NHN (181710)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

게임 불확실성 커졌고, 실적 기대도 하향

M.PERFORM **TP 25,000원**

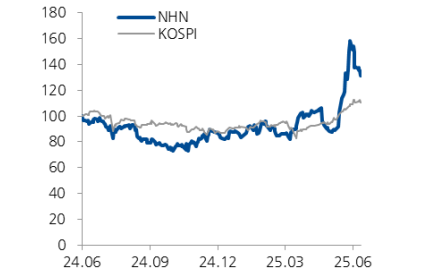
현재주가 (7/6)	28,100원
상승여력	-11.0%
시가총액	949십억원
발행주식수	33,766천주
자본금/액면가	19십억원/500원
52주 최고가/최저가	33,950원/15,640원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	10.58%
주요주주 지분율	
이준호 외 17인	55.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	42.8	46.4	59.2
상대주가(%p)	29.5	18.1	27.3

※ K-IFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	1,850	2,398	25,000
After	1,291	2,081	25,000
Consensus	1,303	2,149	30,500
Cons. 차이	7.2%	6.9%	-18.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2분기 영업이익 244억원으로 컨센서스 15% 하회 예상

-동사 2분기 매출액은 6,024억원(YoY +0.5%), 영업이익 244억원(YoY -14.4%)으로 컨센서스 대비 매출은 4% 하회, 이익은 15% 하회하는 실적을 전망함. 탑라인 정체는 게임, 결제, 기술이 5~9%씩 성장이 기대되나, 커머스 구조조정에 따른 기타 부문 감소가 20%로 큰 점에 기인. 영업이익은 다키스트 데이즈 및 어비스디아 사전 마케팅 영향으로 마케팅비가 증가한 탓에 감익으로 예상됨

게임 신작 출시 일정 8~9월로 연기됨에 따라 눈높이 하향 불가피

-2분기 게임 부문은 매출액 1,122억원(YoY +5.4%)으로 웹보드 매출 증가가 견인할 전망. 올해 최고 기대작이었던 다키스트 데이즈는 4월 24일 글로벌 OBT 이래 개선 작업을 지속 중이며, 8월 이후 정식 출시가 가능(추가 지연 가능성도 존재)할 전망. 현재 스팀 동시접속자수가 천 명 미만인 상황을 고려하면 출시되더라도 유의미한 매출 기여는 어려울 것으로 예상. 한편, 어비스디아의 경우 8월 하순 출시가 기대되나 서브컬처 RPG 시장 경쟁 격화를 감안하면 게임 부문 전체의 성장률을 움직일만한 매출액은 힘들 것으로 판단

2분기에도 결제 및 기술 부문의 전년동기대비 성장세는 이어질 것

-2분기 결제 부문 매출액은 3,010억원(YoY +4.9%), 기술 부문 매출액은 1,064억원(YoY +8.6%)으로 양호한 성장세를 이어갈 전망. KCP의 견조한 성장이 결제 부문을 이끌고 공공 클라우드 호조세가 기술 부문을 주도할 것으로 예상

투자의견 M.PERFORM으로 하향: 게임 사업 Outlook 고려시 차익실현에 나설 시점

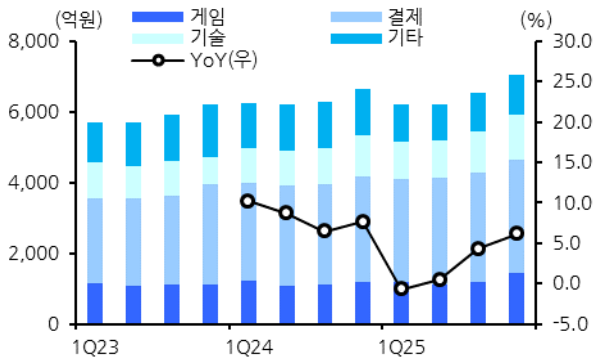
-동사 투자의견을 M.PERFORM으로 하향하는데, 이는 게임 사업이 연초 기대치를 크게 하회함에 따라 밸류에이션 리레이팅 근거가 희석되었기 때문. 최고 기대작 다키스트 데이즈의 흥행이 사실상 힘들어짐으로써 웹보드 비중의 분산이 쉽지 않은 상황으로 판단됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,270	56	-9	149	-243	적지	N/A	0.5	3.7	NA	2.1
2024	2,456	-33	-133	72	-3,904	적지	N/A	0.4	5.8	NA	2.8
2025F	2,521	109	44	210	1,291	흑전	21.8	0.6	2.8	3.0	1.8
2026F	2,673	118	70	201	2,081	61.2	13.5	0.6	2.1	4.6	1.8
2027F	2,826	126	83	195	2,468	18.6	11.4	0.6	1.3	5.2	1.8

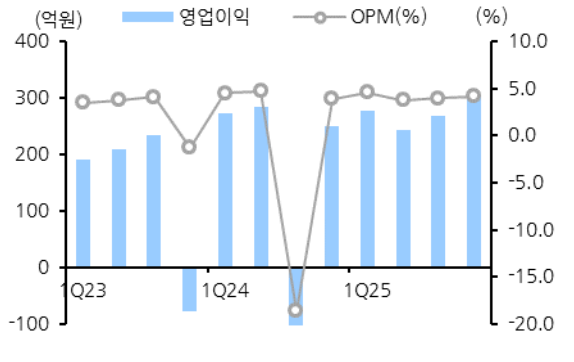
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 분기별 부문별 매출액 & YoY 전망



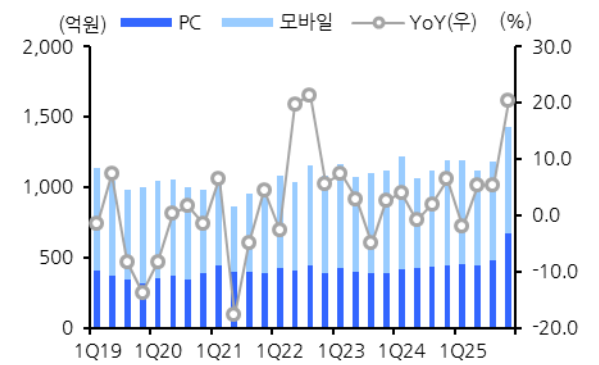
자료 : NHN, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



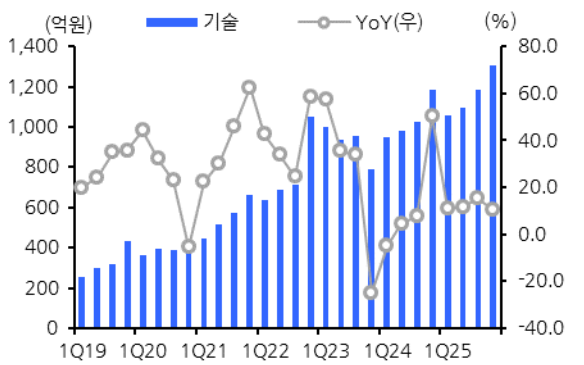
자료 : NHN, 현대차증권

<그림3> 게임 사업부문 매출액 전망



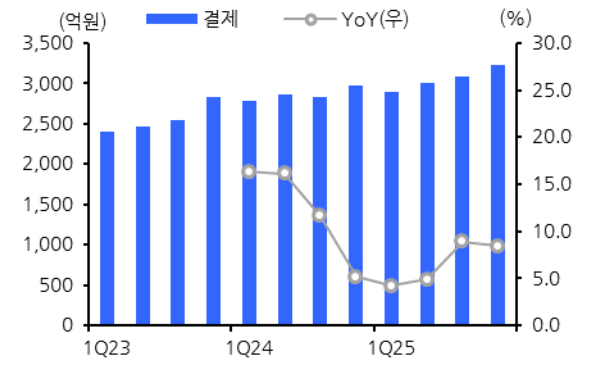
자료 : NHN, 현대차증권

<그림4> 기술 사업부문 매출액 전망



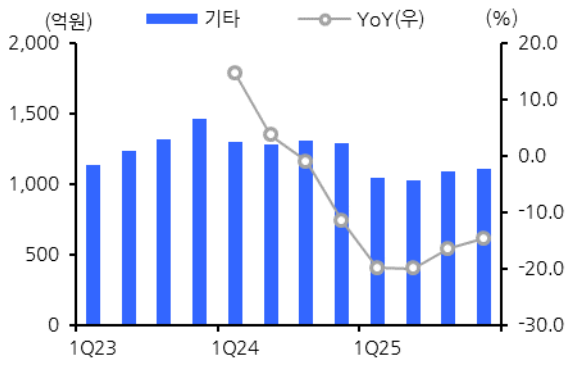
자료 : NHN, 현대차증권

<그림5> 결제 사업부문 매출액 전망



자료 : NHN, 현대차증권

<그림6> 기타 사업부문 매출액 전망



자료 : NHN, 현대차증권

〈표1〉NHN 실적 전망 상세 내역 (단위: 십억원, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
영업수익	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	602.4	634.6	683.4	2,269.6	2,456.1	2,520.5
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	112.2	118.6	143.3	446.2	459.8	493.7
모바일	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	67.4	70.1	75.8	283.3	286.9	287.6
PC	43.2	40.6	39.8	39.3	41.7	42.9	44.0	44.4	45.3	44.8	48.5	67.5	162.9	172.9	206.1
비게임	431.3	444.2	461.3	486.6	482.5	493.0	495.8	525.0	480.6	490.2	516.0	540.1	1,823.4	1,996.3	2,026.9
결제	249.4	258.0	265.1	293.0	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	301.0	308.7	322.5	1,065.5	1,146.4	1,222.5
기술	50.6	51.9	60.7	73.4	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	106.4	118.3	126.7	236.5	414.3	457.0
기타	41.8	50.5	50.0	49.8	130.2	128.6	130.7	129.3	104.5	102.9	109.3	110.5	192.1	518.8	427.2
내부거래	-22.0	-20.6	-20.2	-21.7	-21.5	-20.5	-20.9	-20.4	-19.9	-20.1	-20.3	-19.6	-84.5	-83.3	-79.8
% YoY	5.4	7.8	9.4	6.7	10.2	8.7	6.4	7.6	-0.7	0.5	4.3	6.1	7.3	8.2	2.6
게임	7.6	3.0	-4.9	2.7	4.2	-0.7	2.1	6.5	-1.9	5.4	5.4	20.4	1.9	3.0	7.4
모바일	12.0	5.5	-1.3	4.8	8.7	-4.7	-2.6	2.9	-7.4	6.1	2.2	1.6	5.1	1.3	0.2
PC	0.8	-1.0	-10.8	-1.0	-3.5	5.7	10.5	13.1	8.7	4.4	10.3	52.1	-3.2	6.2	19.2
비게임					11.9	11.0	7.5	7.9	-0.4	-0.6	4.1	2.9		9.5	1.5
결제					16.3	16.2	11.6	5.2	4.2	4.9	8.9	8.4		12.0	6.6
기술					-5.0	4.7	7.6	50.2	11.0	8.6	15.2	6.9		12.6	10.3
기타					14.8	3.7	-1.0	-11.6	-19.8	-20.0	-16.4	-14.6		0.6	-17.7
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	578.0	607.8	653.0	2,214.1	2,488.7	2,411.3
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	395.0	416.1	448.1	1,490.6	1,647.1	1,654.8
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	114.0	114.9	119.2	458.9	438.7	461.9
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	21.7	24.4	19.2	78.3	67.1	83.5
감가상각비	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	27.2	27.3	26.4	26.6	27.6	27.8	93.9	104.5	108.4
통신비	6.5	6.5	6.0	-3.3	3.8	3.7	3.7	3.6	3.8	3.9	4.0	4.5	15.7	14.7	16.2
기타비용	14.7	13.0	17.8	31.2	24.0	15.5	156.8	20.3	14.8	16.8	20.8	34.2	76.7	216.7	86.6
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	28.5	-113.4	25.0	27.6	24.4	26.8	30.4	55.5	-32.6	109.2
% YoY	23.1	302.1	181.5	적전	42.8	36.3	적전	흑전	1.3	-14.3	흑전	21.6	42.2	적전	흑전
OPM(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	4.5	4.8	-18.6	3.9	4.6	4.1	4.2	4.4	2.4	-1.3	4.3

자료 : NHN, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,270**	**2,456**	**2,521**	**2,673**	**2,826**
증가율 (%)	7.3	8.2	2.6	6.1	5.7
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**2,270**	**2,456**	**2,521**	**2,673**	**2,826**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	7.3	8.2	2.6	6.1	5.7
판매관리비	**2,214**	**2,489**	**2,411**	**2,555**	**2,700**
판관비율(%)	97.6	101.3	95.7	95.6	95.5
EBITDA	**149**	**72**	**210**	**201**	**195**
EBITDA 이익률 (%)	6.6	2.9	8.3	7.5	6.9
증가율 (%)	26.8	-51.9	192.2	-4.2	-3.1
영업이익	**56**	**-33**	**109**	**118**	**126**
영업이익률 (%)	2.4	-1.3	4.3	4.4	4.5
증가율 (%)	42.4	적전	흑전	7.7	7.4
영업외손익	**-47**	**-86**	**-16**	**-21**	**-12**
금융수익	81	92	19	6	6
금융비용	78	69	20	4	4
기타영업외손익	-51	-109	-15	-23	-14
종속/관계기업관련손익	5	-11	-4	0	0
세전계속사업이익	**13**	**-130**	**89**	**97**	**115**
세전계속사업이익률	0.6	-5.3	3.5	3.6	4.1
증가율 (%)	752.0	적전	흑전	8.2	18.7
법인세비용	36	63	40	23	27
계속사업이익	-23	-193	50	74	88
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-23**	**-193**	**50**	**74**	**88**
당기순이익률 (%)	-1.0	-7.8	2.0	2.8	3.1
증가율 (%)	적지	적지	흑전	49.2	18.6
지배주주지분 순이익	-9	-133	44	70	83
비지배주주지분 순이익	-15	-60	6	4	4
기타포괄이익	0	12	6	0	0
총포괄이익	-23	-180	56	74	88

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,537**	**1,419**	**1,580**	**1,815**	**2,040**
현금성자산	772	622	731	891	1,048
단기투자자산	107	143	151	165	178
매출채권	182	185	196	214	231
재고자산	67	49	52	57	62
기타유동자산	370	389	413	451	485
비유동자산	**1,912**	**1,774**	**1,678**	**1,615**	**1,565**
유형자산	706	701	636	567	509
무형자산	427	345	332	318	307
투자자산	532	474	466	487	505
기타비유동자산	247	254	244	244	244
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**3,450**	**3,193**	**3,258**	**3,430**	**3,605**
유동부채	**888**	**878**	**910**	**987**	**1,057**
단기차입금	53	65	36	36	36
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	18	31	43	43	43
기타유동부채	818	782	830	908	977
비유동부채	**571**	**549**	**564**	**601**	**634**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	179	176	167	167	167
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	392	374	396	433	466
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,460**	**1,428**	**1,474**	**1,588**	**1,690**
지배주주지분	1,631	1,451	1,500	1,554	1,622
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
자본조정 등	-141	-133	-103	-103	-103
기타포괄이익누계액	1	12	19	19	19
이익잉여금	524	325	337	392	459
비지배주주지분	**358**	**314**	**284**	**288**	**292**
자본총계	**1,990**	**1,765**	**1,784**	**1,842**	**1,914**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**165**	**47**	**233**	**207**	**201**
당기순이익	-23	-193	50	74	88
유형자산 상각비	75	86	85	70	57
무형자산 상각비	18	18	16	14	11
외환손익	-1	-3	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	15	-168	57	50	45
기타	80	306	26	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-294**	**-50**	**-23**	**-35**	**-31**
투자자산의 감소(증가)	92	30	3	-21	-19
유형자산의 감소	10	6	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-318	-48	-6	0	0
기타	-79	-39	-22	-14	-13
재무활동으로인한현금흐름	**269**	**-149**	**-101**	**-13**	**-13**
차입금의 증가(감소)	163	-3	-35	3	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-21	-16	-16	-16
기타	112	-125	-50	0	0
기타현금흐름	**1**	**3**	**2**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**141**	**-150**	**110**	**160**	**157**
기초현금	631	772	622	731	891
기말현금	772	622	731	891	1,048

(단위: 원, 배, %)

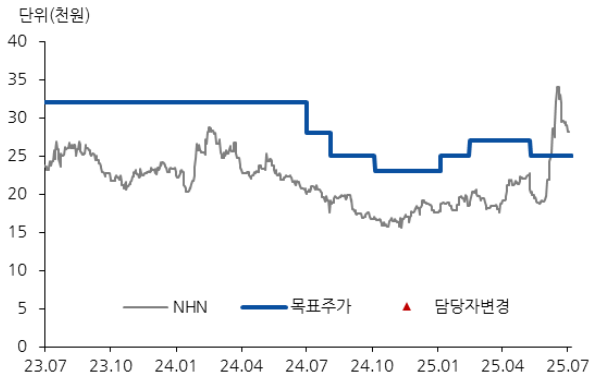
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-656	-5,674	1,469	2,191	2,598
EPS(지배순이익 기준)	-243	-3,904	1,291	2,081	2,468
BPS(자본총계 기준)	56,954	52,282	52,824	54,552	56,687
BPS(지배지분 기준)	46,697	42,986	44,412	46,031	48,037
DPS	500	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	19.1	12.8	10.8
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	21.8	13.5	11.4
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	3.7	5.8	2.8	2.1	1.3
배당수익률	2.1	2.8	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	흑전	49.2	18.6
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	흑전	61.2	18.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-1.2	-10.3	2.8	4.1	4.7
ROE(지배순이익 기준)	-0.5	-8.6	3.0	4.6	5.2
ROA	-0.7	-5.8	1.5	2.2	2.5
안정성 (%)					
부채비율	73.4	80.9	82.6	86.2	88.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.4	NA	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.12.28	BUY	32,000	-15.36	-7.50
2023.06.28	AFTER 6M	32,000	-25.82	-10.16
2024.07.05	BUY	28,000	-28.22	-24.46
2024.08.07	BUY	25,000	-25.92	-20.24
2024.10.08	BUY	23,000	-25.09	-16.48
2025.01.08	BUY	25,000	-24.10	-20.36
2025.02.17	BUY	27,000	-25.57	-19.63
2025.05.14	BUY	25,000	-0.79	35.80
2025.07.07	M.PERFORM	25,000		

▶ 최근 2년간 NHN 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.