COMPANY UPDATE

2026. 3. 30

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

NHN (181710)

웹보드와 GPUaaS로 고성장

- 웹보드게임 결제 한도 상향과 IP 기반 신작 출시로 게임 매출의 성장성 확보
- GPUaaS 신규 수주 확대로 기술 부문의 매출 고성장이 예상되며, 비주력 자회사 구조조정으로 전사 수익성 개선이 기대됨
- 게임과 기술 부문 매출 고성장과 자회사 수익성 개선으로 밸류에이션 상승 전망

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	46,000원	9.9%
현재주가	41,850원	
시가총액	1.2조원	
주식수 (유동주식 비중)	32,753,139주 (37.3%)	
52주 최저/최고	17,560원/42,400원	
60일-평균거래대금	33.3억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
NHN (%)	-7.9	43.2	100.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.0	-10.5	-5.2

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	46,000	46,000	0.0%
2026E EPS	2,854	2,702	5.6%
2027E EPS	3,604	3,613	-0.2%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	7
목표주가	45,286
추천 점수	4.0

→ BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

웹보드가 이끄는 게임 성장: 웹보드게임 월 결제 한도가 2월부터 기존 70만원에서 100만원으로 완화됨에 따라 2월 웹보드게임 매출은 전월대비 20% 이상 성장. 이에 1분기 웹보드게임 매출은 헤비 유저가 많은 PC 게임 매출을 중심으로 YoY 8.8% 성장할 전망. 3월 24일 출시된 DISSIDIA DUELLUM FINALFANTASY도 일본에서 초반 흥행에 성공하며 2분기부터는 본격적인 게임 매출 성장에 기여할 전망.

GPUaaS 성장 본격화: 지난해에 이어 올해도 GPUaaS 운영 매출이 기술 매출 성장을 견인할 전망. 2분기부터는 양평 데이터센터에서 정부 GPU 구축 운영 매출이 발생하고, 3분기부터는 크래프톤의 GPU 운영 매출이 반영될 예정. 신규 GPUaaS 매출로 '26년 기술 매출은 전년대비 25% 이상 고성장할 전망.

자회사 구조조정 효과 지속: NHN 벅스는 3월 말 매각이 완료되면 2분기부터는 연결 실적에서 제외될 예정이며, 커머스와 글로벌도 부실 사업 정리로 수익성을 개선시킬 계획. 올해에도 컨텐츠와 커머스 등 비주력 자회사에 대한 추가 구조조정으로 전사 수익성 개선이 나타날 전망.

게임과 클라우드가 성장 견인: NHN에 대해 기존 BUY 투자의견과 목표주가 46,000원('26년 예상 EPS에 국내 게임 기업 P/E 평균 16.0배 적용)을 유지함. NHN은 웹보드 규제 완화와 애니메이션 IP 기반 신작 출시로 게임 매출의 견조한 성장이 예상되고, GPUaaS 기반 클라우드 매출 고성장으로 수익성 개선이 나타나고 있음. '26년은 실적 개선이 가시화되는 기간인 만큼 밸류에이션 역시 상승이 예상됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	2,456	2,516	2,821	3,176
영업이익 (십억원)	-33	132	204	240
순이익 (십억원)	-193	58	127	167
EPS (adj) (원)	-2,101	1,401	2,854	3,604
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	103.6	26.3
EBITDA margin (%)	2.9	9.4	11.2	11.2
ROE (%)	-8.6	2.5	5.8	7.5
P/E (adj) (배)	n/a	20.7	12.9	10.2
P/B (배)	0.4	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	7.0	1.7	2.0	1.7
Dividend yield (%)	2.8	1.7	1.4	1.4

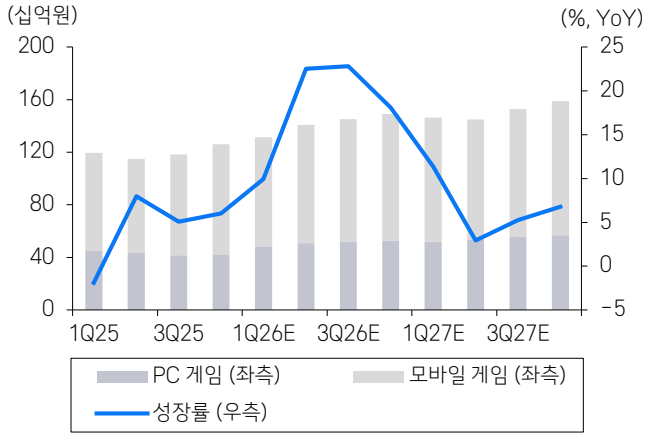
자료: NHN, 삼성증권 추정

웹보드게임 규제 변화 추이

	2014	2016	2018	2020	2022	2024	2026
월 결제 한도	30만원	50만원	50만원	50만원	70만원	70만원	100만원
1회 베팅 한도	3만원	5만원	5만원	5만원	7만원	7만원	10만원
일일 손실 한도	10만원	10만원	10만원	50만원 내 사용자 설정	70만원 내 사용자 설정	70만원 내 사용자 설정	100만원 내 사용자 설정
게임 상대 선택	불가	2,500원 소액방	2,500원 소액방	2,500원 소액방	3,500원 소액방	3,500원 소액방	5,000원 소액방
자동 베팅	불가	불가	불가	불가	불가	불가	불가
본인 확인	분기 1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회

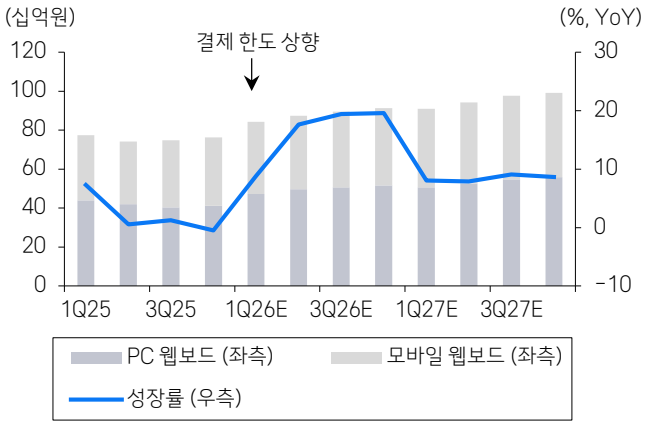
자료: 삼성증권 정리

게임 매출 추이



자료: 스퀘어에닉스

웹보드게임 매출 추이

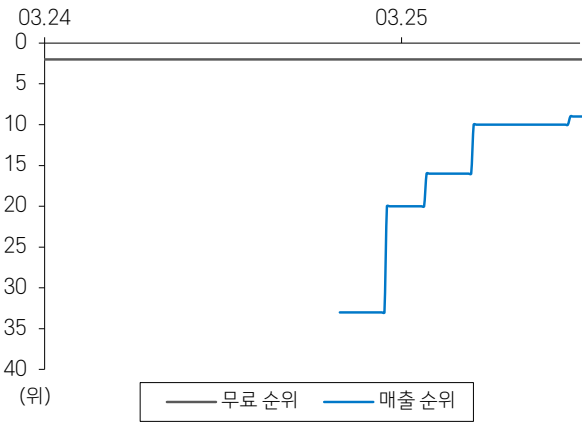


자료: NHN, 삼성증권 추정

DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY 3/24 출시

자료: 스퀘어에닉스

DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY 일본 IOS 순위



참고: 최근 48시간, 100위 내 순위를 10분 단위로 집계
자료: 모바일인덱스

신작 라인업

시기	게임명	장르	비고
1Q26	Puzzle Star	쓰리매치퍼즐	최애의 아이 IP 기반
	DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY	대전 액션	파이널판타지 IP 기반
2Q26	토파즈	액션 퍼즐	도검난무 IP
	Suuuiplash	캐주얼	웹3 기반
2H26	프로젝트 MM	퍼즐	IP 기반
	EMMA	캐주얼	

자료: NHN, 삼성증권

NHN 클라우드 주요 프로젝트

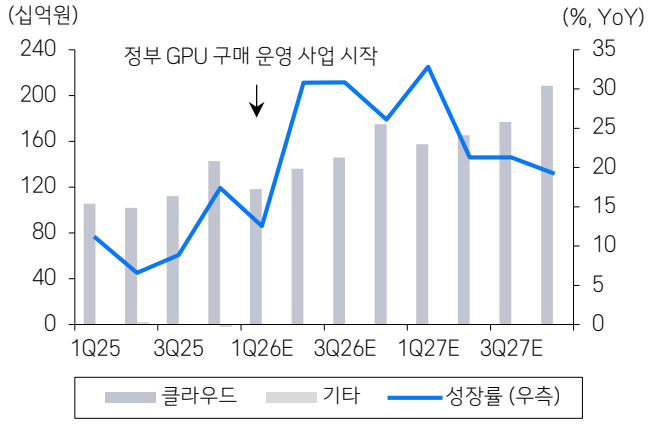
프로젝트	내용	데이터센터	매출	시기
국가 업무 정보 시스템 이전	국가정보자원관리원 화재에 따른 시스템 이전으로 NHN클라우드 상면 제공	PPP 대구 데이터센터	10~20억원	4Q25
AI 컴퓨팅자원 활용기반 강화사업	정부 소유 GPU B200 7,500대 확보, 구축, 운영 지원	양평 데이터센터	5년간 매출 3,000억원	2Q26부터
크래프톤 GPU 운영 사업	크래프톤 소유 GPU 구축, 운영	판교 데이터센터	5년간 1,000억원 규모	3Q26부터
재해복구시스템(DR) 구축 사업	정부 재해복구시스템의 민간 클라우드 병행 구축	PPP 대구 데이터센터	민간 기업 700억원 규모 전망	4Q26부터
대구 데이터센터 민간 판매	임대 중인 데이터센터 일부를 민간 기업에게 할당 판매	PPP 대구 데이터센터	연간 200억원 이상	3Q26부터

자료: NHN, 삼성증권 정리

양평 26KW급 도심형 데이터센터

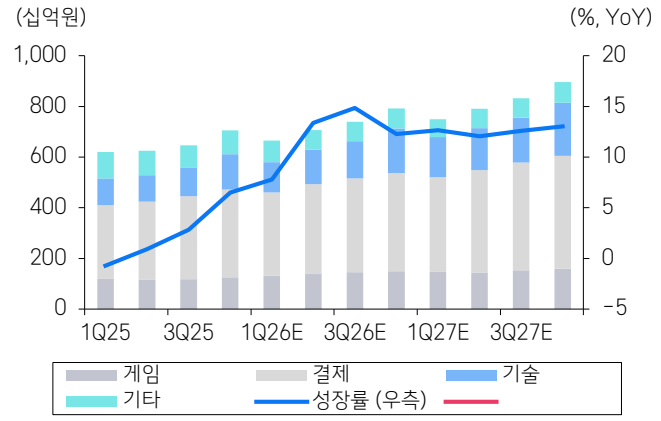
자료: NHN

기술 매출 추이



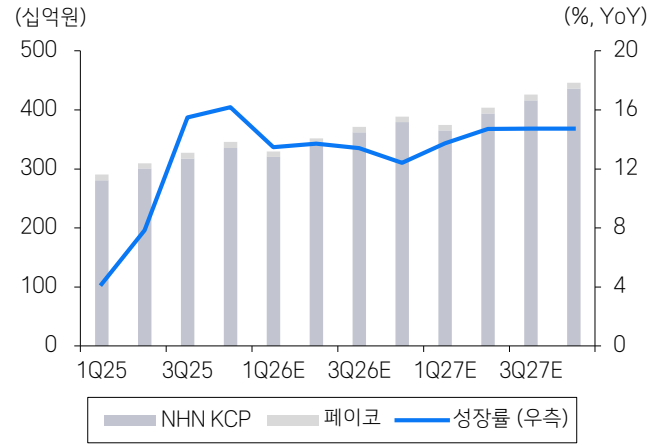
자료: NHN, 삼성증권 추정

부문별 매출 추이



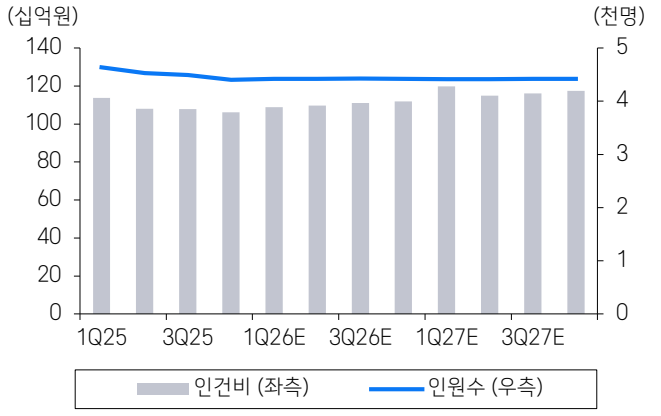
참고: 내부거래 포함된 수치
자료: NHN, 삼성증권 추정

결제 매출 추이



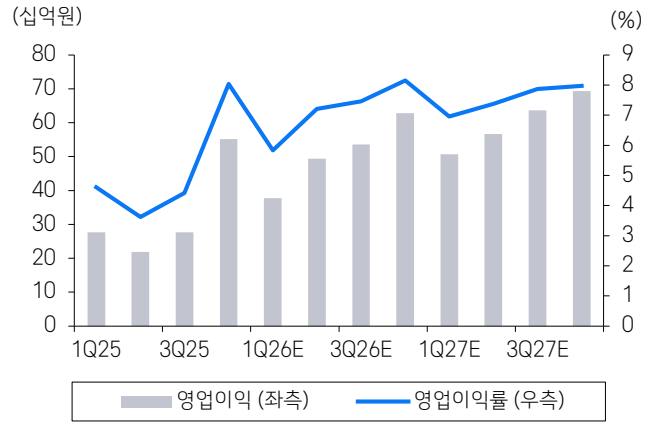
자료: NHN, 삼성증권 추정

인건비 및 인원 추이



자료: NHN, 센서타워

영업이익 추이



자료: NHN KCP

1Q26 Preview

(십억원)	1Q26			차이 (%)		1Q25	4Q25	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	**646.9**	**669.6**	**645.2**	**(3.4)**	**0.3**	**600.1**	**685.7**	**7.8**	**(5.7)**
게임	131.5	125.6		4.7		119.6	126.1	9.9	4.2
결제	329.4	343.9		(4.2)		290.3	345.6	13.5	(4.7)
기술	118.9	132.7		(10.4)		105.6	139.1	12.6	(14.5)
기타	85.0	90.1		(5.6)		104.5	94.3	(18.6)	(9.8)
내부거래	(17.9)	(22.7)		(21.0)		(19.9)	(19.4)	(10.0)	(7.6)
영업비용	**609.1**	**639.3**		**(4.7)**		**572.5**	**630.6**	**6.4**	**(3.4)**
인건비 및 복리후생비	108.8	110.6		(1.6)		113.8	106.2	(4.4)	2.5
지급수수료	426.5	438.7		(2.8)		368.4	454.5	15.8	(6.2)
광고선전비	23.6	26.4		(10.7)		18.2	23.9	29.5	(1.4)
유무형상각비	27.3	25.4		7.2		26.4	26.8	3.5	1.8
기타	23.0	38.2		(39.8)		45.7	19.2	(49.7)	19.9
영업이익	**37.8**	**30.3**	**33.4**	**24.6**	**12.9**	**27.6**	**55.1**	**36.6**	**(31.5)**
세전이익	38.9	(9.3)	35.1	(517.4)	10.8	24.1	46.3	61.5	(16.0)
당기순이익	19.4	(24.2)	19.4	(180.3)	0.2	(0.2)	28.7	흑전	(32.2)
지배주주순이익	11.7	(14.5)	15.2	(180.3)	(23.3)	(3.8)	19.5	흑전	(40.3)
이익률 (%)									
영업이익률	5.8	4.5	5.2			4.6	8.0		
세전이익률	6.0	(1.4)	5.4			4.0	6.7		
순이익률	3.0	(3.6)	3.0			(0.0)	4.2		
지배주주순이익률	1.8	(2.2)	2.4			(0.6)	2.8		

자료: NHN, FnGuide, 삼성증권 추정

NHN 밸류에이션

	(원)
2026년 예상 EPS	2,854
목표 P/E*	16.0
적정 주가	45,585
목표 주가	46,000
현재 주가	41,850
상승 여력 (%)	9.9

참고: 3일 27일 종가 기준; 국내 게임 업계
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025	2026E
넷마블	13.9	12.6
엔씨소프트	15.1	15.3
펄어비스	n/a	15.7
컴투스	49.2	20.9
네오위즈	9.9	13.6
넥슨	20.6	17.8
평균	**21.7**	**16.0**

참고: 3월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	**600**	**605**	**626**	**686**	**647**	**686**	**719**	**770**	**729**	**769**	**809**	**870**
게임	120	115	118	126	131	141	145	149	146	145	153	159
결제	290	309	327	346	329	352	371	389	375	404	426	446
기술	106	104	112	139	119	137	146	175	158	166	177	209
기타	104	96	90	94	85	77	76	79	71	77	76	82
내부거래	(20)	(20)	(21)	(19)	(18)	(20)	(20)	(22)	(21)	(22)	(24)	(26)
영업비용	**572**	**583**	**598**	**631**	**609**	**636**	**665**	**707**	**678**	**712**	**745**	**801**
인건비 및 복리후생비	114	108	108	106	109	110	111	112	120	115	116	117
지급수수료	368	392	405	454	426	455	480	518	483	520	549	599
광고선전비	18	21	24	24	24	24	25	26	26	27	29	31
유무형상각비	26	25	25	27	27	28	28	28	29	29	29	29
기타	46	37	36	19	23	21	21	22	21	21	22	24
영업이익	**28**	**22**	**28**	**55**	**38**	**49**	**54**	**63**	**51**	**57**	**64**	**69**
세전이익	24	24	39	46	39	52	58	60	53	61	67	76
당기순이익	(0)	11	18	29	19	31	38	39	34	39	43	49
지배주주순이익	(4)	9	12	20	12	21	27	28	24	28	31	37
수정 EPS (원)	74	223	131	984	336	591	744	1,184	688	757	884	1,275
이익률 (%)												
영업이익률	4.6	3.6	4.4	8.0	5.8	7.2	7.5	8.2	7.0	7.4	7.9	8.0
세전이익률	4.0	3.9	6.2	6.7	6.0	7.6	8.1	7.8	7.3	7.9	8.3	8.7
순이익률	(0.0)	1.9	2.9	4.2	3.0	4.6	5.2	5.0	4.7	5.1	5.4	5.7
지배주주순이익률	(0.6)	1.5	1.9	2.8	1.8	3.1	3.8	3.7	3.3	3.6	3.9	4.3

자료: NHN, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	**2,819**	**2,821**	**0.1**	**3,194**	**3,176**	**(0.6)**		**3,576**	**n/a**
게임	537	566	5.5	584	603	3.2		658	n/a
결제	1,450	1,441	(0.6)	1,667	1,650	(1.0)		1,877	n/a
기술	570	577	1.3	694	710	2.3		833	n/a
기타	351	317	(9.7)	348	305	(12.3)		313	n/a
내부거래	(88)	(81)	(8.2)	(100)	(93)	(7.3)		(105)	n/a
영업비용	**2,628**	**2,617**	**(0.4)**	**2,953**	**2,936**	**(0.6)**		**3,276**	**n/a**
인건비 및 복리후생비	435	442	1.5	454	468	3.3		493	n/a
지급수수료	1,897	1,879	(0.9)	2,179	2,151	(1.3)		2,434	n/a
광고선전비	100	98	(1.5)	113	113	(0.5)		129	n/a
유무형상각비	111	111	0.0	116	116	0.0		121	n/a
기타	84	87	3.4	91	88	(3.3)		98	n/a
영업이익	**192**	**204**	**6.1**	**241**	**240**	**(0.3)**		**300**	**n/a**
세전이익	197	209	6.1	257	256	(0.2)		318	n/a
당기순이익	120	127	6.0	167	167	(0.2)		207	n/a
지배주주순이익	84	89	5.9	120	120	(0.2)		149	n/a
수정 EPS (원)	2,702	2,854	5.6	3,613	3,604	(0.2)		4,495	n/a
이익률 (%)									
영업이익률	6.8	7.2		7.5	7.6			8.4	
세전이익률	7.0	7.4		8.0	8.1			8.9	
순이익률	4.3	4.5		5.2	5.2			5.8	
지배주주순이익률	3.0	3.1							

자료: NHN, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**2,270**	**2,456**	**2,516**	**2,821**	**3,176**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**2,270**	**2,456**	**2,516**	**2,821**	**3,176**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	2,214	2,489	2,384	2,617	2,936
영업이익	**56**	**-33**	**132**	**204**	**240**
(영업이익률, %)	2.4	-1.3	5.3	7.2	7.6
영업외손익	**-43**	**-97**	**1**	**5**	**16**
금융수익	81	92	75	74	78
금융비용	78	69	51	46	47
지분법손익	5	-11	-5	-5	-4
기타	-51	-109	-19	-18	-11
세전이익	**13**	**-130**	**133**	**209**	**256**
법인세	36	63	76	82	90
(법인세율, %)	278.1	-48.7	56.7	39.0	35.0
계속사업이익	-23	-193	58	127	167
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-23**	**-193**	**58**	**127**	**167**
(순이익률, %)	-1.0	-7.8	2.3	4.5	5.2
지배주주순이익	-9	-133	37	89	120
비지배주주순이익	-15	-60	21	38	47
EBITDA	149	72	236	315	357
(EBITDA 이익률, %)	6.6	2.9	9.4	11.2	11.2
EPS (지배주주)	-243	-3,904	1,098	2,712	3,664
EPS (연결기준)	-656	-5,674	1,715	3,886	5,088
수정 EPS (원)*	182	-2,101	1,401	2,854	3,604

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**165**	**47**	**551**	**133**	**169**
당기순이익	-23	-193	58	127	167
현금유출입이없는 비용 및 수익	232	468	172	164	173
유형자산 감가상각비	75	86	86	92	96
무형자산 상각비	18	18	18	19	20
기타	138	364	68	53	57
영업활동 자산부채 변동	15	-168	368	-77	-82
투자활동에서의 현금흐름	**-294**	**-50**	**55**	**-18**	**-20**
유형자산 증감	-308	-42	-21	0	0
장단기금융자산의 증감	-9	-43	51	3	-0
기타	22	35	24	-21	-20
재무활동에서의 현금흐름	**269**	**-149**	**-149**	**-33**	**-33**
차입금의 증가(감소)	176	22	-65	3	3
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-6	-21	-18	-15	-15
기타	100	-150	-66	-20	-21
현금증감	141	-150	453	61	90
기초현금	631	772	622	1,074	1,136
기말현금	772	622	1,074	1,136	1,226
Gross cash flow	**209**	**275**	**230**	**291**	**340**
Free cash flow	**-153**	**-1**	**524**	**133**	**169**

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: NHN, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	**1,537**	**1,419**	**1,815**	**1,943**	**2,117**
현금 및 현금등가물	772	622	1,074	1,136	1,226
매출채권	182	185	183	205	232
재고자산	67	49	32	35	40
기타	516	563	526	567	619
비유동자산	**1,912**	**1,774**	**1,687**	**1,674**	**1,662**
투자자산	532	474	469	505	547
유형자산	706	701	653	561	464
무형자산	427	345	365	406	446
기타	247	254	200	202	204
자산총계	**3,450**	**3,193**	**3,502**	**3,617**	**3,779**
유동부채	**888**	**878**	**1,174**	**1,135**	**1,098**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	53	65	28	28	28
기타 유동부채	836	813	1,146	1,107	1,071
비유동부채	**571**	**549**	**547**	**590**	**641**
사채 및 장기차입금	179	176	155	155	155
기타 비유동부채	392	374	392	435	487
부채총계	**1,460**	**1,428**	**1,721**	**1,725**	**1,739**
지배주주지분	**1,631**	**1,451**	**1,483**	**1,555**	**1,656**
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	325	348	421	526
기타	-140	-121	-112	-113	-117
비지배주주지분	**358**	**314**	**298**	**337**	**383**
자본총계	**1,990**	**1,765**	**1,781**	**1,892**	**2,039**
순부채	-547	-410	-859	-907	-984

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	7.3	8.2	2.5	12.1	12.6
영업이익	42.4	적전	흑전	53.8	18.1
순이익	적지	적지	흑전	120.8	30.9
수정 EPS**	-43.4	적전	흑전	103.6	26.3
주당지표					
EPS (지배주주)	-243	-3,904	1,098	2,712	3,664
EPS (연결기준)	-656	-5,674	1,715	3,886	5,088
수정 EPS**	182	-2,101	1,401	2,854	3,604
BPS	48,402	45,675	48,114	50,463	53,726
DPS (보통주)	500	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	128.0	n/a	20.7	12.9	10.2
P/B***	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.2	7.0	1.7	2.0	1.7
비율					
ROE (%)	-0.5	-8.6	2.5	5.8	7.5
ROA (%)	-0.7	-5.8	1.7	3.6	4.5
ROIC (%)	-10.0	-4.4	6.5	16.9	19.3
배당성향 (%)	-197.4	-12.0	41.7	17.4	12.8
배당수익률 (보통주, %)	2.1	2.8	1.7	1.4	1.4
순부채비율 (%)	-27.5	-23.2	-48.2	-47.9	-48.3
이자보상배율 (배)	2.4	-1.1	6.6	10.0	11.7