

IBKS Spot Comment

AI/인터넷/게임

이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com핵심은 자산 소유와
서비스 운영의 분리엔비디아는 지분 투자,
브룩필드는 인프라 투자

[NAVER]

자산은 파트너가, 운영 매출은 NAVER가

1. 딜 구조: 역할 3분할

AI 팩토리 구조의 핵심은 자산 소유와 서비스 운영의 분리다. 네이버는 영업, 운영, 서비스 통합 사업자, 브룩필드는 자산 투자자 및 장기 임대료 회수 주체, 엔비디아는 전략적 투자자이자 GPU 공급자로 역할이 구분된다. 고객 유치와 매출 창출의 실질적 책임은 네이버 운영사에 집중되고, 파트너는 자본과 기술 측면에서 이를 보조한다.

표 1. AI 팩토리 사업 역할 구분

구성 요소	주체	주요 역할
인프라 자산 보유	브룩필드 주도 SPV	GPU, 데이터센터, 전력, 냉각, 네트워크 설비 보유 및 관리
GPU 공급	엔비디아	대규모 GPU 공급, 전략적 투자(10억 달러), 기술 협력
운영사	네이버 100% 자회사	컴퓨팅 자원 조달, 고객 영업, 서비스 운영, 수익화
수요자	기업, 공공기관, AI 개발사	컴퓨팅 자원 및 풀스택 AI 서비스 구매

자료: NAVER, 언론 종합, IBK투자증권

투자 규모와 확장 로드맵

엔비디아(NVIDIA)는 네이버에 10억 달러를 투자하고, 브룩필드(Brookfield)는 최대 90억 달러 지원을 위한 비구속적 조건합의서를 체결한 상태다. 잔여 금액은 네이버가 부담한다. 용량 계획은 초기 55MW → 200MW → 장기 1GW급 Sovereign AI 인프라로 단계 확장된다. 세종시 하이퍼스케일 데이터센터 '각 세종'을 거점으로 구축된다. 엔비디아 블랙웰(Blackwell)과 베라 루빈(Vera Rubin) 플랫폼을 도입할 예정이며, 약 10만 개 수준의 GPU 탑재가 언급됐다.

2. 회계 / 재무 영향

1) 회계: 연결 매출은 인식, 인프라 자산은 비인식

매출과 비용은 인식,
인프라 자산은 인식하지
않는 자산 라이트 구조

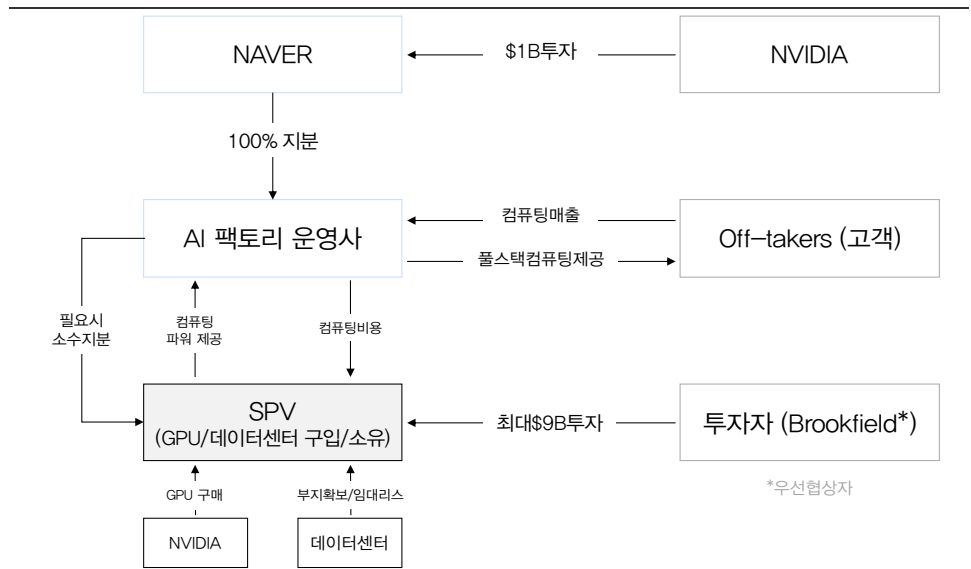
네이버 100% 자회사인 운영사는 연결 대상이므로 운영사의 매출과 비용은 네이버 연결 실적에 반영될 가능성이 높다. 반면, 브룩필드 주도 SPV가 네이버의 직접 보유 자산이 아니라면 GPU, 전력, 냉각 설비 등 대규모 인프라는 네이버 유형자산으로 인식되지 않아 자산 라이트 구조가 성립한다. 엔비디아의 10억 달러는 자본성 자금 유입 효과를 주지만, 브룩필드 자금이 비구속 단계에 머물러 있는 현재로서는 구조 전체를 확정 사실로 회계 인식하기보다 향후 계약 확정과 공시를 통해 반영 범위와 시점이 구체화될 것으로 본다.

2) 재무: 기존 실적 대비 신규 성장 축

초기 투자 부담을 지지
않는 사업 구조가
재무적 핵심

재무적 핵심은 네이버가 대규모 초기 투자 부담을 전부 직접 지지 않는다는 점이다. GPU, 부지, 전력망, 냉각 설비를 직접 매입했다면 CAPEX와 감가상각 부담이 크게 증가했을 것이다. SPV 보유 구조에서 네이버는 서비스 운영과 판매에 집중할 수 있어 자산회전율과 ROIC 측면에서 유리하다. 반면, 운영사는 SPV에 자원 비용을 지급해야 하므로 단기 매출총이익률 압박 가능성이 있다. 공식 실적 발표에서도 서버 자산 도입에 따른 감가상각 및 인프라 비용 증가가 언급된 만큼, 인프라 확장 과정의 비용 구조 변화를 지속 관찰해야 한다.

그림 1. NAVER AI 팩토리 1단계(200MW) 사업 구조도



자료: NAVER, IBK투자증권

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자가 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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.