

인터넷게임

NHN 181710

클라우드와 경영효율화가 견인한 묵직한 이익 성장

Feb 13 2026

Buy

유지

4Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 상회

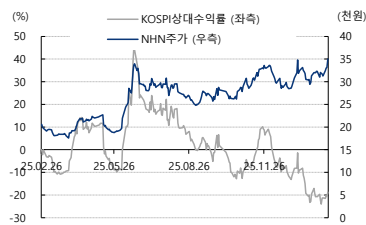
TP 41,000 원

상향

Company Data

현재가(02/12)	35,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	35,000 원
52 주 최저가(보통주)	17,560 원
KOSPI (02/12)	5,522.27p
KOSDAQ (02/12)	1,125.99p
자본금	188 억원
시가총액	11,464 억원
발행주식수(보통주)	3,275 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.1 만주
평균거래대금(60 일)	26 억원
외국인지분(보통주)	13.46%
주요주주	
이준호 외 16 인	56.80%
국민연금공단	7.81%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.6	25.9	78.4
상대주가	-11.6	-27.3	-17.7

4Q25 매출은 6,857억원(YoY +6.5%), 영업이익은 551억원(YoY +120.5%)을 기록, 컨센서스(매출 6,632억원, 이익 311억원) 상회. 게임 매출은 신규 오프라인 홀덤 대회 개최 기반 모바일 웹보드 성장(+6.4%)과 일본 모바일 게임들의 외부 IP와의 콜라보레이션 효과로 1,261억원(YoY +6.0%) 기록. 결제 매출은 국내/해외 가맹점 고른 거래액 증가로 인한 온라인 결제 매출 증가(YoY +15.8%)로 NHN KCP 매출(YoY +16.2%) 성장 가속되며 3,456억원(YoY +16.2%), 기술 매출은 광주 국가 AI 데이터센터 GPU 매출, 공공 클라우드 전환 사업 매출, 민간항 AI GPU 매출 증가, 통합 메시지 플랫폼 노티피케이션 사용량 증가로 1,391억원(YoY +17.4%) 기록.

영업비용은 6,306억원(+1.9%), OPM은 8.0% 기록. 광고선전비는 컴파스 9주년 이벤트 등 마케팅 집행으로 YoY +35.5%, 지급수수료는 NHN KCP 및 NHN 클라우드 매출 증가로 YoY +2.5%, QoQ +8.0%, 매출 대비 66.3% 기록. 인건비는 전사적 사업 효율화에 따른 연결 대상 인원 축소로 QoQ -1.6%, YoY -0.4%.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 41,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 41,000원으로 +24.2% 상향(기존 33,000원). 목표주가 상향은 SOTP Valuation을 적용함에 있어 1) GPU 확보·구축·운영 사업 최대 구축 사업자 및 크래프톤 초거대 GPU 클러스터 사업자 선정 등에 따른 NHN클라우드 매출 추정치 상향으로 NHN클라우드 가치를 +24.2% 상향하고, 2) 웹보드 규제 완화(26년 2월 3일부터 월 결제 한도를 기존 70만원에서 100으로 상향) 영향을 반영해 게임 부문 가치를 +21.6% 상향함에 따름.

동사는 25년 기술(클라우드), 결제, 게임 사업을 제외한 비핵심사업의 경영 효율화와 핵심 사업의 매출 성장을 통해 연간 이익 턴어라운드를 달성했으며, 26년에도 NHN박스 보유 지분 전량을 매각하는 계약을 체결하는 등 전사적 경영 효율화를 지속할 계획. GPU 관련 클라우드 사업의 고성장과 규제 완화로 인한 웹보드 매출 성장, 그리고 NHN KCP의 매출 성장을 통해 26년 매출 2.78조원(YoY +10.4%), 영업이익 1,637억원(YoY +23.7%) 성장 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12P	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,270	2,456	2,516	2,777	3,007
YoY(%)	7.3	8.2	2.5	10.4	8.3
영업이익(십억원)	56	-33	132	164	193
OP 마진(%)	2.5	-1.3	5.2	5.9	6.4
순이익(십억원)	-23	-193	58	123	145
EPS(원)	-243	-3,926	1,094	3,363	3,957
YoY(%)	적지	적지	흑전	207.5	17.7
PER(배)	-96.3	-4.5	26.6	10.4	8.8
PCR(배)	3.7	6.5	2.7	2.4	2.3
PBR(배)	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.9	10.5	4.2	4.4	3.8
ROE(%)	-0.5	-8.5	2.5	7.3	8.1



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

[도표 1] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2023	2024	2025P	2026E	
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	604.9	625.6	685.7	2,269.6	2,456.1	2,516.3	2,777.1	
성장률(YoY %)	10.2%	8.7%	6.4%	7.6%	-0.7%	0.9%	2.8%	6.5%	7.3%	8.2%	2.5%	10.4%	
게임매출	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	114.9	118.3	126.1	446.2	459.8	478.9	569.4	
PC	41.6	42.9	44.0	44.4	45.3	43.3	41.7	44.0	162.9	173.0	174.3	191.4	
모바일	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	71.7	76.6	82.2	283.3	286.9	304.7	378.1	
결제	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	309.4	327.3	345.6	1,065.5	1,183.7	1,272.7	1,402.1	
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	104.5	111.8	139.1	236.5	243.3	460.9	527.4	
기타	108.8	108.0	109.8	109.0	84.6	76.1	68.3	74.9	368.0	414.3	303.8	278.1	
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	583.0	598.0	630.6	2,214.0	2,488.7	2,384.0	2,613.4	
지급수수료	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	410.1	420.8	454.5	1,490.6	1,647.1	1,680.9	1,874.5	
인건비	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	108.1	107.9	106.2	458.9	438.7	436.0	436.0	
광고선전비	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	21.0	23.7	23.9	78.3	67.1	86.8	97.7	
감가상각비	24.6	25.4	27.2	27.3	26.4	25.1	25.2	26.8	93.9	104.5	103.4	121.3	
통신비	3.8	3.7	3.7	3.6	3.8	4.2	3.8	3.1	15.7	14.7	14.8	15.4	
기타	24.0	15.5	156.8	20.3	14.8	14.6	16.6	16.1	76.6	216.7	62.1	68.5	
영업이익	27.3	28.5	113.4	25.0	27.6	21.9	27.6	55.1	55.6	32.6	132.4	163.7	
성장률(YoY %)	42.8%	36.3%	적자전환	흑자전환	1.3%	-23.0%	흑자전환	120.5%	42.4%	적자전환	흑자전환	23.7%	
OPM(%)	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	4.6%	3.6%	4.4%	8.0%	2.4%	-1.3%	5.3%	5.9%	
순이익	-	4.8	4.6	110.3	-	0.2	11.2	18.0	28.7	-	23.1	-	123.4
NPM(%)	-0.8%	0.8%	-18.1%	-12.8%	0.0%	1.9%	2.9%	4.2%	-1.0%	-7.5%	2.3%	4.4%	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 2] NHN Valuation Table

부문	단위	25F	가치 산정	비고
게임 부문 가치	십억원		399	
	십억원	26F 게임 NOPLAT	39.9	영업이익률 10%, 법인세율 30% 가정
	배	target PER	10.0	글로벌 게임사 peer 26F PER 평균 50% 할인
자산 가치	십억원		954	
페이코 가치	십억원	부문 가치	40	
	십억원	기업 가치	209	페이코 26년 매출 추정치 및 간편결제 global peer PS
	%	지분율	48%	
	%	할인율	60%	자회사 및 NHN KCP 가치 반영 할인 60% 적용
NHN클라우드	십억원	부문 가치	734	
	십억원	매출액	294	NHN클라우드 26년 매출 추정치
	배	target PSR	4.8	글로벌 CSP 26F PSR 평균 30% 할인
	%	지분율	87%	
	%	할인율	40%	자회사 할인 40% 적용
NHN KCP	십억원	지분 가치	180	
	십억원	시가총액	845	
	%	지분율	42.6%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
적정시가총액	십억원		1,353	
발행주식수	천 주		32,753	
적정주가	원		41,297	
목표주가	원		41,000	
현재주가	원		35,000	
상승여력	%		17.1%	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	2,270	2,456	2,516	2,777	3,007
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,270	2,456	2,516	2,777	3,007
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,214	2,489	2,384	2,613	2,815
영업이익	56	-33	132	164	193
영업이익률 (%)	2.4	-1.3	5.3	5.9	6.4
EBITDA	149	48	202	224	244
EBITDA Margin (%)	6.6	2.0	8.0	8.1	8.1
영업외손익	-43	-97	1	1	1
관계기업손익	5	-11	-7	-7	-7
금융수익	81	92	75	75	75
금융비용	-78	-69	-51	-51	-51
기타	-51	-109	-16	-16	-16
법인세비용차감전순이익	13	-130	133	165	194
법인세비용	36	63	76	41	48
계속사업순이익	-23	-193	58	123	145
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	-193	58	123	145
당기순이익률 (%)	-1.0	-7.8	2.3	4.4	4.8
비지배지분순이익	-15	-60	21	10	12
지배지분순이익	-9	-133	37	114	134
지배순이익률 (%)	-0.4	-5.4	1.5	4.1	4.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	-23	-196	54	120	142
비지배지분포괄이익	-15	-10	3	6	7
지배지분포괄이익	-8	-186	52	114	135

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	165	-69	180	214	231
당기순이익	-23	-193	58	123	145
비현금항목의 가감	232	252	248	203	201
감가상각비	75	65	56	48	41
외환손익	-1	-2	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	11	7	7	7
기타	157	178	188	151	155
자산부채의 증감	15	-61	-47	-69	-66
기타현금흐름	-59	-67	-79	-44	-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	34	79	78
기초 현금	631	772	559	593	672
기말 현금	772	559	593	672	750
NOPLAT	-99	-49	57	123	145
FCF	-308	-29	80	114	131

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	1,537	1,413	1,537	1,746	1,970
현금및현금성자산	772	559	593	672	750
매출채권 및 기타채권	493	575	662	782	921
재고자산	67	72	74	82	89
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
기타금융자산	337	337	337	337	337
기타비유동자산	674	654	637	622	610
자산총계	3,450	3,226	3,261	3,392	3,547
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	1,502	1,599	1,716
자본금	19	18	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	374	395	492	609
기타자본변동	-141	-141	-141	-141	-141
비지배지분	358	325	330	351	377
자본총계	1,990	1,807	1,832	1,950	2,093
총차입금	323	290	298	306	315

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
EPS	-243	-3,926	1,094	3,363	3,957
PER	-96.3	-4.5	26.6	10.4	8.8
BPS	46,697	43,873	44,480	47,356	50,826
PBR	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	4,247	1,422	5,978	6,624	7,240
EV/EBITDA	3.9	10.5	4.2	4.4	3.8
SPS	64,477	72,739	74,523	82,245	89,064
PSR	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
CFPS	-8,748	-851	2,365	3,368	3,868
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.3	8.2	2.5	10.4	8.3
영업이익 증가율	42.4	적전	흑전	23.7	17.7
순이익 증가율	적지	적지	흑전	114.0	17.7
수익성					
ROIC	-11.3	-5.0	5.8	11.9	13.0
ROA	-0.3	-4.0	1.1	3.4	3.9
ROE	-0.5	-8.5	2.5	7.3	8.1
안정성					
부채비율	73.4	78.5	78.0	73.9	69.5
순차입금비율	9.4	9.0	9.1	9.0	8.9
이자보상배율	2.4	-1.6	6.4	7.8	9.0

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	(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	(4.9)	5.7
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)	2026.02.13	매수	41,000		
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 기관투자자 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.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[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