US Equity Analyst 박기현



네비우스 그룹 (NBIS.US)

일회성 착시와 현금흐름 적자, 시험대에 오른 실행력

- 일회성 수익 제외 3Q 실질 실적은 부진, 납기 지연 여파로 연간 가이던스 하향
- 선수금 확대에도 매출채권 급증으로 영업현금흐름 적자 전환, 외부 조달 부담 가중
- FY27 고성장 가이던스도 회계적 착시 존재, 현금 회수와 납기 정상화 입증이 관건

3Q26 실적: 연간 가이던스는 하단으로 하향

3Q26 매출액은 $980.8M(+571% YoY), 조정 EBITDA 는 $465.8M(OPM 47.5%)으로 매출 기준 컨센서스를 7% 상회했다. 다만 당 분기 신규 체결한 Asset-light 파트너십 관련 일회성 매출(약 $325M)을 제거할 경우 실질 매출액은 $656M 에 그치며, 전기 대비 성장률은 2Q 46%에서 13%로 둔화됐다. 코로케이션 납기 지연 여파로 FY26 매출 가이던스는 기존($3.0~3.4B) 대비 하단인 $3.0~3.2B 로 하향 조정됐고, 연말 ARR $7~9B 달성 시점 역시 '2 월 $7B 이상'으로 2 개월 이연됐다. 반면 CapEx 가이던스는 $20~25B 에서 약 $27B 로 상향됐다. 최초 제시된 2027 년 가이던스는 매출액 $12~13B(약 4 배 성장), 4Q27 세전이익 손익분기점 도달, Capex $40~45B 다.

주가 반응: 2 거래일간 -25% 급락, 이익의 질이 중요해진 시점

실적 발표 당일 주가는 16.8% 급락한 데 이어 익일에도 9.9% 하락하며 $115.88 에 마감해, 2Q 실적 발표일(+34%)과 상반된 흐름을 보였다. 시장의 핵심 화두가 단순 수주 규모에서 자금 조달, 납기 이행, 이익의 질로 이동했기 때문이다. ① 외형 상회가 일회성 매출에 의존했으며, 사측은 일회성 수익이 혼재됐을 가능성이 높은 9 월 ARR($6.4B)을 끝으로 향후 ARR 지표 공개 중단을 선언했다. ② 선수금이 신규 수주 Capex 의 100% 이상을 충당한다고 발표했으나, 청구액 대다수가 매출채권으로 계상되며 3Q 영업현금흐름은 -$273M 로 적자 전환했다. ③ 10 월 이후 네오클라우드 섹터 전반의 자금 조달 우려가 지속되는 가운데, 발표 전일 CRWV 호실적에 연동해 주가가 15.4% 급등하며 기대감이 선반영된 점도 낙폭을 키웠다.

주가 반응: 2 거래일간 -25% 급락, 이익의 질이 중요해진 시점

주가가 8 월 2Q 리뷰 시점($268.85) 대비 57% 하락함에 따라 FY27 컨센서스 기준 EV/Sales 는 6.4 배에서 3.3 배로, EV/EBITDA 는 11.7 배에서 6.5 배로 축소됐다. 2027 년 매출 가이던스는 컨센서스($12.2B)에 부합했으나, 현 컨센서스는 2027 년 세전적자 $1.1B 및 발행주식 수 약 20% 희석을 반영하고 있어 사측의 4Q27 세전 BEP 가이던스와 괴리가 크다. 향후 주가 리레이팅을 위한 핵심 조건은 ① 4Q 매출채권 회수를 통한 영업현금흐름 흑자 전환, ② 뉴저지 잔여 물량을 포함한 코로케이션 납기 정상화, ③ 2 월 ARR $7B 이상 달성 및 MSFT·Meta 장기 계약을 담보로 한 비희석성 자금 조달 입증이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.11.13): $115.88
목표주가 컨센서스: $233.85

▶ 투자의견 컨센서스



Stock Data

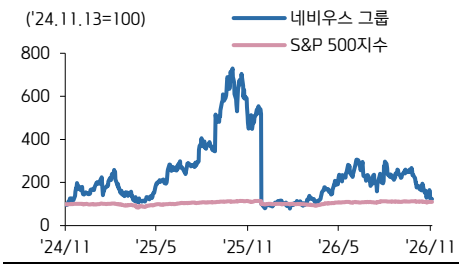
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (11/13)	7,561.67
현재주가/목표주가	115.88 / 233.85
52주 최고/최저 ($)	299.86 / 73.52
시가총액 (백만$)	33,942
유통주식 수 (백만)	260
일평균거래량 (3M)	21,567,630

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	118	530	3,282	12,556
영업이익	-266	-65	1,356	6,755
OPM(%)	-226.7	-12.2	41.3	53.8
순이익	-247	-447	-576	-956
EPS	-0.83	-1.77	-1.75	-2.84
증가율(%)	적자전환	적자확대	적자축소	적자확대
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	2.0	4.6	3.0	3.2
ROE(%)	-19.5	2.1	-4.5	-5.8
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	38.4	-30.0	-47.3	38.7
S&P Index	10.5	-1.3	2.1	12.3



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 컨센서스는 2026-11-13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

일회성 수익 제외 시 기존 가이던스 하단도 하회

Asset-light 모델은 파트너사가 자금을 조달한 설비(CAPA)에 동사의 아키텍처와 AI Cloud 플랫폼을 결합하는 구조로, 설비 확정 시점과 실제 가동 시점에 걸쳐 매출을 분할 인식한다. 3Q 일회성 매출은 첫 프로젝트의 초기 인식분으로, 이를 제외한 FY26 실질 매출 가이던스는 $2.68~2.88B 에 불과해 기존 가이던스 하단($3.0B)을 하회한다. ARR 역시 동일한 착시가 존재한다. 9 월 ARR $6.4B 를 월간 환산하면 $533M 에 달하나, 일회성을 제외한 3Q AI Cloud 월평균 매출은 약 $216M 으로 6 월($250M) 대비 오히려 감소했다. 일회성 매출의 원가는 비공개이나, 원가가 미미했다고 가정할 경우 이를 제외한 실질 조정 EBITDA 마진은 21%로 2Q(40.6%)의 절반 수준에 그친다. 매출처 편중도 심화됐다. 3Q 단일 최대 고객 매출은 $324M(비중 33%)으로 2Q(14%) 대비 급증했으며, 상위 3 대 고객 비중 역시 59%에서 70%로 상승했다.

현금흐름·조달: 수주 조건 개선에도 운전자본 시차로 현금 유입 지연

표면적 수주 조건은 개선됐다. 3Q 신규 계약금액(TCV)의 90% 이상에 선수금 조건이 부여됐고, 선수금의 CapEx 커버리지는 2Q 50~60%에서 100% 이상으로 상승했으며 투자 회수 기간(Payback period)도 1 년 10 개월에서 1 년 7 개월로 단축됐다. 핵심 병목은 현금 회수 시차다. 이연매출이 $3.4B 증가했으나 매출채권이 $3.8B 급증하며 영업현금흐름 적자를 초래했다. 당 분기 CapEx $7.3B 는 전환사채($5.75B) 및 ATM 유상증자($1.0B) 등 외부 조달로 충당했으며, 이 과정에서 순차입금은 2Q 말 $0.5B 에서 $6.8B 로, 발행주식 수는 2.72 억주에서 2.93 억주(+7.7%)로 증가했다. 2027 년 CapEx 의 75~85%는 선수금($17~20B)과 투자등급(IG) 계약 담보부 차입으로 조달할 계획이나 잔여 $6~11B 의 조달 방안은 미확정 상태다. 조달 금리 여건도 비우호적이다. CoreWeave 가 제시한 신규 투자등급 담보 대출 예상 금리는 7.0~7.5%로 3 월(약 5.9%) 대비 대폭 상승했으며, 동사가 7 월 조달한 담보 차입 금리(SOFR+250bp) 역시 최근 섹터 투매 이전의 조건이다.

FY27 가이던스: 납기 지연은 제 3 자 사이트에 국한, 자체 사이트 전환으로 돌파

이번 납기 지연은 산업 전반의 공급망 병목이 아닌 제 3 자 코로케이션 사이트 고유의 이슈다. MSFT 전용 뉴저지 사이트는 하절기 중 블룸에너지 연료전지로 주전력원 전환을 결정했으나, 3Q 말 코로케이션 사업자가 임시 발전 설비를 조기 철수하면서 잔여 물량 인도가 2Q27 로 이연됐다. 동기간 경쟁사 CRWV 가 납기를 앞당긴 점과 대비된다. 동사는 2027 년 소요 전력 및 핵심 부품을 전량 확보 완료했으며, 신규 설비 대다수를 미주리·핀란드·앨라배마 등 자가 보유 사이트에서 가동해 실행 리스크를 통제할 방침이다. 업황 전반의 임대 단가 상승 속에 3Q 신규 수주의 MW 당 연간계약가치(ACV)는 $25M 을 상회했다. 다만 2027 년 가이던스가 납기 지연 버퍼를 보수적으로 반영하고 Asset-light 매출을 배제했음에도, 4Q27 세전 BEP 달성 목표는 서버 감가상각 내용연수를 기존 4 년에서 5 년으로 연장한 회계적 가정에 기반하고 있어 주의가 필요하다.

네비우스 그룹 FY26 실적 가이던스

구분	FY25A	FY26 Guidance							
		25Q4	YoY	26Q1	YoY	26Q2	YoY	26Q3	YoY
매출액	$529.8M	$3.0B~$3.4B	504.0%	유지	504.0%	유지	504.0%	**$3.0B~$3.2B**	485.1%
기말 ARR	$1.25B	$7B~$9B	540.0%	유지	540.0%	유지	540.0%	**27.2 월 〉$7B**	—
Adj. EBITDA 마진	-12.30%	~40%	+52.3%p	유지	+52.3%p	유지	+52.3%p	유지	+52.3%p
CapEx	~$4.1B	$16B~$20B	342.7%	**$20B~$25B**	453.3%	유지	453.3%	**~$27B**	564.0%
연말 연결 전력	~170MW	800MW~1GW	429.4%	유지	429.4%	유지	429.4%	언급 없음	—
연말 계약 전력 목표	〉2.5GW	**〉3GW**	—	**〉4GW**	—	**5GW**	—	유지	—

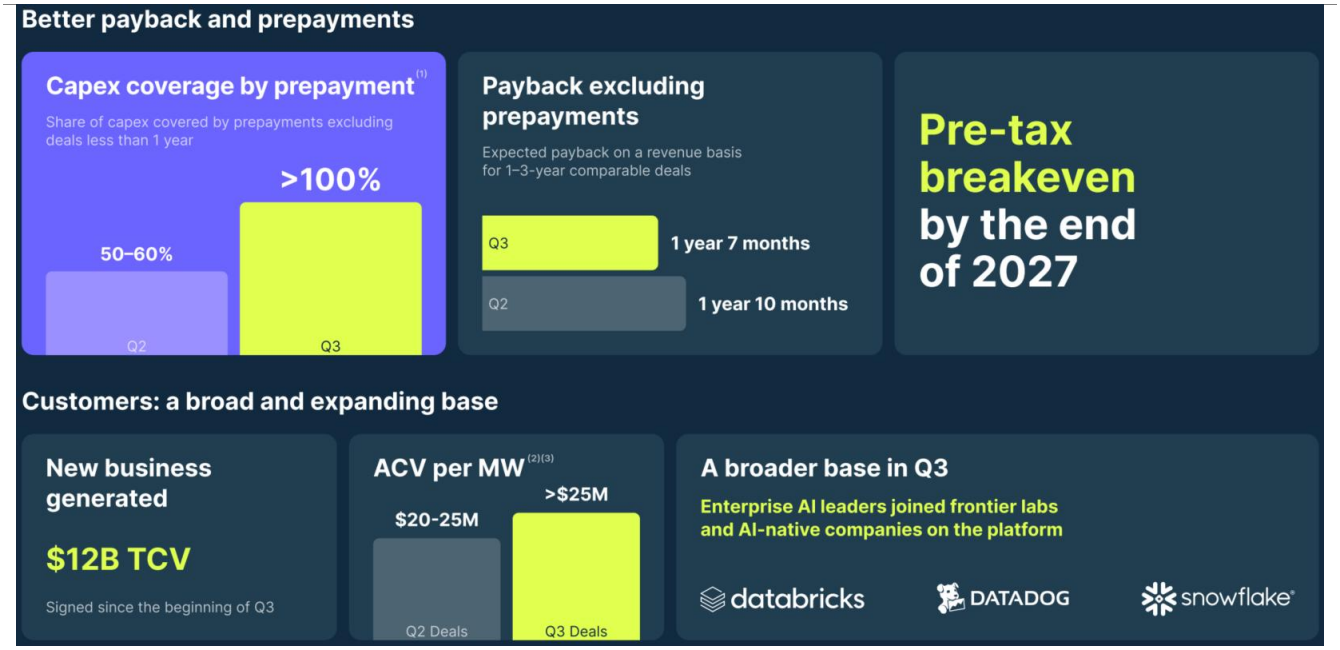
자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치
주: 1) Non-GAAP 기준, 2) YoY 계산은 가이던스 중간값 기준(마진은 %p), 3) 계약 전력 목표는 25.8월 이후 5회 연속 상향 후 26Q3 유지(현재 4GW 이상 계약)
4) 26Q3: 매출은 기존 범위 하단으로 조정, ARR 목표는 27년 2월 $7B 이상으로 이연 후 가이던스 중단, 연말 연결 전력은 언급 없음

네비우스 그룹 FY27 실적 가이던스

구분	FY26	FY27 가이던스	YoY	비고
매출액	$3.0B~$3.2B	**$12B~$13B**	303.2%	Asset-light 매출 미반영
세전이익	—	**4Q27 손익분기**	—	금융비용 반영, 컴퓨트 5 년 상각 가정
CapEx	~$27B	**$40B~$45B**	57.4%	75~85%를 선수금·IG 계약 담보 차입으로 충당
고객 선수금	$10B	**$17B~$20B**	85.0%	2026 년은 약정 기준
신규 캐파	—	**1GW 이상**	—	대부분 자가 부지

자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치
주: 1) YoY는 가이던스 중간값 기준, 2) 2027년부터 ARR·EBITDA 대신 매출·세전이익·캐파 기준으로 가이던스 제시

네비우스 그룹 3Q26 신규 수주 경제성 지표



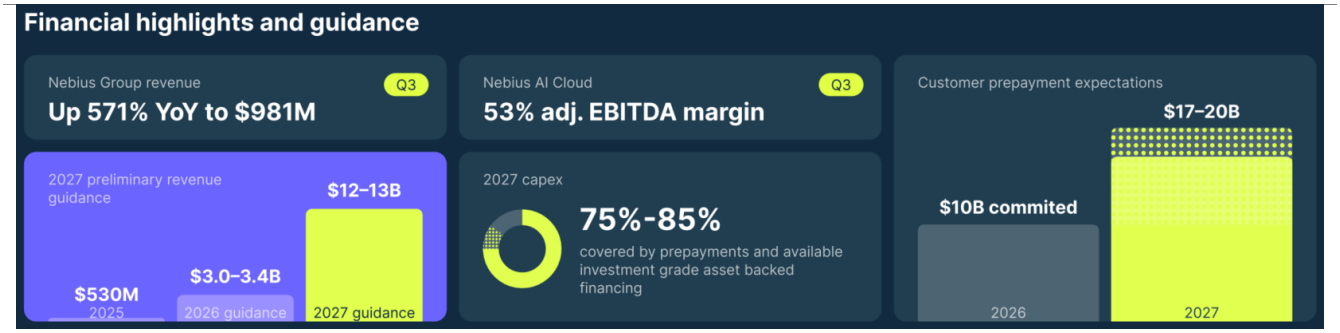
자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 데이터센터 거점 및 자가 부지 비중 확대 계획



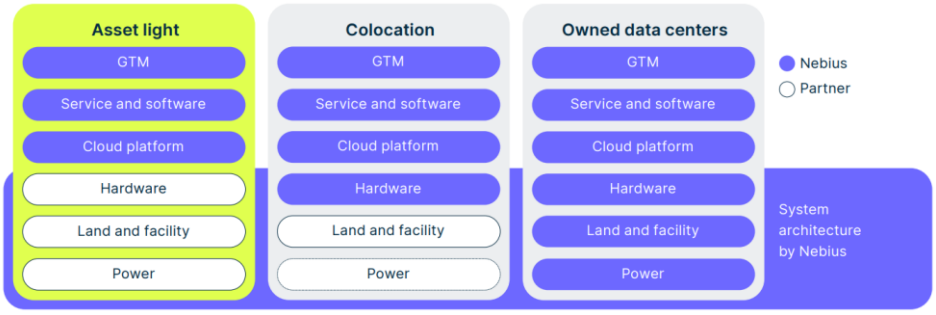
자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 3Q26 실적 하이라이트 및 2027 년 가이던스



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

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



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 FY26 3Q ('26.07.01~09.30)

구분	FY26 3Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 $)	발표치	컨센서스	차이	FY25 3Q	성장률	FY26 2Q	성장률
매출액	981	919	6.8%	146	571.3%	582	68.4%
EBITDA	466	357	30.3%	-5	흑자전환	236	97.2%
EBITDA 마진(%)	47.5%	38.9%	8.6%p	-3.6%	51.1%p	40.6%	6.9%p
순이익	91	-271	+133.5%	-100	흑자전환	-33	흑자전환

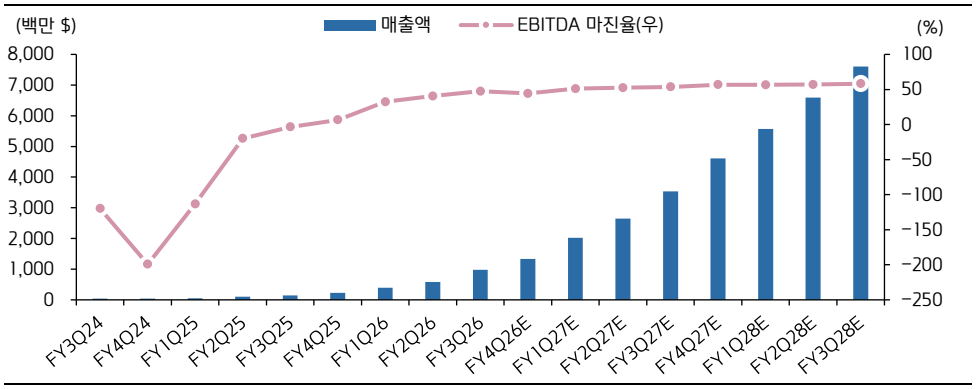
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 $)	FY26Q4	YoY 성장률	FY27Q1	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	1,330	484.3%	2,018	405.8%	3,282	519.5%	12,556	282.5%
EBITDA	589	3826.7%	1,028	694.1%	1,356	흑자전환	6,755	398.1%
EBITDA 마진(%)	44.3%	37.7%p	51.0%	18.5%p	41.3%	53.6%p	53.8%	12.5%p
순이익	-278	적자확대	-266	적자확대	-576	적자확대	-956	적자확대

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-13 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 상세실적표

(백만 $)	FY25 3Q	FY26 2Q	FY26 3Q	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	146	582	981	571.3	68.4
영업비용	276	758	930	236.7	22.7
매출원가	43	134	220	412.1	64.4
제품개발비	45	191	119	164.1	-37.9
일반 판매관리비	90	174	237	165.3	36.5
감가상각비	99	260	355	258.3	36.6
영업손실	-130	-176	50	**흑전**	**흑전**
순아자비용	-9	-95	-82		
보유주식 평가이익	-	-	-		
지분법 적용 투자손실	-8	13	-3		
전환사채 유도전환비용	-	-	-50		
영업외손익	26	82	22		
세전이익	-120	-177	-63	적지	적지
법인세비용	0	14	-25		
계속사업손익	-120	-190	-38	적지	적지
중단사업손익	-	-	-		
순이익	-120	-190	-38	**적지**	**적지**
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
EBITDA Adj.	-5	236	466	흑전	97.2
순손실 Adj.	-100	-33	91	흑전	흑전
[운영·현금흐름]					
기말 ARR	551	3,000	6,400	1061.5	113.3
CapEx	956	5,657	7,300	664.0	29.0
영업현금흐름	-81	2,246	-273	적지	적전

자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치
주: ARR은 분기 마지막 달 AI Cloud 매출 × 12(3Q26은 일회성 매출 포함 가능), CapEx는 유·무형자산 취득 현금 기준

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.