

엔터테인먼트

송지원

02)739-5935

bd21312@heungkuksec.co.kr

(181710)

**NHN**

**BUY**(신규)

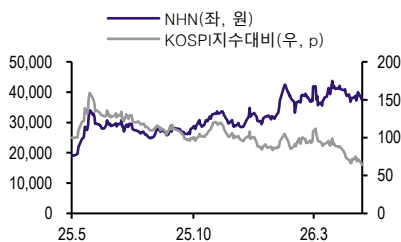
클라우드가 여는 두 번째 성장 국면

목표주가	50,000원(신규)
현재주가(05/28)	41,550원
상승여력	20.3%
시가총액	1,227십억원
발행주식수	32,753천주
52주 최고가 / 최저가	43,700 / 18,900원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	13.8%
주요주주	
이준호 (외 18인)	56.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%
자사주 (외 1인)	6.9%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-9.5 -1.2 13.1 98.1
상대수익률(KOSPI)	-33.9 -33.0 -93.3 -113.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,456	2,516	2,810	3,104
영업이익	-33	132	167	201
EBITDA	72	236	300	338
지배주주순이익	-133	32	90	112
EPS	-3,925	980	2,933	3,638
순차입금	-410	-1,401	-1,484	-1,563
PER	n/a	29.6	12.8	10.3
PBR	0.4	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	2.6	n/a	n/a	n/a
배당수익률	2.8	1.7	1.3	1.3
ROE	-8.6	2.2	6.0	7.1
컨센서스 영업이익	-	-	170	0
컨센서스 EPS	-	-	3,151	0

**주가추이**



**국내 웹보드 1위 기반의 종합 IT 사업자**

NHN은 ‘한게임 포커’, ‘한게임 고스톱’, ‘한게임 로얄홀덤’ 등 웹보드 게임 시리즈와 일본 모바일게임 등을 운영 및 퍼블리싱하는 게임 사업자로, 결제·클라우드·이커머스 솔루션까지 포괄하는 종합 IT 서비스를 영위하고 있다. 전사의 19% 비중을 차지하는 게임부문은 올해 2월부터 웹보드 게임 규제가 완화되며 수혜가 기대된다. '22년 웹보드 규제 완화 당해 연도 게임 매출이 +10% YoY 성장한 것을 감안, 올해도 연간 최소 8% 이상의 성장을 예상한다(2~3월 웹보드 매출 +17% YoY). 결제부문의 NHN KCP 또한 국내 1위 PG사업자로서 국내외 대형 가맹점 거래대금 확대를 기반으로 외형 성장을 지속 중이다. 1Q26 총 거래대금은 14.4조원으로 +21% YoY 증가했으며, 테슬라에 이어 메르세데스-벤츠 코리아의 차량판매 결제인프라 사업자로 선정되며 고액 결제 영역으로 레퍼런스를 확대하고 있다.

**클라우드 부문 연간 이익 흑전 기대**

NHN클라우드의 공공·민간 대상의 IaaS/ PaaS/ SaaS 등 클라우드 서비스를 제공하며, 3월 말 양평 리전 수냉식 AI 데이터센터 가동을 통해 정부 사업 기반의 GPUaaS로 핵심 성장축을 확대하고 있다. 양평 리전 GPU B200은 2분기부터 매출이 본격 인식될 전망이며, 해당 매출로만 5년간 약 3,000억원 수준의 매출 성장이 기대된다. 총 7,656장의 GPU 중 약 60%만으로 기존 매출 가이드선의 약 80%를 달성한 상황임을 감안 시, 향후 잔여 캐파 판매와 단가 상승에 따른 추가 업사이드가 기대된다. 클라우드 고성장을 통해 26년 기술 부문은 공공 및 민간향 CSP/IaaS, 광주 국가AI데이터센터 GPU, NHN테코러스 MSP/AWS 리세일, NHN드레이 SaaS의 안정적인 기존 매출 기반에 양평 리전 B200 GPUaaS, 크래프톤 B300 클러스터, 베슬시향 매출 등이 연내 더해지며 약 20%에 가까운 연간 외형성장률과 기술부문 흑자전환이 가능할 전망이다.

**투자의견 BUY, 목표주가 50,000원 신규 커버리지 개시**

동사에 대해 투자의견 BUY(매수), 목표주가 50,000원으로 커버리지 개시한다. '26~'27년 12MF EPS 3,286원에 '26E Domestic Peer Group 평균 P/E 15.5배를 적용하였다.

표 1 NHN 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 명)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>연결 매출액</b>	<b>600</b>	<b>605</b>	<b>626</b>	<b>686</b>	<b>671</b>	<b>682</b>	<b>699</b>	<b>757</b>	<b>2,516</b>	<b>2,810</b>	<b>3,104</b>
YoY	-0.7%	0.9%	2.8%	6.5%	11.9%	12.8%	11.8%	10.3%	2.5%	11.7%	10.5%
QoQ	-6.8%	0.8%	3.4%	9.6%	-2.1%	1.6%	2.5%	8.2%			
<b>부문별 매출</b>											
게임	120	115	118	126	128	125	126	138	479	518	542
PC	45	43	42	42	48	48	46	47	173	189	191
모바일	74	72	77	84	80	77	80	91	306	329	351
결제	290	309	327	346	355	<b>341</b>	359	<b>379</b>	1,273	1,433	1,598
기술	106	104	112	139	126	129	135	158	461	547	677
<b>영업비용</b>	<b>572</b>	<b>583</b>	<b>598</b>	<b>631</b>	<b>645</b>	<b>645</b>	<b>657</b>	<b>696</b>	<b>2,384</b>	<b>2,643</b>	<b>2,903</b>
인건비	114	108	108	106	114	112	110	109	436	445	465
지급수수료	396	410	421	454	456	459	470	495	1,681	1,880	2,077
광고선전비	18	21	24	24	24	22	24	26	87	96	106
감가상각비	26	25	25	27	33	32	32	34	103	130	143
통신비	4	4	4	3	3	3	4	4	15	14	16
기타	19	19	20	16	15	18	17	28	74	78	97
<b>영업이익</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>26</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>61</b>	<b>132</b>	<b>167</b>	<b>201</b>
YoY	1.3%	-23.0%	-124.4%	120.5%	-5.0%	70.8%	52.5%	10.5%	-18.3%	39.1%	3.8%
영업이익률	4.6%	3.6%	4.4%	8.0%	3.9%	5.5%	6.0%	8.1%	5.3%	5.9%	6.5%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-4</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>21</b>	<b>37</b>	<b>90</b>	<b>112</b>
지배기업순이익률	-0.6%	1.5%	1.9%	2.8%	3.5%	2.8%	3.8%	2.8%	1.5%	3.2%	3.6%

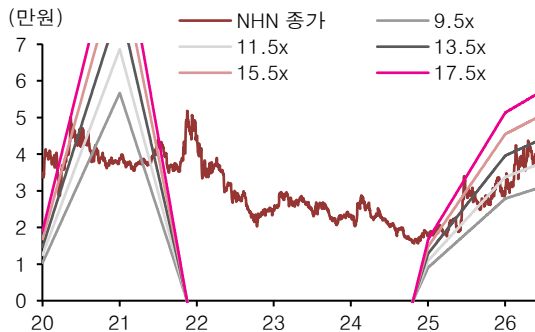
자료: 흥국증권 리서치센터

표 1 NHN 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	2,933	3,638	'26~27E 평균 EPS: 3,286
목표 PER (배)		15.5	'26E Domestic Game Peer Group 평균 P/E
<b>목표주가 (원)</b>		<b>50,000</b>	
현재주가(원)		41,550	
상승여력 (%)		20.3%	

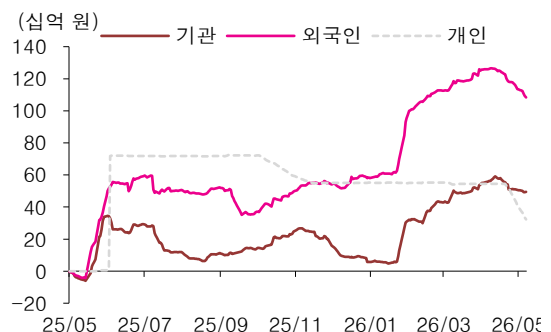
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 NHN 12M Fwd P/E Band



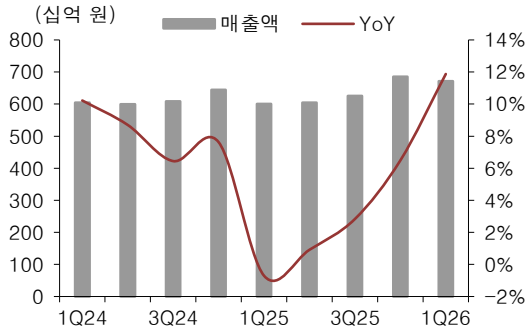
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 2 NHN 수급 동향



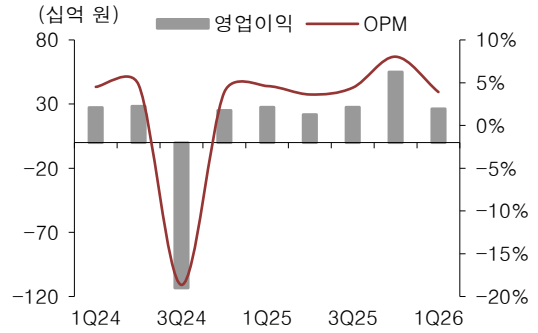
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 3 NHN 분기별 매출액 추이



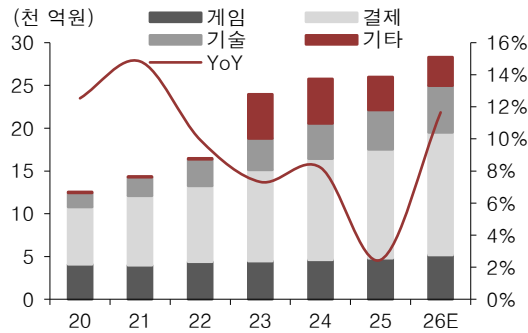
자료: NHN, 흥국증권 리서치센터

그림 4 NHN 분기별 영업이익 및 이익률 추이



자료: NHN, 흥국증권 리서치센터

그림 5 NHN 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: NHN, 흥국증권 리서치센터

그림 6 NHN클라우드 매출 비중

사업부	주요 회사
게임	NHN, NHN PlayArt
결제/광고	NHN KCP, NHN PAYCO, NHN AD
기술	NHN Cloud, NHN Techorus Dooray, Techorus
기타	커머스 NHN Commerce, NHN Global
	콘텐츠/티켓판매 Bugs, Comico, NHN Link

자료: NHN, 흥국증권 리서치센터

그림 7 NHN 웹보드 '한게임' 시리즈



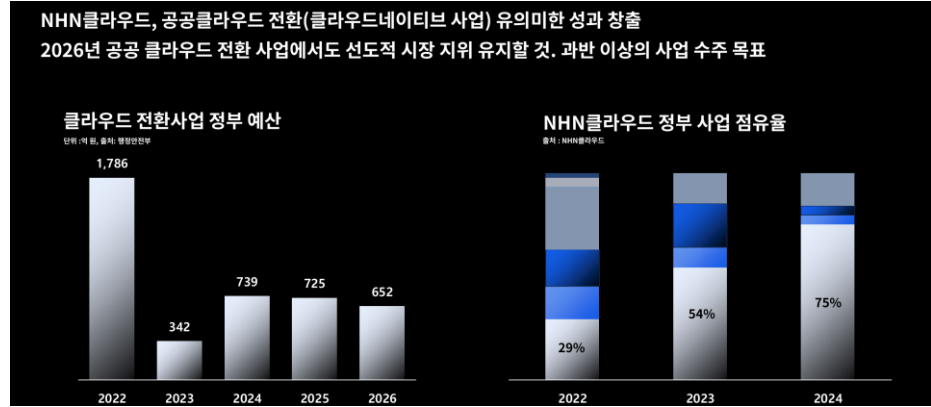
주: 순서대로 'PC한게임포커', '한게임섯다&맞고', '한게임로알홀덤'  
 자료: NHN, 흥국증권 리서치센터

그림 8 NHN 일본 모바일 게임 라인업

	LINE: 디즈니 초무초무 ('14.01 출시)
	요괴워치 뿌니뿌니 ('15.10 출시)
	Compass ('16.12 출시)
	우파루 오닷세이 ('23.10 출시)
	디시디아 듀엘럼 파이널판타지 ('26.03 출시)

자료: NHN, 흥국증권 리서치센터

그림 9 NHN클라우드 공공 클라우드 전환 사업



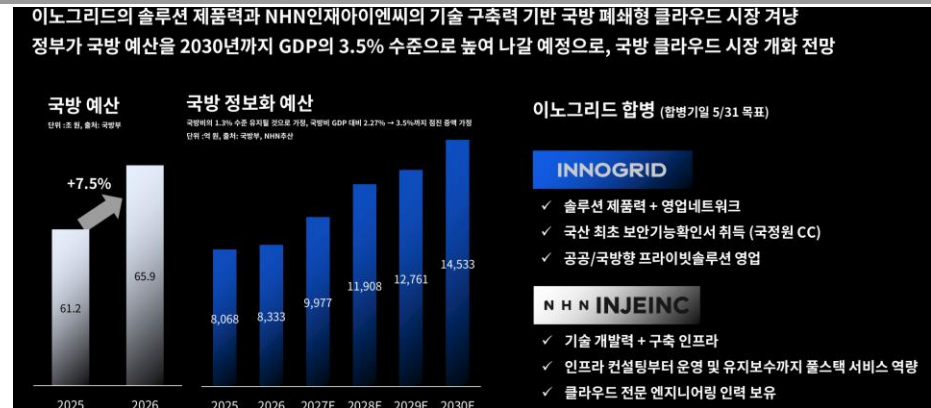
자료: NHN클라우드, 흥국증권 리서치센터

그림 10 NHN클라우드 IDC 캐파 현황 및 계획



자료: NHN클라우드, 흥국증권 리서치센터

그림 11 NHN클라우드 국방 AX 사업 방향성



자료: NHN클라우드, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	<b>2,456</b>	<b>2,516</b>	<b>2,810</b>	<b>3,104</b>	<b>3,443</b>
증가율 (Y-Y,%)	8.2	2.4	11.7	10.5	10.9
<b>영업이익</b>	<b>(33)</b>	<b>132</b>	<b>167</b>	<b>201</b>	<b>228</b>
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	25.9	20.3	13.8
EBITDA	72	236	300	338	368
영업외손익	(97)	(1)	27	39	53
순이자수익	(8)	(5)	(82)	(77)	(72)
외화관련손익	7	(1)	0	0	0
지분법손익	(12)	(6)	(12)	(12)	(12)
세전계속사업손익	(130)	131	194	240	282
<b>당기순이익</b>	<b>(193)</b>	<b>52</b>	<b>119</b>	<b>148</b>	<b>174</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>(133)</b>	<b>32</b>	<b>90</b>	<b>112</b>	<b>131</b>
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	181.7	24.0	17.2
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	8.5	6.0	7.4	8.1	11.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	50.2	44.2	n/a	19.9
EBITDA증가율(3Yr)	(25.1)	26.0	26.1	67.6	16.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	49.6
영업이익률(%)	(1.3)	5.3	5.9	6.5	6.6
EBITDA마진(%)	2.9	9.4	10.7	10.9	10.7
순이익률 (%)	(7.8)	2.1	4.3	4.8	5.0
<b>NOPLAT</b>	<b>(24)</b>	<b>52</b>	<b>103</b>	<b>124</b>	<b>141</b>
(+) Dep	104	103	133	137	140
(-) 운전자본투자	20	(835)	4	26	(55)
(-) Capex	48	61	68	75	83
OpFCF	13	930	164	160	252

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,419	2,202	2,283	2,399	2,618
현금성자산	764	1,693	1,760	1,827	1,988
매출채권	516	407	412	456	507
재고자산	49	26	30	33	37
비유동자산	1,774	1,649	1,644	1,643	1,648
투자자산	729	640	666	693	721
유형자산	701	685	667	657	657
무형자산	345	325	311	292	270
<b>자산총계</b>	<b>3,193</b>	<b>3,851</b>	<b>3,927</b>	<b>4,042</b>	<b>4,267</b>
유동부채	878	1,545	1,548	1,567	1,676
매입채무	648	1,355	1,361	1,381	1,490
유동성이자부채	124	101	94	90	86
비유동부채	549	536	533	532	532
비유동이자부채	230	191	182	174	166
<b>부채총계</b>	<b>1,428</b>	<b>2,081</b>	<b>2,081</b>	<b>2,099</b>	<b>2,208</b>
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
이익잉여금	325	630	705	802	918
자본조정	(121)	(114)	(114)	(114)	(114)
자기주식	(46)	(48)	(48)	(48)	(48)
<b>자본총계</b>	<b>1,765</b>	<b>1,771</b>	<b>1,846</b>	<b>1,943</b>	<b>2,059</b>
투하자본	928	(52)	(77)	(77)	(151)
순차입금	(410)	(1,401)	(1,484)	(1,563)	(1,735)
ROA	(4.0)	0.9	2.3	2.8	3.2
ROE	(8.6)	2.2	6.0	7.1	7.8
ROIC	(2.5)	-	-	-	-

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(3,925)	980	2,933	3,638	4,265
BPS	42,986	44,671	46,961	49,914	53,457
DPS	500	500	500	500	500
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	-	29.6	12.8	10.3	8.8
PBR	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	2.6	-	-	-	-
배당수익율	2.8	1.7	1.3	1.3	1.3
PCR	2.2	3.6	5.1	4.6	4.2
PSR	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	80.9	117.5	112.7	108.1	107.3
Net debt/Equity	-	-	-	-	-
Net debt/EBITDA	-	-	-	-	-
유동비율	161.5	142.6	147.5	153.1	156.2
이자보상배율	n/a	27.2	2.0	2.6	3.2
이자비용/매출액	1.2	1.0	3.6	3.1	2.7
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	38.3	(2.3)	(3.3)	(3.1)	(5.9)
현금+투자자산(%)	61.7	102.3	103.3	103.1	105.9
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	16.7	14.1	13.0	12.0	10.9
자기자본(%)	83.3	85.9	87.0	88.0	89.1

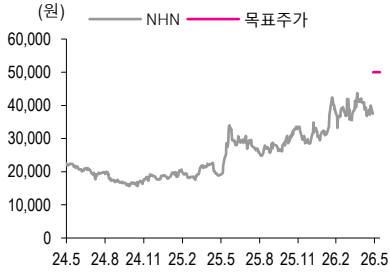
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업현금</b>	<b>47</b>	<b>374</b>	<b>238</b>	<b>242</b>	<b>345</b>
당기순이익	(193)	52	119	148	174
자산상각비	104	103	133	137	140
운전자본증감	(168)	163	(4)	(26)	55
매출채권감소(증가)	(174)	78	(6)	(44)	(51)
재고자산감소(증가)	11	33	(4)	(3)	(4)
매입채무증감(감소)	(18)	49	6	20	109
<b>투자현금</b>	<b>(50)</b>	<b>13</b>	<b>(145)</b>	<b>(154)</b>	<b>(163)</b>
단기투자자산감소	22	77	(5)	(5)	(6)
장기투자증권감소	2	(6)	(29)	(30)	(31)
설비투자	(48)	(61)	(68)	(75)	(83)
유무형자산감소	(5)	(15)	(34)	(34)	(34)
<b>재무현금</b>	<b>(149)</b>	<b>554</b>	<b>(31)</b>	<b>(28)</b>	<b>(27)</b>
차입금증가	(9)	(27)	(16)	(12)	(12)
자본증가	2	0	0	0	0
배당금지급	(21)	(18)	(15)	(15)	(15)
현금 증감	(150)	942	62	61	155
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>275</b>	<b>263</b>	<b>242</b>	<b>269</b>	<b>291</b>
(-) 운전자본증감(감소)	20	(835)	4	26	(55)
(-) 설비투자	48	61	68	75	83
(+) 자산매각	(5)	(15)	(34)	(34)	(34)
Free Cash Flow	202	1,022	137	133	228
(-) 기타투자	(2)	6	29	30	31
잉여현금	204	1,016	107	103	197

**NHN- 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경**

날짜	투자의건	적정가격(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2026-05-29	담당자변경			
2026-05-29	Buy	50,000		

**투자의건(향후 12개월 기준)**

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 03월 31일 기준)**

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앗체**

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층  
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286