



Outperform(Maintain)

목표주가: 31,000원(상향)

주가(5/30): 26,850원

시가총액: 9,380억원



인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/30)	2,585.52pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,200원	20,300원
등락률	-16.6%	32.3%
수익률	절대	상대
1M	-1.1%	-4.3%
6M	8.7%	4.0%
1Y	-15.8%	-13.1%

Company Data

발행주식수	34,937천주
일평균 거래량(3M)	52천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	48,267원
주요 주주	이준호 외 26 인 53.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,923.7	2,114.9	2,457.1	2,788.1
영업이익	97.9	39.1	84.8	110.7
EBITDA	171.2	117.9	175.3	219.7
세전이익	150.9	1.5	87.6	112.7
순이익	129.7	-31.8	62.7	81.7
지배주주지분순이익	116.9	-32.1	38.8	49.5
EPS(원)	3,115	-869	1,103	1,417
증감률(% YoY)	444.9	적전	흑전	28.5
PER(배)	14.4	-28.7	24.3	18.9
PBR(배)	0.92	0.53	0.56	0.55
EV/EBITDA(배)	2.0	4.5	3.7	3.2
영업이익률(%)	5.1	1.8	3.5	4.0
ROE(%)	6.8	-1.8	2.3	2.9
순차입금비율(%)	-38.1	-33.4	-30.8	-28.7

Price Trend



NHN (181710)

비게임 마진율 개선이 변수



동사 목표주가를 기존 2.8만원에서 3.1만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 23E 지배주주순이익 388억원에 목표 PER 27.5배를 적용한 결과이다. 동사는 웹보드 게임에 기대지 않는 이익 체력을 보여줄 필요가 존재하며, 이는 페이코, 콘텐츠, 커머스, 기술 등 동사 주력 사업부문의 마진율 개선을 통해 수치적으로 검증 받을 사안으로 총평한다.

>>> 동사 목표주가 3.1만원으로 상향 조정

동사의 목표주가를 기존 2.8만원에서 3.1만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 23E 지배주주순이익 388억원에 목표 PER 27.5배를 적용한 결과치이다. 해당 밸류에이션은 24E 지배주주지분 증가율 27.6%를 준용한 수준으로 과거 연간 이익 성장 지속성이 약한 동사 히스토리를 감안시 중립 이상의 밸류에이션으로 정의내릴 수 있다.

>>> 웹보드에 기대지 않는 결과를 보여줄 필요

동사의 최근 분기 영업이익은 웹보드 게임 호조와 제한적 마케팅 집행에 따른 결과로 2분기 웹보드 비수기 진입과 분기별 마케팅비 증가에 따른 변수 등을 감안해도 분기별 영업이익 증가를 보여줄 수 있는 게임 외 세그먼트별 마진율 개선이 필수적인 검증 과정으로 평가하며, 이는 페이코, 콘텐츠, 커머스, 기술 등 동사 주력 사업부문을 지칭하는 사안이다. 동사가 과거 동 사업부문별 높은 타라인 그로스를 보여주었지만, 이와 비례한 손익 개선 흐름을 보여주지 못한 점과 현재 비주력 계열사에 대한 인력을 포함한 적극적 구조조정이 이뤄졌다고 판단되기 어려운 바, 최근 분기 영업이익 수준을 넘어서는 분기별 이익 흐름을 가정한 올해 추정치가 중립 이상 수준일 수 있음을 언급하며, 동사 기업가치의 트리거로 작용할 수 있는 기술 부문의 마진율 개선이 수치적으로 검증 받아야 할 사안으로 판단한다.

>>> 게임 신작에 대한 업사이드 리스크 변수

당사는 올해 동사의 주요 신작에 대한 성과를 타라인 추정치에 반영하고 있지 않지만 신작 출시에 따른 하반기 마케팅비 증가는 모델링에 반영함으로써 게임 사업에 대한 보수적 시각을 견지하고 있다. 이에 따라 게임 신작에 대한 성과 창출시 동사의 실적에 대한 업사이드 포텐셜이 열려 있다 할 수 있으며, 동사 최대 기대작으로 포지셔닝 중인 다키스트 데이즈의 게임성 검증 과정을 통해 향후 추정치 반영 여부를 결정할 예정이다.

NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	21A	22E	23E
매출액	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	597.6	636.7	674.5	1,923.7	2,114.9	2,457.1
게임	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.0	113.9	108.2	397.0	437.7	446.1
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	257.4	273.9	291.2	810.9	889.8	1,071.9
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	51.5	48.2	184.6	197.5	192.1
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	84.1	85.8	98.2	345.7	326.5	318.7
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	109.0	122.1	139.3	219.7	308.9	470.5
기타	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-10.5	-10.5	-10.5	-34.3	-45.6	-42.1
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	575.3	610.6	657.2	1,825.8	2,075.8	2,372.3
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	22.3	26.1	17.3	97.9	39.1	84.8
영업이익률(%)	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	3.5%	3.7%	4.1%	2.6%	5.1%	1.8%	3.5%
영업외손익	-11.9	2.4	20.2	-48.2	7.8	5.0	5.0	-15.0	53.0	-37.5	2.8
법인세차감전순이익	3.6	7.6	28.5	-38.1	26.9	27.3	31.1	2.3	150.9	1.5	87.6
법인세차감전순이익률(%)	0.7%	1.5%	5.5%	-6.8%	4.9%	4.6%	4.9%	0.3%	7.8%	0.1%	3.6%
법인세비용	8.1	12.9	7.1	5.2	1.3	10.6	12.1	0.9	46.9	33.3	24.9
법인세율(%)	226.0%	169.8%	24.8%	-13.7%	5.0%	38.8%	38.8%	38.8%	31.1%	2189.0%	28.4%
당기순이익	-4.5	-5.3	21.4	-43.4	25.6	16.7	19.1	1.4	129.7	-31.8	62.7
당기순이익률(%)	-0.9%	-1.0%	4.1%	-7.7%	4.7%	2.8%	3.0%	0.2%	6.7%	-1.5%	2.6%
지배주주지분	-5.6	-7.3	19.3	-38.5	20.4	10.4	12.9	-4.8	116.9	-32.1	38.8
비지배주주지분	1.1	1.9	2.2	-4.8	5.1	6.3	6.2	6.2	12.9	0.4	23.9

자료: NHN, 키움증권

NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	2,359.8	2,563.5	2,734.2	2,457.1	2,788.1	3,065.2	4.1%	8.8%	12.1%
영업이익	61.1	84.9	103.7	84.8	110.7	133.9	38.7%	30.3%	29.1%
영업이익률	2.6%	3.3%	3.8%	3.5%	4.0%	4.4%	0.9%	0.7%	0.6%
법인세차감전순이익	70.4	94.9	114.5	87.6	112.7	137.9	24.4%	18.7%	20.5%
당기순이익	45.8	61.7	74.4	62.7	81.7	100.0	37.1%	32.4%	34.4%
지배주주지분	34.0	45.2	54.0	38.8	49.5	59.6	14.0%	9.7%	10.5%

자료: 키움증권

NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	565.9	572.7	593.9	627.4	548.3	597.6	636.7	674.5	-3.1%	4.3%	7.2%	7.5%
영업이익	8.4	14.7	21.1	17.0	19.1	22.3	26.1	17.3	128.7%	51.8%	23.9%	1.5%
영업이익률	1.5%	2.6%	3.5%	2.7%	3.5%	3.7%	4.1%	2.6%	2.0%	1.2%	0.6%	-0.2%
법인세차감전순이익	11.9	18.2	24.6	15.8	26.9	27.3	31.1	2.3	127.0%	50.0%	26.6%	-85.6%
당기순이익	7.7	11.8	16.0	10.3	25.6	16.7	19.1	1.4	231.7%	41.4%	19.3%	-86.4%
지배주주지분	5.5	8.6	13.0	6.8	20.4	10.4	12.9	-4.8	268.4%	20.2%	-1.3%	적전

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,923.7	2,114.9	2,457.1	2,788.1	3,065.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,457.1	2,788.1	3,065.2
판관비	1,825.8	2,075.8	2,372.3	2,677.4	2,931.2
영업이익	97.9	39.1	84.8	110.7	133.9
EBITDA	171.2	117.9	175.3	219.7	257.4
영업외손익	53.0	-37.5	2.8	2.0	4.0
이자수익	4.7	11.8	11.2	10.7	10.7
이자비용	6.1	9.0	9.0	9.0	9.0
외환관련이익	10.2	16.6	12.4	13.0	13.6
외환관련손실	4.8	25.9	6.2	6.5	6.9
종속 및 관계기업손익	0.3	-7.9	-13.1	-13.0	-13.0
기타	48.7	-23.1	7.5	6.8	8.6
법인세차감전이익	150.9	1.5	87.6	112.7	137.9
법인세비용	46.9	33.3	24.9	31.0	37.9
계속사업손익	103.9	-31.8	62.7	81.7	100.0
당기순이익	129.7	-31.8	62.7	81.7	100.0
지배주주순이익	116.9	-32.1	38.8	49.5	59.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.2	9.9	16.2	13.5	9.9
영업이익 증감율	14.2	-60.1	116.9	30.5	21.0
EBITDA 증감율	12.7	-31.1	48.7	25.3	17.2
지배주주순이익 증감율	445.1	-127.5	-220.9	27.6	20.4
EPS 증감율	444.9	적전	흑전	28.5	20.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	5.1	1.8	3.5	4.0	4.4
EBITDA Margin(%)	8.9	5.6	7.1	7.9	8.4
지배주주순이익률(%)	6.1	-1.5	1.6	1.8	1.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	226.4	25.9	234.0	247.3	284.4
당기순이익	129.7	-31.8	62.7	81.7	100.0
비현금항목의 가감	94.5	181.9	151.2	176.3	197.7
유형자산감가상각비	54.7	59.2	67.7	80.6	90.6
무형자산감가상각비	18.7	19.6	22.7	28.4	32.9
지분법평가손익	-37.0	-28.3	-37.1	-39.0	-41.0
기타	58.1	131.4	97.9	106.3	115.2
영업활동자산부채증감	27.2	-29.1	39.5	15.4	19.8
매출채권및기타채권의감소	-34.3	-82.6	-34.3	-52.3	-38.7
재고자산의감소	-1.2	2.5	-7.5	-7.3	-6.1
매입채무및기타채무의증가	64.0	48.1	69.8	62.8	51.8
기타	-1.3	2.9	11.5	12.2	12.8
기타현금흐름	-25.0	-95.1	-19.4	-26.1	-33.1
투자활동 현금흐름	-173.8	11.4	-236.9	-237.5	-238.2
유형자산의 취득	-73.0	-130.2	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	4.4	3.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-14.9	-16.9	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-220.3	127.6	-28.1	-28.3	-28.5
단기금융자산의감소(증가)	-153.7	148.9	-8.8	-9.2	-9.7
기타	283.7	-121.0	-25.0	-25.0	-25.0
재무활동 현금흐름	7.7	1.2	24.5	25.0	25.0
차입금의 증가(감소)	44.9	10.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-46.2	-43.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.7	-2.2	0.0	0.0	0.0
기타	15.7	36.1	25.0	25.0	25.0
기타현금흐름	1.6	-4.4	-76.4	-76.4	-76.5
현금 및 현금성자산의 순증가	61.8	34.1	-54.9	-41.6	-5.2
기초현금 및 현금성자산	534.6	596.4	630.6	575.7	534.0
기말현금 및 현금성자산	596.4	630.6	575.7	534.0	528.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,359.9	1,348.6	1,346.3	1,375.5	1,426.9
현금 및 현금성자산	596.4	630.6	575.7	534.0	528.8
단기금융자산	324.8	175.9	184.6	193.9	203.6
매출채권 및 기타채권	291.9	457.1	491.4	543.7	582.4
재고자산	48.5	46.6	54.1	61.4	67.5
기타유동자산	98.3	38.4	40.5	42.5	44.6
비유동자산	1,667.2	1,676.6	1,779.4	1,863.9	1,934.2
투자자산	748.6	621.0	636.1	651.4	666.9
유형자산	388.2	483.2	540.5	584.9	619.3
무형자산	379.0	413.1	440.4	461.9	479.0
기타비유동자산	151.4	159.3	162.4	165.7	169.0
자산총계	3,027.2	3,025.2	3,125.7	3,239.4	3,361.1
유동부채	719.7	747.0	822.8	891.8	950.2
매입채무 및 기타채무	488.8	558.6	628.4	691.2	743.1
단기금융부채	80.2	69.7	69.7	69.7	69.7
기타유동부채	150.7	118.7	124.7	130.9	137.4
비유동부채	208.9	285.8	293.3	301.3	309.6
장기금융부채	41.0	71.7	71.7	71.7	71.7
기타비유동부채	167.9	214.1	221.6	229.6	237.9
부채총계	928.6	1,032.8	1,116.1	1,193.1	1,259.8
지배지분	1,834.3	1,693.0	1,686.3	1,690.8	1,705.4
자본금	9.8	18.8	18.2	18.2	18.2
자본잉여금	1,237.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타지분	-150.5	-134.9	-134.9	-134.9	-134.9
기타포괄손익누계액	83.4	0.8	-44.3	-89.3	-134.3
이익잉여금	653.8	579.7	618.6	668.1	727.7
비지배지분	264.3	299.4	323.3	355.5	395.9
자본총계	2,098.6	1,992.4	2,009.6	2,046.3	2,101.3
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,115	-869	1,103	1,417	1,706
BPS	48,891	47,006	48,267	48,396	48,814
CFPS	5,976	4,062	6,078	7,385	8,521
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	14.4	-28.7	24.3	18.9	15.7
PER(최고)	16.9	-51.9	27.2		
PER(최저)	11.1	-23.2	21.7		
PBR	0.92	0.53	0.56	0.55	0.55
PBR(최고)	1.08	0.96	0.62		
PBR(최저)	0.71	0.43	0.50		
PSR	0.88	0.44	0.38	0.34	0.31
PCFR	7.5	6.1	4.4	3.6	3.2
EV/EBITDA	2.0	4.5	3.7	3.2	2.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.7	-1.0	2.0	2.6	3.0
ROE	6.8	-1.8	2.3	2.9	3.5
ROIC	11.9	-113.6	6.9	8.6	9.9
매출채권회전율	7.2	5.6	5.2	5.4	5.4
재고자산회전율	39.7	44.5	48.8	48.2	47.5
부채비율	44.2	51.8	55.5	58.3	60.0
순차입금비율	-38.1	-33.4	-30.8	-28.7	-28.1
이자보상배율	16.0	4.3	9.4	12.3	14.9
총차입금	121.2	141.4	141.4	141.4	141.4
순차입금	-800.0	-665.0	-618.9	-586.5	-591.0
NOPLAT	171.2	117.9	175.3	219.7	257.4
FCF	101.2	-941.6	14.9	28.8	64.5

Compliance Notice

- 당사는 5월 30일 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

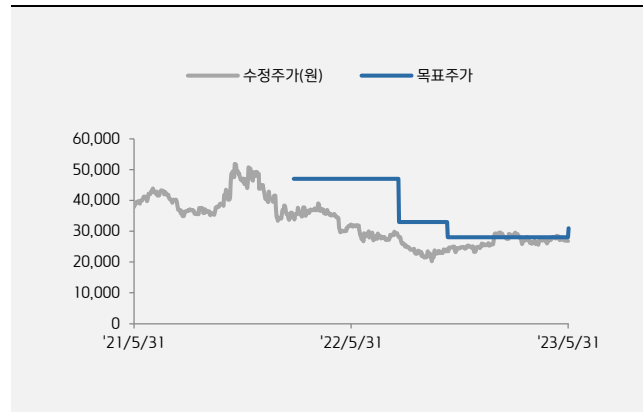
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
담당자 변경	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	47,000원	6개월	-31.36	-17.02
NHN (181710)	2022-08-19	Outperform(Downgrade)	33,000원	6개월	-28.55	-15.00
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

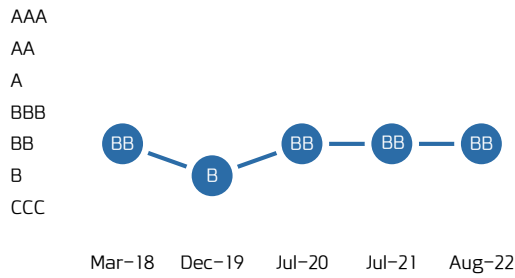
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

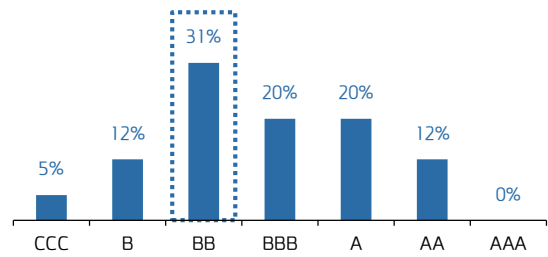
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

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 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.3	4.8		
환경	6.7	8	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.2	5.0%	
사회	5.0	4.7	51.0%	▲0.5
인력 자원 개발	1.6	3.5	26.0%	▲1.1
개인정보 보호와 데이터 보안	8.6	5.8	25.0%	
지배구조	3.2	4.5	44.0%	▲0.7
기업 지배구조	3.7	5.3		▼0.1
기업 활동	5.3	5.4		▲2.1

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

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
THE WALT DISNEY COMPANY	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●	A	◀▶
COMCAST CORPORATION	●●●●	●●●	●●●●	●●	●●●●	BBB	▲
ACTIVISION BLIZZARD, INC.	●●●●	●●●	●●	●●●	●●	BBB	◀▶
NETFLIX, INC.	●●●●	●●●	●●	●●	●	BB	◀▶
CHARTER COMMUNICATIONS, 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