

# NHN

## 181710

Aug 7, 2023

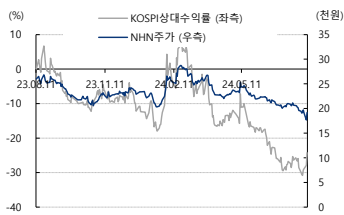
**Buy** 유지

**TP 29,000 원** 하향

### Company Data

현재가(08/06)	19,170 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	28,750 원
52 주 최저가(보통주)	17,660 원
KOSPI (08/06)	2,522.15p
KOSDAQ (08/06)	732.87p
자본금	188 억원
시가총액	6,473 억원
발행주식수(보통주)	3,377 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	104 만주
평균거래대금(60 일)	21 억원
외국인지분(보통주)	11.51%
주요주주	
이준호 외 20 인	55.19%
국민연금공단	8.83%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	-25.7	-26.3
상대주가	7.4	-24.1	-23.9

## 수익성 개선세가 지속

### 2Q24 Review: 매출 컨센서스 부합 & 영업이익 상회

NHN 2Q24 매출은 5,994억원(YoY +8.7%, QoQ -0.8%)로 시장 예상치(6,135억원)에 부합, 영업이익은 285억원(YoY +36.3%, QoQ +4.4%, OPM 4.8%)로 컨센서스(246억원) 상회. 게임 매출 중 웹보드 매출은 비수기에도 안정적인 트래픽을 유지하며 QoQ +2.9%, YoY +3.7% 기록, 전체 게임 매출은 매출은 1Q24 대형 이벤트 및 콜라보레이션 부재 영향으로 YoY -0.7%, QoQ -12.7%. 결제&광고 매출은 NHN KCP 국내외 가맹점의 견조한 거래액 성장과 NHN페이코의 포인트카드, 기업복지솔루션 거래액 증가로 YoY +14.7% 기록. 반면 커머스 매출은 2H23 연결 편입된 IKONIC 인식으로 YoY +10.7%, 중국 부실 사업 정리로 QoQ -9.9%. 기술 부문은 광주 AI 데이터센터 매출이 반영되고, 공공 및 민간 부문 수요 증가로 YoY +4.7%(2023년 자회사 매각 효과 제외시 YoY +20.3%). 콘텐츠 매출은 하계 스포츠 시즌 NHN 링크 매출 호조로 YoY +5.8% 증가.

2Q24 영업비용은 5,709억원 기록. 항목별로 지급수수료는 클라우드 사업 매출 성장에 따른 연동수수료 증가 영향으로 YoY +12.6%, 매출 대비 66.8% 수준 기록. 인건비는 연결대상 인원수 감소 영향으로 YoY -4% 감소. 광고선전비는 비용 통제 기조 하 웹보드 비수기 영향으로 YoY -24.5% 감소, 매출 대비 마케팅비 비율은 2.4%(YoY -1.1%p).

### 투자의견 Buy & 목표주가 29,000원으로 하향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 29,000원으로 하향. 목표주가 하향은 1) 일부 라인업 출시 시기 순연에 따라 게임 부문 가치 추정치를 조정하고, 2) NHN KCP의 시가총액 감소분을 반영함에 따름. 전사적인 비용 통제와 사업 준비에 따라 상반기 YoY +39%의 영업이익 성장을 기록했으며, 하반기에도 1) 비용 통제 지속과 2) 페블시티(글로벌 소셜카지노), 우파 루오닷컴세이 글로벌(SNG) 등 신작 출시 및 3) 민간/공공 클라우드 매출 성장을 통해 연간 YoY +101.7%의 이익 성장을 전망. '다키스트데이즈'의 출시 시기 순연은 7월 2차 CBT 피드백을 반영해 PC와 모바일의 동시 런칭을 위한 것으로 유저풀 확대에 기여 예상.

### Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	1,924	2,115	2,326	2,535	2,739
YoY(%)	17.2	9.9	10.0	9.0	8.1
영업이익(십억원)	98	39	97	159	222
OP 마진(%)	5.1	1.8	4.2	6.3	8.1
순이익(십억원)	130	-32	60	106	153
EPS(원)	5,972	-869	1,719	3,034	4,391
YoY(%)	444.9	적전	흑전	76.5	44.7
PER(배)	7.5	-28.7	15.1	8.6	5.9
PCR(배)	8.0	6.1	4.3	3.5	2.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	2.0	4.5	3.1	2.0	1.1
ROE(%)	6.8	-1.8	3.5	5.9	7.9



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

[도표 1] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	632.6	682.9	2,114.9	2,269.6	2,519.3
성장률(YoY %)	15.2%	12.8%	10.6%	2.7%	5.4%	7.8%	9.4%	6.7%	10.2%	8.7%	10.7%	14.1%	9.9%	7.3%	11.0%
게임매출	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	113.0	117.0	437.7	446.2	458.3
PC	42.9	41.0	44.6	39.7	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	42.9	43.4	42.8	168.2	162.9	170.8
모바일	65.9	63.1	71.3	69.2	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	63.5	69.7	74.2	269.5	283.3	287.6
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	308.3	320.0	889.8	1,065.5	1,212.4
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	57.0	66.5	326.5	236.5	244.6
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	112.0	136.5	308.9	368.0	441.6
컨텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	52.9	54.0	197.5	192.1	205.3
기타/내부거래	12.8	10.0	9.0	13.7	10.6	9.7	9.9	8.4	9.7	11.6	10.6	11.1	45.6	38.7	43.0
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	603.4	655.6	2,075.8	2,214.0	2,407.1
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	413.1	454.1	1,365.3	1,490.6	1,661.7
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	117.0	120.3	419.2	458.9	462.2
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	20.2	24.6	126.8	78.3	76.5
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	25.7	25.9	78.8	93.9	101.6
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.0	3.3	3.8	3.7	3.9	4.2	25.8	15.7	15.6
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	13.0	17.8	31.1	24.0	15.5	23.5	26.4	60.0	76.6	89.5
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	23.4	7.8	27.3	28.5	29.1	27.3	39.1	55.6	112.2
성장률(YoY %)	-38.2%	-73.9%	-70.3%	-59.8%	23.1%	302.1%	181.5%	적자전환	42.8%	36.3%	24.7%	흑자전환	-60.1%	42.4%	101.7%
OPM(%)	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	4.5%	4.8%	4.6%	4.0%	1.8%	2.4%	4.5%
순이익	4.5	5.3	21.4	43.4	25.6	15.4	8.0	72.1	4.8	4.6	19.9	28.1	31.8	23.1	47.9
NPM(%)	-0.9%	-1.0%	4.1%	-7.7%	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	-0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	-1.5%	-1.0%	1.9%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 2] NHN 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2024-08-08	우파루오닷컴 글로벌	SNG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
2H24	페블시티	소셜카지노	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
1Q25	다키스트데이즈	좀비 아포칼립스	글로벌	PC/모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
	스텔라 판타지	서브컬처 수집형 RPG	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱
2025	프로젝트 G (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	프로젝트 MM (가칭)	퍼즐	글로벌	-	NHN 퍼블리싱 & 개발
	드림해커 (가칭)	액션	글로벌	-	NHN PlayArt 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 RE (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN 퍼블리싱
	타이거게이트 (가칭)	IP 기반 PVP	글로벌	-	NHN PlayArts 퍼블리싱 & 개발
	프로젝트 BA (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 3] NHN Valuation Table

부문	단위	24F	가치 산정	비고
<b>게임 부문 가치</b>	<b>십억원</b>		<b>275</b>	
	십억원 배	24F 게임 NOPLAT target PER	34.4 8.0	영업이익률 10%, 법인세율 25% 가정 글로벌 게임사 peer 24F PER 평균 50% 할인
<b>자산 가치</b>			<b>699</b>	
<b>페이코 가치</b>	<b>십억원</b>	<b>부문 가치</b>	<b>188</b>	
	십억원 %	시가총액 지분율	785 48%	외부 투자 유치 가치 7,850억원
	%	할인율	50%	자회사 할인 50% 적용
<b>NHN클라우드</b>	<b>십억원</b>	<b>부문 가치</b>	<b>435</b>	
	십억원 %	시가총액 지분율	1,000 87%	외부 투자 유치 가치 1조원
	%	할인율	50%	자회사 할인 50% 적용
<b>NHN KCP</b>	<b>십억원</b>	<b>지분 가치</b>	<b>65</b>	
	십억원 %	시가총액 지분율	306 42.6%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
<b>NHN박스</b>	<b>십억원</b>	<b>지분 가치</b>	<b>12</b>	
	십억원 %	시가총액 지분율	51 45.3%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
<b>적정시가총액</b>	<b>십억원</b>		<b>974</b>	
발행주식수	천 주		33,770	
적정주가	원		28,844	
목표주가	원		<b>29,000</b>	
현재주가	원		19,170	
상승여력	%		<b>51.3%</b>	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 4] NHN 글로벌형 소셜카지노 게임 '페블시티' (2H24)



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 좀비 아포칼립스 루터슈터 '다크리스트 데이즈' (1Q25)



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,115	2,270	2,519	2,769	3,015
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,115	2,270	2,519	2,769	3,015
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,076	2,214	2,407	2,596	2,779
영업이익	39	56	112	173	236
영업이익률 (%)	1.8	2.4	4.5	6.2	7.8
EBITDA	118	149	193	242	296
EBITDA Margin (%)	5.6	6.6	7.7	8.7	9.8
영업외손익	-38	-43	-9	-9	-9
관계기업손익	-8	5	-2	-2	-2
금융수익	74	81	75	75	75
금융비용	-85	-78	-42	-42	-42
기타	-19	-51	-39	-39	-39
법인세비용차감전순이익	2	13	103	164	227
법인세비용	33	36	55	66	91
계속사업순이익	-32	-23	48	98	136
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-32	-23	48	98	136
당기순이익률 (%)	-1.5	-1.0	1.9	3.5	4.5
비배지분순이익	0	-15	-3	-6	-8
지배지분순이익	-32	-9	51	104	145
지배순이익률 (%)	-1.5	-0.4	2.0	3.8	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-45	0	-3	-3	-3
포괄순이익	-77	-23	44	95	133
비배지분포괄이익	5	-15	2	5	7
지배지분포괄이익	-82	-8	42	90	126

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	26	165	155	194	223
당기순이익	-32	-23	48	98	136
비현금항목의 가감	182	232	230	227	241
감가상각비	59	75	65	56	48
외환손익	3	-1	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	0	2	2	2
기타	120	157	166	172	194
자산부채의 증감	-29	15	-68	-68	-67
기타현금흐름	-95	-59	-55	-63	-87
투자활동 현금흐름	11	-294	-41	-41	-41
투자자산	230	87	15	15	15
유형자산	-130	-318	0	0	0
기타	-88	-64	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	1	269	108	151	151
단기차입금	-18	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	167	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
현금배당	-2	-6	-17	-16	-16
기타	-9	117	120	162	162
현금의 증감	34	141	4	96	119
기초 현금	596	631	772	776	871
기말 현금	631	772	776	871	990
NOPLAT	-815	-99	52	104	142
FCF	-895	-308	65	105	134

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,349	1,537	1,637	1,843	2,089
현금및현금성자산	631	772	776	871	990
매출채권 및 기타채권	457	493	580	682	801
재고자산	47	67	74	82	89
기타유동자산	214	206	207	208	209
비유동자산	1,677	1,912	1,812	1,724	1,646
유형자산	483	706	642	586	538
관계기업투자금	214	195	180	164	149
기타금융투자자산	407	337	337	337	337
기타비유동자산	572	674	654	637	622
자산총계	3,025	3,450	3,449	3,567	3,735
유동부채	747	888	826	815	805
매입채무 및 기타채무	559	664	664	664	664
차입금	41	53	44	35	26
유동성채무	22	42	0	0	0
기타유동부채	126	129	118	116	115
비유동부채	286	571	593	614	636
차입금	45	179	194	209	224
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	241	392	398	405	412
부채총계	1,033	1,460	1,419	1,429	1,441
지배지분	1,693	1,631	1,665	1,753	1,881
자본금	19	19	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	558	646	774
기타자본변동	-135	-141	-141	-141	-141
비지배지분	299	358	366	385	413
자본총계	1,992	1,990	2,030	2,138	2,294
총차입금	141	323	290	298	306

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

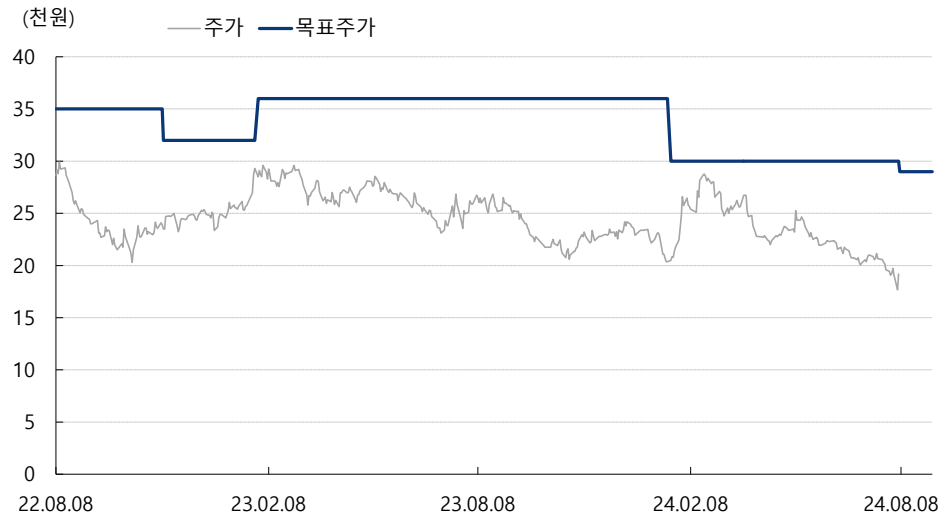
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-869	-243	1,504	3,091	4,286
PER	-28.7	-96.3	12.7	6.2	4.5
BPS	47,006	46,697	49,304	51,908	55,706
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EBITDAPS	3,189	4,247	5,710	7,172	8,763
EV/EBITDA	4.5	3.9	2.0	1.3	0.8
SPS	57,229	64,477	74,609	81,995	89,301
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
CFPS	-24,230	-8,748	1,918	3,120	3,969
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	9.9	7.3	11.0	9.9	8.9
영업이익 증가율	-60.1	42.4	101.7	53.9	36.7
순이익 증가율	적전	적지	흑전	105.5	38.7
수익성					
ROIC	-118.7	-11.3	5.3	10.3	13.3
ROA	-1.1	-0.3	1.5	3.0	4.0
ROE	-1.8	-0.5	3.1	6.1	8.0
안정성					
부채비율	51.8	73.4	69.9	66.9	62.8
순차입금비율	4.7	9.4	8.4	8.4	8.2
이자보상배율	4.3	2.4	5.6	8.4	11.2

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)	2024.08.07	매수	29,000		
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)					
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)					
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)					
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)					
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)					
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)					
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)					
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)					
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)					
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2%	3.2%	0.6%	0.0%

[ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하