

NHN (181710)

분기 이익 안정성 확인 중

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(하향): 28,000원

현재 주가(5/13)	20,550 원
상승여력	▲36.3%
시가총액	6,939 억원
발행주식수	33,766 천주
52 주 최고가 / 최저가	24,650 / 15,640 원
90 일 일평균 거래대금	14.12 억원
외국인 지분율	8.8%

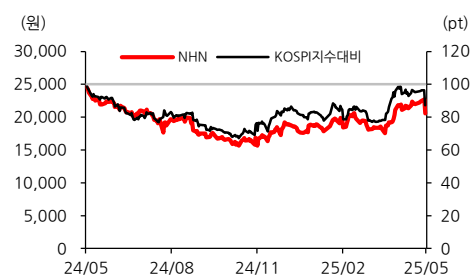
주주 구성	
이준호 (외 18 인)	55.1%
자사주 (외 1 인)	7.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.6	4.4	23.2	-15.6
상대수익률(KOSPI)	-9.8	3.4	15.3	-11.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,270	2,456	2,544	2,685
영업이익	56	-33	112	131
EBITDA	149	72	239	289
순이익	-9	-133	20	42
EPS(원)	-244	-4,073	625	1,279
순차입금	-547	-410	-115	101
PER	-95.6	-4.3	32.9	16.1
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	1.8	2.6	2.4	2.7
배당수익률	2.1	2.8	2.4	2.4
ROE	-0.5	-8.6	1.4	2.9

주가 추이



동사의 1Q25 실적은 시장 컨센서스에 부합했지만 매출과 영업이익 모두 전년 수준에 그쳤습니다. 비용 효율화 노력은 지속되고 있고 일부 자회사 구조조정 계획도 있기에 분기 이익 가시성이 연중에도 확인되면서 점진적 밸류에이션 재평가를 예상합니다.

1Q25 실적은 시장 컨센서스 부합

동사의 1Q25 실적은 매출액 6,001억 원, 영업이익 276억 원으로 시장 컨센서스에 부합했다. 매출액과 영업이익이 감소하진 않았지만, 1Q24 실적과 거의 유사한 수준에 그쳐 성장세도 없었다. 게임 매출액은 웹보드의 계절성 성수기에도 QoQ 0.5% 증가에 그쳤다. 결제 매출은 어려운 대외환경 속에서도 분기 2,900억 원 수준을 이어갔다. 수익성 낮은 서비스를 개편하는 노력이 이어지며 손실 규모도 전분기 대비 33% 감소했다. 기술 매출액은 1,056억 원으로 YoY 11% 증가했다. 영업비용은 특이사항이 없었고, 영업이익률은 4.6%를 기록했다.

올해 실적 관건은 매출 성장세 확인

우리는 동사의 올해 영업이익으로 1,120억 원을 전망한다. 페이코와 커머스 사업 구조 개편과 타이탄 전사 비용 통제 정책으로 인해 이익 창출력은 어느정도 검증되었다고 판단한다. 비게임 사업 부문에서 매출 성장물을 크게 기대할 수 없기에 하반기 예정된 신작 라인업 출시가 매출 성장을 이끌 수 있는지가 관건이다. 예정 라인업은 OBT 중인 다키스트데이즈(슈팅 RPG), 어비스디아(서브컬처 수집형 RPG), 프로젝트 스타(퍼즐) 등이 있다.

목표주가 2만 8천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 2만 8천 원으로 하향한다. 게임 사업 적정 목표배수를 낮췄고, 투자자산 가치 하락을 반영했다. 인건비와 광고선전비를 포함한 비용 효율화 노력은 지속되고 있고 일부 자회사 구조조정 계획도 있기에 수익성 기반의 사업 포트폴리오 재편 움직임은 긍정적이다. 수익성 높은 웹보드 게임 사업의 캐시카우 역할도 이익 레벨을 뒷받침해주고 있다. 분기 이익 가시성이 연중에도 확인되면서 점진적인 밸류에이션 재평가를 기대한다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	628.4	645.6	669.7	2,270	2,456	2,544
YoY(%)	10.2	8.7	6.4	7.6	(0.7)	4.8	6.1	4.0	7.3	8.2	3.6
게임매출	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	120.9	125.4	123.5	446	460	489
PC	41.6	42.9	44.0	44.4	45.3	43.0	46.2	45.6	163	173	180
모바일	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	77.9	79.2	77.9	283	287	309
결제	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	311.2	315.4	354.1	1,023	1,146	1,271
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	113.1	114.8	144.5	368	414	478
기타	130.2	128.6	130.7	129.3	104.5	115.7	128.0	179.8	516	519	528
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	602.1	616.7	640.5	2,214	2,489	2,432
YoY(%)	9.0	7.6	31.7	2.1	(0.8)	5.5	(14.6)	3.5	9.5	- 4.4	2.1
인건비	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	113.6	109.5	110.9	459	439	448
지급수수료	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	421.0	432.5	462.1	1,491	1,647	1,711
광고선전비	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	17.6	24.0	12.5	78	67	72
영업이익	27.3	28.5	-113.4	25.0	27.6	26.3	28.8	29.2	55.6	-32.6	112.0
YoY(%)	42.8	36.3	-585.5	흑전	1.3	-7.6	흑전	16.8	42.4	-158.7	흑전
영업이익률(%)	4.5	4.8	-18.6	3.9	4.6	4.2	4.5	4.4	2.4	-1.3	4.4
당기순이익	-4.8	4.6	32.4	11.3	-0.2	13.3	14.3	15.3	-23.1	-192.6	20.3
YoY(%)	적전	-70.0	305.6	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
순이익률(%)	-0.8	0.8	5.3	1.8	0.0	2.1	2.2	2.3	-1.0	-7.8	0.8

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

게임 사업 가치	726.7	
25E 매출액	489.4	
25E 순이익	73.4	OPM 20%, 법인세율 25% 적용
Target PER	9.9	
페이코 사업 가치	256.5	자회사 50% 할인
투자 유치	750.0	외부 투자 유치 금액 7500 억 원
지분율	68%	
투자자산 가치	67.9	상장사 50% 할인
NHN KCP	57.5	현 시가총액에 지분율 36.4% 적용
NHN 박스	10.4	현 시가총액에 지분율 45.3% 적용
적정 기업가치	1,051	
발행주식수(천주)	37,514	
적정주가(원)	28,020	
목표주가(원)	28,000	
현재주가(원)	20,550	
상승여력	36.3%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,115	2,270	2,456	2,544	2,685
매출총이익	2,115	2,270	2,456	2,544	2,685
영업이익	39	56	-33	112	131
EBITDA	118	149	72	239	289
순이자손익	6	-2	-8	-86	-85
외화관련손익	3	2	7	0	0
지분법손익	-12	6	-12	0	0
세전계속사업손익	2	13	-130	29	49
당기순이익	-32	-23	-193	20	42
지배주주순이익	-32	-9	-133	20	42
증가율(%)					
매출액	279.8	7.3	8.2	3.6	5.5
영업이익	229.2	42.4	적전	흑전	17.0
EBITDA	193.7	26.8	-51.9	232.4	21.2
순이익	적전	적지	적지	흑전	104.5
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	1.8	2.4	-1.3	4.4	4.9
EBITDA 이익률	5.6	6.6	2.9	9.4	10.8
세전이익률	0.1	0.6	-5.3	1.1	1.8
순이익률	-1.5	-1.0	-7.8	0.8	1.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	26	165	47	110	210
당기순이익	-32	-23	-193	20	42
자산상각비	79	94	104	127	158
운전자본증감	-29	15	-168	-32	3
매출채권 감소(증가)	-83	10	-174	35	-25
재고자산 감소(증가)	2	18	11	-12	-3
매입채무 증가(감소)	48	27	-18	-56	31
투자현금흐름	11	-294	-50	-395	-416
유형자산처분(취득)	-127	-308	-42	-356	-376
무형자산 감소(증가)	-17	-31	-12	-21	-21
투자자산 감소(증가)	215	68	22	-6	-6
재무현금흐름	1	269	-149	-16	-16
차입금의 증가(감소)	-4	115	-9	0	0
자본의 증가(감소)	-46	-26	-59	-16	-16
배당금의 지급	-2	-6	-17	-16	-16
총현금흐름	150	209	275	142	206
(-)운전자본증가(감소)	-136	-77	20	32	-3
(-)설비투자	130	318	48	356	376
(+)자산매각	-14	-20	-5	-21	-21
Free Cash Flow	142	-53	202	-267	-187
(-)기타투자	224	86	166	12	13
잉여현금	-83	-138	35	-279	-200
NOPLAT	-815	-99	-24	79	111
(+) Dep	79	94	104	127	158
(-)운전자본투자	-136	-77	20	32	-3
(-)Capex	130	318	48	356	376
OpFCF	-731	-246	13	-183	-103

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,349	1,537	1,419	1,103	919
현금성자산	736	879	764	469	253
매출채권	457	493	516	480	506
재고자산	47	67	49	61	64
비유동자산	1,677	1,912	1,774	2,037	2,288
투자자산	780	779	729	741	754
유형자산	483	706	701	946	1,179
무형자산	413	427	345	350	356
자산총계	3,025	3,450	3,193	3,140	3,208
유동부채	747	888	878	826	862
매입채무	559	664	648	592	623
유동성이자부채	92	110	124	124	124
비유동부채	286	571	549	555	562
비유동이자부채	72	222	230	230	230
부채총계	1,033	1,460	1,428	1,382	1,424
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	325	329	354
자본조정	-134	-140	-121	-132	-132
자기주식	-81	-54	-46	-46	-46
자본총계	1,992	1,990	1,765	1,759	1,784

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-891	-244	-4,073	625	1,279
BPS	47,006	46,697	42,986	42,788	43,538
DPS	0	500	500	500	500
CFPS	4,168	5,975	8,158	4,219	6,109
ROA(%)	-1.1	-0.3	-4.0	0.6	1.3
ROE(%)	-1.8	-0.5	-8.6	1.4	2.9
ROIC(%)	-96.2	-11.1	-2.5	7.4	8.3
Multiples(x, %)					
PER	-27.9	-95.6	-4.3	32.9	16.1
PBR	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
PSR	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3
PCR	6.0	3.9	2.2	4.9	3.4
EV/EBITDA	2.7	1.8	2.6	2.4	2.7
배당수익률	n/a	2.1	2.8	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	51.8	73.4	80.9	78.6	79.8
Net debt/Equity	-28.8	-27.5	-23.2	-6.5	5.7
Net debt/EBITDA	-486.2	-365.7	-571.2	-48.1	35.0
유동비율	180.5	173.0	161.5	133.5	106.7
이자보상배율(배)	4.3	2.4	n/a	1.0	1.2
자산구조(%)					
투자자본	35.4	36.4	38.3	50.1	59.2
현금+투자자산	64.6	63.6	61.7	49.9	40.8
자본구조(%)					
차입금	7.6	14.3	16.7	16.8	16.6
자기자본	92.4	85.7	83.3	83.2	83.4

[Compliance Notice]

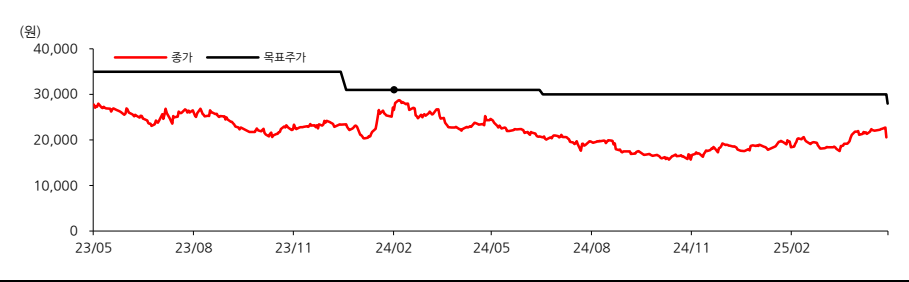
(공표일: 2025년 5월 14일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.07.07	2024.01.02	2024.04.08	2024.07.01	2024.08.06
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		35,000	31,000	31,000	30,000	30,000
일시	2024.11.19	2024.12.04	2025.05.14			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	30,000	30,000	28,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	31,000	-23.33	-7.26
2024.07.01	Buy	30,000	-37.30	-24.33
2025.05.14	Buy	28,000		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%