



## Outperform(Maintain)

목표주가: 32,000원(상향)

주가(8/14): 27,550원

시가총액: 9,303억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형

jun59057@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/14)		3,225.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,950 원	15,640원
등락률	-18.9%	76.2%
수익률	절대	상대
1M	-5.5%	-6.2%
6M	49.6%	20.1%
1Y	42.2%	18.9%

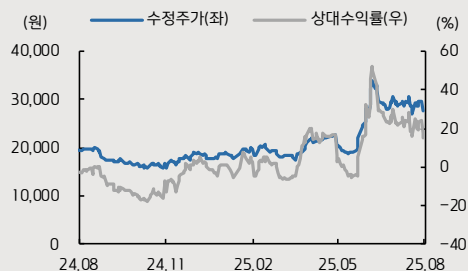
## Company Data

발행주식수	33,766천주
일평균 거래량(3M)	241천주
외국인 지분율	10.6%
배당수익률(25E)	1.8%
BPS(25E)	44,007원
주요 주주	이준호 외 17 인 55.1%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,269.6	2,456.1	2,517.4	2,653.6
영업이익	55.6	-32.6	108.2	113.0
EBITDA	149.5	71.8	202.2	212.1
세전이익	13.0	-129.6	97.1	111.0
순이익	-23.1	-192.6	43.0	74.9
지배주주지분순이익	-8.5	-132.5	30.7	59.3
EPS(원)	-243	-3,904	910	1,756
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	92.9
PER(배)	-96.3	-4.5	30.3	15.7
PBR(배)	0.50	0.41	0.63	0.60
EV/EBITDA(배)	3.9	6.5	3.9	3.5
영업이익률(%)	2.4	-1.3	4.3	4.3
ROE(%)	-0.5	-8.6	2.1	3.9
순차입금비용(%)	-29.9	-25.3	-26.4	-28.1

## Price Trend



## 기업 업데이트

## NHN (181710)

## 정부 사업의 수혜



동사의 목표주가를 2.4만원에서 3.2만원으로 상향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 동사는 정부 GPU 사업과 관련하여 절대적인 이익 관점에서 기여도는 제한적일 수 있지만 과거 동사가 광주 AI 데이터센터를 기반으로 정부와 연계한 레퍼런스 등으로 현재 GPU 사업의 메인 입지를 차지한 과정을 긍정적으로 평가하며, 이에 향후 추가 수주 증가가 발현될 가능성이 존재할 것으로 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 동사 목표주가 상향

동사 목표주가를 2.4만원에서 3.2만원으로 상향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 목표주가는 26E 지배주주순이익 593억원에 목표 PER 20배와 연할인율 10%를 적용한 결과이다. AI 관련하여 정부 사업 참여에 따른 기대감을 투영하여 목표 PER을 기존 15배에서 20배로 상향 조정하였다.

## &gt;&gt;&gt; 정부 GPU 사업 이슈

동사는 정부 GPU 사업과 관련된 운영 매출로 향후 5년간 3천억원의 매출을 목표하고 있으며, 이에 대한 마진은 싱글 디짓 수준으로 관측된다. 이에 연간 600억원의 매출액과 50억원 내외의 영업이익의 증분이 발생할 수 있을 것으로 전망한다. 이에 절대적 이익 관점의 기여는 크지 않을 수 있지만 과거 동사가 광주 AI 데이터센터를 기반으로 정부와 연계했던 레퍼런스를 통해 현재 GPU 사업의 메인 입지를 차지한 점을 긍정적으로 평가하며, 이에 향후 정부 대상 클라우드 및 AI 기반 사업에 있어서 추가 수주와 재무적 성과 증가가 발현될 가능성은 열어둘 필요가 있을 것으로 판단한다. 이에 당분간 공공 클라우드를 중심으로 동사의 입지와 점유율 증가를 전망하며, 다만 글로벌 빅테크의 공공 클라우드 진입을 용이하게 하기 위한 미국의 움직임을 배제할 수 없다는 점은 잠재적 리스크 요인으로 작동할 수 있을 것으로 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 실적 및 기업가치 이슈

동사 2분기 실적은 링크를 제외한 콘텐츠 사업 및 커머스 사업의 부진 등으로 영업이익이 219억원을 기록하며 전분기 및 전년동기대비 부진한 모습을 기록했다. 하반기에는 정부 사업을 근간으로 기술 부문 매출 증가세가 발현되면서 분기별 영업이익 개선이 가능할 것으로 판단하며, 내년 중에는 본격적인 GPU 관련 운영 매출이 더해지면서 안정적인 영업이익 증가율을 기록할 것으로 전망한다. 다만 게임 사업부문에서 기존 레거시 부문을 제외한 신작의 성과가 필요하며 전술한 콘텐츠 및 커머스 부문의 체질 개선이 보강되어야 탄력적인 영업이익 성장이 가시화될 것으로 판단하며, 이에 적자 부문을 중심으로 추가적인 구조조정이 검토될 필요가 있을 것으로 판단한다.

## NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	604.9	635.6	676.8	2,456.1	2,517.4	2,653.6
게임	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	114.9	115.8	123.8	459.8	474.1	481.6
결제	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	309.4	325.9	338.8	1,146.4	1,264.4	1,313.8
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	104.5	111.2	129.6	414.3	450.9	537.1
기타	108.8	108.0	109.8	109.0	84.6	76.1	82.7	84.6	435.5	328.0	321.1
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	583.0	609.4	644.3	2,488.7	2,409.1	2,540.6
영업이익	27.3	28.5	-113.4	25.0	27.6	21.9	26.2	32.5	-32.6	108.2	113.0
영업이익률(%)	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	4.6%	3.6%	4.1%	4.8%	-1.3%	4.3%	4.3%
영업외손익	-9.2	-7.0	16.0	-96.8	-3.6	1.9	2.8	-12.3	-96.9	-11.2	-2.0
법인세차감전순이익	18.1	21.4	-97.4	-71.7	24.1	23.8	28.9	20.3	-129.6	97.1	111.0
법인세차감전순이익률(%)	3.0%	3.6%	-16.0%	-11.1%	4.0%	3.9%	4.5%	3.0%	-5.3%	3.9%	4.2%
법인세비용	23.0	16.8	12.9	10.4	24.3	12.6	10.1	7.1	63.0	54.1	36.1
법인세율(%)	126.7%	78.4%	-13.3%	-14.4%	101.0%	52.8%	35.0%	35.0%	-48.7%	55.7%	32.5%
당기순이익	-4.8	4.6	-110.3	-82.1	-0.2	11.2	18.8	13.2	-192.6	43.0	74.9
당기순이익률(%)	-0.8%	0.8%	-18.1%	-12.8%	0.0%	1.9%	3.0%	1.9%	-7.8%	1.7%	2.8%
지배주주지분	-3.3	6.1	-72.2	-63.1	-3.8	9.1	15.3	10.1	-132.5	30.7	59.3
비지배주주지분	-1.5	-1.5	-38.1	-19.0	3.5	2.2	3.5	3.1	-60.1	12.2	15.6

자료: NHN, 키움증권 리서치

## NHN 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	2,642.8	2,755.5	2,844.7	2,517.4	2,653.6	2,794.9	-4.7%	-3.7%	-1.7%
영업이익	116.4	117.4	115.7	108.2	113.0	116.7	-7.0%	-3.8%	0.9%
영업이익률	4.4%	4.3%	4.1%	4.3%	4.3%	4.2%	-0.1%	0.0%	0.1%
법인세차감전순이익	74.4	79.9	82.7	97.1	111.0	116.7	30.4%	38.9%	41.2%
당기순이익	48.4	52.9	55.8	43.0	74.9	80.3	-11.2%	41.5%	43.8%
지배주주지분	54.0	53.1	51.8	30.7	59.3	60.3	-43.0%	11.7%	16.4%

자료: 키움증권 리서치

## NHN 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	637.3	659.9	704.1	668.5	604.9	635.6	676.8	634.1	-5.1%	-3.7%	-3.9%	-5.2%
영업이익	23.6	29.4	37.3	25.6	21.9	26.2	32.5	22.3	-7.3%	-11.2%	-12.9%	-13.0%
영업이익률	3.7%	4.5%	5.3%	3.8%	3.6%	4.1%	4.8%	3.5%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.3%
법인세차감전순이익	20.6	26.4	4.3	22.3	23.8	28.9	20.3	24.8	15.4%	9.3%	366.3%	10.9%
당기순이익	13.4	17.2	2.8	14.8	11.2	18.8	13.2	16.7	-16.3%	9.3%	366.3%	13.0%
지배주주지분	14.3	18.1	4.7	15.5	9.1	15.3	10.1	13.9	-36.8%	-15.6%	114.2%	-10.9%

자료: 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	2,269.6	2,456.1	2,517.4	2,653.6	2,794.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,269.6	2,456.1	2,517.4	2,653.6	2,794.9
판매비	2,214.0	2,488.7	2,409.1	2,540.6	2,678.2
<b>영업이익</b>	55.6	-32.6	108.2	113.0	116.7
<b>EBITDA</b>	149.5	71.8	202.2	212.1	220.2
영업외손익	-42.6	-96.9	-11.2	-2.0	0.0
이자수익	19.0	18.8	19.6	20.9	22.4
이자비용	22.7	28.5	28.5	28.5	28.5
외환관련이익	7.5	10.1	6.4	6.7	7.1
외환관련손실	5.5	3.1	2.4	2.5	2.6
종속 및 관계기업손익	4.7	-11.4	-8.5	-9.0	-9.0
기타	-45.6	-82.8	2.2	10.4	10.6
<b>법인세차감전이익</b>	13.0	-129.6	97.1	111.0	116.7
법인세비용	36.1	63.0	54.1	36.1	36.5
계속사업손익	-23.1	-192.6	43.0	74.9	80.3
<b>당기순이익</b>	-23.1	-192.6	43.0	74.9	80.3
<b>지배주주순이익</b>	-8.5	-132.5	30.7	59.3	60.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.3	8.2	2.5	5.4	5.3
영업이익 증감율	42.4	-158.6	-431.9	4.4	3.3
EBITDA 증감율	26.9	-52.0	181.6	4.9	3.8
지배주주순이익의 증감율	흑전	1,458.8	-123.2	93.2	1.7
EPS 증감율	적지	적지	흑전	92.9	1.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	2.4	-1.3	4.3	4.3	4.2
EBITDA Margin(%)	6.6	2.9	8.0	8.0	7.9
지배주주순이익률(%)	-0.4	-5.4	1.2	2.2	2.2

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	165.3	47.0	364.4	386.0	395.7
당기순이익	-23.1	-192.6	43.0	74.9	80.3
비현금항목의 가감	231.8	468.1	365.5	351.9	355.1
유형자산감가상각비	75.4	86.0	79.4	83.0	86.0
무형자산감가상각비	18.5	18.5	14.6	16.2	17.5
지분법평가손익	-39.2	-41.8	-10.4	-13.0	-15.0
기타	177.1	405.4	281.9	265.7	266.6
영업활동자산부채증감	15.1	-167.5	17.2	1.2	1.2
매출채권및기타채권의감소	10.5	-173.6	-12.9	-28.6	-29.7
재고자산의감소	17.9	11.3	-1.2	-2.7	-2.8
매입채무및기타채무의증가	27.1	-18.1	16.2	16.6	17.0
기타	-40.4	12.9	15.1	15.9	16.7
기타현금흐름	-58.5	-61.0	-61.3	-42.0	-40.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-294.5	-50.5	-158.6	-158.8	-159.0
유형자산의 취득	-317.9	-48.0	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	10.2	6.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-30.5	-11.8	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	89.5	57.4	-4.2	-4.3	-4.5
단기금융자산의감소(증가)	29.9	-27.9	-4.3	-4.5	-4.6
기타	-75.7	-26.6	-25.1	-25.0	-24.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	269.1	-149.2	-115.9	-115.9	-115.9
차입금의 증가(감소)	133.6	11.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-20.3	-42.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.0	-21.2	-15.9	-15.9	-15.9
기타	161.8	-97.6	-100.0	-100.0	-100.0
기타현금흐름	1.2	2.7	-62.2	-62.3	-62.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	141.1	-149.9	27.7	49.0	58.4
기초현금 및 현금성자산	630.6	771.7	621.8	649.5	698.5
기말현금 및 현금성자산	771.7	621.8	649.5	698.5	756.9

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	1,537.4	1,418.8	1,466.4	1,552.7	1,649.6
현금 및 현금성자산	771.7	621.8	649.5	698.5	756.9
단기금융자산	146.0	173.9	178.2	182.7	187.3
매출채권 및 기타채권	493.1	515.6	528.4	557.0	586.7
재고자산	67.0	49.4	50.6	53.3	56.2
기타유동자산	59.6	58.1	59.7	61.2	62.5
<b>비유동자산</b>	1,912.3	1,774.3	1,806.1	1,832.5	1,854.8
투자자산	531.5	474.1	469.9	465.2	460.7
유형자산	706.3	700.8	721.4	738.4	752.4
무형자산	426.8	344.8	355.2	364.0	371.5
기타비유동자산	247.7	254.6	259.6	264.9	270.2
<b>자산총계</b>	3,449.7	3,193.0	3,272.5	3,385.1	3,504.4
<b>유동부채</b>	888.4	878.4	900.1	922.5	945.6
매입채무 및 기타채무	664.3	648.2	664.4	681.0	698.0
단기금융부채	101.1	120.0	120.0	120.0	120.0
기타유동부채	123.0	110.2	115.7	121.5	127.6
<b>비유동부채</b>	571.5	549.3	560.3	571.9	584.1
장기금융부채	222.3	229.9	229.9	229.9	229.9
기타비유동부채	349.2	319.4	330.4	342.0	354.2
<b>부채총계</b>	1,459.9	1,427.7	1,460.4	1,494.4	1,529.7
<b>지배지분</b>	1,631.4	1,451.5	1,485.9	1,548.9	1,613.0
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7	1,228.7
기타자본	-141.2	-132.9	-132.9	-132.9	-132.9
기타포괄손익누계액	1.4	12.2	31.8	51.4	71.0
이익잉여금	523.8	324.8	339.6	383.0	427.4
비지배지분	358.4	313.9	326.1	341.7	361.7
<b>자본총계</b>	1,989.8	1,765.4	1,812.0	1,890.7	1,974.7
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-243	-3,904	910	1,756	1,786
BPS	46,697	42,986	44,007	45,873	47,769
CFPS	5,930	8,115	12,097	12,640	12,894
DPS	500	500	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-96.3	-4.5	30.3	15.7	15.4
PER(최고)	-123.7	-7.5	39.8		
PER(최저)	-82.5	-4.0	19.1		
PBR	0.50	0.41	0.63	0.60	0.58
PBR(최고)	0.64	0.68	0.82		
PBR(최저)	0.43	0.36	0.39		
PSR	0.36	0.24	0.37	0.35	0.33
PCFR	3.9	2.2	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	3.9	6.5	3.9	3.5	3.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	-73.0	-8.3	37.0	21.2	19.8
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.1	2.8	1.8	1.8	1.8
ROA	-0.7	-5.8	1.3	2.3	2.3
ROE	-0.5	-8.6	2.1	3.9	3.8
ROIC	-11.0	-3.4	4.4	6.8	6.9
매출채권회전율	4.8	4.9	4.8	4.9	4.9
재고자산회전율	40.0	42.2	50.4	51.1	51.0
부채비율	73.4	80.9	80.6	79.0	77.5
순차입금비용	-29.9	-25.3	-26.4	-28.1	-30.1
이자보상배율	2.4	-1.1	3.8	4.0	4.1
총차입금	323.4	349.9	349.9	349.9	349.9
순차입금	-594.3	-445.8	-477.9	-531.4	-594.3
NOPLAT	149.5	71.8	202.2	212.1	220.2
FCF	-336.0	-153.5	32.9	50.4	58.7

## Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 현재 'NHN(181710)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

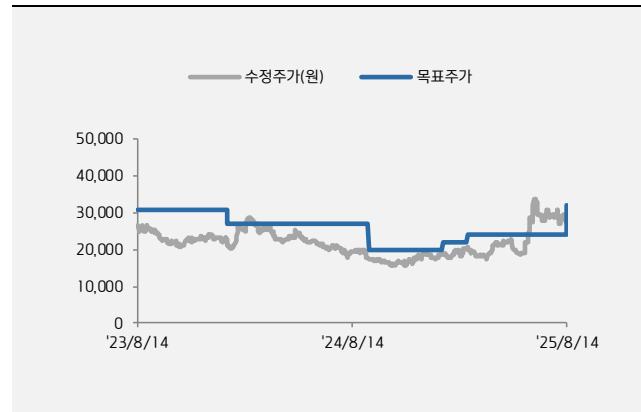
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
NHN (181710)	2023-08-14	Outperform(Maintain)	31,000원	6개월	-24.80	-13.39
	2024-01-15	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-7.57	6.48
	2024-04-12	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-12.64	6.48
	2024-09-11	Outperform(Maintain)	20,000원	6개월	-13.41	-3.95
	2025-01-15	Outperform(Maintain)	22,000원	6개월	-14.70	-9.50
	2025-02-17	Outperform(Maintain)	22,000원	6개월	-13.59	-6.82
	2025-02-26	Outperform(Maintain)	24,000원	6개월	-1.57	41.46
	2025-08-14	Outperform(Maintain)	32,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

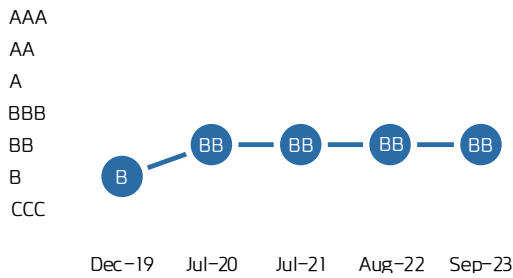
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

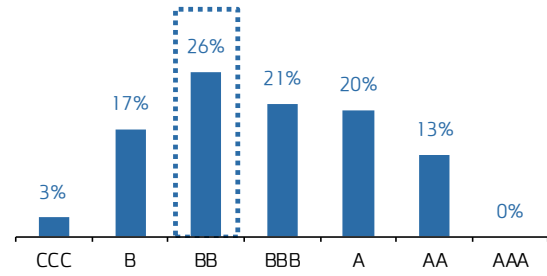
매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 70개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.4	4.6		
<b>환경</b>	6.7	8.3	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.4	5.0%	
<b>사회</b>	4.6	4.8	56.0%	▼0.4
인력 자원 개발	2.7	3.6	23.0%	▲1.1
개인정보 보호와 데이터 보안	6.8	5.8	22.0%	▼1.8
금융 접근성	4.3		11.0%	
<b>지배구조</b>	3.8	4.5	39.0%	▲0.6
기업 지배구조	5.1	5.4		▲1.4
기업 활동	3.9	5.4		▼1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 12월	악성 애플리케이션 제작에 사용된 것으로 알려진 페이코 모바일 애플리케이션의 서명키 유출에 대한 금융감독원 조사

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
37 INTERACTIVE ENTERTAINMENT NETWORK TECHNOLOGY GROUP CO.,LTD.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	AA	▲
GRUPO TELEvisa, S.A.B.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	▲
NETEASE, INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ●	●	A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	BBB	▶▶
QUEBECOR INC.	● ● ● ●	● ● ●	●	● ● ●	● ●	BB	▼
NHN Corporation	●	● ●	● ● ●	● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치