



NHN (181710)

이익 증가 가시화될 때 탄력적인 주가 상승 가능

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (유지)

목표주가(하향): 40,000원

현재 주가(8/9)	29,150원
상승여력	▲37.2%
시가총액	10,936억원
발행주식수	37,518천주
52 주 최고가 / 최저가	51,851 / 26,750원
90 일 일평균 거래대금	35.23억원
외국인 지분율	14.8%

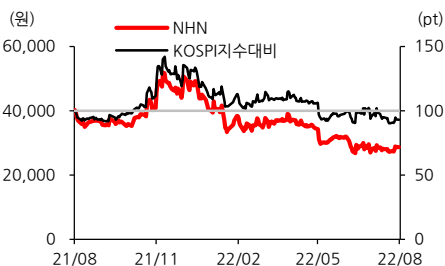
주주 구성	
이준호 (외 27 인)	49.7%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
자사주 (외 1 인)	7.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.4	-14.9	-22.6	-27.6
상대수익률(KOSPI)	-1.1	-10.8	-13.0	-4.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,641	1,924	2,146	2,405
영업이익	86	98	66	104
EBITDA	152	171	143	186
지배주주순이익	21	117	34	84
EPS	572	3,115	954	2,340
순차입금	-441	-507	-609	-641
PER	68.1	14.4	30.6	12.5
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.9	3.4	2.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.4	6.8	1.8	4.4

주가 추이



동사의 2분기 실적은 비용 증가와 공격적인 투자 기조로 인해 시장 기대치를 하회했습니다. 하반기 실적은 점진적으로 개선되었지만, 이익 성장 추세가 가시화 될 때 주가 상승 탄력이 강해질 것으로 예상합니다.

2분기 실적은 컨센서스 크게 하회

동사의 2분기 실적은 매출액 5113억 원, 영업이익 52억 원으로 영업이익 컨센서스 154억 원을 크게 하회했다. 커머스를 제외한 전반적인 사업 부문들의 매출 성장은 견조했지만, 대규모 마케팅 집행으로 인해 전분기에 이어 영업이익이 부진했다. 웹보드 매출이 비수기임에도 불구하고 점유율을 확대시키며 전년동기 대비 22% 증가한 점은 고무적이다. 결제/광고 매출액은 여행 관련 가맹점 트래픽 증가로 YoY 10.3%, 기술 매출액은 공공사업과 MSP사업 확대로 인해 34% 증가했다. 다만, 커머스는 중국 봉쇄 영향으로 인해 매출 성장이 둔화됐다. 한게임 리브랜딩 관련 마케팅 증가로 광고선전비가 전분기 대비 36% 늘어났으며, 이에 따라 영업이익률은 1%까지 낮아졌다.

웹보드의 높은 수익성이 하반기에 두드러지는지가 관건

우리는 3분기와 4분기 영업이익으로 각각 188억 원(YoY -33%), 266억 원(YoY +6.5%)을 전망한다. 상반기 실적 부진의 주요인은 고마진 웹보드의 수익성이 마케팅 집행과 비게임사업 투자 강화로 인해 드러나지 않았다는 점이다. 하반기에도 게임, 콘텐츠 관련 마케팅은 불가피하지만 매출액 대비 인건비 비중은 19%(‘19년 24%, ‘20년 21%, ‘21년 20%)로 통제한다는 계획을 밝혀 추가적인 이익 하향 가능성은 제한적이라고 판단한다. 공공클라우드 전환 사업뿐만 아니라 일본 MSP사업 확대가 더해지며 성장 속도가 가속화되고 있는 클라우드 법인에 대한 외부 투자 유치나 전략 파트너십에 대한 이벤트도 기대할 만하다.

목표주가 4만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 4만 원으로 하향한다. 비용 증가에 따라 올해 영업이익 전망치를 기존 대비 18% 하향했다. 하반기 실적은 점진적인 개선이 예상되며, 향후 3년간 발행주식수 10% 규모의 자사주 소각을 발표하며 적극적인 주주환원 정책을 제시한 점도 긍정적이다. 다만 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 PER 31배로 저평가 국면은 아닌 상황이라 이익 성장과 신사업에 대한 밸류에이션 부여가 가시화 될 때 주가 상승 탄력이 강해질 것으로 예상된다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	452.0	453.4	472.5	545.8	520.5	511.3	542.6	571.9	1,641	1,924	2,146	2,405
YoY(%)	16.6	14.3	14.8	22.7	15.2	12.8	14.8	4.8	10.3	17.2	11.6	12.0
게임매출	111.6	86.8	95.5	103.0	108.8	104.1	109.6	112.9	409	397	435	480
PC	45.2	39.8	40.7	39.6	42.9	41.0	44.8	46.9	148	165	176	194
모바일	66.4	47.0	54.8	63.4	65.9	63.1	64.7	66.1	261	232	260	286
비게임매출	346.7	374.5	387.9	456.9	426.6	419.6	433.0	459.0	1,256	1,566	1,738	1,925
결제/광고	181.2	196.2	208.4	225.1	209.2	216.5	218.8	212.8	668	811	857	892
콘텐츠	42.6	45.9	43.8	52.3	47.0	50.0	48.2	50.1	166	185	195	211
커머스	77.4	79.6	76.9	111.8	104.7	81.7	92.7	111.6	279	346	391	463
기술	44.7	51.6	57.2	66.1	63.7	69.0	70.9	81.7	133	220	285	348
기타	0.8	1.1	1.5	1.6	2.0	2.4	2.4	2.8	11	5	10	11
영업비용	426.9	433.5	444.6	520.9	505.0	506.1	523.7	545.3	1,555	1,826	2,080	2,300
인건비	92.5	92.7	89.5	96.7	101.8	100.5	105.5	107.8	339	371	416	453
지급수수료	277.8	286.1	299.5	359.3	338.2	327.4	349.9	366.2	1,002	1,223	1,382	1,545
마케팅비	22.5	21.0	18.1	26.7	27.4	37.4	29.0	30.6	78	88	124	133
영업이익	25.1	19.9	27.9	25.0	15.5	5.2	18.8	26.6	85.8	97.9	66.1	104.5
YoY(%)	0.4	-10.1	18.6	64.9	-38.2	-73.9	-32.5	6.5	-1.0	14.1	-32.4	58.0
영업이익률(%)	5.6	4.4	5.9	4.6	3.0	1.0	3.5	4.6	5.2	5.1	3.1	4.3
당기순이익	23.8	15.2	44.5	46.5	-4.5	-5.3	19.8	25.2	28.0	129.7	35.3	84.0
YoY(%)	35.4	-18.6	38.7	흑전	적전	적전	-55.5	-45.7	-7	364	-73	138
순이익률(%)	5.3	3.4	9.4	8.5	-0.9	-1.0	3.6	4.4	1.7	6.7	1.6	3.5

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

게임 사업 가치	816.4	
12개월 선행 매출액	435.4	
12개월 선행 순이익	81.6	OPM 25%, 법인세율 25% 적용
Target PER	10.0	
페이코 사업 가치	502.7	
투자 유치	735.0	외부 투자 유치 금액 7350억 원
지분율	68%	
투자자산 가치	147.1	30% 할인
NHN KCP	160.2	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	50.0	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
순현금	50	
적정 기업가치	1,516	
발행주식수(천주)	37,514	
적정주가(원)	40,420	
목표주가(원)	40,000	
현재주가(원)	29,150	
상승여력	37.2%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,489	1,641	1,924	2,146	2,405
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	87	86	98	66	104
EBITDA	157	152	171	143	186
순이자손익	4	-1	1	6	8
외화관련손익	6	-2	6	0	0
지분법손익	1	7	5	-15	-15
세전계속사업손익	66	52	151	60	122
당기순이익	23	28	130	35	84
지배주주순이익	12	21	117	34	84
증가율(%)					
매출액	17.7	10.3	17.2	11.6	12.0
영업이익	26.3	-1.1	14.1	-32.4	58.0
EBITDA	38.7	-3.1	12.7	-16.3	29.6
순이익	-77.9	20.6	363.9	-72.8	137.8
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	5.8	5.2	5.1	3.1	4.3
EBITDA 이익률	10.5	9.3	8.9	6.7	7.7
세전이익률	4.4	3.2	7.8	2.8	5.1
순이익률	1.6	1.7	6.7	1.6	3.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	108	141	226	205	190
당기순이익	23	28	130	35	84
자산상각비	70	66	73	77	81
운전자본증감	3	-2	27	37	4
매출채권 감소(증가)	9	25	-34	-133	-46
재고자산 감소(증가)	3	-10	-1	-7	-7
매입채무 증가(감소)	-15	14	64	54	64
투자현금흐름	-19	3	-174	-96	-160
유형자산처분(취득)	-45	-45	-69	-67	-91
무형자산 감소(증가)	-6	-16	-15	-16	-16
투자자산 감소(증가)	-38	43	-28	17	-2
재무현금흐름	-17	-65	8	1	0
차입금의 증가(감소)	-84	-27	30	1	0
자본의 증가(감소)	-14	-14	-53	0	0
배당금의 지급	-4	-4	-7	0	0
총현금흐름	180	191	224	176	185
(-)운전자본증가(감소)	32	-79	51	-6	-4
(-)설비투자	57	46	73	68	91
(+)자산매각	6	-15	-11	-15	-16
Free Cash Flow	96	210	89	100	82
(-)기타투자	-106	61	-16	0	50
잉여현금	202	150	105	100	32
NOPLAT	31	24	67	39	72
(+) Dep	70	66	73	77	81
(-)운전자본투자	32	-79	51	-6	-4
(-)Capex	57	46	73	68	91
OpFCF	11	124	16	54	66

주: PNP시큐어 실적 매각 미반영 기준

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,059	1,087	1,360	1,514	1,613
현금성자산	510	588	652	763	796
매출채권	272	242	292	352	398
재고자산	38	48	49	55	62
비유동자산	1,442	1,464	1,667	1,650	1,712
투자자산	609	680	900	872	907
유형자산	365	378	388	406	435
무형자산	469	406	379	372	370
자산총계	2,500	2,551	3,027	3,165	3,325
유동부채	533	559	720	780	851
매입채무	360	391	489	496	560
유동성이자부채	105	101	104	116	116
비유동부채	139	148	209	232	237
비유동이자부채	56	46	41	39	39
부채총계	672	707	929	1,012	1,088
자본금	10	10	10	19	19
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,229	1,229
이익잉여금	400	434	654	706	790
자본조정	-69	-85	-67	-66	-66
자기주식	-56	-67	-112	-112	-112
자본총계	1,829	1,844	2,099	2,153	2,237

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	329	572	3,115	954	2,340
BPS	80,696	81,621	93,754	50,293	52,532
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,786	5,098	5,976	4,695	4,939
ROA(%)	0.5	0.8	4.2	1.1	2.6
ROE(%)	0.8	1.4	6.8	1.8	4.4
ROIC(%)	2.9	2.5	7.7	4.6	8.5
Multiples(x, %)					
PER	105.9	68.1	14.4	30.6	12.5
PBR	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
PSR	0.9	0.9	0.9	0.5	0.5
PCR	7.3	7.6	7.5	6.2	5.9
EV/EBITDA	6.1	6.7	6.9	3.4	2.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	36.7	38.3	44.2	47.0	48.6
Net debt/Equity	-19.1	-23.9	-24.1	-28.3	-28.7
Net debt/EBITDA	-222.4	-290.0	-295.8	-424.9	-345.2
유동비율	198.7	194.5	189.0	194.1	189.5
이자보상배율(배)	16.5	16.7	16.0	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	48.5	40.9	35.8	33.7	33.4
현금+투자자산	51.5	59.1	64.2	66.3	66.6
자본구조(%)					
차입금	8.1	7.4	6.5	6.7	6.5
자기자본	91.9	92.6	93.5	93.3	93.5

[Compliance Notice]

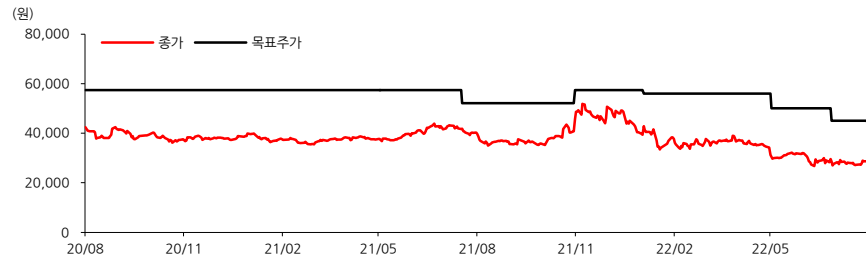
(공표일: 2022년 8월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.11.16	2021.07.27	2021.08.17	2021.10.13	2021.11.09
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		110,000	100,000	100,000	100,000	110,000
일 시	2021.11.23	2022.01.12	2022.02.09	2022.02.28	2022.04.11	2022.05.11
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	110,000	56,000	56,000	56,000	56,000	50,000
일 시	2022.05.19	2022.05.24	2022.07.06	2022.08.10		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	50,000	50,000	45,000	40,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.27	Buy	52,164	-27.55	-16.70
2021.11.09	Buy	57,380	-18.69	-9.64
2022.01.12	Buy	56,000	-34.85	-23.39
2022.05.11	Buy	50,000	-39.91	-35.60
2022.07.06	Buy	45,000	-37.78	-35.00
2022.08.10	Buy	40,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%