



NHN

| Bloomberg Code (181710 KS) | Reuters Code (181710.KS)

2023년 8월 18일

[인터넷/게임]

강석오 선임연구원
☎ 02-3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

김동석 연구원
☎ 02-3772-2677
✉ dongseok.kim@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (8월 17일)
25,050 원



목표주가
46,000 원 (유지)



상승여력
83.6 %

- ◆ 클라우드 고성장 지속: 광주 AI 데이터센터 경쟁력 기대
- ◆ 수익성 개선: 가이던스 이상으로 순조롭게 진행 중
- ◆ 클라우드 및 CSP 사업자로서 기업가치 재평가 필요



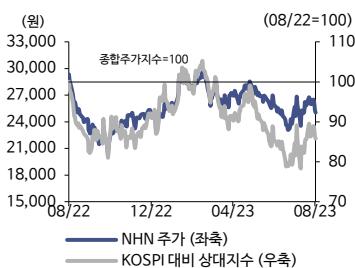
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

 신한투자증권

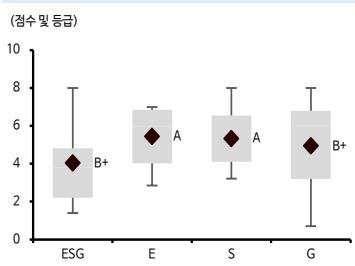
기업분석부

시가총액	875.2 십억원
발행주식수	34.9 백만주
유동주식수	15.0 백만주(43.0%)
52주 최고가/최저가	29,600 원/20,300 원
일평균 거래량 (60일)	48,378 주
일평균 거래액 (60일)	1,232 백만원
외국인 지분율	13.82%
주요주주	
이준호 회장 25 인	53.43%
국민연금공단	8.06%
절대수익률	
3개월	-8.7%
6개월	-9.1%
12개월	-12.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-9.7%
6개월	-11.6%
12개월	-12.7%

주가



ESG 컨센서스



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,923.7	97.9	116.9	3,115	48,891	14.4	2.1	0.9	6.8	(37.4)
2022	2,114.9	39.1	(32.1)	(869)	47,006	(28.7)	4.6	0.5	(1.8)	(32.6)
2023F	2,304.4	96.8	78.4	2,228	49,840	11.2	3.4	0.5	4.6	(30.7)
2024F	2,545.2	128.8	97.2	2,781	52,622	9.0	2.6	0.5	5.4	(33.4)
2025F	2,772.9	152.9	108.9	3,116	55,738	8.0	1.6	0.4	5.8	(39.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

클라우드 고성장 지속: 광주 AI 데이터센터 경쟁력 기대

NHN클라우드는 2021년 +65%, 2022년 +45% 성장하며 NHN의 주요 성장동력으로 자리매김했다. 특히 국내 3대 CSP 사업자로서 공공부문 수주에서의 최상위 점유율을 보여주고 있으며, 향후 완공될 데이터센터의 서버 수용량, 설비 품질 및 정부/지자체와의 우호적인 협업관계를 고려하면 2028년까지 클라우드 전환 정책 내에서 높은 점유율을 유지할 수 있다고 판단한다. IDC가 위치한 지역의 지자체는 바로 입점이 시작될 것으로 보여 가동률도 빠르게 올라올 수 있다.

공공부문뿐만 아니라 민간부문에서의 성과도 기대된다. 10월 가동이 시작될 광주AI데이터센터에는 엔비디아의 H100 GPU 서버가 아시아 최초로 도입된다. 전 세계적으로 생성 AI 개발 수요가 급증한 반면 고성능 GPU 공급은 부족한 상황인데, AI 학습 속도가 GPU 성능으로 결정되는 만큼 민간 기업 수요도 충분할 전망이다. 또한 유지보수의 용이성이 높아 국내 금융/게임 기업들 중심으로 NHN클라우드의 수요가 확산되고 있다. 솔루션을 보유한 CSP 사업자로서 R&D가 진행되고 기능이 많아질수록 향후 단기 상승의 가능성도 충분하다는 판단이며, 동사는 클라우드 부문의 대규모 투자 이후 이익률이 정상궤도에 올랐을 때엔 15% 이상의 OPM을 목표하고 있다.

수익성 개선: 가이던스 이상으로 순조롭게 진행 중

적자인 사업들은 과감히 정리하고 있다. 웹툰(코미코) 부문은 로맨스 판타지 중심의 안정적인 인기가 지속되는 일본을 제외한 나머지 국가들에서의 사업을 철수 중이며, 하반기 주요 신작들에도 공격적인 마케팅비는 집행되지 않을 전망이다. 페이코는 작년 영업적자를 올해 절반 수준으로 축소하는 것이 목표였는데, 상반기 기준 64% 개선되어 가이던스를 넘어선 상황이다. 작년 말부터 B2C형 마케팅비를 크게 축소했음에도 거래액 성장이 이어지고 있으며, 수익성 높은 식권/복지솔루션 사업에 초점을 두어 하반기 수익성 개선은 가속화될 전망이다.

커머스 부문은 작년 중국의 상해 봉쇄로 인한 충격 후 회복 중이다. 하반기 성수기 진입 및 광군제로 회복세가 지속될 전망이다. 미국 B2B 플랫폼은 Take rate을 높이고 있고, 이번에 인수한 이탈리아 명품 편집샵 콜토티도 판매 채널과 상품 다양화로 사업에 기여할 전망이다.

NHN 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
영업수익	520.5	511.3	522.4	561.4	548.3	551.4	576.8	627.9	2,115.6	2,304.4	2,545.2
(%YoY)	15.2	12.8	10.6	2.8	5.3	7.8	10.4	11.8	10.0	8.9	10.4
(%QoQ)	(4.6)	(1.8)	2.2	7.5	(2.3)	0.6	4.6	8.8			
[매출구성]											
게임	108.8	104.1	115.9	108.5	117.0	107.2	108.6	122.1	437.4	454.9	492.9
결제 / 광고	209.2	216.5	227.0	238.2	249.4	258.0	263.1	271.0	890.9	1,041.5	1,087.3
커머스	104.7	81.7	66.3	73.6	50.6	51.9	73.6	77.3	326.2	253.3	288.9
기술	63.7	69.0	71.3	104.7	100.1	93.6	93.4	121.4	308.7	408.5	522.0
컨텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	50.5	48.5	49.0	197.6	189.8	199.3
기타	2.0	2.4	2.9	3.9	11.4	10.9	11.2	11.7	11.1	45.2	52.9
내부거래	(14.9)	(12.4)	(11.9)	(17.0)	(22.0)	(20.6)	(21.5)	(24.7)	(56.3)	(88.8)	(98.0)
영업비용	504.9	506.1	514.1	549.6	529.2	530.5	551.8	596.0	2,074.8	2,207.6	2,416.4
(%YoY)	18.3	16.7	15.6	5.5	4.8	4.8	7.3	8.4	13.6	6.4	9.5
(%QoQ)	(3.1)	0.2	1.6	6.9	(3.7)	0.2	4.0	8.0			
[비용구성]											
지급수수료	338.2	327.4	335.5	363.9	352.4	355.8	370.9	403.7	1,364.9	1,482.7	1,637.1
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.9	117.0	124.1	419.1	471.5	504.9
광고선전비	27.4	37.4	33.9	29.3	20.1	19.4	21.5	24.1	127.9	85.1	89.9
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.5	6.6	6.8	25.8	26.5	28.8
D&A	18.8	18.3	20.1	21.5	21.0	20.0	22.4	22.9	78.7	86.4	97.2
기타	12.4	15.9	15.6	14.3	14.7	13.0	13.3	14.4	58.2	55.4	58.5
영업이익	15.5	5.2	8.3	11.7	19.1	20.9	25.0	31.8	40.7	96.8	128.8
(%YoY)	(38.2)	(73.9)	(70.3)	(53.1)	23.3	302.1	201.4	171.3	(58.4)	137.8	33.0
(%QoQ)	(38.0)	(66.5)	59.7	41.3	63.0	9.3	19.7	27.2			
(%OPM)	3.0	1.0	1.6	2.1	3.5	3.8	4.3	5.1	1.9	4.2	5.1
당기순이익	(4.5)	(5.3)	21.4	(16.2)	25.6	15.4	24.9	22.0	(4.6)	87.9	109.3
(%YoY)			적전	적전	(51.9)	적전	흑전	16.2	적전	흑전	24.3
(%QoQ)			적전	적지	흑전	적전	흑전	(39.7)	61.4	(11.5)	
(%NPM)	(0.9)	(1.0)	4.1	(2.9)	4.7	2.8	4.3	3.5	(0.2)	3.8	4.3
지배기업순이익	(5.6)	(7.3)	19.3	(14.8)	20.4	17.0	21.4	19.6	(8.3)	78.5	97.2
(%YoY)			적전	적전	(52.2)	적전	흑전	11.1	적전	흑전	23.9
(%QoQ)			적전	적지	흑전	적전	흑전	(16.6)	25.6	(8.4)	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2023F	2024F	비고
지배기업 순이익	78.5	97.2	
주식 수 (만주)	3,371	3,371	자기주식수 차감
EPS	2,328	2,883	
12M Fwd EPS (A)		2,676	
목표 PER (B)		17.1	글로벌 Peer 평균
(A) * (B)		45,757	
목표 주가		46,000	시가총액 기준 1.6조원
현재 주가 (8/17)		25,050	
상승여력 (%)		83.6%	

자료: 신한투자증권

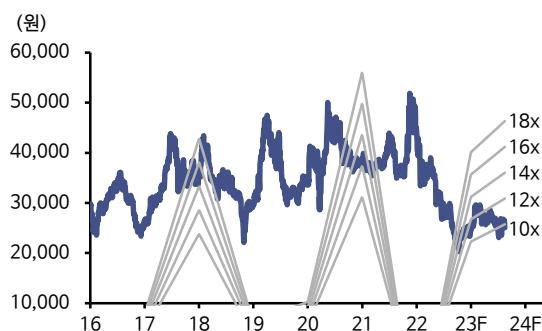
NHN 2023, 2024년 실적 추정치 변경

(십억원)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,330.3	2,304.4	(1.1)	2,615.1	2,545.2	(2.7)
영업이익	91.8	96.8	5.5	114.8	128.8	12.2
순이익	67.0	78.5	17.1	79.1	97.2	22.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

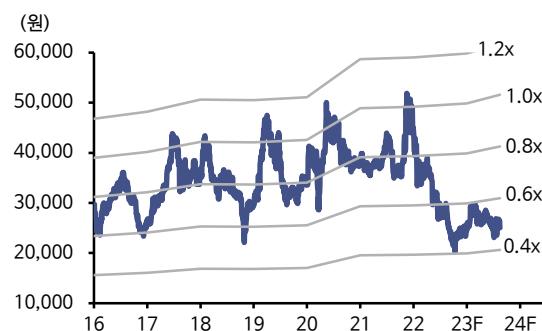
주: 8/17 기준 컨센서스

NHN 12M Fwd PER band

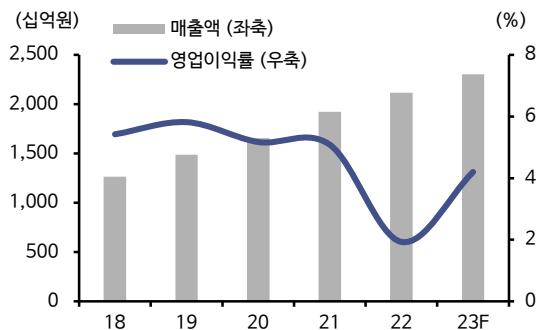


자료: QuantWise, 신한투자증권

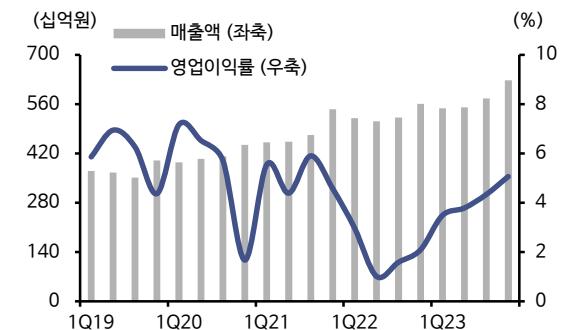
NHN 12M Fwd PBR band



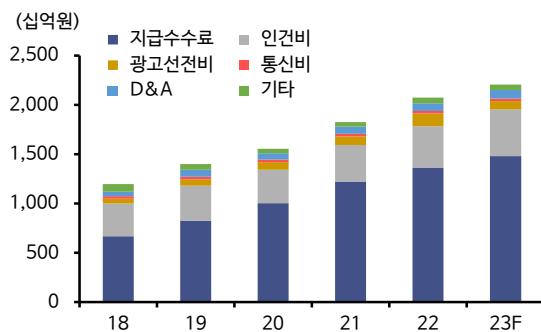
자료: QuantWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망

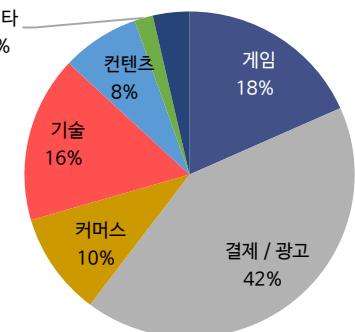
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망

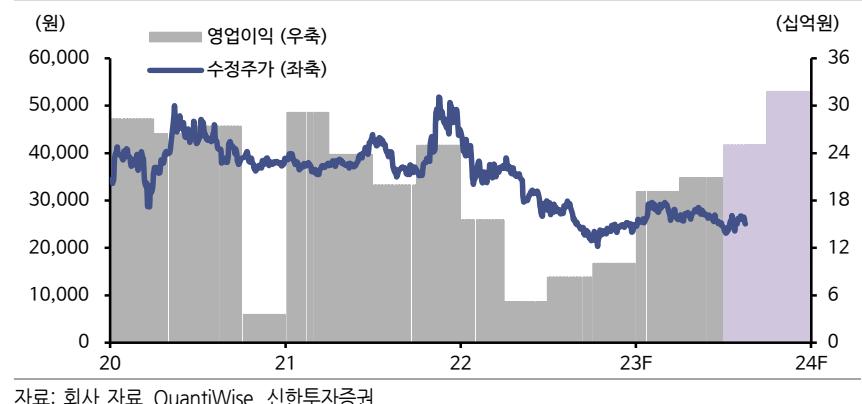
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망

자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2023F)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN 영업이익 및 주가 추이

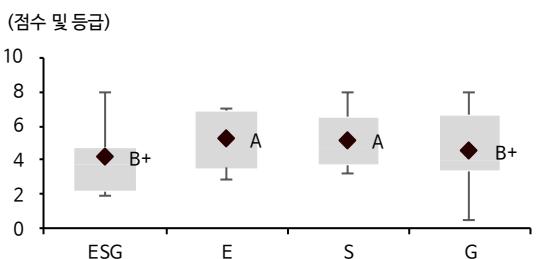
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

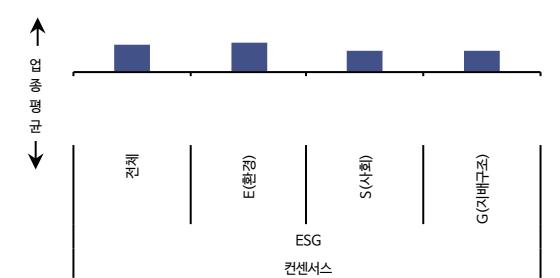
- ◆ 환경: 친환경 데이터센터 선구자
- ◆ 사회: 다양한 사회공헌 캠페인 운영
- ◆ 지배구조: 주주환원정책 제정 긍정적

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

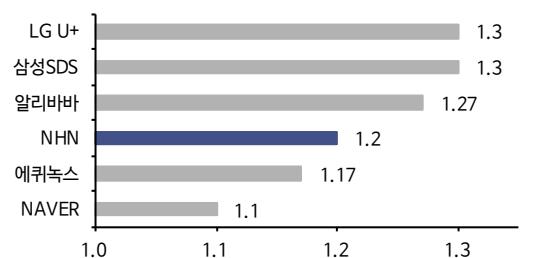
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

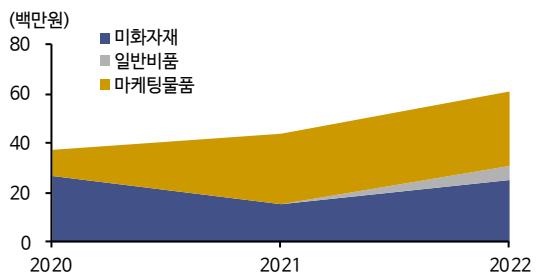
Key Chart

NHN 2022년 데이터센터 PUE



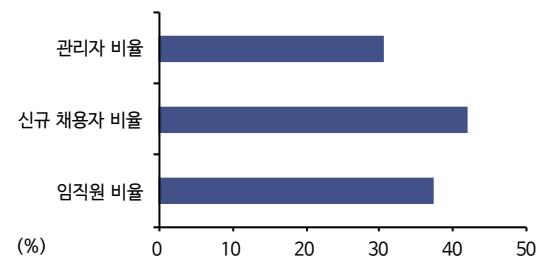
자료: NHN, 신한투자증권

NHN 친환경 지출액



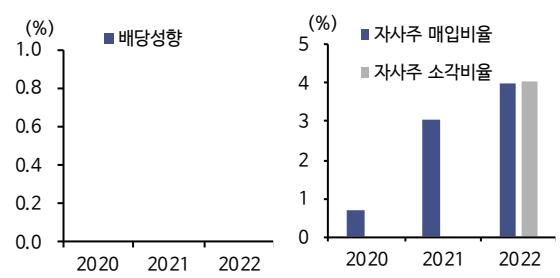
자료: NHN, 신한투자증권

NHN 여성 임직원 비율 추이



자료: NHN, 신한투자증권

NHN 주주환원 성과 추이



자료: NHN, 신한투자증권

▣ 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,027.2	3,025.2	3,262.1	3,486.0	3,708.2
유동자산	1,359.9	1,348.6	1,451.6	1,617.3	1,861.1
현금및현금성자산	596.4	630.6	668.0	750.3	921.5
매출채권	177.3	201.6	225.8	251.7	274.3
재고자산	48.5	46.6	52.2	58.2	63.4
비유동자산	1,667.2	1,676.6	1,810.5	1,868.7	1,847.1
유형자산	388.2	483.2	498.5	505.6	463.2
무형자산	379.0	413.1	431.7	451.2	444.6
투자자산	748.6	621.0	705.0	736.6	764.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	928.6	1,032.8	1,179.3	1,293.9	1,393.9
유동부채	719.7	747.0	866.4	953.5	1,029.4
단기차입금	46.4	41.1	98.0	98.0	98.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	25.0	21.6	9.9	9.9	9.9
비유동부채	208.9	285.8	312.9	340.4	364.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	41.0	71.7	73.2	73.2	73.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,098.6	1,992.4	2,082.8	2,192.1	2,314.4
자본금	9.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,237.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타자본	(150.5)	(134.9)	(143.1)	(143.1)	(143.1)
기타포괄이익누계액	83.4	0.8	20.2	20.2	20.2
이익잉여금	653.8	579.7	616.8	714.0	822.8
자본주주지분	1,834.3	1,693.0	1,741.2	1,838.5	1,947.3
비자본주주지분	264.3	299.4	341.6	353.6	367.1
*총차입금	136.4	156.5	205.7	208.6	211.0
*순차입금(순현금)	(784.8)	(649.9)	(638.7)	(731.8)	(912.4)

▣ 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	226.4	25.9	20.3	210.7	208.2
당기순이익	129.7	(31.8)	87.9	109.3	122.3
유형자산상각비	54.7	59.2	64.1	52.9	42.5
무형자산상각비	18.7	19.6	9.2	6.5	6.7
외화환산손실(이익)	(2.3)	2.8	(1.5)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.6)	(3.7)	2.2	0.0	0.0
기타법·종속·관계기업손실(이익)	(5.3)	12.4	1.2	0.0	0.0
운전자본변동	27.2	(29.1)	(135.0)	42.1	36.7
(법인세납부)	(25.9)	(100.8)	(26.5)	(25.1)	(38.6)
기타	30.2	97.3	18.7	25.0	38.6
투자활동으로인한현금흐름	(173.8)	11.4	(148.7)	(131.2)	(39.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(73.0)	(130.2)	(71.8)	(60.0)	0.0
유형자산의감소	4.4	3.0	0.6	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(14.9)	(16.9)	(21.6)	(26.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	(40.7)	229.9	(39.5)	(31.6)	(27.6)
기타	(49.6)	(74.4)	(16.4)	(13.6)	(11.8)
FCF	170.9	(931.6)	91.8	118.1	177.5
재무활동으로인한현금흐름	7.7	1.2	165.2	2.8	2.5
차입금의증가(감소)	44.9	10.6	44.1	2.8	2.5
자기주식의처분(취득)	46.2	43.3	(20.3)	0.0	0.0
배당금	(6.7)	(2.2)	(4.3)	0.0	0.0
기타	(76.7)	(50.5)	145.7	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결방법변동으로인한현금이증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.6	(4.4)	0.7	0.0	0.0
현금의증가감소	61.8	34.1	37.5	82.3	171.2
기초현금	534.6	596.4	630.6	668.0	750.3
기말현금	596.4	630.6	668.0	750.3	921.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

▣ 포괄손익계산서

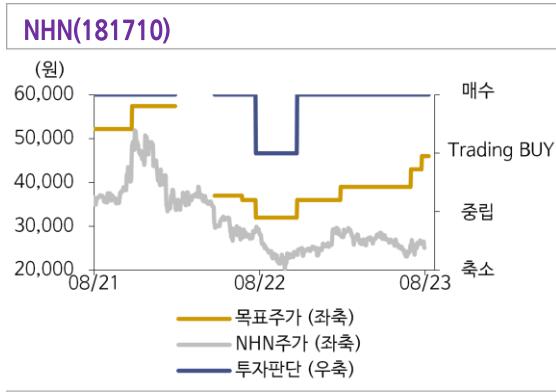
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,923.7	2,114.9	2,304.4	2,545.2	2,772.9
증감률 (%)	17.2	9.9	9.0	10.4	8.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,923.7	2,114.9	2,304.4	2,545.2	2,772.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	1,825.8	2,075.8	2,207.6	2,416.4	2,620.1
영업이익	97.9	39.1	96.8	128.8	152.9
증감률 (%)	14.1	(60.1)	147.9	33.0	18.7
영업이익률 (%)	5.1	1.8	4.2	5.1	5.5
영업이익의	53.0	(37.5)	13.3	5.6	8.1
금융수익	59.8	(10.7)	15.7	12.0	12.0
기타영업이익	(7.0)	(18.9)	1.0	(6.4)	(3.9)
종속 및 관계기업관련손익	0.3	(7.9)	(3.3)	0.0	0.0
세전전기사업이익	150.9	1.5	110.2	134.4	160.9
법인세비용	42.5	33.3	22.3	25.1	38.6
계속사업이익	103.9	(31.8)	87.9	109.3	122.3
종단사업이익	21.3	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.7	(31.8)	87.9	109.3	122.3
증감률 (%)	363.9	적전	흑전	24.3	12.0
순이익률 (%)	6.7	(1.5)	3.8	4.3	4.4
(지배주주)당기순이익	116.9	(32.1)	78.4	97.2	108.9
(비자배주주)당기순이익	12.8	0.4	9.4	12.1	13.5
총포괄이익	329.0	(76.8)	114.6	109.3	122.3
(지배주주)총포괄이익	310.3	(81.9)	99.7	95.0	106.4
(비자배주주)총포괄이익	18.7	5.1	14.9	14.2	15.9
EBITDA	171.2	117.9	170.1	188.1	202.0
증감률 (%)	12.7	(31.2)	44.3	10.6	7.4
EBITDA 이익률 (%)	8.9	5.6	7.4	7.4	7.3

▣ 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	3,457	(859)	2,496	3,127	3,501
EPS (지배주주순이익, 원)	3,115	(869)	2,228	2,781	3,116
BPS (자본총계, 원)	55,936	55,319	59,617	62,744	66,245
BPS (자체지분, 원)	48,891	47,006	49,840	52,622	55,738
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	13.0	(29.0)	10.0	8.0	7.2
PER (제배주주순이익, 배)	14.4	(28.7)	11.2	9.0	8.0
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR (자체지분, 배)	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	2.1	4.6	3.4	2.6	1.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.9	5.6	7.4	7.4	7.3
영업이익률 (%)	5.1	1.8	4.2	5.1	5.5
순이익률 (%)	6.7	(1.5)	3.8	4.3	4.4
ROA (%)	4.7	(1.0)	2.8	3.2	3.4
ROE (지배주주이익, %)	6.8	(1.8)	4.6	5.4	5.8
ROIC (%)	12.9	(122.7)	8.3	13.1	14.9
안정성					
부채비율 (%)	44.2	51.8	56.6	59.0	60.2
순자산금비율 (%)	(37.4)	(32.6)	(30.7)	(33.4)	(39.4)
현금비율 (%)	82.9	84.4	77.1	78.7	89.5
이자보상배율 (배)	16.0	4.3	N/A	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(15.7)	(15.0)	(20.0)	(19.8)	(19.6)
재고자산회수기간 (일)	9.2	8.2	7.8	7.9	8.0
매출채권회수기간 (일)	28.8	32.7	33.9	34.2	34.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 05월 14일	매수	52,164	(25.1)	(12.1)
2021년 11월 10일	매수	57,380	(23.5)	(9.6)
2022년 02월 14일	커버리지제외	-	-	-
2022년 05월 11일	매수	37,000	(19.3)	(13.0)
2022년 07월 11일	매수	36,000	(22.0)	(18.8)
2022년 08월 10일	Trading BUY	32,000	(24.9)	(6.6)
2022년 11월 09일	매수	36,000	(28.8)	(17.8)
2023년 02월 13일	매수	39,000	(31.4)	(24.1)
2023년 07월 18일	매수	43,000	(40.4)	(37.6)
2023년 08월 11일	매수	46,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

☞ Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 분인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 강석오, 김동석)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유기증권에 대한 조사분석 담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

☞ 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 항후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 항후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 항후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 항후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

☞ 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 08월 16일 기준)

매수 (매수)	93.88%	Trading BUY (중립)	3.67%	중립 (중립)	2.45%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------