

NHN(181710)

매수(유지)

목표주가: 22,000원(유지)

내년이 기대되는 언더독

NHN에 주목하자

NHN에 주목해야 한다. 2025년은 게임섹터가 2024년보다 전반적으로 개선되고 전망하는데 그 중 좋은 성과를 기대할 수 있는 기업으로 평가한다. 게임섹터는 1) 다수의 신작 출시, 2) 인건비 등 고정비 축소 등을 배경으로 개선이 예상된다. 반대로 흥행에 대한 불확실성은 2025년에도 여전히 게임주에 부담요인으로 작용할 수 있다. 이에 기본적으로 현재 라인업에서 발생하는 이익만으로도 밸류에이션에 대한 부담이 크지 않은 종목들을 선호하며 NHN은 그 조건에 부합한다.

높은 이익 안정성이 매력적

첫 문단에서 언급한 것처럼 우리가 중요하게 보는 포인트는 기존 라인업의 이익 안정성이다. 크래프톤이나 시프트업과 마찬가지로 NHN 또한 기존 라인업의 매출 및 이익 안정성이 높는데 이는 핵심 게임 라인업들이 웹보드 및 오래된 일본 캐주얼 게임들로 이루어져 있기 때문이다. 실제로 2020년 이후 NHN의 게임 매출은 매 분기 1,000억원 내외를 유지해 왔으며 웹보드 게임의 규제 완화 등의 영향으로 현재는 1,100억원~1,200억원 수준을 유지하고 있다. 대부분의 이익은 게임사업부에서 창출되고 있으며 2023년부터 페이코 등 적자 사업부에 대한 비용 축소를 적극적으로 진행해 오면서 현재 경상적인 영업이익은 250억원 수준을 유지하고 있다.

높은 안정성 + 신작 출시 = 쉬운 실적 개선

여타 게임사들과 마찬가지로 NHN 또한 2025년 다수의 신작 출시를 계획하고 있다. 특히 2023~2024년 별다른 신작이 없었던만큼 타 게임사들과 마찬가지로 신작 출시를 통한 실적 개선을 기대할 수 있다. 우선 가장 기대신작인 다키스트데이즈가 1Q25 말 출시가 예상되며 서브컬처 스타일의 어비스디아가 2Q25 출시될 전망이다. 이 외에 6종의 추가 신작들이 2025년 중 출시될 전망이다. 특히 기존 라인업에서의 매출 하락 리스크가 제한적이어서 신작이 조금만 흥행에 성공해도 실적 개선으로 이어질 수 있다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

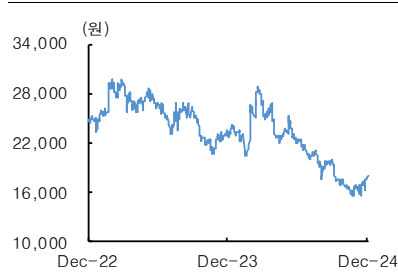
Stock Data

KOSPI(12/3)	2,500
주가(12/3)	18,130
시가총액(십억원)	612
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	28,750/15,640
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,470
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.8/9.7
주요주주(%)	이준호 외 20인 55.2
	국민연금공단 7.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.2	(18.0)	(21.7)
KOSPI 대비(%p)	11.9	(11.2)	(21.5)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	2,115	39	(32)	(914)	NM	118	NM	4.0	0.5	(1.8)	0.0
2023A	2,270	56	(9)	(252)	NM	149	NM	3.6	0.5	(0.5)	2.1
2024F	2,488	(29)	(92)	(2,810)	NM	95	NM	4.4	0.4	(5.8)	2.8
2025F	2,796	137	85	2,626	NM	292	6.9	1.6	0.4	5.4	2.8
2026F	3,116	157	140	4,320	64.5	343	4.2	1.6	0.3	8.4	2.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA

junghy@koreainvestment.com

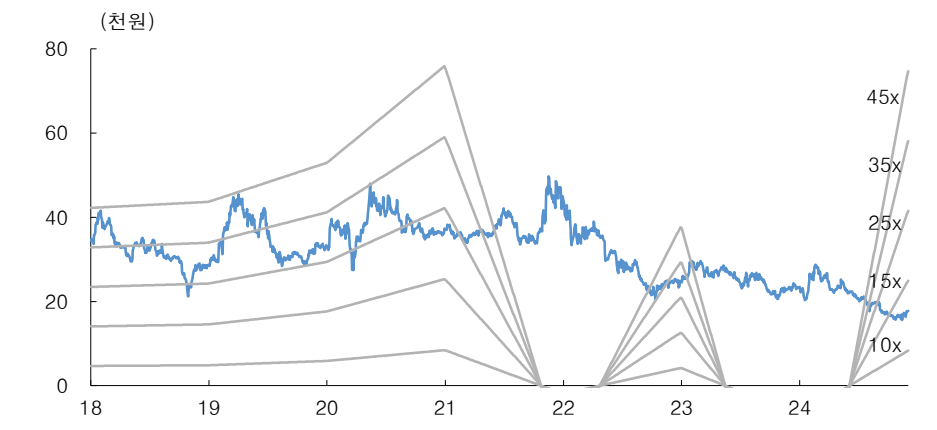
김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

밸류에이션 부담 제한적

NHN에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 22,000원을 유지한다. 3Q24 티메프 사태로 인한 대규모 대손상각비가 발생했으나 추가로 인식할 만한 일회성 비용은 거의 남아있지 않으며 당사가 강조한 것처럼 안정적인 기존작, 신작의 성과, 비용 효율화가 더해지며 2025년 매출액과 영업이익은 각각 2.79조원(+12.4% YoY), 1,373억원(흑자전환 YoY)으로 전망한다. 2025년 실적 추정치 기준 PER은 6.9배로 밸류에이션 부담 또한 제한적이다. 내년 게임산업의 훈풍 속에서 주목해야 할 기업으로 판단한다.

[그림 1] NHN band chart



자료: NHN, 한국투자증권

〈표 1〉 NHN valuation

(단위: 십억원, 원, 배)

항목	비고
게임부분 가치	502
12MF 순이익	58
PER	8.6 컴투스 12MF PER 최근 5개년 평균을 20% 할인
자산 및 서비스 가치	314
페이코	161 마지막 투자유치 가치 7,850억원, 지분율 68.4%, 할인을 70% 적용
기타 투자자산	153 상장 및 비상장 자회사들의 지분가치 합산, 60% 디스카운트 적용
적정가치	816
발행주식수	34,936,682
적정주가	23,362
목표주가	22,000

자료: 한국투자증권

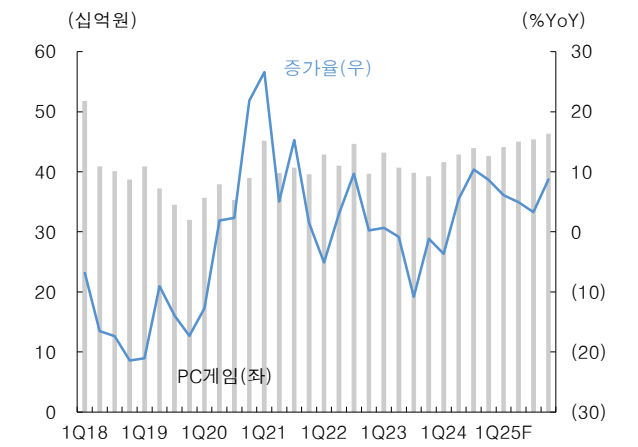
〈표 2〉 NHN 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	604	599	608	675	642	684	696	774	2,115	2,270	2,488	2,796
YoY(%)	10.2	8.7	6.4	12.9	6.3	14.1	14.4	14.7	9.9	7.3	9.6	12.4
게임	122	106	113	116	114	147	154	164	438	446	457	579
PC	42	43	44	43	44	45	45	46	168	163	171	181
모바일	80	64	69	74	70	102	108	118	269	283	286	398
기타	483	493	496	559	528	537	542	610	1,677	1,823	2,031	2,217
영업비용	577	571	722	647	614	649	662	734	2,076	2,214	2,517	2,659
YoY(%)	9.0	7.6	31.7	6.7	6.4	13.7	(8.3)	13.5	13.7	6.6	13.7	5.7
지급수수료	394	400	409	461	432	461	469	531	1,366	1,491	1,665	1,893
인건비	114	111	107	111	115	119	123	128	419	459	443	485
광고선전비	17	15	18	19	18	17	18	20	127	78	68	73
감가상각비	25	25	27	27	28	28	28	29	79	94	105	113
통신비	4	4	4	4	4	4	4	4	26	16	15	15
기타	24	16	157	25	18	21	19	23	60	77	221	80
영업이익	27	28	(113)	29	28	34	34	40	39	56	(29)	137
영업이익률(%)	4.5	4.8	(18.6)	4.2	4.4	5.0	4.9	5.2	1.8	2.4	(1.2)	4.9
YoY(%)	42.8	36.3	NM	NM	3.2	20.9	NM	41.5	(63.1)	42.4	NM	NM
세전이익	18	21	(97)	18	16	25	28	50	2	13	(40)	119
YoY(%)	(32.7)	(10.3)	NM	NM	(9.4)	17.1	NM	179.8	(99.0)	751.7	NM	NM
순이익	(5)	5	(110)	13	12	19	21	38	(32)	(23)	(97)	90
YoY(%)	NM	(70.0)	NM	NM	NM	306.5	NM	179.8	NM	NM	NM	NM

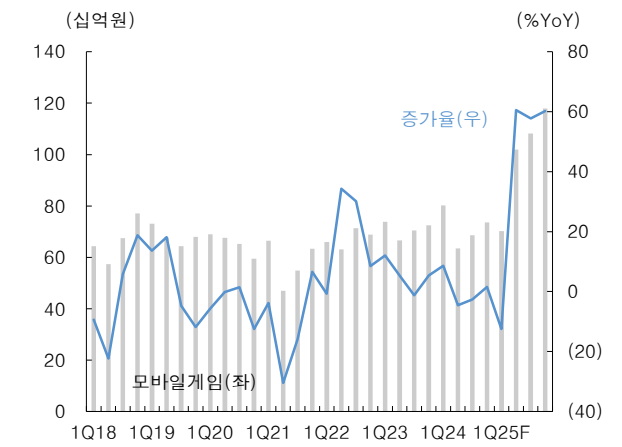
자료: NHN, 한국투자증권

[그림 2] 웹보드게임은 안정적인 매출을 보여줌



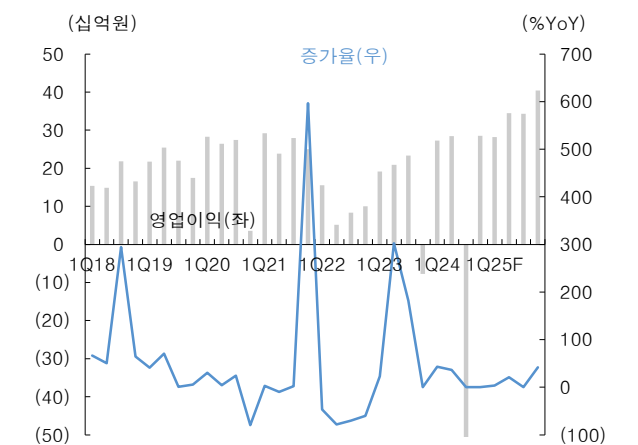
자료: NHN, 한국투자증권

[그림 3] 다수의 신작 발표로 모바일게임 매출 증가 전망



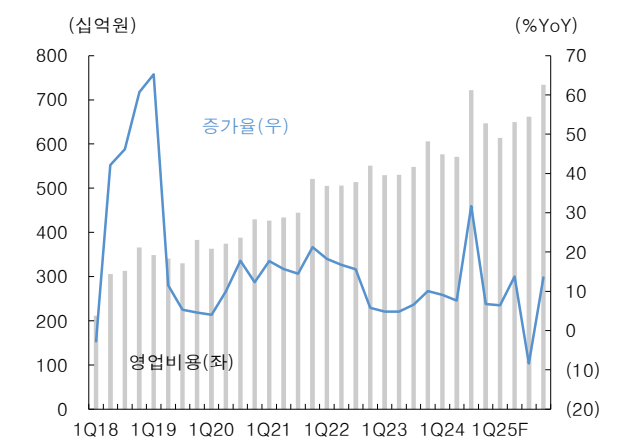
자료: NHN, 한국투자증권

[그림 4] 따라서 2025년 영업이익은 개선될 전망



자료: NHN, 한국투자증권

[그림 5] 적자사업부에 대한 비용 축소도 진행하기 때문



자료: NHN, 한국투자증권

<표 3> NHN 신작 리스트 및 일정

(단위:)

게임	일정
페블시티	2025.02
다키스트데이즈	1Q25
어비스디아(구 스텔라판타지)	2Q25
프로젝트 STAR	2Q25
프로젝트 MM	2025
REM	2025
타이거게이트	2025
프로젝트 RE	2025
프로젝트 G	2026
프로젝트 BA	2026

자료: NHN, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,115	2,270	2,488	2,796	3,116
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,115	2,270	2,488	2,796	3,116
판매관리비	2,076	2,214	2,517	2,659	2,959
영업이익	39	56	(29)	137	157
영업이익률(%)	1.8	2.4	(1.2)	4.9	5.0
EBITDA	118	149	95	292	343
EBITDA Margin(%)	5.6	6.6	3.8	10.5	11.0
영업외수익	(37)	(43)	(11)	(18)	39
금융수익	74	81	80	105	130
금융비용	85	78	58	66	63
기타영업외손익	(19)	(51)	(19)	(53)	(24)
관계기업관련손익	(8)	5	(13)	(4)	(3)
세전계속사업이익	2	13	(40)	119	196
법인세비용	33	36	57	30	49
연결당기순이익	(32)	(23)	(97)	90	147
지배주주지분순이익	(32)	(9)	(92)	85	140
지배주주순이익률(%)	(1.5)	(0.4)	(3.7)	3.0	4.5
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	9.9	7.3	9.6	12.4	11.4
영업이익 증가율	(60.1)	42.4	NM	NM	14.0
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	NM	64.5
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	64.5
EBITDA 증가율	(31.2)	26.8	(36.3)	207.1	17.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	26	165	383	485	527
당기순이익	(32)	(23)	(97)	90	147
유형자산감가상각비	59	75	104	132	160
무형자산상각비	20	18	21	23	26
자산부채변동	(29)	15	339	219	170
기타	8	80	16	21	24
투자활동현금흐름	11	(294)	(371)	(545)	(581)
유형자산투자	(130)	(318)	(233)	(365)	(394)
유형자산매각	3	10	10	10	10
투자자산순증	167	63	(61)	(74)	(75)
무형자산순증	(17)	(31)	(62)	(81)	(86)
기타	(12)	(18)	(25)	(35)	(36)
재무활동현금흐름	1	269	166	165	162
자본의증가	51	181	0	0	0
차입금의순증	(4)	115	177	186	186
배당금지급	(2)	(6)	(17)	(16)	(16)
기타	(44)	(21)	6	(5)	(8)
기타현금흐름	(4)	1	9	0	0
현금의증가	34	141	187	105	109
FCF	(926)	(244)	165	47	13

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

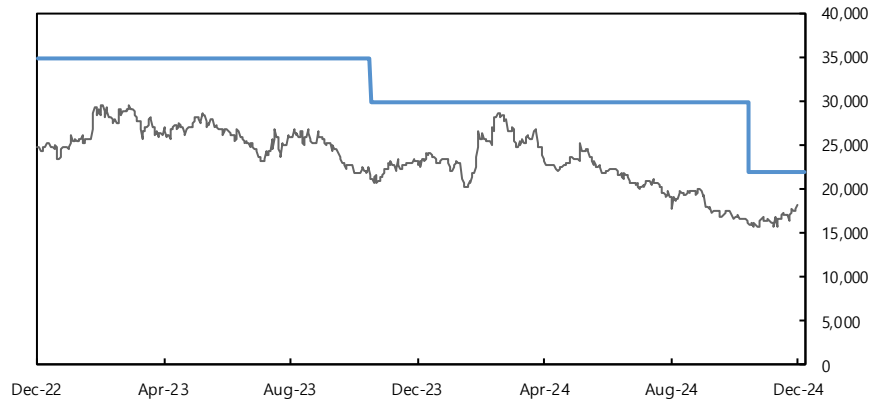
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,025	3,450	3,936	4,533	5,142
유동자산	1,349	1,537	1,685	1,894	2,111
현금성자산	631	772	846	951	1,059
매출채권및기타채권	457	493	541	608	677
재고자산	47	67	73	83	92
비유동자산	1,677	1,912	2,251	2,638	3,031
투자자산	621	532	583	655	730
유형자산	483	706	929	1,153	1,376
무형자산	413	427	468	526	586
부채총계	1,033	1,460	2,057	2,577	3,052
유동부채	747	888	1,301	1,623	1,899
매입채무및기타채무	559	664	728	818	912
단기차입금및단기사채	48	59	72	84	97
유동성장기부채	22	42	65	88	110
비유동부채	286	571	756	954	1,153
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	71	222	373	524	674
자본총계	1,992	1,990	1,880	1,956	2,090
지배주주지분	1,693	1,631	1,526	1,598	1,724
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
기타자본	(135)	(141)	(141)	(141)	(141)
이익잉여금	580	524	415	484	608
비지배주주지분	299	358	354	358	366
순차입금	(643)	(586)	(497)	(436)	(379)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(914)	(252)	(2,810)	2,626	4,320
BPS	49,255	48,250	46,797	48,922	52,671
DPS	0	500	500	500	500
수익성(%)					
ROA	(1.0)	(0.7)	(2.6)	2.1	3.0
ROE	(1.8)	(0.5)	(5.8)	5.4	8.4
배당수익률	0.0	2.1	2.8	2.8	2.8
배당성향	NM	NM	NM	19.0	11.6
안정성					
부채비율(x)	51.8	73.4	109.4	131.7	146.0
차입금/자본총계비율(%)	8.2	16.7	27.1	35.5	42.1
이자보상배율(x)	4.3	2.4	(2.3)	8.1	8.7
순차입금/EBITDA(x)	(5.4)	(3.9)	(5.2)	(1.5)	(1.1)
Valuation(x)					
PER	NM	NM	NM	6.9	4.2
최고	NM	NM	NM	11.1	6.8
최저	NM	NM	NM	5.9	3.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
최고	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
최저	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PSR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.0	3.6	4.4	1.6	1.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
NHN (181710)	2022.07.13	매수	35,000원	-25.9	-14.6
	2023.07.13	1년경과		-29.6	-23.3
	2023.10.20	매수	30,000원	-26.2	-4.2
	2024.10.18	매수	22,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 12월 4일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2024. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.4%	15.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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
- 중립 : 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.