2025-07-01

코어위브(CRWV)

3 배 상승이 버블로 보이지 않는 이유

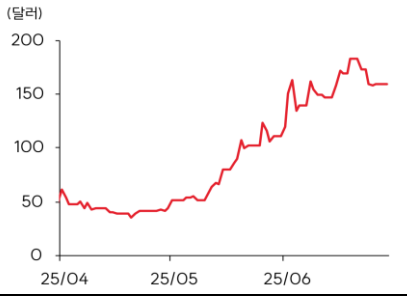
SK증권 리서치센터

Analyst
박제민

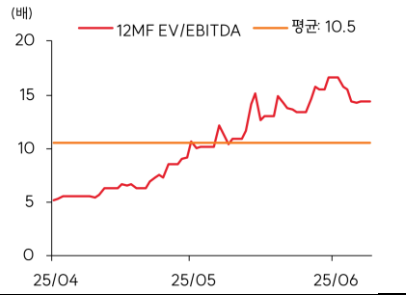
jeminwa@sks.co.kr
3773-8884

기본 정보	
국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	12 월
시가총액 (십억달러)	76.8
시가총액 (조원)	104
현재주가 (달러)	160

상장 이후(2025.03.28) 주가추이



12MF EV/EVITDA 추이 및 평균



귀하다는 Pure AI Infra 기업

GPUaaS 기업이다. 2017 년 파생상품 트레이더 출신 3 명과 엔지니어 한명이 코인 채굴 기업으로 시작했다. 코인 시세가 기울던 2019 년 GPU 클라우드 비즈니스로 전환해 대기업 고객사 유치하는 영업력을 보였다. 이후 엔비디아는 하이퍼스케일러 견제용 파트너로 코어위브를 선택, 2023 년 1 억달러(당시 지분 6%)를 투자한다. 파트너십을 바탕으로 경쟁사보다 빠르게 엔비디아 인프라를 full stack 으로 공급받아 전방에 제공하는 중이다. 1) 대형 고객사 위주, 평균 4 년의 장기 공급 계약 구조 2) GPU 기반 DDTL, ABS 등을 통한 자금 조달 능력 3) 보안, 관리용 SW 스택 경쟁력(ClusterMAX 1 위)을 지닌다. 3 월 28 일 상장 성공 및 주가 상승으로 밸류체인 내의 입지가 더 공고해졌다.

강한 레버리지로 Wework 의심을 받지만, 수요가 지속된다면?

AI Infra 에 다시 봄이 왔다. 2023 년 상승을 훈련 수요가 이끌었다면 이번엔 추론 수요다. 당사 매출 및 수주잔고도 함께 가파르게 상승 중이다. 1Q25 공개한 수주잔고는 $25.8B 로 연말대비 73% 증가, 4 월 공개된 OpenAI 계약 $4B 추가 시 $30B 에 육박한다. 계약 증가 속도를 추후 연간 100% 수준으로 완화하여 추정한다 하더라도 내년(FY2026) 연간 $15B 수준(현재 컨센서스 +31%)의 매출이 가능하다. 장기 공급 계약 구조로 타겟 영업이익률 20%의 가시성이 높은만큼, 이자율 개선을 가정하면 해당 성장률에서 FY2026 순이익 흑자전환이 가능하다. 1) 분기 수주 성장률 20% 상회 2) AI Infra 밸류에이션 지속 3) 엔비디아 주도권이 지속된다면 시가총액 상승이 정당화 가능하다.

Binding 이 가능한 SW 스택을 향해

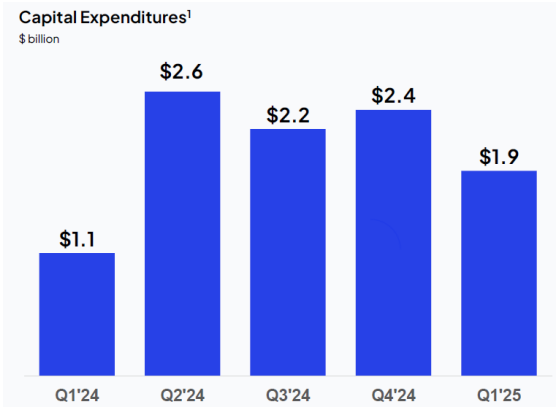
2025 년 3 월 ML Ops 기업 Weights & Biases 를 $1.7B 에 인수했다. GPU 인프라 기업에서 상위의 소프트웨어 layer 로 진출하는 시도다. 1) layer 통합으로 경쟁력 증가 2) W&B 의 70 만 고객군 확보 3) Binding 이 강한 ML Ops 선점 등의 효과가 기대된다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	백만달러	-	16	229	1,915	5,050	11,530
영업이익	백만달러	-	(23)	(14)	324	820	2,614
순이익(지배주주)	백만달러	-	(31)	(594)	(863)	(929)	(421)
EPS	달러	-	(3.4)	(61.8)	(79.3)	(2.2)	(0.9)
PER	배	-	-	-	-	-	-
PBR	배	-	-	-	-	20	22
EV/EBITDA	배	-	-	-	-	30	13
ROE	%	-	-	-	-	(26)	(4)

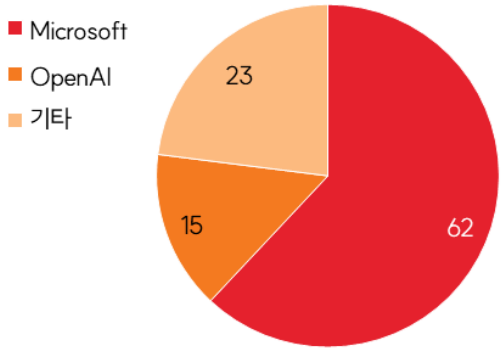
자료: Bloomberg, Consensus(25.06.30)

분기별 Capex 추이



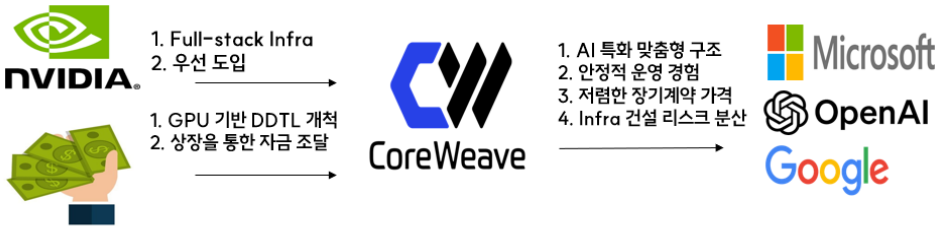
자료: Coreweave, SK 증권

2024 년 고객사별 매출액 비중



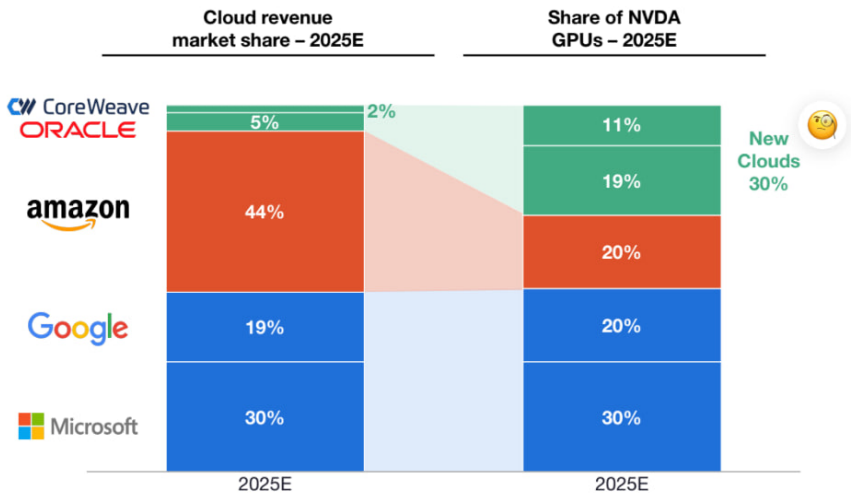
자료: Coreweave, SK 증권

비즈니스 모델



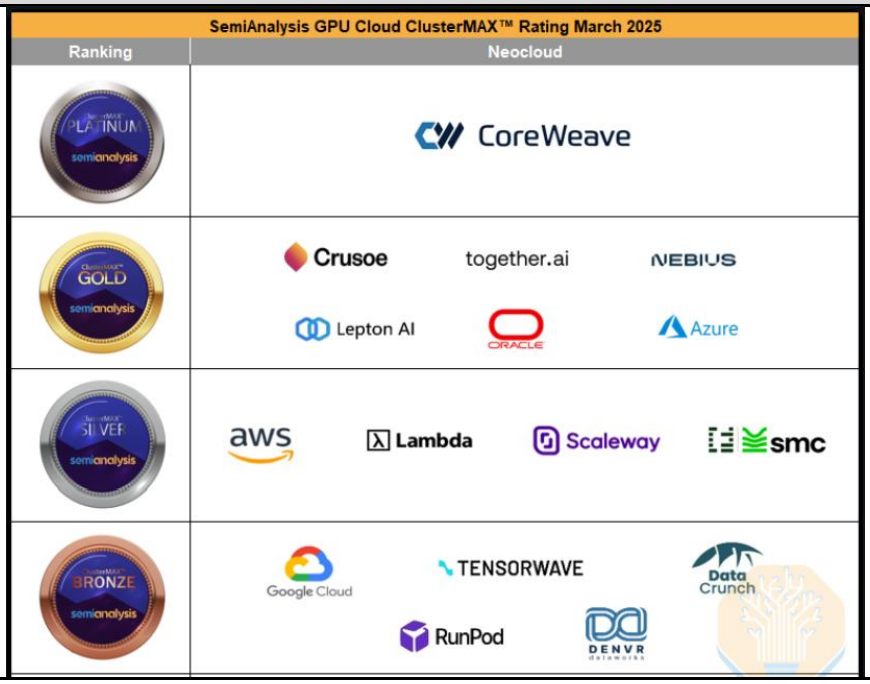
자료: SK 증권

CSP 점유율과 현재 엔비디아 GPU 공급 비교



자료: Coatue, SK 증권

NeoCloud 업체 기술적 순위(ClusterMAX)



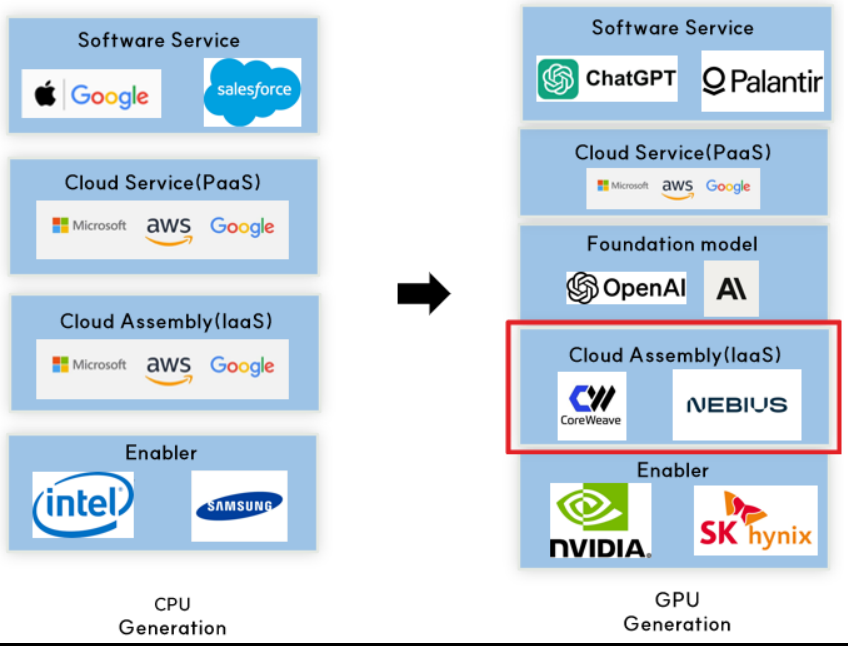
자료: Semianalysis, SK 증권

주요 Neocloud 기업 MFU(Model Flops Utilization, 가동률) 추정

기업	MFU(%)	기업 특징
CoreWeave	78-83	AI 특화 클라우드, 엔비디아 지분 관계 (상장)
Nebius	72-78	Yandex 출신 독립 네오클라우드 (상장)
Crusoe	70-76	폐가스 전력 활용한 ESG 특화 클라우드
OCI	70-75	오라클 클라우드, 엔터프라이즈 강세
AWS p5 EFAv2	65-72	아마존 웹서비스, 시장 점유율 1위
Lambda Labs	62-70	GPU 서버 판매 기반 성장한 스타트업
GCP a3-mega	55-65	구글 클라우드, 최근 Wiz 인수로 보안 강조

자료:Semianalysis, SK 증권

AI 전환 밸류체인



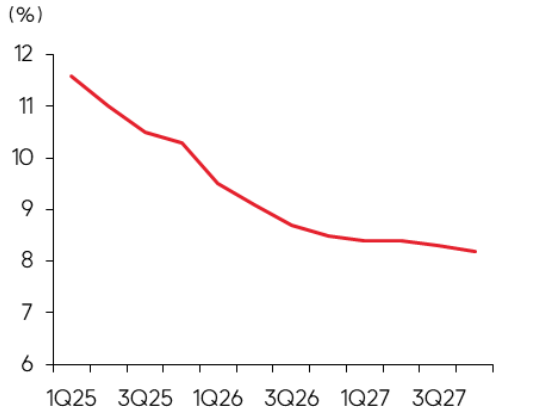
자료:, SK 증권

Coreweave 부채 구성

부채 종류	담보	금리 수준	1Q25 기준 비중
DDTL 1.0	자산(GPU)	SOFR + 9~10%	50%
DDTL 2.0	자산 + 장기 계약	SOFR + 7%	21%
Term Loan	자산(GPU)	고정 12%	11%
OEM, Magnetar	자산(GPU)	9~12%	13%
VC Loan	자산(GPU)	9~12%	3%

자료: Coreweave, SK 증권
주: SOFR = Secured Overnight Financing Rate, 무위험 금리

Coreweave 향후 이자율 전망



자료: SK 증권 추정
주: 기존 고율 DDTL 위주에서 저리 ABS 믹스 증가, 기준 금리 2 회 인하 가정

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도