

2025. 2. 14



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 20,000 원**현재주가 (2.14)** 18,420 원**상승여력** 8.6%

KOSPI 2,591.05pt

시가총액 6,220억원

발행주식수 3,377만주

유동주식비율 38.93%

외국인비중 9.15%

52주 최고/최저가 28,750원/15,640원

평균거래대금 14.4억원

주요주주(%)

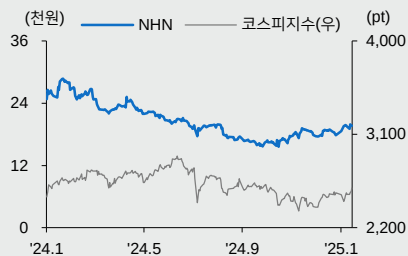
이준호 외 19 인 55.18

국민연금공단 6.47

주가상승률(%)

절대주가 -2.0 -6.3 -32.2

상대주가 -5.5 -4.4 -31.4

주가그래프**NHN** 181710**신작 반응을 기다려 보자**

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 250억원으로 양호. 예상했던 인센티브 미지급 영향
- ✓ 최근 인수한 '아이코닉' 포함 무형자산 손상차손 발생하며 순이익은 예상 수준
- ✓ 지속적인 사업 정리 이어질 전망. 이를 제외 시 25년 첫 경상 이익을 볼 수 있음
- ✓ 클라우드 관심도 하락하며 게임 중요도 높아진 때. 오는 25일부터 스팀 베타 시작
- ✓ 신작 반응도가 단기 주가에 중요할 것으로 예상

이익 양호했으나 손상차손 발생하며 순적자 기록

NHN의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 6,439억원(+7.6% YoY)과 250억원(흑전 YoY)으로 영업이익 기준 추정치를 상회했다. 페이코를 제외한 전사 이익 개선으로 연말 인센티브를 가정했으나 미지급되며 추정치와의 괴리가 생겼다. 순이익은 손상 차손 820억원을 포함하여 1,143억원의 기타비용이 발생하며 예상 수준에 부합했다.

게임 부문 내 웹보드는 예상 수준(2024 5% 성장 추정)이나 일본 대표작 <컴파스>의 '헌터x헌터' 콜라보가 흥행하며 예상을 소폭 상회했다. 동사는 2025년에도 기존 작의 장기 흥행을 위한 콜라보 등에 적극적으로 임할 것이라고 밝혔다. 클라우드가 포함된 기술 부문이 예상을 10% 상회했고 커머스 및 결제/광고는 부진한 실적을 기록했다. 11월부터 '한국신용카드결제'가 편입 되었으나 티메프 사태 후 페이코를 포함한 결제 부문의 성장이 다소 악화되며 아쉬운 실적을 기록했다. 반면 공공기관 사업이 유의미하게 인식되기 시작하며 기술 부문은 높은 성수기 효과를 누렸다.

<다키스트 데이즈>의 선방이 단기 주요 이벤트

동사는 2024년 14개의 회사를 정리했다. 올해도 10개 이상의 감소를 예고했다. 클라우드 사업에 대한 시장 관심이 예전만 하지 못하게 되며 2025년 포인트는 다시 게임으로 집중된다. 역량이 가장 집중된 게임은 오는 25일 스팀을 통해 베타 서비스가 진행되는 <다키스트 데이즈>다. 스팀넥스트 행사에서의 게이머 반응에 따라 기대감이 형성될 수 있다. 이를 제외하면 2024년 페이코 손상 기저가 사라지며 이익이 첫 정상화될 수 있는 시기다. 지난 3년간 다수 사업 정리를 통해 일회성 비용들이 발생한 만큼 2025년에도 가능성은 존재한다. 정상화 기준 KCP 제외 경상 이익은 550억원을 예상한다. 실적 변동 및 대상 기간을 2025년으로 변경하며 적정주가를 2만원으로 변경한다. 신작의 반응도가 단기 주가에 중요해 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,269.6	55.6	-8.5	-243	적지	46,697	-96.3	0.5	3.9	-0.5	73.4
2024P	2,456.1	-32.6	-125.4	-3,694	적지	43,039	-4.8	0.4	4.8	-8.1	77.4
2025E	2,586.7	98.5	40.5	1,199	흑전	42,704	15.4	0.4	1.6	2.8	79.1
2026E	2,674.7	92.7	41.4	1,263	18.6	44,766	14.6	0.4	1.4	2.8	79.0
2027E	2,765.6	94.8	42.8	1,305	3.4	45,616	14.1	0.4	1.2	2.9	80.0

표1 NHN 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	643.9	598.3	7.6	608.4	5.8	641.7	0.3	645.7	-0.3
영업이익	25.0	-7.8	흑전	-113.4	흑전	24.2	3.3	19.3	29.6
세전이익	-71.8	-62.1	적지	-97.4	적지	-18.9	N/A	-63.5	N/A
지배순이익	-56.0	-58.7	적지	-72.2	적지	-13.2	N/A	-47.2	N/A

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 적정주가 산출

(원)	비고	
EPS	1,199	2025E 지배순이익 기준
적정배수(X)	16.3	과거 5년 평균
적정주가	20,000	19,548원 반올림
현재주가	18,420	
상승여력(%)	8.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출	604.4	599.4	608.4	643.9	627.7	630.2	648.5	680.3	2,269.6	2,456.1	2,586.7	2,674.7
게임	121.9	106.4	112.5	119.0	118.7	120.4	133.2	139.6	446.2	459.8	511.8	543.1
결제/광고	288.4	295.8	292.6	307.0	299.7	306.0	302.1	315.5	1,065.5	1,183.7	1,223.3	1,233.6
커머스	63.7	57.4	61.0	61.2	64.9	58.4	61.7	64.6	236.5	243.3	249.5	245.9
콘텐츠	45.0	53.4	50.5	51.8	42.2	50.4	49.9	49.7	192.1	200.7	192.1	193.5
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	110.1	109.6	114.6	128.7	368.0	414.3	463.0	510.7
기타 및 내부거래	-9.7	-11.6	-10.9	-13.5	-7.9	-14.5	-12.9	-17.7	-38.7	-45.7	-53.0	-52.2
% YoY												
매출	10.2	8.7	6.4	7.6	3.8	5.1	6.6	5.6	7.3	8.2	5.3	3.4
게임	4.2	-0.7	2.1	6.5	-2.6	13.1	18.3	17.3	1.9	3.0	11.3	6.1
결제/광고	15.6	14.7	10.3	4.8	3.9	3.5	3.2	2.8	19.7	11.1	3.3	0.8
커머스	26.0	10.7	0.5	-16.6	1.8	1.7	1.2	5.5	-27.6	2.9	2.6	-1.5
콘텐츠	7.5	5.8	1.0	4.0	-6.2	-5.7	-1.3	-4.0	-2.7	4.5	-4.3	0.7
기술	-5.0	4.7	7.6	50.2	15.8	11.8	11.6	8.6	19.1	12.6	11.8	10.3
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	595.9	607.9	622.6	661.7	2,214.0	2,488.7	2,488.2	2,582.0
% to sales	95.5	95.2	118.6	96.1	94.9	96.5	96.0	97.3	97.6	101.3	96.2	96.5
% YoY	9.0	7.6	31.7	2.1	3.3	6.5	-13.7	6.9	6.7	12.4	0.0	3.8
지급수수료	394.1	400.4	409.0	443.5	415.0	422.5	433.9	468.0	1,490.6	1,647.1	1,739.3	1,790.0
인건비	113.6	111.3	107.3	106.6	114.7	115.0	113.4	116.3	458.9	438.7	459.4	487.6
광고선전비	17.0	14.7	17.7	17.7	17.0	14.5	17.7	18.9	78.3	67.1	68.1	68.0
감가상각비	24.6	25.4	27.2	27.3	28.9	29.7	31.3	31.3	93.9	104.5	121.2	134.2
통신비	3.8	3.7	3.7	3.6	4.3	4.2	4.2	4.1	15.7	14.7	16.7	18.7
기타	24.0	15.5	156.8	20.3	16.1	22.1	22.1	23.1	76.6	216.7	83.4	83.5
영업이익	27.3	28.5	-113.4	25.0	31.8	22.3	25.9	18.6	55.6	-32.6	98.5	92.7
% YoY	42.8	36.3	적전	흑전	16.5	-21.8	흑전	-25.8	42.4	적전	흑전	-5.9
영업이익률(%)	4.5	4.8	-18.6	3.9	5.1	3.5	4.0	2.7	2.4	-1.3	3.8	3.5
별도 영업이익	24.8	25.6	23.8	26.1	22.1	22.1	29.8	23.1	96.4	100.4	97.1	102.7
% YoY	-2.9	-3.6	7.8	17.8	-11.1	-13.8	24.9	-11.6	66.3	4.1	-3.3	5.8
별도 외	2.4	2.8	-137.2	-1.1	9.7	0.2	-3.9	-4.5	-40.8	-133.0	1.5	-10.1
% YoY	흑전	흑전	적전	적지	297.5	-94.3	적지	적지	적지	적지	흑전	적전
NHN KCP	11.2	11.7	8.8	12.9	11.7	12.2	9.3	13.4	42.0	44.5	46.5	48.5
% YoY	24.5	6.4	-8.9	4.0	4.5	4.3	5.7	3.9	-5.2	6.0	4.5	4.3
연결 - NHN KCP	16.1	16.8	-122.2	12.1	20.1	10.1	16.6	5.2	13.6	-77.1	52.0	44.2
% YoY	59.0	69.3	적전	흑전	24.8	-39.8	흑전	-57.3	흑전	적전	흑전	-15.1
세전이익	18.1	21.4	-97.4	-71.8	43.9	33.4	33.4	-21.3	13.0	-129.6	89.4	95.7
% YoY	-32.7	-10.3	적전	적지	142.5	55.7	흑전	적지	752.0	적전	흑전	7.0
지배주주순이익	-3.3	6.1	-72.2	-56.0	22.3	18.2	22.2	-22.2	-8.5	-125.4	40.5	41.4
% YoY	적전	-64.2	적전	적지	흑전	198.2	흑전	적지	적지	적지	흑전	2.3

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	2,269.6	2,456.1	2,586.7	2,674.7	2,765.6
매출액증가율(%)	7.3	8.2	5.3	3.4	3.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,269.6	2,456.1	2,586.7	2,674.7	2,765.6
판매관리비	2,214.0	2,488.7	2,488.2	2,582.0	2,670.8
영업이익	55.6	-32.6	98.5	92.7	94.8
영업이익률(%)	2.4	-1.3	3.8	3.5	3.4
금융손익	3.4	23.4	38.5	39.7	40.6
종속/관계기업손익	4.7	-11.4	-1.7	-0.2	0.0
기타영업외손익	-50.7	-109.0	-45.9	-36.5	-36.5
세전계속사업이익	13.0	-129.6	89.5	95.7	99.0
법인세비용	36.1	55.7	57.0	58.3	60.3
당기순이익	-23.1	-185.2	32.5	37.4	38.7
지배주주지분 순이익	-8.5	-125.4	40.5	41.4	42.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	165.3	-5.1	173.3	171.1	193.3
당기순이익(손실)	-23.1	-185.2	32.5	37.4	38.7
유형자산상각비	75.4	85.4	95.4	105.3	105.3
무형자산상각비	18.5	18.9	25.8	29.0	29.0
운전자본의 증감	15.2	75.8	19.6	-0.5	20.4
투자활동 현금흐름	-294.5	-46.7	-97.7	-107.4	-130.5
유형자산의증가(CAPEX)	-317.9	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	89.0	88.3	4.7	-3.2	-5.6
재무활동 현금흐름	269.1	-95.7	-52.8	-14.6	-14.6
차입금의 증감	168.7	-42.0	0.0	0.3	0.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	141.1	-147.5	22.7	49.1	48.3
기초현금	630.6	771.7	624.2	646.9	696.0
기말현금	771.7	624.2	646.9	696.0	744.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,537.4	1,322.6	1,322.4	1,371.9	1,441.9
현금및현금성자산	771.7	624.2	646.9	696.0	744.3
매출채권	182.5	197.5	208.0	215.0	222.3
재고자산	67.0	73.7	46.6	48.2	49.8
비유동자산	1,912.3	1,785.6	1,779.8	1,768.8	1,760.2
유형자산	706.3	720.9	725.6	720.3	715.1
무형자산	426.8	343.9	338.0	329.1	320.1
투자자산	532.0	443.7	439.0	442.3	447.9
자산총계	3,449.7	3,108.2	3,102.2	3,140.7	3,202.0
유동부채	888.4	769.0	806.1	831.5	857.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9
유동성장기부채	42.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	571.5	587.4	563.6	554.3	565.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	179.4	179.4	179.4	179.4	179.4
부채총계	1,459.9	1,356.4	1,369.7	1,385.8	1,423.3
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
기타포괄이익누계액	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	523.8	332.5	336.9	363.4	391.3
비지배주주지분	358.4	298.5	290.5	286.5	282.4
자본총계	1,989.8	1,751.8	1,732.4	1,754.9	1,778.7

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	64,477	72,355	76,607	81,538	84,310
EPS(지배주주)	-243	-3,694	1,199	1,263	1,305
CFPS	5,930	-518	6,431	7,196	7,266
EBITDAPS	4,247	2,113	6,507	6,917	6,982
BPS	46,697	43,039	42,704	44,766	45,616
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	2.1	2.8	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	-96.3	-4.8	15.4	14.6	14.1
PCR	3.9	-34.0	2.9	2.6	2.5
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	149.5	71.7	219.7	226.9	229.0
EV/EBITDA	3.9	4.8	1.6	1.4	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.5	-8.1	2.8	2.8	2.9
EBITDA 이익률	6.6	2.9	8.5	8.5	8.3
부채비율	73.4	77.4	79.1	79.0	80.0
금융비용부담률	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
이자보상배율(x)	2.4	-1.1	3.7	3.5	3.6
매출채권회전율(x)	11.8	12.9	12.8	12.6	12.6
재고자산회전율(x)	40.0	34.9	43.0	56.4	56.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

