지배주주지분 기준으로 동사의 메인 이익은 웹보드와 캐주얼 게임을 중심으로 창출된 것으로, 그 동안 외연 확장을 해온 과정을 복기하고 신중하고 냉정한 사업 조정이 요구된다고 총평할 수 있겠다.

>>> 24E 추정치 변경과 관련한 사안

당사는 동사 24E 지배주주지분을 3억원 적자로 조정하였다. 이는 하반기 티몬 관련 대손상각비 등의 영향을 포함해 1천억원에 상당하는 영업외비용을 반영했기 때문이다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	613.7	645.5	2,269.6	2,463.0	2,627.0
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	113.4	115.0	446.2	456.7	459.4
결재/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	299.6	318.5	1,065.5	1,202.2	1,311.4
콘텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	50.7	51.0	192.1	200.0	200.7
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	59.1	66.1	236.5	246.3	251.8
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	101.6	105.7	368.0	400.5	448.6
기타	-10.6	-9.7	-9.9	-8.4	-9.7	-11.6	-10.8	-10.8	-38.7	-42.8	-45.0
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	585.6	618.5	2,214.0	2,352.1	2,519.2
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	28.5	28.1	27.0	55.6	110.9	107.7
영업이익률(%)	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	4.5%	4.8%	4.6%	4.2%	2.4%	4.5%	4.1%
영업외손익	7.8	3.0	0.9	-54.4	-9.2	-7.0	-46.3	-53.8	-42.6	-116.2	-54.0
법인세차감전순이익	26.9	23.9	24.3	-62.1	18.1	21.4	-18.2	-26.7	13.0	-5.3	53.7
법인세차감전순이익률(%)	4.9%	4.3%	4.3%	-10.4%	3.0%	3.6%	-3.0%	-4.1%	0.6%	-0.2%	2.0%
법인세비용	1.3	8.5	16.3	9.9	23.0	16.8	-6.4	-9.3	36.1	24.0	18.1
법인세율(%)	5.0%	35.4%	67.1%	-16.0%	126.7%	78.4%	35.0%	35.0%	278.0%	-450.7%	33.8%
당기순이익	25.6	15.4	8.0	-72.1	-4.8	4.6	-11.8	-17.4	-23.1	-29.4	35.6
당기순이익률(%)	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	-0.8%	0.8%	-1.9%	-2.7%	-1.0%	-1.2%	1.4%
지배주주지분	20.4	17.0	12.7	-58.7	-3.3	6.1	6.1	-9.2	-8.5	-0.3	37.4
비지배주주지분	5.1	-1.6	-4.7	-13.3	-1.5	-1.5	-17.9	-8.2	-14.6	-29.1	-1.8

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	2,495.2	2,668.3	2,814.7	2,463.0	2,627.0	2,772.2	-1.3%	-1.5%	-1.5%
영업이익	109.3	113.3	118.4	110.9	107.7	111.7	1.5%	-4.9%	-5.7%
영업이익률	4.4%	4.2%	4.2%	4.5%	4.1%	4.0%	0.1%	-0.1%	-0.2%
법인세차감전순이익	84.3	90.3	97.4	-5.3	53.7	59.7	적전	-40.5%	-38.7%
당기순이익	54.8	59.8	65.8	-29.4	35.6	40.3	적전	-40.5%	-38.7%
지배주주지분	45.9	44.4	44.5	-0.3	37.4	36.2	적전	-15.8%	-18.6%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	628.1	659.2	635.0	655.9	613.7	645.5	641.2	638.4	-2.3%	-2.1%	1.0%	-2.7%
영업이익	29.5	30.7	24.2	25.9	28.1	27.0	21.0	29.3	-4.8%	-11.8%	-13.3%	13.4%
영업이익률	4.7%	4.6%	3.8%	3.9%	4.6%	4.2%	3.3%	4.6%	-0.1%	-0.5%	-0.5%	0.7%
법인세차감전순이익	31.8	-1.1	26.2	27.9	-18.2	-26.7	15.0	23.3	적전	적확	-42.7%	-16.3%
당기순이익	20.6	-0.7	17.4	18.5	-11.8	-17.4	10.0	15.5	적전	적확	-42.7%	-16.3%
지배주주지분	18.5	-2.2	13.9	13.5	6.1	-9.2	10.6	15.3	-67.0%	적확	-24.0%	13.7%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,114.9	2,269.6	2,463.0	2,627.0	2,772.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,114.9	2,269.6	2,463.0	2,627.0	2,772.2
판관비	2,075.8	2,214.0	2,352.1	2,519.2	2,660.6
영업이익	39.1	55.6	110.9	107.7	111.7
EBITDA	117.9	149.5	211.1	212.1	219.5
영업외손익	-37.5	-42.6	-116.2	-54.0	-52.0
이자수익	11.8	19.0	17.7	18.0	18.6
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	-17.7	-17.0	-17.0
기타	-35.5	-45.6	-95.8	-34.7	-33.5
법인세차감전이익	1.5	13.0	-5.3	53.7	59.7
법인세비용	33.3	36.1	24.0	18.1	19.4
계속사업손익	-31.8	-23.1	-29.4	35.6	40.3
당기순이익	-31.8	-23.1	-29.4	35.6	40.3
지배주주순이익	-32.1	-8.5	-0.3	37.4	36.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.9	7.3	8.5	6.7	5.5
영업이익 증감율	-60.0	42.2	99.5	-2.9	3.7
EBITDA 증감율	-31.2	26.8	41.2	0.5	3.5
지배주주순이익 증감율	-127.5	-73.5	-96.5	-12,566.7	-3.2
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	-3.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	1.8	2.4	4.5	4.1	4.0
EBITDA Margin(%)	5.6	6.6	8.6	8.1	7.9
지배주주순이익률(%)	-1.5	-0.4	0.0	1.4	1.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	25.9	165.3	127.6	204.0	218.2
당기순이익	-31.8	-23.1	-29.4	35.6	40.3
비현금항목의 가감	181.9	231.8	197.0	194.2	198.4
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	-26.1	-29.0	-31.0
기타	131.4	199.4	122.9	118.9	121.6
영업활동자산부채증감	-29.1	15.1	-12.5	-4.5	1.5
매출채권및기타채권의감소	-82.6	10.5	-42.0	-35.6	-31.6
재고자산의감소	2.5	17.9	-5.7	-4.8	-4.3
매입채무및기타채무의증가	48.1	27.1	16.6	17.0	17.4
기타	2.9	-40.4	18.6	18.9	20.0
기타현금흐름	-95.1	-58.5	-27.5	-21.3	-22.0
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	83.8	83.8
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	-16.2	-16.2
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	-66.7	10.6	24.4
기초현금 및 현금성자산	596.4	630.6	771.7	704.9	715.5
기말현금 및 현금성자산	630.6	771.7	704.9	715.5	739.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,348.6	1,537.4	1,523.5	1,579.9	1,645.5
현금 및 현금성자산	630.6	771.7	704.9	715.5	739.9
단기금융자산	175.9	146.0	149.6	153.4	157.2
매출채권 및 기타채권	457.1	493.1	535.2	570.8	602.3
재고자산	46.6	67.0	72.7	77.5	81.8
기타유동자산	38.4	59.6	61.1	62.7	64.3
비유동자산	1,676.6	1,912.3	1,915.6	1,915.8	1,912.7
투자자산	621.0	531.5	505.2	479.6	454.2
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	252.5	257.6	262.7
자산총계	3,025.2	3,449.7	3,439.2	3,495.6	3,558.3
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	1,613.9	1,634.7	1,654.3
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
기타지분	-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	507.2	528.4	548.4
비지배지분	299.4	358.4	329.3	327.5	331.6
자본총계	1,992.4	1,989.8	1,943.2	1,962.2	1,985.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-869	-243	-9	1,106	1,074
BPS	47,006	46,697	47,797	48,411	48,992
CFPS	4,062	5,930	4,938	6,807	7,068
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-28.7	-96.3	-1,979.1	16.2	16.7
PER(최고)	-51.9	-123.7	-3,234.0		
PER(최저)	-23.2	-82.5	-1,909.5		
PBR	0.53	0.50	0.37	0.37	0.37
PBR(최고)	0.96	0.64	0.61		
PBR(최저)	0.43	0.43	0.36		
PSR	0.44	0.36	0.25	0.23	0.22
PCFR	6.1	3.9	3.6	2.6	2.5
EV/EBITDA	4.5	3.9	1.9	1.8	1.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	-73.0	-55.2	45.6	40.3
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	2.1	2.8	2.8	2.8
ROA	-1.0	-0.7	-0.9	1.0	1.1
ROE	-1.8	-0.5	0.0	2.3	2.2
ROIC	-113.6	-11.0	9.7	6.0	6.1
매출채권회전율	5.6	4.8	4.8	4.8	4.7
재고자산회전율	44.5	40.0	35.3	35.0	34.8
부채비율	51.8	73.4	77.0	78.2	79.2
순차입금비율	-33.4	-29.9	-27.3	-27.8	-28.9
이자보상배율	4.3	2.4	4.9	4.7	4.9
총차입금	141.4	323.4	323.4	323.4	323.4
순차입금	-665.0	-594.3	-531.2	-545.5	-573.7
NOPLAT	117.9	149.5	211.1	212.1	219.5
FCF	-941.6	-336.0	72.6	45.2	58.7

Compliance Notice

- 당사는 9월 10일 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

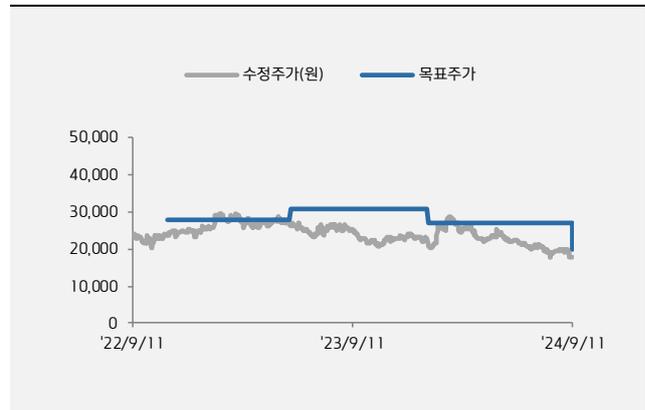
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NHN (181710)	2022-11-09	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-12.79	-10.71
	2022-12-01	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-5.38	5.71
	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
	2024-09-11	Outperform(Maintain)	20,000원	6개월	-12.64	6.48

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

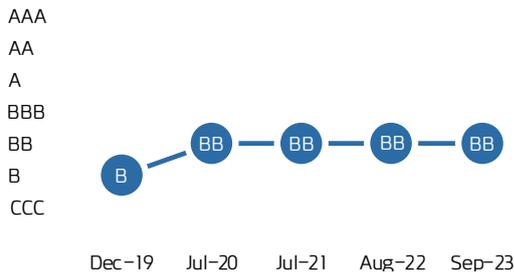
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/07/01~2024/06/30)

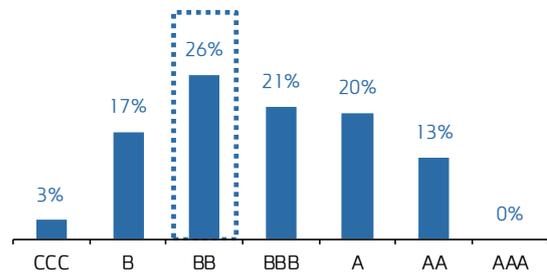
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

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

항목	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 TELEVISIA, 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