



NHN (181710)

증익을 기대하는 두가지, 클라우드와 웹보드

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 36,000원

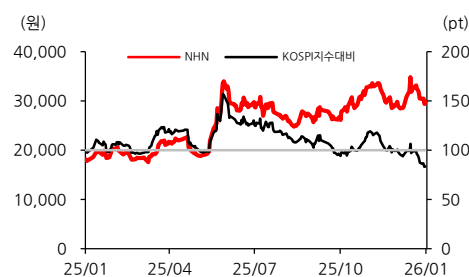
현재 주가(1/23)	31,300 원
상승여력	▲15.0%
시가총액	10,252 억원
발행주식수	32,753 천주
52 주 최고가 / 최저가	34,800 / 17,560 원
90 일 일평균 거래대금	27.77 억원
외국인 지분율	13.1%
주주 구성	
이준호 (외 17 인)	56.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
자사주 (외 1 인)	5.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.9	19.7	9.1	72.5
상대수익률(KOSPI)	-16.3	-10.1	-47.7	-25.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,456	2,508	2,711	2,890
영업이익	-33	110	141	162
EBITDA	72	215	277	333
순이익	-133	30	74	108
EPS(원)	-4,073	930	2,271	3,324
순차입금	-410	-611	-378	-197
PER	-4.3	18.9	13.8	9.4
PBR	0.4	0.4	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.6	-0.1	2.3	2.5
배당수익률	2.8	2.8	1.6	1.6
ROE	-8.6	2.1	4.9	6.8

주가 추이



동사의 4Q25 실적은 시장 컨센서스를 상회한 것으로 추정합니다. 비용 효율화 노력은 지속되는 외중에, 올해는 웹보드 규제완화 클라우드 성장성이 확인되며 투자포인트가 명확해질 것으로 예상합니다. 점진적 밸류에이션 재평가를 전망합니다.

4Q25 실적은 시장 컨센서스 상회 추정

동사의 4Q25 실적은 매출액 6,772억 원, 영업이익 332억 원으로 영업이익 컨센서스 307억 원을 상회한 것으로 추정한다. 게임 매출액은 웹 보드의 계절적 성수기 및 일본 모바일 게임 트래픽 호조로 인해 QoQ 3.3% 성장할 것으로 예상한다. 결제 및 클라우드 부문 연말 효과도 기대된다. 수익성 낮은 서비스를 개편하는 노력이 지속적으로 이어지며 영업이익률은 전분기 대비 0.5%p 개선된 4.9%를 추정한다.

올해 실적 관건은 웹보드와 클라우드

우리는 동사의 올해 영업이익으로 1,414억 원(YoY 28%)을 전망한다. 높은 증익을 예상하는 근거는 두 가지다. 지난 22년 이후 4년 간 유지되고 있던 웹보드 게임 결제한도는 조만간 70만 원에서 100만 원으로 상향될 가능성이 높다. 과거 규제 완화가 시행된 시기 웹보드 매출은 전년 대비 약 20% 수준의 상승 효과가 발생했다. 정부지원 GPU 공급 사업자로 선정된 동사는 물량의 약 20% 규모를 외부 판매해 매출 인식될 예정이며, 공공기관 클라우드 전환 사업가로서의 성과는 올해 더욱 기여될 것으로 예상한다.

목표주가 3만 6천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 실적추정치 상향으로 3만 6천 원으로 높여 제시한다. 그간 동사의 투자포인트는 비게임 관련 여러 사업들에 대한 확장 및 성과 부진으로 애매했지만, 이제 보다 명확해 졌다고 본다. 저수익 자회사 정리 작업도 완료됐고, 인건비 및 광고선전비를 포함한 비용 효율화 노력은 지속되고 있다. 올해는 분기 이익 가시성이 연중 내내 확인되면서 점진적인 밸류에이션 재평가를 기대한다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	600.1	604.9	625.6	677.2	660.9	667.9	682.9	698.9	2,270	2,456	2,508	2,711
YoY(%)	(0.7)	0.9	2.8	5.2	10.1	10.4	9.2	3.2	7.3	8.2	2.1	8.1
게임매출	119.6	114.9	118.3	122.2	122.5	124.1	128.2	126.5	446	460	475	501
PC	45.3	43.3	41.7	45.6	46.4	45.2	48.5	47.9	163	173	176	188
모바일	74.3	71.7	76.6	76.6	76.1	78.9	79.7	78.6	283	287	299	313
결제	290.3	309.4	327.3	339.3	321.1	345.9	351.2	363.4	1,023	1,146	1,266	1,382
기술	105.6	104.5	111.8	138.5	119.2	131.7	142.2	147.8	368	414	460	541
영업비용	572.5	583.0	598.0	644.0	626.9	633.2	646.5	662.6	2,214	2,489	2,397	2,569
YoY(%)	(0.8)	2.1	(17.2)	4.0	9.5	8.6	8.1	2.9	9.5	(4.4)	0.5	5.9
인건비	113.8	108.1	107.9	111.0	118.4	114.7	115.6	117.8	459	439	441	467
지급수수료	395.5	410.1	420.8	467.3	441.5	446.2	456.2	466.9	1,491	1,647	1,694	1,811
광고선전비	18.2	21.0	23.7	19.6	20.3	23.7	23.5	24.1	78	67	83	92
영업이익	27.6	21.9	27.6	33.2	34.0	34.7	36.4	36.4	55.6	-32.6	110.4	141.4
YoY(%)	1.3	-23.0	흑전	32.9	22.9	58.2	31.6	9.4	42.4	-158.7	흑전	28.0
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	4.9	5.1	5.2	5.3	5.2	2.4	-1.3	4.4	5.2
당기순이익	-0.2	11.2	18.0	2.3	15.6	22.2	26.4	9.6	-23.1	-192.6	42.0	73.9
YoY(%)	적지	142.6	-44.4	-79.6	흑전	97.7	46.9	318.5	적지	적지	흑전	75.8
순이익률(%)	0.0	1.9	2.9	0.3	2.4	3.3	3.9	1.4	-1.0	-7.8	1.7	2.7

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,270	2,456	2,508	2,711	2,890
매출총이익	2,270	2,456	2,508	2,711	2,890
영업이익	56	-33	110	141	162
EBITDA	149	72	215	277	333
순이자손익	-2	-8	-20	-8	1
외화관련손익	2	7	0	0	0
지분법손익	6	-12	-11	-16	0
세전계속사업손익	13	-130	102	88	129
당기순이익	-23	-193	42	74	108
지배주주순이익	-9	-133	30	74	108
증가율(%)					
매출액	7.3	8.2	2.1	8.1	6.6
영업이익	42.4	적전	흑전	28.0	14.4
EBITDA	26.8	-51.9	199.9	28.7	19.9
순이익	적지	적지	흑전	75.8	46.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.4	-1.3	4.4	5.2	5.6
EBITDA 이익률	6.6	2.9	8.6	10.2	11.5
세전이익률	0.6	-5.3	4.1	3.2	4.5
순이익률	-1.0	-7.8	1.7	2.7	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	165	47	270	242	303
당기순이익	-23	-193	42	74	108
자산상각비	94	104	105	136	171
운전자본증감	15	-168	-187	10	18
매출채권 감소(증가)	10	-174	2	-16	-33
재고자산 감소(증가)	18	11	27	-1	-2
매입채무 증가(감소)	27	-18	210	24	50
투자현금흐름	-294	-50	-22	-461	-471
유형자산처분(취득)	-308	-42	-116	-380	-405
무형자산 감소(증가)	-31	-12	-29	-52	-52
투자자산 감소(증가)	68	22	87	-3	-3
재무현금흐름	269	-149	-49	-16	-16
차입금의 증가(감소)	115	-9	-40	0	0
자본의 증가(감소)	-26	-59	-9	-16	-16
배당금의 지급	-6	-17	-16	-16	-16
총현금흐름	209	275	457	232	285
(-)운전자본증가(감소)	-77	20	-193	-10	-18
(-)설비투자	318	48	121	380	405
(+)자산매각	-20	-5	-24	-52	-52
Free Cash Flow	-53	202	505	-190	-154
(-)기타투자	86	166	344	27	11
잉여현금	-138	35	161	-217	-165
NOPLAT	-99	-24	45	119	136
(+) Dep	94	104	105	136	171
(-)운전자본투자	-77	20	-193	-10	-18
(-)Capex	318	48	121	380	405
OpFCF	-246	13	222	-115	-80

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,537	1,419	1,529	1,318	1,177
현금성자산	879	764	898	665	484
매출채권	493	516	489	504	537
재고자산	67	49	32	33	36
비유동자산	1,912	1,774	1,768	2,075	2,372
투자자산	779	729	659	670	681
유형자산	706	701	745	1,006	1,258
무형자산	427	345	364	399	433
자산총계	3,450	3,193	3,297	3,392	3,548
유동부채	888	878	1,015	1,046	1,105
매입채무	664	648	739	763	813
유동성이자부채	110	124	91	91	91
비유동부채	571	549	518	524	530
비유동이자부채	222	230	196	196	196
부채총계	1,460	1,428	1,533	1,570	1,634
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	325	341	399	491
자본조정	-140	-121	-113	-113	-113
자기주식	-54	-46	-58	-58	-58
자본총계	1,990	1,765	1,764	1,822	1,914

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-244	-4,073	930	2,271	3,324
BPS	46,697	42,986	43,696	45,403	48,123
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,975	8,158	13,536	6,859	8,442
ROA(%)	-0.3	-4.0	0.9	2.2	3.1
ROE(%)	-0.5	-8.6	2.1	4.9	6.8
ROIC(%)	-11.1	-2.5	5.4	13.2	11.5
Multiples(x, %)					
PER	-95.6	-4.3	18.9	13.8	9.4
PBR	0.5	0.4	0.4	0.7	0.7
PSR	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4
PCR	3.9	2.2	1.3	4.6	3.7
EV/EBITDA	1.8	2.6	-0.1	2.3	2.5
배당수익률	2.1	2.8	2.8	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	73.4	80.9	86.9	86.2	85.4
Net debt/Equity	-27.5	-23.2	-34.6	-20.7	-10.3
Net debt/EBITDA	-365.7	-571.2	-283.4	-136.2	-59.1
유동비율	173.0	161.5	150.6	125.9	106.5
이자보상배율(배)	2.4	n/a	4.4	5.1	8.1
자산구조(%)					
투자자본	36.4	38.3	32.7	44.0	53.1
현금+투자자산	63.6	61.7	67.3	56.0	46.9
자본구조(%)					
차입금	14.3	16.7	14.0	13.6	13.0
자기자본	85.7	83.3	86.0	86.4	87.0

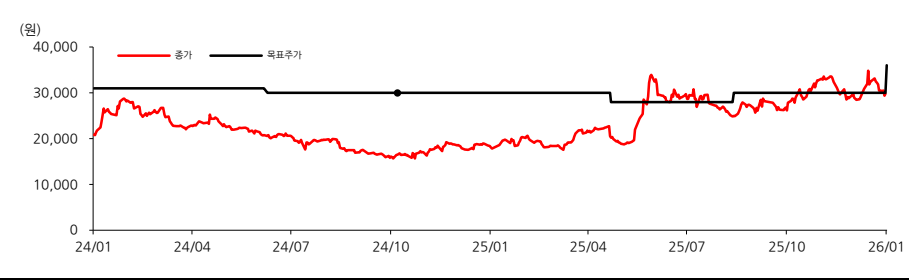
[Compliance Notice]

(공표일: 2026 년 1 월 26 일)

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 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)
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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.04.08	2024.07.01	2024.08.06	2024.11.19	2024.12.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		31,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2025.05.14	2025.09.04	2026.01.26			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	28,000	30,000	36,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	30,000	-37.30	-24.33
2025.05.14	Buy	28,000	-4.81	21.25
2025.09.04	Buy	30,000	-1.85	16.00
2026.01.26	Buy	36,000		

[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: 2025 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%