



NHN (181710)

적자 클라우드 법인, 전사 실적에 +로 기여될 시기

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 48,000원

현재 주가(4/1)	38,750 원
상승여력	▲23.9%
시가총액	12,692 억원
발행주식수	32,753 천주
52 주 최고가 / 최저가	42,400 / 18,700 원
90 일 일평균 거래대금	36.09 억원
외국인 지분율	14.1%

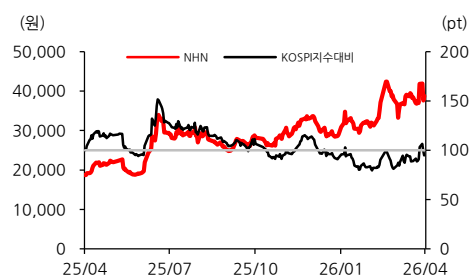
주주 구성	
이준호 (외 17 인)	56.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
자사주 (외 1 인)	5.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.2	33.4	34.8	107.2
상대수익률(KOSPI)	14.5	3.4	-23.8	-10.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,456	2,516	2,727	2,935
영업이익	-33	132	170	189
EBITDA	72	237	306	361
순이익	-133	46	98	131
EPS(원)	-4,073	1,412	3,008	4,036
순차입금	-410	-628	-417	-249
PER	-9.5	27.4	12.9	9.6
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.0	2.7	2.8	2.8
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	-8.6	3.1	6.4	8.1

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 웹보드를 제외한 모든 사업 부분의 비수기 영향으로 인해 영업이익의 컨센서스를 하회한 것으로 추정합니다. 1분기 실적은 소폭 부진하겠지만, 2분기부터 기술 사업 수익성 개선세를 반영해 올해 영업이익의 전망치를 6% 상향했습니다.

1Q26 실적은 영업이익 컨센서스 하회 추정

동사의 1Q26 실적은 매출액 6,527억 원, 영업이익 304억 원으로 영업이익 컨센서스 338억 원을 하회한 것으로 추정한다. PC 매출액은 웹보드 규제 완화 효과가 반영되며 QoQ 9% 늘어나겠지만, 모바일 매출은 일본 라인업 업데이트 부재로 인해 QoQ 10% 감소한 것으로 예상된다. 기타 사업 부문 매출도 특이사항은 없었지만 시즌 특성으로 인해 전분기 대비로는 감소, 전년동기 대비로는 모두 성장세가 이어지고 있는 것으로 파악한다. 일부 자회사 상여금 반영을 제외하고는 비용단의 특이사항은 없었으며 영업이익률은 4.7%를 추정한다.

수백억 적자였던 클라우드법인, 전사 실적에 +로 기여될 시기

지난해 보여준 턴어라운드 추세는 올해 보다 가속화될 것이라는 기존 전망을 유지한다. 4년만의 규제완화 효과가 반영되고 있는 웹보드 매출은 전년 대비 약 20% 수준의 성장세가 확인되고 있다. 또한, 정부 지원 GPU B200 7,656장 중 약 20% 규모의 외부판매 매출 인식이 2분기부터 반영될 예정이다. 관련 매출로 약 600억 원을 추정하는데, 현재 B200의 딜리버리 지연 및 가격 상승세로 인해 매출 상향 가능성이 높다고 본다. 크래프톤 GPU(3Q26 반영 예정) 구축 수주를 시작으로 GPUaaS 니즈가 확대되고 있는 대형 고객들의 추가 신규 수주도 이어질 것으로 예상된다. 클라우드 법인의 영업적자는 24년 285억 원에서 25년 절반정도 축소됐을 것으로 추정한다. 올해 관련 사업 확대로 BEP 수준을 전망하며, 전사 실적에 유의미한 기여가 가능하다.

목표주가 4만 8천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 4만 8천 원으로 높여 제시한다. 1분기 실적은 예상보다 소폭 부진하겠지만 2분기부터 기술 사업 수익성 개선세를 반영해 올해 영업이익의 전망치를 기존 대비 6% 상향했다. 중소형주 최선호주를 의견을 유지한다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	600.1	604.9	625.6	685.7	652.7	676.0	691.2	707.5	2,456	2,516	2,727	2,935
YoY(%)	(0.7)	0.9	2.8	6.5	8.8	11.8	10.5	3.2	8.2	2.5	8.4	7.6
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	121.8	122.8	126.9	125.2	460	479	497	521
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	46.4	45.2	48.5	47.9	173	173	188	198
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	75.4	77.6	78.4	77.3	287	306	309	324
결제	290.3	309.4	327.3	339.3	321.1	345.9	351.2	363.4	1,146	1,266	1,382	1,495
기술	105.6	104.5	111.8	138.5	119.2	131.7	142.2	147.8	414	460	541	628
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.6	622.3	632.6	644.2	658.3	2,489	2,384	2,557	2,746
YoY(%)	(0.8)	2.1	(17.2)	1.9	8.7	8.5	7.7	4.4	(4.4)	(0.6)	6.9	7.2
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	117.3	113.6	116.8	118.4	439	436	466	500
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.5	437.3	449.6	456.2	467.0	1,647	1,681	1,810	1,937
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	20.0	20.8	21.2	21.8	67	87	84	90
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.1	30.4	43.4	47.0	49.2	-32.6	132.3	170.0	189.3
YoY(%)	1.3	-23.0	흑전	120.5	9.9	98.0	70.0	-10.8	-158.7	흑전	28.4	11.4
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	8.0	4.7	6.4	6.8	7.0	-1.3	5.3	6.2	6.4
당기순이익	-0.2	11.2	18.0	28.7	12.6	29.5	35.4	20.4	-192.6	57.7	97.9	131.3
YoY(%)	적지	142.6	-44.4	흑전	흑전	162.9	96.4	-28.9	적지	흑전	69.7	34.1
순이익률(%)	0.0	1.9	2.9	4.2	1.9	4.4	5.1	2.9	-7.8	2.3	3.6	4.5

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,270	2,456	2,516	2,727	2,935
매출총이익	2,270	2,456	2,516	2,727	2,935
영업이익	56	-33	132	170	189
EBITDA	149	72	237	306	361
순이자손익	-2	-8	-20	-8	1
외화관련손익	2	7	0	0	0
지분법손익	6	-12	-11	-16	0
세전계속사업손익	13	-130	135	117	156
당기순이익	-23	-193	58	98	131
지배주주순이익	-9	-133	46	98	131
증가율(%)					
매출액	7.3	8.2	2.5	8.4	7.6
영업이익	42.4	적전	흑전	28.4	11.4
EBITDA	26.8	-51.9	230.4	28.9	18.0
순이익	적지	적지	흑전	69.7	34.1
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.4	-1.3	5.3	6.2	6.4
EBITDA 이익률	6.6	2.9	9.4	11.2	12.3
세전이익률	0.6	-5.3	5.4	4.3	5.3
순이익률	-1.0	-7.8	2.3	3.6	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	165	47	288	266	323
당기순이익	-23	-193	58	98	131
자산상각비	94	104	105	136	172
운전자본증감	15	-168	-185	10	13
매출채권 감소(증가)	10	-174	-4	-16	-23
재고자산 감소(증가)	18	11	27	-1	-2
매입채무 증가(감소)	27	-18	219	24	35
투자현금흐름	-294	-50	-23	-464	-477
유형자산처분(취득)	-308	-42	-117	-382	-411
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	473	256	309
(-)운전자본증가(감소)	-77	20	-196	-10	-13
(-)설비투자	318	48	123	382	411
(+)자산매각	-20	-5	-24	-52	-52
Free Cash Flow	-53	202	522	-168	-140
(-)기타투자	86	166	344	27	11
잉여현금	-138	35	178	-195	-151
NOPLAT	-99	-24	57	143	159
(+) Dep	94	104	105	136	172
(-)운전자본투자	-77	20	-196	-10	-13
(-)Capex	318	48	123	382	411
OpFCF	-246	13	235	-93	-67

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537	1,419	1,553	1,363	1,225
현금성자산	879	764	915	704	536
매출채권	493	516	495	510	533
재고자산	67	49	33	34	35
비유동자산	1,912	1,774	1,769	2,078	2,380
투자자산	779	729	659	670	681
유형자산	706	701	746	1,009	1,267
무형자산	427	345	364	399	433
자산총계	3,450	3,193	3,322	3,441	3,605
유동부채	888	878	1,025	1,056	1,099
매입채무	664	648	748	772	807
유동성이자부채	110	124	91	91	91
비유동부채	571	549	518	524	530
비유동이자부채	222	230	196	196	196
부채총계	1,460	1,428	1,542	1,579	1,628
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	325	357	438	553
자본조정	-140	-121	-113	-113	-113
자기주식	-54	-46	-58	-58	-58
자본총계	1,990	1,765	1,780	1,862	1,977

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-244	-4,073	1,412	3,008	4,036
BPS	46,697	42,986	44,160	46,577	49,983
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,975	8,158	14,001	7,576	9,159
ROA(%)	-0.3	-4.0	1.4	2.9	3.7
ROE(%)	-0.5	-8.6	3.1	6.4	8.1
ROIC(%)	-11.1	-2.5	6.7	15.8	13.4
Multiples(x, %)					
PER	-158.6	-9.5	27.4	12.9	9.6
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	6.5	4.7	2.8	5.1	4.2
EV/EBITDA	4.8	12.0	2.7	2.8	2.8
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	73.4	80.9	86.6	84.8	82.4
Net debt/Equity	-27.5	-23.2	-35.3	-22.4	-12.6
Net debt/EBITDA	-365.7	-571.2	-264.5	-136.2	-69.0
유동비율	173.0	161.5	151.6	129.1	111.5
이자보상배율(배)	2.4	n/a	5.3	6.1	9.5
자산구조(%)					
투자자본	36.4	38.3	32.4	43.3	52.2
현금+투자자산	63.6	61.7	67.6	56.7	47.8
자본구조(%)					
차입금	14.3	16.7	13.9	13.4	12.7
자기자본	85.7	83.3	86.1	86.6	87.3

[Compliance Notice]

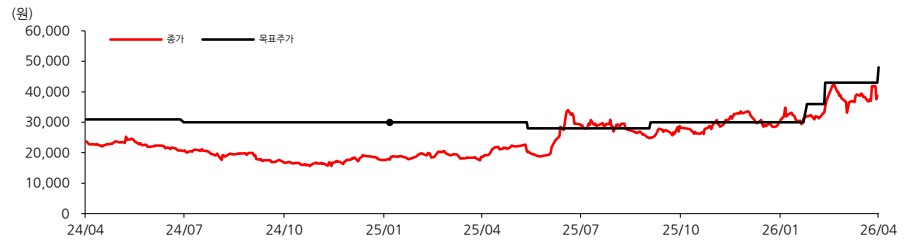
(공표일: 2026년 4월 2일)

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, 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	2026.02.12	2026.03.27	2026.04.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	28,000	30,000	36,000	43,000	43,000	48,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(₩)	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	-1.77	16.00
2026.01.26	Buy	36,000	-10.90	-7.92
2026.02.12	Buy	43,000	-11.12	-1.40
2026.04.02	Buy	48,000		

[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: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%