MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.11

CRWV US · AI 네오클라우드 · 미국

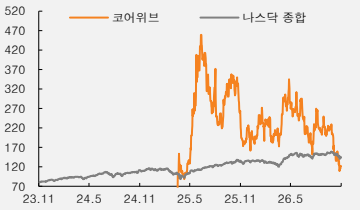
코어위브

컴퓨트 단가 상승, 수익성 개선 본격화

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	USD 129
현재주가(26/11/10)	USD 48.73
상승여력	164.8%

나스닥 종합(p)	25,065.87
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	-
시가총액(십억USD)	26.88
시가총액(조원)	36.44
상장주식수(백만주)	551.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	2,893.83
52주 최저가(USD)	43.66
52주 최고가(USD)	137.98

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-40.6	-57.3	-53.9
상대주가	-35.2	-55.3	-56.7



[인터넷/소프트웨어/게임]
임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

3Q26 Review: 가격 상승에 따른 수익성 개선 본격화

매출액은 36.6억달러(+168% YoY, +42% QoQ)로 컨센서스를 3% 상회했다. AI 인프라 수요 확대와 GPU 임대료 상승이 성장을 견인했다. 조정 EBITDA는 22.6억달러(+169% YoY), 마진은 62%로 QoQ 3%p 개선됐다. 조정 영업이익은 3.8억달러로 전분기 1.3억달러 대비 증가했고, 영업이익률도 5%에서 10%로 상승했다.

순이익단 적자는 지속됐다. 순이자비용은 8.5억달러(+172% YoY), 조정 순손실은 5.3억달러(GAAP 순손실 7.1억달러)를 기록했다. 감가상각비는 18.9억달러(+200% YoY), CAPEX는 145억달러(+684% YoY)로 증가했다. 대규모 투자에 따른 비용 부담이 지속되고 있다.

확보된 수요, 빠르게 확대되는 CAPA

3분기 말 Revenue Backlog는 1,325억달러로 QoQ 27% 증가했다. Contracted Power는 3.7GW에서 4.6GW+로, Active Power는 1.5GW+에서 1.7GW+로 확대됐다. 북미 외 지역의 Contracted Power도 인도, 인도네시아, 스페인 등을 포함해 1.3GW+를 확보했다.

26년 매출액 가이던스는 130~133억달러로 상향됐다. 연말 ARR 전망도 200~210억달러로 높아졌다. 조정 영업이익 가이던스는 12.75~13.75억달러로 중간값 기준 26% 상향됐다. 연말 Active Power 목표는 1.85GW+로 유지했다. 신규 CAPA 가동이 성장을 견인할 전망이다.

GPU 임대료 상승, 기존 자산의 수익성 재평가

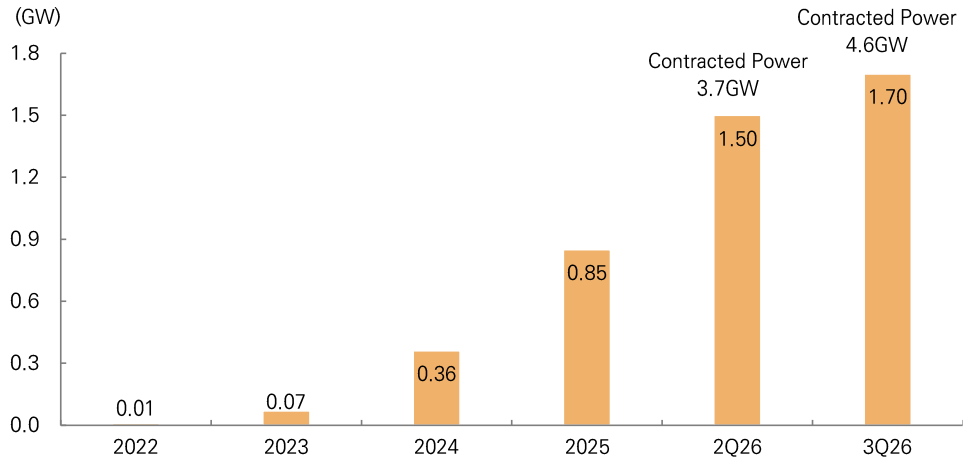
AI 컴퓨트 공급 부족에 따른 GPU 임대료 상승세가 지속되고 있는 상황이다. 3분기 Ampere·Hopper GPU 임대료는 QoQ 30~50% 상승했다. GPUaaS 상품 전반의 임대단가도 7월 약 25%, 분기 중 추가 10% 인상됐다. 신규 장기계약 단가는 연간 MW당 2,000 ~2,500만달러, 단기계약은 4,000만달러 이상이다.

구세대 GPU 재계약 수익성도 개선될 전망이다. 2027년 13만장 이상, 2028년 약 17만장이 재계약 대상이다. 동사는 현 임대단가 적용 시 재계약을 통해 확보 가능한 ARR을 2027년 약 40억달러, 2028년 물량까지 포함하면 약 100억달러로 제시했다. 블룸버그 컨센서스 기준 26F EV/EBITDA 9.1배에 거래 중이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD mn)	1,915	5,131	12,894	26,808	43,313
영업이익 (USD mn)	324	-46	1,100	4,253	7,758
영업이익률 (%)	17	-1	9	16	18
순이익 (USD mn)	-863	-1,167	-2,738	-2,125	-539
EPS	-	-2.75	-4.81	-3.69	-1.22
ROE (%)	-	-29.9	-50.1	-21.4	7.1
EV/EBITDA (배)	-	17.1	9.1	5.6	3.9
P/S (배)	-	6.1	2.1	1.0	0.6

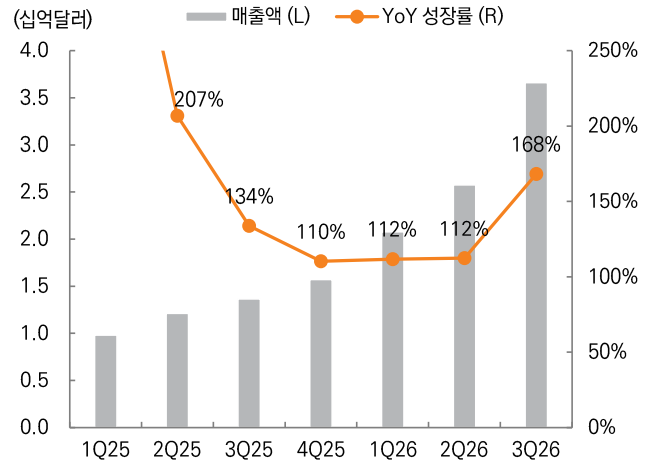
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 블룸버그, 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Active Power 추이



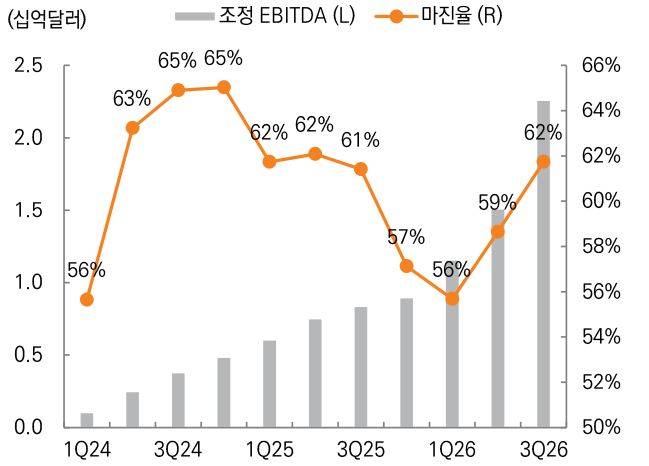
자료: 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 분기 매출액, YoY 성장률 추이



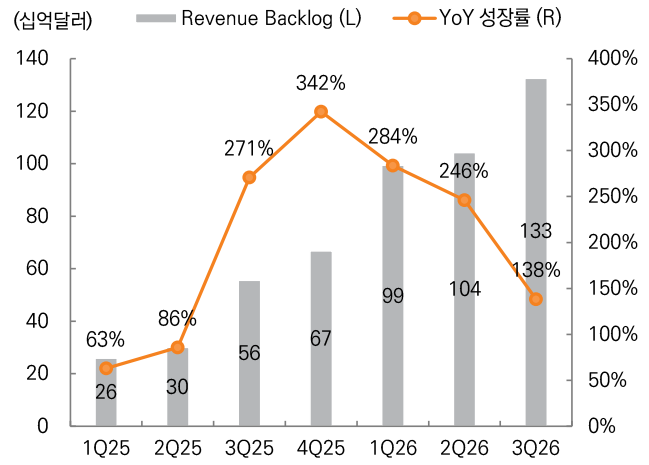
자료: 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기 조정 EBITDA, 마진 추이



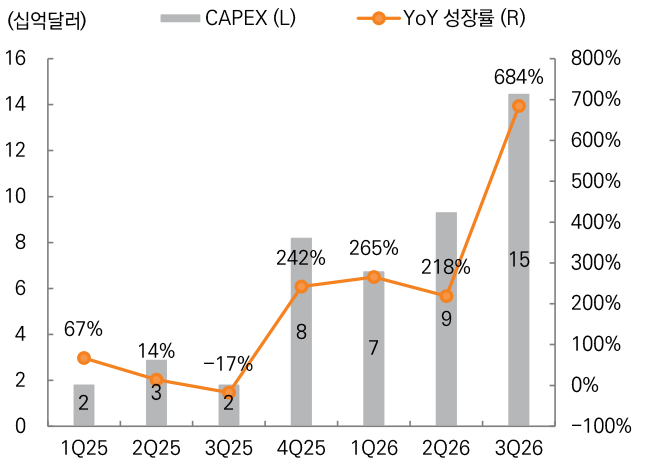
자료: 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Revenue Backlog 추이



자료: 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CAPEX 추이



자료: 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

Q. 업계 공급 과잉 국면 진입 시 사업모델 영향

- 공급이 수요보다 빠르다는 시각은 수년간 존재. 실제로는 컴퓨트 수요 증가가 공급 능력 상회. 신규 계약마다 마진 확대되는 것이 수요 우위 근거
- 2027년까지 사실상 완판. 2028년은 미완판이나 시장에 내놓은 물량은 전량 판매

Q. 수요의 가격 결정력 전환

- 4~5년 장기 계약 단가 MW당 2,000만~2,500만 달러로 상승, 단기 계약 최대 MW당 4,000만 달러
- 대기 중인 고객에게 전 물량 판매 가능하나 의도적으로 보류. 인프라 완성도 높아진 시점에 출시해 경제성 극대화 전략

Q. 계약 단가 확정 이후 비용 상승 리스크 관리

- 성공 기반 CAPEX 구조. 고객 계약 체결과 동시에 장비 PO 발주 및 가격 확정
- 계약 시점에 입주 데이터센터 이미 특정, 데이터센터·운영 원가 파악 완료. 배치 완료 시점까지 계약 경제성 사실상 고정

Q. 신용시장 우려가 2027년 이후 신규 용량 계약에 미치는 영향

- 2028년 물량은 아직 시장 미출시. 수요 성숙 대기 중
- 전력 확보 시점을 수요 신호에 맞춰 조절, 과도한 선확보 지양. 고객 로드맵과 용량 로드맵 연동

Q. 네오클라우드 선발 업체로 갖고 있는 해자 (고객 선택, 통합, 가격 결정력)

- AI 클라우드 = 소프트웨어 레이어 + 인프라. 소프트웨어는 시장 최고 수준이라고 판단
- 인프라는 규모의 게임. 이미 규모 확보해 시장 변동성 활용 가능한 위치
- 장기 계약과 다변화된 고객 매칭으로 협업 고객 선별 가능

Q. 3Q 마진 개선 및 4Q 가이던스 내 단기 계약 기여도

- 마진 초과 달성은 실행력, 우호적 수요·가격 환경, 프리미엄 제품 판매 세 요인 모두 기여. 세 요인 단기적으로 지속 전망
- 장기 계약(안정성), 단기 계약(마진), 관리형 추론(서비스) 세 축 모두 고성장
- 단기·관리형 추론 물량 확대는 장기 계약 기반 규모 덕분. 세 축에 용량 배분 지속 조정

Q. 선거 이후 미국 규제 환경 영향, 2030년 8GW 계획과 해외 확장 역할

- 규제 변화 영향 없을 것으로 예상. 백로그 투입 데이터센터 인허가·건설 진행 상태 감안 시 파이프라인 문제없음

- 책임 있는 건설, 지역사회 조기 소통 기조로 새 정치 환경에서도 확장 가능

- 미국 외 1.3GW 확보. 인도네시아, 인도, 스페인, 덴마크, 캐나다 진출로 인프라 포트폴리오 다변화

Q. 프런티어랩 자체 컴퓨트 확보 기조 대응, 엔터프라이즈 비중 확대 계획 및 백로그 구성

- 포춘 500 기업 중 10%가 고객, 백로그의 10%가 금융 서비스. 올해 신규 고객 절반 이상이 AI 외 산업

- AI 랩, 하이퍼스케일 클라우드, 소셜미디어와 장기 관계 유지하며 엔터프라이즈 다변화 우선 추진

- 3Q 신규 클라우드 고객 70%가 기존 Forge 고객. Forge가 엔터프라이즈 진입 통로

Q. 텍사스 주지사 당선인 접촉 결과 및 텍사스 노출도

- 텍사스 전력 대부분 가동 중이거나 인허가 완료 후 건설 중. 백로그 투입 데이터센터 영향 없을 것

- 신임 주지사·규제당국과 관계 구축 차원에서 서한 발송

- 초당파적 입장, 지역사회와 협력해 인프라 구축 지속 의사 전달

Q. Vera Rubin·Vera CPU 랙 도입 현황 및 가이던스 상향 기여

- 최초로 Vera Rubin 가동, Cognition에 공급. Cognition은 세계 최초 Vera Rubin 프로덕션 고객

- Vera CPU 단독 배치도 진행. 고성장 AI 인프라 영역 공략 가능, 향후 수년간 주요 구축 대상

- 3Q 실적·4Q 가이던스 상향 요인: 계약 전력의 가동 전환 가속, 수요·가격 환경 강화, 플랫폼 채택 확대

Q. 단기(MW당 4,000만 달러) vs 장기(2,000만~2,500만 달러) 계약 금융비용 차감 후 수익률, 단기 계약 비중

- 장기 계약 현금흐름, 관리형 추론 등 프리미엄 제품, 단기 계약 세 축으로 운영

- 건별 수익률, 금융비용, 수요 환경 따져 내부적으로 용량 배분

- 단기 계약 CAPEX 회수 기간 6~18개월, 장기 계약 하드웨어 CAPEX 회수 1~2년(현 가격 기준)

Q. 계약 종료 GPU의 단기 계약 활용

- 2027년 13만 개, 2028년 17만 개 GPU 계약 종료. 단기 계약 수익화 기회
- 해당 인프라는 초기 계약 종료 시점에 DDTL 상환 완료. 현금흐름 기여 큼

Q. 재계약 증분 매출(2027년 40억 달러, 2028년 100억 달러) 성격

- 현재 매출 백로그 외 수치. 계약 종료 용량을 현 가격으로 재계약 시 발생 가능한 ARR
- 이미 배치된 인프라로 추가 CapEx 불필요
- 90억 달러 선수금·보증금 중 30억 달러 이상이 상환 완료 인프라 재계약분. 부채 상환 부담 없는 현금 유입

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.