



# NHN (181710)

## GPUaaS 매출 2분기 반영 기대

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 48,000원

현재 주가(5/12)	37,850 원
상승여력	▲26.8%
시가총액	12,397 억원
발행주식수	32,753 천주
52 주 최고가 / 최저가	43,700 / 18,770 원
90 일 일평균 거래대금	39.14 억원
외국인 지분율	14.2%

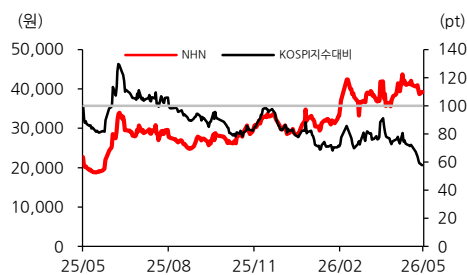
주주 구성	
이준호 (외 17 인)	56.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
자사주 (외 1 인)	5.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.9	8.1	23.5	66.7
상대수익률(KOSPI)	-31.4	-30.3	-60.7	-126.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,456	2,516	2,814	3,033
영업이익	-33	132	170	190
EBITDA	72	236	297	354
순이익	-133	32	102	114
EPS(원)	-4,073	1,018	3,225	3,632
순차입금	-410	-1,401	-975	-838
PER	-9.3	37.2	11.7	10.4
PBR	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.5	-0.7	0.9	1.1
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	-8.6	2.2	6.7	7.1

주가 추이



동사의 1Q26 매출액은 기술 및 결제 사업 호조로 예상을 상회했지만, 영업이익은 AI 관련 사업 감가상각비가 늘어나며 시장 기대치를 하회했습니다. 2 분기 실적은 GPU 매출 반영 시작으로 한단계 높아진 이익 레벨이 예상됩니다. 목표주가 4만 8천 원을 유지합니다.

1Q26 실적은 컨센서스 대비 매출액은 상회, 영업이익 하회

동사의 1Q26 실적은 매출액 6,714억 원, 영업이익 263억 원을 기록했다. 매출액은 결제 및 기술 사업 호조로 컨센서스 대비 상회했지만, 영업이익은 감가상각비 증가로 컨센서스를 하회했다. PC 매출액은 웹보드 규제 완화 효과가 반영되며 QoQ 13.2% 늘어났고, 모바일 매출은 일본 라인업 업데이트 부재로 인해 QoQ 4.8% 감소했다. 결제 매출액은 QoQ 2.6% 증가했지만, 기술 사업 매출액은 매출 인식 계절성으로 QoQ 9.6% 줄어들었다. 인건비는 연결 종속회사 상여금 반영으로 QoQ 7.5% 증가, 감가상각비는 정부 AI 사업 관련 사용권자산상각비 및 유형자산상각비 반영으로 QoQ 21.9% 늘어났다.

수백억 적자였던 클라우드법인, 전사 실적에 +로 기여될 시기

2분기 영업이익으로 427억 원을 전망한다. YoY 및 QoQ 성장률이 각각 94.6%, 62.5% 수준에 해당하는 높은 증익이다. 웹보드 사업에서 견고한 이익 레벨을 만들어주고, 클라우드 법인에서외형 성장 및 턴어라운드 추세를 가속화시킬 것이라는 기존 전망을 유지한다. 이번 실적도 마찬가지다. 감가상각비가 전분기 및 전년 대비 20% 이상 늘어났음에도 200억 원의 이익 레벨을 유지할 수 있었던 이유는 고마진 웹보드 게임 덕이라고 본다. 2분기 실적에는 GPU B200 7,656장 중 약 20% 규모의 외부판매 매출 인식이 반영될 예정이다. 현재 B200의 딜리버리지 및 가격 상승세로 인해 매출 상향 가능성이 높다고 본다. 클라우드 법인의 영업적자는 24년 285억 원에서 25년 약 200억 원으로 축소됐다. 올해 관련 사업 확대로 BEP 수준을 전망하며, 전사 실적에 유의미한 기여가 가능하다.

투자의견 BUY 및 목표주가 4만 8천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 실적 추정치 변경은 없다. 중소형주 최선호주를 의견을 유지한다.

[표1] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	698.5	713.3	731.2	2,456	2,516	2,814	3,033
YoY(%)	(0.7)	0.9	2.8	6.5	11.9	15.5	14.0	6.7	8.2	2.4	11.9	7.8
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	122.8	126.0	125.2	460	479	502	520
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	45.2	47.6	47.9	173	173	189	197
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	77.6	78.4	77.3	287	306	313	324
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	345.9	351.2	329.9	1,146	1,266	1,382	1,495
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	138.7	135.2	142.7	414	460	542	630
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	655.9	665.8	678.0	2,489	2,384	2,645	2,843
YoY(%)	(0.8)	2.1	(17.2)	1.9	12.7	12.5	11.3	7.6	(4.4)	(0.6)	5.6	8.8
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	114.7	115.6	116.0	439	436	461	501
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	464.5	470.7	482.6	1,647	1,681	1,874	2,002
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	22.9	24.7	23.9	67	87	95	99
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	42.7	47.5	53.2	-32.6	132.4	169.6	189.7
YoY(%)	1.3	-23.0	흑전	120.9	-5.0	94.6	71.7	-3.7	-158.7	흑전	28.0	11.9
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	8.1	3.9	6.1	6.7	7.3	-1.3	5.3	6.0	6.3
당기순이익	-0.2	11.2	18.0	22.9	31.1	25.9	27.5	16.8	-192.6	51.9	101.6	114.5
YoY(%)	적지	142.6	-44.4	흑전	흑전	130.7	52.8	-26.5	적지	흑전	95.8	12.6
순이익률(%)	0.0	1.9	2.9	3.3	4.6	3.7	3.9	2.3	-7.8	2.1	3.6	3.8

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,270	2,456	2,516	2,814	3,033
매출총이익	2,270	2,456	2,516	2,814	3,033
영업이익	56	-33	132	170	190
EBITDA	149	72	236	297	354
순이자손익	-2	-8	-5	-7	2
외화관련손익	2	7	-1	0	0
지분법손익	6	-12	-6	-16	0
세전계속사업손익	13	-130	131	131	153
당기순이익	-23	-193	52	102	114
지배주주순이익	-9	-133	32	102	114
<b>증가율(%)</b>					
매출액	7.3	8.2	2.4	11.9	7.8
영업이익	42.4	적전	흑전	28.0	11.9
EBITDA	26.8	-51.9	228.3	25.9	19.3
순이익	적지	적지	흑전	95.8	12.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.4	-1.3	5.3	6.0	6.3
EBITDA 이익률	6.6	2.9	9.4	10.5	11.7
세전이익률	0.6	-5.3	5.2	4.7	5.0
순이익률	-1.0	-7.8	2.1	3.6	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 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)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537	1,419	2,202	1,844	1,753
현금성자산	879	764	1,693	1,266	1,129
매출채권	493	516	407	469	509
재고자산	67	49	26	29	32
비유동자산	1,912	1,774	1,649	1,959	2,262
투자자산	779	729	640	649	658
유형자산	706	701	685	966	1,242
무형자산	427	345	325	344	362
자산총계	3,450	3,193	3,851	3,803	4,015
유동부채	888	878	1,545	1,400	1,506
매입채무	664	648	1,355	1,207	1,309
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	1,942	2,056
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	929	929	929
이익잉여금	524	325	630	716	815
자본조정	-140	-121	-114	-110	-110
자기주식	-54	-46	-48	-48	-48
자본총계	1,990	1,765	1,771	1,860	1,959

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당지표</b>					
EPS	-244	-4,073	1,018	3,225	3,632
BPS	46,697	42,986	44,671	47,408	50,422
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,975	8,158	38,040	7,800	8,730
ROA(%)	-0.3	-4.0	0.9	2.7	2.9
ROE(%)	-0.5	-8.6	2.2	6.7	7.1
ROIC(%)	-11.1	-2.5	5.2	8.9	24.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-154.9	-9.3	37.2	11.7	10.4
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	6.3	4.6	1.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	4.6	11.5	-0.7	0.9	1.1
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	73.4	80.9	117.5	104.4	104.9
Net debt/Equity	-27.5	-23.2	-79.1	-52.4	-42.8
Net debt/EBITDA	-365.7	-571.2	-594.2	-328.3	-236.5
유동비율	173.0	161.5	142.6	131.7	116.4
이자보상배율(배)	2.4	n/a	5.1	6.1	9.5
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	36.4	38.3	-2.3	19.5	28.1
현금+투자자산	63.6	61.7	102.3	80.5	71.9
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	14.3	16.7	14.1	13.6	13.0
자기자본	85.7	83.3	85.9	86.4	87.0

[ Compliance Notice ]

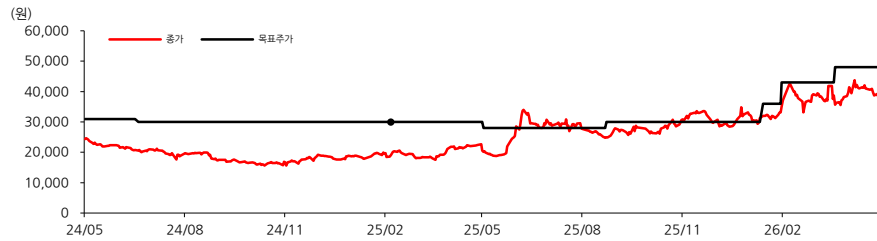
(공표일: 2026년 5월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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	2024.07.01	2024.08.06	2024.11.19	2024.12.04	2025.05.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	30,000	30,000	28,000
일 시	2025.09.04	2026.01.26	2026.02.12	2026.03.27	2026.04.02	2026.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	36,000	43,000	43,000	48,000	48,000
일 시	2026.05.13					
투자의견	Buy					
목표가격	48,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	30,000	-37.30	-24.33
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		

[ 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 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%