

2023. 8. 10



▲ 인터넷/게임

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

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

**Hold** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 27,000 원

**현재주가 (8.9)** 26,050 원

**상승여력** 3.6%

KOSPI	2,605.12pt
시가총액	9,101억원
발행주식수	3,494만주
유동주식비율	43.05%
외국인비중	13.81%
52주 최고/최저가	29,900원/20,300원
평균거래대금	11.8억원

**주요주주(%)**

이준호 외 25 인	53.43
국민연금공단	8.06

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	12.8	-9.5	-10.6
상대주가	9.4	-13.8	-14.1

**주가그래프**



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	364.0	48,891	14.4	0.9	2.2	6.8	44.2
2022	2,114.9	39.1	-32.1	-869	적전	47,006	-28.7	0.5	4.7	-1.8	51.8
2023E	2,318.0	79.8	56.1	1,593	흑전	49,484	16.4	0.5	2.6	3.3	64.2
2024E	2,629.7	84.9	55.6	1,592	-0.5	51,077	16.4	0.5	3.4	3.2	59.5
2025E	2,847.1	117.9	88.7	2,540	52.7	53,616	10.3	0.5	2.4	4.9	58.2

# NHN 181710

## 개선 기대감을 반영한 주가

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 시장 기대치 부합
- ✓ 상장 법인 제외 시 영업이익은 93억원으로 QoQ 유사한 수준 기록
- ✓ 지난 7월, 이탈리아 패션업체 아이코닉 인수. 중국 명품 커머스 사업 위함
- ✓ 상장 법인 이익 제외 시 23/24년 영업이익 기준 현 주가는 26/28배
- ✓ 페이코, 게임 개선 기대감 반영한 주가로 해석. 적정주가 및 투자 의견 유지

### 상장법인 제외 시 1분기 영업이익과 유사한 실적 기록한 2분기

NHN 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,514억원(+7.8% YoY)과 209억원(+302.1% YoY)으로 컨센서스 기준 매출은 소폭 하회, 영업이익은 기대치를 충족시켰다. 22년 7월 웹보드 결제 한도 상한 및 1H22 한게임 리브랜딩 마케팅 효과로 게임 매출은 YoY 3% 성장했다. 클라우드는 전분기 전환 매출 영향으로 1천억원을 기록하였으나 관련 예산이 올해 크게 줄어들며 2분기 이후 영향권에 접어드는 모습이다. 당사는 클라우드 사업부의 흑자 전환 시기를 2024년 이후로 전망한다. 상장법인인 NHN한사결과 벅스의 영업이익은 116억원으로 전년과 유사한 수준을 기록했다. 신규 증축된 클라우드 관련 감가상각이 2분기부터 반영될 것으로 예상했으나 지연되며 상장 법인을 제외한 자체 이익은 1분기와 유사한 수준을 기록했다.

지난 7월 당사는 명품 커머스 사업을 위하여 이탈리아 패션기업 '아이코닉' 지분을 78% 인수했다. 아이코닉은 연간 1천억원의 매출 기여가 예상된다. 중국 부진으로 동사 커머스 사업은 분기 500억원대로 크게 줄어들었다. 지난 1년간 사업부를 재 정비한 만큼 추후 인수 업체와의 시너지가 발생할지 살펴볼 필요가 있어 보인다.

### 개선을 반영한 주가

하반기 웹보드 결제 한도 상한에 따른 기저 효과가 제거되고 非웹보드 게임 부문의 감소 효과로 인해 게임 매출은 역성장 전환할 것으로 예상된다. 다만 페이코 및 콘텐츠 적자가 축소된 점은 긍정적으로 평가된다. 전반적으로, 표면 밸류에이션은 낮아보이나 상장 자회사의 이익을 제거할 경우 당사 추정 기준 2023/2024년 영업이익은 각각 326억/368억원으로 현 주가는 수정 영업이익 기준 26배/28배로 개선에 대한 기대감이 반영된 주가로 판단한다. 이를 개선하기 위해서는 페이코/클라우드의 급격한 이익 전환이 필요해 보인다. 적정주가와 투자 의견을 유지한다.

(십억원)	2Q23P	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	551.4	511.3	7.8	548.3	0.6	569.7	-3.2	564.5	-2.3
영업이익	20.9	5.2	302.1	19.1	9.3	20.3	3.2	25.8	-18.9
세전이익	23.9	7.6	214.3	26.9	-11.2	20.3	17.7	27.9	-14.5
지배순이익	17.0	-7.3	흑전	20.4	-16.6	12.5	36.3	17.2	-0.7

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	520.5	511.3	522.4	560.7	548.3	551.4	592.8	625.4	1,923.7	2,114.9	2,318.0	2,629.7
게임	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	107.2	109.4	106.2	397.0	437.7	439.9	427.1
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	258.0	271.8	283.7	810.9	889.8	1,062.9	1,192.7
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	51.9	78.8	94.2	345.7	326.5	275.4	455.9
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	47.8	46.9	184.6	197.5	187.0	186.9
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	93.6	95.8	106.7	219.7	308.9	396.3	443.5
기타 및 내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-9.7	-10.9	-12.3	-34.3	-45.6	-43.6	-76.4
<b>% YoY</b>												
매출	15.2	12.8	10.6	2.7	5.4	7.8	13.5	11.6	17.2	9.9	9.6	13.4
게임	-2.5	19.9	21.4	5.7	7.6	3.0	-5.6	-2.4	-2.9	10.3	0.5	-2.9
결제/광고	15.5	10.3	8.9	5.3	19.2	19.1	19.8	19.7	21.5	9.7	19.5	12.2
커머스	35.3	2.6	-13.8	-33.9	-51.7	-36.5	18.9	27.4	23.9	-5.5	-15.6	65.5
콘텐츠	10.2	8.8	16.4	-5.3	-10.9	1.0	-6.4	-5.3	11.1	7.0	-5.3	0.0
기술	42.3	33.8	24.5	58.7	57.3	35.6	34.5	1.7	65.4	40.6	28.3	11.9
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
<b>영업비용</b>												
영업비용	505.0	506.1	514.1	550.6	529.2	530.5	570.4	608.0	1,825.8	2,075.8	2,238.2	2,544.8
% to sales	97.0	99.0	98.4	98.2	96.5	96.2	96.2	97.2	94.9	98.2	96.6	96.8
% YoY	18.3	16.8	15.6	5.7	4.8	4.8	10.9	10.4	17.4	13.7	7.8	13.7
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	355.8	384.5	413.3	1,222.7	1,365.3	1,505.9	1,755.9
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	119.4	124.7	371.3	419.2	474.4	504.2
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	19.4	22.4	24.3	88.2	126.8	86.2	91.4
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.0	22.9	23.6	73.1	78.8	87.5	93.6
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.2	6.5	25.0	25.8	25.7	25.3
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	13.0	15.1	15.7	45.5	60.0	58.5	74.2
<b>이익 추정</b>												
영업이익	15.5	5.2	8.3	10.0	19.1	20.9	22.3	17.4	97.9	39.1	79.8	84.9
% YoY	-38.2	-73.9	-70.3	-59.8	23.1	302.1	169.2	73.8	14.1	-60.1	104.3	6.4
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	1.8	3.5	3.8	3.8	2.8	5.1	1.8	3.4	3.2
세전이익	3.6	7.6	28.5	-38.1	26.9	23.9	20.7	16.0	150.9	1.5	87.4	84.6
% YoY	-88.3	-66.8	-45.8	적전	651.7	214.3	-27.5	흑전	190.4	-99.0	5,644.6	-3.2
지배주주순이익	-5.6	-7.3	19.3	-38.5	20.4	17.0	10.6	8.0	116.9	-32.1	56.1	55.6
% YoY	적전	적전	-52.2	적전	흑전	흑전	-44.9	흑전	444.9	적전	흑전	-0.8

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,923.7</b>	<b>2,114.9</b>	<b>2,318.0</b>	<b>2,629.7</b>	<b>2,847.1</b>
매출액증가율(%)	17.2	9.9	9.6	13.4	8.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,318.0	2,629.7	2,847.1
판매관리비	1,825.8	2,075.8	2,238.2	2,544.8	2,729.2
<b>영업이익</b>	<b>97.9</b>	<b>39.1</b>	<b>79.8</b>	<b>84.9</b>	<b>117.9</b>
영업이익률(%)	5.1	1.8	3.4	3.2	4.1
금융손익	59.8	-10.7	9.8	9.9	9.9
중속/관계기업손익	0.3	-7.9	-8.6	-8.6	-8.6
기타영업외손익	-7.1	-19.0	6.4	-1.5	7.9
세전계속사업이익	150.9	1.5	87.4	84.6	127.1
법인세비용	47.0	33.3	25.9	23.9	34.3
<b>당기순이익</b>	<b>129.7</b>	<b>-31.8</b>	<b>61.5</b>	<b>60.7</b>	<b>92.7</b>
지배주주지분 순이익	116.9	-32.1	56.1	55.6	88.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>1,359.9</b>	<b>1,348.6</b>	<b>1,476.0</b>	<b>1,441.7</b>	<b>1,550.7</b>
현금및현금성자산	596.4	630.6	1,006.7	690.7	774.4
매출채권	177.3	201.6	221.0	250.7	271.4
재고자산	48.5	46.6	38.2	42.0	46.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,667.2</b>	<b>1,676.6</b>	<b>1,862.9</b>	<b>1,899.8</b>	<b>1,909.7</b>
유형자산	388.2	483.2	678.7	710.8	726.2
무형자산	379.0	413.1	430.1	429.4	428.6
투자자산	748.6	621.0	594.8	600.3	595.6
<b>자산총계</b>	<b>3,027.2</b>	<b>3,025.2</b>	<b>3,338.9</b>	<b>3,341.4</b>	<b>3,460.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>719.7</b>	<b>747.0</b>	<b>692.9</b>	<b>661.9</b>	<b>710.5</b>
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	46.4	41.2	41.2	41.2	41.2
유동성장기부채	25.0	21.6	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>208.9</b>	<b>285.8</b>	<b>612.4</b>	<b>585.2</b>	<b>562.8</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.5	45.2	195.2	225.2	225.2
<b>부채총계</b>	<b>928.6</b>	<b>1,032.8</b>	<b>1,305.3</b>	<b>1,247.1</b>	<b>1,273.3</b>
자본금	9.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,237.8	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타포괄이익누계액	83.4	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	653.8	579.7	588.4	644.1	732.8
비지배주주지분	264.3	299.4	304.8	309.9	313.9
<b>자본총계</b>	<b>2,098.6</b>	<b>1,992.4</b>	<b>2,033.6</b>	<b>2,094.3</b>	<b>2,187.1</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>226.4</b>	<b>25.9</b>	<b>430.1</b>	<b>-39.5</b>	<b>186.4</b>
당기순이익(손실)	129.7	-31.8	61.5	60.7	92.7
유형자산상각비	54.7	59.2	64.5	67.9	84.6
무형자산상각비	18.7	19.6	23.0	25.8	25.8
운전자본의 증감	27.2	-29.1	287.0	-193.8	-16.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-173.8</b>	<b>11.4</b>	<b>-162.0</b>	<b>-306.6</b>	<b>-102.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-73.0	-130.2	-300.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-220.3	127.6	26.2	-5.5	4.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>7.8</b>	<b>1.2</b>	<b>108.1</b>	<b>30.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증감	-1.9	18.2	128.4	30.0	0.0
자본의 증가	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	61.8	34.2	376.2	-316.0	83.7
기초현금	534.6	596.4	630.6	1,006.7	690.7
기말현금	596.4	630.6	1,006.7	690.7	774.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	51,274	57,229	65,851	75,269	81,492
EPS(지배주주)	3,115	-869	1,593	1,592	2,540
CFPS	5,976	4,062	4,722	5,129	6,862
EBITDAPS	4,564	3,189	4,751	5,111	6,532
BPS	48,891	47,006	49,484	51,077	53,616
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.4	-28.7	16.4	16.4	10.3
PCR	7.5	6.1	5.5	5.1	3.8
PSR	0.9	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	171.2	117.9	167.2	178.6	228.2
EV/EBITDA	2.2	4.7	2.6	3.4	2.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.8	-1.8	3.3	3.2	4.9
EBITDA 이익률	8.9	5.6	7.2	6.8	8.0
부채비율	44.2	51.8	64.2	59.5	58.2
금융비용부담률	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7
이자보상배율(x)	16.0	4.3	6.0	4.7	6.3
매출채권회전율(x)	12.7	11.2	11.0	11.1	10.9
재고자산회전율(x)	39.7	44.5	54.7	65.6	64.3

**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 추천 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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**NHN (181710) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

