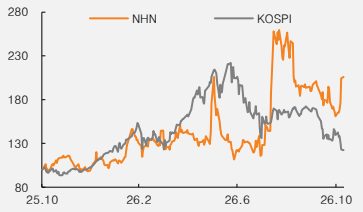
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.10

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 95,000원
현재주가(26/11/9)	59,600원
상승여력	59.4%

영업이익(26F,십억원)	201
Consensus 영업이익(26F,십억원)	199
EPS 성장률(26F,%)	231.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	275.0
P/E(26F,x)	18.8
MKT P/E(26F,x)	4.9
KOSPI	5,018.85
시가총액(십억원)	1,927
발행주식수(백만주)	32
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	13.3
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	28,450
52주 최고가(원)	75,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.2	54.0	108.8
상대주가	40.3	130.1	64.5



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

181710 · 게임

NHN

AI DC CAPA 확대, 성장의 변곡점

3Q26 Review: 매출액 부합, 영업이익 상회

매출액 7,583억원(+21% YoY), 영업이익 588억원(+113% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 9% 상회했다. 게임 부문은 예상치를 하회했으나 기술 부문이 호조를 보였다. 게임 매출액은 1,310억원(+11% YoY)으로 웹보드 게임의 성장세 지속에도 불구하고 일본 모바일 게임 매출 부진으로 QoQ 6% 감소했다.

기술 매출액은 1,717억원(+54% YoY)으로 예상치를 7% 상회했다. 클라우드 매출액은 AI GPU 사업 확대와 민간 수요 증가에 힘입어 YoY 76%, 테코러스 매출액은 AWS 리세일 사업 호조로 YoY 21% 증가했다. 영업비용은 6,995억원(+17% YoY)으로 예상치에 부합했다.

AI DC CAPA 확보 가속화

동사는 27년 말까지 약 100MW 규모의 AI DC 운영을 목표로 CAPA 확대에 나선다. 서울 가산 및 인천 가좌 등 수도권 DC 약 6MW를 2027년 상반기부터 가동할 예정이다. 그리고 27년 말까지 포항 DC 20MW, 장성 파인데이터센터 26MW 임차, 자체 DC 10MW 구축을 추진하고 있다.

27년 하반기 이후 AI DC 매출액의 본격적인 성장이 예상된다. 수도권 신규 DC가 가동되는 27년 AI DC 매출액은 1,530억원, 영업이익 560억원을 예상한다. 포항/장성 임차 DC, 자체 DC 가동이 본격화되는 28년 AI DC 매출액은 6,140억원, 영업이익은 1,710억원을 예상한다.

중소형주 Top Pick 유지, 목표주가 95,000원으로 상향

수도권(서울 가산, 인천 가좌) 신규 AI DC 가동 계획(1H27)을 반영한 27F 실적 조정으로 목표주가를 기존 80,000원에서 95,000원(타겟 P/E 17배 유지)으로 상향하며 업종 내 중소형주 Top Pick 의견을 유지한다. 1) GPUaaS 매출이 이미 실적에 반영되고 있으며, 2) 타 대형 사업자 대비 레버리지 효과가 큰 점이 매력적이다.

AI 컴퓨트 단가의 상승에 따른 1) AI DC 사업자로서의 멀티플 리레이팅, 2) 27F, 28F 실적 추정치 상향이 지속될 전망이다. 다음 모멘텀은 신규 정부 사업 수주가 될 것으로 예상한다. 동사는 25년 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	2,972	3,410	4,117
영업이익 (십억원)	-33	132	201	308	475
영업이익률 (%)	-1.3	5.2	6.8	9.0	11.5
순이익 (십억원)	-133	32	103	181	285
EPS (원)	-3,904	954	3,166	5,588	8,822
ROE (%)	-8.6	2.2	6.9	11.2	15.5
P/E (배)	-	30.4	18.8	10.7	6.8
P/B (배)	0.4	0.6	1.2	1.1	0.9
배당수익률 (%)	2.8	1.7	0.8	0.8	0.8

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**671**	**758**	**758**	**784**	**801**	**855**	**860**	**894**	**2,516**	**2,972**	**3,410**	**4,117**
(% YoY)	11.9%	25.3%	21.2%	14.3%	19.2%	12.8%	13.5%	14.0%	2.4%	18.1%	14.7%	20.7%
게임	128	140	131	136	138	145	140	144	479	535	567	584
(% YoY)	6.8%	21.5%	10.7%	8.0%	8.2%	4.0%	6.9%	5.3%	4.1%	11.6%	6.1%	3.0%
PC	48	49	50	50	51	53	54	55	173	197	213	220
모바일	80	91	81	86	87	92	86	89	306	337	354	364
결제	355	394	398	415	426	465	457	477	1,273	1,561	1,825	2,007
(% YoY)	22.1%	27.3%	21.5%	20.0%	20.0%	18.0%	15.0%	15.0%	11.0%	22.6%	16.9%	10.0%
기술	126	160	172	173	178	183	209	217	461	631	786	1,313
(% YoY)	19.0%	52.9%	53.6%	24.7%	41.4%	14.5%	21.5%	25.3%	11.3%	36.8%	24.7%	66.9%
그 외	63	65	58	60	59	62	55	56	304	246	231	213
영업비용	**645**	**700**	**700**	**726**	**739**	**784**	**775**	**804**	**2,384**	**2,771**	**3,101**	**3,642**
(% YoY)	12.7%	20.1%	17.0%	15.2%	14.5%	12.0%	10.7%	10.7%	-4.2%	16.2%	11.9%	17.4%
지급수수료	456	507	501	529	533	576	557	586	1,681	1,993	2,251	2,418
인건비	114	116	113	113	121	123	120	119	436	456	483	522
광고선전비	24	18	25	24	23	24	24	25	87	90	95	103
감가상각비	33	37	38	38	38	38	45	46	103	145	168	401
통신비	3	3	4	4	4	4	4	4	15	14	15	16
기타	15	19	19	19	19	20	25	25	62	73	89	182
영업이익	**26**	**58**	**59**	**58**	**62**	**71**	**86**	**89**	**132**	**201**	**308**	**475**
(% YoY)	-5.0%	164.1%	112.7%	4.5%	136.3%	22.7%	45.8%	54.9%	흑전	51.5%	53.6%	54.0%
영업이익률	3.9%	7.6%	7.8%	7.4%	7.7%	8.3%	10.0%	10.0%	5.3%	6.8%	9.0%	11.5%
지배주주순이익	**24**	**20**	**29**	**30**	**35**	**41**	**51**	**54**	**32**	**103**	**181**	**285**
NPM	3.5%	2.6%	3.8%	3.9%	4.3%	4.8%	6.0%	6.0%	1.3%	3.5%	5.3%	6.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	2,979	3,336	2,972	3,410	0%	2%	2,981	3,331	0%	2%	
영업이익	194	267	201	308	3%	15%	199	256	1%	20%	
지배주주순이익	106	152	103	181	-3%	19%	105	143	-1%	26%	AI DC 매출액 상향
영업이익률	6.5%	8.0%	6.8%	9.0%	-	-	6.7%	7.7%	-	-	
순이익률	3.6%	4.6%	3.5%	5.3%	-	-	3.5%	4.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q26 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	괴리율	컨센서스	괴리율
매출액	758	766	-1%	765	-1%
영업이익	59	54	9%	54	9%
지배주주순이익	29	31	-5%	31	-5%

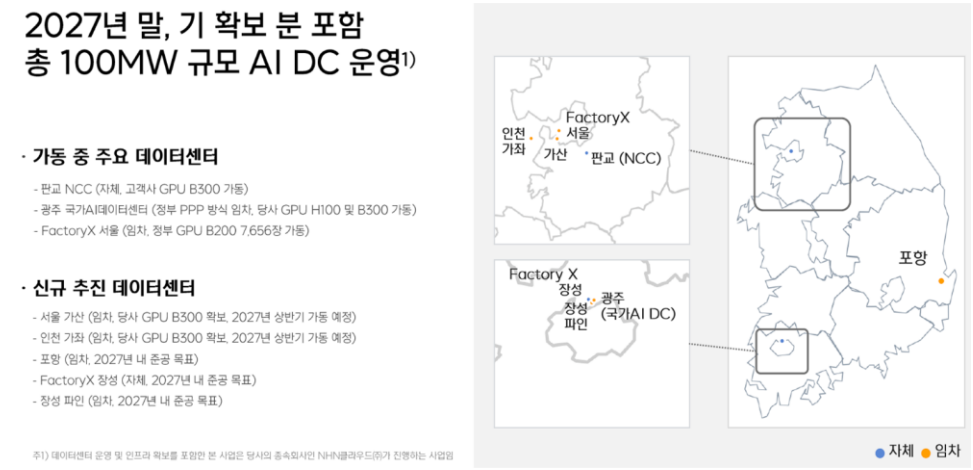
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	181	
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)	3,071	
주식 수 (천주)	32,329	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	59,600	
상승여력	59.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 2027년 말 100MW 규모까지 DC CAPA 확대할 계획



자료: 동사, 미래에셋증권 리서치센터

NHN (181710)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,516**	**2,972**	**3,410**	**4,117**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**2,516**	**2,972**	**3,410**	**4,117**
판매비와관리비	**2,384**	**2,771**	**3,101**	**3,642**
조정영업이익	**132**	**201**	**308**	**475**
영업이익	**132**	**201**	**308**	**475**
비영업손익	**-1**	**13**	**-2**	**-18**
금융손익	-7	0	-1	4
관계기업등 투자손익	-5	12	-3	-24
세전계속사업손익	131	214	306	457
계속사업법인세비용	79	75	83	123
계속사업이익	52	139	224	334
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**52**	**139**	**224**	**334**
지배주주	32	103	181	285
비지배주주	20	36	43	48
총포괄이익	**47**	**139**	**224**	**334**
지배주주	29	88	141	210
비지배주주	17	52	83	124
EBITDA	236	309	421	598
FCF	313	-276	341	504
EBITDA 마진율 (%)	9.4	10.4	12.3	14.5
영업이익률 (%)	5.2	6.8	9.0	11.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	3.5	5.3	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,202**	**1,851**	**2,241**	**2,832**
현금 및 현금성자산	1,564	1,042	1,316	1,719
매출채권 및 기타채권	371	497	570	689
재고자산	26	31	35	42
기타유동자산	241	281	320	382
비유동자산	**1,649**	**1,802**	**1,846**	**1,938**
관계기업투자등	170	181	207	250
유형자산	685	692	721	773
무형자산	325	344	326	311
자산총계	**3,851**	**3,653**	**4,087**	**4,770**
유동부채	**1,545**	**1,035**	**1,180**	**1,414**
매입채무 및 기타채무	1,211	650	746	901
단기금융부채	101	75	79	85
기타유동부채	233	310	355	428
비유동부채	**536**	**739**	**820**	**951**
장기금융부채	191	191	191	191
기타비유동부채	345	548	629	760
부채총계	**2,081**	**1,774**	**2,000**	**2,365**
지배주주지분	**1,463**	**1,535**	**1,700**	**1,971**
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	929	929	929	929
이익잉여금	630	718	883	1,153
비지배주주지분	**308**	**344**	**387**	**435**
자본총계	**1,771**	**1,879**	**2,087**	**2,406**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**374**	**-181**	**465**	**664**
당기순이익	52	139	224	334
비현금수익비용가감	211	181	195	241
유형자산감가상각비	86	87	95	108
무형자산상각비	17	21	18	15
기타	108	73	82	118
영업활동으로인한자산및부채의변동	163	-428	128	207
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	78	-28	-31	-51
재고자산 감소(증가)	33	-5	-4	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	49	0	0	0
법인세납부	-63	-75	-83	-123
투자활동으로 인한 현금흐름	**13**	**-274**	**-153**	**-209**
유형자산처분(취득)	-58	-95	-124	-161
무형자산감소(증가)	-18	-40	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-31	-30	-48
기타투자활동	71	-108	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**554**	**-57**	**-12**	**-9**
장단기금융부채의 증가(감소)	-62	-25	4	6
자본의 증가(감소)	-300	0	0	0
배당금의 지급	-18	-15	-15	-15
기타재무활동	934	-17	-1	0
현금의 증가	**942**	**-521**	**273**	**403**
기초현금	622	1,564	1,042	1,316
기말현금	1,564	1,042	1,316	1,719

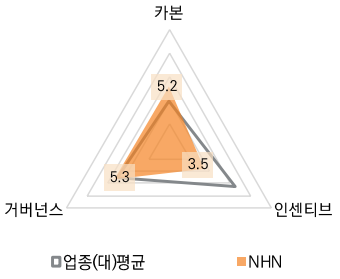
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	30.4	18.8	10.7	6.8
P/CF (x)	3.7	6.1	4.6	3.4
P/B (x)	0.6	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	-	4.3	2.5	1.2
EPS (원)	954	3,166	5,588	8,822
CFPS (원)	7,808	9,844	12,941	17,765
BPS (원)	46,129	49,449	54,567	62,918
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	29.7	10.9	6.8	4.6
배당수익률 (%)	1.7	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	2.4	18.1	14.7	20.7
EBITDA증가율 (%)	228.3	30.9	36.4	42.0
조정영업이익증가율 (%)	흑전	51.5	53.6	54.0
EPS증가율 (%)	흑전	231.7	76.5	57.9
매출채권 회전율 (회)	13.6	14.9	14.9	15.3
재고자산 회전율 (회)	66.9	105.4	104.0	106.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.5	3.7	5.8	7.5
ROE (%)	2.2	6.9	11.2	15.5
ROIC (%)	8.6	24.6	25.1	40.3
부채비율 (%)	117.5	94.4	95.8	98.3
유동비율 (%)	142.6	178.9	189.9	200.3
순차입금/자기자본 (%)	-79.1	-50.4	-59.4	-69.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	8.9	14.3	21.6

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : NHN (181710)

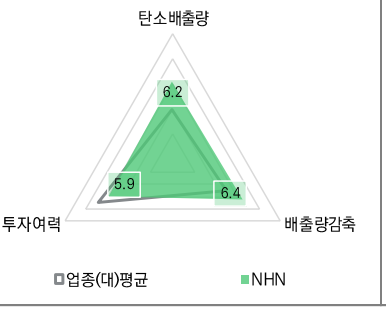
종합



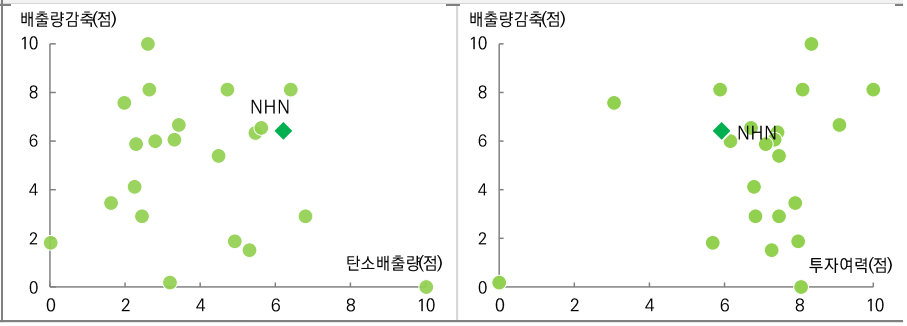
세부항목

ESG 점수	5.1 ▼	직전점수		업종(대)	IT
ESG 등급	BBB	직전등급		업종(중)	소프트웨어와서비스
세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	0
카본(E)	5.2	A	40	=	담당자 코멘트	
인센티브(S)	3.5	B	10	=	가중치 변경 없음	
거버넌스(G)	5.3	A	50	=		

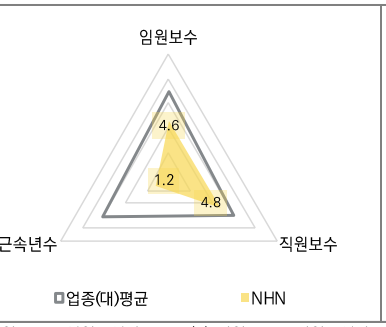
ESG 항목별 세부점수

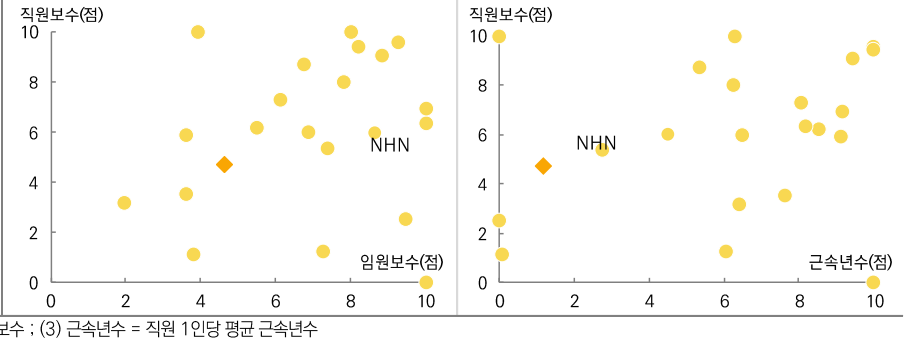


동일업종(대) 기업 간 비교

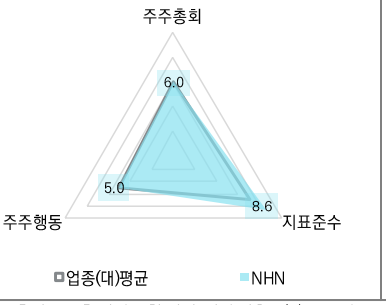


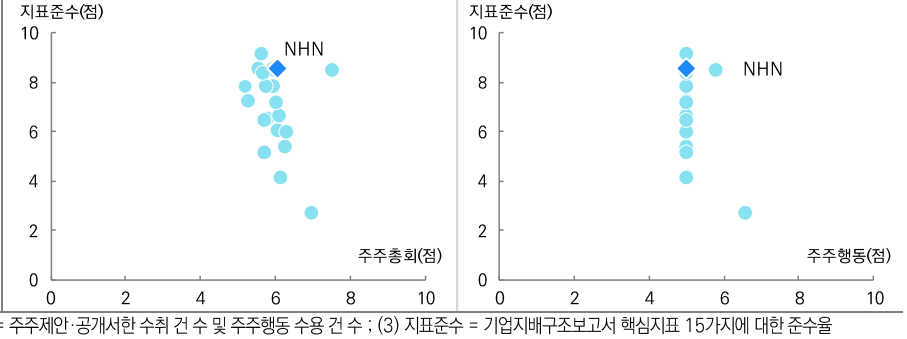
(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례





(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수





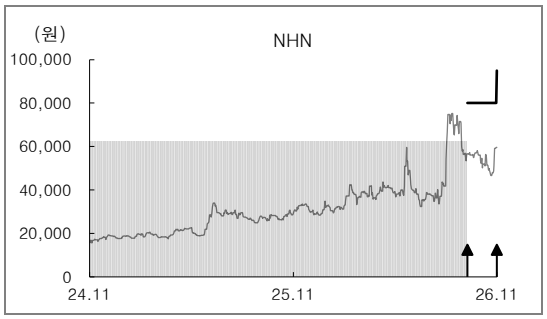
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NHN (181710)				
2026.11.10	매수	95,000	-	-
2026.09.18	매수	80,000	-33.35	-25.50



* 괴리율 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 주가하락이 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
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 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.