인터넷/게임

NHN 181710

어닝 호조와 함께 밟은 AI DC 확장 엑셀

Nov 11 2026

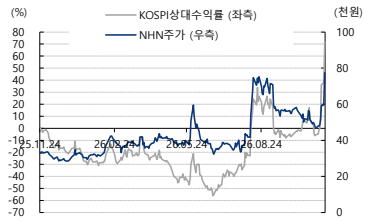
Buy 유지

TP 92,000 원 상향

Company Data

현재가(11/10)	77,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	77,400 원
52 주 최저가(보통주)	28,450 원
KOSPI (11/10)	5,239.13p
KOSDAQ (11/10)	667.61p
자본금	188 억원
시가총액	25,023 억원
발행주식수(보통주)	3,233 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	22.4 만주
평균거래대금(60 일)	138 억원
외국인지분(보통주)	13.58%
주요주주	
이준호 외 15 인	57.40%
국민연금공단	9.90%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	38.0	100.0	165.1
상대주가	74.5	186.2	106.1

3Q26 review: 영업이익 컨센서스 상회

3Q26 매출은 7,583억원(YoY +21.2%), 영익은 588억원(YoY +112.6%)을 기록, 영익 기준 컨센서스(매출 7,646억원, 영익 539억원) 상회. 기술 매출은 AI GPU 관련 FactoryX 서울 매출 및 게임 고객사향 사업 매출 발생으로 NHN 클라우드 매출 성장(YoY +75%), 일본 지역 AWS 리세일 사업 매출 성장 지속에 따른 NHN 테코러스(YoY +21%) 성장으로 1,717억원(+53.6%) 기록. 결제 매출은 수입차 등 해외 가맹점 거래 금액 성장으로 NHN KCP 매출(+21.8%) 성장 지속되며 3,976억원(YoY +21.5%), 게임 매출은 웹보드 규제 완화에 따른 결제성향 증가로 1,310억원(+10.7%) 기록. 영업비용은 6,995억원(+17.0%), OPM은 7.8%. 감가상각비는 3분기 신규 입고된 B300 GPU 감가상각비가 일부 반영되며 YoY +49.9%, 광선비는 웹보드 마케팅 및 NHN 플레이아트 도쿄게임쇼 참가로 +4.6%. 지급수수료는 NHN KCP 매출 성장 따른 매출연동 수수료 증가로 +19.0% 증가

투자의견 Buy 유지, 목표주가 92,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 92,000원으로 +43.8% 상향조정(기존 64,000원). 목표주가 상향은 주로 SOTP Valuation에 있어 기술 부문 가치를 2.37조원으로 상향(종전 1.5조원)함에 따름. 기술 부문 가치 산정에는 27년 기술 부문 매출 8,214억원 및 PSR 4.0배 및 자회사 할인율 30% 적용. 이는 1) 동사가 27년 말까지 AI DC 확보 계획을 총 100MW로 기존 대비 약 +30MW 상향했기에 이를 반영해 기술 매출 추정치를 상향하고, 2) 28년 기술 매출 성장률 추정치가 +61.1%로 멀티플 할인 요인이 감소했다는 판단 하에 multiple 할인을 제거함에 따름

27년 1월부터 가동되는 약 6MW(B300 1,700장, 서울 가산+인천 가좌)에서는 27년 1,082억원, 28년 1,080억원 매출 기여 전망하며, 4Q27 준공 및 가동 개시 예상되는 54MW(포항 + Factory X 장성 + 장성 파인)에서는 28년 4,545억원의 매출 기여 추정함. 해당 추정치는 정부 GPU 사업 참여 여부와 그 비중에 따라 크게 변동할 수 있으며, 현 추정치는 포항 DC 중 20MW, 장성 파인 DC 중 10MW를 정부 GPU 사업을 통해 조달하는 것으로 가정하였음을 밝힘

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	2,456	2,516	2,974	3,419	4,149
YoY(%)	8.2	2.4	18.2	15.0	21.4
영업이익(십억원)	-33	132	202	309	397
OP 마진(%)	-1.3	5.2	6.8	9.0	9.6
순이익(십억원)	-193	52	135	218	280
EPS(원)	-3,904	954	2,937	4,734	6,077
YoY(%)	적지	흑전	207.8	61.2	28.4
PER(배)	-4.5	30.4	26.4	16.3	12.7
PCR(배)	1.8	4.0	4.4	3.6	3.0
PBR(배)	0.4	0.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.1	-0.8	4.1	2.5	1.6
ROE(%)	-8.6	2.2	6.4	9.6	11.2



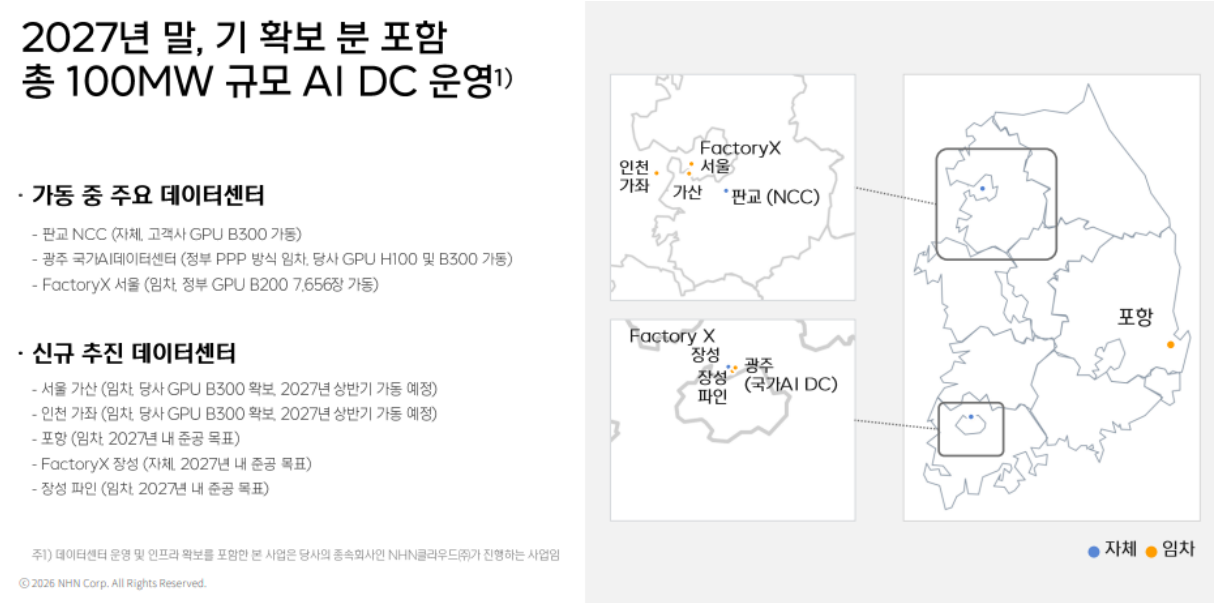
[인터넷/게임] 김동우
3771- 9249
20210135@iprovest.com

[도표 1] NHN 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	757.9	758.3	786.3	2,516.2	2,973.9	3,419.1	4,149.2
성장률(YoY %)	*-0.7%*	*0.9%*	*2.8%*	*14.6%*	*11.9%*	*25.3%*	*21.2%*	*14.7%*	*2.4%*	*18.2%*	*15.0%*	*21.4%*
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	139.6	131.0	133.8	478.9	532.2	556.6	574.0
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	49.1	50.1	48.9	174.3	196.1	207.9	211.9
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	90.5	80.8	85.0	304.7	336.0	348.8	362.1
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	394.0	397.6	413.0	1,272.7	1,559.2	1,810.1	2,022.4
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	159.8	171.7	179.3	460.9	636.5	821.4	1,323.3
기타	84.6	76.1	68.3	94.2	84.7	88.0	78.5	82.0	303.8	333.2	316.4	315.1
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	700.0	699.5	727.0	2,384.0	2,771.7	3,110.3	3,751.9
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	507.3	500.9	522.9	1,680.9	1,987.3	2,222.4	2,655.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	116.0	113.1	116.4	436.0	459.6	477.3	493.0
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	17.5	24.8	25.9	86.8	91.8	105.8	120.3
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	32.7	37.0	37.8	37.9	103.4	145.4	198.1	349.1
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	3.3	3.7	3.8	14.8	14.2	19.8	28.6
기타	14.8	14.6	16.6	16.1	15.3	18.8	19.3	20.0	62.1	73.3	86.8	105.4
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	57.9	58.8	59.3	132.4	202.2	308.8	397.3
성장률(YoY %)	*1.3%*	*-23.0%*	*흑자전환*	*120.9%*	*-5.0%*	*164.1%*	*112.7%*	*7.4%*	*흑자전환*	*52.8%*	*52.7%*	*28.7%*
OPM(%)	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	7.6%	7.8%	7.5%	5.3%	6.8%	9.0%	9.6%
순이익	- 0.2	11.2	18.0	22.9	31.1	29.1	38.9	36.4	51.9	135.4	218.5	280.4
NPM(%)	0.0%	1.9%	2.9%	3.3%	4.6%	3.8%	5.1%	4.6%	2.3%	4.6%	6.4%	6.8%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 2] NHN AI GPU 데이터센터 인프라 확보 계획



자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 3] NHN Valuation Table

부문	단위	25F	가치 산정	비고
게임 부문 가치	**십억원**		**544**	
	십억원	27F 게임 NOPLAT	58.4	영업이익률 15%, 법인세율 30% 가정
	배	target PER	9.3	글로벌 게임사 peer 27F PER 평균 40% 할인
기술 부문 가치	**십억원**		**2,311**	
	십억원	27F 기술 매출	821.4	
	배	target PSR	4.0	글로벌 네오클라우드 및 하이퍼스케일러 27F PSR 평균
		할인율	30%	자회사 30% 할인
결제 부문 가치			**132**	
페이코 가치	**십억원**	**부문 가치**	**30**	
	십억원	기업 가치	111	페이코 27년 별도 매출 추정치 및 간편결제 global peer PSR 적용
	%	지분율	68.4%	
	%	할인율	60%	자회사 및 NHN KCP 가치 반영 할인 60% 적용
NHN KCP	**십억원**	**지분 가치**	**102**	
	십억원	시가총액	475	
	%	지분율	42.8%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
적정시가총액	**십억원**		**2,987**	
발행주식수	천 주		32,329	
적정주가	원		92,393	
목표주가	**원**		**92,000**	
현재주가	원		77,400	
상승여력	**%**		**18.9%**	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터. 주: 매출 전망치는 교보증권 추정치

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,456	2,516	2,974	3,419	4,149
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,456	2,516	2,974	3,419	4,149
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,489	2,384	2,772	3,110	3,752
영업이익	-33	132	202	309	397
영업이익률 (%)	-1.3	5.3	6.8	9.0	9.6
EBITDA	72	236	287	381	458
EBITDA Margin (%)	2.9	9.4	9.7	11.1	11.0
영업외손익	-97	-1	3	3	3
관계기업손익	-11	-5	-5	-5	-5
금융수익	92	75	81	81	81
금융비용	-69	-51	-61	-61	-61
기타	-109	-21	-11	-11	-11
법인세비용차감전순손익	-130	131	205	312	401
법인세비용	63	79	70	94	120
계속사업순손익	-193	52	135	218	280
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	52	135	218	280
당기순이익률 (%)	-7.8	2.1	4.6	6.4	6.8
비지배지분순이익	-60	20	39	63	81
지배지분순이익	-133	32	96	155	199
지배순이익률 (%)	-5.4	1.3	3.2	4.5	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-5	-1	-1	-1
포괄순이익	-180	47	135	218	280
비지배지분포괄이익	-59	17	39	63	81
지배지분포괄이익	-121	29	96	155	199

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

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,419	2,202	2,359	2,602	2,890
현금및현금성자산	622	1,564	1,767	2,033	2,302
매출채권 및 기타채권	516	407	367	351	372
재고자산	49	26	31	35	43
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
기타금융자산	311	294	294	294	294
기타비유동자산	599	501	481	466	454
자산총계	3,193	3,851	3,923	4,098	4,329
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	1,544	1,684	1,867
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
이익잉여금	325	630	711	850	1,034
기타자본변동	-133	-112	-112	-112	-112
비지배지분	314	308	325	354	393
자본총계	1,765	1,771	1,869	2,038	2,260
총차입금	326	271	252	263	276

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	47	374	216	287	314
당기순이익	-193	52	135	218	280
비현금항목의 가감	468	211	188	197	211
감가상각비	86	86	72	60	50
외환손익	-3	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	5	5	5
기타	385	124	110	131	155
자산부채의 증감	-168	163	-35	-34	-58
기타현금흐름	-61	-52	-72	-94	-120
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	203	266	269
기초 현금	772	622	1,564	1,767	2,033
기말 현금	622	1,564	1,767	2,033	2,302
NOPLAT	-48	52	133	216	278
FCF	-160	258	183	254	281

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-3,904	954	2,937	4,734	6,077
PER	-4.5	30.4	26.4	16.3	12.7
BPS	42,986	44,671	47,138	51,401	57,008
PBR	0.4	0.7	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	2,117	7,014	8,775	11,618	13,976
EV/EBITDA	6.1	-0.8	4.1	2.5	1.6
SPS	72,355	74,833	90,798	104,390	126,682
PSR	0.2	0.4	0.9	0.7	0.6
CFPS	-4,700	7,679	5,599	7,752	8,570
DPS	500	500	500	500	500

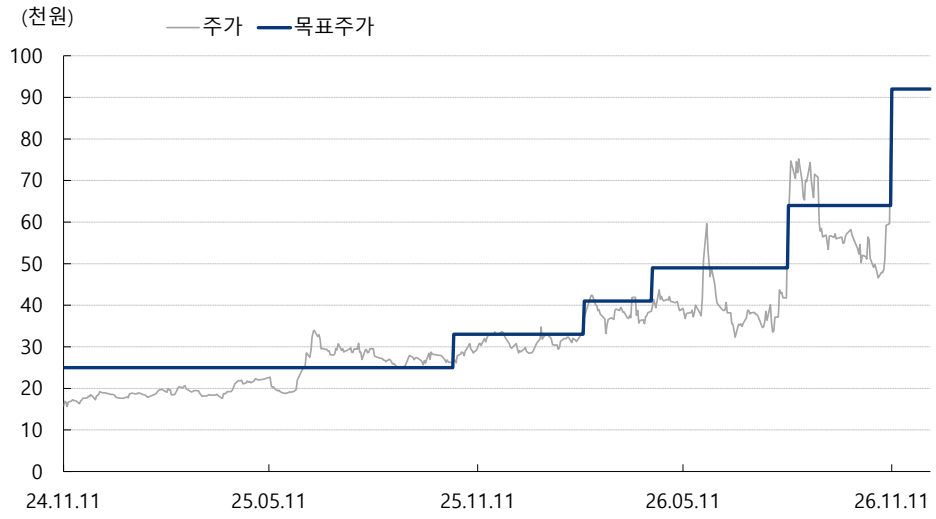
재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	8.2	2.4	18.2	15.0	21.4
영업이익 증가율	적전	흑전	52.7	52.7	28.7
순이익 증가율	적지	흑전	160.8	61.3	28.4
수익성					
ROIC	-5.1	10.8	-2,799.9	-203.1	-169.4
ROA	-4.0	0.9	2.5	3.9	4.7
ROE	-8.6	2.2	6.4	9.6	11.2
안정성					
부채비율	80.9	117.5	110.0	101.1	91.6
순차입금비율	10.2	7.0	6.4	6.4	6.4
이자보상배율	-1.1	5.1	8.0	11.4	13.8

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

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
2022.11.09	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	(31.3)	(26.3)
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)	2026.07.27	매수	49,000	(58.3)	(18.1)
2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)	2026.08.12	매수	64,000	(8.1)	17.3
2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)	2026.11.11	매수	92,000		

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_2026.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	3.6%	0.0%	0.0%

[업종 투자의견]

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

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

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