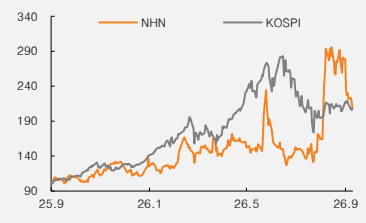


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	80,000원
현재주가(26/9/16)	53,400원
상승여력	49.8%

영업이익(26F, 십억원)	194
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	200
EPS 성장률(26F, %)	242.0
MKT EPS 성장률(26F, %)	282.0
P/E(26F, x)	16.4
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,717.97
시가총액(십억원)	1,749
발행주식수(백만주)	32
유동주식비율(%)	36.2
외국인 보유비중(%)	13.9
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	25,700
52주 최고가(원)	75,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-28.5	38.0	98.5
상대주가	-25.7	14.0	1.9



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

AI DC 사업 성과 본격화

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급은 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 가파른 상승이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 다만 공급이 본격화되는 중장기에는 단순 CAPA 확보만으로 높은 수익성을 유지하기 어려울 수 있다.

증설 이후 AI DC 실적 기여 본격화

초기에는 정부 GPU 활용 매출이 대부분을 차지하지만, 자체 GPU 투자가 이어지며 28년부터 자체 GPU 기반 매출도 본격화될 전망이다. 당사는 GPUaaS 수전용량이 26년 4MW에서 32년 87MW까지 확대되고, AI DC 매출액은 같은 기간 750억원에서 1.5조원까지 증가할 것으로 전망한다.

자체 GPU 확대에 따른 감가상각 부담으로 28~29년 AI DC 사업 마진율 하락이 예상되나, 30년 이후 규모의 경제에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 중장기적으로 20% 이상의 영업이익률 달성이 가능할 것으로 판단한다. 영업이익은 28년 970억원에서 32년 3,210억원까지 증가할 것으로 추정한다.

중소형주 Top Pick으로 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 80,000원(27F 타겟 P/E 17배), 인터넷/SW 업종 중소형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 다른 대형 사업자 대비 AI DC 사업의 레버리지 효과가 가장 큰 점이 매력적이다. 타겟 P/E 17배는 26년 AI DC 사업 본격화 이후 12MF P/E 밴드 상단이다. 27F P/E 11.3배에서 거래 중이다.

AI 컴퓨터 단가 상승이 본격화되며 1) AI DC 사업자로서의 멀티플 리레이팅, 2) 27년 이후 실적 추정치 상황이 이뤄질 전망이다. 대형 외부 테넌트가 필요한 경쟁사와 달리 정부 기반 수요 가시성이 높다는 점이 장점이다. 1차 정부 사업에서 최대 GPU 물량을 운영한 만큼, 27년 추가 정부 사업 수주 가능성이 높다고 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,456	2,516	2,979	3,336	4,086
영업이익 (십억원)	-33	132	194	267	407
영업이익률 (%)	-1.3	5.2	6.5	8.0	10.0
순이익 (십억원)	-133	32	106	152	249
EPS (원)	-3,904	954	3,264	4,706	7,696
ROE (%)	-8.6	2.2	7.1	9.4	13.8
P/E (배)	-	30.4	16.4	11.3	6.9
P/B (배)	0.4	0.6	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	2.8	1.7	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

AI DC 실적 추정

동사는 정부 GPU 사업을 기반으로 AI DC 사업을 확대하고 있다. 초기에는 정부 GPU 활용 매출액이 대부분을 차지하지만, 자체 GPU 투자가 이어지면서 2028년부터는 자체 GPU 활용 매출액이 본격화될 전망이다. 당사는 GPUaaS 수전용량이 2026년 4MW에서 2032년 87MW까지 확대되고, AI DC 매출액은 같은 기간 750억원에서 1.5조원까지 증가할 것으로 전망한다.

자체 GPU 확대에 따른 감가상각 부담으로 2028~2029년 AI DC 사업 마진을 하락이 예상되나, 2030년 이후 규모의 경제에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 중장기적으로 20% 이상의 영업이익률을 달성이 가능할 것으로 판단한다. 영업이익은 2028년 970억원에서 2032년 3,210억원까지 증가할 것으로 추정한다.

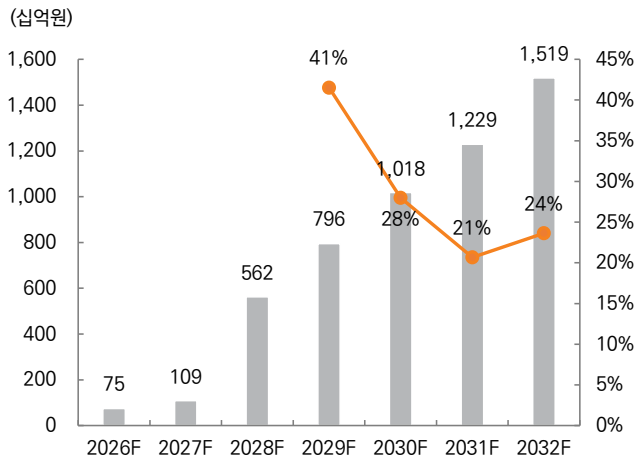
표 25. NHN AI DC 실적 전망

(십억원)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
AI DC 매출액	75	109	562	796	1,018	1,229	1,519
YoY 성장률		45%	416%	41%	28%	21%	24%
정부 GPU 활용 매출액 (% of Total DC Sales)	75 100%	109 100%	172 31%	182 23%	206 20%	202 16%	260 17%
자체 GPU 활용 매출액 (% of Total DC Sales)	0 0%	0 0%	390 69%	614 77%	812 80%	1,027 84%	1,259 83%
임차 DC 매출액 (% of Total DC Sales)	75 100%	109 100%	385 69%	524 66%	644 63%	747 61%	887 58%
자체 DC 매출액 (% of Total DC Sales)	0 0%	0 0%	177 31%	272 34%	374 37%	482 39%	632 42%
GPUaaS 수전 용량 (MW)	4	6	40	53	63	77	87
PUE 가정	1.32	1.29	1.26	1.23	1.20	1.18	1.15
GPUaaS IT Load (MW)	3	5	31	43	52	65	76
정부 GPU 활용 (MW)	3	5	7	9	8	10	8
자체 GPU 활용 (MW)	0	0	25	34	44	56	68
GPUaaS 임차 DC (MW)	3	5	21	28	32	39	44
GPUaaS 자체 DC (MW)	0	0	10	15	20	26	32
비용	53	76	466	665	831	988	1,198
1. 감가상각비(임차료 제외)	32	46	302	428	533	638	777
- 정부 GPU 관련(회계처리)	11	15	24	25	28	28	36
(% of 정부 GPU Sales)	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
- 자체 GPU 관련	0	0	172	261	332	409	502
(% of 자체 GPU Sales)	0%	0	44%	43%	41%	40%	40%
- DC 임차 관련	21	31	106	142	173	201	239
(% of 임차 DC Sales)	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%
2. 전기료	9	13	63	82	97	108	123
(% of Total DC Sales)	12%	12%	11%	10%	10%	9%	8%
3. 기타 운영비	12	18	100	156	200	242	299
(% of Total DC Sales)	16%	16%	18%	20%	20%	20%	20%
영업이익	23	33	97	130	188	241	321
OPM	30%	30%	17%	16%	18%	20%	21%
금융 관련 비용	0	0	15	24	33	42	55
(% of 자체 DC Sales)	0%	0%	9%	9%	9%	9%	9%
순이익	17	24	61	80	116	149	199
NPM	23%	22%	11%	10%	11%	12%	13%

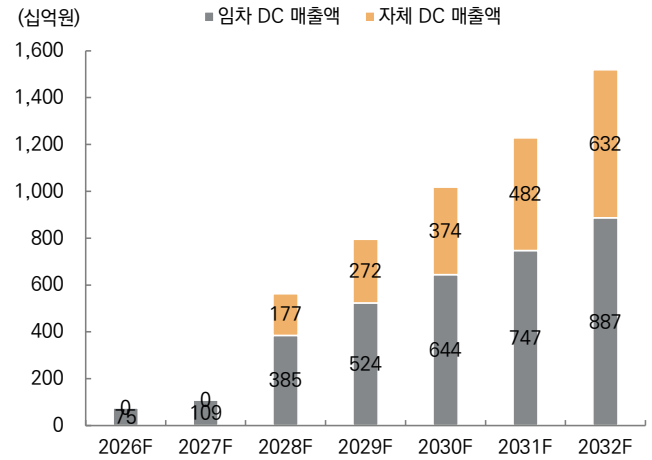
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. AI DC 매출액 전망



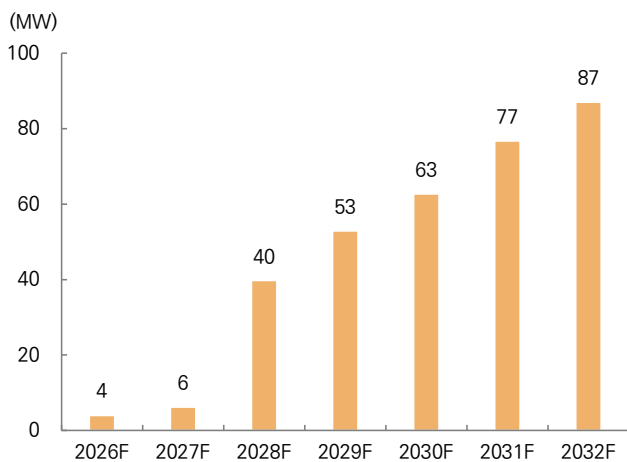
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 임차 DC, 자체 DC 매출액 전망



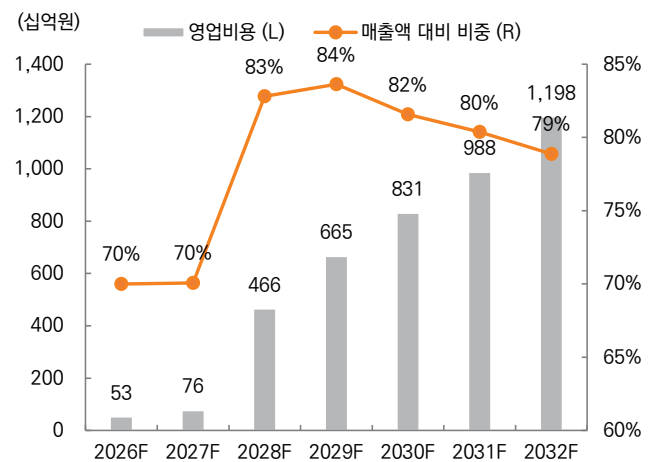
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. AI DC CAPA 전망 (수전 기준)



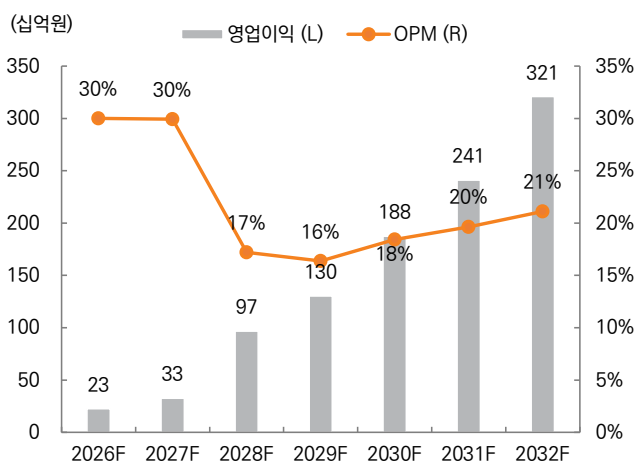
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. AI DC 영업비용 전망



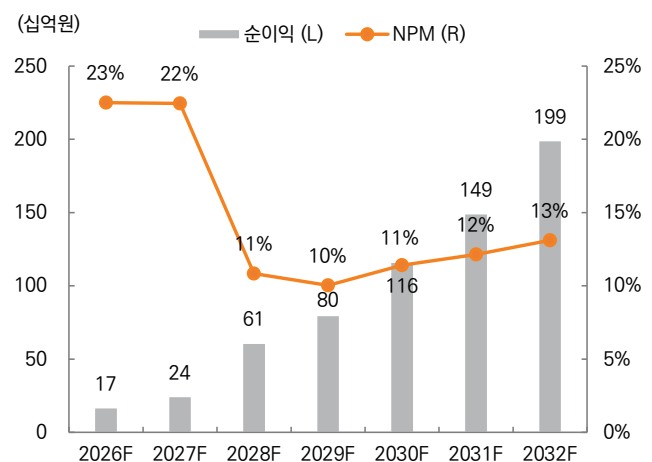
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. AI DC 영업이익의 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. AI DC 순이익의 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 '매수', 목표주가 80,000원(27F 타겟 P/E 17배), 인터넷/SW 업종 내 중 소형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 다른 대형 사업자 대비 AI DC 사업의 레버리지 효과가 가장 큰 점이 매력적이다. 타겟 P/E 17배는 26년 AI DC 사업 본격화 이후 12MF P/E 밴드 상단이다. 27F P/E 11.8배에서 거래 중이다.

AI 컴퓨트 단가 상승이 본격화되며 1) AI DC 사업자로서의 멀티플 리레이팅, 2) 27년 이후 실적 추정치 향상이 이뤄질 전망이다. 대형 외부 테넌트가 필요한 경쟁사와 달리 정부 기반 수요 가시성이 높다는 점이 장점이다. 1차 정부 사업에서 최대 GPU 물량을 운영한 만큼, 27년 추가 정부 사업 수주 가능성이 높다고 판단한다.

표 26. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	152	
Target P/E (배)	17	26년 AI DC 사업 본격화 이후 12MF P/E 밴드 상단 GPUaaS 수주 발생 시 추가적인 리레이팅이 가능한 구간으로 판단
목표 시가총액 (십억원)	2,586	
주식 수 (천주)	32,329	
목표주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	53,400	
상승여력	49.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 분기 및 연간 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	600	605	626	686	671	758	766	783	2,516	2,979	3,336	4,086
(% YoY)	-0.7%	0.9%	2.8%	6.5%	11.9%	25.3%	22.5%	14.2%	2.4%	18.4%	12.0%	22.5%
게임	120	115	118	126	128	140	140	142	479	550	597	641
(% YoY)	-1.9%	8.0%	5.1%	6.0%	6.8%	21.5%	18.2%	12.8%	0.0%	14.7%	8.6%	7.4%
PC	45	43	42	42	48	49	48	49	173	194	210	227
모바일	74	72	77	84	80	91	92	93	306	355	387	414
결제	290	309	327	346	355	394	409	415	1,273	1,572	1,826	2,045
(% YoY)	4.2%	7.8%	15.5%	16.2%	22.1%	27.3%	25.0%	20.0%	0.0%	23.6%	16.1%	12.0%
기술	106	104	112	139	126	160	158	164	461	607	700	1,219
(% YoY)	11.0%	6.6%	8.8%	17.4%	19.0%	52.9%	41.0%	17.8%	0.0%	31.6%	15.4%	74.1%
그 외	85	76	68	75	63	65	60	62	304	250	212	181
영업비용	572	583	598	630	645	700	712	727	2,384	2,785	3,069	3,680
(% YoY)	-0.8%	2.1%	-17.2%	1.8%	12.7%	20.1%	19.1%	15.3%	-4.2%	16.8%	10.2%	19.9%
지급수수료	396	410	421	454	456	507	516	533	1,681	2,013	2,236	2,433
인건비	114	108	108	106	114	116	119	117	436	466	512	553
광고선전비	18	21	24	24	24	18	18	18	87	77	74	77
감가상각비	26	25	25	27	33	37	37	37	103	144	154	413
통신비	4	4	4	3	3	3	3	3	15	13	14	14
기타	15	15	17	16	15	19	19	19	62	72	79	190
영업이익	28	22	28	55	26	58	54	56	132	194	267	407
(% YoY)	1.3%	-23.0%	흑전	120.8%	-5.1%	164.2%	95.5%	1.3%	흑전	46.6%	37.6%	52.2%
영업이익률	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	7.6%	7.1%	7.1%	5.3%	6.5%	8.0%	10.0%
지배주주순이익	-4	9	12	15	24	20	31	32	32	106	152	249
NPM	-0.6%	1.5%	1.9%	2.1%	3.5%	2.6%	4.0%	4.1%	1.3%	3.6%	4.6%	6.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NHN (181710)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,516	2,979	3,336	4,086
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,516	2,979	3,336	4,086
판매비와관리비	2,384	2,785	3,069	3,680
조정영업이익	132	194	267	407
영업이익	132	194	267	407
비영업손익	-1	17	-2	-2
금융손익	-7	-1	-3	0
관계기업등 투자손익	-5	16	-1	-5
세전계속사업손익	131	211	265	405
계속사업법인세비용	79	69	72	109
계속사업이익	52	142	194	295
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	52	142	194	295
지배주주	32	106	152	249
비지배주주	20	36	41	47
총포괄이익	47	142	194	295
지배주주	29	89	122	186
비지배주주	17	53	72	110
EBITDA	236	301	388	549
FCF	313	-371	230	406
EBITDA 마진율 (%)	9.4	10.1	11.6	13.4
영업이익률 (%)	5.2	6.5	8.0	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	3.6	4.6	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,202	1,779	2,041	2,532
현금 및 현금성자산	1,564	962	1,129	1,419
매출채권 및 기타채권	371	504	564	691
재고자산	26	31	34	42
기타유동자산	241	282	314	380
비유동자산	1,649	1,829	1,921	2,081
관계기업투자등	170	221	248	304
유형자산	685	713	785	888
무형자산	325	310	297	286
자산총계	3,851	3,608	3,962	4,613
유동부채	1,545	1,008	1,123	1,364
매입채무 및 기타채무	1,211	656	735	900
단기금융부채	101	75	78	85
기타유동부채	233	277	310	379
비유동부채	536	703	764	893
장기금융부채	191	191	191	191
기타비유동부채	345	512	573	702
부채총계	2,081	1,710	1,887	2,256
지배주주지분	1,463	1,554	1,691	1,925
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	929	929	929	929
이익잉여금	630	721	858	1,091
비지배주주지분	308	343	385	431
자본총계	1,771	1,897	2,076	2,356

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	374	-251	410	640
당기순이익	52	142	194	295
비현금수익비용가감	211	175	194	250
유형자산감가상각비	86	91	108	132
무형자산상각비	17	15	13	11
기타	108	69	73	107
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	163	-499	96	201
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	78	-34	-26	-55
재고자산 감소(증가)	33	-5	-4	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	49	0	0	0
법인세납부	-63	-69	-72	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	13	-259	-204	-285
유형자산처분(취득)	-58	-120	-180	-234
무형자산감소(증가)	-18	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-32	-24	-51
기타투자활동	71	-107	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	554	-41	-12	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-62	-25	3	6
자본의 증가(감소)	-300	0	0	0
배당금의 지급	-18	-15	-15	-15
기타재무활동	934	-1	0	0
현금의 증가	942	-602	167	290
기초현금	622	1,564	962	1,129
기말현금	1,564	962	1,129	1,419

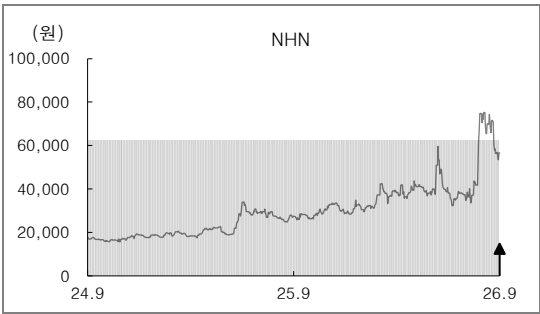
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	30.4	16.4	11.3	6.9
P/CF (x)	3.7	5.5	4.5	3.2
P/B (x)	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	-	4.1	2.8	1.5
EPS (원)	954	3,264	4,706	7,696
CFPS (원)	7,808	9,712	11,976	16,858
BPS (원)	46,129	49,548	53,784	61,010
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	29.7	10.7	7.9	5.1
배당수익률 (%)	1.7	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	2.4	18.4	12.0	22.5
EBITDA증가율 (%)	228.3	27.5	29.1	41.6
조정영업이익증가율 (%)	흑전	46.6	37.6	52.2
EPS증가율 (%)	흑전	242.0	44.2	63.5
매출채권 회전율 (회)	13.6	14.7	14.4	15.0
재고자산 회전율 (회)	66.9	105.5	102.8	107.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.5	3.8	5.1	6.9
ROE (%)	2.2	7.1	9.4	13.8
ROIC (%)	8.6	24.2	20.6	30.7
부채비율 (%)	117.5	90.1	90.9	95.8
유동비율 (%)	142.6	176.5	181.9	185.7
순차입금/자기자본 (%)	-79.1	-45.7	-50.6	-58.3
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	8.7	12.4	18.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NHN (181710)				
2026.09.18	매수	80,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.