

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 140
현재주가(26/8/11)	USD 90.32
상승여력	54.9%

나스닥 종합(p)	26,445.45
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	-

시가총액(십억USD)	49.28
시가총액(조원)	69.74
상장주식수(백만주)	545.6
60일 평균 거래대금(백만USD)	2,689.10
52주 최저가(USD)	60.82
52주 최고가(USD)	148.75

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.6	-5.1	-35.4
상대주가	1.0	-17.2	-47.7



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

코어워브

AI DC 수요 급증 재확인

2Q26 Review: 가파른 외형 성장 지속

매출액은 25.8억달러(+112% YoY, +24% QoQ)를 기록했다. AI 인프라 수요 확대와 신규 CAPA 가동에 힘입어 높은 외형 성장이 지속됐다. 조정 EBITDA는 15.1억달러(+101% YoY), EBITDA 마진은 59%를 기록했다. 조정 영업이익은 1.3억달러로 전분기 0.2억달러 대비 크게 증가했으며, 영업이익률도 1%에서 5%로 개선됐다.

높은 자금조달 비용으로 순이익단 적자는 지속됐다. 순이자비용은 6.4억달러로 YoY 140% 증가했다. 조정 순손실 역시 5.7억달러(GAAP 순손실: 6.3억달러)를 기록했다. 높은 EBITDA 수익성에도 불구하고 대규모 인프라 투자에 따른 감가상각비 및 이자비용 부담은 지속되고 있다.

확보된 수요, 빠르게 확대되는 CAPA

2분기 말 Revenue Backlog는 1,042억달러로 1분기 994억달러 대비 5% 증가했다. 3분기 초 250억달러 이상의 신규 고객 약정을 추가로 확보했으며, Contracted Power도 2분기 말 3.7GW에서 8월 11일 기준 4.2GW로 확대됐다. Active Power 역시 1분기 1GW+에서 2분기 1.5GW+까지 빠르게 확대됐다.

신규 CAPA 가동으로 외형 성장이 가속화될 전망이다. 3분기 매출액 가이던스는 34.5~36.0억달러로 중간값 기준 QoQ 37% 성장을 전망했다. 26년 매출액 가이던스는 124~132억달러, 연말 ARR은 185~195억달러를 제시했다. Contracted Power의 Active Power 전환이 중장기 성장을 견인할 전망이다.

신규 계약 수익성 개선 지속

AI 컴퓨트 공급 부족이 지속되며 신규 계약의 기여마진은 이전 계약 대비 5~10%p 개선됐다. Vera Rubin의 높은 수요와 가격 협상력이 마진 개선을 견인하고 있다. 구세대 GPU 역시 ASP가 1년 전 수준 이상을 유지하며 견조한 수요가 이어지고 있다. AI 컴퓨트 수요 증가로 우호적인 가격 환경이 지속되고 있다.

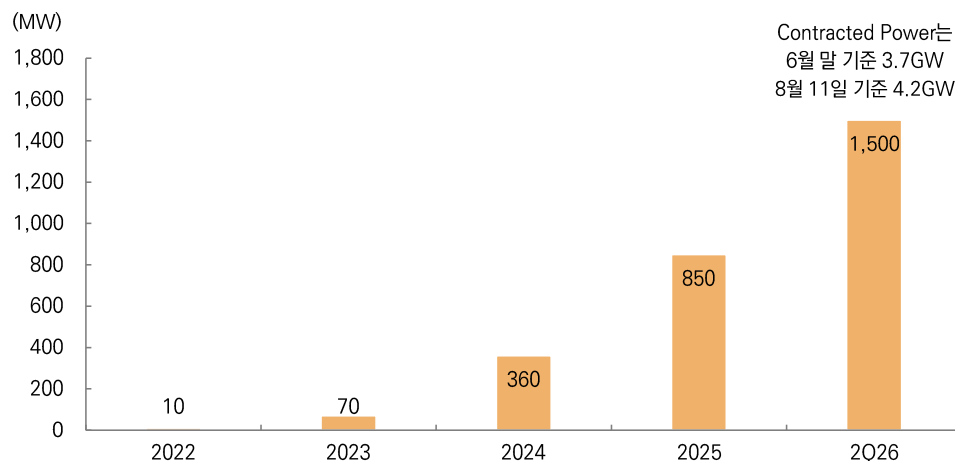
계약 만료 GPU는 재계약 및 Managed Inference로 전환해 활용도를 높일 계획이다. Managed Inference ARR은 한 분기 만에 100만달러에서 1억달러로 증가(연말 2.5억달러 전망)했다. 구세대 GPU의 활용처 확대가 중장기 마진 개선에 기여할 전망이다. 블룸버그 컨센서스 기준 26F EV/EBITDA 12배 수준에서 거래 중이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD 100mn)	1,915	5,131	12,685	25,576	40,123
영업이익 (USD 100mn)	324	-46	1,006	3,910	6,148
영업이익률 (%)	16.9	-0.9	7.9	15.3	15.3
순이익 (USD 100mn)	-863	-1,167	-2,634	-1,594	-663
EPS	-4.30	-2.75	-4.76	-3.16	-1.54
ROE (%)	-	-29.9	-62.2	-40.2	16.3
EV/EBITDA (배)	-	17.1	12.3	7.1	5.0
P/S (배)	-	6.1	3.9	1.9	1.2

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

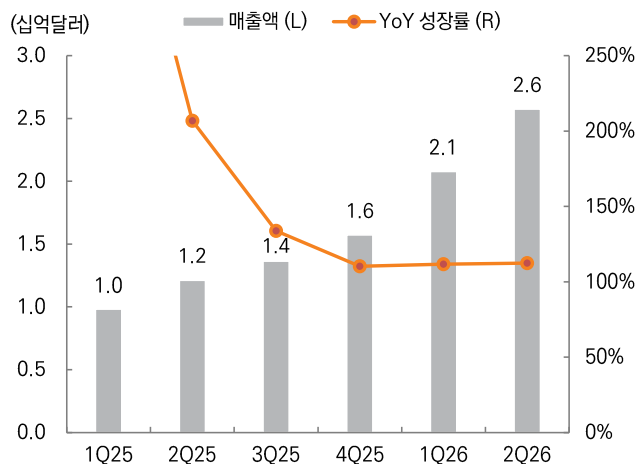
자료: 블룸버그, 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Active Power 추이



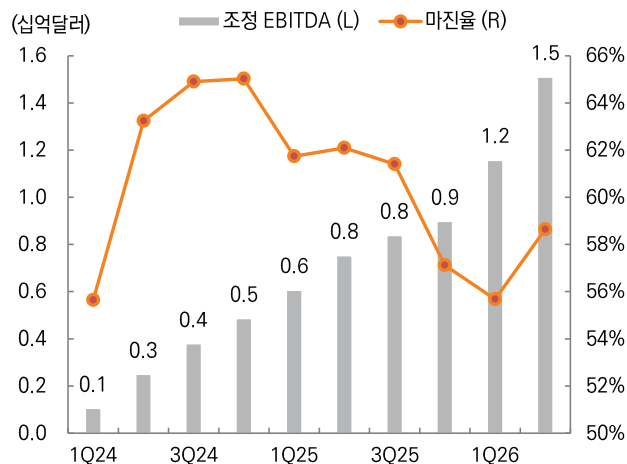
자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 분기 매출액, YoY 성장률 추이



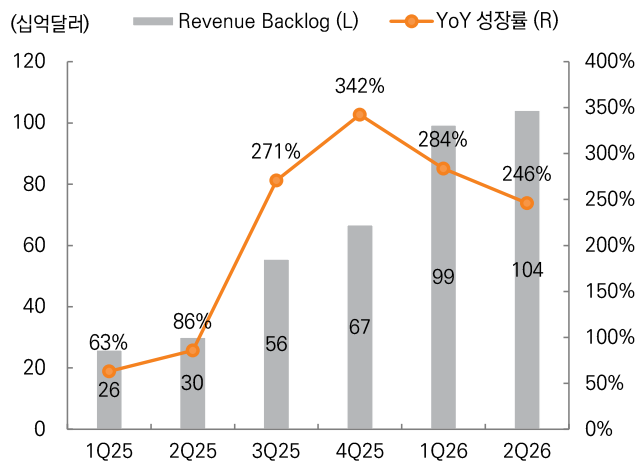
자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기 조정 EBITDA, 마진 추이



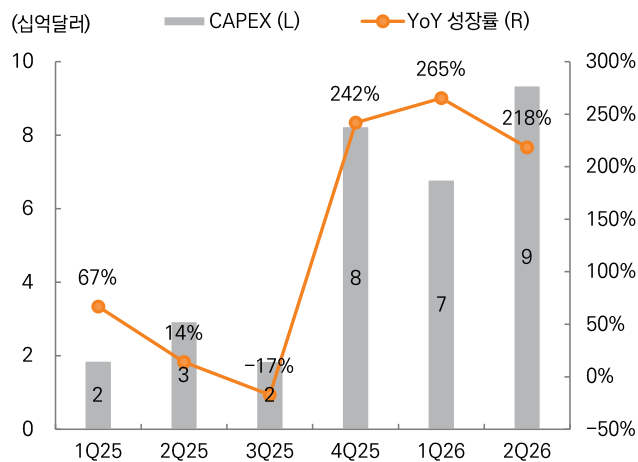
자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Revenue Backlog 추이



자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CAPEX 추이



자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

Q. 구세대 GPU 계약 갱신 기회 - 고객 계약 기간 성향 및 갱신 대상 규모

- 구세대 인프라가 다수 AI 활용처에서 여전히 상당한 가치 보유. 2020년 출시 아키텍처 (A100)를 2029년까지 정상 단가로 계약 체결한 사례. 향후 계약 만료 물량의 방향성 시사
- 계약 만료 임박 물량은 전체 fleet 중 매우 제한적, 구세대 ASP는 1년 전 수준 이상 유지. 계약 만료 물량은 Managed Inference 상품으로 전환 가능. 연말 해당 ARR 약 \$250M 전망

Q. 공급망 대응 - Solidigm 등 장기 계약 확대 필요성

- 토지, 전력, shell부터 GPU, 네트워킹, 메모리까지 공급망 전반이 AI 확산으로 압박받는 중. ODM, OEM, NVIDIA, 메모리 업체와 수년간 구축한 장기 관계로 물량 확보. 인프라, 부품, 자본에 대한 접근성 확보는 회사 DNA에 내재된 상시 업무
- CoreWeave 클라우드 산출물의 가치 상승폭이 투입 비용 상승폭을 상회. 신규 계약 기여마진 최근 분기 대비 +5~10%p

Q. Managed Inference(관리형 추론) 초기 학습 내용 및 정액제(take-or-pay) 대비 캐파 배분 기준

- 하이퍼스케일 도달 이후 고마진 상품, 소프트웨어, CPU 등으로 포트폴리오 확장 필요. 관리형 추론(Managed Inference) ARR 한 분기 만에 \$1M에서 \$100M로 확대
- 최신 컴퓨트 제공 창구인 동시에 계약 만료 GPU의 가치 극대화 수단. 자사 보유 GPU 직접 운영에서 비롯된 내재적 경쟁우위
- (CFO) DDTL 5.5 클로징으로 단기 계약 기반 자금 조달 가능성과 자본시장 지지를 확인

Q. 최근 계약 마진 5~10%p 개선의 원인 및 전반적 가격 환경

- 계약 기간 단축, 경쟁 차별화 등 복합 요인으로 개별 분해는 어려움. 플랫폼 품질, 인프라 안정성, 보안, TCO 우위로 고객 재확대 지속
- 고객들이 자사 제품을 수익화하면서 컴퓨트 확보를 위해 높은 마진 지불 의사 보유. 이는 인프라 산업 전반의 현상이나 CoreWeave 생태계에서 특히 뚜렷하게 관측

Q. 2027년 연말 ARR \$18.0B~\$19.0B 목표 유지 여부

- 2026년 연말 ARR 가이드스를 \$18.5B~\$19.5B로 상향, 현 가이드스에 반영된 수치

Q. 데이터센터 규제 및 지역 반대 환경 하에서의 전력 로드맵 자신감

- 일부 지역의 모라토리엄은 인프라 수요가 아닌 건설 위치에 영향. 지자체, 유틸리티, 정책당국과 투명성 기반의 협업 필요
- 그리드 업그레이드 비용 부담으로 요금 기반 전가 방지, 건설 및 상시 고용 창출, 세수 기여 등 지역 사회 상생 관계 구축이 핵심 대응 전략
- 현 시점 제시한 가이드스 수치는 규제 반발의 영향을 받지 않음
- (CFO) 계약 전력 4.2GW + 전력 확보 부지 옵션 및 LOI 약 1.5GW = 약 6GW 확보. 2030년 8GW 목표 순향

Q. 추론 비중 확대에 따른 인프라 진화 필요성 (CPU, 스토리지 등)

- 학습용과 추론용을 구분해 짓지 않고 AI 인프라로 통합 구축. 학습에서 추론으로 순환하는 전체 AI 루프를 지원하는 구성 요소 확보가 전제
- 기존 구축 인프라가 추론 서비스로 매끄럽게 전환 가능

Q. Edge, 소규모 클라우드, 네오클라우드, 하이퍼스케일러 간 시장 구도 전개

- 하이퍼스케일러, 프론티어 랩, 엔터프라이즈가 모두 이용해 업계 정보 흐름의 중심에 위치, 향후 컴퓨트 배치 전략 중요한 인사이트로 작용
- Edge에서 처리될 (민감) 워크로드와 지연 민감도가 낮은 워크로드 양쪽 모두 대응 가능하도록 구축. 고객 요구에 따라 워크로드를 이동시킬 수 있는 규모와 유연성이 경쟁우위
- (CFO) 경쟁 심화에도 수요, 가격, 마진이 동시에 확대되는 중

Q. 500MW 증설 대비 매출 증가 선형성 및 Vera Rubin 수익화 초기 시그널

- 2Q 증설 약 500MW 중 300MW가 6월에 집중되어 분기 후반 로딩. 해당 물량은 3Q, 4Q 실적에 반영되기 시작
- Vera Rubin은 출시 초기부터 마진 확대 시현, 수요 및 가격 협상력 매우 강함. 마진 5~10%p 개선분의 상당 부분이 Vera Rubin SKU에서 발생

Q. 계약 만료 GPU 인프라의 재계약, 스팟, 추론 배분 방식 및 의사결정 시점

- 추론 시장이 매우 역동적이고 고속 성장, 만료된 인프라의 유연성이 추론 확장을 지원
- 경제성이 확보되면 재계약으로 편입, 회사의 장기 안정성과 채무 부담을 함께 고려. 단기적으로는 짧은 계약을 통한 추가 마진 확보 기회 존재
- 수년간 이어진 구조적 수급 불균형은 당분간 지속 전망

Q. DDTL 5.5 성공이 목표 계약 기간 전략에 미치는 영향

- 기간 임대 계약 커브 전 구간에서 가장 수익성 높은 조합을 구성할 수 있는 위치 확보
- 장기 계약과 단기 계약을 병행해 추가 마진 추출, 5.5를 시장에 최초 도입
- 엔터프라이즈는 5년보다 짧은 2~3년 계약을 선호, 기존에는 접근이 어려웠던 영역
- 금융시장이 단기 계약을 지원하게 되면서 해당 시장의 확대 가속 전망

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.