

2026. 07. 20

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS AI In-Depth

AI 컴퓨팅 판매업자들 : 네오클라우드

K-반도체의 뒤를 이을 차세대 유망 분야

AI/인터넷/게임

이승훈 리서치본부장

02) 6915-5680

dozed@ibks.com

*사진 제작된 이미지입니다.



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

K-반도체의 뒤를 이을 차세대 유망 분야 네오클라우드.....	4
1. 산업 개요.....	5
1) 범용 클라우드와 네오클라우드의 차이: AI 연산만을 위한 초고성능 특화.....	6
2) 기술 구조: GPU 간 동기화 효율이 중요.....	7
3) 사업 운영 방식: Take-or-Pay 계약.....	8
2. 네오클라우드 수익 구조, 자금조달 및 리스크 분석.....	9
1) 수익 및 비용 구조: 전형적인 자산집약형 성장 모델.....	9
2) 자본 조달 구조: 하이퍼스케일러와의 계약 기반의 파이낸싱.....	10
3) 리스크 요인: 고객사, 공급사 집중 등.....	13
3. 글로벌 데이터센터 전망.....	14
1) 글로벌 용량 전망: 총 수요 2025년 82GW 이후 5년간 2.7배 확대.....	14
2) 시장 규모 및 투자액: 2030년까지 7조 달러 내외.....	16
3) 지역별 전망: 아메리카 중심, 아시아, 유럽 등 빠른 확장.....	17
4) 하이퍼스케일러 용량 현황 및 증설 계획: 미국 빅테크 집중도 상승.....	18
5) 하이퍼스케일러 CAPEX: 2026년 5개사 1천 조원 이상 투자.....	19
4. 글로벌 네오클라우드 기업.....	20
기업분석.....	23
NAVER (035420): 장밋빛 미래를 열어줄 AI 팩토리 사업.....	24
CoreWeave (CRWV.US): 가상 자산의 잭팟미에서 피어난 AI 거인.....	28
Nebius (NBIS.US): 빅테크의 빈틈을 파고드는 유럽의 AI 전사.....	32

K-반도체의 뒤를 이을 차세대 유망 분야 네오클라우드

GPU 컴퓨팅을 판매하는 네오클라우드	글로벌 AI 붐은 한국 반도체 산업에 전례 없는 호황을 안겨주었다. <u>K-반도체의 뒤를 이을 차세대 유망 분야로 '네오클라우드(Neo-Cloud)' 산업이 있다.</u> 네오클라우드는 생성형 AI 학습과 추론에 필요한 대규모 GPU 연산 자원을 서비스 형태로 임대하는 사업이다. 단순한 데이터센터 임대업이라기보다 'AI 컴퓨팅 판매업'에 가깝다.
GPU 서버, 네트워크, AI 운영 도구로 집중 구축	범용 클라우드 기업이 토지부터 서비스까지 전 밸류체인을 통합 운영하는 반면, 네오클라우드는 <u>코로케이션(Colocation, 데이터센터 공간 임대)을 통해 공간과 전력만 빌린 뒤 GPU 서버, 네트워크, AI 운영 도구 구축에만 집중한다.</u> 기술적으로는 GPU
GPU 간 동기화 효율	<u>간 동기화 효율, 동서 트래픽(East-West Traffic, 서버 간 수평 트래픽) 처리 성능이 성패를 가른다.</u> 수천 개의 GPU 중 하나만 지연되어도 전체 AI 모델 학습이 지연되는 구조이기 때문이다.
Take-or-Pay 계약	사업 방식 측면에서는 <u>소수 대형 고객과 테이크오어페이(Take-or-Pay, 사용 여부와 상관없이 무조건 비용을 지불하는 계약) 구조의 장기 계약을 맺는 것이 일반적이다.</u>
운영 흑자, 회계 적자인 자산집약형 구조	<u>초기 투자 비용이 크기 때문에 EBITDA마진이 높게 나타난다.</u> 반면 감가상각비와 이자 부담으로 인해 '운영 흑자, 회계 적자'가 지속되는 자산집약형 구조를 보인다.
자본 조달은 프로젝트 파이낸싱 구조	<u>자본 조달은 프로젝트 파이낸싱 구조를 활용한다.</u> 주요 기업의 사례는 다음과 같다. 코어위브(CoreWeave)는 GPU와 고객 계약을 담보로 DDTL(Delayed Draw Term Loan, 지연 인출 기간 대출)을 조달한다. 자금 조달 비용을 낮추기 위해
DDTL, 전환사채 등 활용	<u>특수목적법인인를 활용한 파산격리 및 상환 청구 불가 구조를 취한다.</u> 한편 네비우스(Nebius)는 전환사채, 고객 선수금, 엔비디아의 신주인수권 투자를 축으로 자금을 조달한다.
고객 집중, 엔비디아의 높은 의존도	주요 리스크 요인으로서는 <u>소수 대형 고객에 대한 높은 의존도(고객 집중), 엔비디아 의존도(공급사 집중), 변전소 및 송배전 등 전력 확보 병목 현상, 기술 세대교체와 GPU 단가 하락, 규제 및 수출 통제, 하이퍼스케일러(초대형 클라우드 기업)의 자체 칩 내재화 등이 꼽힌다.</u>
글로벌 데이터센터 시장 전망은 매우 긍정적	그러나 시장 전망은 밝다. <u>글로벌 데이터센터 수요는 2025년 82GW에서 2030년 219GW로 연평균 약 22%씩 성장할 전망이다.</u> 특히 AI 워크로드가 전체 수요의 71%까지 확대되며 성장을 견인한다. 빅테크 4사의 CAPEX 역시 2026년 최대 7,250억 달러로 급증한다. 지역별로는 아메리카가 시장의 절반을 차지하는 가운데, 아시아, 태평양과 유럽, 중동, 아프리카 지역도 전력 조달과 인프라 투자를 축으로 빠르게 성장하고 있다.
NAVER: 엔비디아와의 파트너십을 기반으로 글로벌 B2B 인프라 기업으로 도약	현재 기업 지형은 <u>순수 네오클라우드, 인접 AI 인프라 사업자, 하이퍼스케일러로 나뉜다.</u> NAVER는 엔비디아와의 파트너십을 기반으로 'AI 팩토리' 사업을 확장하며 <u>글로벌 B2B 인프라 기업으로의 도약을 꾀한다.</u> 코어위브는 GPUaaS(GPU as a Service, 서비스형 GPU)의 대표 기업으로, 글로벌 빅테크와의 장기 계약을 통해 안정적인 수익 기반을 확보했다. 네비우스는 인프라와 소프트웨어를 모두 제공하는 AI 풀스택 사업자로서 장기 계약과 중소형 기업 대상 서비스를 통해 매출을 창출한다.

1. 산업 개요

GPU 컴퓨팅 판매업자,
네오클라우드

네오클라우드 사업자는 생성형 AI 학습과 추론에 필요한 GPU 연산을 대규모로 확보하고, 이를 서비스형으로 제공하는 기업을 뜻한다. 이들의 본질은 데이터센터 공간 임대와 아니라 'GPU 컴퓨팅 판매업'이다. 즉 고객은 랙, 서버실, 냉각장치 그 자체를 사는 것이 아니라, 일정 기간 동안 특정 성능의 연산능력을 구매한다. 이 때문에 네오클라우드의 경제성은 전통적 서버 호스팅보다는 항공기 좌석 판매나 발전설비 가동률 사업에 더 가깝다. 고정비를 선행 투자하고, 가동률과 장기 계약으로 회수하는 구조이기 때문이다.

표 1. 글로벌 주요 클라우드 관련 Peer Valuation

기업명	시가총액 (B \$)	시가총액 (조 원)	주가수익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
			1M	3M	YTD	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
미국														
Alphabet	4,512	6,701	0.4	10.0	18.5	33.9	25.7	24.2	9.2	7.6	5.8	30.5	49.9	37.6
Microsoft	2,939	4,365	-1.0	-3.8	-18.2	36.4	23.2	20.3	10.8	6.6	5.1	33.4	30.8	27.4
Amazon	2,743	4,073	3.6	2.6	10.5	33.0	24.9	22.2	6.0	5.1	4.0	21.7	19.9	17.8
Meta	1,729	2,569	14.8	1.4	3.2	22.5	17.8	15.7	7.7	5.7	4.5	37.8	31.8	25.2
Oracle	382	567	-31.2	-22.0	-32.0	36.8	16.4	12.3	22.7	4.8	3.4	88.6	32.5	29.6
IBM	199	295	-21.4	-13.7	-28.7	30.4	17.1	15.9	8.5	5.2	4.5	30.8	30.2	28.4
중국														
Tencent	550	817	5.9	-8.3	-20.9	21.7	13.6	12.4	4.2	2.7	2.4	20.2	19.3	18.4
Alibaba Group	277	412	6.0	-16.5	-20.6	43.6	18.0	12.9	2.0	1.9	1.7	15.7	8.9	10.9
Baidu	37	55	-2.9	-12.8	-18.3	20.3	14.4	12.6	1.2	0.9	0.8	5.8	5.2	5.8
JD.com	40	60	3.7	-6.5	3.7	14.1	9.1	7.0	1.2	1.2	0.7	9.3	12.2	15.4
네오클라우드														
Nebius Group	51	75	-23.3	19.6	138.3	-	-	-	4.6	10.6	14.3	-5.4	-5.4	-46.1
Core Weave	42	63	-27.7	-35.0	7.7	-	-	-	10.8	10.7	12.2	-	-58.7	-32.5
AI 인프라														
IREN	14	20	-37.1	-21.6	1.4	130.5	-	-	2.1	4.6	6.9	1.7	-5.4	-59.1
Hut 8	13	19	-14.3	44.9	124.3	-	-	-	3.6	8.8	15.7	-22.8	-35.3	-34.0
Applied Digital	8	12	-37.5	-5.8	18.4	-	-	-	3.1	3.2	2.9	-57.2	-	-
Core Scientific	7	11	-19.5	19.1	56.0	-	-	76.0	-	-	-	-	20.5	-223.1
데이터센터 리츠														
Equinix	101	150	-3.9	-2.9	33.5	53.0	59.0	53.5	5.3	7.0	6.8	10.2	12.5	13.5
Digital Realty	66	99	-4.8	-10.0	13.8	102.6	84.1	78.6	2.4	2.7	2.7	2.6	3.3	3.8

자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2026년7월 15일 기준

1) 범용 클라우드와 네오클라우드의 차이: AI 연산만을 위한 초고성능 특화

범용 워크로드를 제공하는
기존 클라우드 사업

기존 클라우드 사업은 토지·전력·데이터센터 셀 확보부터 IaaS·PaaS·SaaS 판매까지 포괄적인 사업 구조를 가진다. AWS, Azure, Google Cloud는 이 전 과정의 대부분을 통합적으로 운영하면서 범용 워크로드를 유치한다. 따라서 이들의 핵심 경쟁력은 얼마나 다양한 서비스를 제공하는지, 다룰 줄 아는 개발자가 얼마나 많은지, 전 세계 데이터센터 규모는 어떠한지, 그리고 보안 수준과 서버 운영 효율성이 얼마나 뛰어난지에 따라 결정된다.

AI 연산을 위한 특화에
집중하는 네오클라우드

반면 GPU 중심의 네오클라우드 사업자는 오직 'AI 전용 고성능 컴퓨터 시스템을 빌려주고 운영해 주는 일'에만 완벽하게 집중하는 기업이다. 직접 거대한 데이터센터 건물을 짓는 것은 비용과 시간 면에서 비효율적이다. 따라서 이들은 이미 건물과 전력 시설이 갖춰진 기존 데이터센터의 공간을 빌려 입주하는 방식(코로케이션 활용)을 취한다. 그 위에 AI 맞춤형 최고급 장비를 엮는다. 빌린 공간에 네오클라우드는 오직 AI 학습과 연산을 위한 특화 장비와 소프트웨어를 집중적으로 구축하는 것이다.

- GPU 서버: AI 연산의 핵심 두뇌 역할을 하는 장비
- 초고속 연결 기술(NVLink, InfiniBand): 수많은 GPU들이 마치 하나의 거대한 컴퓨터처럼 묶여 초고속으로 데이터를 주고받게 만드는 특수 네트워크망
- 운영 및 시스템 도구: AI 학습이 끊기지 않도록 효율적으로 순서를 짜주는 프로그램(스케줄러, 컨테이너)과 데이터 중간 저장소(체크포인트 스토리지) 등

표 2. 기존 클라우드와 네오클라우드의 차이

구분	기존 범용 클라우드	네오클라우드
본질적 차이	모든 워크로드를 위한 종합 클라우드	AI 연산만을 위한 초고성능 특화 클라우드
기본 개념	다양한 산업과 업무에 쓰이는 범용 클라우드 서비스를 통합 제공	AI 전용 고성능 컴퓨팅 자원을 빌려주고 운영하는 데 집중
대표 사업자	AWS, Azure, 구글 Cloud	GPU 중심 AI 인프라 사업자
사업 구조	토지, 전력, 데이터센터, 하드웨어, 플랫폼, 서비스 판매까지 전 밸류체인 통합 운영	데이터센터 공간과 전력은 빌리고, 그 위에 AI 특화 인프라만 집중 구축
인프라투자 방식	부지 확보, 전력 인프라, 건물, 서버, 네트워크 등 전방위 투자	건물보다는 GPU, 고속 네트워크, AI 운영 도구에 선택과 집중
주요 하드웨어	서버, 스토리지, 네트워크 등 범용 IT 인프라 전반	GPU 서버 중심의 가속 컴퓨트 인프라
네트워크 특징	범용 워크로드 처리를 위한 일반적 클라우드 네트워크	NVLink, InfiniBand 같은 초고속 연결 기술로 다수 GPU를 하나처럼 묶음
소프트웨어/운영 스택	가상화, 오케스트레이션, 보안, 관제, IaaS·PaaS·SaaS까지 폭넓게 제공	AI 학습용 스케줄러, 컨테이너, 체크포인트 스토리지 등 AI 운영 도구 중심
대상 워크로드	웹서비스, 기업 시스템, 데이터 분석, 앱 운영 등 범용 워크로드 전반	AI 학습과 대규모 연산 중심
핵심 경쟁력	서비스 다양성, 개발자 생태계, 글로벌 데이터센터 규모, 보안 수준, 서버 운영 효율성	AI 병목을 얼마나 잘 해결하는지, GPU 성능, 확장성, 속도
고객 가치	다양한 IT 업무를 한 플랫폼에서 처리 가능	고객이 가장 어려워하는 AI 연산 병목 구간을 집중 해결
수익 구조	폭넓은 서비스 포트폴리오 기반의 대규모 매출 구조	AI 전용 고성능 자원을 제공하는 대신 높은 단가를 받는 구조
비용 구조 특징	대규모 설비투자과 복합 운영비가 필요	건물 투자 부담은 낮추고, 고급 AI 장비 투자 비중이 큼

자료: 기업 발표 자료, IBK투자증권

2) 기술 구조: GPU 간 동기화 효율이 중요

GPU 동기화 효율과
트래픽 처리 성능이 중요

기존 클라우드는 CPU 중심, 스토리지 분산, 서비스 가용성 확보가 핵심이었다면, 네오클라우드는 GPU 간 동기화 효율과 동서(East-West) 트래픽 처리 성능이 더 중요하다. 초거대 AI 모델은 소수의 칩으로 학습시킬 수 없어서, 수천 대의 GPU를 '하나의 팀'으로 묶어 연산해야 한다. AI 학습은 모든 GPU가 각자 맡은 계산을 마친 후, 그 결과를 서로 공유하여 '하나의 업데이트된 모델'로 합치는 과정을 수백 번 반복한다. 만약 수천 대의 GPU 중 단 한 대의 GPU라도 네트워크가 느려서 결과 전송이 지연되면, 나머지 수천 대의 최고급 GPU들은 그 느린 칩 하나 때문에 가동을 멈추고 유휴 상태로 대기해야 한다. 동기화 효율이 높다는 것은 이처럼 여러 GPU가 계산 결과를 주고받으며 발맞추어 나가는 과정에서 '대기 시간(유휴 시간)'을 사실상 제로에 가깝게 줄였다는 뜻이다. 한편 데이터센터 내부의 네트워크 흐름(트래픽)은 방향에 따라 크게 두 가지로 나뉜다.

- 남북(North-South) 트래픽: 외부 인터넷 사용자가 데이터센터에 접속해 데이터를 주고받는 흐름이다. 전통적인 범용 클라우드는 이 남북 트래픽을 잘 분산하는 것이 핵심이다.

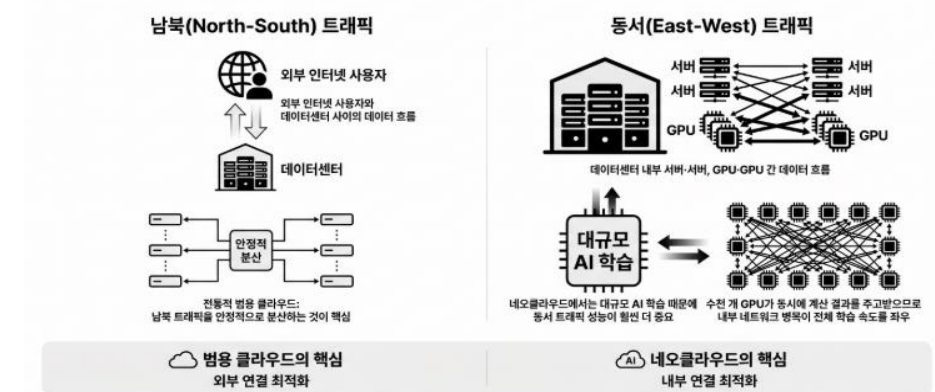
- 동서(East-West) 트래픽: 데이터센터 내부에서 서버와 서버, 혹은 GPU와 GPU끼리 데이터를 주고받는 흐름이다.

동서 트래픽 성능이
서비스의 성패를 가름

AI 대규모 학습을 할 때는 외부 사용자가 접속할 일이 없다. 대신 데이터센터 내부에서 수천 개의 GPU가 막대한 양의 데이터를 서로 주고받으며 계산을 맞춰야 한다. 즉, AI 작업은 데이터센터 내부 서버 간 통신(동서 트래픽)이 대부분을 차지하기 때문에 이 구간의 네트워크 성능이 서비스의 성패를 가른다.

결국 네오클라우드는 단순히 GPU를 많이 사는 사업이 아니라, 고밀도 전력과 고성능 네트워크를 안정적으로 연결하여 실제로 학습 가능한 클러스터로 만들어 내는 운영 사업이다.

그림 1. 기존클라우드와 네오클라우드의 네트워크 구조 차이



자료: IBK투자증권

3) 사업 운영 방식: Take-or-Pay 계약

소수 초대형 고객과 장기
확정 지불 계약을 맺음

범용 클라우드는 거대한 컴퓨터 자원을 여러 고객이 각자 필요한 만큼만 나누어 쓰도록 쪼개서 판매하는 멀티테넌트(Multi-Tenant) 모델의 성격이 강하다. 네오클라우드는 소수의 초대형 고객과 전용 클러스터 기반의 테이크오어페이(Take-or-Pay, 실제 사용 여부와 상관없이 계약한 기간과 물량의 대금을 무조건 지급해야 하는 확정 지불 계약 방식) 계약을 맺는 경우가 많다. 범용 클라우드는 서비스 포트폴리오가 넓기 때문에 특정 인프라 자산의 수익성이 낮아져도 다른 서비스로 보완이 가능하지만, 네오클라우드는 핵심 자산인 GPU와 전력의 활용률이 떨어질 경우 손익 변동성이 훨씬 커진다.

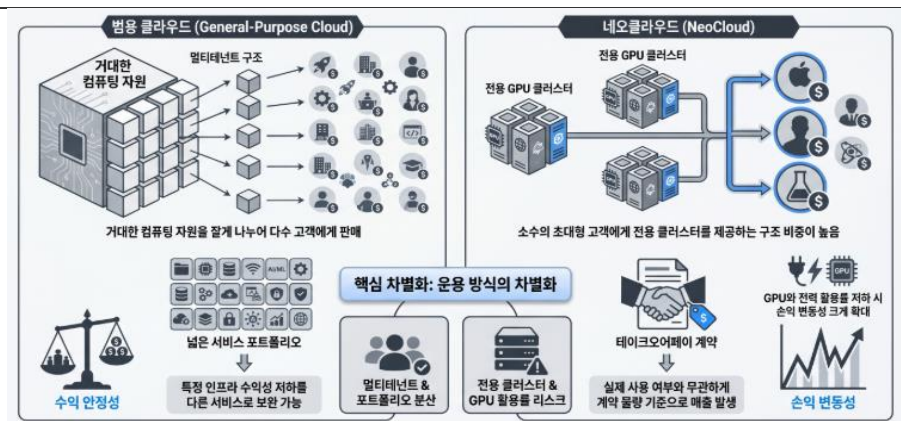
AI 시대의 새로운 병목을
해결하는 전문 공급자

네오클라우드는 클라우드 사업의 니치 마켓이 아니라 AI 시대의 새로운 병목을 해결하는 전문 공급자이다. 범용 클라우드가 AI 워크로드를 자체 리전 안에서 충분히 소화하지 못했던 이유는, 대규모 AI 학습은 일반 웹서비스와 달리, 컴퓨터의 작업 순서를 짜는 방식, 초고속 내부 네트워크 연결망, 그리고 막대한 전기 소모량을 감당하는 설비가 완전히 새로운 수준으로 필요하기 때문이다. AI 스타트업과 모델 기업 입장에서는 신규 GPU 클러스터를 몇 달 안에 공급받는 것이 중요했고, 이 지점에서 네오클라우드가 등장했다.

인프라 투자 관점에서
바라보는 네오클라우드

결국 기존 클라우드의 밸류체인은 '범용 디지털 인프라 플랫폼'의 논리로 돌아가고, 네오클라우드의 밸류체인은 '희소한 AI 연산 자산의 선제 확보와 고효율 판매'의 논리로 돌아간다. 따라서 네오클라우드 산업의 본질을 이해하기 위해서는 기존 클라우드 소프트웨어 기업의 시각보다는 전력·자산 회전을 장기 고객계약·금융조달을 함께 보는 인프라 투자 관점이 필요하다.

그림 2. 기존클라우드와 네오클라우드의 운영 방식 차이



자료: IBK투자증권

2. 네오클라우드 수익 구조, 자금조달 및 리스크 분석

1) 수익 및 비용 구조: 전형적인 자산집약형 성장 모델

네오클라우드 수익 구조

- 1) 온디맨드
- 2) 리저브드 / 커밋형
- 3) 전용 클러스터 계약
- 4) 부가서비스

네오클라우드의 수익 구조는 크게 네 가지 층위로 나눌 수 있다. 첫째는 시간당 또는 사용량 기반의 온디맨드 GPU 과금이다. 이는 스타트업이나 연구 조직이 짧은 기간 동안 학습·실험을 수행할 때 주로 쓰인다. 둘째는 일정 기간 용량을 예약하는 리저브드(Reserved) 또는 커밋형(Committed) 계약이다. 셋째는 수천~수만 GPU 규모의 전용 클러스터를 일정 기간 독점적으로 제공하는 장기 계약이며, 현재 산업에서 가장 중요한 수익원으로 부상하고 있다. 넷째는 이들 인프라 위에 관리형 스토리지, 네트워크, 오케스트레이션, 추론 최적화, 보안·운영지원 등의 부가 서비스이다.

운영 흑자와 회계 적자가 발생하는 자산집약형 모델

이 구조에서 EBITDA 마진이 높게 나오는 이유는, 일단 GPU 클러스터와 네트워크가 구축되면 추가 고객을 수용할 때 한계비용이 상대적으로 낮기 때문이다. 반면 이 구조는 순이익이 적자일 수 있음을 동시에 보여준다. GPU 서버와 네트워크 장비는 회계상 감가상각 대상이고, 이를 매입하기 위해 동원한 차입은 큰 이자비용을 발생시키기 때문이다. 따라서 네오클라우드는 ‘운영상으로는 돈을 잘 벌지만 회계상으로는 적자가 길어질 수 있는’ 전형적인 자산집약형 성장 모델이다.

장비 교체와 계약기간을 맞추는 것이 중요

비용 구조를 보면 전력비, 코로케이션 또는 데이터센터 임차료, 네트워크 회선비, 유지보수, 운영인력이 기본 원가를 이룬다. 그 위에 GPU·서버·스위치·광모듈·냉각 설비의 감가상각비가 얹히고, 마지막으로 차입금 이자와 리스 비용이 순이익을 압박한다. 특히 차세대 GPU가 빠르게 출시되는 환경에서는 자산의 경제적 내용연수가 짧아질 수 있으므로, 장비 교체 주기와 계약기간을 얼마나 잘 맞추느냐가 매우 중요하다. 계약은 3~5년인데 장비 경쟁력은 2~3년 안에 약화될 수 있기 때문이다.

표 3. 네오클라우드 사업의 수익구조

수익 항목	설명	주요 고객 / 사용 상황	수익 특성
온디맨드 과금	시간당이나 사용량을 기준으로 GPU를 빌려주는 방식	스타트업, 연구 조직, 단기 학습 및 실험 수요	탄력적 수요 대응에 유리하며 변동성이 큼
리저브드 / 커밋형 계약	일정 기간 동안 특정 용량 사용을 약정하는 방식	중장기적으로 GPU 자원이 필요한 기업 고객	매출 예측 가능성이 높고 안정적
전용 장기 클러스터 계약	수천~수만 GPU 규모의 전용 클러스터를 일정 기간 독점 제공	대형 AI 기업, 하이퍼스케일러, 대규모 모델 개발 조직	현재 산업에서 가장 중요한 핵심 수익원
부가 서비스	관리형 스토리지, 네트워크, 오케스트레이션, 추론 최적화, 보안·운영 지원 등	인프라 운영 효율성 및 안정성이 중요한 고객	기본 인프라 매출에 추가 수익을 더하는 고부가 영역

자료: 기업 발표 자료, IBK투자증권

2) 자본 조달 구조: 하이퍼스케일러와의 계약 기반의 파이낸싱

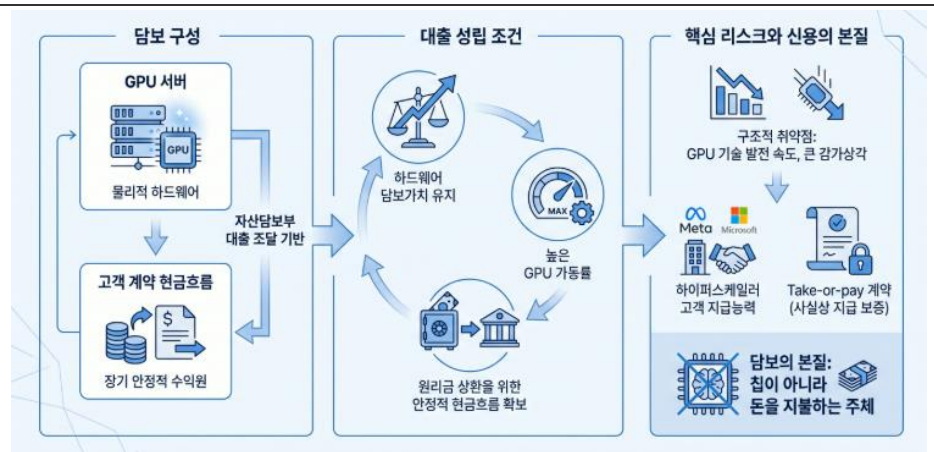
프로젝트 파이낸싱 논리가 작동하는 네오클라우드

네오클라우드는 벤처투자, IPO(Initial Public Offering, 기업공개), 전환사채, 자산담보부 대출, 장비금융, 고객 선수금, 공급사 연계 금융 등을 혼합해 GPU를 조달한다. 이 과정에서 고객과 장기 계약을 먼저 체결하면 금융조달이 쉬워지고, 반대로 자금시장이 경색되면 GPU 확보 속도 자체가 둔화될 수 있다. 즉 기술기업이면서도 동시에 프로젝트 파이낸싱 논리가 작동하는 산업이다. 주요 네오클라우드 업체인 코어위브와 네비우스 모두 'GPU 자산'과 '대형 고객과의 장기계약'을 담보로 돈을 빌린다는 큰 틀은 같지만, 구체적 수단은 뚜렷이 다르다. 전자는 GPU 담보부 대출을 축으로 하고, 후자는 전환사채(CB)와 고객 선수금을 축으로 한다.

자산담보부 대출의 본질은 Take-or-Pay 계약

네오클라우드는 GPU 서버라는 물리적 자산과 그 GPU로 발생할 고객 계약 현금흐름을 함께 담보로 잡아 자산담보부 대출(Asset-Backed Loan)을 받는다. 하드웨어가 대출 기간 내내 담보로서 충분한 가치를 유지해야 하고 가동률이 높게 유지되어 원리금 상환에 필요한 현금흐름이 나와야 한다. GPU는 기술 발전 속도가 빨라 감가상각이 극심하다는 점이 이 구조의 근본적 취약점이다. 여기서 중요한 것은 신용평가사가 GPU 하드웨어가 아니라 뒤에 선 하이퍼스케일러 고객을 심사한다는 점이다. 메타·MS 등의 테이크오어페이(Take-or-Pay) 계약이 사실상 최우량 민간기업 신용에 준하는 지급 보증 역할을 하기 때문이다. 즉 담보의 본질은 칩이 아니라 돈을 지불하는 주체이다.

그림 3. 네오클라우드 자산담보부 대출 구조



자료: IBK투자증권

코어위브(CoreWeave) — GPU 담보부 대출(DDTL)의 원조

DDTL, 코어위브의
자본 조달 방식

코어위브는 이 모델을 처음 만든 회사다. 핵심 수단은 DDTL(Delayed Draw Term Loan, 지연 인출 기간 대출)이다. 일반 대출은 계약 시 전액을 한 번에 받지만, DDTL은 한도를 정해두고 GPU를 실제로 설치·가동하는 진도에 맞춰 필요할 때 나눠 인출하는 방식이다. 이 방식은 안 쓰는 돈에 이자를 내는 낭비(Pre-Funding Drag)를 줄여준다. 2026년 3월에 마감한 DDTL 4.0의 경우 초기에 약 75억 달러를 빌리고, 담보 자산이 안정화되면 85억 달러까지 늘리는 구조다.

SPV를 통한 격리

또 하나의 장치는 SPV(특수목적법인)를 통한 격리다. 최근 대출에서 돈을 빌리는 주체는 모회사가 아니라 GPU를 소유하도록 별도로 세운 '파산격리(Bankruptcy-Remote)' 자회사다. 이렇게 하면 특정 프로젝트가 잘못되더라도 손실이 모회사 전체로 번지지 않는다. 대출은 그 SPV 자산에만 청구할 수 있는 비소구 구조이기 때문이다.

점점 낮아지는
자금 조달 비용

DDTL의 진화 과정을 보면 자금조달 비용이 극적으로 낮아졌다. 2023년 DDTL 1.0은 23억 달러 규모에 약 15% 변동금리로, 주로 GPU 하드웨어만 담보였다. 2025년 7월 DDTL 3.0은 26억 달러를 SOFR+4%에 조달했고, OpenAI과의 계약 매출이 이를 뒷받침했다. 2026년 3월 DDTL 4.0은 85억 달러를 SOFR+2.25%에 조달하며 투자적격(A3/A(low)) 등급을 받았고, 고정금리 트랜치는 약 5.9%다.

표 4. DDTL 시리즈 전체 계보

시리즈	시기	규모 (USD/KRW)	금리	주선 / 앵커	담보 / 앵커 고객
DDTL 1.0	2023.7	23억 달러 (약 3.6조원)	약 15% 변동	Blackstone / Magnetar	주로 GPU 계약
DDTL 2.0	2024.5	최대 76억 달러 (약 11.8조원)	사모산용 수준	Blackstone / Magnetar	GPU 계약
DDTL 3.0	2025.7	26억 달러 (약 4.0조원)	SOFR+4%	Morgan Stanley / MUFG	OpenAI
DDTL 4.0	2026.3	85억 달러 (약 13.2조원)	SOFR+2.25% / 5.9% 고정	MUFG / Morgan Stanley / Blackstone 앵커	메타 (IG 등급)
DDTL 5.0	2026.5	31억 달러 (약 4.8조원)	- (Ba2/BB+)	Morgan Stanley / MUFG	비투자등급 고객

자료: CoreWeave, 언론 기사, IBK투자증권

네비우스(Nebius) — 전환사채와 고객 선수금 중심

전환사채, 네비우스의
자본 조달 방식

네비우스의 주요 수단은 전환사채(Convertible Notes)다. 2026년 3월 마감한 43.4억 달러 전환사채의 금리는 2개 트랜치로, 1.25% 2031년물 25.9억 달러와 2.63% 2033년물 17.5억 달러, 전환가는 직전 종가 대비 약 90% 높게 설정됐다. 코어워브의 자산 담보부 대출과 달리 이 채권은 무담보 선순위(Senior, Unsecured) 채무다.

두 번째 방식은
고객 선수금

두 번째 측은 고객 선수금(Advance from Customers)이다. 성장 자금의 60%를 MS·메타 등 고객의 선지급으로, 나머지 40%를 주식과 부채 조합으로 조달하려 한다. 즉 대형 고객이 미리 돈을 넣어주면 그 자금으로 GPU를 사는 구조이다.

엔비디아의 전략적 투자

세 번째는 엔비디아의 전략적 투자다. 2026년 3월 엔비디아가 주당 94.94달러에 20억 달러 규모 선지급 워런트를 매입했다. 여기에는 세 가지 실익이 있다. 첫째, 현금은 지금 확보하되 주식 수 증가와 그에 따른 EPS 희석 인식은 전환 시점으로 이연할 수 있다. 둘째, 부채가 아니라 자본성 조달이므로 이자 부담과 만기 상환 압박이 없다. 셋째, 엔비디아 입장에서도 명목 행사가격이 거의 0에 가까워 사실상 주식을 이미 보유한 것과 같은 경제적 효익을 누린다. 엔비디아가 자사 GPU를 사줄 고객에게 자금을 대주는 순환 금융(Circular Financing)의 한 사례이며, 네비우스 주가가 하락할 경우 엔비디아가 그 손실을 떠안는다.

표 5. 네비우스의 자금 조달 방식

조달 수단	내용
전환사채	낮은 금리의 무담보 선순위 채무로 대규모 자금 조달
고객 선수금	MS, 메타 등이 선지급한 자금으로 GPU를 구매하는 구조
엔비디아 전략적 투자	선지급 워런트를 통한 자본성 조달로, 이자나 만기 부담이 없음

자료: Nebius, 언론 기사, IBK투자증권

3) 리스크 요인: 고객사, 공급사 집중 등

리스크 요인 7가지

- 1) 고객 집중
- 2) 공급사 집중
- 3) 전력 확보
- 4) 기술 세대교체
- 5) 가격 하락
- 6) 규제/수출통제
- 7) 내재화

GPU 판매 단가와
총소유비용이 중요

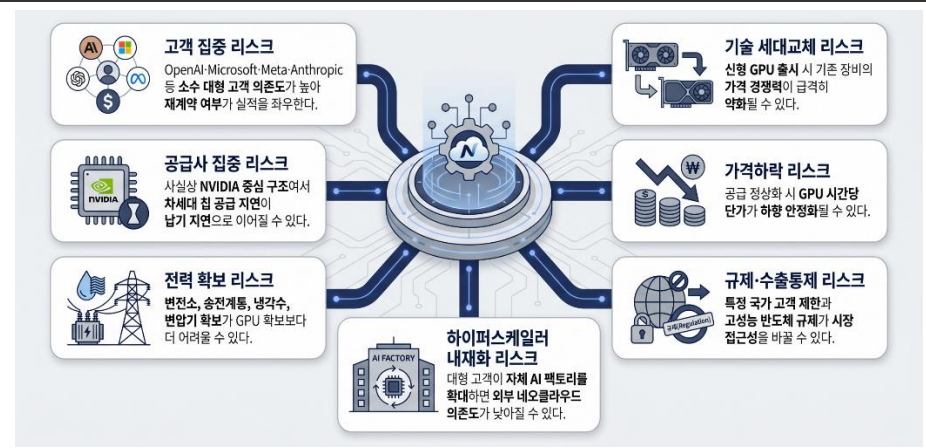
핵심 모니터링 지표는
인프라 측면

네오클라우드 사업에는 다수의 리스크도 존재한다. 첫째, 고객 집중 리스크다. OpenAI, MS, 메타, 엔트로픽 등 소수 대형 고객 의존도가 높으면 재계약 여부가 실적 전체를 좌우한다. 둘째, 공급사 집중 리스크다. 현재 시장은 사실상 엔비디아 중심이며, 차세대 칩 공급 지연이 바로 납기 지연으로 이어질 수 있다. 셋째, 전력 확보 리스크다. GPU보다 변전소, 송전 계통, 냉각수, 변압기 등 인프라 확보가 더 어려운 경우가 많다. 넷째, 기술 세대교체 리스크다. 새로운 GPU가 출시될 때 기존 장비의 가격 경쟁력이 급격히 낮아질 수 있다. 다섯째, 가격 하락 리스크다. 공급이 정상화되면 GPU 시간당 단가가 하향 안정화될 수 있다. 여섯째, 규제·수출통제 리스크다. 특정 국가 고객 제한이나 고성능 반도체 규제는 시장 접근성을 바꿀 수 있다. 일곱째, 하이퍼스케일러의 내재화 리스크다. 대형 고객이 자체 AI 팩토리를 충분히 확보하면 외부 네오클라우드 의존도를 낮출 가능성이 있다.

네오클라우드 사업에서는 GPU 시간당 판매 단가와 GPU당 총소유비용(TCO, Total Cost of Ownership)의 차이를 얼마나 크게 유지하느냐가 핵심이다. 예를 들어 같은 H100 또는 Blackwell 계열 GPU를 보유하더라도, 전력 단가가 낮은 지역에서 높은 밀도로 운영하고, 고객이 24시간 학습을 지속하면 수익성이 크게 개선된다. 반대로 최신 GPU를 확보하더라도 설치가 지연되거나, 계약한 고객이 자사의 AI 데이터나 프로그램을 이전해 실제로 사용하기까지 오랜 시간이 걸리면, 유휴 시간이 길어져 경제성이 급격히 악화된다.

장기 계약이 늘면 매출 가시성은 높아지지만, 동시에 선행적으로 더 많은 GPU와 전력을 깔아야 하므로 투자지출이 먼저 발생한다. 네오클라우드의 핵심 모니터링 지표는 단순 매출이 아니라 GPU 가동률, 장기 계약 잔고, 활성 전력과 계약 전력, 고객 상위 집중도, 단위 전력당 매출, 감가상각비와 이자비용의 증가 속도다.

그림 4. 네오클라우드 7대 리스크



자료: IBK투자증권

3. 글로벌 데이터센터 전망

AI가 견인하는
데이터센터 용량 수요

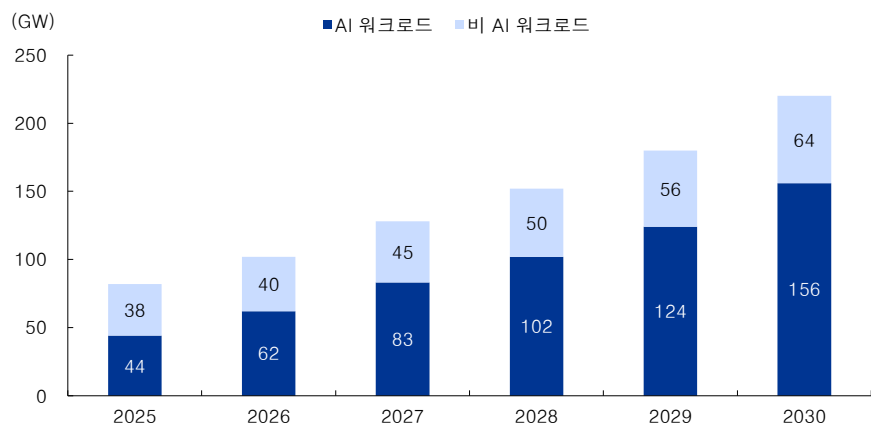
글로벌 데이터센터 용량은 2025년 82~103GW에서 2030년 200~219GW로 약 2~2.7배 확대가 전망된다. 성장의 대부분은 AI 데이터센터가 견인하며, 전문 조사기관 전망에 따르면 AI 워크로드 용량은 2025년 44GW에서 2030년 156GW로 3.5배 증가해 전체의 약 70%를 차지한다. 필요 투자액은 2030년까지 누적 약 7조 달러(AI용 5.2조 달러 + 전통 IT용 1.5조 달러), 원화 환산 약 10,400조원에 달한다. 하이퍼스케일러 4사의 2026년 CAPEX 가이드는 7,250억 달러로 2025년 4,100억 달러 대비 77% 증가(약 1,124조원)한다.

1) 글로벌 용량 전망: 총 수요 2025년 82GW 이후 5년간 2.7배 확대

AI 워크로드 수요 비중이
높아짐에 따라 데이터센터
용량 수요도 높아짐

McKinsey(2025년 5월)는 Gartner·IDC·엔비디아 자본시장 데이터를 기반으로 구축한 자체 수요 모델을 통해 2025~2030년 글로벌 데이터센터 용량 수요를 연도별로 제시했다. 총 수요 규모는 2025년 82GW에서 2030년 219GW로 5년간 2.7배 확대된다. 연평균 성장률(CAGR)은 22%로, 이는 전력 소비 기준 전 산업 평균 성장률의 4배 이상에 해당하는 수치다. 구조적 특징은 AI 워크로드의 압도적 기여도에 있다. 2025년 기준 비 AI 워크로드가 38GW, AI 워크로드가 44GW로, AI가 이미 전체의 54%를 차지하며, 2030년에는 비 AI 워크로드가 64GW, AI 워크로드가 156GW로, AI 비중이 71%까지 상승한다. 비 AI 워크로드 수요도 11% CAGR로 1.7배 성장하지만, AI 수요의 3.5배 성장과는 뚜렷한 격차를 보인다.

그림 5. AI 워크로드 확대가 견인하는 글로벌 데이터센터 수요



자료: Gartner, IDC, 엔비디아, McKinsey, IBK투자증권

AI 워크로드에서도
추론 수요 비중이 높아짐

AI 내부 구조를 세분화하면, 학습(Training)은 2025년 23.1GW → 2030년 62.2GW (CAGR 22%, 2.7배)인 반면, 추론(Inference)은 2025년 20.9GW → 2030년 93.3GW (CAGR 35%, 4.5배)로 훨씬 가파르다.

표 6. 기관별로 비교한 글로벌 데이터센터 용량 추정치

기관	2025	2030	AI 비중
McKinsey	82GW	219GW	54%(2025) → 71%(2030)
JLL	103GW	200GW	25%(2025) → 50%(2030)
Bain	약 82GW	163GW (현재의 2배)	AI가 증가분 대부분
Synergy	122.2GW(1Q25 설치 기준)	-	-

자료: 기업 조사 자료 종합, IBK투자증권

2) 시장 규모 및 투자액: 2030년까지 7조 달러 내외

데이터센터 자본 지출
규모는 급증하는 중

2030년까지 전 세계가 데이터센터 인프라에 투입해야 할 누적 자본 지출 규모는 한국의 명목 GDP의 약 4배를 넘어서는 천문학적 규모로 추정된다. 생성형 AI 학습·추론 워크로드 전용 시설에 투입되는 금액은 약 5.2조 달러(약 8,000조원)이다. AI 데이터센터는 같은 면적이라도 기존 데이터센터보다 전력, 냉각, 네트워크에 훨씬 더 큰 비용이 든다.

AI 추론 수요가 이끄는
하이퍼스케일러의 CAPEX

2024년 대비 2025년 데이터센터 시스템 지출 규모는 시장의 단기 가속도를 가장 직관적으로 보여준다. 성숙 산업에서 연간 약 50%대 성장은 극히 이례적이지만 여기에는 두 가지 이유가 있다. 첫째, 엔비디아의 H100, H200, B200 등 최신 AI 가속기(Accelerator)와 메모리 등 반도체 단가가 상승했기 때문이다. 둘째, 하이퍼스케일러의 CAPEX 확대 경쟁 및 AI 서비스 상용화에 따른 추론(Inference) 인프라 수요가 폭증했기 때문이다.

표 7. 글로벌 데이터센터 투자 규모 및 지출 전망

항목	금액(달러)	원화(조원)
누적 필요 투자 (~2030)	6.7~7.0조 달러	10,325조 원
- AI 데이터센터	5.2조 달러	8,000조 원
- 전통 IT 데이터센터	1.5조 달러	2,325조 원
향후 5년 총투자 (2026~30)	약 3조 달러 (부동산 가치 1.2조, 신규 부채 0.87조 포함)	4,650조 원
데이터센터 시스템 지출 (2024)	3,334억 달러	517조 원
데이터센터 시스템 지출 (2025)	4,895억 달러(+46.8%)	759조 원

자료: McKinsey, JLL, Gartner, IBK투자증권

3) 지역별 전망: 아메리카 중심, 아시아, 유럽 등 빠른 확장

아메리카가 주도하는
글로벌 데이터센터 시장

글로벌 데이터센터의 지역별 성장 패턴을 보면, 아메리카는 앞으로도 글로벌 데이터센터 시장의 중심축 역할을 유지할 가능성이 가장 크다. 전체 용량의 약 50%를 차지하는 최대 시장일 뿐 아니라 2030년까지도 가장 빠른 성장세가 예상된다. 그 배경에는 미국 하이퍼스케일러들의 대규모 투자와 자국 중심의 인프라 확장 전략이 있다. 특히 미국이 아메리카 지역 용량의 약 90%를 차지할 정도로 절대적인 비중을 갖는다.

반면 아시아-태평양(APAC)은 32GW에서 57GW로 확대되는 높은 성장세를 보이지만, 이 지역은 단순한 AI 투자 확대뿐 아니라 기업 내부에 위치하던 서버가 클라우드와 콜로케이션으로 이동하는 구조 변화가 함께 진행된다. 한편 EMEA(유럽, 중동, 아프리카)는 성장 규모 자체는 아메리카나 APAC보다 작지만, 성장의 성격이 더 전략적이다. 런던, 프랑크푸르트, 파리 같은 기존 유럽 허브에 수요가 계속 집중되는 동시에, 중동 국가들이 디지털 전환과 자국 AI 인프라 확보를 위해 공격적으로 투자하면서 새로운 성장 거점을 형성하고 있다. 특히 이 지역은 전력망 제약과 친환경 규제 강화가 강하기 때문에, 재생에너지와 전용 송전망을 결합한 전력 조달 전략이 핵심 경쟁력으로 부상하고 있다.

표 8. 지역별 글로벌 데이터센터 용량 전망 및 특징

지역	2030 전망	특징
아메리카	글로벌 용량의 약 50% 유지, 최고 성장률	미국이 지역 용량의 90% 차지
아시아-태평양 (APAC)	32GW → 57GW	콜로케이션(Colocation, 여러 기업이 하나의 데이터센터 시설을 공유하며 각자의 서버 장비를 위탁 운영하는 방식)이 성장 견인 자체 온프레미스(On-premise, 기업이 자체 시설 내부에 서버를 두는 전통 방식) 용량은 6% 감소
EMEA (유럽, 중동, 아프리카)	신규 +13GW	런던, 프랑크푸르트, 파리 등 기존 허브, 중동 신흥 시장

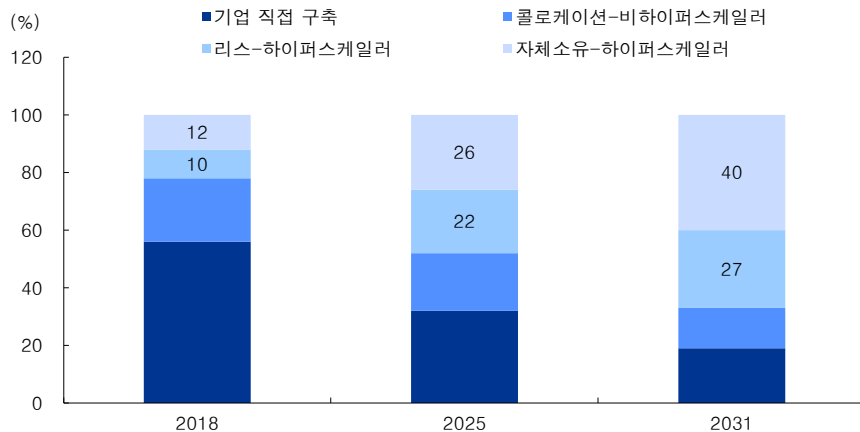
자료: JLL, IBK투자증권

4) 하이퍼스케일러 용량 현황 및 증설 계획: 미국 빅테크 집중도 상승

하이퍼스케일러가
데이터센터 시장을 주도함

하이퍼스케일러 용량 현황을 보면, 글로벌 데이터센터 시장은 이미 소수 초대형 사업자가 주도하는 구조이다. 2025년 말 기준 하이퍼스케일 데이터센터는 1,360개이며, 전 세계 데이터센터 총 용량의 48%를 차지한다. 이 비중은 2031년 67%까지 높아질 전망이다. 앞으로의 증설 경쟁은 AWS, MS, 구글, 메타, 오라클 같은 기업 중심으로 더 강하게 집중될 가능성이 크다.

그림 6. 하이퍼스케일러 중심으로 재편되는 데이터센터 용량 구조



자료: Synergy Research Group, IBK투자증권

공격적으로
AI 데이터센터에 투자하는
하이퍼스케일러

기업별로는 AWS가 최근 1년 동안 3.9GW를 추가했고, 2022년 대비 전력 용량이 이미 두 배가 되었으며 2027년까지 다시 두 배 확대를 목표로 하고 있다. MS는 일부 리스 취소·이연에도 불구하고 공식적으로 올해 AI 용량을 80% 이상 확대하고, 향후 2년 안에 전체 데이터센터 규모를 두 배로 키우겠다고 밝혔다. 메타는 전 세계 30개 데이터센터를 운영하며 2026년 말까지 14GW 이상을 목표로 하고 있다. 또 오라클·OpenAI의 Stargate는 5,000억 달러 규모, 10GW 목표의 초대형 AI 인프라 프로젝트로 추진되고 있다.

표 9. 주요 하이퍼스케일러의 데이터센터 용량 확대 계획

기업	2025년	2030년까지 증설 계획
AWS	최근 12개월간 3.9GW 추가, 2022년 대비 전력용량 2배, 4Q25에만 1.2GW 추가	2027년말까지 용량 재차 2배
MS	2025년 약 2GW 리스 취소하고 이연하면서 포트폴리오 재편, Fairwater 캠퍼스(위스콘신) 최대 2GW급	올해 AI 용량 80% 이상 확대, 향후 2년간 전체 데이터센터 포트폴리오 2배 (Nadella, FY26 1Q 실적발표)
메타	글로벌 30개 데이터센터 운영, 2026년말까지 거의 10GW 이상 목표	Hyperion(루이지애나) 초기 2GW에서 수년내 5GW 확대 예정, Prometheus(오하이오) 2026년 1GW 가동, 이번 10년간 수십GW, 장기적으로 수백GW (Zuckerberg)
구글	개별 GW 미공시, 클라우드 백로그 4,600억 달러 (직전분기 2,400억 달러의 약 2배)	엔트로픽향 TPU 공급으로 2027년부터 수GW급 컴퓨터 추가
오라클 / OpenAI	Stargate: 5,000억 달러 규모 AI 인프라 프로젝트, 10GW 목표	오라클 2026년 CAPEX 500억 달러

자료: 기업 발표 자료, 언론 기사, IBK투자증권

급증하는
하이퍼스케일러 CAPEX

5) 하이퍼스케일러 CAPEX: 2026년 5개사 1천 조원 이상 투자

아마존, MS, 알파벳, 메타 4개사의 자본적 지출은 2024년 약 2,220억 달러, 2025년 약 4,080억 달러, 2026년에는 6,800억~7,250억 달러까지 증가할 것으로 전망된다. 즉 2년 만에 총투자 규모가 3배 가까이 커지는 흐름이다. 특히 아마존은 2026년 2,000억 달러 투자 계획을 밝혔고, 알파벳은 2025년 CAPEX가 914억 달러였는데 2026년에는 1,750억~1,850억 달러를 예고했으며, 메타도 2025년 722.2억 달러에서 2026년 1,150억~1,350억 달러로 크게 높였다. 오라클 역시 FY2026 CAPEX를 500억 달러로 제시하면서, AI 학습과 추론용 클라우드 수요가 공급보다 빠르게 늘고 있다고 설명한다.

아마존은 가장 전형적인 공격 확장형으로, 2025년 설비투자가 약 1,250억 달러였고 2026년에는 이를 약 2,000억 달러까지 끌어올린다. MS는 공식적으로 올해 AI 용량을 80% 이상 늘리고, 향후 2년 안에 전체 데이터센터 풋프린트를 두 배로 확대하겠다고 밝혔다. 메타는 메타 Superintelligence Labs와 핵심 사업을 위해 투자를 급격히 끌어올리고 있다.

표 10. 주요 하이퍼스케일러의 AI 인프라 투자 규모 전망

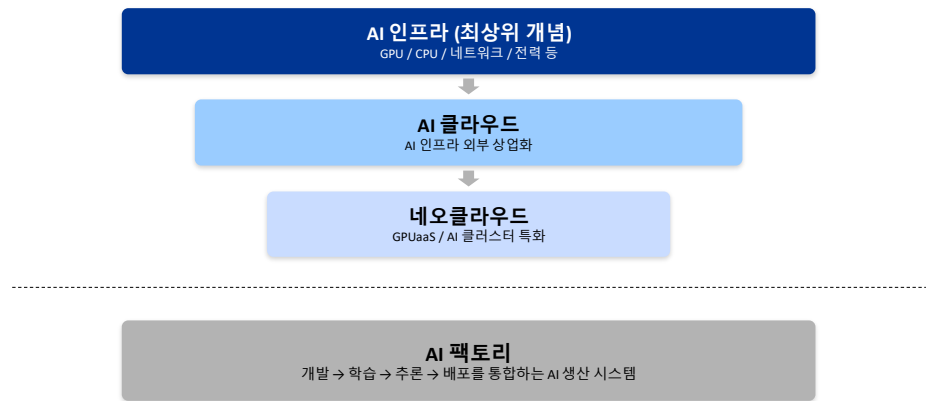
기업	2024	2025	2026 가이드نس	2026 가이드نس 환산(원)
아마존	85.8\$bn	125\$bn	200\$bn	310조원
MS	44.5\$bn (FY 기준)	약 120\$bn	190\$bn (CY 기준, 컨센서스 152\$bn 대폭 상회)	295조원
알파벳	52.5\$bn	91\$bn	175~185\$bn (상향)	271~287조원
메타	39.2\$bn	72.2\$bn	115~135\$bn	178~209조원
4사 합계	222\$bn 이상	약 408\$bn	680~710\$bn	1,054~1,101조원
오라클 포함 5사	-	-	760\$bn (오라클 50\$bn)	1,178조원

자료: 기업 발표 자료, IBK투자증권

4. 글로벌 네오클라우드 기업

GPU 시간을 팔면 네오클라우드, 전력·공간·호스팅을 팔면 AI 인프라, 코로케이션, 범용 서비스까지 함께 팔면 AI 클라우드에 가깝다. 데이터로부터 모델과 서비스까지 일관된 생산체계를 내부적으로 운영하면 AI 팩토리에 가깝다.

그림 7. AI 인프라 생태계 개념 체계



자료: IBK투자증권

표 11. AI 인프라 생태계의 주요 개념 비교

용어	정의	범위	내/외부 구분
AI 인프라	AI 학습/추론을 가능하게 하는 기반 자산 전체	GPU, CPU, 스토리지, 네트워크, 전력, 냉각, 데이터센터, 클러스터, 소프트웨어	내/외부 모두 포괄하는 최광의 개념
AI 클라우드	AI 인프라를 클라우드 방식으로 외부 고객에게 제공하는 서비스	AI 인프라의 하위 개념. 외부 판매에 특화	외부 (고객 대상 서비스)
네오클라우드	AI 클라우드 중 GPUaaS/전용 AI 클러스터에 특화된 전문 사업자	AI 클라우드의 하위 개념. 범용 클라우드 제외, AI 연산 특화	외부 (특화 AI 연산 판매)
AI 팩토리	데이터 투입 → 학습/추론/배포 → 경제적 가치 산출하는 통합형 AI 생산시스템	AI 인프라와 유사한 넓은 범위. 엔비디아가 강조한 개념	내/외부 판매 모두 가능

자료: 언론 기사, IBK투자증권

글로벌 네오클라우드 기업

- 1) CoreWeave
- 2) Nebius
- 3) Lambda

코어위브는 가장 전형적인 순수 네오클라우드다. 코어위브의 사업 중심은 GPU 컴퓨팅 판매이며, 전력, 고객계약, 수주잔고, 클러스터 규모에서 산업 벤치마크 역할을 한다. 네비우스는 유럽 주권 AI와 대형 전용 용량 계약을 축으로 성장하는 네오클라우드/AI 인프라 사업자에 가깝다. Lambda는 개발자 친화적 GPU 클라우드에서 출발했지만 점차 엔터프라이즈와 대형 계약 영역으로 확장하면서 코어위브에 가까운 방향으로 진화하고 있다.

AI 인프라 기업으로
피벗하는 인접 사업자군

반면 IREN, Applied Digital, Core Scientific, Hut 8, Crusoe는 인접 사업자다. 이들의 공통점은 AI 수요를 겨냥하고 있지만, 출발점이 순수 GPU 클라우드가 아니라는 데 있다. IREN은 비트코인 채굴에서 축적한 전력 자산을 AI 인프라로 전환 중이고, Applied Digital은 코로케이션 및 호스팅 성격이 강하다. Crusoe는 에너지 활용 기술과 AI 인프라를 결합해 AI 팩토리형 모델을 추구한다.

네오클라우드와는 결이
다른 하이퍼스케일러

하이퍼스케일러는 또 다른 범주다. AWS(아마존 Web Services), MS Azure, 구글 Cloud, 오라클 Cloud, Alibaba Cloud, Baidu AI Cloud는 AI 클라우드를 제공하지만 동시에 범용 클라우드 사업의 일부로 AI를 판매한다. 이들은 리전, 네트워크, 보안, 데이터 서비스, 모델 플랫폼을 모두 보유하고 있기 때문에 순수 네오클라우드보다 생태계 폭이 넓다. 대신 순수 네오클라우드처럼 특정 GPU 세대와 클러스터 효율만으로 차별화하기보다, 기존 고객기반과 통합 플랫폼으로 경쟁한다. 메타는 외부 판매형 AI 클라우드보다는 내부용 AI 팩토리에 가깝다. xAI 역시 자체 모델 경쟁력 강화를 위한 내재형 AI 팩토리 성격이 강하다.

표 12. 글로벌 AI 인프라 기업의 유형별 분류 및 특징

기업	분류	핵심 특징
코어위브	순수 네오클라우드	대규모 엔비디아 GPU 기반, 장기 계약 · 수주잔고 · 전력 확보에서 선두
네비우스	네오클라우드/AI 인프라	유럽 주권 AI와 대형 전용 용량 계약 확대
Lambda	네오클라우드	개발자 친화 GPU 클라우드에서 대형 엔터프라이즈 공급으로 확장
Crusoe	AI 인프라/AI 팩토리	에너지 · 데이터센터 · 클라우드 결합, Stargate 및 대형 캠퍼스 연계
IREN	전력기반 AI 인프라	대규모 전력 파이프라인과 전환형 사업모델이 특징
Applied Digital	AI 인프라	코로케이션과 HPC 인프라 중심, 순수 GPU 클라우드와는 구분
Nscale	네오클라우드	유럽 기반 확장과 MS 대형 계약으로 인지도 상승
Vast.ai	GPU 마켓플레이스	자산경량 플랫폼형 모델, 공급자와 수요자 매칭 중심

자료: 기업 자료 종합, IBK투자증권



“편집상 공백입니다”



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
NAVER (035420)	매수(유지)	320,000원(유지)
CoreWeave (CRWV.US)	Not Rated	—
Nebius (NBIS.US)	Not Rated	—

매수 (유지)

목표주가 (유지) 320,000원
현재가 (7/16) 190,000원

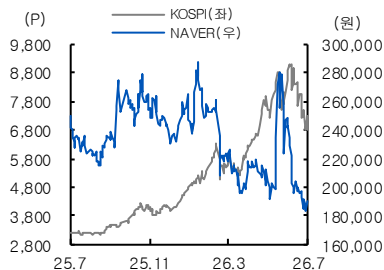
KOSPI (7/16) 6,820.60pt
시가총액 29,819십억원
발행주식수 156,944천주
액면가 100원
52주 최고가 287,000원
최저가 183,200원
60일 일평균거래대금 468십억원
외국인 지분율 35.2%
배당수익률 (2026F) 1.4%

주주구성
국민연금공단 8.22%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.11%

	1M	6M	12M
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	-45%	-64%
절대기준	-21%	-23%	-24%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	320,000	320,000	-
EPS(26)	10,585	10,676	▼
EPS(27)	14,483	13,956	▲

NAVER 상대주가 (%)



NAVER (035420)

장밋빛 미래를 열어줄 AI 팩토리 사업

AI 팩토리 사업, 글로벌 인프라 기업으로 성장 기회

네이버는 AI 팩토리(AI Factory) 구축을 통해 글로벌 B2B 인프라 서비스 사업자로 사업 포트폴리오를 확장할 예정이다. 기존에는 포털 광고, 커머스 등 B2C 플랫폼 사업이 실적을 견인했다면, 이제는 엔비디아와의 전략적 파트너십을 기반으로 AI 인프라를 새로운 성장동력으로 만들 계획이다. 동사가 구축하는 AI 팩토리는 최종적으로 1GW급 규모의 데이터센터를 지향한다. 2027년 상반기 55MW 규모 '각 세종' 데이터센터 가동을 시작으로, 2028년 200MW, 장기적으로 1GW 구축을 목표로 하고 있다.

5년 후 AI 팩토리 사업 매출 20조원 기대

2027년 상반기 55MW 규모로 시작해 하반기부터 AI 팩토리의 실적 기여가 본격화될 전망이다. 영업이익률은 초기 20% 초반에서 운영 효율화와 고부가 서비스 확대를 통해 20% 후반까지 개선될 것으로 예상된다. 5년 후 AI 팩토리 사업은 약 20조원의 추가 매출을 창출할 것으로 기대된다. 이에 따라 동사의 연결 매출은 약 40~50조원 규모로 확대되며, 기존 플랫폼 사업에 AI 인프라가 더해진 새로운 성장 동력을 확보할 것으로 전망된다.

2분기 실적은 컨센서스 대비 하회

2026년 2분기 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 연결 매출액은 3.36조 원(YoY +15.3%, QoQ +3.7%), 영업이익은 5,550억 원(YoY +6.4%, QoQ +2.4%)으로 추정된다. 성수기 효과 및 경기 회복에 힘입어 광고와 커머스 부문이 각각 8.1%, 31.0% 성장하며 외형 성장을 견인했다. 다만 GPU 투자 관련 인프라 비용, 커머스 마케팅비, 월드컵 중계권료 등이 예상을 상회하면서 영업이익은 다소 주춤했던 것으로 분석된다. 이에 따라 영업이익률은 전분기 대비 -0.2%p 하락한 16.5%를 기록할 것으로 보인다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,729	15,446	17,136
영업이익	1,979	2,208	2,391	2,947	3,385
세전이익	2,322	2,420	2,290	3,072	3,556
지배주주순이익	1,923	1,953	1,661	2,273	2,632
EPS(원)	11,913	12,376	10,585	14,483	16,768
증가율(%)	92.8	3.9	-14.5	36.8	15.8
영업이익률(%)	18.4	18.3	17.4	19.1	19.8
순이익률(%)	18.0	15.1	12.3	14.7	15.4
ROE(%)	7.9	7.4	5.7	7.2	7.8
PER	16.7	19.6	18.1	13.2	11.4
PBR	1.2	1.4	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.4	12.0	9.8	7.7	6.3

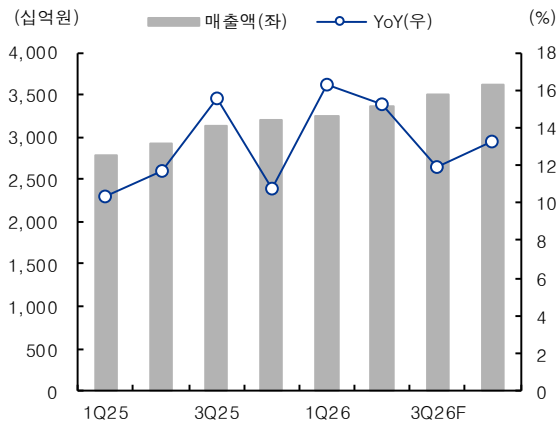
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 13. NAVER 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,360	3,510	3,618	12,035	13,729	15,446
QoQ	-3.4%	4.6%	7.6%	1.8%	1.4%	3.7%	4.5%	3.1%			
YoY	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	15.3%	11.9%	13.2%	12.1%	14.1%	12.5%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,910	2,000	2,043	6,965	7,792	8,487
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,456	1,531	1,543	5,436	5,924	6,338
서비스	328	347	419	435	445	454	469	500	1,529	1,868	2,148
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	483	513	543	1,668	1,999	2,299
글로벌 도전	795	816	894	896	942	967	998	1,032	3,402	3,938	4,660
C2C	223	228	251	286	351	353	363	400	987	1,467	1,834
콘텐츠	446	462	498	445	440	458	473	463	1,851	1,834	1,870
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	157	161	169	564	637	956
영업이익	505	522	571	611	542	555	631	664	2,208	2,391	2,947
OPM	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	16.5%	18.0%	18.4%	18.3%	17.4%	19.1%
QoQ	-6.8%	3.2%	9.4%	7.0%	-11.3%	2.4%	13.6%	5.3%			
YoY	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	6.4%	10.5%	8.7%	11.6%	8.3%	23.2%
세전이익	580	684	857	300	393	614	690	594	2,420	2,290	3,072
QoQ	7.2%	17.8%	25.3%	-65.0%	31.4%	55.9%	12.4%	-13.9%			
YoY	-12.1%	46.3%	31.2%	-65.0%	-32.2%	-10.2%	-19.5%	-13.9%	-1.4%	26.9%	-100.0%
순이익(지배)	425	489	726	313	285	445	500	430	1,953	1,661	2,273
NM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	13.2%	14.2%	11.9%	16.2%	12.1%	14.7%
QoQ	-23.3%	15.1%	48.6%	-56.9%	-8.9%	56.0%	12.3%	-13.9%			
YoY	-16.8%	44.4%	39.6%	-43.5%	-32.8%	-8.9%	-31.2%	37.4%	1.6%	-15.0%	36.9%

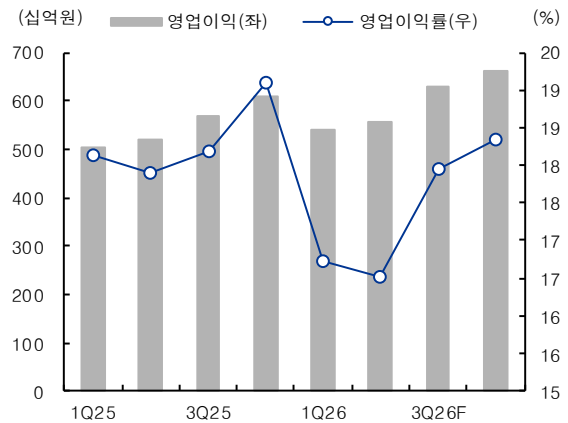
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 8. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



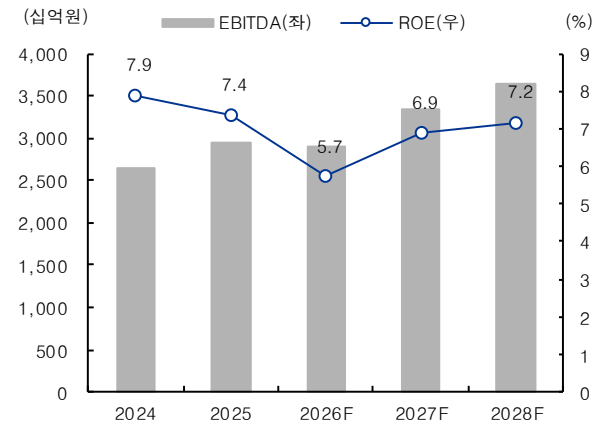
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 9. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



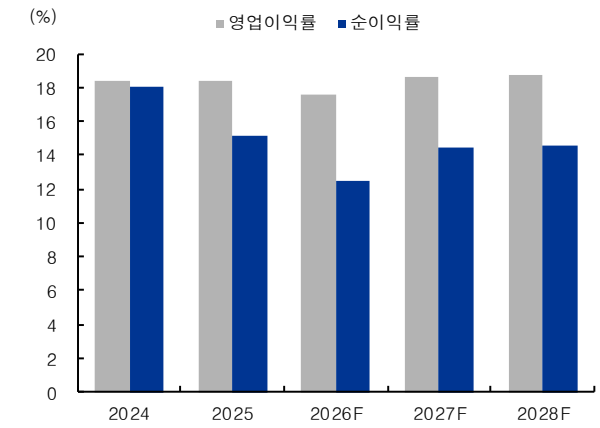
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 10. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



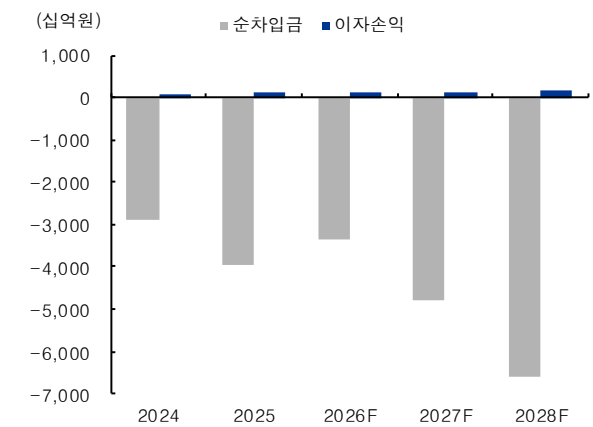
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 11. NAVER의 영업이익률 및 순이익률 추이



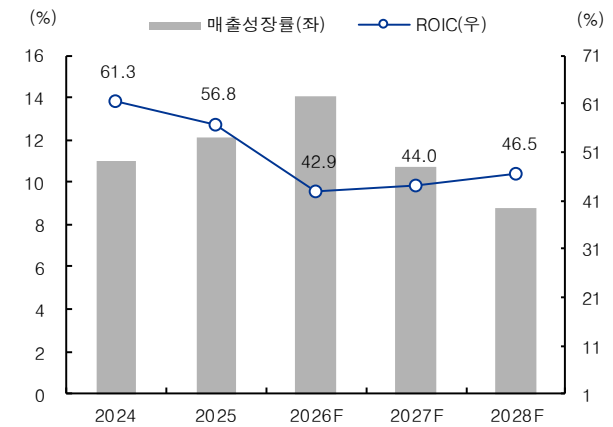
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 12. NAVER의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 13. NAVER의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

NAVER (035420)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,729	15,446	17,136
증가율(%)	11.0	12.1	14.1	12.5	10.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,729	15,446	17,136
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	8,758	9,827	11,338	12,499	13,750
판매비율(%)	81.6	81.7	82.6	80.9	80.2
영업이익	1,979	2,208	2,391	2,947	3,385
증가율(%)	32.9	11.6	8.3	23.2	14.9
영업이익률(%)	18.4	18.3	17.4	19.1	19.8
순금융손익	54	245	158	125	171
이자손익	69	114	105	125	171
기타	-15	131	53	0	0
기타영업외손익	144	-528	-127	0	0
종속/관계기업손익	145	495	-132	0	0
세전이익	2,322	2,420	2,290	3,072	3,556
법인세	390	601	596	799	925
법인세율	16.8	24.8	26.0	26.0	26.0
계속사업이익	1,932	1,819	1,695	2,273	2,632
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,695	2,273	2,632
증가율(%)	96.1	-5.9	-6.8	34.1	15.8
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	12.3	14.7	15.4
지배주주당기순이익	1,923	1,953	1,661	2,273	2,632
기타포괄이익	699	119	2,045	0	0
총포괄이익	2,631	1,938	3,739	2,273	2,632
EBITDA	2,653	2,953	2,878	3,462	3,933
증가율(%)	28.1	11.3	-2.5	20.3	13.6
EBITDA마진율(%)	24.7	24.5	21.0	22.4	23.0

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,913	12,376	10,585	14,483	16,768
BPS	160,694	175,846	196,506	208,481	222,741
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
밸류에이션(배)					
PER	16.7	19.6	18.1	13.2	11.4
PBR	1.2	1.4	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.4	12.0	9.8	7.7	6.3
성장성지표(%)					
매출증가율	11.0	12.1	14.1	12.5	10.9
EPS증가율	92.8	3.9	-14.5	36.8	15.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	1.1	1.4	1.4	1.4
ROE	7.9	7.4	5.7	7.2	7.8
ROA	5.2	4.6	3.9	4.9	5.3
ROIC	61.3	56.8	42.5	45.7	50.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	41.4	41.9	41.1	40.0	39.2
순차입금 비율(%)	-12.8	-15.1	-11.6	-15.4	-20.1
이자보상배율(배)	18.9	20.3	18.5	22.5	25.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	22.2	24.8	27.2	29.2	30.8
재고자산회전율	587.5	573.4	487.2	401.6	398.6
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	11,970	13,821	16,197
현금및현금성자산	4,196	5,984	6,376	7,831	9,780
유가증권	2,860	2,337	2,041	2,209	2,391
매출채권	478	492	516	542	569
재고자산	22	20	36	41	45
비유동자산	28,793	30,156	33,656	34,075	34,556
유형자산	2,910	3,608	3,745	3,958	4,211
무형자산	3,657	3,421	4,578	4,614	4,657
투자자산	20,910	21,394	23,373	23,382	23,392
자산총계	38,168	41,084	45,625	47,896	50,753
유동부채	6,092	8,019	8,976	9,266	9,763
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	135	132	2,373	2,469	2,569
유동성장기부채	200	1,597	171	171	171
비유동부채	5,075	4,113	4,315	4,418	4,539
사채	2,007	382	218	218	218
장기차입금	863	874	902	902	902
부채총계	11,167	12,131	13,291	13,683	14,302
지배주주지분	25,460	27,582	30,840	32,720	34,958
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,604	1,604	1,604
자본조정등	-639	-452	-452	-452	-452
기타포괄이익누계액	-1,306	-1,194	779	779	779
이익잉여금	25,965	27,626	28,893	30,772	33,010
비지배주주지분	1,541	1,371	1,493	1,493	1,493
자본총계	27,001	28,953	32,334	34,213	36,451
비이자부채	6997	7755	8197	8493	9011
총차입금	4,170	4,376	5,094	5,190	5,291
순차입금	-3,462	-4,380	-3,758	-5,285	-7,316

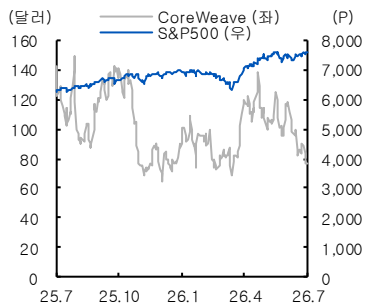
현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	1,897	2,795	3,187
당기순이익	1,932	1,819	1,695	2,273	2,632
비현금성 비용 및 수익	1,003	1,362	662	390	377
유형자산감가상각비	609	680	487	515	548
무형자산상각비	65	65	0	0	0
운전자본변동	152	462	-493	7	8
매출채권등의 감소	-3	-14	-516	-26	-27
재고자산의 감소	-13	1	-4	-5	-4
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-497	-547	33	125	170
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-1,424	-1,300	-1,424
유형자산의 증가(CAPEX)	-554	-1,235	-812	-728	-801
유형자산의 감소	32	14	14	0	0
무형자산의 감소(증가)	-24	-84	-53	-36	-43
투자자산의 감소(증가)	839	564	25	-9	-10
기타	-1633	-3	-598	-527	-570
재무활동 현금흐름	-770	-524	-178	-39	186
차입금의 증가(감소)	105	26	5	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-875	-550	-183	-39	186
기타 및 조정	139	-40	97	0	0
현금의 증가	619	1,788	392	1,456	1,949
기초현금	3,576	4,196	5,984	6,376	7,831
기말현금	4,196	5,984	6,376	7,831	9,780

Not Rated

산업 분류(GICS)	IT 서비스		
상장거래소	NASDAQ GS		
현재가 (7/15, 달러)	77.12		
시가총액(달러)	42십억달러		
시가총액(원)	63조원		
52주 최고가	153.20		
최저가	63.80		
주주구성			
MAGNETAR FINANCIA	11.71%		
엔비디아	10.55%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-28.0%	-28.5%	-67.8%
절대기준	-27.7%	-18.8%	-45.1%

CoreWeave 상대주가 (%)



CoreWeave (CRWV.US)

가상 자산의 잣더미에서 피어난 AI 거인

네오클라우드 선두 기업, 코어위브(CoreWeave)

코어위브는 2025년 나스닥에 상장한 네오클라우드 분야의 대표 GPUaaS (서비스형 GPU) 기업이다. 2017년 암호화폐 채굴 기업으로 출발했으나, 시장 변화에 맞춰 클라우드 컴퓨팅으로 사업을 전환했다. 생성형 AI 열풍에 힘입어 동사는 GPU 특화 설계와 고속 인터커넥트 기술을 바탕으로 AI에 최적화된 고성능 인프라를 제공한다. 주된 매출원은 글로벌 빅테크 기업과 체결한 장기 약정 계약이다.

선제적 AI 인프라 구축과 엔비디아 파트너십이 핵심 경쟁력

네 가지 핵심 경쟁력을 바탕으로 AI 인프라 시장을 선도한다. 첫째, 글로벌 빅테크 기업과 장기 약정을 통해 고정 수익을 확보하는 안정적인 GPUaaS 비즈니스 모델을 구축하고 있다. 둘째, 2026년 1분기 기준 3.5GW 이상의 계약 전력과 49개의 데이터센터를 운영하며 글로벌 최대 규모의 인프라를 선점했다. 셋째, 막대한 자본과 수년의 기간이 소요되는 인프라 구축 장벽을 선제적으로 극복하여 확고한 구조적 해자를 확보했다. 마지막으로 엔비디아와의 전략적 파트너십을 통해 GPU 우선 공급권을 확보했으며, 차세대 플랫폼 '베라 루빈 NVL72'를 세계 최초로 구축해 독보적인 시장 지위를 선점했다.

가파른 매출 성장, 하반기부터 수익성 회복

2026년 1분기 실적은 매출액 약 20.7억 달러(약 2.8조 원, YoY +112%), 조정 EBITDA 약 11.6억 달러(약 1.6조 원, YoY +90.9%)를 기록했다. 현재 주주 잔고는 994억 달러(약 134조 원, YoY +284%)에 달한다. 이는 2025 회계연도 매출의 약 19배에 달하는 규모이다. 한편 2026 연간 가이던스 기준 매출은 약 120억~130억 달러(약 16.2조 ~17.5조 원), 조정 영업이익은 약 9억~11억 달러(약 1.2조 ~1.5조 원)를 달성할 것으로 전망된다.

(단위: 백만달러, 배)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	229	1,915	5,131	12,678	25,163
영업이익	-14	324	9	983	3,753
세전이익	-558	-744	-1,154	-1,811	-799
당기순이익	-594	-863	-1,167	-1,944	-589
EPS(달러)	-61.8	-4.3	-2.6	-3.6	-1.2
증가율(%)	-1,707.0	93.0	40.3	-158.3	67.7
영업이익률(%)	-6.3	16.9	0.2	7.8	14.9
순이익률(%)	-259.3	-45.1	-22.7	-15.3	-2.3
ROE(%)	-	-	-	-58.7	-32.5
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	10.8	10.7	12.2
EV/EBITDA	-	-	19.4	11.4	6.6

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스, IBK투자증권

AI 특화 GPU를 활용한 GPUaaS 기업

코어위브는 2017년 '애틀랜틱 크립토(Atlantic Crypto)'라는 사명으로 설립되어, 원래 GPU를 활용해 이더리움을 채굴하던 회사였다. 하지만 2018년 암호화폐 시장이 폭락하자 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공업체로의 과감한 사업 전환을 결심했다. 이후 2019년 현재의 사명으로 변경하며 본격적인 GPU 클라우드 기업으로 도약했고, 생성형 AI 붐을 타고 급성장하여 2025년 나스닥 상장에 성공했다.

장기 약정 계약이 주된 매출원

AI 학습과 추론에 특화된 GPU 컴퓨팅을 클라우드 형태로 서비스하는 GPUaaS (서비스형 GPU) 사업을 영위한다. GPU 특화 설계와 고속 인터커넥트를 기반으로 대규모 AI 연산에 최적화된 고성능 인프라를 제공하는 것이 핵심 경쟁력이다. 주된 매출은 전용 GPU 컴퓨팅에 대한 장기 약정 계약을 기반으로 발생한다. 이 계약은 일정 기간 동안 정해진 GPU 컴퓨팅 용량을 보장하고 실제 사용 여부와 관계없이 일정 기본요금을 청구하는 구조이며, 초과 사용 시에는 추가 요금이 별도로 부과된다. 현재 글로벌 탑티어 빅테크 기업들을 주요 고객사로 확보하고 있다.

높은 성장세를 보이는 동사의 실적

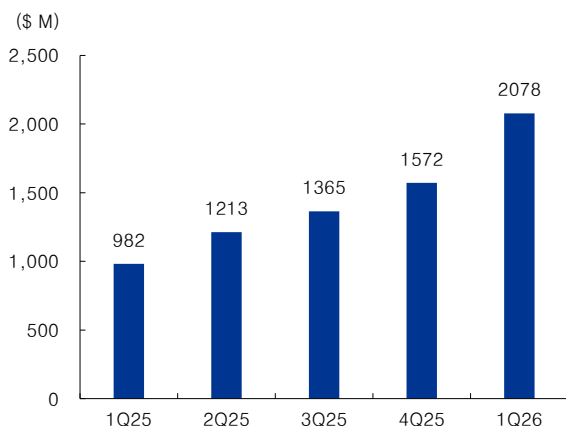
1Q26 실적은 매출액 약 20.7억 달러(약 2.8조 원, YoY +112%), 조정 EBITDA 약 11.6억 달러(약 1.6조 원, YoY +90.9%)를 기록했다. 현재 주주 잔고는 994억 달러(약 134조 원, YoY +284%)에 달한다. 이는 2025 회계연도 매출의 약 19배 규모이다. 2026 연간 가이드는 매출은 약 120억~130억 달러(약 16.2조 ~17.5조 원), 조정 영업이익은 약 9억~11억 달러(약 1.2조 ~1.5조 원)를 달성할 것으로 전망된다.

그림 14. CoreWeave 수익 모델



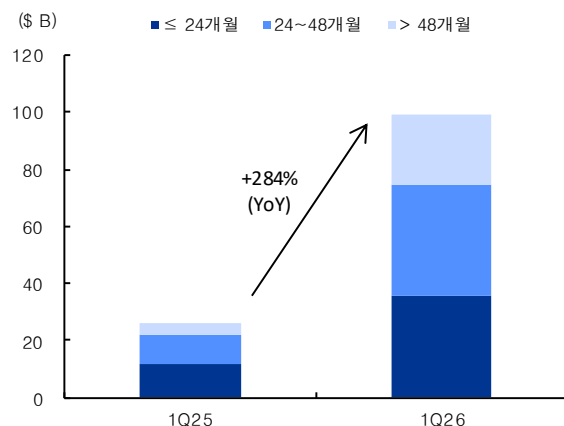
자료: IBK투자증권

그림 15. CoreWeave 분기별 매출액 추이



자료: CoreWeave, IBK투자증권

그림 16. CoreWeave 1Q26 주주잔고



자료: CoreWeave, IBK투자증권

AI 인프라 공급 병목,
동사의 성장 요인

AI 산업이 가파르게 성장하면서 AI 인프라 수요가 급증하고 있다. 이는 동사에게 강력한 구조적 성장 요인으로 작용한다. 현재 AI 인프라 시장은 공급이 수요를 따라가지 못해 공급망 병목 현상이 지속되는 상황이다. 자체 인프라만으로 수요를 감당하기 어려운 AI 기업들이 외부 클라우드 비중을 확대함에 따라, 네오클라우드 시장은 2025년 약 250억 달러에서 2031년 약 4,000억 달러 규모로 성장할 전망이다. 이와 함께 데이터센터 가동에 필수적인 전력 수요도 폭발적으로 증가한다. 글로벌 데이터센터 전력 수요는 2026년 132GW에서 2030년 290GW에 이를 것으로 추정된다.

대규모 AI 인프라 선점
1) 계약 전력 3.5GW+
2) 가동 전력 1GW+
3) 49개의 AI 데이터센터

동사의 가장 큰 차별점은 대규모 AI 인프라를 선제적으로 구축했다는 것이다. 2026년 1분기 기준 동사는 계약 전력: 3.5GW 이상, 가동 전력: 1GW 이상, 운영 시설 49개의 AI 데이터센터의 인프라를 확보했다. 이는 경쟁사인 네비우스(Nebius)와 계약 전력 규모는 비슷하지만, 실제 가동 전력은 네비우스의 2026년 말 목표치를 이미 상회하는 수준이다. 2030년까지 5GW 이상의 AI 데이터센터를 구축하는 것을 목표로 하고 있다.

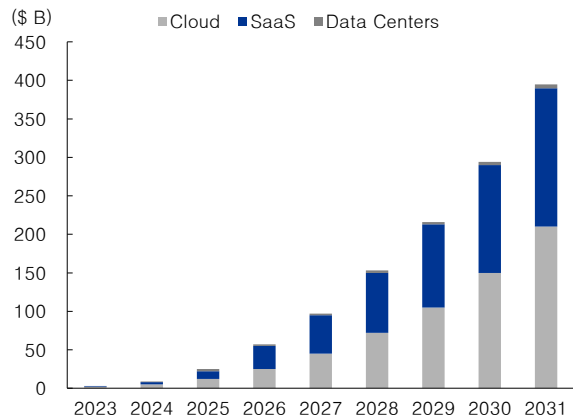
높은 비용과 긴 시간이
소요되는 인프라 구축

AI 인프라 구축에는 막대한 자본 지출(CAPEX)이 필요하다. GPU 구매부터 데이터센터 건설, 전력 인프라 확보까지 복합적인 비용이 발생하기 때문이다. 또한 데이터센터 부지 확보, 전력망 연계 인허가 및 설치, 최종 구축 후 운영에 이르기까지 수년의 기간이 소요된다. 이러한 구조적 어려움은 네오클라우드 산업의 높은 진입장벽이 되며, 이를 이미 선점한 동사는 시장 내 확고한 구조적 해지를 확보했다.

GPU 공급난 속 빛나는
우선 공급권

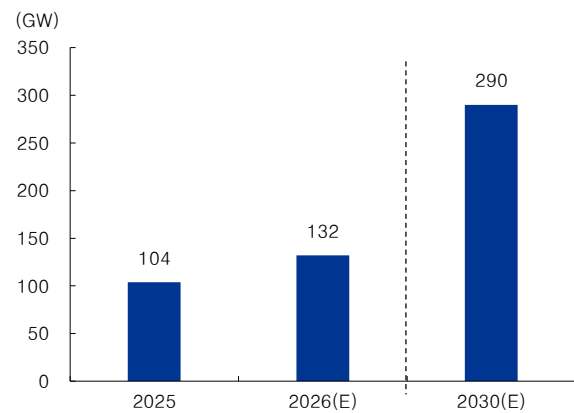
동사가 가진 또 다른 강점은 GPU 우선 공급권이다. 2020년부터 이어온 엔비디아와의 전략적 파트너십을 바탕으로, 동사는 GPU 세대가 교체될 때마다 최우선 배포 클라우드로 선정되어 왔다. 2026년 6월에는 차세대 GPU 플랫폼인 ‘베라 루빈(Vera Rubin) NVL72’ 시스템을 전 세계 최초로 구축하고 검증하는 데 성공했다. AI 수요 급증으로 GPU 공급 병목이 심화되는 상황에서, 차세대 GPU를 가장 먼저 공급받을 수 있다는 점은 독보적인 경쟁력이다.

그림 17. 글로벌 네오클라우드 시장 성장 전망



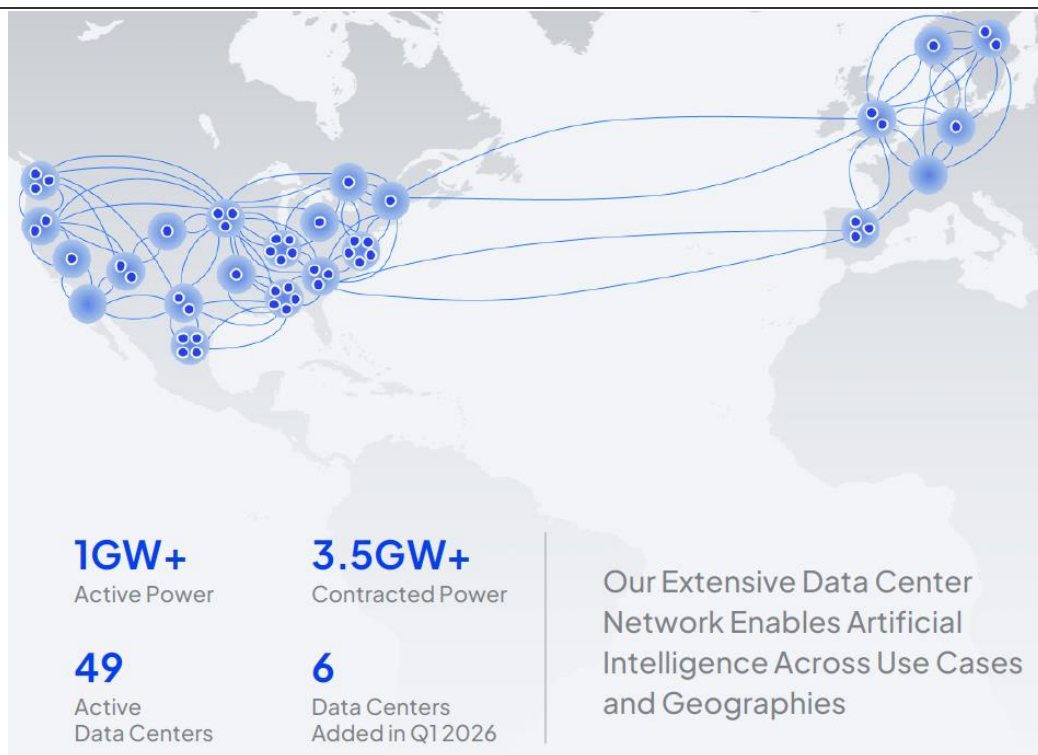
자료: Synergy Research Group, IBK투자증권

그림 18. 글로벌 데이터센터 전력 수요 전망



자료: Gartner, IBK투자증권

그림 19. CoreWeave AI 인프라 확보 규모 (1Q26 기준)

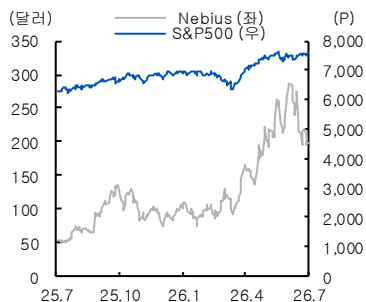


자료: CoreWeave, IBK투자증권

Not Rated

산업 분류(GICS)	소프트웨어		
상장거래소	NASDAQ GS		
현재가 (7/15, 달러)	199.51		
시가총액(달러)	51십억달러		
시가총액(원)	75조원		
52주 최고가	299.86		
최저가	49.00		
주주구성			
SITUATIONAL AWARENES	5.63%		
블랙록	4.51%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-23.6%	82.4%	250.0%
절대기준	-23.3%	92.0%	272.7%

Nebius 상대주가 (%)



Nebius (NBIS.US)

빅테크의 빈틈을 파고드는 유럽의 AI 전사

유럽을 거점으로 성장하는 AI 클라우드, 네비우스(Nebius)

네비우스는 네덜란드에 본사를 두고 있으며, 2024년 안덱스(Yandex)의 러시아 사업 매각 이후 독립한 유럽의 대표적인 AI 클라우드 기업이다. 단순한 GPU 임대를 넘어 AI 인프라와 소프트웨어를 동시에 지원하는 'AI 풀스택 사업자'로 진화하고 있다. 주력 매출이 발생하는 AI 클라우드 부문은 크게 두 가지 방식으로 구성된다. 첫째는 글로벌 빅테크 기업을 대상으로 고정된 GPU 컴퓨팅 용량을 보장하고 금액을 청구하는 '장기 약정 계약'이며, 둘째는 AI 추론 서비스를 제공하고 사용량에 따라 과금하는 '토큰 팩토리(Token Factory)' 서비스이다.

자체 구축 AI 인프라와 소프트웨어 고도화의 경쟁력

동사는 타 네오클라우드 기업과 달리 대규모 AI 인프라의 75% 이상을 직접 구축해 운영하는 강력한 경쟁력을 보유한다. 2026년 1분기 기준 3.5GW 이상의 계약 전력을 확보, 미국 미주리와 펜실베이니아로의 거점을 확장하며 글로벌 다변화를 추진한다. 자체 구축 모델은 높은 전력 효율성과 건물주 리스크 배제는 물론, 구조적인 EU GDPR 준수 역량을 바탕으로 미국 클라우드 기업 대비 유럽 시장에서 확실한 진입 우위를 제공한다. 또한 AI 추론 서비스 '토큰 팩토리'를 운영하며 관련 AI 기업을 인수함으로써 풀스택 AI 서비스로 고도화하고 있다. 향후 GPU 임대 시장의 단가 하락 압력 속에서도 고마진 SW 서비스가 중장기 성장 동력이 될 것으로 전망한다.

폭발적인 외형 성장

2026년 1분기 매출액 약 3.9억 달러(약 5,460억 원, YoY +684%), 조정 EBITDA 약 1.3억 달러(약 1,820억 원)를 기록하며 폭발적인 성장세를 보여줬다. 2026FY 연간 가이던스는 매출액 약 30~34억 달러(약 4.2조~4.8조원), 조정 EBITDA 약 14~15억 달러(약 2조원)로 추정된다.

(단위: 백만달러, 배)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	0	92	530	3,361	11,178
영업이익	-3	-348	-164	-1,066	-576
세전이익	-140	-365	-137	-589	-1,394
당기순이익	3	-641	83	-785	-1,301
EPS(달러)	-0.3	-1.1	-0.9	-2.4	-2.3
증가율(%)	-	-247.4	18.4	-38.4	6.6
영업이익률(%)	-2,915.3	-379.8	-30.9	-31.7	-5.2
순이익률(%)	2,462.2	-701.0	15.6	-23.4	-11.6
ROE(%)	0.1	-19.5	2.1	-5.4	-46.1
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	2.0	4.6	10.6	14.3
EV/EBITDA	-	-12.9	-116.0	44.8	12.7

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스, IBK투자증권

유럽 대표 AI 클라우드,
Nebius

Nebius는 네덜란드 암스테르담에 본사를 둔 유럽의 대표적인 AI 클라우드 기업이다. 러시아 최대 인터넷 기업인 얀덱스(Yandex)의 해외 사업부를 기반으로 설립되었으나, 2024년 러시아 사업 매각 이후 독립적인 AI 인프라 기업으로 재탄생했다. 이 기업은 AI 학습과 추론을 위한 인프라를 서비스 형태로 제공한다. 최근에는 단순한 GPU 임대를 넘어 AI 소프트웨어까지 지원하는 AI 풀스택 사업자로 진화하고 있다.

AI 인프라와 서비스를
동시에 잡는 Nebius

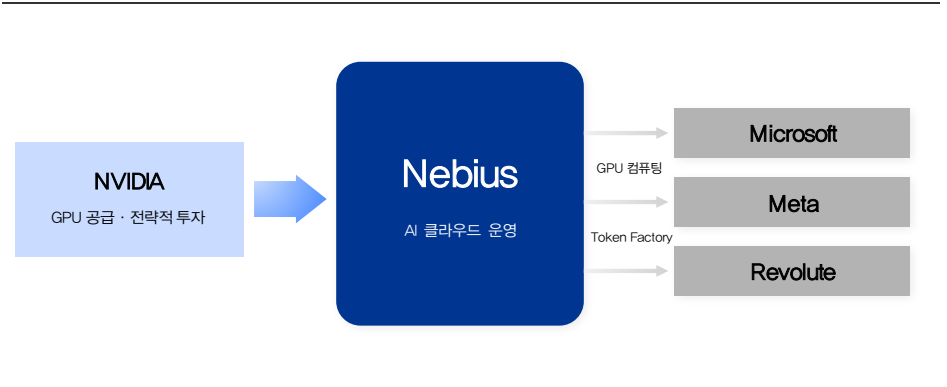
주요 매출은 AI 클라우드 사업에서 발생하며, 자율주행과 에듀테크 등 비AI 사업부도 함께 운영한다. AI 클라우드 매출은 크게 장기 약정 계약과 토큰 팩토리(Token Factory) 서비스로 나뉜다. 장기 약정 계약은 고객에게 일정 기간 고정된 GPU 컴퓨팅 용량을 보장하고, 실제 사용 여부와 관계없이 약정 금액을 청구하는 방식이다. 메타, MS 등 글로벌 빅테크 기업이 주요 고객이다. 토큰 팩토리(Token Factory) 사업은 AI 추론 서비스를 제공하고 토큰 단위로 과금하는 방식이다. 주로 레볼루트(Revolut) 같은 중소형 AI 관련 기업에 제공한다.

표 14. Nebius의 주요 타임라인

연도	주요 사건	비고
2007	Yandex N.V 네덜란드 법인 설립	현 Nebius의 전신
2024.7	Yandex 러시아 사업 \$54억에 매각	AI 인프라 기업 전환 결정
2024.8	사명 Nebius Group N.V.로 변경	독립적인 기업으로 재탄생
2024.12	엔비디아·Accel 등 7억 달러 규모의 전략적 투자 유치	엔비디아와 파트너십 시작
2025.9	MS와 190억 달러 규모, 5년 AI 인프라 계약 체결	초대형 장기 계약 확보
2026.2	Tavily 인수	AI 검색 역량 확보
2026.3	엔비디아 추가 \$20억 투자	2030년까지 5GW 구축 계획 발표
2026.4	메타와 270억 달러 규모, 5년 AI 인프라 계약 체결	섹터 내 최대 단일 계약
2026.5	Eigen AI 인수	Token Factory 추론 최적화 강화

자료: 언론보도 종합, IBK투자증권

그림 20. Nebius 사업 구조



자료: IBK투자증권

글로벌 AI 인프라 확장,
유럽을 넘어 미국으로

동사의 가장 큰 강점은 대규모 AI 인프라를 직접 구축했다는 점이다. 2026년 1분기 기준 3.5GW 이상의 계약 전력을 확보했으며, 올해 말까지 계약 전력 4GW 이상 구축과 가동 전력 1GW 확보를 목표로 하고 있다. 나아가 AI 데이터센터 영역을 미국으로 확장하며 글로벌 거점을 다변화하는 중이다. 현재 미국 미주리와 펜실베이니아에 기가와트(GW)급 자체 AI 데이터센터를 구축하고 있으며, 두 곳의 합산 규모는 유럽 내 데이터센터 규모를 상회한다.

자체 구축의 강점
1) 전력 효율의 상승
2) 건물주 리스크 감소
3) EU GDPR 준수

데이터센터를 임차해 GPU를 설치하는 대다수 네오클라우드 기업과 달리, 동사는 계약 전력의 75% 이상을 자체 인프라로 운영한다. 자체 구축 모델은 다음과 같은 확실한 우위를 가진다. 우선(전력 효율 상승) AI GPU 클러스터에 최적화된 설계로 전력 효율이 매우 높다. 다음(건물주 리스크 감소) 임차 방식이 아니므로 건물주의 파산이나 계약 불이행 등 운영상의 위험이 없다. 끝으로(EU GDPR 준수) 유럽 내 데이터센터를 직접 운영하여 법적 관할 안에서 데이터를 통제한다. 이를 통해 EU 개인정보보호법(GDPR)을 구조적으로 준수하며, 데이터 주권 문제로 미국 클라우드 기업이 진입하기 어려운 유럽 시장을 선점하고 있다.

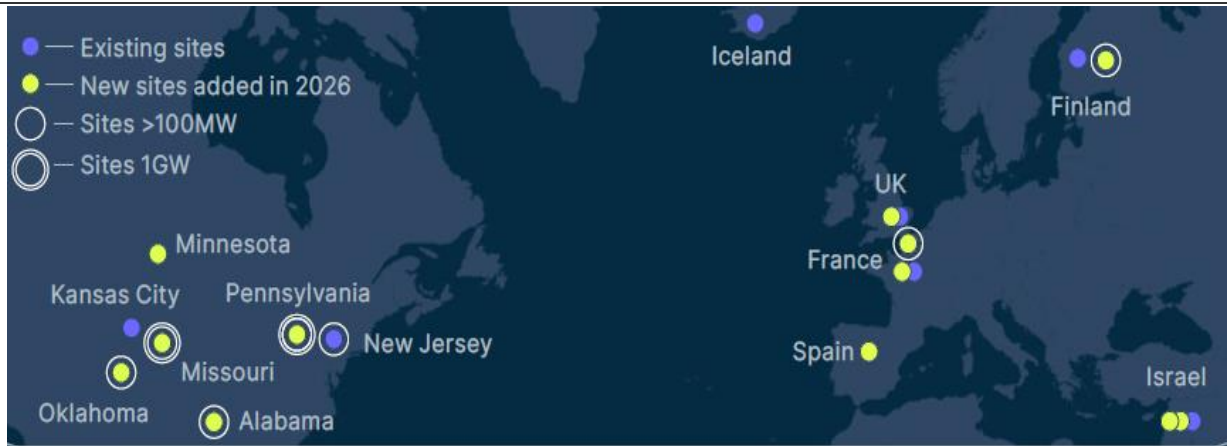
AI 추론 서비스,
Token Factory

또 다른 강점은 AI 소프트웨어 서비스인 토큰 팩토리(Token Factory)이다. AI 모델을 직접 구축하고 운영하기 어려운 기업에게 최적화된 형태의 모델을 제공하며, 사용한 토큰 수에 비례해 요금을 청구한다. 최근 기업들이 업무에 AI를 본격적으로 도입하면서 AI 추론 서비스 수요는 빠르게 증가하는 추세이다.

풀스택 AI 서비스
사업자로의 진화

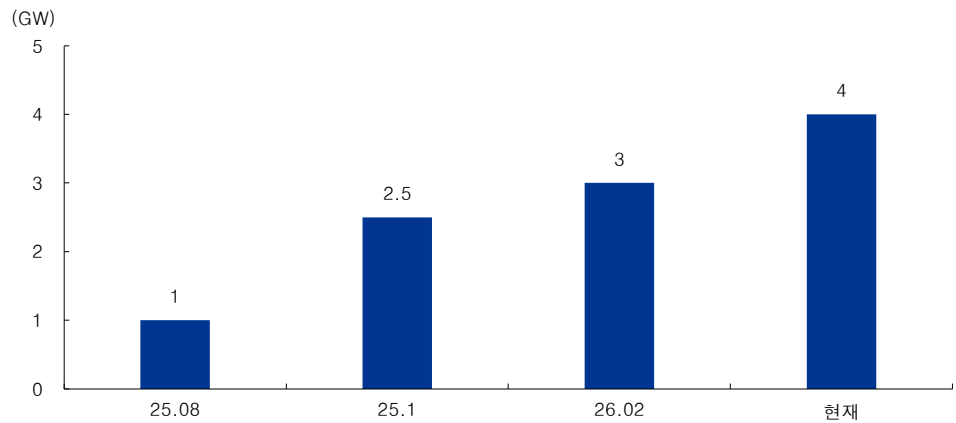
2026년 상반기, 동사는 AI 검색 기업 Tavily, AI 추론 최적화 기술을 보유한 Eigen AI, AI 작업 효율화 관리 기술을 가진 Clarifai를 인수했다. 이를 동력 삼아 Token Factory는 풀스택 AI 서비스 플랫폼으로 진화하고 있다. 향후 시장 경쟁이 심화되면 단순 GPU 임대 서비스는 단가 하락 압력을 받을 수 있다. 반면 고마진 소프트웨어 서비스인 토큰 팩토리는 수익 구조를 고도화하고 안정적인 매출을 견인할 중장기 성장 동력이 될 것으로 전망한다.

그림 21. Nebius AI 데이터센터 구축 현황 (1Q26 기준)



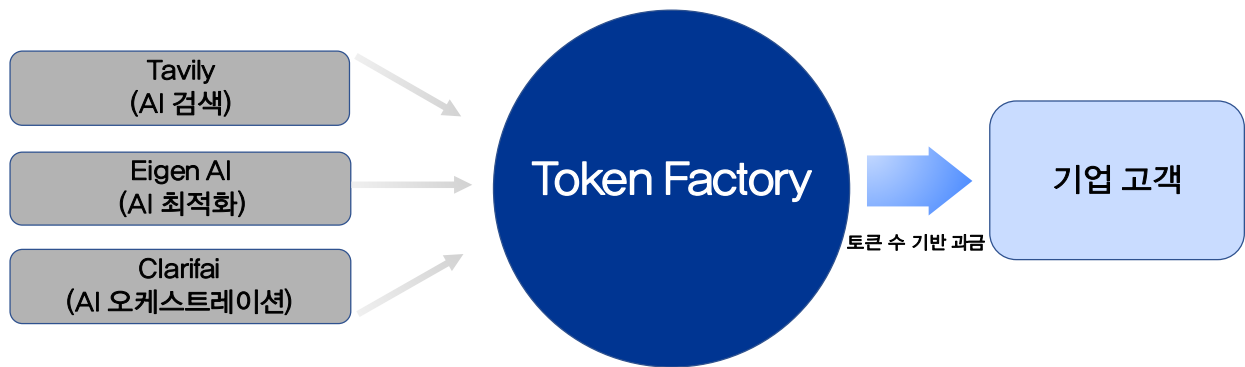
자료: Nebius, IBK투자증권

그림 22. Nebius 계약 전력 가이드스 증가 추이



자료: Nebius, IBK투자증권

그림 23. Token Factory 강화를 위한 인수 기업



자료: IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

NAVER	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.08.04	매수	300,000	-34.54	-21.83
	2024.08.04	1년경과	300,000	-44.55	-40.10
	2024.11.08	매수	260,000	-21.81	-10.77
	2025.02.07	매수	300,000	-29.53	-3.17
	2025.07.15	매수	320,000	-26.71	-10.31
	2026.07.16	매수	320,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
김예슬	연구원	글로벌 전략	6915-5526	chchu93@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
장성호	연구원	조선/기계/운송	6915-5661	cpszoo9080@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	코스닥 리서치	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
조은애	연구위원	코스닥 리서치	6915-5689	goodkid@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	코스닥 리서치	6915-5655	changsic12@ibks.com

신뢰를 바탕으로 함께 성장 하는 IBK투자증권



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		