NHN(181710)

매수(유지)

목표주가: 40,000원 (유지)

4Q25 Preview: 올해는 다른 성장 스토리

비게임사업부 호조로 이익 개선 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 6,603억원(+2.5% YoY, +5.5% QoQ)과 292억원(+16.8% YoY, +5.7% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 297억원)에 부합할 전망이다. 게임사업부 매출액은 1,223억원(+2.8% YoY, +3.5% QoQ)으로 전망한다. 웹보드 게임 매출이 전분기대비 소폭 늘어나고 모바일 게임 또한 일본 콜라보 이벤트 영향으로 소폭 성장이 예상된다. 결제사업부 매출액은 3,361억원(+13.0% YoY, +2.7% QoQ)으로 KCP 성수기 영향이 반영되며 성장을 이어갈 것이다. 기술사업부는 1,327억원(+12.0% YoY, +18.8% QoQ)으로 공공부문 사업 매출이 반영되며 전분기대비 큰 폭의 성장이 예상된다.

2026년은 게임사업부의 반등이 기대됨

2026년에는 게임사업부의 성과 창출이 기대된다. 정부는 지난 11월 20일 게임산업진흥에 관한 법률 시행령 일부개정령안을 입법예고했다. 개정안의 핵심은 웹보드 게임에 대한 결제한도를 기존 70만원에서 100만원으로 상향하는 것으로 규제 완화 시 NHN이 상장사 중 최대 수혜주가 될 전망이다. 모바일 게임 신작으로 최애의 아이 퍼즐스타와 파이널판타지 IP를 활용한 디시디아 듀엘럼 파이널판타지가 내년 상반기 출시될 예정이다. 두 게임 모두 일본에서 인기가 큰 IP이며 특히 파이널판타지는 서구권에서도 인지도가 높은 IP이기 때문에 매출 기여도가 특히나 높은 작품이 될 전망이다.

진짜 턴어라운드의 시작, 섹터 중소형주 top pick

투자의견 매수 및 목표주가 40,000원을 유지한다. 2025년이 비주력 계열사의 적자 폭 축소 및 사업 정리로 인한 수익성 정상화였다면 2026년부터는 주력 사업부인 게임과 클라우드의 매출 성장으로 인한 이익 증가가 기대된다. 기업이 본격적으로 턴어라운드에 접어드는 시기이며 밸류에이션 또한 여전히 부담이 적은 만큼 섹터 중소형주 top pick으로 눈여겨볼 것을 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	2,270	56	(9)	(252)	NM	149	NM	3.6	0.5	(0.5)	2.1
2024A	2,456	(33)	(133)	(4,039)	NM	72	NM	5.9	0.4	(8.6)	2.8
2025F	2,491	106	63	2,024	NM	208	14.4	3.8	0.6	4.3	1.7
2026F	2,865	146	131	4,243	109.6	250	7.5	3.1	0.6	8.3	1.9
2027F	3,232	194	162	5,252	23.8	300	6.1	2.3	0.5	9.4	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

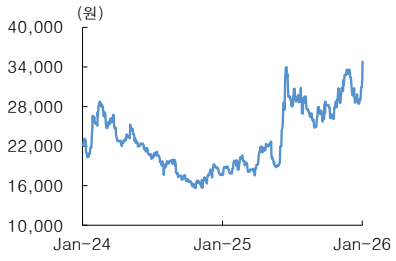
Stock Data

KOSPI(1/6)		4,525
주가(1/6)		34,800
시가총액(십억원)		1,140
발행주식수(백만)		33
52주 최고/최저가(원)		34,800/17,560
일평균거래대금(6개월, 백만원)		3,860
유동주식비율/외국인지분율(%)		37.3/12.5
주요주주(%)	이준호 외 16 인	56.8
	국민연금공단	7.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.6	23.8	93.9
KOSPI 대비(%p)	(2.8)	(24.3)	12.0

주가추이



자료: FnGuide

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원)

	4Q25F					QoQ		YoY	
	Preview	기존추정	차이	컨센서스	차이	3Q25	증감률	4Q24	증감률
매출액	660	667	(1.0%)	663	(0.4%)	626	5.5%	644	2.5%
게임	122	120	2.0%	-	-	118	3.5%	119	2.8%
결제	336	341	(1.4%)	-	-	327	2.7%	297	13.0%
기술	133	133	(0.2%)	-	-	112	18.8%	118	12.0%
기타	90	93	(3.6%)	-	-	90	0.0%	129	(30.7%)
영업이익	29	26	12.3%	30	(1.6%)	28	5.7%	25	16.8%
영업이익률	4.4%	3.9%	0.5%p	4.5%	(0.1%p)	4.4%	0.0%p	3.9%	0.5%p
순이익	34	32	7.2%	5	559.8%	18	90.6%	(82)	NM

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후			변경 전			차이		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	2,491	2,865	3,232	2,497	2,888	3,283	(0.2%)	(0.8%)	(1.6%)
영업이익	106	146	194	103	153	209	3.3%	(4.5%)	(7.1%)
영업이익률(%)	4.3	5.1	6.0	4.1	5.3	6.4	0.1%p	(0.2%p)	(0.4%p)
세전이익	133	174	216	130	181	231	2.1%	(3.7%)	(6.6%)
순이익	63	131	162	61	136	173	3.8%	(3.8%)	(6.4%)
EPS(원)	2,024	4,243	5,252	1,950	4,412	5,612	3.8%	(3.8%)	(6.4%)
BPS(원)	49,041	53,081	58,131	48,970	53,175	58,591	0.1%	(0.2%)	(0.8%)
ROE(%)	4.3	8.3	9.4	4.1	8.6	10.1	0.2%p	(0.3%p)	(0.7%p)

주: EPS, BPS, ROE는 지배주주지분 기준
자료: 한국투자증권

<표 3> NHN valuation

(단위: 십억원, 원, 배)

항목	내용	비고
게임부분 가치	**637**	
12MF 순이익	71	
PER	9.0	컴투스 2026F PER 25% 할인
자산 및 서비스 가치	**671**	
페이코	161	마지막 투자유치 가치 7,850억원, 지분율 68.4%, 할인율 70% 적용
기타 투자자산	183	상장 및 비상장 자회사들의 지분가치 합산, 60% 디스카운트 적용
클라우드	327	국내 SI 기업들의 평균 PSR 0.9배 적용, 20% 디스카운트 적용
적정가치	**1,308**	
상장주식수	32,753,139	
적정주가	39,941	
목표주가	**40,000**	

자료: 한국투자증권

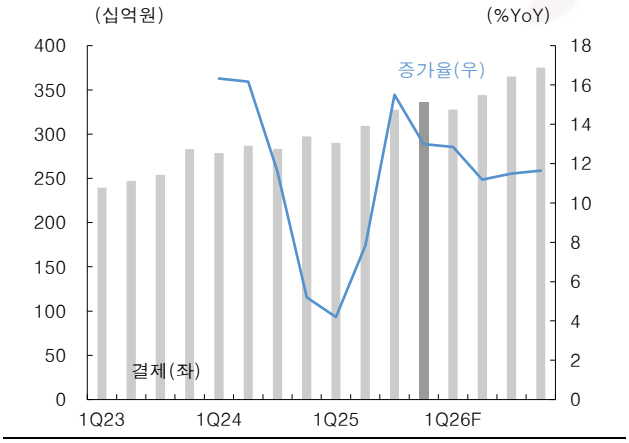
<표 4> NHN 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**600**	**605**	**626**	**660**	**644**	**706**	**737**	**778**	**2,270**	**2,456**	**2,491**	**2,865**
YoY(%)	*(0.7)*	*0.9*	*2.8*	*2.5*	*7.3*	*16.7*	*17.8*	*17.8*	*7.3*	*8.2*	*1.4*	*15.0*
게임	120	115	118	122	129	170	172	176	446	460	475	646
PC	45	43	42	45	46	46	47	48	163	173	175	187
모바일	74	72	77	77	83	124	124	128	283	287	300	459
결제	290	309	327	336	328	344	365	375	1,023	1,146	1,263	1,412
기술	106	104	112	133	119	123	132	157	368	414	455	531
기타	104	96	90	90	88	90	90	91	516	519	380	359
영업비용	**572**	**583**	**598**	**631**	**618**	**667**	**695**	**738**	**2,214**	**2,489**	**2,385**	**2,719**
YoY(%)	*(0.8)*	*2.1*	*(17.2)*	*2.0*	*8.0*	*14.4*	*16.3*	*16.9*	*6.7*	*12.4*	*(4.2)*	*14.0*
지급수수료	396	410	421	450	434	476	497	534	1,491	1,647	1,677	1,940
인건비	114	108	108	110	114	118	122	127	459	439	440	481
광고선전비	18	21	24	24	23	24	26	26	78	67	87	98
감가상각비	26	25	25	25	26	28	29	30	94	104	102	112
통신비	4	4	4	4	4	4	4	4	16	15	15	15
기타	15	15	17	17	17	18	18	18	77	217	63	71
영업이익	**28**	**22**	**28**	**29**	**26**	**39**	**42**	**40**	**56**	**(33)**	**106**	**146**
영업이익률(%)	*4.6*	*3.6*	*4.4*	*4.4*	*4.0*	*5.5*	*5.6*	*5.1*	*2.4*	*(1.3)*	*4.3*	*5.1*
YoY(%)	*1.3*	*(23.0)*	*NM*	*16.8*	*(7.1)*	*77.4*	*50.7*	*36.4*	*42.4*	*NM*	*NM*	*37.3*
세전이익	**24**	**24**	**39**	**46**	**26**	**42**	**45**	**61**	**13**	**(130)**	**133**	**174**
YoY(%)	*32.9*	*11.1*	*NM*	*NM*	*9.5*	*76.9*	*14.1*	*34.0*	*751.7*	*NM*	*NM*	*31.4*
순이익	**(0)**	**11**	**18**	**34**	**20**	**32**	**33**	**46**	**(23)**	**(193)**	**63**	**131**
YoY(%)	*NM*	*142.6*	*NM*	*NM*	*NM*	*181.3*	*85.7*	*34.0*	*NM*	*NM*	*NM*	*106.6*

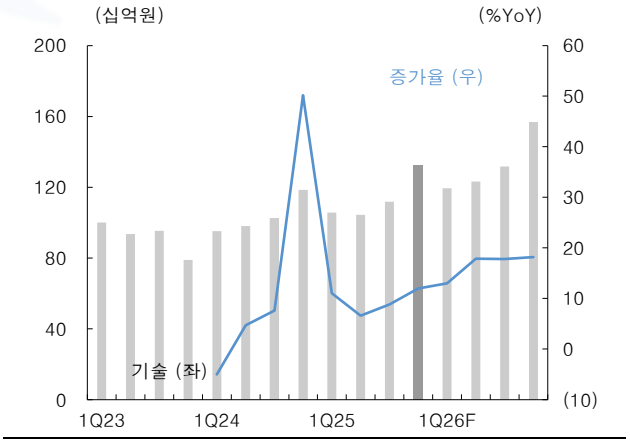
자료: NHN, 한국투자증권

[그림 1] KCP 성수기 영향 반영되며 성장 이어갈 것



자료: NHN, 한국투자증권

[그림 2] 공공부문 사업 매출 반영되며 전분기대비 큰 폭의 성장 예상



자료: NHN, 한국투자증권

<표 5> Peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		NHN	Nexon	Krafton	NCSoft	Netmarble	Shiftup	Pearl Abyss	Kakaogames	Com2us
매출	2023A	2,270	3,942	1,911	1,780	2,502	169	333	726	740
	2024A	2,456	4,021	2,710	1,578	2,664	224	342	627	694
	2025F	2,502	4,400	3,192	1,550	2,784	293	345	488	724
	2026F	2,716	4,738	3,839	1,943	2,982	222	619	680	768
영업이익	2023A	56	1,255	768	137	(68)	111	(16)	75	(33)
	2024A	(33)	1,119	1,182	(109)	216	153	(12)	19	6
	2025F	107	1,343	1,306	32	335	184	(21)	(34)	10
	2026F	128	1,438	1,430	299	388	136	154	52	30
영업이익률	2023A	2.4	31.8	40.2	7.7	(2.7)	65.9	(4.9)	10.4	(4.5)
	2024A	(1.3)	27.8	43.6	(6.9)	8.1	68.1	(3.6)	3.1	0.9
	2025F	4.3	30.5	40.9	2.1	12.0	62.8	(6.2)	(6.9)	1.3
	2026F	4.7	30.3	37.2	15.4	13.0	61.5	24.8	7.7	4.0
순이익	2023A	(9)	657	595	212	(256)	107	15	(229)	40
	2024A	(133)	1,215	1,306	94	26	148	60	(109)	(108)
	2025F	35	1,005	938	272	310	176	(1)	(48)	15
	2026F	76	1,126	1,138	276	315	129	142	38	32
PER	2023A	-	31.0	15.1	23.0	-	-	156.3	-	31.8
	2024A	-	14.7	10.9	38.7	165.2	23.2	28.2	-	-
	2025F	27.4	30.0	12.4	16.7	13.7	12.0	-	-	22.0
	2026F	13.5	26.3	10.2	15.3	13.5	17.5	16.4	28.1	14.6
PBR	2023A	0.5	2.4	1.6	1.5	1.0	-	3.3	1.5	0.5
	2024A	0.4	1.9	2.1	1.2	0.8	4.8	2.1	1.0	0.6
	2025F	0.7	3.1	1.5	1.3	0.7	2,185.2	3.0	1.0	0.4
	2026F	0.7	2.9	1.3	1.2	0.7	1,916.3	2.6	1.0	0.4
PSR	2023A	0.3	5.2	4.7	2.7	1.9	-	7.1	2.9	0.8
	2024A	0.2	4.4	5.3	2.3	1.6	15.3	5.0	2.1	0.8
	2025F	0.4	7.0	3.7	3.0	1.5	7.0	7.0	2.8	0.5
	2026F	0.4	6.5	3.1	2.4	1.4	9.4	3.9	2.0	0.5
ROE	2023A	(0.5)	8.0	11.2	6.6	(4.9)	100.2	2.1	(14.9)	3.5
	2024A	(8.6)	14.1	21.1	3.0	0.5	31.4	7.9	(8.0)	(10.4)
	2025F	1.9	10.6	13.1	8.1	5.6	20.8	0.5	(3.5)	1.9
	2026F	4.7	11.4	14.1	8.8	5.5	12.8	16.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	2023A	3.8	10.9	7.0	13.8	50.3	-	221.6	16.6	-
	2024A	6.1	10.1	8.2	-	13.5	19.5	112.0	19.9	21.5
	2025F	2.3	16.9	6.5	23.2	9.7	7.2	549.7	80.8	17.8
	2026F	2.1	15.8	6.0	7.6	8.6	10.2	11.8	16.2	10.6

주: 해외 기업은 회계연도 평균 환율을 사용하여 원화 환산
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,270**	**2,456**	**2,491**	**2,865**	**3,232**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,270	2,456	2,491	2,865	3,232
판매관리비	2,214	2,489	2,385	2,719	3,038
영업이익	**56**	**(33)**	**106**	**146**	**194**
영업이익률(%)	*2.4*	*(1.3)*	*4.3*	*5.1*	*6.0*
EBITDA	149	72	208	250	300
EBITDA Margin(%)	*6.6*	*2.9*	*8.4*	*8.7*	*9.3*
영업외수익	(43)	(97)	27	28	22
금융수익	81	92	81	45	22
금융비용	78	69	67	59	56
기타영업외손익	(51)	(109)	16	44	58
관계기업관련손익	5	(11)	(4)	(2)	(1)
세전계속사업이익	**13**	**(130)**	**133**	**174**	**216**
법인세비용	36	63	69	44	54
연결당기순이익	(23)	(193)	63	131	162
지배주주지분순이익	**(9)**	**(133)**	**63**	**131**	**162**
지배주주순이익률(%)	*(0.4)*	*(5.4)*	*2.5*	*4.6*	*5.0*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	7.3	8.2	1.4	15.0	12.8
영업이익 증가율	42.4	NM	NM	37.3	32.9
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	106.6	23.8
EPS 증가율	NM	NM	NM	109.6	23.8
EBITDA 증가율	26.8	(51.9)	190.2	19.9	19.9

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**3,450**	**3,193**	**3,223**	**3,597**	**3,964**
유동자산	1,537	1,419	1,439	1,655	1,867
현금성자산	772	622	631	725	818
매출채권및기타채권	493	516	523	601	678
재고자산	67	49	50	58	65
비유동자산	1,912	1,774	1,784	1,942	2,097
투자자산	532	474	481	553	624
유형자산	706	701	695	690	684
무형자산	427	345	350	402	454
부채총계	**1,460**	**1,428**	**1,397**	**1,647**	**1,858**
유동부채	888	878	836	1,029	1,185
매입채무및기타채무	664	648	657	756	853
단기차입금및단기사채	53	65	77	90	102
유동성장기부채	18	31	44	57	70
비유동부채	571	549	561	618	673
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	222	230	237	245	253
자본총계	**1,990**	**1,765**	**1,826**	**1,950**	**2,106**
지배주주지분	1,631	1,451	1,512	1,636	1,792
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
기타자본	(141)	(133)	(133)	(133)	(133)
이익잉여금	524	325	373	485	628
비지배주주지분	**358**	**314**	**314**	**314**	**314**
순차입금	(586)	(442)	(431)	(530)	(622)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**165**	**47**	**106**	**346**	**337**
당기순이익	(23)	(193)	63	131	162
유형자산감가상각비	75	86	85	85	84
무형자산상각비	18	18	17	19	22
자산부채변동	15	(168)	(65)	94	54
기타	80	304	6	17	15
투자활동현금흐름	**(294)**	**(50)**	**(104)**	**(255)**	**(253)**
유형자산투자	(318)	(48)	(86)	(86)	(85)
유형자산매각	10	6	6	6	6
투자자산순증	74	21	2	(62)	(60)
무형자산순증	(31)	(12)	(22)	(72)	(73)
기타	(29)	(17)	(4)	(41)	(41)
재무활동현금흐름	**269**	**(149)**	**6**	**3**	**9**
자본의증가	181	2	0	0	0
차입금의순증	115	(9)	22	22	27
배당금지급	(6)	(21)	(16)	(15)	(18)
기타	(21)	(121)	0	(4)	0
기타현금흐름	1	3	0	0	0
현금의증가	**141**	**(150)**	**9**	**95**	**93**
FCF	(244)	25	(3)	129	115

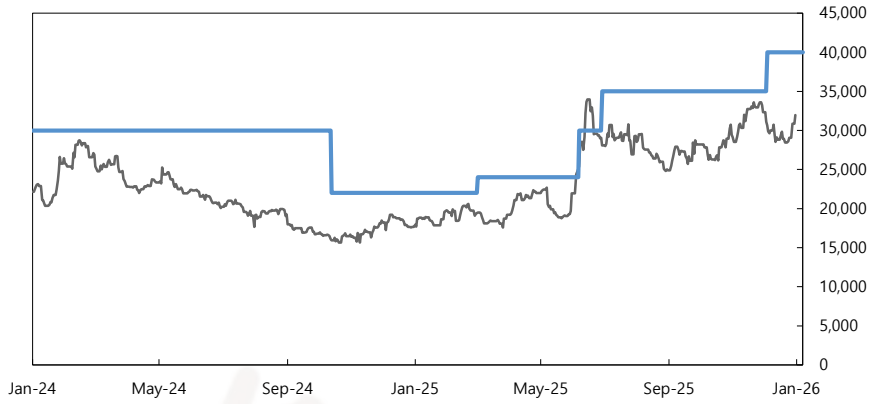
주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(252)	(4,039)	2,024	4,243	5,252
BPS	48,402	45,675	49,041	53,081	58,131
DPS	500	500	500	600	600
수익성(%)					
ROA	(0.7)	(5.8)	2.0	3.8	4.3
ROE	(0.5)	(8.6)	4.3	8.3	9.4
배당수익률	2.1	2.8	1.7	1.9	1.9
배당성향	NM	NM	24.3	14.1	11.4
안정성					
부채비율(x)	73.4	80.9	76.5	84.4	88.2
차입금/자본총계비율(%)	16.7	20.1	20.6	20.4	20.2
이자보상배율(x)	2.4	(1.1)	2.3	3.1	4.1
순차입금/EBITDA(x)	(3.9)	(6.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
Valuation(x)					
PER	NM	NM	14.4	7.5	6.1
최고	NM	NM	17.9	7.5	6.1
최저	NM	NM	8.6	6.9	5.6
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
최고	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
최저	0.4	0.3	0.4	0.6	0.5
PSR	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	3.6	5.9	3.8	3.1	2.3

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NHN (181710)	2023.10.20	매수	30,000원	-26.2	-4.2
	2024.10.18	매수	22,000원	-17.7	-6.4
	2025.03.07	매수	24,000원	-16.0	4.2
	2025.06.12	매수	30,000원	1.8	13.2
	2025.07.04	매수	35,000원	-18.3	-4.0
	2025.12.09	매수	40,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2026년 1월 6일 현재 NHN 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.