

NHN

181710

Nov 11, 2025

Buy

유지

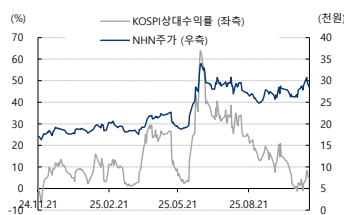
TP 33,000 원

유지

Company Data

현재가(11/10)	29,200 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	33,950 원
52 주 최저가(보통주)	15,640 원
KOSPI (11/10)	4073.24p
KOSDAQ (11/10)	888.35p
자본금	188 억원
시가총액	9,860 억원
발행주식수(보통주)	3,275 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	113 만주
평균거래대금(60 일)	32 억원
외국인지분(보통주)	103.7%
주요주주	
이준호 외 19 인	55.10%
국민연금공단	7.57%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	12	28.3	73.3
상대주가	-9.1	-16.5	12.4



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

KYOBOS 교보증권

기술 부문의 공공 사업 수혜 기대

3Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합

3Q25 매출은 6,256억원(YoY +2.8%), 영업이익은 276억원(YoY 흑자전환)을 기록, 컨센서스(매출 6,326억원, 이익 263억원) 부합. 게임 매출은 전년 동기 추석(24년 9월)의 높은 기저 영향을 모바일 웹보드 성장 및 일본 지역 컴파스 업데이트 효과가 상쇄하며 1,183억원(YoY +5.1%) 기록. 결제 매출은 국내/해외 대형 가맹점 거래액 증가로 인한 온라인 매출 증가(YoY +11%)와 소비자폰 지급효과에 따른 오프라인 매출 성장(YoY +147%)으로 NHN KCP 매출(YoY +16.8%) 성장 가속되며 YoY +15.5%, 기술 부문은 정부 주도 AI 및 공공 사업 성과와 통합 메시지 플랫폼 노티피케이션 사용량 증가로 YoY +8.8% 기록.

영업비용은 5,980억원(-17.2%), OPM은 4.4% 기록. 광고선전비는 어비스디아 등 신작 게임 마케팅 집행으로 YoY +33.5%, 지급수수료는 NHN KCP 및 NHN 클라우드 매출 증가로 YoY +2.9%, 매출 대비 67.3% 기록. 인건비는 NHN KCP 고정 상여 반영에도 전사적 사업 효율화에 따른 연결 대상 인원 축소로 QoQ -0.2%, YoY +0.6%.

투자의견 Buy & 목표주가 33,000원 유지

투자의견 Buy 유지, TP는 33,000원 유지. 동사의 2026년 영업이익은 1) 결제, 기술, 게임 부문의 매출 성장과 2) 기타 부문 경영 효율화를 통해 1,479억원(YoY 33.0%, OPM 5.4%)을 기록할 것으로 전망. 부문별로 기술 부문은 최다 구축 사업자로 선정된 GPU 확보·구축·운영 지원 사업(1Q26 가동, 2Q26부터 실적 반영 예상) 및 9월 대구센터 내 상편을 추가로 확보한 국가정보자원관리원 주요 시스템 이관, 일본 MSP 사업 및 두레이(SaaS) 사업 성장으로 YoY +16.0% 성장 전망. 게임 사업에 있어서는 DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY(파이널판타지 IP 기반 대전 액션, 1H26), Puzzle Star(최애의 아이 IP 기반 3매치, 1Q26) 포함 6종의 신작 출시를 통해 YoY +18.5% 성장 추정. 결제 사업은 NHN KCP 위주 YoY +10.3% 성장 기대. 스테이블 코인 사업에 있어서 NHN KCP와 페이코가 공동 TF를 구성해 실거래 적용과 시장 상용화를 검토중으로, 금융기관 및 주요 기술 파트너들과 사업 협력 구조 및 기술 모델을 구체화 중인 것으로 확인. 정책 환경 변화에 기민한 대응해 스테이블코인 결제 및 정산 효율화, 글로벌 결제 확장이 가능한 플레이어라고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,270	2,456	2,492	2,728	2,935
YoY(%)	7.3	8.2	1.5	9.5	7.6
영업이익(십억원)	56	-33	111	148	182
OP 마진(%)	2.5	-1.3	4.5	5.4	6.2
순이익(십억원)	-23	-193	58	121	147
EPS(원)	-243	-3,926	1,368	3,307	3,999
YoY(%)	적지	적지	흑전	141.7	20.9
PER(배)	-96.3	-4.5	20.9	8.6	7.1
PCR(배)	3.7	6.5	2.7	2.5	2.3
PBR(배)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.9	10.5	4.6	3.8	3.2
ROE(%)	-0.5	-8.5	3.1	7.2	8.1

NHN [181710]

기술 부문의 공공 사업 수혜 기대

[도표 1] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E						
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	604.9	625.6	661.1	2,269.6	2,456.1	2,491.7	2,728.0						
성장률(YoY %)	10.2%	8.7%	6.4%	7.6%	-0.7%	0.9%	2.8%	2.7%	7.3%	8.2%	1.5%	9.5%						
게임매출	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	114.9	118.3	124.7	446.2	459.8	477.5	565.8						
PC	41.6	42.9	44.0	44.4	45.3	43.3	41.7	44.0	162.9	173.0	174.3	185.2						
모바일	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	71.7	76.6	80.7	283.3	286.9	303.2	380.6						
결제	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	309.4	327.3	337.4	1,065.5	1,183.7	1,264.4	1,394.6						
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	104.5	111.8	131.8	236.5	243.3	453.7	526.4						
기타	108.8	108.0	109.8	109.0	84.6	76.1	68.3	67.2	368.0	414.3	296.2	241.2						
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	583.0	598.0	627.1	2,214.0	2,488.7	2,380.5	2,580.1						
지급수수료	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	410.1	420.8	449.6	1,490.6	1,647.1	1,676.0	1,843.5						
인건비	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	108.1	107.9	108.7	458.9	438.7	438.4	438.8						
광고선전비	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	21.0	23.7	21.2	78.3	67.1	84.1	93.1						
감가상각비	24.6	25.4	27.2	27.3	26.4	25.1	25.2	25.9	93.9	104.5	102.6	117.4						
통신비	3.8	3.7	3.7	3.6	3.8	4.2	3.8	4.1	15.7	14.7	15.8	16.8						
기타	24.0	15.5	156.8	20.3	14.8	14.6	16.6	17.7	76.6	216.7	63.6	70.5						
영업이익	27.3	28.5	-	113.4	27.6	21.9	27.6	34.0	55.6	-	32.6	111.2	147.9					
성장률(YoY %)	42.8%	36.3%	적자전환	흑자전환	1.3%	-23.0%	흑자전환	36.1%	42.4%	적자전환	흑자전환	33.0%						
OPM(%)	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	4.6%	3.6%	4.4%	5.1%	2.4%	-1.3%	4.5%	5.4%						
순이익	-	4.8	4.6	-	110.3	-	82.1	-	0.2	11.2	18.0	28.8	-	23.1	-	185.2	57.8	121.4
NPM(%)	-0.8%	0.8%	-18.1%	-12.8%	0.0%	1.9%	2.9%	4.4%	-1.0%	-7.5%	2.3%	4.4%						

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 2] NHN 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
1Q26	Puzzle Star	'최애의아이' IP 기반 3매치 퍼즐	글로벌	모바일	NHN 퍼블리싱(글로벌) & 개발
1H26	DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY	'파이널판타지' IP 기반 대전 액션 게임	글로벌	모바일	NHN PlayArt 개발
2026	토파즈	'도검난무' IP 기반 액션 퍼즐	글로벌	모바일	NHN PlayArt 개발
	Suuuipplash!	웹3 기반 캐주얼	글로벌	모바일	NHN 개발
	프로젝트 MM	IP 기반 퍼즐	글로벌	-	NHN 개발
	EMMA	캐주얼	글로벌	-	NHN 개발

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,270	2,456	2,492	2,728	2,935
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,270	2,456	2,492	2,728	2,935
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,214	2,489	2,380	2,580	2,753
영업이익	56	-33	111	148	182
영업이익률 (%)	2.4	-1.3	4.5	5.4	6.2
EBITDA	149	48	181	208	234
EBITDA Margin (%)	6.6	2.0	7.3	7.6	8.0
영업외손익	-43	-97	14	14	14
관계기업손익	5	-11	-5	-5	-5
금융수익	81	92	85	85	85
금융비용	-78	-69	-71	-71	-71
기타	-51	-109	5	5	5
법인세비용차감전순이익	13	-130	125	162	196
법인세비용	36	63	67	40	49
계속사업순이익	-23	-193	58	121	147
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	-193	58	121	147
당기순이익률 (%)	-1.0	-7.8	2.3	4.4	5.0
비지배지분순이익	-15	-60	12	10	12
지배지분순이익	-9	-133	46	112	135
지배순이익률 (%)	-0.4	-5.4	1.9	4.1	4.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	-23	-196	54	118	143
비지배지분포괄이익	-15	-10	3	6	7
지배지분포괄이익	-8	-186	52	112	136

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	165	-69	181	213	233
당기순이익	-23	-193	58	121	147
비현금항목의 가감	232	252	238	201	200
감가상각비	75	65	56	48	41
외환손익	-1	-2	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	11	5	5	5
기타	157	178	179	150	155
자산부채의 증감	15	-61	-44	-66	-63
기타현금흐름	-59	-67	-71	-43	-50
투자활동 현금흐름	-294	-41	-41	-41	-41
투자자산	87	15	15	15	15
유형자산	-318	0	0	0	0
기타	-64	-56	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	269	108	151	151	151
단기차입금	-9	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	167	15	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
현금배당	-6	-17	-16	-16	-16
기타	117	120	162	162	162
현금의 증감	141	-213	48	80	82
기초 현금	631	772	559	607	687
기말 현금	772	559	607	687	769
NOPLAT	-99	-49	51	111	136
FCF	-308	-29	77	105	125

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,537	1,413	1,548	1,754	1,981
현금및현금성자산	772	559	607	687	769
매출채권 및 기타채권	493	575	660	778	915
재고자산	67	72	74	81	87
기타유동자산	206	207	208	209	210
비유동자산	1,912	1,812	1,724	1,646	1,577
유형자산	706	642	586	538	497
관계기업투자금	195	180	164	149	134
유형금융자산	337	337	337	337	337
기타비유동자산	674	654	637	622	610
자산총계	3,450	3,226	3,272	3,401	3,558
유동부채	888	826	815	805	796
매입채무 및 기타채무	664	664	664	664	664
차입금	53	44	35	26	17
유동성채무	42	0	0	0	0
기타유동부채	129	118	116	115	115
비유동부채	571	593	614	636	658
차입금	179	194	209	224	239
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	392	398	405	412	419
부채총계	1,460	1,419	1,429	1,441	1,454
지배지분	1,631	1,481	1,511	1,606	1,725
자본금	19	18	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	374	404	499	618
기타자본변동	-141	-141	-141	-141	-141
비지배지분	358	325	332	353	379
자본총계	1,990	1,807	1,843	1,959	2,104
총차입금	323	290	298	306	315

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-243	-3,926	1,368	3,307	3,999
PER	-96.3	-4.5	20.9	8.6	7.1
BPS	46,697	43,873	44,754	47,573	51,085
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	4,247	1,422	5,353	6,156	6,916
EV/EBITDA	3.9	10.5	4.6	3.8	3.2
SPS	64,477	72,739	73,794	80,792	86,921
PSR	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3
CFPS	-8,748	-851	2,270	3,097	3,701
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.3	8.2	1.5	9.5	7.6
영업이익 증가율	42.4	적전	흑전	33.0	22.9
순이익 증가율	적지	적지	흑전	110.0	20.9
수익성					
ROIC	-11.3	-5.0	5.2	10.8	12.3
ROA	-0.3	-4.0	1.4	3.3	3.9
ROE	-0.5	-8.5	3.1	7.2	8.1
안정성					
부채비율	73.4	78.5	77.5	73.6	69.1
순차입금비율	9.4	9.0	9.1	9.0	8.8
이자보상배율	2.4	-1.6	5.4	7.0	8.5

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	(35.7)	2.8
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)	2025.10.21	매수	33,000	(16.1)	(7.3)
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)	2025.11.11	매수	33,000		
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 리서치센터 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 비율 공시 및 투자등급 관련 사항 ■ 기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	3.8%	1.5%	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