

네비우스 그룹 (NBIS.US)

단가는 올랐고, 남은 것은 켜는 속도

- GPU 클라우드와 추론 플랫폼을 파는 독립 AI클라우드, 매출의 약 98%가 AI 클라우드
- 신규 계약 단가는 상승 중, 선수금이 설비투자의 50~60%를 먼저 채움
- 계약 잔고-선수금은 상대 우위. 센터 회복 시 남겨둔 2027년 용량 부각

GPU 임대 위에 추론 소프트웨어를 얹는 AI 클라우드

네비우스 그룹은 GPU를 빌려주는 클라우드와, 고객 대신 AI 모델을 돌려주는 추론 서비스를 파는 AI 클라우드 기업으로, 매출의 약 98%가 AI 클라우드에서 나온다. 데이터센터는 자가 건설, 임차, 파트너 설비를 함께 쓴다. 올해는 추론 소프트웨어 기업을 잇달아 인수하며 GPU 임대 위로 영역을 넓히고 있다.

단가와 선수금은 확인, 남은 질문은 켜는 속도

신규 계약 단가는 MW 당 연 \$12M에서 \$20M 이상으로 올랐고, 3~6개월 단기 계약은 \$40M을 넘는다. 2분기 계약의 약 70%에는 선수금이 붙었고, 이 선수금이 해당 설비투자의 50~60%를 먼저 채운다.

남은 질문은 이 계약을 얼마나 빨리 켜느냐다. 계약 전력 목표는 1년 만에 다섯 배인 5GW로 늘었으나 연말 연결 목표는 0.8GW~1GW 수준에 불과하다. 또한 목표 5GW 중 대부분이 3~3.5년에 걸쳐 들어온다. 마이크로소프트 계약이 걸린 Vineland에서는 현장 발전 인허가가 변수로 작용하고 있다. 켜는 데 드는 돈도 아직 다 고객 신용에서 나오지는 않는다. 선수금이 붙은 계약에서는 설비투자의 절반 이상을 미리 받지만 고객 계약 담보대출은 7월 첫 건뿐이고, 그동안 자금의 큰 축은 전환사채(원금 약 \$13.4B)였다.

밸류에이션: 기대는 이미 가이던스 상단

블룸버그 컨센서스 기준 동사 12MF EV/EBITDA는 13.4배, 24MF는 7.0배로 24MF 기준 CRWV(4.5배)와 IREN(6.3배)보다 높다. 2027년 EBITDA 마진 컨센서스는 54.6%로 IREN(74.2%, CY27 기준), CRWV(62.6%)보다 낮다. 높은 멀티플은 성장 속도에 대한 기대를 반영한다. 2027년 매출 컨센서스 약 \$12.7B는 연말 ARR 목표(\$7~9B)의 1.4~1.8배로, 연말 연결분이 모두 신규 단가로 가동되는 경우(약 \$11.5~14.5B)를 반영한다. 커버리지 안에서 동사의 강점은 계약 잔고(RPO \$37.5B)와 선수금의 규모다. 다만 컨센서스가 이미 가이던스 상단을 반영하고 있어, 시장 센터가 개선될 때 부각될 부분은 기존 계약보다 남겨둔 2027년 용량의 단가가 될 것이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$170.47

목표주가 컨센서스: \$282.76

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
68%	29%	4%

Stock Data

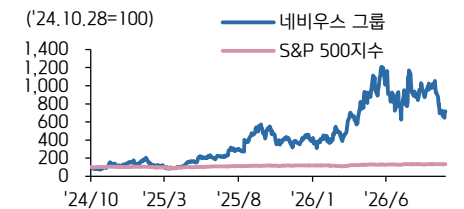
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	170.47 / 282.76
52주 최고/최저 (\$)	299.86 / 73.52
시가총액 (백만\$)	49,037
유통주식 수 (백만)	254
일평균거래량 (3M)	21,214,470

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	118	530	3,458	12,704
EBITDA(adj.)	-266	-65	1,425	6,868
EBITDA 마진(%)	-226.7	-12.2	41.2	54.1
순이익	-247	-447	-700	-823
EPS	-0.83	-1.77	-2.01	-2.64
증가율(%)	적전	적지	적지	적지
PSR(배)	85.1	38.3	14.2	3.9
PBR(배)	2.0	4.6	4.6	4.8
ROE(%)	-19.5	2.1	-3.9	-4.0
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	103.7	-28.2	17.6	35.9
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약과 단가: 단가는 올랐고, 지속성은 장기 계약에서 확인

MW당 연간 계약가치(ACV)는 2026년 기존 계약 기준 약 \$12M이었다. 2분기 대형 계약 4건은 \$20~25M이었고, 3분기 첫 3~6개월 단기 계약은 \$40M을 넘었다. 이 계약들은 대부분 2026년 말 이후 가동분이라 2027년 매출의 가격 기준선이 된다. 동사는 2분기 계약의 투자 회수 기간이 종전 2~3년에서 1년 10개월로 짧아졌다고 밝혔다. 구형 GPU 가격도 1분기보다 30% 이상 올려, 새 세대가 나오면 구형 장비의 가치가 먼저 사라진다는 오랜 우려를 덜었다. 다만 회사는 단기 계약을 급하고 기간이 정해진 수요에 고객이 큰돈을 지불하는 상품이라고 설명한다. 그 높은 단가가 공급 부족 때문인지, 고객이 장기 약정을 피해서인지는 다음 장기 계약 단가로 확인해야 한다.

고객도 넓어졌다. 마이크로소프트는 Vineland 전용으로 2031년까지 \$17.4B(배치·가용성 조건부, 추가 옵션 포함 최대 \$19.4B)를 계약했다. 메타는 1차 \$2.88B에 이어 2차로 \$27B 규모 계약을 맺었다. 그중 확정 구매는 \$12B(2027년 초 개시)이고, 나머지 \$15B는 동사가 용량을 메타에 미리 정한 조건으로 팔거나 다른 고객에게 시장가로 팔 수 있는 계약이다. 2분기에는 Reflection·Cohere 등 AI 랩 3곳, 쿼트 펀드 1곳과 건당 평균 \$1B이 넘는 계약을 맺었다. 잔여이행의무(RPO)는 \$37.5B이고, 이중 36%(약 \$13.5B)가 24개월 안에 매출로 잡힌다. 이는 연평균 약 \$6.8B로 6월 ARR의 두 배를 넘는다. 다만 2027년 용량을 모두 판 것은 아니다. 회사는 2분기 주주서한에서 "2027년 용량을 지금 조건으로 다 팔 수 있지만 일부러 그러지 않는다"며, 당장 필요한 고객을 위해 일부를 남겨 두는 편이 더 가치 있다고 밝혔다. 남겨 둔 규모는 공시하지 않았다. 단가가 더 오르면 업사이드, 수요가 꺾이면 부담이 되는 선택이 될 수 있다.

전력과 사이트: 약정은 5GW, 연결은 1GW 안팎

동사는 전력을 세 단계로 공시한다. 계약 전력(토지·전력 약정)의 연말 목표는 1년 사이 1GW 초과에서 5GW로 늘었다. 연결 전력(완공돼 장비를 갖춘 데이터센터)의 연말 목표는 0.8~1GW이고, 가동 전력(매출을 내는 IT 장비 전력)은 2025년 말 약 170MW가 마지막 공시다. 계약과 가동 사이의 이 간격이 동사의 시간 변수다. 동사는 2027년부터 매년 1GW 이상을 배치할 계획이다.

그 증설은 자가 대형 사이트가 맡는다. 미주리 Independence(1.2GW)는 5월 착공했고, 펜실베이니아(최대 1.2GW)는 2027년부터 단계적으로 들어온다. 앨라배마도 2027년 가동이 목표이고, 핀란드에 310MW 자가 사이트를 더했다. 미국 사이트는 모두 텍사스 밖이라 ERCOT 대기열과 무관하다.

올해 남은 변수는 마이크로소프트 계약이 걸린 뉴저지 Vineland다. 회사는 지금까지 도래한 트랜치를 모두 인도했고, 남은 용량은 대부분 하반기에 컨다고 밝혔다. 문제는 전원이다. 이 사이트는 계통 연결 없이 현장 발전으로 돌아가고, 건물주 DataOne은 전원을 가스 엔진에서 연료전지로 바꾸는 중이다. 9월 뉴저지 환경보호국은 DataOne이 허가 없이 가스 발전기 62대를 돌렸으며 약 \$107만의 벌금과 함께 허가를 받거나 운전을 멈추라는 명령을 내렸다.

자금: 선수금은 커졌고, 담보대출은 이제 시작

연간 설비투자 가이드스 \$20~25B에서 상반기 집행액 \$8.13B를 빼면 하반기 몫은 약 \$11.9~16.9B다. 6월 말 현금 \$8.04B와 8월 전환사채 순수령액 약 \$5.68B를 합한 약 \$13.7B는 가이드스 하단이면 하반기 몫을 모두, 상단이어도 대부분을 덮는다. 나머지는 고객 선수금이 메운다.

선수금은 고객 신용으로 투자비를 미리 받는 돈이다. 2분기 계약의 약 70%에 선수금이 붙었고, 그 선수금이 해당 설비투자의 50~60%를 덮는다. 6월 말 선수금(이연수익) 잔액은 \$5.98B 이고, 상반기 영업현금흐름 \$4.50B 가운데 \$4.40B 가 선수금 증가분이다. 회사는 올해 선수금이 \$9B 를 넘을 것으로 본다. 다만 선수금에는 환불될 수 있는 금액이 포함돼 있다.

고객 계약을 담보로 한 대출도 열렸다. 7월 투자등급 고객 계약을 담보로 첫 담보부 대출(약 \$775M)을 SOFR+2.50%에 조달했다. 다만 담보대출은 아직 이 한 건이다. 1분기에 예고한 수십억 달러 규모의 부채 조달은 자산담보 금융과 회사 차원 부채를 함께 뜻했고, 그 뒤 가장 큰 조달은 8월 전환사채(원금 \$5.75B)였다. 전환사채는 2025년 6월 이후 네 차례 발행해 원금이 약 \$13.4B 이고, 8월 발행분 중 2034년물의 금리는 4.50%다. 10월 조정에서 시장이 다시 매긴 것이 바로 이런 자체 신용 조달의 비용이다. 그래서 다음 담보대출이 같은 조건으로 이어지는지가 향후 자금 구조를 정한다.

FY26 Q2 실적: 매출 다섯 배, 올해 실적은 하반기에 몰려

FY26 Q2 매출은 \$582.3M으로 전년 대비 454%, 전분기 대비 46% 늘었고, 이 중 AI 클라우드가 \$574.9M(약 98%)다. 6월 말 ARR은 \$3.0B로 전분기 대비 56% 늘었다. 그룹 조정 EBITDA는 \$236.2M(마진 41%), AI 클라우드 조정 EBITDA 마진은 49.7%다. 감가상각이 커서 영업손실은 \$175.9M, 순손실은 \$190.4M이다. 영업손실(\$175.9M)에도 분기 영업현금흐름이 \$2.25B 흑자였던 것은 선수금 덕분이다. 다만 분기 설비투자 \$5.66B가 이를 크게 웃돌아 잉여현금흐름은 약 -\$3.4B였다. 회사는 연간 가이드스(매출 \$3.0~3.4B, 조정 EBITDA 마진 약 40%, 설비투자 \$20~25B, 연말 ARR \$7~9B)를 유지했다. 상반기 매출은 연간 가이드스 중간값의 31%이고 연말 ARR 목표는 6월의 2.3~3배라, 올해 실적은 하반기에 몰려 있다.

업사이드 조건과 체크포인트

① 시간: 연말 연결 0.8~1GW 달성과 연결·가동 MW 공시. 가동 전력은 2025년 말 이후 공시가 없어 진척을 밖에서 확인하기 어렵다. ② 조달: 다음 담보부 대출의 규모와 금리. 전환사채가 모두 주식으로 바뀌고 주식보상까지 더하면 주식 수는 최대 약 27% 늘어난다. ③ Vineland: 연료전지 전환 인허가와 주정부 명령 대응. 인도가 늦어지고 대체 용량도 없으면 마이크로소프트는 해당 물량을 해지할 수 있다. ④ 단가: 장기 계약 단가가 단기 웃돈을 따라오는지, 남겨 둔 2027년 용량이 더 높은 값에 팔리는지. ⑤ 고객 집중: 상위 3개 고객이 2분기 매출의 59%를 차지한다.

10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, 다음 담보대출이 투자등급 고객 계약을 바탕으로 이어지고 선수금과 함께 증설을 받는다. 남겨 둔 2027년 용량도 오른 단가에 팔 수 있다. 구조적 디레이팅이라면 전환사채 원금 약 \$13.4B의 차환·회석 부담이 커지고, 남겨 둔 용량은 단가 하락에 그대로 노출된다. 판단 근거는 다음 담보대출 조건과 연말 연결 MW가 될 것이다.

네비우스 그룹 계약 단가(ACV/MW) 추이 및 수주 유닛 이코노믹스 지표



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 대형 랜드마크 수주(평균 \$1B+)와 연계된 5GW 전력 로드맵



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹의 인프라 파트너십 구조 (Asset-Light vs. Colocation vs. Owned)



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 FY26 Q2 ('26.04.01~06.30)

구분	FY26 Q2	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 Q2	성장률	FY26 Q1	성장률
매출액	582	557	4.5%	105	454.0%	399	45.9%
EBITDA(adj.)	236	158	49.6%	-21	흑전	130	82.4%
EBITDA 마진(%)	40.6%	28.3%	12.2%p	-20.0%	60.5%p	32.5%	8.1%p
순이익	-33	-191	상회	-92	적지	-100	적지
EPS (USD)	-0.12	-0.70	상회	-0.38	적지	-0.32	적지

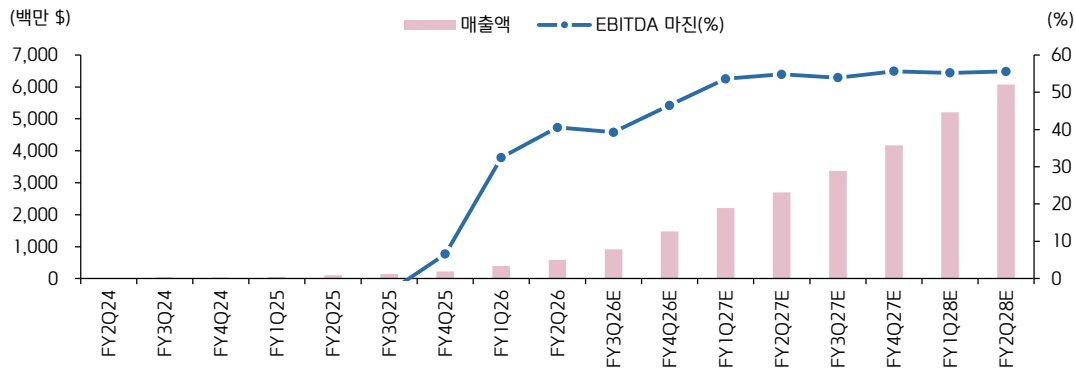
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q3	YoY 성장률	FY26 Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	912	524.0%	1,473	547.0%	3,458	552.6%	12,704	267.4%
EBITDA(adj.)	358	흑전	685	흑전	1,425	흑전	6,868	381.8%
EBITDA 마진(%)	39.3%	42.8%p	46.5%	39.9%p	41.2%	53.5%p	54.1%	12.8%p
순이익	-252	적지	-338	적지	-700	적지	-823	적지
EPS (USD)	-0.73	적지	-1.08	적지	-2.01	적지	-2.64	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q2	FY26 Q1	FY26 Q2	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	105	399	582	454.0	45.9
AI 클라우드	94	390	575	513.6	47.5
기타(내부거래 제거)	11	9	7	-35.1	-20.4
매출원가(감가상각 제외)	30	104	134	343.9	28.7
매출총이익	75	295	449	498.3	52.0
제품개발비	43	67	191		
판매관리비	68	144	174		
감가상각비	75	212	260		
영업이익	-111	-128	-176	적지	적지
이자수익	4	14	24		
이자비용	-5	-64	-119		
지분증권 평가이익	597	781	0		
지분법손익	-6	-8	13		
기타 영업외손익	25	20	82		
세전이익	503	615	-177	적전	적전
법인세비용(수익)	1	-6	14		
계속영업순이익	503	621	-190	적전	적전
중단영업순이익	82	0	0		
순이익	584	621	-190	적전	적전
회석 EPS (달러)	2.38	2.11	-0.68	적전	적전
회석 가중평균주수 (백만)	247	309	280	13.4	-9.3
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
Adjusted EBITDA	-21	130	236	흑전	82.4
AI 클라우드 Adjusted EBITDA	10	174	286	2907.4	64.2
조정 순이익	-92	-100	-33	적지	적지

자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치