

인터넷/게임

# NHN 181710

## AI DC 사업 통한 성장 이미 진행중

Jul 8 2026

**Buy** 유지

**TP 49,000 원** 유지

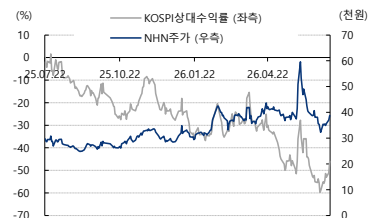
### 2Q26 preview: 영업이익 컨센서스 부합 예상

#### Company Data

현재가(07/07)	38,800 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	59,600 원
52 주 최저가(보통주)	24,800 원
KOSPI (07/07)	7,656.31p
KOSDAQ (07/07)	831.23p
자본금	188 억원
시가총액	12,708 억원
발행주식수(보통주)	3,233 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	170 만주
평균거래대금(60 일)	63 억원
외국인지분(보통주)	13.40%
주요주주	
이준호 외 17 인	56.80%
국민연금공단	9.62%

2Q26 매출은 7,121억원(YoY +17.7%), 영업이익은 413억원(YoY +88.2%)을 기록, 영익 기준 컨센서스(매출 6,996억원, 영익 415억원) 부합 전망. 게임 매출은 규제 완화 따른 웹보드 게임 매출 성장과 3월 출시된 DISSIDIA DUELLEM FINAL FANTASY 온키 반영으로 1,339억원(+16.5%). 결제 매출은 국내외 대형 가맹점 거래액 증가로 인한 온라인 결제 매출 증가로 NHN KCP 매출(+18.8%) 성장 지속되며 3,668억원(YoY +18.6%) 기록 전망. 기술 매출은 광주 국가 AI 데이터센터에서의 AI GPU 매출 증가에 더해 양평 리전에서 정부향 GPUaaS 서비스 매출 인식이 따른 NHN클라우드 매출 성장과 일본 AWS 리세일 사업의 견조한 성장따른 테코러스 매출 성장으로 1,455억원(+39.3%) 기록 전망. 영업비용은 6,708억원(+15.1%), OPM은 5.8% 추정. 감가상각비는 NHN클라우드 정부AI 사업 관련 사용권자산 및 유형자산 상각비 반영되며 YoY +31.0%, 광선비는 웹보드 마케팅 집행으로 +11.9%. 지급수수료는 NHN KCP 매출 성장 따른 수수료 증가로 +18.1% 증가

#### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.9	21.8	38.6
상대주가	-15.7	-27.6	-44.6

### 투자 의견 Buy & 목표주가 49,000원 유지

투자 의견 Buy 및 목표주가 49,000원 유지. 동사는 광주 AI 데이터센터를 비롯한 AI DC 운영 역량을 기반으로 예산이 확실한 공공 사업 혹은 글로벌 고객사와의 장기 계약에 대응하는 전략을 채택. NHN 클라우드의 정부 사업 점유율은 약 75%로 추산, 수랭식 AI DC 양평 리전에서 진행되는 정부 GPU 1차 사업(B200)에서 5년간의 가용 용량의 60%를 기반으로 기존 매출 가이드라인인 3,000억의 80% 규모 계약을 달성해 26년 9개월간 600억원 가능 전망. 장기계약 추가 통해 27년부터의 추정치 상향 가능

양평 사례에서처럼 동사 AI DC 사업 팩토리 X의 차별점인 1)수랭식 데이터센터, 2)GPU 클러스터링, 3)운영내재화는 동사가 경쟁사들 대비 빠르게 노하우 축적해온 강점. 크게 NHN 데이터센터 기반의 GPUaaS와 기업맞춤 구축형 AI 인프라 사업으로 구분되어 B2B AI 인프라 서비스를 제공. 추가 임차를 통해 27년 정부 GPU 확보 사업 등 공공 사업 및 민간향 입찰에서 성장동력을 추가 확보할 가능성이 있다고 예상되며, 2~3년 내 데이터센터 병목이 존재해 공급자 우위인 시장에서 단순 미래 목표치를 제시하는 것이 아니라, 이미 AI DC를 통한 GPUaaS 이미 클라우드 매출 성장을 이루고 있다는 점이 긍정적

#### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	2,456	2,516	2,889	3,200	3,527
YoY(%)	8.2	2.4	14.8	10.8	10.2
영업이익(십억원)	-33	132	167	207	265
OP 마진(%)	-1.3	5.2	5.8	6.5	7.5
순이익(십억원)	-193	52	139	167	209
EPS(원)	-3,904	954	3,738	4,487	5,615
YoY(%)	적지	흑전	291.6	20.1	25.1
PER(배)	-4.5	30.4	10.4	8.6	6.9
PCR(배)	1.8	4.0	4.3	4.0	3.5
PBR(배)	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.1	-0.8	-0.4	-1.1	-1.6
ROE(%)	-8.6	2.2	8.1	9.0	10.3



[인터넷/게임] 김동우

3771- 9249

20210135@iprovest.com

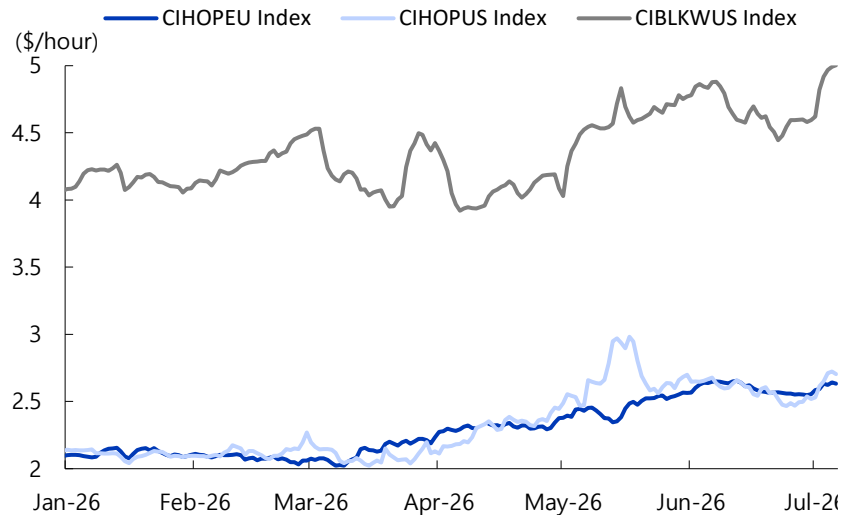
[도표 1] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	712.1	735.5	770.2	2,269.6	2,456.1	2,516.2	2,889.2	3,200.1
성장률(YoY %)	-0.7%	0.9%	2.8%	14.6%	11.9%	17.7%	17.6%	12.3%	7.3%	8.2%	2.4%	14.8%	10.8%
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	133.9	135.8	136.3	446.2	459.8	478.9	533.7	550.4
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	46.6	47.8	46.6	162.9	173.0	174.3	189.0	197.6
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	87.3	88.0	89.7	283.3	286.9	304.7	344.7	352.8
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	366.8	379.5	396.2	1,065.5	1,183.7	1,272.7	1,497.1	1,691.6
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	145.5	156.8	170.8	236.5	243.3	460.9	598.8	699.3
기타	84.6	76.1	68.3	94.2	84.7	86.2	84.4	87.5	368.0	414.3	303.8	342.7	341.7
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	670.8	691.3	714.8	2,214.0	2,488.7	2,384.0	2,722.1	2,993.3
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	484.2	500.1	523.7	1,490.6	1,647.1	1,680.9	1,964.3	2,182.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	110.7	113.7	110.6	458.9	438.7	436.0	449.1	464.0
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	23.5	24.3	26.2	78.3	67.1	86.8	97.5	108.8
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	32.7	32.8	33.0	33.2	93.9	104.5	103.4	131.7	150.1
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	15.7	14.7	14.8	13.9	15.3
기타	14.8	14.6	16.6	16.1	15.3	16.2	16.7	17.5	76.6	216.7	62.1	65.7	72.8
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	41.3	44.2	55.4	55.6	32.6	132.4	167.1	206.8
성장률(YoY %)	1.3%	-23.0%	흑자전환	120.9%	-5.0%	88.2%	59.9%	0.3%	42.4%	적자전환	흑자전환	26.2%	23.7%
OPM(%)	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	5.8%	6.0%	7.2%	2.4%	-1.3%	5.3%	5.8%	6.5%
순이익	-	0.2	11.2	18.0	31.1	32.4	41.7	33.4	23.1	185.2	51.9	138.6	167.0
NPM(%)	0.0%	1.9%	2.9%	3.3%	4.6%	4.5%	5.7%	4.3%	-1.0%	-7.5%	2.3%	4.8%	5.2%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요 GPUaaS 판매 가격 변화 추이



자료: Bloomberg, Silicondata, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,456	2,516	2,889	3,200	3,527
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,456	2,516	2,889	3,200	3,527
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,489	2,384	2,722	2,993	3,262
영업이익	-33	132	167	207	265
영업이익률 (%)	-1.3	5.3	5.8	6.5	7.5
EBITDA	72	236	252	279	326
EBITDA Margin (%)	2.9	9.4	8.7	8.7	9.2
영업외손익	-97	-1	27	27	27
관계기업손익	-11	-5	-2	-2	-2
금융수익	92	75	87	87	87
금융비용	-69	-51	-45	-45	-45
기타	-109	-21	-13	-13	-13
법인세비용차감전순손익	-130	131	194	234	292
법인세비용	63	79	55	67	83
계속사업순손익	-193	52	139	167	209
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	52	139	167	209
당기순이익률 (%)	-7.8	2.1	4.8	5.2	5.9
비지배지분순이익	-60	20	16	20	25
지배지분순이익	-133	32	122	147	184
지배순이익률 (%)	-5.4	1.3	4.2	4.6	5.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-5	-1	-1	-1
포괄순이익	-180	47	138	166	208
비지배지분포괄이익	-59	17	11	13	17
지배지분포괄이익	-121	29	127	153	192

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	47	374	223	243	273
당기순이익	-193	52	139	167	209
비현금항목의 가감	468	211	169	166	170
감가상각비	86	86	72	60	50
외환손익	-3	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	2	2	2
기타	385	124	95	104	118
자산부채의 증감	-168	163	-28	-23	-24
기타현금흐름	-61	-52	-57	-67	-82
투자활동 현금흐름	-50	13	-15	-16	-17
투자자산	44	48	-6	-6	-6
유형자산	-48	-61	0	0	0
기타	-46	25	-8	-9	-10
재무활동 현금흐름	-149	554	582	608	608
단기차입금	6	14	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	17	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	2	0	0	0	0
현금배당	-21	-18	-15	-15	-15
기타	-153	553	579	605	605
현금의 증감	-150	942	242	268	285
기초 현금	772	622	1,564	1,806	2,073
기말 현금	622	1,564	1,806	2,073	2,358
NOPLAT	-48	52	119	148	190
FCF	-160	258	177	197	226

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,419	2,202	2,390	2,624	2,894
현금및현금성자산	622	1,564	1,806	2,073	2,358
매출채권 및 기타채권	516	407	361	335	326
재고자산	49	26	30	33	36
기타유동자산	232	206	194	183	173
비유동자산	1,774	1,649	1,565	1,495	1,439
유형자산	701	685	613	553	502
관계기업투자금	163	170	177	183	190
기타금융투자자산	311	294	294	294	294
기타비유동자산	599	501	481	466	454
자산총계	3,193	3,851	3,955	4,120	4,333
유동부채	878	1,545	1,527	1,537	1,549
매입채무 및 기타채무	648	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	65	51	65	79	94
유동성채무	31	29	2	2	2
기타유동부채	134	110	104	100	97
비유동부채	549	536	528	523	521
차입금	176	153	158	162	167
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	374	383	370	360	354
부채총계	1,428	2,081	2,055	2,060	2,069
지배지분	1,451	1,463	1,570	1,702	1,870
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
이익잉여금	325	630	737	868	1,037
기타자본변동	-133	-112	-112	-112	-112
비지배지분	314	308	330	358	393
자본총계	1,765	1,771	1,900	2,060	2,264
총차입금	326	271	252	263	276

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

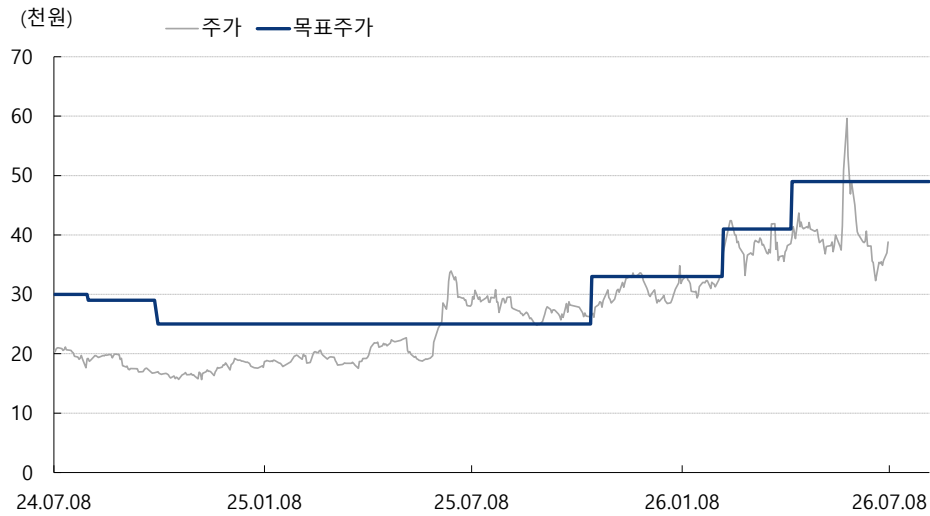
12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-3,904	954	3,738	4,487	5,615
PER	-4.5	30.4	10.4	8.6	6.9
BPS	42,986	44,671	47,938	51,955	57,100
PBR	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	2,117	7,014	7,701	8,503	9,952
EV/EBITDA	6.1	-0.8	-0.4	-1.1	-1.6
SPS	72,355	74,833	88,211	97,703	107,691
PSR	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
CFPS	-4,700	7,679	5,394	6,010	6,906
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	8.2	2.4	14.8	10.8	10.2
영업이익 증가율	적전	흑전	26.2	23.7	28.4
순이익 증가율	적지	흑전	167.1	20.5	25.1
수익성					
ROIC	-5.1	10.8	-1,436.9	-124.1	-95.2
ROA	-4.0	0.9	3.1	3.6	4.4
ROE	-8.6	2.2	8.1	9.0	10.3
안정성					
부채비율	80.9	117.5	108.1	100.0	91.4
순차입금비율	10.2	7.0	6.4	6.4	6.4
이자보상배율	-1.1	5.1	6.6	7.7	9.2

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)	2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)	2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)	2024.11.13	매수	25,000	(36.9)	(25.6)
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)	2025.02.17	매수	25,000	(35.7)	2.8
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)	2025.10.21	매수	33,000	(16.1)	(7.3)
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)	2025.11.11	매수	33,000	(4.9)	5.7
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)	2026.02.13	매수	41,000	(7.8)	3.3
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)	2026.04.14	매수	49,000	(20.4)	(12.1)
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)	2026.05.13	매수	49,000	(23.1)	17.8
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)	2026.07.07	매수	49,000		
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

[ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하