

2023. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

**Hold**

적정주가 (12개월) **27,000 원**

현재주가 (2.10) **28,100 원**

상승여력 **-3.9%**

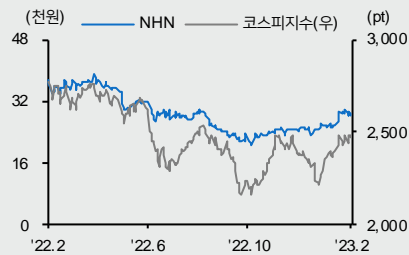
KOSPI	2,469.73pt
시가총액	10,121억원
발행주식수	3,602만주
유동주식비율	43.80%
외국인비중	14.01%
52주 최고/최저가	39,000원/20,300원
평균거래대금	16.9억원

주요주주(%)

이준호 외 26 인	51.78
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	-2.4	-22.4
상대주가	4.7	-2.0	-12.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,641.2	85.7	21.5	572	20.6	42,564	68.1	0.9	7.6	1.4	38.3
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	364.0	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022P	2,115.6	40.7	-8.3	-225	적전	50,698	-110.6	0.5	3.5	-0.5	48.9
2023E	2,346.5	80.9	40.9	1,136	흑전	51,834	24.7	0.5	5.4	2.2	20.4
2024E	2,491.8	101.7	65.0	1,805	53.6	53,639	15.6	0.5	4.1	3.4	22.6

# NHN 181710

## 연결 자회사 적자 축소를 기다리며

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 117억원으로 기대치 하회. 사업부 내 수익성 상대적으로 높은 게임 매출이 기대치 하회하고 일부 법인의 상여가 예상 초과했기 때문
- ✓ 최근 NHN클라우드 1조 기업가치 평가받으며 주가 반등
- ✓ 경기 둔화로 기업 비용 감소 노력 이어지며 글로벌 클라우드 사업자는 성장을 둔화
- ✓ 클라우드 산업, 투자자 관심에서 다소 벗어나. 이보다는 핵심 사업부 위주로 가벼워지며 이익 가시성 높이는 것이 투자자 관심 환기하는 데 큰 역할 할 것으로 기대

### 4Q22 Review: 게임 매출 하회 및 상여 초과 지급으로 기대치 하회

NHN의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,614억원(+2.8% YoY)과 117억원 (-53.1% YoY)으로 영업이익 기준 기대치를 하회했다. 4분기 한사결의 영업이익이 120억원임을 감안하면 이를 제외한 법인 합산 이익은 소폭의 적자를 기록했다.

클라우드 매출은 기존 가이드에 준하는 수준을 기록했으나 수익성이 높은 게임 매출이 예상을 하회했고 일부 법인의 상여가 지급되며 인건비가 추정 대비 초과 지급된 데 따른 결과로 해석된다. 세전이익은 영업권 및 관계기업 손상차손이 230억 원 발생한 영향과 금융원가가 증가한 영향으로 -206억원으로 적자 전환했다.

웹보드 규제 완화로 PC+모바일 웹보드 매출은 YoY 30% 증가하며 예상 수준을 기록하였으나 기타 게임의 감소로 4분기 게임 매출 성장률은 5% 기록했다. 이 외 클라우드 매출은 연결 법인 증가와 공공기관 수주로 YoY 큰 폭의 성장을 이끌었다.

신작뿐 아니라 기존 게임의 노후화로 웹보드를 제외한 게임의 빠른 하락이 진행되고 있다. 웹보드 규제완화에도 불구하고 대부분 사업자가 수혜가 포착되지 않는데 반해 동사는 1위 브랜드로 시장 성장 대다수를 점유하고 있다는 점은 긍정적이다.

### 가벼워질 NHN을 기다리며

지난 1월 NHN클라우드는 1조 기업 가치를 평가받으며 15% 유상증자를 진행했다. 이로 인해 동사 주가 변동성을 키웠으나 최근 경기 둔화에 따른 기업 비용 감소 노력으로 글로벌 클라우드 매출에 대한 기대치가 낮아진 만큼 연결 회사의 투자 포인트로 지속되기에 우호적 상황은 아니다. 핵심 사업부 위주로 가벼워지며 연결 회사 적자를 줄인다면 투자자 관심도가 다시 한번 높아질 것으로 기대한다.

(십억원)	4Q22P	4Q21	% YoY	3Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	561.4	545.8	2.8	522.4	7.5	563.7	-0.4	547.3	2.6
영업이익	11.7	25.0	-53.1	8.3	41.3	14.8	-20.5	15.0	-21.6
세전이익	-20.6	44.9	적전	28.5	적전	12.7	N/A	7.4	N/A
지배순이익	-14.8	45.7	적전	19.3	적전	4.3	N/A	0.2	N/A

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>520.5</b>	<b>511.3</b>	<b>522.4</b>	<b>561.4</b>	<b>561.4</b>	<b>574.3</b>	<b>591.3</b>	<b>619.4</b>	<b>1,923.7</b>	<b>2,115.6</b>	<b>2,346.4</b>	<b>2,491.8</b>
게임	108.8	104.1	115.9	108.5	115.1	109.1	112.7	109.4	397.0	437.3	446.3	444.4
결제/광고	209.2	216.5	227.0	238.2	236.9	242.8	253.0	265.9	810.9	890.9	998.7	1,060.3
커머스	104.7	81.7	66.3	73.6	82.6	84.5	84.6	96.3	345.7	326.2	347.9	363.5
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	46.3	49.7	49.7	50.6	184.6	197.5	196.3	196.1
기술	63.7	69.0	71.3	104.7	95.5	100.8	103.0	113.2	219.7	308.7	412.6	491.3
기타 및 내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.2	-15.0	-12.6	-11.6	-16.0	-34.3	-45.1	-55.2	-63.8
<b>% YoY</b>												
매출	15.2	12.8	10.6	2.8	7.9	12.3	13.2	10.3	17.2	10.0	10.9	6.2
게임	-2.5	19.9	21.4	5.3	5.8	4.8	-2.8	0.8	-2.9	10.2	2.1	-0.4
결제/광고	15.5	10.3	8.9	5.8	13.2	12.1	11.5	11.6	21.5	9.9	12.1	6.2
커머스	35.3	2.6	-13.8	-34.2	-21.1	3.4	27.6	30.8	23.9	-5.6	6.7	4.5
콘텐츠	10.2	8.8	16.4	-5.3	-1.5	-0.6	-2.6	2.2	11.1	7.0	-0.6	-0.1
기술	42.3	33.8	24.5	58.3	50.1	46.1	44.6	8.1	65.4	40.5	33.7	19.1
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
<b>영업비용</b>	<b>505.0</b>	<b>506.1</b>	<b>514.1</b>	<b>549.6</b>	<b>533.5</b>	<b>557.7</b>	<b>574.4</b>	<b>599.9</b>	<b>1,825.8</b>	<b>2,074.8</b>	<b>2,265.5</b>	<b>2,390.1</b>
% to sales	97.0	99.0	98.4	97.9	95.0	97.1	97.1	96.8	94.9	98.1	96.6	95.9
% YoY	18.3	16.8	15.6	5.5	5.7	10.2	11.7	9.1	17.4	13.6	9.2	5.5
지급수수료	338.2	327.4	335.5	363.9	358.4	371.1	389.6	410.1	1,222.7	1,365.0	1,529.2	1,601.4
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	106.5	115.1	114.5	112.1	371.3	419.1	448.2	475.6
광고선전비	27.4	37.4	33.9	29.3	27.4	27.4	23.9	30.7	88.2	127.9	109.4	115.7
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.5	22.4	22.0	23.8	25.9	73.1	78.7	94.2	103.3
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.6	6.9	6.5	6.9	25.0	25.8	26.9	27.9
기타	12.4	15.9	15.6	14.3	12.2	15.3	16.0	14.1	45.5	58.2	57.6	66.2
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>15.5</b>	<b>5.2</b>	<b>8.3</b>	<b>11.7</b>	<b>27.9</b>	<b>16.6</b>	<b>16.9</b>	<b>19.5</b>	<b>97.9</b>	<b>40.7</b>	<b>80.9</b>	<b>101.7</b>
% YoY	-38.2	-73.9	-70.3	-53.1	79.9	218.8	103.4	66.5	14.1	-58.4	98.6	25.7
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	2.1	5.0	2.9	2.9	3.2	5.1	1.9	3.4	4.1
세전이익	3.6	7.6	28.5	-20.6	25.6	15.7	34.1	-12.1	150.9	19.1	63.3	100.6
% YoY	-88.3	-66.8	-45.8	적전	614.6	106.9	19.8	적지	190.4	-87.4	232.5	58.8
지배주주순이익	-5.6	-7.3	19.3	-14.8	15.9	10.8	24.7	-10.5	116.9	-8.3	40.9	65.0
% YoY	적전	적전	-52.2	적전	흑전	흑전	28.1	적지	444.9	적전	흑전	58.8

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,641.2</b>	<b>1,923.7</b>	<b>2,115.6</b>	<b>2,346.5</b>	<b>2,491.8</b>
매출액증가율 (%)	10.3	17.2	10.0	10.9	6.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,641.2	1,923.7	2,115.6	2,346.5	2,491.8
판매관리비	1,555.5	1,825.8	2,074.8	2,265.6	2,390.1
<b>영업이익</b>	<b>85.7</b>	<b>97.9</b>	<b>40.7</b>	<b>80.9</b>	<b>101.7</b>
영업이익률	5.2	5.1	1.9	3.4	4.1
금융손익	43.1	59.8	2.6	9.2	9.2
중속/관계기업손익	9.1	0.3	-7.2	-7.2	-7.2
기타영업외손익	-86.0	-7.1	-17.1	-19.5	-3.2
세전계속사업이익	52.0	150.9	19.1	63.3	100.6
법인세비용	37.4	47.0	23.6	18.4	31.6
<b>당기순이익</b>	<b>28.0</b>	<b>129.7</b>	<b>-4.6</b>	<b>44.9</b>	<b>69.0</b>
지배주주지분 순이익	21.5	116.9	-8.3	40.9	65.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>141.3</b>	<b>226.4</b>	<b>138.0</b>	<b>-421.2</b>	<b>114.8</b>
당기순이익(손실)	28.0	129.7	-4.6	44.9	69.0
유형자산상각비	49.8	54.7	59.7	73.5	80.9
무형자산상각비	16.3	18.7	19.0	20.7	22.4
운전자본의 증감	-2.1	27.2	68.2	-556.8	-57.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>3.2</b>	<b>-173.8</b>	<b>-163.6</b>	<b>60.8</b>	<b>-181.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-45.7	-73.0	-204.0	-40.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-98.9	-220.3	104.5	1.8	-5.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-65.2</b>	<b>7.8</b>	<b>65.2</b>	<b>-24.3</b>	<b>30.0</b>
차입금의 증감	-14.2	-1.9	65.2	-24.3	30.0
자본의 증가	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	77.2	61.8	39.6	-384.7	-36.8
기초현금	457.4	534.6	596.4	636.0	251.3
기말현금	534.6	596.4	636.0	251.3	214.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,086.9</b>	<b>1,359.9</b>	<b>1,362.4</b>	<b>915.2</b>	<b>1,143.9</b>
현금및현금성자산	534.6	596.4	636.0	251.3	214.5
매출채권	126.3	177.3	195.0	216.2	229.6
재고자산	48.3	48.5	0.0	38.2	42.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,464.0</b>	<b>1,667.2</b>	<b>1,756.5</b>	<b>1,660.5</b>	<b>1,562.7</b>
유형자산	377.9	388.2	532.5	459.0	378.1
무형자산	406.2	379.0	428.4	407.7	385.4
투자자산	528.3	748.6	644.2	642.4	647.8
<b>자산총계</b>	<b>2,550.9</b>	<b>3,027.2</b>	<b>3,119.0</b>	<b>2,575.7</b>	<b>2,706.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>558.9</b>	<b>719.7</b>	<b>744.9</b>	<b>218.7</b>	<b>283.0</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	53.2	46.4	62.4	62.4	62.4
유동성장기부채	23.7	25.0	24.3	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>147.9</b>	<b>208.9</b>	<b>280.0</b>	<b>218.1</b>	<b>215.7</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.3	14.4	64.4	64.4	94.4
<b>부채총계</b>	<b>706.8</b>	<b>928.6</b>	<b>1,024.9</b>	<b>436.8</b>	<b>498.6</b>
<b>자본금</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.8</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>1,237.6</b>	<b>1,237.8</b>	<b>1,237.8</b>	<b>1,237.8</b>	<b>1,237.8</b>
기타포괄이익누계액	-7.1	83.4	83.4	83.4	83.4
이익잉여금	434.1	653.8	645.5	686.5	751.5
비지배주주지분	247.3	264.3	268.1	272.1	276.1
<b>자본총계</b>	<b>1,844.2</b>	<b>2,098.6</b>	<b>2,094.0</b>	<b>2,139.0</b>	<b>2,208.0</b>

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,746	51,274	57,248	65,148	69,185
EPS(지배주주)	572	3,115	-225	1,136	1,805
CFPS	5,098	5,976	2,509	4,313	5,725
EBITDAPS	4,049	4,564	3,233	4,862	5,692
BPS	42,564	48,891	50,698	51,834	53,639
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	68.1	14.4	-110.6	24.7	15.6
PCR	7.6	7.5	9.9	6.5	4.9
PSR	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
EBITDA	151.9	171.2	119.5	175.1	205.0
EV/EBITDA	7.6	2.2	3.5	5.4	4.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.4	6.8	-0.5	2.2	3.4
EBITDA 이익률	9.3	8.9	5.6	7.5	8.2
부채비율	38.3	44.2	48.9	20.4	22.6
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	16.7	16.0	5.5	9.7	12.1
매출채권회전율(x)	12.4	12.7	11.4	11.4	11.2
재고자산회전율(x)	38.0	39.7	87.2	122.9	62.2

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**NHN (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

