

NHN (181710)

네오클라우드, PER 12배에 살 수 있는 기회

인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 김수민

sumin_kim@meritz.co.kr

3Q26 Preview: 쉬어가는 3분기 끝나고 4분기를 맞이하자

NHN의 3분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 7,668억원(+22.6% YoY)과 536억원(+93.8% YoY)으로 기존 추정을 유지한다. 올해 동사의 포인트인 웹보드 결제 한도 상향과 클라우드 성장이 2분기에 이어 3분기도 가장 크게 영향을 미친다. 다만 예고된 바와 같이 이벤트 부재로 마케팅비가 크게 줄었던 2분기와 달리 3분기 도교게임 쇼 참가 등 비용이 정상화되며 QoQ 이익 성장은 다소 쉬어가는 분기다.

2분기 양평 리전이 수익에 기여하며 클라우드 분기 매출은 첫 1천억원을 달성하며 1분기 100억원의 적자에서 2분기 +100억원으로 턴어라운드에 성공했다. 이미 양평은 올해 전체 가동 계약이 완료된 것으로 보인다. 따라서 하반기 성장은 광주와 판교, 기존 사업장에서 발생한다. 국가 프로젝트 매출 비중이 큰 기존 사업장 성격을 고려했을 때 관련 매출 성장은 4분기 재차 가팔라질 것으로 전망한다.

클라우드 '25년 2,600억→'29년 1.2조원으로 CAGR 47% 성장 기대

지난 8월, 2분기 실적발표를 통해 NHN은 2027년말까지 클라우드 CAPA 30MW 추가 확보하겠다고 밝혔다. 이 중 20MW는 포항 데이터센터 임차를 통해, 10MW는 자체 구축을 계획하고 있다. 참고로 동사는 현재 30MW를 운영하고 있다.

2027/2028년은 수요와 공급 비대칭이 유지되며 GPU 임대 가격의 상승세가 유지될 가능성이 가장 높은 시기다. 현재 동사의 B200 단가 고려 시 30MW가 전체 자체 투자로 확보한 CAPA라고 가정할 때 연간 7,500억원 이상의 매출이 추가 확보(IT load 기준 25MW*300억원/MW)된다. 현재 양평 리전은 국가 프로젝트로 제공받은 GPU를 이용해 국내 고객을 중심으로 판매되었으나 신규 리전은 글로벌 사업자 계약이 가능해져 동사의 레퍼런스에도 긍정적 영향이 예상된다. 2H27 관련 비용이 선반영되며 실적은 소폭 하향 조정하였으나 증설 물량이 2028년 매출에 본격적으로 기여하며 '25년 2,600억원인 클라우드 부문 매출은 '29년 1.2조까지 확대될 전망이다.

NHN의 적정주가를 기존 64,000원에서 8만원으로 상향한다. 신규 사이트 관련 성과가 4Q27 이후 반영되며 단기 실적 조정은 크지 않으나 적정주가 대상 기간을 2H26-1H27에서 2027년으로 변경했다. 네오 클라우드 peer는 높은 부채 비율로 금리에 민감하다. 8월말 금리 급등과 차익 실현 물량이 일부 출회되며 지난 한달간 주가 상승의 절반을 반납했다. 3분기 쉬어가는 분기가 끝나고 2027년 계약을 본격적으로 시작하는 시기다. 공급자 우선 시장에서 네오 클라우드 사업자를 2027년 11.7배에 살 수 있는 기회로 여전히 매력적인 가격이다.

Meritz Research 2026. 9. 21

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)

80,000원

현재주가 (9.18)

56,700원

상승여력

41.1%

표1 NHN 3Q26E 실적 Preview

(십억원)	3Q26E	3Q25	(% YoY)	2Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	766.8	625.6	22.6	757.9	1.2	770.9	-0.5	766.0	0.1
영업이익	53.6	27.6	93.8	57.9	-7.5	53.0	1.0	54.3	-1.3
세전이익	55.9	39.1	43.1	51.4	8.8	55.3	1.1	56.4	-1.0
순이익	27.3	12.1	125.8	20.0	36.4	27.4	-0.2	30.8	-11.4
영업이익률(%)	7.0	4.4		7.6		6.9		7.1	
세전이익률(%)	7.3	6.2		6.8		7.2		7.4	
순이익률(%)	3.6	1.9		2.6		3.5		4.0	

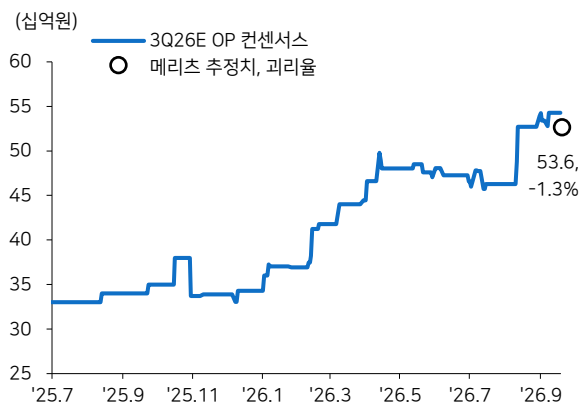
자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

표2 NHN 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경: 외환/선투자 관련 금융비용 변화를 반영

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	2,998.6	3,006.1	-0.2	3,240.5	3,289.0	-1.5
영업이익	197.8	198.0	-0.1	272.7	284.1	-4.0
세전이익	219.8	219.9	-0.1	282.7	294.1	-3.9
순이익	91.7	94.2	-2.6	157.3	164.5	-4.4
영업이익률(%)	6.6	6.6	+0.0%p	8.4	8.6	-0.2%p
세전이익률(%)	7.3	7.3	+0.0%p	8.7	8.9	-0.2%p
순이익률(%)	3.1	3.1	+0.0%p	4.9	5.0	-0.1%p

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q26E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



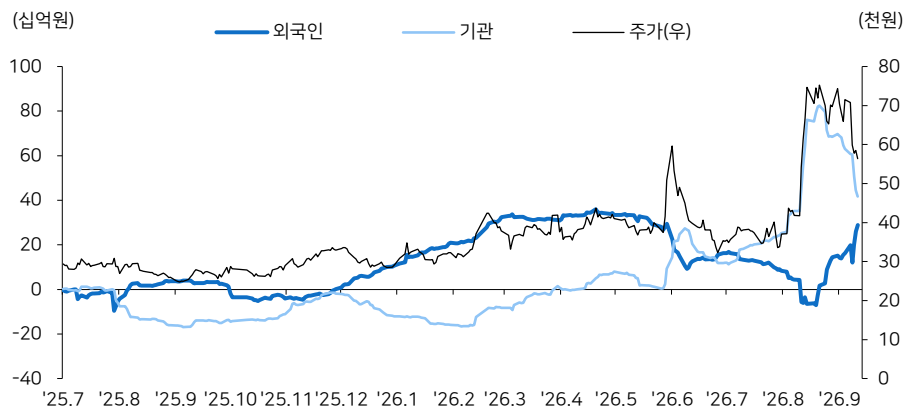
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 NHN 적정주가 산출

(원)	비고
EPS(원)	4,866 2027년 지배순이익 기준
적정배수(X)	16.3 기존과 동일
적정주가	80,000 79,321원 백원 단위 반올림
현재주가(원)	56,700
상승여력(%)	41.1

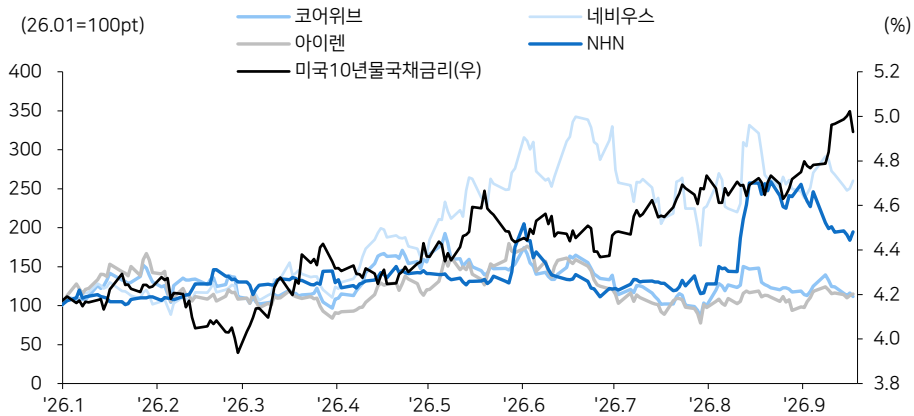
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 NHN 투자자별 매매동향과 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 8월말 금리 튀며 부채 많은 네오클라우드 peer 주가 약세



주: 2026.09.17 종가 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 NHN클라우드, 포항 데이터센터 임차 관련 공시

구분	항목	세부 내용
1) 임차 계약	1. 임차인 / 임대인	NHN클라우드 / AI팩토리포항PFV
	2. 임차 규모	데이터센터 공간 20MW 및 부대시설
	3. 임대기간	데이터센터 이용 개시일로부터 5년 (개시 시점 미공개)
	4. 계약 형태	임대차 확약서 체결 (2026-08-28 공시)
2) 포항 데이터센터 개요	1. 위치	포항시 남구 광명일반산업단지
	2. 사업자	AI팩토리포항PFV (AI 전용 DC 건설 PFV)
	3. 총 투자금액	6,000억원 (경북도 기준)
3) NHN 채무보증	4. 수전용량 및 상업운전	40MW / 2028년 상반기 목표
	1. 보증 대상	임대차 확약서 및 금융기관 차입 관련 NHN클라우드 채무
	2. 보증금액	1,101억원 (자기자본 대비 6.22%)
	3. 보증기간	2026-08-28 ~ 2028-02-28
	4. 산정 근거	현재까지 정해진 임대 조건 기준 산정, 최종 임차비용 확정 아님
4) AI DC 확충 계획	5. 전체 보증 잔액	약 5,184억원 (금번 보증 포함, 미사용 보증 한도 포함)
	1. 목표	2027년말까지 최소 30MW 추가 확보 (2Q26 컨콜, 8/11)
	2. 조달 방식	외부 임차 20MW + 자체 구축 10MW
	3. 본건 의의	외부 임차 20MW 대상이 포항 DC로 추정, 전체 계획의 2/3 규모
	4. 배경	필요 인프라의 상대적 조기 확보 목적

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림5 4월 가동 시작한 양평 리전



자료: NHN

그림6 판교/광주 이어 올 4월 오픈한 양평 리전은 국내 최대 단일 GPU 클러스터



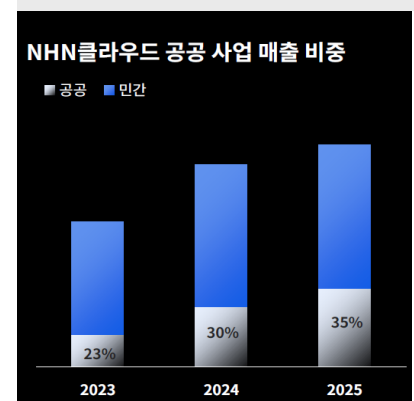
자료: NHN

그림7 5년간 3천억 가이던스, 이미 80% 매출 확보. 올해 가동량은 sold-out



자료: NHN

그림8 공공 사업 수주 확보



자료: NHN

표5 NHN 기술 부문 연간 실적 세부 부문 추정치

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
기술	460.9	635.4	714.7	1,125.5
%YoY	11.3%	37.8%	12.5%	57.5%
클라우드 사업	264.2	398.7	469.5	869.8
%YoY	12.8%	50.9%	17.8%	85.2%
테코리스	179.2	221.8	233.6	244.2
%YoY	9.1%	23.8%	5.3%	4.5%
영업이익	-15.1	42.8	81.1	246.2
% OPM	-3.3%	6.7%	11.4%	21.9%

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터 추정

표6 NHN 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	757.9	766.8	802.5	2,516.2	2,998.6	3,240.5
게임	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	139.6	139.0	142.7	478.9	549.1	598.9
결제/광고	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	394.0	397.8	410.9	1,272.7	1,557.3	1,697.3
커머스	42.7	30.6	27.1	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3	126.7	105.2	97.3
콘텐츠	46.0	50.4	46.3	53.4	47.2	51.2	48.0	50.4	196.1	196.8	188.5
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	159.8	166.1	183.8	460.9	635.4	714.7
기타 및 내부거래	-4.1	-5.0	-5.0	-4.9	-10.1	-13.0	-10.5	-11.5	-19.0	-45.1	-56.1
% YoY											
매출	-0.7	0.9	2.8	6.5	11.9	25.3	22.6	17.0	2.4	19.2	8.1
게임	-1.9	8.0	5.1	6.0	6.8	21.5	17.6	13.1	4.1	14.7	9.1
결제/광고	4.2	7.8	15.5	16.2	22.1	27.3	21.5	18.9	11.0	22.4	9.0
커머스	-33.0	-46.7	-55.6	-57.0	-38.4	-14.1	-2.8	0.0	-47.9	-17.0	-7.5
콘텐츠	2.3	-5.6	-8.4	3.1	2.6	1.7	3.6	-5.6	-2.3	0.4	-4.2
기술	11.0	6.6	8.8	17.4	19.0	52.9	48.7	32.1	11.3	37.8	12.5
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	700.0	713.2	742.4	2,383.8	2,800.8	2,967.8
% to sales	95.4	96.4	95.6	91.9	96.1	92.4	93.0	92.5	94.7	93.4	91.6
% YoY	-0.8	2.1	-17.2	1.8	12.7	20.1	19.3	17.8	-4.2	17.5	6.0
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	507.3	513.2	542.1	1,680.7	2,018.9	2,169.0
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	116.0	116.2	116.2	435.9	462.4	463.0
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	17.5	23.7	23.9	86.8	88.7	88.8
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	32.7	37.0	38.4	38.4	103.4	146.5	159.5
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	3.3	4.3	3.6	14.8	14.5	16.5
기타	14.8	14.6	16.6	16.1	15.3	18.8	17.5	18.2	62.1	69.8	71.0
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	57.9	53.6	60.1	132.4	197.8	272.7
% YoY	1.3	-23.0	흑전	120.9	-5.0	164.1	93.8	8.8	흑전	49.4	37.9
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	8.1	3.9	7.6	7.0	7.5	5.3	6.6	8.4
별도 영업이익	23.1	20.1	17.3	19.1	21.8	27.3	24.7	20.2	79.5	93.9	108.3
% YoY	-6.9	-21.8	-27.6	-26.9	-5.9	36.0	42.9	6.1	-20.8	18.1	15.3
별도 외	4.5	1.9	10.4	36.2	4.5	30.6	28.9	39.9	52.9	103.9	164.4
% YoY	84.8	-34.0	흑전	흑전	-0.6	1,540.7	178.5	10.2	흑전	96.3	58.3
세전이익	24.1	23.8	39.1	44.4	50.6	51.4	55.9	61.9	131.3	219.8	282.7
% YoY	32.9	11.2	흑전	흑전	110.2	115.8	43.1	39.4	흑전	67.3	28.6
지배주주순이익	-3.8	9.1	12.1	14.7	23.6	20.0	27.3	20.9	32.1	91.7	157.3
% YoY	적지	48.4	흑전	흑전	흑전	121.1	125.8	42.0	흑전	185.8	71.5

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

NHN (181710)

KOSPI	6,894.23pt
시가총액	18,331억원
발행주식수	3,233만주
유동주식비율	36.63%
외국인비중	14.12%
52주 최고/최저가	75,200원/25,700원
평균거래대금	129.0억원

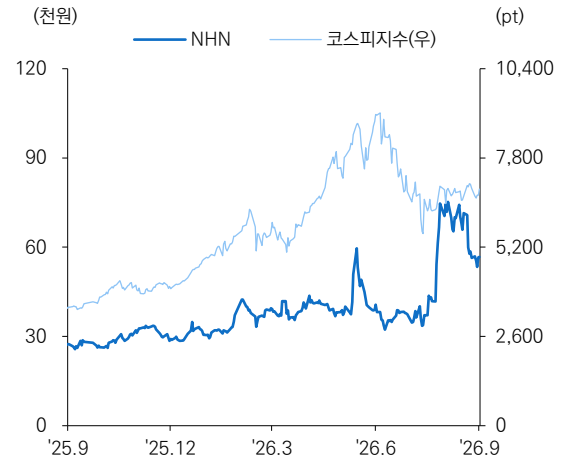
주요주주(%)

이준호 외 16 인	57.41
국민연금공단	9.90

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.6	44.8	106.9
상대주가	-19.9	24.5	3.9

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	2,998.6	197.8	91.7	2,815	194.9	47,108	20.1	1.20	1.3	6.1	124.5
2027E	3,240.5	272.7	157.3	4,866	72.9	51,457	11.7	1.10	0.4	9.9	121.8
2028E	3,670.8	316.1	163.1	5,045	3.7	55,938	11.2	1.01	-0.2	9.4	124.8

NHN (181710)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,456.1	2,516.2	2,998.6	3,240.5	3,670.8
매출액증가율(%)	8.2	2.4	19.2	8.1	13.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,456.1	2,516.2	2,998.6	3,240.5	3,670.8
판매관리비	2,488.7	2,383.8	2,800.8	2,967.8	3,354.7
영업이익	-32.6	132.4	197.8	272.7	316.1
영업이익률(%)	-1.3	5.3	6.6	8.4	8.6
금융손익	23.0	24.4	21.2	11.7	-10.9
종속/관계기업손익	-11.4	-4.7	-3.7	-1.9	-0.9
기타영업외손익	-108.6	-20.8	4.6	0.2	6.7
세전계속사업이익	-129.6	131.3	219.8	282.7	311.0
법인세비용	63.0	79.4	93.6	88.0	103.0
당기순이익	-192.6	51.9	126.2	194.7	208.0
지배주주지분 순이익	-132.5	32.1	91.7	157.3	163.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	47.0	374.0	444.9	471.4	699.0
당기순이익(손실)	-192.6	51.9	126.2	194.7	208.0
유형자산상각비	86.0	85.9	129.6	142.4	264.2
무형자산상각비	18.5	17.5	16.8	17.2	17.2
운전자본의 증감	-167.5	163.4	172.3	117.2	209.5
투자활동 현금흐름	-50.5	12.8	-101.8	-146.2	-366.5
유형자산의증가(CAPEX)	-48.0	-61.0	-150.0	-150.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	57.8	10.3	5.3	-16.8	-29.8
재무활동 현금흐름	-149.2	554.1	-57.1	-13.2	-13.2
차입금의 증감	21.9	-62.2	-25.0	2.0	3.5
자본의 증가	0.0	-300.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-149.9	941.9	286.0	312.0	319.3
기초현금	771.7	621.8	1,563.7	1,849.7	2,161.7
기말현금	621.8	1,563.7	1,849.7	2,161.7	2,480.9

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,418.8	2,202.2	2,569.1	2,937.6	3,357.4
현금및현금성자산	621.8	1,563.7	1,849.7	2,161.7	2,480.9
매출채권	184.8	185.2	220.7	238.5	270.2
재고자산	49.4	25.9	30.8	33.3	37.7
비유동자산	1,774.3	1,649.3	1,617.6	1,594.8	1,663.2
유형자산	700.9	684.7	705.1	712.8	748.6
무형자산	344.8	324.6	277.7	230.6	233.4
투자자산	474.2	463.9	458.6	475.4	505.2
자산총계	3,193.0	3,851.4	4,186.7	4,532.4	5,020.6
유동부채	878.4	1,544.7	1,796.5	1,937.3	2,187.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	65.1	51.0	51.0	51.0	51.0
유동성장기부채	30.9	29.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	549.3	535.9	525.1	552.0	599.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	175.7	153.4	153.4	153.4	153.4
부채총계	1,427.7	2,080.6	2,321.6	2,489.3	2,787.7
자본금	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
자본잉여금	1,228.7	928.7	928.7	928.7	928.7
기타포괄이익누계액	12.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
이익잉여금	324.8	629.9	706.4	847.0	991.9
비지배주주지분	313.9	307.7	342.2	379.5	424.5
자본총계	1,765.4	1,770.8	1,865.1	2,043.1	2,232.9

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	72,355	74,833	92,015	100,235	113,544
EPS(지배주주)	-3,904	954	2,815	4,866	5,045
CFPS	8,115	7,808	11,006	13,279	17,776
EBITDAPS	2,117	7,014	10,564	13,369	18,480
BPS	42,987	44,671	47,108	51,457	55,938
DPS	500	500	500	550	600
배당수익률(%)	2.8	1.7	0.9	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	-4.5	30.4	20.1	11.7	11.2
PCR	2.2	3.7	5.2	4.3	3.2
PSR	0.2	0.4	0.6	0.6	0.5
PBR	0.41	0.65	1.20	1.10	1.01
EBITDA(십억원)	71.9	235.9	344.3	432.2	597.4
EV/EBITDA	6.5	-0.7	1.3	0.4	-0.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-8.6	2.2	6.1	9.9	9.4
EBITDA 이익률	2.9	9.4	11.5	13.3	16.3
부채비율	80.9	117.5	124.5	121.8	124.8
금융비용부담률	1.2	1.0	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	-1.1	5.1	8.8	12.7	14.5
매출채권회전율(x)	13.4	13.6	14.8	14.1	14.4
재고자산회전율(x)	42.2	66.9	105.8	101.1	103.4

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 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	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.08.07	기업브리프	Hold	24,000	이효진	-25.2	-16.9	
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	-27.1	10.4	
2026.08.12	기업브리프	Buy	64,000	이효진	5.0	17.5	
2026.09.21	기업브리프	Buy	80,000	이효진	-	-	