

NHN

181710

Feb 17, 2025

Buy

유지

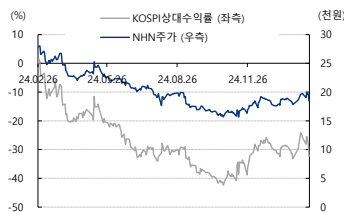
TP 25,000 원

유지

Company Data

현재가(02/14)	18,420 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	28,750 원
52 주 최저가(보통주)	15,640 원
KOSPI (02/14)	2,591.05p
KOSDAQ (02/14)	756.32p
자본금	188 억원
시가총액	6,220 억원
발행주식수(보통주)	3,377 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	59 만주
평균거래대금(60 일)	11 억원
외국인지분(보통주)	883%
주요주주	
이준호 외 19 인	55.18%
국민연금공단	6.47%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	-6.3	-32.2
상대주가	-5.5	-4.4	-31.4

사업부별 강약 조절로 이익 정상화 예상

4Q24 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합

NHN 4Q24 매출은 6,439억원(YoY +7.6%, QoQ +5.8%), 영업이익은 250억원(YoY, QoQ 흑자전환)을 기록, 컨센서스(매출 6,442억원, 이익 242억원) 부합. 게임 매출 중 웹보드 매출은 5주년 이벤트 모객 성과와 신규 경쟁 콘텐츠인 길드전 효과 맞물리며 YoY +13%, QoQ +4% 기록, 컴파스가 12월 진행한 '헌터x헌터' IP와의 콜라보 효과 더해지며 전체 게임 매출은 YoY +6.5%, QoQ +5.7%. 결제&광고 매출은 티몬/위메프 등 일부 가맹점 거래액 부재에도 NHN KCP의 해외 가맹점의 거래금액 성장과 한국신용카드결제(KOCES) 11월 연결 편입(지분율 85.5%), NHN페이코의 기업복지솔루션 거래액 증가로 YoY +4.8% 기록. 반면 커머스 매출은 중국 사업 경영 효율화로 YoY -16.6%, 기술 부문은 공공 클라우드 전환 사업 매출 반영과 일본 내 NHN 테코러스 AWS 리세일 신규 고객 유입으로 YoY +50.2%. 콘텐츠 매출은 YoY +4.0% 증가.

4Q24 영업비용은 6,189억원 기록. 항목별로 광고선전비는 웹툰 사업 관련 마케팅비 효율화로 YoY -7.4%, 지급수수료는 NHN KCP, 링크 등 4분기 매출 증가 및 KOCES 연결 편입으로 YoY +7.0%, 매출 대비 68.9% 수준 기록. 인건비는 KOCES 연결 편입 영향을 일부 구조조정 효과가 상쇄하며 YoY -5.5% 감소.

투자의견 Buy & 목표주가 25,000원 유지

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 25,000원 유지. 당사는 24년 14개의 계열사를 축소하였으며, 25년도 해외 커머스 사업의 효율화 기조는 이어갈 것으로 전망. 이에 따른 비용 효율화를 바탕으로, 게임/기술/KCP 매출 성장이 25년 이익 턴어라운드를 이끌 것으로 전망. 게임 매출은 웹보드 및 일본 모바일 게임 매출 견조하게 유지되는 가운데 '다키스트테이즈'(2월 25일 파이널테스트 진행 이후 PC & 모바일 동시 글로벌 런칭), '어비스디아'(서브컬처 수집형 RPG, 2Q25) 등 출시를 통해 YoY +18% 성장 전망. 기술 부문에서는 클라우드 네이티브 전환 사업(17개 기관 중 10개 기관에서 CSP 사업자로 선정) 및 NHN 두레이의 금융기관 내부망 관련 사업(4개 금융기관) 등 긍정적인 수주 성과, 광주 국가 데이터센터를 통한 정부 추진 AI 사업 기여로 25년에도 견조한 성장(+17%)을 이어갈 것으로 추정.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12P	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,115	2,270	2,456	2,706	2,953
YoY(%)	9.9	7.3	8.2	10.2	9.1
영업이익(십억원)	39	56	-33	112	146
OP 마진(%)	1.8	2.5	-1.3	4.1	4.9
순이익(십억원)	-32	-23	-185	77	103
EPS(원)	-869	-243	-3,714	1,938	2,584
YoY(%)	적전	적지	적지	흑전	33.3
PER(배)	-28.7	-96.3	-4.8	9.5	7.1
PCR(배)	6.1	3.7	6.5	2.9	2.7
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.5	3.9	10.4	2.7	2.3
ROE(%)	-1.8	-0.5	-8.0	4.3	5.5



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

[도표 1] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024P	2025E
매출액	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	608.4	643.9	639.7	664.1	686.0	715.9	2,114.9	2,269.6	2,456.1	2,705.8
성장률(YoY %)	5.4%	7.8%	9.4%	6.7%	10.2%	8.7%	6.4%	7.6%	5.8%	10.8%	12.8%	11.2%	9.9%	7.3%	8.2%	10.2%
게임매출	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	112.5	119.0	122.3	133.2	143.5	145.3	437.7	446.2	459.8	544.2
PC	43.2	40.7	39.8	39.2	41.6	42.9	44.0	44.4	45.1	44.1	45.3	44.8	168.2	162.9	173.0	179.3
모바일	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	63.5	68.6	74.6	77.2	89.2	98.1	100.4	269.5	283.3	286.9	364.9
결제/광고	249.4	258.0	265.1	293.0	288.4	295.8	292.6	307.0	319.1	327.3	336.0	349.9	889.8	1,065.5	1,183.7	1,332.3
커머스	50.6	51.9	60.7	73.4	63.7	57.4	61.0	61.2	54.5	51.2	48.6	46.2	326.5	236.5	243.3	200.6
기술	100.1	93.6	95.4	78.9	95.1	98.0	102.7	118.5	112.1	115.0	120.4	137.1	308.9	368.0	414.3	484.6
컨텐츠	41.8	50.5	50.0	49.8	45.0	53.4	50.5	51.8	42.8	48.5	48.6	48.7	197.5	192.1	200.7	188.7
기타/내부거래	10.6	9.7	9.9	8.4	9.7	11.6	10.9	11.3	11.1	11.2	11.1	11.2	45.6	38.7	43.5	44.6
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	721.8	618.9	615.0	637.5	657.2	683.8	2,075.8	2,214.0	2,488.7	2,593.5
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	409.0	443.5	428.8	448.2	464.1	485.1	1,365.3	1,490.6	1,647.1	1,826.2
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	107.3	106.6	116.5	117.2	118.9	122.2	419.2	458.9	438.7	474.8
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	17.7	17.7	17.5	18.0	19.0	19.6	126.8	78.3	67.1	74.1
감가상각비	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	27.2	27.3	27.8	28.4	28.9	29.5	78.8	93.9	104.5	114.6
통신비	6.5	6.5	6.0	3.3	3.8	3.7	3.7	3.6	4.0	4.1	4.3	4.4	25.8	15.7	14.7	16.8
기타	14.7	13.0	17.8	31.1	24.0	15.5	156.8	20.3	20.5	21.6	22.0	22.9	60.0	76.6	216.7	87.0
영업이익	19.1	20.9	23.4	7.8	27.3	28.5	113.4	25.0	24.7	26.6	28.8	32.2	39.1	55.6	32.6	112.3
성장률(YoY %)	23.1%	30.2%	18.5%	적자전환	42.8%	36.3%	적자전환	후자전환	-9.6%	-6.4%	후자전환	28.7%	-60.1%	42.4%	적자전환	후자전환
OPM(%)	3.5%	3.8%	4.1%	-1.3%	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%	1.8%	2.4%	-1.3%	4.1%
순이익	25.6	15.4	8.0	72.1	4.8	4.6	110.3	74.8	11.7	20.5	22.4	22.4	31.8	23.1	185.2	77.0
NPM(%)	4.7%	2.8%	1.4%	-12.0%	-0.8%	0.8%	-18.1%	-11.6%	1.8%	3.1%	3.3%	3.1%	-1.5%	-1.0%	-7.5%	2.8%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 2] NHN 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
2025	다카스트데이즈 (2Q25)	좀비 아포칼립스	글로벌	PC/모바일	NHN 퍼블리싱 & 개발
	어비스디아 (2Q25)	서브컬처 수집형 RPG	일본	모바일	NHN 퍼블리싱
	페블시티	소셜카지노	북미/서유럽	모바일	NHN 개발
	프로젝트 STAR (가칭)	IP 기반 퍼즐	글로벌	-	NHN 개발
	프로젝트 MM (가칭)	IP 기반 퍼즐	글로벌	-	NHN 퍼블리싱 & 개발
	EMMA (가칭)	캐주얼	글로벌	-	NHN 개발
2026	프로젝트 G (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	프로젝트 BA (가칭)	IP 기반 RPG	글로벌	-	NHN PlayArt 개발
	토파즈	일본 게임 '도검난무' IP 기반 액션 퍼즐	글로벌	-	NHN PlayArt 개발

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

NHN [181710]

사업부별 강약 조절로 이익 정상화 예상

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	2,115	2,270	2,456	2,706	2,953
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,115	2,270	2,456	2,706	2,953
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,076	2,214	2,489	2,593	2,807
영업이익	39	56	-33	112	146
영업이익률 (%)	1.8	2.4	-1.3	4.1	5.0
EBITDA	118	149	48	182	206
EBITDA Margin (%)	5.6	6.6	2.0	6.7	7.0
영업외손익	-38	-43	-97	-10	-10
관계기업손익	-8	5	-11	-11	-11
금융수익	74	81	92	92	92
금융비용	-85	-78	-68	-68	-68
기타	-19	-51	-109	-22	-22
법인세비용차감전순이익	2	13	-130	102	136
법인세비용	33	36	56	25	33
계속사업순이익	-32	-23	-185	77	103
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-32	-23	-185	77	103
당기순이익률 (%)	-1.5	-1.0	-7.5	2.8	3.5
비지배지분순이익	0	-15	-60	12	15
지배지분순이익	-32	-9	-125	65	87
지배순이익률 (%)	-1.5	-0.4	-5.1	2.4	3.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-45	0	-3	-3	-3
포괄순이익	-77	-23	-189	74	99
비지배지분포괄이익	5	-15	-9	4	5
지배지분포괄이익	-82	-8	-179	70	94

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	26	165	-62	183	199
당기순이익	-32	-23	-185	77	103
비현금항목의 가감	182	232	244	202	200
감가상각비	59	75	65	56	48
외환손익	3	-1	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	0	11	11	11
기타	120	157	170	137	143
자산부채의 증감	-29	15	-61	-68	-68
기타현금흐름	-95	-59	-60	-28	-36
투자활동 현금흐름	11	-294	-41	-41	-41
투자자산	230	87	15	15	15
유형자산	-130	-318	0	0	0
기타	-88	-64	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	1	269	108	151	151
단기차입금	-18	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	167	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
현금배당	-2	-6	-17	-16	-16
기타	-9	117	120	162	162
현금의 증감	34	141	-204	48	49
기초 현금	596	631	772	568	616
기말 현금	631	772	568	616	664
NOPLAT	-815	-99	-47	85	110
FCF	-895	-308	-27	86	103

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	1,349	1,537	1,422	1,581	1,757
현금및현금성자산	631	772	568	616	664
매출채권 및 기타채권	457	493	575	677	796
재고자산	47	67	72	80	87
기타유동자산	214	206	207	208	209
비유동자산	1,677	1,912	1,812	1,724	1,646
유형자산	483	706	642	586	538
관계기업투자금	214	195	180	164	149
유대금융자산	407	337	337	337	337
기타비유동자산	572	674	654	637	622
자산총계	3,025	3,450	3,234	3,305	3,403
유동부채	747	888	826	815	805
매입채무 및 기타채무	559	664	664	664	664
차입금	41	53	44	35	26
유동성채무	22	42	0	0	0
기타유동부채	126	129	118	116	115
비유동부채	286	571	593	614	636
차입금	45	179	194	209	224
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	241	392	398	405	412
부채총계	1,033	1,460	1,419	1,429	1,441
지배지분	1,693	1,631	1,489	1,538	1,608
자본금	19	19	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	382	431	501
기타자본변동	-135	-141	-141	-141	-141
비지배지분	299	358	327	338	353
자본총계	1,992	1,990	1,816	1,875	1,962
총차입금	141	323	290	298	306

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

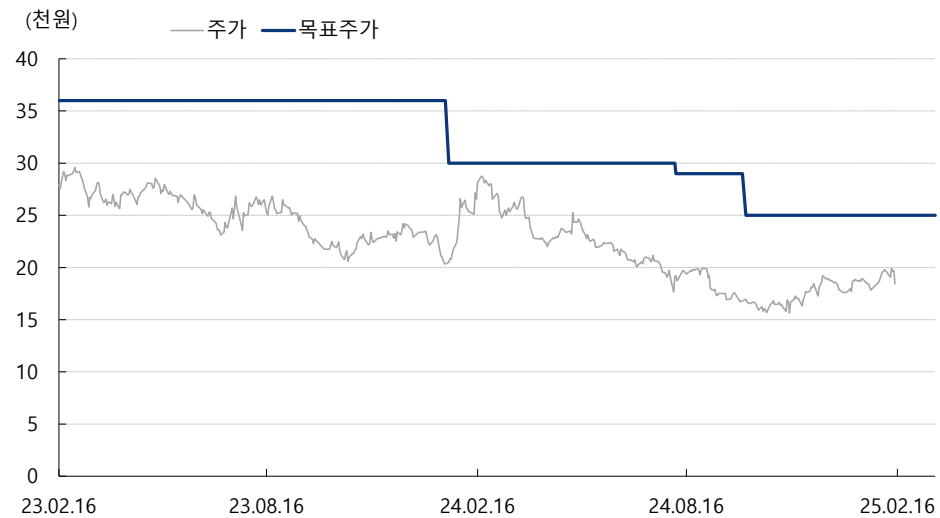
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	-869	-243	-3,714	1,938	2,584
PER	-28.7	-96.3	-4.8	9.5	7.1
BPS	47,006	46,697	44,086	45,537	47,633
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	3,189	4,247	1,422	5,384	6,107
EV/EBITDA	4.5	3.9	10.4	2.7	2.3
SPS	57,229	64,477	72,739	80,133	87,464
PSR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
CFPS	-24,230	-8,748	-796	2,558	3,041
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	9.9	7.3	8.2	10.2	9.1
영업이익 증가율	-60.1	42.4	적전	흑전	30.3
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	33.3
수익성					
ROIC	-118.7	-11.3	-4.8	8.5	10.5
ROA	-1.1	-0.3	-3.8	2.0	2.6
ROE	-1.8	-0.5	-8.0	4.3	5.5
안정성					
부채비율	51.8	73.4	78.1	76.2	73.5
순차입금비율	4.7	9.4	9.0	9.0	9.0
이자보상배율	4.3	2.4	-1.6	5.5	7.0

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)	2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)	2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)	2024.11.13	매수	25,000	(36.9)	(25.6)
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)	2025.02.17	매수	25,000		
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)					
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)					
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)					
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)					
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)					
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)					
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9%	2.5%	0.6%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하