

Coreweave

글로벌 테크 박재환

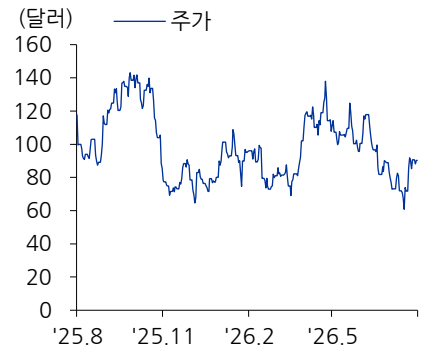
6158/jaehwan124@eugenefn.com

AI 인프라를 넘어 서비스로

- “코어위브의 2분기 매출은 25.8억달러(+112%yoy)를 기록하며 컨센을 상회. EBITDA 마진은 59%, OPM은 5%를 기록하며 전분기 대비 뚜렷한 개선세를 보임. 순손실은 5.67억달러로 전분기 대비 소폭 축소. 급증하는 AI 컴퓨팅 수요로 인해 RPO는 1,042억달러(+246%yoy)로 증가.
- “2분기 캐팩스는 94억달러를 기록. 계약용량은 1분기 실적발표 시점의 3.5GW 대비 700MW 증가한 4.2GW를 확보. **활성용량은 1.5GW를 기록**했는데, 이는 전분기 실적 발표 시점 대비 500MW 증가한 수치로 코어위브의 실행력을 다시 한번 증명. 이 중 300MW는 6월에 증설되어 하반기부터 실적에 본격 반영될 예정. 예상 대비 빠른 데이터센터 램프 속도를 반영해 **연말 활성용량 가이드언스를 기존 1.7GW에서 1.85GW로 상향 조정**.
- “3분기 가이드언스는 매출 35.3억달러(+158%yoy), 영업이익 2.3억달러(OPM 6.5%)로 외형성장 가속화와 마진 개선을 동시에 제시. 데이터센터 운용 규모 확대에 의한 영업 레버리지 효과와 우호적인 GPU 렌탈가로 4분기에는 OPM이 10%대 초반까지 확대될 것으로 언급. 연간 가이드언스는 매출 128억달러(+149.5%yoy), 캐팩스 370억달러로 각각 상향 조정.
- “**GPU 렌탈가 상승 기조 지속**. H100과 B200 렌탈가는 저점대비 각각 40%, 27% 상승. 블랙웰과 루빈 플랫폼의 가격은 사상 최고치를 기록했으며, 레거시 A100 GPU까지 전년과 유사한 수준의 ASP로 2029년까지 계약이 연장됨. 또한 **루빈 플랫폼 도입으로 신규 계약의 마진이 5~10%p 개선**. 하반기 루빈이 본격적으로 램프되면 추가적인 마진 개선을 기대 가능. 레거시 GPU는 감가상각 종료, 선단 GPU는 ASP 상승으로 수익성이 극대화되는 구조. 또한 기존 장기 계약 기반 구조에서 높은 단가의 단기 계약으로 전환할 가능성을 언급한 점 또한 추가적인 믹스 개선 여지를 시사.
- “Managed Inference 플랫폼은 출시 수 개월만에 ARR 1억달러를 초과 달성하였으며, 올해 말까지 ARR 2.5억달러 가이드언스가 제시됨. Managed Inference는 오픈소스·오픈웨이트 모델에 코어위브의 소프트웨어·운영 레이어를 얹는 서비스로, 기존의 네오클라우드보다 하이퍼스케일러의 사업모델과 유사. 이 중 Serverless Inference는 네오클라우드가 오픈웨이트 모델로 직접 모델의 서빙까지 담당하며 토큰 사용량을 기반으로 과금. **이는 네오클라우드 비즈니스를 단순 AI 인프라 렌트에서 토큰 서비스까지 확장시키며, 최근 오픈웨이트 모델들의 부상과 시너지 효과를 창출. 또한 계약이 만료된(감가상각이 종료된) 구세대 GPU를 단순 GPU/Hour가 아닌 토큰 사용량 기반 서비스로 재배치해 부가가치를 극대화하는 효과를 기대**.
- “2분기 코어위브는 채권·전환사채·주식 조합으로 약 180억달러의 자금을 조달했으며, 이자 비용이 매출의 약 25% 수준을 유지 중이기에 **여전히 금리 리스크에는 취약한 상황**. 다만 1) 우호적 GPU 렌탈가, 2) 루빈 플랫폼 램프로 인한 추가 마진 개선 가능성, 3) 오픈웨이트 모델 확산으로 인한 Management Inference 포텐셜을 고려하면 리스크에도 불구하고 매수 관점에서 접근 가능하다고 판단.

투자이견
현재주가
시가총액

NR
90.32 USD (8/11)
49(십억 달러)/70(조 원)



현지명	COREWEAVE INC
한글명	코어위브
시가총액(십억 달러/조원)	49/70
설립연도	2017년
설립자	Michael Intrator
본사 위치	미국 뉴저지
현 CEO	Michael Intrator

52 주 최고/최저(달러)	153/61
배당수익률(26E, %)	0.0
주요주주 지분율(%)	
마그네타 파이낸셜	11.7
엔비디아	10.6
골드만삭스	7.5

주가상승률(%)	1M	6M	YTD
	1.6	-5.1	26

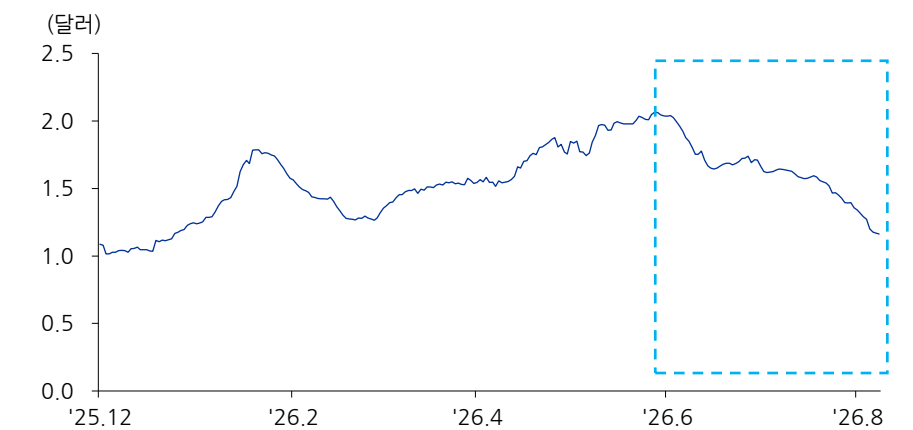
(FY, NonGAAP)	2025	2026E	2027E
매출액(백만 달러)	5,131	12,649	25,440
영업이익(백만 달러)	666	984	3,812
당기순이익(백만 달러)	-606	-2,075	-649
EPS(달러)	-1.39	-3.95	-1.24
증감률(%)	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-
ROE(%)	-40.7	-62.2	-40.2
PBR(배)	10.1	11.6	14.1
EV/EBITDA(배)	19.0	12.4	7.2

코어위브 Management Inference

오픈웨이트 모델과 Managed Inference 의 시너지에 주목할 필요가 있다. Managed Inference 는 단순 베어메탈 컴퓨트 임대를 넘어, 오픈소스·오픈웨이트 모델에 코어위브의 소프트웨어운영 레이어를 얹는 서비스의 형태이다. 이는 단순 베어메탈 AI 인프라 임대에서 그쳤던 네오클라우드보다 하이퍼스케일러의 사업 모델에 더 가까운 형태로 판단한다. 이 중 Serverless Inference 는 코어위브가 직접 오픈웨이트 모델의 서빙까지 담당하며 토큰 사용량을 기반으로 과금한다. 이는 코어위브의 AI 인프라 렌트 비즈니스를 토큰 서비스까지 확장시킨다.

오픈웨이트 모델은 빠르게 확산되고 있으며, 이는 토큰지출 인덱스의 하락세로 확인 가능하다. 이에 힘입어 코어위브 Management Inference ARR 은 출시 수개월만에 1억달러를 기록했으며, 연말까지 ARR 2.5억달러라는 공격적인 가이드를 제시했다. 하이퍼스케일러는 자사 AI 모델, 프론티어 모델랩과의 이해관계로 인해 중립적인 오픈웨이트 서빙에 상충되는 지점이 있는 반면, 네오클라우드 는 모델과의 이해관계가 적어 상대적으로 중립적이다. 또한 오픈웨이트 모델이 프론티어 모델 대비 토큰 가격 메리트가 있는 구조인 만큼 GPU 의 단가속도가 용성이 경쟁력을 좌우하는 비중이 커지는데, 이는 순수 GPU 클러스터의 성능·가격 경쟁력을 갖춘 네오클라우드 업체들과 시너지를 낼 수 있는 지점이다.

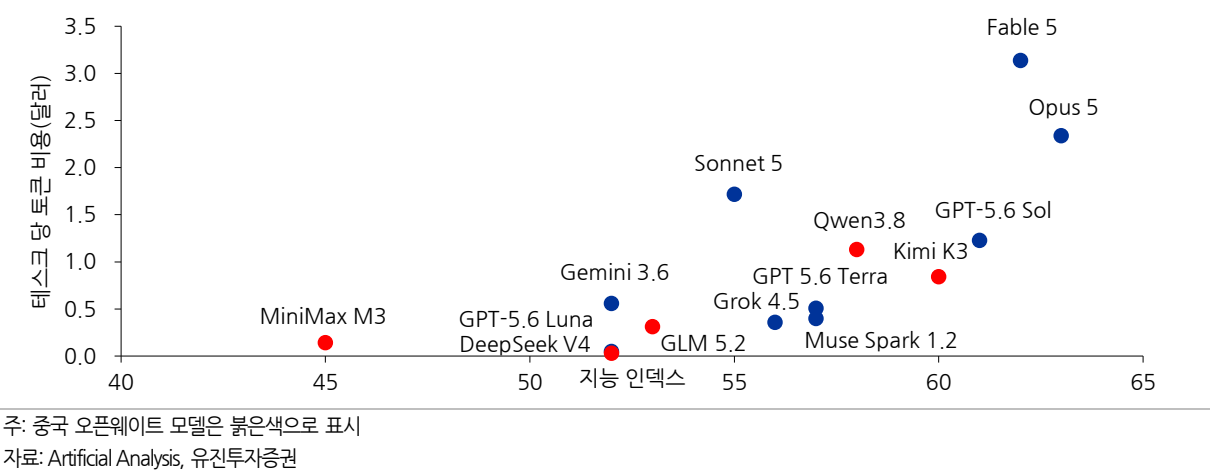
토큰 지출 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

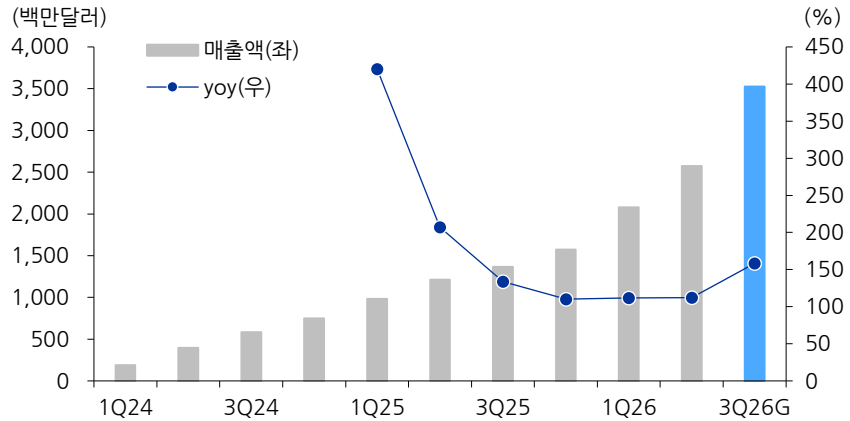
Kimi K3, Qwen3.8 등 중국계 오픈웨이트 모델들이 경량화를 통한 가격 경쟁에서 벗어나 점차 성능 경쟁으로까지 옮겨가는 추세인 만큼, 고성능 클러스터의 중요도는 앞으로도 지속 상승할 것으로 예상한다. 1) 오픈웨이트 모델과의 이해관계, 2) 오픈웨이트-네오클라우드 클러스터 간 시너지를 함께 고려하면, 오픈웨이트 모델 부상의 최대 수혜는 네오클라우드가 될 것으로 판단한다. **프론티어 모델 랩의 AI 인프라 초과수요 지속 여부가 투자포인트이자 리스크로 작용해온 네오클라우드**는 **계약이 만료(감가상각 종료)된 구세대 GPU 를 Management Inference** 향으로 **재배치해 부가가치를 극대화하는 한편, 이를 발판으로 독자적인 클라우드 비즈니스 생태계까지 구축하며 고질적인 리스크를 탈피하고 있는 것으로 판단한다.**

주요 AI 모델 지능 인덱스, 테스트 당 비용 비교



2분기 매출 25.8억
달러로 컨센 상회, 3분기
가이드라인 성장 가속 제시

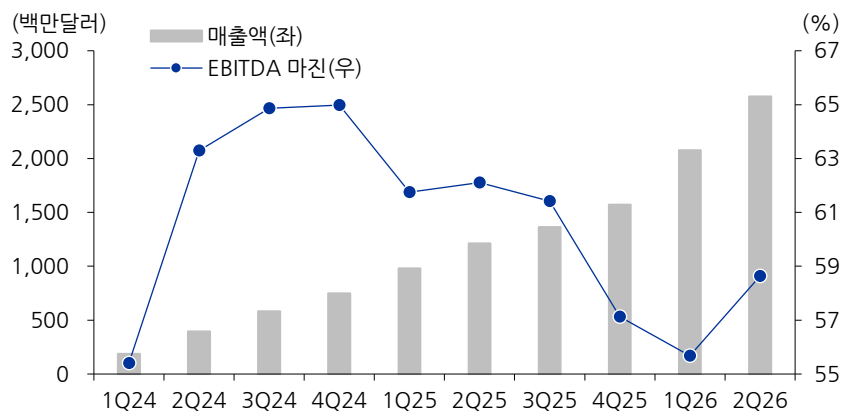
코어위브 매출액, yoy 성장률 추이



주: 3Q26G는 3분기 가이드라인입니다
자료: 유진투자증권

EBITDA 마진 59%로
전분기 대비 개선

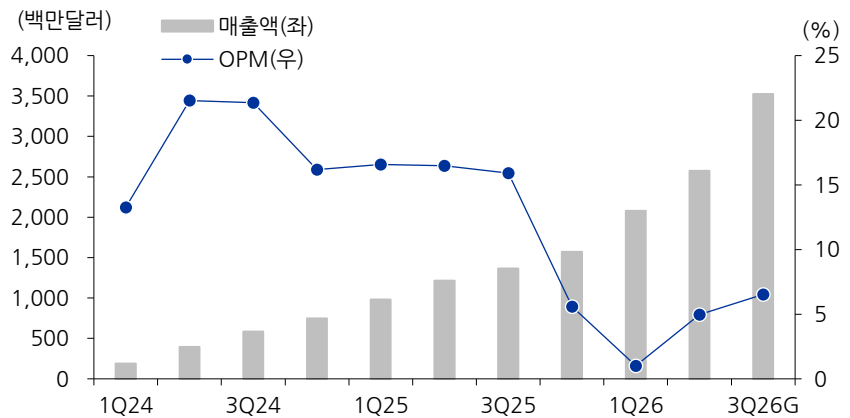
코어위브 매출액, EBITDA 마진 추이



자료: 유진투자증권

OPM 5%로
전분기 대비 개선

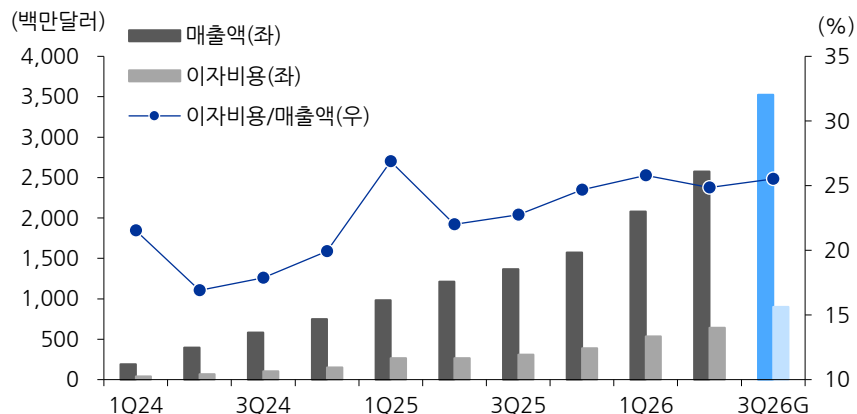
코어위브 매출액, OPM 추이



자료: 유진투자증권

이자 비용은 여전히
매출의 25% 수준을
유지, 리스크 요인

코어위브 매출액, 이자비용 추이

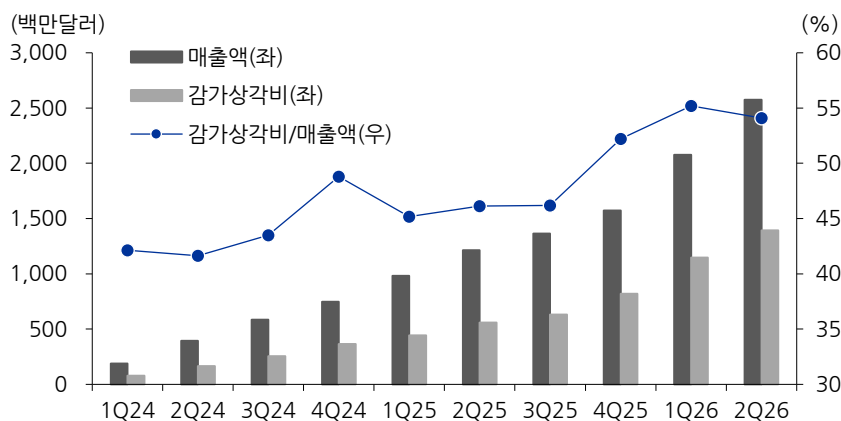


주: 3Q26G는 3분기 가이던스입니다

자료: 유진투자증권

캐팩스 누적으로 인해
감가상각비 또한 매출의
50% 이상으로 누적

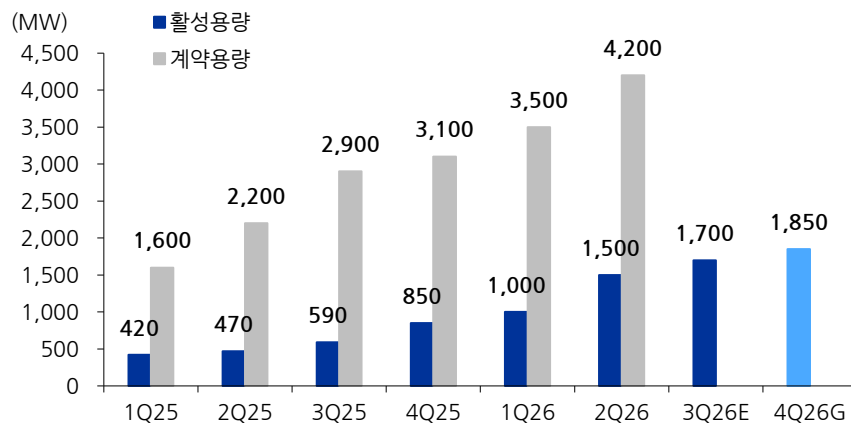
코어위브 매출액, 감가상각비 추이



자료: 유진투자증권

2분기 활성용량 1.5GW
연말 활성용량 가이던스
1.85GW로 상향

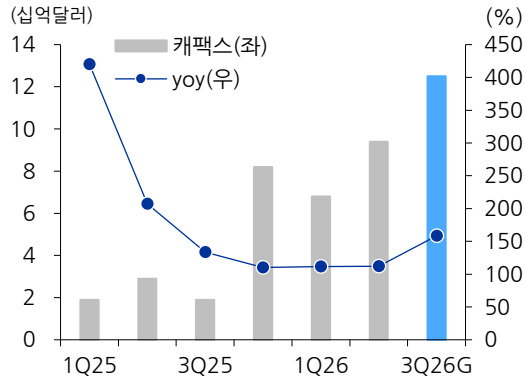
코어위브 활성/계약용량 추이



주: 4Q26G는 4분기 가이던스입니다

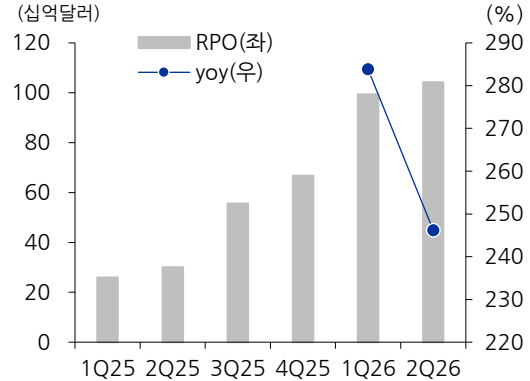
자료: 유진투자증권

코어위브 캐팩스 추이



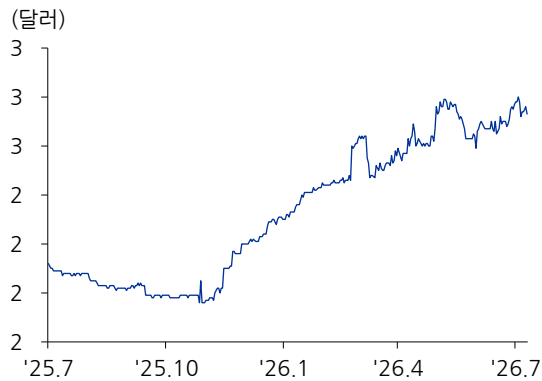
자료: 유진투자증권

코어위브 RPO 추이



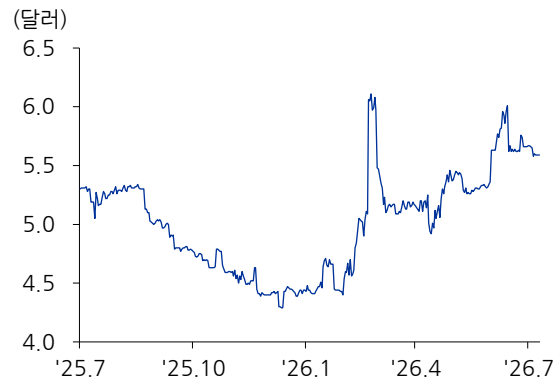
자료: 유진투자증권

H100 렌탈가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

B200 렌탈가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

코어위브 실적 추이 및 컨센서스

Non-GAAP (십억달러)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	0.98	1.21	1.36	1.57	2.08	2.58	3.45	4.57	1.92	5.13	12.65	25.20
yoy	420%	207%	134%	110%	112%	112%	152%	191%		168%	147%	99%
EBITDA	0.61	0.75	0.84	0.90	1.16	1.51	1.99	2.74	1.22	3.09	7.36	15.92
EBITDA 마진	62%	62%	61%	57%	56%	59%	58%	60%	64%	60%	58%	63%
영업이익	0.16	0.20	0.22	0.09	0.02	0.13	0.26	0.61	0.36	0.67	0.99	3.78
OPM	17%	16%	16%	6%	1%	5%	7%	13%	19%	13%	8%	15%
순이익	-0.15	-0.13	-0.04	-0.28	-0.59	-0.57	-0.58	-0.32	-0.06	-0.61	-2.09	-0.64
NPM	-15%	-11%	-3%	-18%	-28%	-22%	-17%	-7%	-3%	-12%	-16%	-3%
EPS (달러)	-0.60	-0.27	-0.08	-0.56	-1.12	-1.03	-1.05	-0.56	-5.96	-1.39	-3.97	-1.24

주: 기간은 FY 기준을 적용

자료: Bloomberg, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)