



NHN (181710)

이미 시작된 수요 폭증을 벌써 대응하고 있는 플레이어

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 65,000원

현재 주가(8/10)	41,750 원
상승여력	▲55.7%
시가총액	13,674 억원
발행주식수	32,753 천주
52 주 최고가 / 최저가	59,600 / 24,800 원
90 일 일평균 거래대금	77.18 억원
외국인 지분율	12.4%

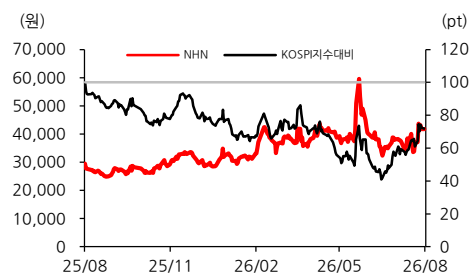
주주 구성	
이준호 (외 17 인)	56.7%
국민연금공단 (외 1 인)	9.6%
자사주 (외 1 인)	7.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.4	7.9	26.5	41.5
상대수익률(KOSPI)	25.2	23.9	7.7	-54.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,456	2,516	3,035	3,387
영업이익	-33	132	207	266
EBITDA	72	236	337	437
순이익	-133	32	120	152
EPS(원)	-4,073	1,018	3,812	4,834
순차입금	-410	-1,401	-1,050	-936
PER	-10.2	41.0	11.0	8.6
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.3	-0.1	0.9	1.0
배당수익률	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE	-8.6	2.2	7.9	9.3

주가 추이



동사의 2Q26 실적은 모든 사업부분이 호조세를 나타내며 컨센서스를 큰 폭 상회했습니다. 동사에 대한 목표주가를 6 만 5 천 원으로 재차 상향하며, 중소형주 최선호주를 의견을 유지합니다.

2Q26 실적은 영업이익 컨센서스 큰 폭 상회

동사의 2Q26 실적은 매출액 7,579억 원, 영업이익 579억 원을 기록하며 영업이익 컨센서스를 35% 상회했다. 게임, 결제, 기술 매출 성장세 모두 우리 추정치보다 높았고, 이에 따른 이익 레버리지가 오류이 나타난 호실적이다. 게임 매출액은 견조한 웹보드 사업에 일본 모바일 라인업 콜라보 효과가 크게 반영되며 QoQ 9.3% 증가했다. 결제 매출액은 QoQ 11.1% 증가했는데, KCP가 신규가맹점 유입으로 좋았던 이커머스 시장 성장을 크게 상회한 것으로 파악된다. 기술 사업 매출은 GPUaaS 사업 성과가 인식되며 QoQ 27.1% 성장했다. 3월 말 가동 시작한 양평리전의 GPU 관련 매출 및 이익이 예상보다 크게 반영됐다.

대규모 인프라 확충을 겨냥하는 대형사들과는 다른 전략

높은 이익 성장의 핵심 임플리케이션은 크게 세가지다. 1) GPU 클라우드 사업의 수익성이 시장 통상 가정인 15~20% 마진 수준을 상회한다는 점이다. 이는 선제적 인프라 투자가 급증하는 수요와 맞물려 실적에 반영되기 시작했음을 의미한다. 2) 내년까지 30MW 이상의 추가 증설과 약 4조원 규모의 '베라루빈' 정부지원 사업이 예정되어 있어, 27년 이후 실적 추정치 상향 여지도 크다고 본다. 3) 글로벌 고객사와의 장기계약 논의가 진행 중인 가운데, 3~5년 뒤를 겨냥해 투자 중인 대형 ICT 업체들과 달리 동사는 현재 수요에 즉시 대응 가능한 사실상 유일한 사업자라는 점이 핵심 경쟁력이라고 판단한다.

목표주가 6만 5천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 실적 추정치 재차 상향으로 6만 5천 원으로 높여 제시한다. 26~27E 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 20%, 22% 상향했고, 목표주가는 올해 예상 EPS에 P/E 목표배수 17배를 적용했다. 견고한 웹보드 사업 밸류만으로도 현재 밸류에이션은 저평가를 받고 있다고 본다. GPUaaS를 영위하고 있는 국내 기업 중 동사의 경쟁우위는 멀티플 리레이팅으로 나타날 것이라는 기존 의견을 유지한다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	757.9	786.1	819.7	2,456	2,516	3,035	3,387
YoY(%)	(0.7)	0.9	2.8	6.5	11.9	25.3	25.7	19.6	8.2	2.4	20.6	11.6
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	139.6	130.3	127.2	460	479	525	541
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	49.1	49.9	47.9	173	173	195	207
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	90.5	80.4	79.3	287	306	330	334
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	394.0	401.2	407.8	1,146	1,266	1,558	1,729
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	159.8	169.5	175.7	414	460	631	751
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	700.0	728.2	754.3	2,489	2,384	2,828	3,121
YoY(%)	(0.8)	2.1	(17.2)	1.9	12.7	20.1	21.8	19.6	(4.4)	(0.6)	6.8	8.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	116.0	117.3	118.3	439	436	466	505
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	507.3	525.9	548.4	1,647	1,681	2,038	2,242
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	17.5	25.8	27.0	67	87	94	111
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	57.9	57.8	65.4	-32.6	132.4	207.4	265.6
YoY(%)	1.3	-23.0	흑전	120.9	-5.0	164.2	109.3	18.5	-158.7	흑전	56.6	28.0
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	8.1	3.9	7.6	7.4	8.0	-1.3	5.3	6.8	7.8
당기순이익	-0.2	11.2	18.0	22.9	31.1	29.1	33.8	24.5	-192.6	51.9	120.2	152.4
YoY(%)	적지	142.6	-44.4	흑전	흑전	158.8	87.7	7.1	적지	흑전	131.5	26.8
순이익률(%)	0.0	1.9	2.9	3.3	4.6	3.8	4.3	3.0	-7.8	2.1	4.0	4.5

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,270	2,456	2,516	3,035	3,387
매출총이익	2,270	2,456	2,516	3,035	3,387
영업이익	56	-33	132	207	266
EBITDA	149	72	236	337	437
순이자손익	-2	-8	-5	-7	-13
외화관련손익	2	7	-1	0	0
지분법손익	6	-12	-6	-16	0
세전계속사업손익	13	-130	131	155	203
당기순이익	-23	-193	52	120	152
지배주주순이익	-9	-133	32	120	152
증가율(%)					
매출액	7.3	8.2	2.4	20.6	11.6
영업이익	42.4	적전	흑전	56.6	28.0
EBITDA	26.8	-51.9	228.3	42.7	29.9
순이익	적지	적지	흑전	131.5	26.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.4	-1.3	5.3	6.8	7.8
EBITDA 이익률	6.6	2.9	9.4	11.1	12.9
세전이익률	0.6	-5.3	5.2	5.1	6.0
순이익률	-1.0	-7.8	2.1	4.0	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	165	47	1,246	42	347
당기순이익	-23	-193	52	102	114
자산상각비	94	104	103	127	164
운전자본증감	15	-168	0	-214	61
매출채권 감소(증가)	10	-174	78	-62	-40
재고자산 감소(증가)	18	11	33	-3	-2
매입채무 증가(감소)	27	-18	49	-149	102
투자현금흐름	-294	-50	20	-458	-473
유형자산처분(취득)	-308	-42	-117	-394	-425
무형자산 감소(증가)	-31	-12	-18	-34	-34
투자자산 감소(증가)	68	22	77	-5	-5
재무현금흐름	269	-149	-324	-16	-16
차입금의 증가(감소)	115	-9	-27	0	0
자본의 증가(감소)	-26	-57	-296	-16	-16
배당금의 지급	-6	-17	-16	-16	-16
총현금흐름	209	275	1,246	255	286
(-)운전자본증가(감소)	-77	20	-835	214	-61
(-)설비투자	318	48	123	394	425
(+)자산매각	-20	-5	-12	-34	-34
Free Cash Flow	-53	202	1,946	-386	-112
(-)기타투자	86	166	758	25	9
잉여현금	-138	35	1,188	-411	-121
NOPLAT	-99	-24	52	132	142
(+) Dep	94	104	103	127	164
(-)운전자본투자	-77	20	-835	214	-61
(-)Capex	318	48	123	394	425
OpFCF	-246	13	868	-349	-57

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537	1,419	2,202	1,979	1,931
현금성자산	879	764	1,693	1,342	1,228
매출채권	493	516	407	526	584
재고자산	67	49	26	33	36
비유동자산	1,912	1,774	1,649	1,988	2,334
투자자산	779	729	640	649	658
유형자산	706	701	685	995	1,314
무형자산	427	345	325	344	362
자산총계	3,450	3,193	3,851	3,967	4,265
유동부채	888	878	1,545	1,546	1,699
매입채무	664	648	1,355	1,353	1,503
유동성이자부채	110	124	101	101	101
비유동부채	571	549	536	543	550
비유동이자부채	222	230	191	191	191
부채총계	1,460	1,428	2,081	2,088	2,249
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	929	929	929
이익잉여금	524	325	630	734	871
자본조정	-140	-121	-114	-110	-110
자기주식	-54	-46	-48	-48	-48
자본총계	1,990	1,765	1,771	1,879	2,016

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-244	-4,073	1,018	3,812	4,834
BPS	46,697	42,986	44,671	47,973	52,144
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,975	8,158	38,040	8,420	10,105
ROA(%)	-0.3	-4.0	0.9	3.1	3.7
ROE(%)	-0.5	-8.6	2.2	7.9	9.3
ROIC(%)	-11.1	-2.5	5.2	8.9	37.4
Multiples(x, %)					
PER	-170.8	-10.2	41.0	11.0	8.6
PBR	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	7.0	5.1	1.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	5.5	13.3	-0.1	0.9	1.0
배당수익률	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	73.4	80.9	117.5	111.1	111.6
Net debt/Equity	-27.5	-23.2	-79.1	-55.9	-46.4
Net debt/EBITDA	-365.7	-571.2	-594.2	-311.9	-214.1
유동비율	173.0	161.5	142.6	128.1	113.6
이자보상배율(배)	2.4	n/a	5.1	7.4	7.6
자산구조(%)					
투자자본	36.4	38.3	-2.3	17.0	25.9
현금+투자자산	63.6	61.7	102.3	83.0	74.1
자본구조(%)					
차입금	14.3	16.7	14.1	13.4	12.6
자기자본	85.7	83.3	85.9	86.6	87.4

[Compliance Notice]

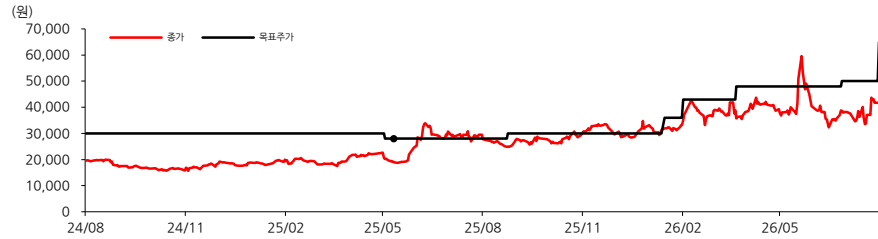
(공표일: 2026년 8월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.19	2024.12.04	2025.05.14	2025.09.04	2026.01.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	28,000	30,000	36,000
일 시	2026.02.12	2026.03.27	2026.04.02	2026.04.24	2026.05.13	2026.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	48,000	48,000	48,000	48,000
일 시	2026.05.29	2026.07.08	2026.08.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	48,000	50,000	65,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.14	Buy	28,000	-4.81	21.25
2025.09.04	Buy	30,000	-1.77	16.00
2026.01.26	Buy	36,000	-10.90	-7.92
2026.02.12	Buy	43,000	-11.12	-1.40
2026.04.02	Buy	48,000	-17.25	24.17
2026.07.08	Buy	50,000	-23.70	-12.60
2026.08.11	Buy	65,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%