

네비우스 그룹 Nebius · NBIS

시가총액 66.0b USD · 주가 242.81 USD (2026-10-04) · Communication Services / Internet Content & Information · 간사 섹터
애널리스트 보고 — 막대한 자본력 기반 글로벌 AI 클라우드(GPUaaS) 퓨어플레이

Why do we own it? — 왜 소유하는가

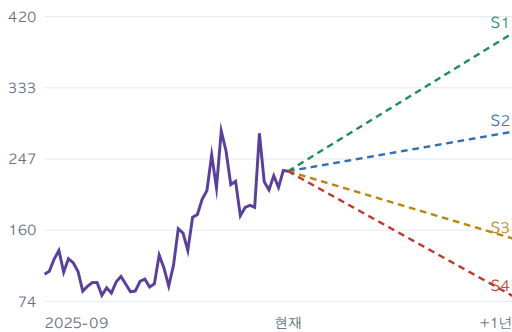
- 글로벌 GPU 부족 사태 속에서 확실한 자본력과 엔비디아 파트너십을 갖춘 희소한 상장 퓨어플레이
- 러시아 사업 매각으로 확보한 막대한 현금성 자산이 하방을 일부 지지
- 단순 컴퓨팅을 넘어 추론 최적화(Inferize) 등 풀스택 소프트웨어 역량 내재화

Outstanding Questions — 미해결 질문

- 빅테크 클라우드와의 장기적인 가격 경쟁에서 살아남을 수 있는가?
- 자율주행(Avride) 등 비핵심 사업의 스핀오프 또는 수익화 시점은?
- 차세대 AI 칩(블랙웰 등) 도입 시 기존 H100/H200 자산의 감가상각 부담은?

Where might we be wrong? — 틀릴 수 있는 지점

- AI 훈련 수요가 급감하고 추론 시장이 엣지(Edge) 디바이스로 분산될 경우
- 엔비디아의 GPU 할당(Allocation) 우선순위에서 밀릴 경우
- 유럽 내 전력망 한계로 데이터센터 확장이 지연될 경우



How could we make money from it? — 시나리오

시나리오 1 — 강세 · 확률 25% — 추론 최적화 성공 및 가동률 90% 이상 달성, EV/S 유지 → 내재가치 400
시나리오 2 — 기본 · 확률 45% — 계획된 GPU 캐파 확보 및 시장 평균 성장률 동행 → 내재가치 280
시나리오 3 — 둔화 · 확률 20% — AI 수요 둔화 및 빅테크 단가 인하 압박으로 마진 훼손 → 내재가치 150
시나리오 4 — 실패 · 확률 10% — 추가 자금 조달 실패 및 차세대 칩 확보 지연으로 도태 → 내재가치 80.00
BLENDED: 확률 가중 가치 264 USD → 현재가 대비 8.7% (연 8.7%, 1년)

투자 체크리스트

구분	체크리스트	내용	참고
재무 펀더멘털	매출 성장(CAGR)	239.8% (AI 클라우드 본격화)	2022~2025(추정)
	DuPont ROE(영업이익률×자산회전율×레버리지)	1.8% (2025E, 턴어라운드 기대)	2025E(추정)
	ROIC(3~5년)	-10.7% (2024E, 대규모 CAPEX)	2024E(추정)
	현금전환율(FCF/순이익)	-4462.1% (2025E, 극심한 현금소진)	2025E(추정)
	이자보상배율(EBIT/이자비용)	1.2x (2025E, 이자부담 증가)	2025E(추정)
사업 펀더멘털	TAM 추정	글로벌 GPUaaS 시장 2030년 \$100B+	업계 추정치
	TAM 대비 점유율 추이	신규 진입으로 유의미한 점유율 미확보	자체 판단
	경영진 평가·자본배분	러시아 리스크 털고 AI에 공격적 베팅	최근 행보
	경제적 해자	아직 부족 (자본력과 엔지니어링에 의존)	경쟁 환경

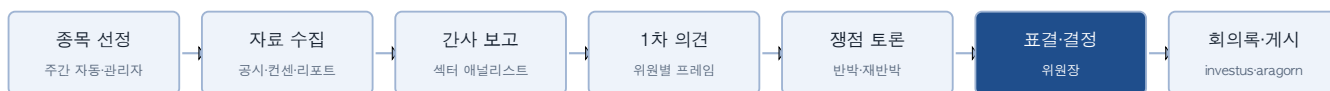
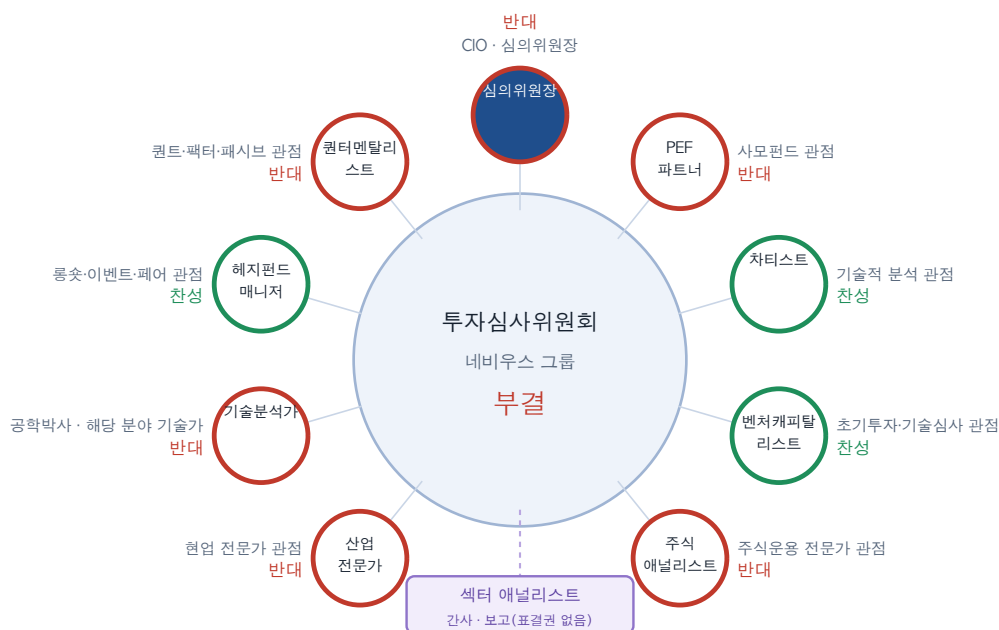
AI 투자심사위원회 회의록 — 네비우스 그룹 (Nebius · NBIS)

2026-10-04 · 위원장 심의위원장 · 간사 섹터 애널리스트 · 위원 8인 · 선정 관리자 지정 — 관리자 직접 입력

부결	극단적 현금 소진과 범용 인프라의 가격 결정력 부재로 인한 영구적 자본 손실 위험			
	논지 부결 · 진입 편입 안 함			
	진입 사유: 펀더멘털 훼손(대규모 FCF 적자) 및 밸류에이션 붕괴 위험으로 투자의견 부결 · 다수결 찬성 3 · 반대 6			

현재가	약세	기본	강세	관점·기간
243 USD	150 (-38.2%)	280 (+15.3%)	400 (+64.7%)	성장주 · 12개월

적정가치 근거: 2025년 AI 클라우드 매출 가시화 및 엔비디아 파트너십 기반 점유율 확보 가정



표결

위원	관점	표결	사유
PEF 파트너	사모펀드 관점	반대	지속적 FCF 마이너스, ROIC 자본비용 하회, 비현실적 진입 멀티플로
차티스트	기술적 분석 관점	찬성	200일선 상승 기울기와 압도적 상대강도로 AI 주도주 논지 시장 선반영
벤처캐피탈리스트	초기투자 · 기술심사 관점	찬성	다음 S커브 선점 투자, 장기 독점 옵션 가치
주식 애널리스트	주식운용 전문가 관점	반대	90일 EPS 추정치 하향 지속 및 피어 대비 과도한 멀티플 프리미엄으로
산업 전문가	현업 전문가 관점	반대	현장 신호 부재, 범용 인프라 경쟁 우려 지속

위원	관점	표결	사유
기술분석가	공학박사 · 해당 분야 기술가 관점	반대	하드웨어 원가 통제권 부재 및 물리적 병목 해소 역량 미달
헤지펀드 매니저	롱숏 · 이벤트 · 페어 관점	찬성	공매도 스퀴즈 비대칭 기회, 페어 숏으로 헤지 가능
퀀터멘탈리스트	퀀트 · 팩터 · 패시브 관점	반대	극단적 FCF 적자와 이익 하향 리비전이 결합된 전형적인 정크 랠리
심의위원장	CIO · 심의위원장	반대	원가 통제력 부재 및 자산 진부화에 따른 자본 손실 위험

의결 기록 — 위원장 포함 전원 각 1표 다수결. 「네비우스 그룹」 논지 부결 (다수결 찬성 3 · 반대 6). 찬성 3: 차티스트, 벤처캐피탈리스트, 헤지펀드 매니저. 반대 6: PEF 파트너, 주식 애널리스트, 산업 전문가, 기술분석가, 퀀터멘탈리스트, 심의위원장.

위원장 장기 관점(3~5년): 반대 — 자체 칩 부재로 원가 통제력이 열위하며, 차세대 GPU 전환 시 대규모 감가상각으로 인한 영구적 자본 손실 위험이 큼.

PEF 파트너 위원은 지속적 FCF 마이너스, ROIC 자본비용 하회, 비현실적 진입 멀티플로 등을 이유로 반대.

주식 애널리스트 위원은 90일 EPS 추정치 하향 지속 및 피어 대비 과도한 멀티플 프리미엄으로 등을 이유로 반대.

산업 전문가 위원은 현장 신호 부재, 범용 인프라 경쟁 우려 지속 등을 이유로 반대.

기술분석가 위원은 하드웨어 원가 통제권 부재 및 물리적 병목 해소 역량 미달 등을 이유로 반대.

퀀터멘탈리스트 위원은 극단적 FCF 적자와 이익 하향 리비전이 결합된 전형적인 정크 랠리 등을 이유로 반대.

심의위원장 위원은 원가 통제력 부재 및 자산 진부화에 따른 자본 손실 위험 등을 이유로 반대.

결정 근거 · 실행 점검 · 재심 트리거

결정 근거	실행 점검 사항	재심 트리거
2025년 예상 잉여현금흐름(FCF) -36.8억 달러 및 ROIC 0.6%로 자본비용을 크게 하회하여 가치 창출력 부재 2025년 예상 매출 기준 선행 EV/Sales 129배, EV/EBITDA 266.3배로 피어(CRWV 25.2배) 대비 극단적 고평가 90일 기준 EPS 추정치 하향 지속 및 엔비디아 차세대 칩 전환 시 기존 H100/H200 자산의 대규모 감가상각 위험	2025년 하반기 Inferize 인수 효과 반영 후 실제 EBITDA 마진율 30% 이상 달성 여부 점검 - H100/H200 클러스터의 고객 선도 계약(Committed RPO) 규모 및 가동률 80% 이상 유지 확인	- 엔비디아 차세대 칩(블랙웰 등) 출시 가속화로 인한 구형 GPU 자산의 대규모 손상차손 발생 - 하이퍼스케일러와의 단가 인하 경쟁 심화로 2025년 영업이익률(-115.5% 추정) 악화 지속

소수 의견: 막대한 현금 기반 인프라 선점 및 공매도 19.8%에 따른 숏 스퀴즈 기회

간사 보고 — 섹터 애널리스트

막대한 자본력 기반 글로벌 AI 클라우드(GPUaaS) 퓨어플레이 — 구 안텍스(Yandex)가 러시아 자산을 매각하고 사명을 변경한 기업으로, 글로벌 AI 산업을 위한 풀스택 인프라(대규모 GPU 클러스터, 클라우드)를 구축합니다. 엔비디아와의 전략적 제휴를 바탕으로 AI 클라우드 확장에 집중하며, 자율주행(Avride) 및 에듀테크 사업도 병행하고 있습니다.

투자 아이디어

· 러시아 자산 매각으로 확보한 풍부한 현금(\$8B)을 바탕으로 대규모 엔비디아 GPU 클러스터 선제적 구축

- 최근 Inferize 인수를 통한 추론(Inference) 최적화 기술 확보로 GPU 가동률 향상 및 토큰 이코노믹스 개선
- 빅테크 클라우드 대비 AI 워크로드에 특화된 풀스택 서비스 제공으로 틈새 시장(스타트업, 연구소) 선점

산업 전망

- 생성형 AI 모델 훈련 및 추론 수요 폭발로 GPUaaS(GPU-as-a-Service) 시장 고성장 지속
- 단순 컴퓨팅 파워 제공을 넘어 추론 최적화 및 오케스트레이션 역량이 핵심 경쟁력으로 부상
- 전력 및 냉각 인프라 확보가 AI 데이터센터 확장의 주요 병목으로 작용

경쟁력·시장 지위

- 엔비디아와의 강력한 파트너십을 통해 최신 GPU 물량 확보에 유리한 고지 점령
- 유럽(네덜란드) 기반으로 지정학적 리스크를 분산하려는 글로벌 AI 기업들의 대안 클라우드로 부상
- 과거 안텍스 시절부터 축적된 대규모 분산 시스템 및 머신러닝 엔지니어링 역량 보유

경쟁사 비교

경쟁사	비교
CoreWeave	AI 특화 클라우드 선두주자, 막대한 자금력
Lambda Labs	저렴한 단가 중심의 GPU 클라우드 경쟁사
AWS / Azure	막강한 자본력과 기존 고객망을 갖춘 하이퍼스케일러

재무 요약 (USD m)

기간	매출	영업이익	순이익	영업이익률	EPS
2023A	9.8	-285.7	241.3	-2915.3%	53.26 (RUB)
2024E	91.5	-399.6	-641.4	-436.7%	-2.28
2025E	529.8	-611.7	82.5	-115.5%	-5.64

- 러시아 사업 매각(2024년 초 완료)으로 과거 실적(2022-2023)과 현재 AI 클라우드 사업(2024~) 간의 연속성 단절
- 대규모 GPU 인프라 투자로 인해 잉여현금흐름(FCF)은 대규모 적자(-\$3.6B 예상) 지속 전망
- 2025년 본격적인 AI 클라우드 매출 가시화(전년비 +479% 성장 추정)가 밸류에이션 정당화의 핵심

실적 전망

- 최근 4개 분기 중 3개 분기에서 EPS 컨센서스를 하회하며 초기 인프라 구축 비용 부담 노출
- 향후 1~2년간은 수익성보다 GPU 클러스터 가동률(Utilization) 및 ARR(연간반복매출) 성장이 핵심 지표
- Inferize 인수 효과가 반영되는 2025년 하반기부터 추론 인프라 부문의 마진 개선 여부 주목

밸류에이션 — EV/Sales (선행) 및 SOTP (AI 클라우드 + 자율주행/에듀테크 현금가치)

- 선행 EV/Sales 50배 이상으로, 하이퍼스케일러 및 AI 소프트웨어 피어 대비 극도로 높은 성장 프리미엄 반영
- 현재 시가총액(\$66B)은 향후 수년간의 폭발적인 매출 성장(CAGR 200% 이상)을 선반영한 상태
- CoreWeave 등 비상장 AI 클라우드 피어들의 최근 펀딩 밸류에이션(EV/Sales 20~30배 수준) 대비 다소 고평가 영역

지배구조·자본배분

- 러시아 Yandex N.V.에서 Nebius Group으로 사명 변경 및 본사 네덜란드 이전으로 지정학적 리스크 해소 노력
- 러시아 사업 매각 대금의 자본 배분(GPU 투자 vs 주주환원)이 향후 기업가치 제고의 핵심

리스크 요인

- 빅테크(AWS, MS) 및 CoreWeave 등과의 GPU 확보 및 가격 경쟁 심화
- AI 모델 훈련 수요 둔화 시, 막대한 고정비(GPU 감가상각)로 인한 수익성 급감 리스크
- 대규모 CAPEX 지속에 따른 추가 자금 조달(유상증자 등) 시 주주가치 희석 가능성
- 엔비디아에 대한 극단적인 하드웨어 의존도 및 차세대 칩(Rubin 등) 전환 시기의 유틸 자산화 리스크

간사 추정 기업가치 — 성장주 관점 (현재 이익이 부재하며, 막대한 CAPEX를 통한 미래 AI 인프라 장악 시나리오에 베팅)

시나리오	주가	논리
약세	150	AI 투자 사이클 둔화 및 경쟁 심화로 가동률 하락, 멀티플 축소
기본	280	엔비디아 파트너십 기반 목표 CAPEX 달성 및 시장 평균 수준의 점유율 확보
강세	400	추론 최적화(Inferize) 성공으로 독보적 마진 달성 및 글로벌 Tier-1 AI 클라우드 도약

위원회 쟁점 제기

- 하이퍼스케일러(AWS, Azure) 대비 Nebius만의 차별화된 경제적 해자(단순 단가 경쟁 외)는 무엇인가?
- 현재 보유 현금(\$8B)으로 계획된 GPU 클러스터 구축을 완료할 수 있는가, 추가 자본 조달 리스크는?
- 추론(Inference) 시장으로의 중심 이동 시, Inferize 인수가 실제 토큰 이코노믹스 개선으로 이어질 수 있는가?

위원 1차 의견

PEF 파트너 사모펀드 관점 — **반대** · 잉여현금 창출 부재와 비현실적 진입 멀티플로 사모펀드 인수 매력 전무

- 버핏 오너 이익 관점 훼손: 2025년 예상 Capex가 4.07B에 달해 유지(Maintenance)를 넘어선 과잉 투자 국면. 순이익(82.5M) 대비 잉여현금흐름(-3.68B)의 괴리가 커 기업의 실질적 가치 창출력 부재.
 - LBO 수학의 한계: 현재 EV/EBITDA 266.3배 진입 시, 5년 뒤 2.5배 MOIC(IRR 20%)를 달성하려면 비현실적인 EBITDA 성장이나 멀티플 팽창이 필요. KKR의 RJR Nabisco 사례처럼 과도한 멀티플 진입은 엑시트 경로를 차단함.
 - 자본배분 우선순위 왜곡: 8B의 현금을 보유했으나, 채투자(GPU 확보)에만 몰입하여 배당이나 자사주 매입 등 주주환원 노력 상실. 자본비용을 상회하는 ROIC(2025E 0.6%)가 증명되지 않은 상태에서의 맹목적 확장은 자본 파괴적.
- ! 우려: 엔비디아 차세대 칩(Rubin 등) 출시 시 기존 H100/H200 자산의 대규모 감가상각 및 유틸화 리스크 / 하이퍼스케일러(AWS, MS)와의 가격 경쟁 심화 시, 막대한 고정비 부담으로 인한 EBITDA 마진 급감

차티스트 기술적 분석 관점 — **찬성** · 200일선 상승 기울기와 압도적 상대강도가 AI 주도주 논지를 선반영하여 증명함.

- 와인스타인 2단계 완전: 주가가 200일선을 크게 상회하고 기울기가 가파른 전형적 상승 국면.
 - CAN SLIM 주도주 패턴: 압도적 상대강도(+94.9%)와 고점 부근(-15.3%) 위치는 시장 주도주를 의미.
 - 숏 스퀴즈 연료 장전: 유동주식 19.8%의 공매도는 전고점 돌파 시 강력한 매수세로 전환 가능.
 - 가격의 선반영 원칙: 현재의 고평가(EV/Sales 50배) 논란은 이미 추세적 상승으로 시장이 승인함.
- ! 우려: 3개월 실현 변동성 132.1%로 극도로 높아, 50일선(218.85) 이탈 시 하락 속도가 매우 가파를 위험. / 최근 거래량 축소(0.82배) 상태로, 거래량 급증이 동반되지 않은 전고점 돌파는 거짓 신호일 우려.

벤처캐피탈리스트 초기투자·기술심사 관점 — **찬성** · 막대한 자본력으로 초기 인프라를 장악하고, 추론 최적화로 다음 S커브를 창출할 희소한 옵션

- 크리스텐슨의 파괴적 혁신 관점: 막강한 자본력(\$8B 현금)을 바탕으로 빅테크가 간과하기 쉬운 틈새 시장(스타트업, AI 연구소)에 특화된 풀스택 인프라를 제공하며 하위 시장에서부터 점유율을 잠식할 잠재력 보유.
 - 먹법칙과 옵션 가치: 현재 FCF는 대규모 적자(-\$3.6B)이나, 초기 AI 인프라 시장은 소수 승자가 독식하는 먹법칙이 작용함. 자율주행(Avride)과 에듀테크 사업은 향후 폭발적 업사이드를 제공하는 제2의 S커브(무료 콜옵션)로 작용.
 - 단위경제성(Unit Economics)의 극적 턴어라운드: 매출총이익률이 2022년 -110.4%에서 2025년 68.6%로 개선되는 쾌적은 초기 대규모 CAPEX가 규모의 경제를 달성하며 수익화 구간(캐즘 돌파)에 진입하고 있음을 방증함.
- ! 우려: 피터 틸의 독점 4요소 중 '네트워크 효과' 부재: 현재는 자본력에 의존한 인프라 구축 단계로, 독자적인 소프트웨어 생태계(해자)를 구축하지 못하면 하이퍼스케일러와의 단가 인하 치킨게임으로 전략할 위험. / 엔비디아 하드웨어에 대한 극단적 종속성: 차세대 칩(Rubin 등) 전환 시 기존 H100/H200 자산의 급격한 진부화 및 감가상각 부담으로 인한 단기 수익성 훼손 리스크.

주식 애널리스트 주식운용 전문가 관점 — **반대** · 90일 리비전 하향 추세 및 피어 대비 과도한 멀티플 프리미엄으로 리스크 비대칭 극심

- [의사결정 규칙 미달] 90일 기준 당해 및 차년도 EPS 추정치가 일제히 하향 조정 중이며, 목표가 괴리율(+16.8%) 또한 당사 찬성 기준(+20% 이상)에 미달함. 이익 리비전 모멘텀 악화 국면.
 - [밸류에이션 경계 신호] 피어(CRWV) 대비 매출 성장률은 약 4배(454.0% vs 112.5%) 높으나, EV/EBITDA 멀티플은 10배 이상(266.3x vs 25.2x) 함몰됨. PEG 프리미엄이 성장 프리미엄을 초과하여 밸류에이션 붕괴 리스크 존재.
 - [기대 역산(Expectations Investing)] 모부신 '기대 투자' 관점에서 현재 EV \$68.7B는 2025년 예상 매출 \$529.8M 기준 선행 EV/Sales 129배 수준임. 완벽한 실행과 가동률 100%를 가정해도 업사이드가 극히 제한적인 차별적 인식(Variant Perception) 부재 구간.
- ! 우려: 막대한 CAPEX 집행으로 인한 잉여현금흐름(FCF) 대규모 적자 지속 및 향후 추가 자본 조달에 따른 주주가치 희석 가능성 / 엔비디아 차세대 칩(Blackwell 등) 도입 시 기존 H100/H200 자산의 급격한 감가상각 및 유휴 자산화로 인한 마진 훼손

산업 전문가 현업 전문가 관점 — **반대** · 경쟁적 증설로 인한 마라톤 자본 사이클의 저주, 범용 인프라의 가격 결정력 부재

- [자본 사이클의 경고] 2022년 반도체 이중주문 사태나 과거 태양광 패널 붕괴 사례처럼, 현재 AI 클라우드 시장은 막대한 자본(\$8B 현금 등)이 동시다발적으로 진입하며 '공급 증가가 수익률을 파괴'하는 전형적인 마라톤 자본 사이클의 정점 신호를 발산하고 있음.
 - [빈약한 가격 결정력] 가격 결정력은 '고객 전환비용 × 공급 집중도'에서 나옴. GPU 인스턴스는 본질적으로 범용재(Commodity)이며 고객의 전환비용이 매우 낮음. 2025년 이후 경쟁사들의 증설 물량이 쏟아지면 치열한 단가 인하 경쟁이 불가피함.
 - [감가상각과 기술 진부화의 덫] 현재 공격적으로 매입하는 H100/H200 클러스터는 차세대 칩(블랙웰, 루빈)이 표준화되는 순간 구형 자산으로 전략함. 하드웨어 의존도가 절대적인 퓨어플레이 특성상, 구형 GPU의 가동률 하락은 막대한 고정비(감가상각) 부담으로 이어져 영업이익률(-115.5%, 2025E) 회복을 불가능하게 만들.
- ! 우려: 유럽(네덜란드 등)의 엄격한 환경 규제 및 전력망 부족으로 인한 데이터센터 가동 리드타임 장기화 / AI 모델 훈련 수요가 정점을 지나고 추론(Inference) 시장이 엣지(Edge) 디바이스로 분산될 경우, 중앙집중형 대규모 GPU 클러스터의 가동률 급락

기술분석가 공학박사 · 해당 분야 기술가 관점 — **반대** · 자체 하드웨어 원가 통제권 부재 및 물리적 병목 해소 역량 미달

- AI 인프라의 물리적 병목(전력 · 냉각, 1.6T 광트랜시버)을 자체 해결할 하드웨어 설계 역량 부재.
 - 추론 최적화(Inferize)는 소프트웨어적 접근에 불과, 하이퍼스케일러의 추론 특화 ASIC(TPUv7 등) 확산 시 원가 열위.
 - 라이트 법칙에 따른 원가 하락 통제권이 엔비디아에 있으며, 동사는 대규모 CAPEX(2024E ROIC -10.7%) 고정비 리스크에 노출.
- ! 우려: 2026~2027년 UEC 기반 개방형 스위치 상용화 시 동사의 분산 시스템 엔지니어링 프리미엄 상실. / 엔비디아 칩 세대 교체 가속화 시 H100/H200 자산의 조기 진부화 및 대규모 감가상각 부담.

헤지펀드 매니저 롱숏·이벤트·페어 관점 — **한성·공매도 19.8%와 저렴한 옵션 IV가 빚어낸 비대칭 스퀴즈 기회, 페어 숏으로 헤지.**

- 공매도 비율 19.8%는 잉여현금흐름 적자(-\$3.6B)를 겨냥한 숏 베팅이나, \$8B의 막대한 현금성 자산이 하방을 지지하므로 숏 북 관점에서는 꼬리 위험(Tail Risk)이 큰 포지션임.
- 옵션 내재변동성(70.7%)이 실현변동성(132.1%)의 절반 수준에 불과함. 풋/콜 미결제약정 비율 1.22의 하방 쓸림을 역이용해, 저렴한 OTM 콜옵션 매수로 타이거 컵스식 비대칭 롱 베팅 구조 창출 가능.
- 단순 방향성 롱이 아닌, 상관계수 0.79를 보이는 코어위브(CRWV) 등 AI 인프라 피어와의 공적분(Cointegration)을 활용한 상대가치 페어 트레이딩으로 섹터 베타를 제거해야 함.

! 우려: 엔비디아 차세대 칩(Blackwell/Rubin) 조기 전환 시, 기존 H100/H200 자산의 대규모 감가상각 및 유희화로 인한 자본 효율성 급감 리스크. / 하이퍼스케일러(AWS, Azure)의 자체 실리콘(ASIC) 확대 및 가격 인하 시, GPUaaS 퓨어플레이의 구조적 마진 압박 및 Rule of 40 달성 실패 가능성.

퀀터멘탈리스트 퀀트·팩터·패시브 관점 — **반대·극단적 FCF 적자와 이익 하향 리비전이 결합된 전형적인 정크(Junk) 랠리**

- [퀄리티 마이너스 정크] ROIC 0.6%, 현금전환율 -4462.1%. 막대한 CAPEX로 잉여현금이 소각되는 전형적인 '정크' 팩터 프로필
- [리비전 시그널 역행] 최근 분기 서프라이즈에도 불구하고, 90일 전 대비 당해(-1.98→-2.28) 및 내년(-4.35→-5.64) EPS 추정치 연속 하향
- [모멘텀 크래시 경계] 12개월 상대강도 +94.9%p의 극단적 모멘텀이나, FCF 수익률 -14.6%의 밸류에이션은 아스네스 전략의 매도 조건 충족

! 우려: 기관 보유 비중(69.5%)이 높은 상태에서 실적 실망 시 패시브 자금 연쇄 이탈에 따른 급락 리스크 / 초고변동성(132.1%) 환경에서 AI 훈련 수요 둔화 시 선행 EV/Sales 50배 멀티플의 급격한 축소

쟁점 토론

쟁점 1. Nebius의 경제적 해자 및 차별화된 경쟁 우위 하이퍼스케일러 대비 지속 가능한 경쟁 우위 존재 여부

PEF 파트너 네비우스 그룹의 경제적 해자 및 경쟁 우위에 대한 논의는 결국 지속 가능한 현금흐름 창출 능력으로 귀결됩니다. 현재 데이터만 보면, 2024년과 2025년의 FCF는 각각 -0.56b, -3.68b로 심각한 마이너스를 기록하고 있으며, 이는 대규모 Capex 투자 때문으로 보입니다. ROIC 또한 2025년 0.6%로 자본비용 8~10%를 한참 밑돌아 자본 효율성이 매우 낮습니다. 이 회사를 통째로 산다면 얼마를 내줬는가라는 질문에, 2025년 예상 EBITDA 0.54b 대비 진입 EV/EBITDA가 266.3배라는 LBO 역산 결과는 현실성이 없는 수준입니다. 사모펀드 관점에서 이러한 진입 멀티플은 인수의 매력을 전무하게 만들며, 잉여현금 창출 부재는 밸류업 레버를 적용하기 어렵게 합니다. 지속 가능한 현금흐름 없는 성장 서사는 회의적입니다.

벤처캐피탈리스트 PEF 파트너님의 지적처럼 단기 FCF와 ROIC는 분명 우려스러운 지점입니다. 다만, Nebius의 현재 투자는 '다음 S커브'를 위한 R&D 및 인프라 선제 투자로, 2022-2023년의 -100% 이상의 매출총이익률은 초기 기술 개발 및 시장 진입 비용으로 해석해야 합니다. 2024년 125.5%에서 2025년 33.5%로 R&D/매출 비중이 급감하는 추세는 기술 성숙도 향상과 마진 개선의 시작을 시사합니다. 특히 2025년 매출총이익률 68.6%와 2026년 6월 기준 +454.0%의 분기 매출 YoY 성장률은, 이 회사가 '파괴적 혁신'을 통해 새로운 시장을 창출하고 있음을 보여주는 강력한 지표입니다. 5년 뒤, Nebius의 추론 최적화 기술과 AI 반도체 및 인프라의 병목 해소(예: HBM4 동시 양산 2026-02, UALink 초기 상용 2026년 말)를 통해 확보될 독점적인 옵션 가치는 현재의 자본 효율성 지표로만 평가하기 어렵습니다. Nebius가 2027년 이후 AI 인프라 시장의 '네트워크 효과'와 '플랫폼 전환'을 통해 대체 불가능한 지위를 확보할 수 있다고 보십니까? 만약 그렇다면, 현재의 '적자'는 미래의 '독점'을 위한 불가피한 투자로 봐야 하지 않을까요?

주식 애널리스트 PEF 파트너님의 현금흐름 부재 및 낮은 ROIC 지적은 타당합니다. 다만, VC님의 '파괴적 혁신'과 '네트워크 효과'를 통한 미래 독점력 확보 논리는, 현재 90일 EPS 리비전이 하향 추세(-1.12 → -1.61 → -2.28 → -5.64)라는 점에서 현실화 가능성을 낮게 봅니다. 특히 2025년 1분기 EPS 추정치 리비전 하향(-1.89 → -2.01)은 이러한 우려를 강화합니다. 컨센서스 대비 EPS 추정치의 지속적인 하향은 시장 기대치와의 괴리가 언제, 어떻게 좁혀질지에 대한 명확한 답이 부재함을 시사합니다. 현재 Nebius의 Fwd PER -69.6배는 아마존(24.0배)이나

코어워브(-49.6배) 대비 과도하며, 성장성(매출성장 454.0%)이 이를 정당화하기에는 영업이익률 -0.2%라는 현실이 너무나 명확합니다. '무엇이 확인되면 입장을 바꾸는가?'라는 질문에, 저는 3개 분기 연속 EPS 추정치 상향과 함께 긍정적인 실적 서프라이즈가 최소 2회 이상 발생하고, 동시에 피어 대비 PEG 프리미엄이 합리적인 수준(예: 1.5배 이하)으로 축소되는 것을 확인해야 입장을 재고할 수 있습니다.

벤처캐피탈리스트 주식 애널리스트님의 EPS 추정치 하향과 높은 Fwd PER 지적은 단기 시장 심리를 반영하는 중요한 지표입니다. 그러나 저희는 Nebius가 현재 '캐즘'을 넘어서는 초기확산 단계에 있다고 판단하며, 이 시기의 EPS 변동성은 불가피합니다. 2026년 6월 분기 매출 YoY +454.0%는 이미 시장 침투가 가속화되고 있음을 보여주며, 이는 R&D/매출 비중이 2024년 125.5%에서 2025년 33.5%로 급감하면서도 매출총이익률이 -100%에서 68.6%로 개선되는 추세와 궤를 같이합니다. 이는 '기술 수용 곡선' 상 초기 다수자(Early Majority)로의 전환이 임박했음을 시사합니다. 저는 Nebius가 '다음 S커브'를 위한 추론 최적화 ASIC과 CPO 기술 상용화에 성공하여, 2027년 이후 AI 인프라 시장에서 '대체 불가능한' 독점적 지위를 확보할 것으로 봅니다. 제 입장을 바꾸려면, Nebius의 R&D/매출 비중이 2025년 33.5%에서 다시 상승하거나, 2026년 하반기 이후에도 분기 매출 YoY 성장률이 100% 미만으로 둔화되는 것이 2개 분기 연속 확인될 경우입니다. 이는 기술 혁신 동력 상실 또는 시장 침투 실패로 해석될 수 있기 때문입니다. **심의위원장** 현재 Nebius의 경제적 해자와 경쟁 우위에 대한 논의는 단기 재무 지표의 부진과 장기 성장 잠재력 간의 괴리에서 비롯되고 있습니다. 특히 대규모 선제 투자에 따른 현금흐름 및 자본 효율성 악화가 지속 가능한 독점적 지위 확보로 이어질지에 대한 이견이 핵심 쟁점입니다.

정리: 단기 재무 부진 vs. 장기 독점 가능성, 선제 투자 효과 논쟁 · 남은 이견: 미래 독점력 확보 여부 및 실적 레버리지 시점

쟁점 2. GPU 클러스터 구축 자금 조달 및 자산 진부화 위험 막대한 CAPEX와 차세대 칩 전환에 따른 재무적 리스크

PEF 파트너 네비우스 그룹은 막대한 CAPEX 투자로 인해 2024년과 2025년 연속으로 유의미한 잉여현금흐름(FCF)이 마이너스 0.56b, 마이너스 3.68b를 기록하며 현금 창출력이 부재합니다. 특히 2025년 예상 FCF는 영업현금흐름 0.38b 대비 Capex가 4.07b에 달해 FCF/순이익 비율이 -4462.1%로 현금흐름의 질이 심각하게 악화될 것으로 보입니다. 이런 상황에서 LBO 역산 시 진입 EV/EBITDA가 266.3배에 달하는데, 이는 사모펀드 인수의 정당화 범위를 훨씬 넘어섭니다. ROIC 역시 2022년 -1.9%에서 2025년 0.6%로 자본비용(8~10%)을 3년 연속 하회하고 있어, 투입 자본 대비 가치 창출 능력이 현저히 떨어집니다. 이러한 재무적 지표들을 종합할 때, 지속 가능한 현금흐름 창출 능력과 합리적인 인수가치 관점에서 네비우스 그룹은 사모펀드 인수 매력에 전무하다고 판단합니다.

벤처캐피탈리스트 PEF 파트너님의 우려처럼 단기 FCF와 ROIC 지표는 분명 도전적입니다. 하지만 네비우스의 R&D/매출 비중이 2024년 125.5%, 2025년 33.5%로 동종 업계 최고 수준을 유지하며, 2026년 2분기 매출 YoY가 +454.0%로 가속화되는 점을 간과할 수 없습니다. 이는 막대한 CAPEX가 단순한 비용이 아니라, 차세대 AI 인프라 시장을 선점하고 후발 주자들이 따라오기 힘든 네트워크 효과를 구축하기 위한 전략적 투자로 해석될 여지가 충분합니다. 결국 5년 뒤 네비우스의 GPU 클러스터가 대체 불가능한 추론 최적화 플랫폼으로 자리 잡을 수 있는지, 그리고 다음 S커브를 창출할 신제품 파이프라인이 무엇인지에 대한 확신이 관건이라고 봅니다. PEF 파트너님께서도 네비우스의 현재 CAPEX 투자가 향후 어떠한 독점적 기술 해자나 네트워크 효과를 창출할 수 없다고 판단하시는 구체적인 근거가 있으신가요?

PEF 파트너 벤처캐피탈리스트님의 말씀처럼 R&D 투자와 매출 성장이 인상적인 것은 맞습니다. 그러나 저희는 '이 회사를 통째로 산다면 얼마를 내겠는가'라는 관점에서 접근합니다. 현재 네비우스 그룹은 2024년과 2025년 각각 -0.56b, -3.68b의 마이너스 FCF를 기록하며 현금흐름 창출이 전무한 상황입니다. 2025년 ROIC 역시 0.6%로 자본비용 8~10%를 한참 밀돌아, 투입된 막대한 자본이 효율적으로 가치를 창출하고 있지 못합니다. '독점적 기술 해자나 네트워크 효과'는 결국 지속 가능한 잉여현금흐름으로 증명되어야 합니다. 현재로서는 막대한 CAPEX가 미래 현금흐름으로 전환될 것이라는 구체적인 증거가 부족하며, 오히려 2025년 순차입/EBITDA가 2.4배로 증가하는 등 재무적 레버리지가 확대되고 있습니다. LBO 역산 시 진입 EV/EBITDA 266.3배는 사모펀드의 투자 논리로는 정당화될 수 없는 수준이며, 5년 뒤 EBITDA가 획기적으로 증가하고 멀티플이 유지된다는 가정이 없다면 22.3%의 IRR 달성도 요원합니다. 이 회사가 3~5년 뒤 시장 내 독점적 입지를 확보하고 EBITDA 규모가 유의미하게 증가하며, 그 현금이 결국 주주에게 돌아올 것이라는 명확한 시나리오와 정량적 근거가 제시되지 않는 한, 현재로서는 투자를 반대하는 입장을 유지할 수밖에 없습니다.

벤처캐피탈리스트 PEF 파트너님의 현금 흐름 및 ROIC에 대한 지적은 타당합니다. 다만, 저는 5년 뒤 '대체 불가능성'과 '다음 S커브'에 주목합니다. 네비우스의 2025년 R&D/매출 비중 33.5%와 2026년 2분기 매출 YoY +454.0%는 단순 성장률을 넘어, AI 추론 최적화라는 차세대 시장에서 10배 개선된 기술력을 바탕으로 독점적 지위를 구축하려는 의지를

보여줍니다. 특히, AI 인프라 기술 트렌드에서 HBM4, CXL, PIM 등 차세대 메모리 기술과 NVLink/UALink, UEC 기반 스케일아웃 인터커넥트 및 NIC/스위치 기술이 2026-2027년 상용화 및 확산될 것으로 예상되는 시점에, 네비우스가 GPU 클러스터 구축을 통해 이러한 기술 스택을 통합하고 최적화하는 '플랫폼'으로서의 역할을 할 수 있다면, 막대한 초기 CAPEX는 강력한 네트워크 효과와 높은 전환 비용을 가진 해자를 구축하게 됩니다. 제가 입장을 바꾸려면, 네비우스가 향후 3년 내에 GPU 클러스터 구축 외에, AI 추론 최적화를 위한 자체적인 ASIC 설계 역량 강화 또는 주요 AI 모델 제공업체와의 장기 공급 계약을 통해 '고객 락인(Lock-in)' 효과를 명확히 보여주는 구체적인 계획과 초기 성과(예: 2027년까지 특정 고객 대상 추론 성능 10배 개선 증명 및 계약 확보)를 제시해야 합니다. 또한, AI 반도체 후공정(HBM, CoWoS/SoIC) 병목 현상이 2027년 이후에도 지속되어 네비우스의 GPU 클러스터 확장 계획에 차질이 없다는 것을 입증해야 합니다.

심의위원회 PEF 파트너께서는 막대한 CAPEX 투자로 인한 단기 FCF 및 ROIC 악화, 높은 진입 EV/EBITDA, 그리고 재무 레버리지 확대를 들어 사모펀드 인수 매력에 없다는 입장입니다. 반면 벤처캐피탈리스트께서는 높은 R&D 투자와 가속화되는 매출 성장을 근거로 차세대 AI 인프라 시장 선점 및 독점적 플랫폼 구축 가능성에 주목하고 있습니다.

정리: GPU 클러스터 CAPEX의 미래 현금흐름 전환 및 독점적 해자 형성 여부 · 남은 이견: 고객 락인 계획 및 후공정 병목 해소 증명

쟁점 3. Inferize 인수 통한 추론 시장 경쟁력 및 수익성 개선 추론 시장 전환 시 Inferize의 실질적 기여 및 토큰 이코노믹스 개선 여부

벤처캐피탈리스트 네비우스 그룹의 Inferize 인수는 추론 시장의 다음 S커브를 선점하고 장기 옵션 가치를 확보하려는 전략적 움직임으로 보입니다. 2026년 6월 기준 분기 매출 YoY 454.0% 성장은 시장의 폭발적인 수요를 방증하며, 2025년 R&D/매출 비중이 33.5%로 동종 상위권을 유지하는 것은 지속적인 기술 혁신 의지를 보여줍니다. Inferize의 추론 최적화 기술은 특히 커스텀 ASIC 및 가속기 설계 병목 해소와 맞물려 Trainium4 등 추론 특화 ASIC 확산 시점에 맞춰 차별화된 경쟁 우위를 제공할 것입니다. CoWoS 수급 균형이 2027년에야 정상화될 것으로 예상되는 현 시점에서, 네비우스가 막대한 자본력으로 초기 인프라를 장악하고 추론 최적화 솔루션을 제공한다면, 이는 단순한 시장 참여를 넘어 새로운 생태계 잠금 효과를 창출할 희소한 기회라고 판단합니다.

산업 전문가 벤처캐피탈리스트님의 말씀처럼 Inferize 인수가 전략적 움직임이라는 점은 이해합니다. 다만, 현재 AI 데이터센터 시장, 특히 범용 GPU 인프라 시장은 CoreWeave 같은 하이퍼스케일러들의 공격적인 증설 경쟁으로 마라톤 자본 사이클의 초입에 들어섰다고 봅니다. 고객사 발주가 늘고 리드타임이 확대되는 우호적인 신호는 아직 관측되지 않고 있으며, 오히려 경쟁사들의 CapEx 확대 발표는 2~3년 뒤 공급 과잉으로 이어져 가격 결정력을 약화시킬 수 있습니다. 네비우스가 막대한 자본력으로 인프라를 장악한다고 해도, 범용 인프라 서비스에서 고객 전환 비용이 얼마나 유의미하게 발생할지는 의문입니다. Inferize의 추론 최적화 기술이 과연 이 경쟁 환경에서 네비우스에 지속적인 마진을 보장할 만큼 독점적인 가치를 제공하고, 고객들이 기꺼이 프리미엄을 지불할 것인지에 대한 현장 신호가 부족합니다. 현재 산업계의 핵심 아젠다는 GPU 공급 부족 해소와 더불어, 늘어나는 인프라 속에서 누가 더 효율적으로 고객을 유치하고 가격을 방어할 것인가로 보입니다. Inferize 인수가 단순한 기술 확보를 넘어, 네비우스의 토큰 이코노믹스에 실질적인 개선을 가져올 수 있는 현장 근거가 필요합니다.

벤처캐피탈리스트 산업 전문가님의 지적처럼 범용 GPU 인프라 시장의 자본 사이클과 잠재적 공급 과잉 우려는 타당합니다. 그러나 네비우스의 전략은 단순한 범용 인프라 확장이 아닌, Inferize 인수를 통해 추론 시장의 '독점적 기술'과 '네트워크 효과'를 선점하는 데 있습니다. 현재 GPU 공급 부족으로 HBM 가격이 2026년 두 자릿수 % 상승이 예상되는 상황에서, Inferize의 추론 최적화 기술은 고객의 운영 비용을 획기적으로 절감하여 LTV/CAC 비율을 유의미하게 개선할 수 있습니다. 특히 Trainium4 등 추론 특화 ASIC의 확산이 2026년 말부터 예상되는 시점에서, Inferize는 이러한 차세대 하드웨어에 최적화된 소프트웨어 스택을 제공함으로써 고객의 전환 비용을 높이고 독점적 지위를 확보할 것입니다. 5년 뒤, 네비우스의 추론 서비스는 범용 GPU 인프라를 넘어선, Inferize 기술 기반의 '대체 불가능한' 고효율 솔루션으로 자리매김할 것이며, 이는 토큰 이코노믹스의 지속적인 가치 상승으로 이어질 것입니다. 만약 Inferize 기술을 적용한 네비우스의 추론 서비스가 경쟁사 대비 벤치마크 테스트에서 50% 이상의 비용 효율성 개선을 입증하지 못하거나, 2027년까지 추론 시장 점유율이 5% 미만에 머문다면 제 입장을 재고할 것입니다.

산업 전문가 벤처캐피탈리스트님의 말씀처럼 Inferize 인수가 추론 시장의 독점적 기술과 네트워크 효과를 선점하려는 의도라는 점은 충분히 이해합니다. 그러나 현재 HBM 가격 상승과 같은 공급망 병목 현상은 네비우스뿐만 아니라 모든 플레이어에게 동일하게 적용되는 비용 압박입니다. Inferize의 기술이 고객의 운영 비용을 획기적으로 절감하여 LTV/CAC 비율을 개선한다는 주장은 중요하지만, 이는 현장에서 '경쟁사 대비 유의미한 성능 및 비용 우위'로 증명되어야 합니다. 특히, Trainium4와 같은 추론 특화 ASIC의 확산이 예상되는 시점에서, Inferize 기술이 해당

하드웨어에서 경쟁사 솔루션 대비 최소 20% 이상의 추론 처리량(Throughput) 개선 또는 30% 이상의 전력 효율성(Power Efficiency) 개선을 6개월 이상 지속적으로 보여주는 고객사 레퍼런스가 확인된다면 제 입장을 재고하겠습니다. 또한, 네비우스의 토큰 이코노믹스 개선 여부는 Inferize 기술 적용 후 1년 내에 네비우스 플랫폼의 활성 추론 API 호출 수(Active Inference API Calls)가 월평균 50% 이상 성장하고, 동시에 고객 이탈률(Churn Rate)이 5% 미만으로 유지되는 현장 신호가 나타날 경우에만 유의미하다고 판단합니다. 현재로서는 이러한 현장 신호들이 부재하며, 범용 인프라 시장의 경쟁적 증설이 장기적으로 마진 압박을 가할 것이라는 기존의 우려가 더 크게 작용하고 있습니다.

심의위원장 네비우스의 Inferize 인수가 추론 시장 경쟁력 및 수익성 개선에 미칠 영향에 대해 논의 중입니다.

벤처캐피탈리스트는 Inferize의 추론 최적화 기술이 장기적 경쟁 우위와 토큰 가치 상승을 가져올 것으로 보는 반면, 산업 전문가들은 범용 인프라 시장의 경쟁 심화와 기술의 독점적 가치 입증 부족을 우려하고 있습니다.

정리: 추론 시장 선점과 기술 독점성 vs. 범용 인프라 경쟁 및 가치 입증 · 남은 이견: 기술의 현장 우위 및 토큰 이코노믹스 개선 증명

회의 개요

위원회는 네비우스 그룹(Nebius, NBIS)의 글로벌 AI 클라우드(GPUaaS) 퓨어플레이로서의 시장 지위와 러시아 자산 매각으로 확보한 막대한 자본력(\$8B)을 바탕으로 한 선제적 GPU 클러스터 구축 전략을 심도 있게 논의했다. 위원들은 엔비디아와의 전략적 제휴 및 Inferize 인수를 통한 추론 최적화 기술 확보가 초기 인프라 시장 진입에 있어 긍정적 요인으로 작용할 수 있다는 점에는 대체로 동의했다.

다수 위원은 대규모 CAPEX 집행으로 인한 잉여현금흐름(FCF)의 극심한 적자(-\$3.6B 예상)와 자본비용을 크게 하회하는 ROIC(0.6%) 등 재무적 가치 창출력 부재에 대해 심각한 우려를 표명했다. 특히, 2025년 예상 매출 기준 선행 EV/Sales가 129배, EV/EBITDA가 266.3배에 달하는 등 하이퍼스케일러 및 피어 대비 극도로 높은 멀티플 프리미엄이 부여된 점을 지적하며, 이는 완벽한 실행을 가정하더라도 업사이드가 제한적인 과도한 고평가 상태라고 평가했다.

일부 위원은 19.8%에 달하는 공매도 비율과 저렴한 옵션 내재변동성을 바탕으로 한 숏 스퀴즈 기회, 그리고 막대한 자본력으로 틈새 시장을 장악하여 다음 S커브를 창출할 수 있다는 성장주 관점의 찬성 의견을 개진했다. 그러나 다른 위원들은 엔비디아 차세대 칩(Rubin 등) 출시 시 기존 H100/H200 자산의 대규모 감가상각 및 유희화 리스크, 그리고 자체 하드웨어 원가 통제권 부재로 인한 장기적인 가격 경쟁력 상실 가능성을 들어 이를 강하게 반박했다.

위원장은 최종적으로 자체 칩 부재로 인한 원가 통제력 열위와 차세대 GPU 전환 시 발생할 수 있는 영구적 자본 손실 위험을 근거로 투자 의견 부결을 선언했다. 위원회는 다수결(찬성 3, 반대 6)에 따라 네비우스 그룹을 포트폴리오에 편입하지 않기로 의결했으며, 향후 Inferize 인수 효과에 따른 실제 EBITDA 마진을 30% 이상 달성 여부 및 H100/H200 클러스터의 가동률 80% 이상 유지 여부를 재심 트리거로 설정하여 관찰하기로 합의했다.

회의 진행

심의위원장	위원회 개회를 선언합니다. 전원 참석으로 정족수 충족되었으며, 본 안건에 대한 이해상충 내역 없음을 확인했습니다. 금일 심의 안건은 글로벌 AI 클라우드 퓨어플레이 네비우스 그룹(NBIS)입니다. 간사는 보고 바랍니다.
섹터 애널리스트(간사)	네비우스 그룹은 구 안텍스가 러시아 자산을 매각하고 사명을 변경한 기업으로, 확보한 80억 달러의 현금을 바탕으로 대규모 엔비디아 GPU 클러스터를 선제적으로 구축 중입니다. 최근 Inferize 인수를 통해 추론 최적화 기술을 확보하여 GPU 가동률 향상을 꾀하고 있습니다.
섹터 애널리스트(간사)	산업 측면에서는 생성형 AI 모델 훈련 및 추론 수요 폭발로 GPUaaS 시장의 고성장이 지속되고 있습니다. 당사는 엔비디아와의 강력한 파트너십을 통해 최신 GPU 물량 확보에 유리한 고지를 점령했으며, 유럽 기반으로 지정학적 리스크를 분산하려는 글로벌 AI 기업들의 대안 클라우드로 부상하고 있습니다.
섹터 애널리스트(간사)	재무 및 밸류에이션입니다. 2024년 예상 매출은 9,150만 달러이나 영업이익은 -3.99억 달러로 적자가 지속될 전망입니다. 특히 대규모 GPU 인프라 투자로 2025년 잉여현금흐름은 -36.8억 달러로 극심한 현금 소진이 예상됩니다. 현재 선행 EV/Sales는 50배 이상으로 하이퍼스케일러 대비 극도로 높은 성장 프리미엄이 반영되어 있습니다.
섹터 애널리스트(간사)	리스크 요인으로서는 빅테크 및 CoreWeave 등과의 가격 경쟁 심화, 엔비디아 차세대 칩 전환 시 기존 자산의 유희화 리스크가 있습니다. 당사 밸류에이션 렌즈는 성장주 관점이며, 기본 시나리오 목표가는 280달러, 하방 시나리오는 150달러로 산정했습니다.

주식 애널리스트 하이퍼스케일러 대비 네비우스만의 차별화된 경제적 해자를 증명할 수 있는 코호트별 NRR(순매출유지율) 데이터가 존재합니까? 단순 단가 경쟁을 넘어선 수익성 방어 논리가 필요합니다.

섹터 애널리스트(간사)	현재 네비우스는 인프라 구축 초기 단계로, 유의미한 장기 NRR 데이터는 공개되지 않았습니다. 다만 스타트업과 연구소 고객군을 중심으로 백로그가 쌓이고 있으며, 2025년 하반기부터 ARR 성장이 본격화될 것으로 회사 측은 가이드를 제시하고 있습니다.
산업 전문가	현재 보유한 80억 달러의 현금으로 계획된 GPU 클러스터 구축을 완료할 수 있습니까? 2025년 예상 CAPEX만 40억 달러가 넘는데, 추가 자본 조달 리스크는 없는지 확인 바랍니다.
섹터 애널리스트(간사)	2025년까지의 1차 구축 계획은 보유 현금으로 충당 가능합니다. 그러나 2026년 이후 차세대 칩 도입 사이클이 가속화될 경우, 추가 유상증자나 부채 조달이 불가피하여 주주가치 희석 리스크가 상존합니다.
벤처캐피탈리스트	Inferize 인수를 통한 추론 최적화가 실제 고객의 토큰당 처리 비용을 AWS나 CoreWeave 대비 몇 % 절감시키는지 입증할 벤치마크 데이터가 있습니까?
섹터 애널리스트(간사)	회사 측 PoC 자료에 따르면, 특정 오픈소스 LLM 추론 시 기존 범용 클라우드 대비 최대 30%의 TCO 절감 효과를 주장하고 있습니다. 다만 이는 통제된 환경의 결과이며, 실제 대규모 상용 환경에서의 검증은 2025년 상반기에 가시화될 예정입니다.
PEF 파트너	사모펀드 관점에서 반대합니다. 2025년 예상 CAPEX가 40억 달러에 달해 유지 보수를 넘어선 과잉 투자 국면입니다. 잉여현금흐름이 -36.8억 달러인데, 현재 EV/EBITDA 266.3배 진입은 LBO 수확상 엑시트 경로를 원천 차단하는 비현실적 멀티플입니다.
차티스트	차트 관점에서 찬성합니다. 주가가 200일선을 크게 상회하며 가파른 상승 국면인 와인스타인 2단계에 진입했습니다. 유동주식 19.8%의 공매도는 전고점 돌파 시 강력한 숏 스퀴즈 연료로 작용할 것입니다.
벤처캐피탈리스트	벤처캐피탈 관점에서 찬성합니다. 80억 달러의 막강한 자본력으로 빅테크가 간파하는 틈새 시장을 장악하고 있습니다. 현재의 대규모 적자는 먹보법이 작용하는 초기 AI 인프라 시장에서 다음 S커브를 창출하기 위한 필수적인 옵션 비용입니다.
주식 애널리스트	주식운용 관점에서 반대합니다. 90일 기준 당해 및 차년도 EPS 추정치가 일제히 하향 조정 중입니다. 피어인 CoreWeave 대비 EV/EBITDA 멀티플이 10배 이상 할증되어 있어, 완벽한 실행을 가정해도 업사이드가 극히 제한적입니다.
산업 전문가	산업 관점에서 반대합니다. 현재 AI 클라우드 시장은 막대한 자본이 동시다발적으로 진입하는 마라톤 자본 사이클의 정점입니다. GPU 인스턴스는 범용재에 불과해 향후 치열한 단가 인하 경쟁을 피할 수 없습니다.
기술분석가	기술 관점에서 반대합니다. 네비우스는 자체 하드웨어 원가 통제권이 없습니다. 하이퍼스케일러의 추론 특화 ASIC이 확산되면 원가 열위에 처할 수밖에 없으며, 엔비디아 칩 세대 교체 시 기존 자산의 조기 진부화 리스크가 큼니다.
헤지펀드 매니저	헤지펀드 관점에서 찬성합니다. 공매도 비율 19.8%와 저렴한 옵션 내재변동성 70.7%는 비대칭 숏 스퀴즈 기회를 제공합니다. 코어위브 등 피어와의 페어 숏을 통해 섹터 베타를 제거하면 훌륭한 롱 포지션이 됩니다.
퀀터멘탈리스트	퀀트 관점에서 반대합니다. ROIC 0.6%, 현금전환율 -4462%는 막대한 CAPEX로 잉여현금이 소각되는 전형적인 정크 팩터 프로파일입니다. 이익 하향 리비전이 결합된 모멘텀 크래시를 경계해야 합니다.

PEF 파트너	네비우스의 경제적 해자에 대해 묻고 싶습니다. 2025년 ROIC가 0.6%로 자본비용을 한참 밑도는데, 지속 가능한 현금흐름 창출 능력이 전혀 보이지 않습니다. 이런 상황에서 266배의 멀티플을 주고 인수할 바보는 없습니다.
벤처캐피탈리스트	단기 FCF와 ROIC만 보면 그렇지만, 2026년 2분기 매출 YoY가 454%로 가속화되는 점을 보셔야 합니다. 이는 단순한 비용이 아니라 차세대 AI 인프라 시장을 선점하고 후발 주자가 따라오기 힘든 네트워크 효과를 구축하는 전략적 투자입니다.
주식 애널리스트	네트워크 효과를 주장하시지만, 90일 EPS 리비전이 지속적으로 하향 추세입니다. 시장 기대치와의 괴리가 좁혀질 기미가 없는데, 미래의 독점력을 어떻게 확신하십니까? PEG 프리미엄이 합리적 수준으로 축소되기 전까지는 매수 불가입니다.
벤처캐피탈리스트	현재는 캐즘을 넘어서는 초기 확산 단계이므로 EPS 변동성은 불가피합니다. R&D/매출 비중이 급감하면서도 매출총이익률이 극적으로 개선되는 궤적은 수익화 구간 진입을 방증합니다. 2027년 이후 대체 불가능한 지위를 확보할 것입니다.
심의위원장	단기 재무 지표의 부진과 장기 성장 잠재력 간의 괴리가 핵심 쟁점이군요. 대규모 선제 투자가 과연 지속 가능한 독점적 지위 확보로 이어질지, 아니면 단순한 자본 파괴로 끝날지 더 깊이 논의해 봅시다.
PEF 파트너	자금 조달과 자산 진부화 위험을 간과해서는 안 됩니다. 2025년 영업현금흐름 대비 CAPEX가 10배가 넘습니다. 재무적 레버리지가 확대되는 상황에서, 차세대 칩이 나오면 기존 H100 자산은 고철 덩어리가 될 위험이 큼니다.
벤처캐피탈리스트	엔비디아와의 파트너십을 통해 최신 칩 물량 확보에 우선권을 가지고 있습니다. 구형 자산은 에듀테크나 자율주행 등 자체 비핵심 사업의 모델 훈련용으로 전용하여 감가상각 부담을 상쇄할 수 있는 옵션이 있습니다.
PEF 파트너	자체 사업으로 전용한다는 것은 결국 외부 고객에게 팔리지 않는 유향 자산을 내부에서 소화하겠다는 고육지책에 불과합니다. 그것이 잉여현금흐름 창출로 이어지지 않는다면 주주 가치 훼손은 명약관화합니다.
벤처캐피탈리스트	그렇다면 3년 내에 주요 AI 모델 제공업체와의 장기 공급 계약을 통해 고객 락인 효과를 명확히 증명한다면 입장을 바꾸시겠습니까? 초기 인프라 투자의 결실은 시간이 필요합니다.
심의위원장	결국 막대한 CAPEX가 미래 현금흐름으로 전환될 수 있는지, 그리고 그 과정에서 독점적 해자가 형성될 수 있는지가 관건이군요. 간사, Inferize 인수 후 구체적인 마진 개선 타임라인이 어떻게 됩니까?
섹터 애널리스트(간사)	회사 측은 2025년 3분기부터 Inferize의 추론 최적화 솔루션이 상용 고객에게 전면 적용되며, 이때부터 매출총이익률이 60%대 후반으로 안정화될 것으로 가이드를 주고 있습니다.
산업 전문가	Inferize 인수가 추론 시장에서 수익성 개선을 이끌 것이라는 주장에 회의적입니다. GPU 인스턴스는 본질적으로 범용재이며, 고객의 전환비용이 매우 낮습니다. 빅테크들이 단가를 인하하면 네비우스의 마진은 즉각 훼손될 것입니다.
기술분석가	동의합니다. Inferize의 추론 최적화는 소프트웨어적 접근에 불과합니다. 구글의 TPUv7이나 아마존의 Trainium 같은 추론 특화 ASIC이 확산되면, 범용 GPU 기반의 네비우스는 구조적인 원가 열위를 극복할 수 없습니다.

벤처캐피탈리스트	하지만 CoWoS 수급 균형이 2027년에야 정상화될 것으로 예상되는 현 시점에서, 네비우스가 선제적으로 구축한 대규모 클러스터는 그 자체로 강력한 무기입니다. 하드웨어 병목 구간에서는 소프트웨어 최적화 역량이 핵심 차별화 요소가 됩니다.
헤지펀드 매니저	펀더멘털 논쟁도 좋지만, 트레이딩 관점에서는 19.8%의 공매도와 70%대의 낮은 옵션 내재변동성이 만들어내는 비대칭 수익 구조에 집중해야 합니다. 숏 스퀴즈가 발생하면 펀더멘털과 무관하게 주가는 폭등할 수 있습니다.
퀀터멘탈리스트	모멘텀 크래시를 간과하신 발언입니다. 기관 보유 비중이 69.5%에 달하는데, 실적 실망감이 한 번이라도 촉발되면 패시브 자금의 연쇄 이탈로 인해 주가는 견잡을 수 없이 폭락할 것입니다. FCF 수익률 -14.6%는 명백한 매도 시그널입니다.
차티스트	거래량 축소 상태이긴 하나, 상대강도가 +94.9%로 시장 주도주 패턴을 명확히 보여주고 있습니다. 50일선 이탈 전까지는 추세 추종 관점에서 롱 포지션을 유지하는 것이 합리적입니다.
주식 애널리스트	선형 EV/Sales 129배라는 숫자는 닷컴 버블 수준의 밸류에이션입니다. 완벽한 시나리오가 이미 가격에 120% 반영되어 있습니다. 리스크 비대칭성이 극도로 하방으로 쏠려 있는 상황에서 투자는 도박에 가깝습니다.
심의위원장	충분한 토론이 이루어졌습니다. 극단적인 밸류에이션과 대규모 현금 소진, 그리고 숏 스퀴즈 기회라는 상반된 시각이 충돌했습니다. 의견 상충하겠습니다. 각 위원들은 1표씩 찬반과 사유를 밝혀주시시오. PEF 파트너부터 시작합니다.
PEF 파트너	반대합니다. 지속적인 FCF 마이너스와 자본비용을 하회하는 ROIC, 비현실적 진입 멀티플로 인해 사모펀드 관점에서 투자 매력이 전무합니다.
차티스트	찬성합니다. 200일선 상승 기울기와 압도적 상대강도가 AI 주도주 논지를 시장에 선반영하고 있습니다.
벤처캐피탈리스트	찬성합니다. 막대한 자본력으로 다음 S커브를 선점하기 위한 투자이며, 장기적인 독점 옵션 가치가 충분합니다.
주식 애널리스트	반대합니다. 90일 EPS 추정치 하향이 지속되고 있으며, 피어 대비 과도한 멀티플 프리미엄으로 밸류에이션 붕괴 리스크가 큼니다.
산업 전문가	반대합니다. 범용 인프라의 가격 결정력 부재와 마라톤 자본 사이클의 저주로 인해 장기 수익성 확보가 불가능합니다.
기술분석가	반대합니다. 자체 하드웨어 원가 통제권이 부재하며, 차세대 칩 전환 시 물리적 병목 해소 역량이 미달됩니다.
헤지펀드 매니저	찬성합니다. 공매도 스퀴즈에 따른 비대칭 수익 기회가 존재하며, 페어 숏으로 섹터 리스크 헤지가 가능합니다.
퀀터멘탈리스트	반대합니다. 극단적 FCF 적자와 이익 하향 리비전이 결합된 전형적인 정크 랠리로 판단됩니다.
심의위원장	반대합니다. 자체 칩 부재로 원가 통제력이 열위하며, 차세대 GPU 전환 시 대규모 감가상각으로 인한 영구적 자본 손실 위험이 큼니다.

심의위원장

표결 결과, 찬성 3표, 반대 6표로 네비우스 그룹(NBIS) 편입 안건은 부결되었습니다. 2025년 하반기 Inferize 인수 효과에 따른 실제 EBITDA 마진율 개선 및 H100/H200 클러스터 가동률 유지 여부를 재심 트리거로 설정하고 모니터링하겠습니다. 이상으로 회의를 폐회합니다.

엔진: 간사 Gemini Pro · 위원 Gemini Pro(위원별 독립 호출) · 결정 Gemini Pro · 회의록 Gemini Pro · 소요 286초 · AI 위원회 회의 심의이며 투자자문이 아닙니다.