NHN (181710)

NHN클라우드 쇼케이스 참관기

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 5. 27

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	54,000원
현재주가 (5.26)	38,050원
상승여력	41.9%

2026년 클라우드는 턴어라운드의 원년

NHN의 클라우드 사업은 올해 턴어라운드의 원년을 맞이할 전망이다. 기존 판교, 광주 데이터센터에 이어 지난 4월 양평 리전이 가동되기 시작했다. 시장에서는 수요가 공급을 초과하는 부문에 밸류를 부여하고 있다. 국내 사업자 중 가장 글로벌 시장의 GPU 외부 고객 수요가 유사하게 포착되는 기업은 NHN클라우드다. 이번 쇼케이스를 통해 27년까지 AI GPU 사업을 통한 두 자릿수 마진율 달성 및 2030년까지 국방 AX 사업에서 유의미한 점유율을 확보하겠다는 계획을 밝혔다.

동사는 지난해 양평 리전에 대해 5년간 3천억원의 가이던스를 제시한 바 있다. 국가 AI 컴퓨팅 지원 사업자로 선정되어 제공받은 GPU가 활용되는데 〈그림5〉와 같이 오픈 초기인 현재 이미 GPU B200 60%를 활용하여 5년 가이던스의 80%에 해당하는 매출이 확보되었다고 밝혔다. 동사는 자체 LLM을 개발하지 않아 업스테이지, 솔트룩스와 같은 고객사와 겹치지 않으며 게임 사업에 대한 이해도를 바탕으로 크래프톤, 엔씨소프트와 같은 게임사를 고객으로 확보하는데 성공하고 있다. 〈그림9〉와 같이 인프라 쇼티지 등에 의해 자체적인 GPU 구축에는 약 1년여의 시간이 소요된다. 기업이 직접 구축하기 위한 물리적/시간적 리스크는 인프라가 세팅되어 바로 활용할 수 있는 동사의 고객으로 수요가 흡수되는데 주요한 역할을 하고 있다.

동사의 국방 AX 사업 진출 계획은 최근 인수한 이노그리드를 활용해 공공클라우드 전환 등 기존 정부 사업에 이어 국방 클라우드 시장을 선점하겠다는 전망에 따른다. 6년 8천억원 규모인 국방 정보화 예산은 2030년 1.5조에 달할 것으로 전망된다.

클라우드 28년까지 CAGR 24% 성장, 기술부문 800억원 이익 전망

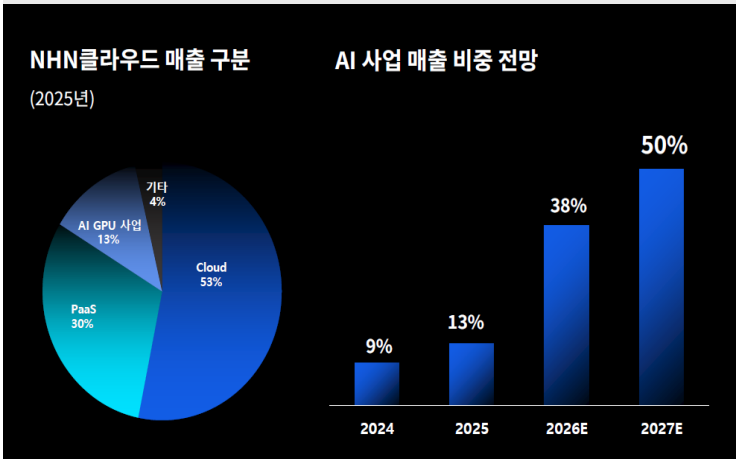
〈그림3〉과 같이 국내외 주요 클라우드 사업자는 흑자구조를 띈다. 이는 그룹사 물량이 뒷받침되었기 때문이다. 반면, NHN은 내부 수요가 클라우드 BEP를 달성하기에 턱없이 부족해 적자에 시달렸다. 그러나 지난 1분기 기존 판교/광주만으로 20%의 클라우드 성장을 이루었다. 기존 2개 리전의 매출 성장에 따른 턴어라운드가 진행되고 있음을 확인할 수 있다.

AI 수요 증가, 특히 에이전틱 AI 수요의 증가는 GPU 클러스터 등 인프라가 구축된 동사에게 높은 성장의 기회를 주고 있다. 〈표1〉과 같이 클라우드가 주축인 NHN의 기술 부문은 25년까지 적자를 기록했다. 그러나 28년까지 연평균 클라우드 매출 24%, 기술부문 19% 증가에 힘입어 3년뒤 800억원의 이익 기여가 예상된다. 향후 2-3년 내 AI 수요에 대해 의심치 않는다면 외부 고객 매출 확보분을 2분기부터 실적으로 증명할 동사에 대한 현재 밸류에이션(Fwd PER 10배)은 여전히 매력적이다.

그림1 4월 가동 시작한 양평 리전

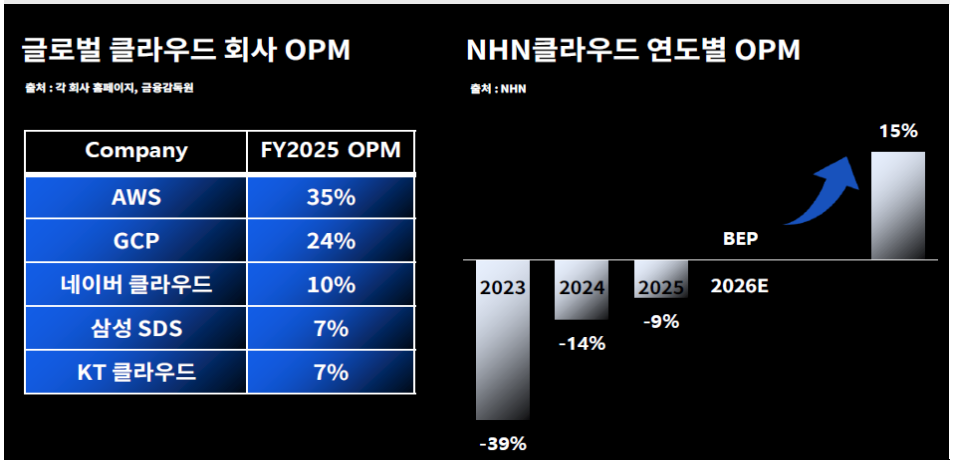
자료: NHN

그림2 AI GPU 사업이 26/27 성장 동인



자료: NHN

그림3 그룹사 물량 없이 순수 외부 고객으로 채워야 하는 NHN클라우드, 본격 흑자 구조 돌입

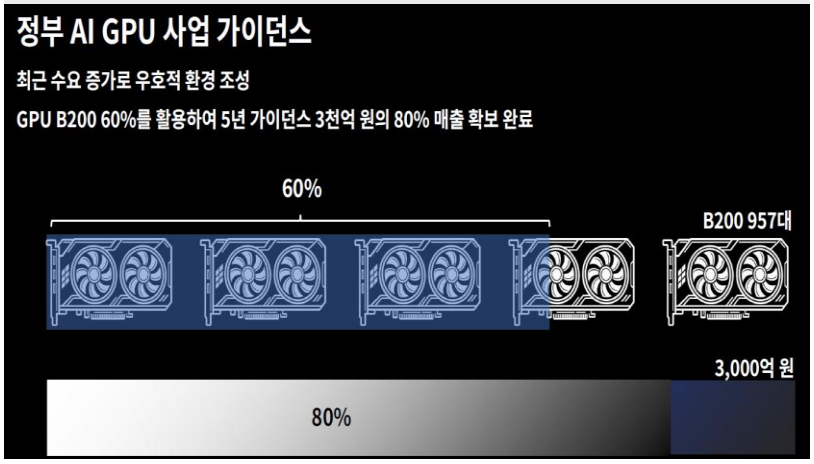


자료: NHN

그림4 판교/광주 이어 올해 4월 오픈한 양평 리전은 국내 최대 단일 GPU 클러스터

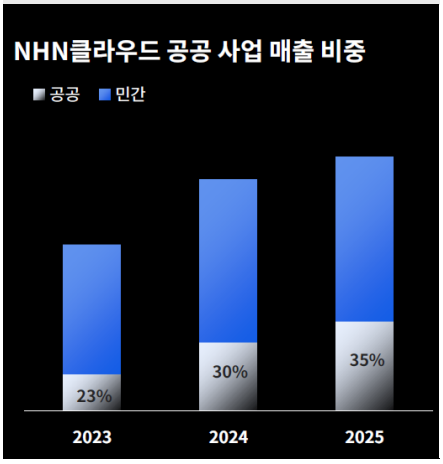
자료: NHN

그림5 5년간 3천억 가이던스, 이미 80% 매출 확보. 올해 가동량은 sold-out



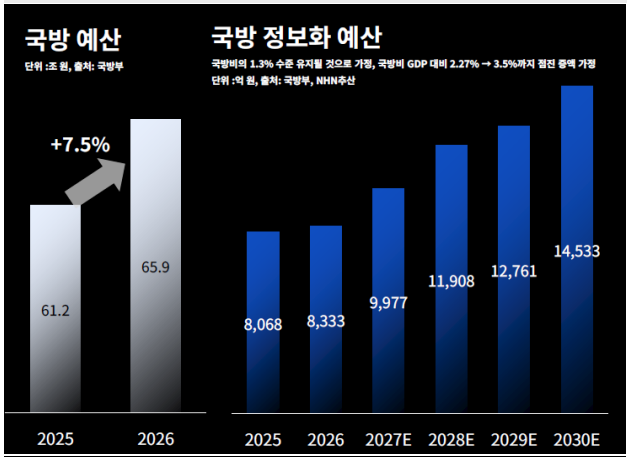
자료: NHN

그림6 공공 사업 수주 확보



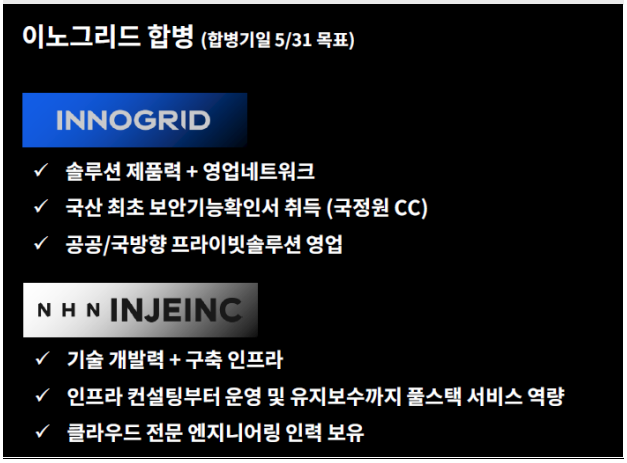
자료: NHN

그림7 국방 정보화예산, 2030년까지 연평균 15% 증가 예상



자료: NHN

그림8 이노그리드 활용해 공공에 이어 국방 AX 타겟



자료: NHN

그림9 GPU 인프라 구축 타임라인

자료: NHN

표1 NHN 클라우드 사업 부문 매출/영업이익

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
기술	**460.9**	**584.4**	**672.8**	**774.1**
% YoY	*11.3%*	*26.8%*	*15.1%*	*15.1%*
클라우드 사업	264.2	355.1	427.8	506.9
% YoY	*-36.6%*	*34.4%*	*20.5%*	*18.5%*
테크로스	179.2	211.4	233.5	255.6
% YoY	*9.1%*	*17.9%*	*10.5%*	*9.5%*
영업이익	**-15.1**	**10.8**	**52.8**	**79.8**
영업이익률	-3.3%	1.8%	7.8%	10.3%

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터 추정

표2 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	**600.1**	**604.9**	**625.6**	**685.6**	**671.4**	**713.5**	**728.9**	**764.7**	**2,516.2**	**2,878.5**	**3,164.6**
게임	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	132.3	137.7	138.2	478.9	536.0	573.2
결제/광고	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	367.5	380.3	393.2	1,272.7	1,495.7	1,651.9
커머스	42.7	30.6	27.1	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3	126.7	105.2	105.2
컨텐츠	46.0	50.4	46.3	53.4	46.4	54.3	48.0	50.4	196.1	199.0	207.8
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	144.1	147.3	167.4	460.9	584.4	672.8
% YoY	*-0.7*	*0.9*	*2.8*	*6.5*	*11.9*	*18.0*	*16.5*	*11.5*	*2.4*	*14.4*	*9.9*
게임	*-1.9*	*8.0*	*5.1*	*6.0*	*6.8*	*15.1*	*16.4*	*9.6*	*4.1*	*11.9*	*6.9*
결제/광고	*4.2*	*7.8*	*15.5*	*16.2*	*22.1*	*18.8*	*16.2*	*13.8*	*11.0*	*17.5*	*10.4*
커머스	*-33.0*	*-46.7*	*-55.6*	*-57.0*	*-38.4*	*-14.1*	*-2.8*	*0.0*	*-47.9*	*-17.0*	*0.0*
컨텐츠	*2.3*	*-5.6*	*-8.4*	*3.1*	*0.8*	*7.7*	*3.6*	*-5.6*	*-2.3*	*1.5*	*4.4*
기술	*11.0*	*6.6*	*8.8*	*17.4*	*19.0*	*37.9*	*31.8*	*20.4*	*11.3*	*26.8*	*15.1*
영업비용	**572.5**	**583.0**	**598.0**	**630.4**	**645.1**	**668.0**	**682.2**	**706.0**	**2,383.8**	**2,701.4**	**2,896.0**
% to sales	*95.4*	*96.4*	*95.6*	*91.9*	*96.1*	*93.6*	*93.6*	*92.3*	*94.7*	*93.8*	*91.5*
% YoY	*-0.8*	*2.1*	*-17.2*	*1.8*	*12.7*	*14.6*	*14.1*	*12.0*	*-4.2*	*13.3*	*7.2*
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	482.8	495.2	517.7	1,680.7	1,951.9	2,135.9
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	111.3	112.3	111.6	435.9	449.3	458.8
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	22.5	23.0	25.6	86.8	94.6	95.4
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	32.7	32.8	34.2	34.1	103.4	133.8	136.1
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	4.7	4.3	3.6	14.8	15.9	17.9
영업이익	**27.6**	**21.9**	**27.6**	**55.2**	**26.3**	**45.5**	**46.6**	**58.7**	**132.4**	**177.1**	**268.7**
% YoY	*1.3*	*-23.0*	*흑전*	*120.9*	*-5.0*	*107.6*	*68.8*	*6.3*	*흑전*	*33.7*	*51.7*
영업이익률(%)	*4.6*	*3.6*	*4.4*	*8.1*	*3.9*	*6.4*	*6.4*	*7.7*	*5.3*	*6.2*	*8.5*
별도 영업이익	23.1	20.1	17.3	19.1	21.8	25.7	27.5	30.2	79.5	105.1	129.6
% YoY	*-6.9*	*-21.8*	*-27.6*	*-26.9*	*-5.9*	*28.0*	*59.4*	*58.2*	*-20.8*	*32.2*	*23.3*
별도 외	4.5	1.9	10.4	36.2	4.5	19.8	19.1	28.5	52.9	72.0	139.1
% YoY	*84.8*	*-34.0*	*흑전*	*흑전*	*-0.6*	*962.7*	*84.3*	*-21.1*	*흑전*	*36.0*	*93.3*
세전이익	24.1	23.8	39.1	44.4	50.6	47.6	57.1	53.6	131.3	208.9	286.8
% YoY	*32.9*	*11.2*	*흑전*	*흑전*	*110.2*	*100.0*	*46.2*	*20.6*	*흑전*	*59.0*	*37.3*
지배주주순이익	-3.8	9.1	12.1	14.7	23.6	27.4	25.0	29.4	32.1	105.4	168.3
% YoY	*적지*	*48.4*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*202.4*	*107.0*	*100.0*	*흑전*	*228.3*	*59.7*

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

NHN (181710)

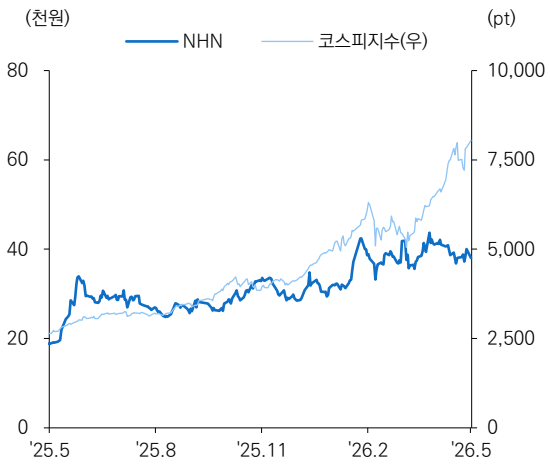
KOSPI	8,047.51pt
시가총액	12,463억원
발행주식수	3,232만주
유동주식비율	36.40%
외국인비중	13.98%
52주 최고/최저가	43,700원/18,770원
평균거래대금	34.1억원

주요주주(%)

이준호 외 17 인	56.80
국민연금공단	7.81

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	13.2	102.7
상대주가	-25.4	-44.3	-33.4

주가그래프



Financial Data

(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	-72.1	46,697	-96.3	0.50	3.9	-0.5	73.4
2024	2,456.1	-32.6	-132.5	-3,904	1,509.7	42,987	-4.5	0.41	6.5	-8.6	80.9
2025	2,516.2	132.4	32.1	954	-124.4	44,671	30.4	0.65	-0.7	2.2	117.5
2026E	2,878.5	177.1	105.4	3,217	237.0	46,913	11.8	0.81	-0.6	7.0	120.0
2027E	3,164.6	268.7	168.3	5,204	61.8	52,206	7.3	0.73	-1.3	10.4	118.7

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**2,269.6**	**2,456.1**	**2,516.2**	**2,878.5**	**3,164.6**
매출액증가율(%)	7.3	8.2	2.4	14.4	9.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,269.6	2,456.1	2,516.2	2,878.5	3,164.7
판매관리비	2,214.0	2,488.7	2,383.8	2,701.4	2,896.0
영업이익	**55.6**	**-32.6**	**132.4**	**177.1**	**268.7**
영업이익률(%)	2.4	-1.3	5.3	6.2	8.5
금융손익	3.4	23.0	24.4	36.4	25.6
종속/관계기업손익	4.7	-11.4	-4.7	-1.7	-0.9
기타영업외손익	-50.7	-108.6	-20.8	-2.9	-6.6
세전계속사업이익	13.0	-129.6	131.3	208.9	286.8
법인세비용	36.1	63.0	79.4	72.0	80.5
당기순이익	**-23.1**	**-192.6**	**51.9**	**136.9**	**206.3**
지배주주지분 순이익	-8.5	-132.5	32.1	105.4	168.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**165.3**	**47.0**	**374.0**	**397.4**	**482.6**
당기순이익(손실)	-23.1	-192.6	51.9	136.9	206.3
유형자산상각비	75.4	86.0	85.9	116.1	118.1
무형자산상각비	18.5	18.5	17.5	17.8	18.0
운전자본의 증감	15.2	-167.5	163.4	126.7	140.2
투자활동 현금흐름	**-294.5**	**-50.5**	**12.8**	**-13.7**	**-71.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-317.9	-48.0	-61.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	89.0	57.8	10.3	13.4	-19.8
재무활동 현금흐름	**269.1**	**-149.2**	**554.1**	**-58.1**	**-12.9**
차입금의 증감	168.7	21.9	-62.2	-26.0	2.4
자본의 증가	0.0	0.0	-300.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	141.1	-149.9	941.9	325.6	398.3
기초현금	630.6	771.7	621.8	1,563.7	1,889.3
기말현금	771.7	621.8	1,563.7	1,889.3	2,287.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537.4	1,418.8	2,202.2	2,585.3	3,051.0
현금및현금성자산	771.7	621.8	1,563.7	1,889.3	2,287.6
매출채권	182.5	184.8	185.2	211.9	232.9
재고자산	67.0	49.4	25.9	29.6	32.5
비유동자산	1,912.3	1,774.3	1,649.3	1,542.1	1,465.9
유형자산	706.3	700.9	684.7	638.7	590.7
무형자산	426.8	344.8	324.6	276.8	228.8
투자자산	532.0	474.2	463.9	450.5	470.3
자산총계	**3,449.7**	**3,193.0**	**3,851.4**	**4,127.4**	**4,516.8**
유동부채	888.4	878.4	1,544.7	1,726.6	1,893.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	52.9	65.1	51.0	51.0	51.0
유동성장기부채	17.8	30.9	29.0	0.0	0.0
비유동부채	571.5	549.3	535.9	525.1	558.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	179.4	175.7	153.4	153.4	153.4
부채총계	**1,459.9**	**1,427.7**	**2,080.6**	**2,251.6**	**2,451.4**
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,228.7	1,228.7	928.7	928.7	928.7
기타포괄이익누계액	1.4	12.2	-2.3	-2.3	-2.3
이익잉여금	523.8	324.8	629.9	720.1	871.6
비지배주주지분	358.4	313.9	307.7	339.2	377.3
자본총계	**1,989.8**	**1,765.4**	**1,770.8**	**1,875.8**	**2,065.4**

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	64,477	72,355	74,833	87,884	97,869
EPS(지배주주)	-243	-3,904	954	3,217	5,204
CFPS	5,930	8,115	7,808	10,221	12,636
EBITDAPS	4,247	2,117	7,014	9,492	12,517
BPS	46,697	42,987	44,671	46,913	52,206
DPS	500	500	500	500	550
배당수익률(%)	2.1	2.8	1.7	1.3	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	-96.3	-4.5	30.4	11.8	7.3
PCR	3.9	2.2	3.7	3.7	3.0
PSR	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4
PBR	0.50	0.41	0.65	0.81	0.73
EBITDA(십억원)	149.5	71.9	235.9	310.9	404.7
EV/EBITDA	3.9	6.5	-0.7	-0.6	-1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.5	-8.6	2.2	7.0	10.4
EBITDA 이익률	6.6	2.9	9.4	10.8	12.8
부채비율	73.4	80.9	117.5	120.0	118.7
금융비용부담률	1.0	1.2	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	2.4	-1.1	5.1	7.9	12.5
매출채권회전율(x)	11.8	13.4	13.6	14.5	14.2
재고자산회전율(x)	40.0	42.2	66.9	103.9	101.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

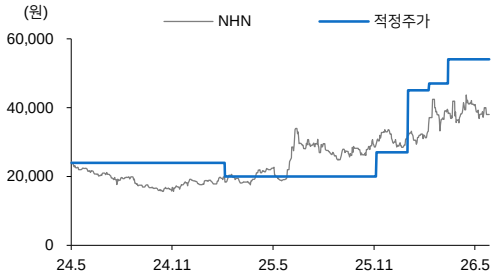
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.05.10	기업브리프	Hold	24,000	이효진	-20.5	2.7
2025.02.14	기업브리프	Hold	20,000	이효진	23.2	69.8
2025.11.11	기업브리프	Hold	27,000	이효진	15.0	24.4
2026.01.06	기업브리프	Buy	45,000	이효진	-29.0	-22.2
2026.02.13	기업브리프	Buy	47,000	이효진	-18.7	-9.8
2026.03.19	산업분석	Buy	54,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이