



SK증권 해외주식/AI. 박제민
jeminwa@sks.co.kr

네오클라우드 실적: 더 높은 GPU 판매가

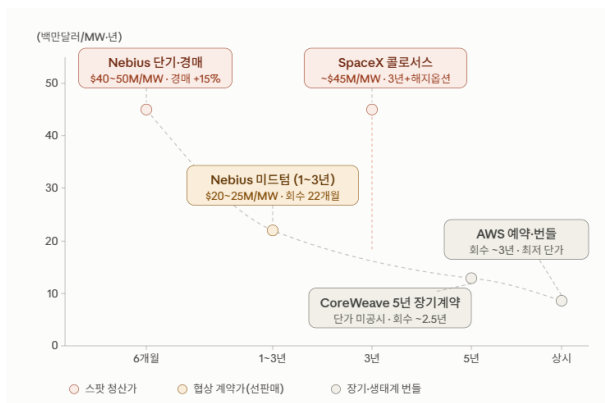
빅테크 보다 비싼 GPU 대여료

Amazon은 2Q26 컨퍼런스 콜에서 5년 만기 계약의 Capex 회수 기간을 3년으로 공개, GPU 대여 수익성 증명 이후 SpaceX, Nebius, Coreweave가 더 높은 수익성을 확인시켜주는 중

1. **SpaceX**: 현재 칩 회수 기간 1년 미만. Anthropic-Google 계약에서 나온 특수한 계약 단가로 추정
2. **Nebius**: 기존 회수 기간 3년 전후(\$12M/MW). 2Q26 체결 4건의 평균 회수 기간은 22개월(\$20~25M/MW) 3Q26 들어 10개월 전후 회수 기간 단기 계약 체결이 일어나는 중 (\$40~50M/MW)
3. **Coreweave**: 기존 회수 기간 2.5년. 2Q26 체결 고객 계약 기여 마진이 5~10%p 이상

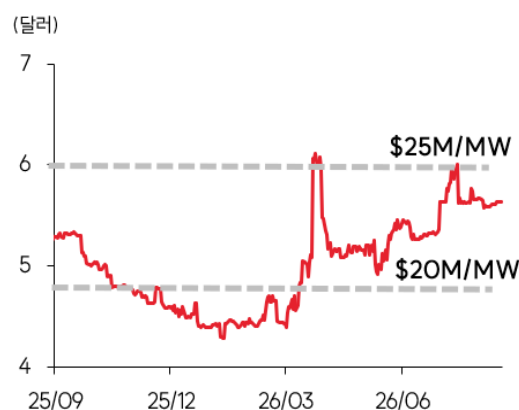
시간당 가격으로 환산하여 추정할 경우 \$20M/MW 가격은 B200 기준 \$4.8/hr로 SiliconData 데이터 기준 하단 \$25M/MW 부터는 지수 상단 수준의 가격. SpaceX, Nebius의 최근 체결 딜은 \$10/hr 수준의 가격 형성
Nebius는 가격 경매로 낙찰되는 가격 수준이 기존 계약가 대비 15% 높은 수준으로 언급
GPU를 임대해가는 사업자 frontier labs 등의 수익성이 견고하고 경쟁자들의 시의성 요구가 매우 강한 것으로 추정

플레이어별 GPU 렌트 가격



자료: 각 사, SK 증권

SiliconData GPU 임대 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

비싸지는 GPU를 등에 업고 공격적 Capa Up!

Nebius, Coreweave 모두 Capex 톤을 높이는 실적 컨퍼런스 콜

CoreWeave: 2Q26 Capex 가이드언스 상단 상회, 2026년 연간 가이드언스 상향

2Q26에만 가동 전력 500MW 추가하며 회사 역사상 최대 규모 증설, 6월 300MW로 과거 어느 분기 전체보다 큰 규모

연말 가동 전력 가이드언스 1.7GW > 1.85GW+ 상향, 내년 말 3GW 이상 배치 경로도 질의응답에서 유지 확인

7월 전 SKU 약 25% 가격 인상 단행 + 부품 가격 상승분 전가 진행 중. 즉 비싸지는 부품 조달 비용을 공격적으로 전가

Nebius: 2Q26 Capex 컨센서스 상회, 2026년 가이드언스 유지

연말 연결 전력(connected power) 800MW~1GW 가이드언스 유지했으나 연말 계약 전력 목표는 5GW로 상향

2027년부터 연 1GW+ 신규 배치 계획. 연 1GW 이상 증설 가능 기업은 전 세계에서 소수라는 자평

계약 전력 거의 전부가 향후 3~3.5년 내 가동 예정

Capex 할 돈은 충분한가?

CoreWeave: 부채 중심 조달. 2Q \$18B, 누적 \$32B 이상 부채 조달. 프로젝트 부채 등을 활용해 조달 금리 낮추는 중

지난 1년간 가중평균 부채 조달 비용 약 300bp 인하. 2Q26 말 부채 잔액 기준 연 \$1.1B 이자 절감 효과

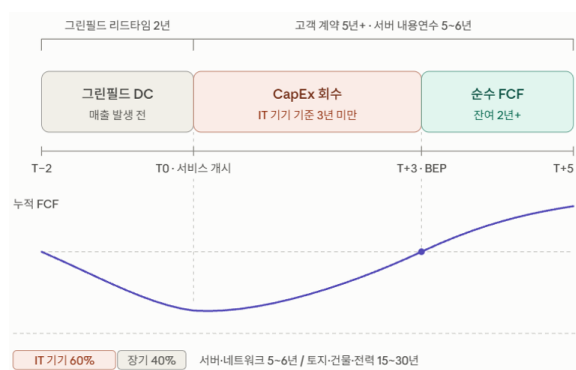
2020년 출시 A100 2029년까지 계약 코멘트, 기존 대비 높은 가격으로 체결. 즉 과거 자산들의 수익성 지속 중

Nebius: 주요 고객 50~60% 선금금 구조. 관련 Capex 50~60% 커버. 자산담보부 금융도 활용

Nebius는 부채가 거의 없고, 선수금(중형 딜 70% 선수금 포함, CapEx의 50~60% 커버), ATM 증자(\$2.8B) + 소규모

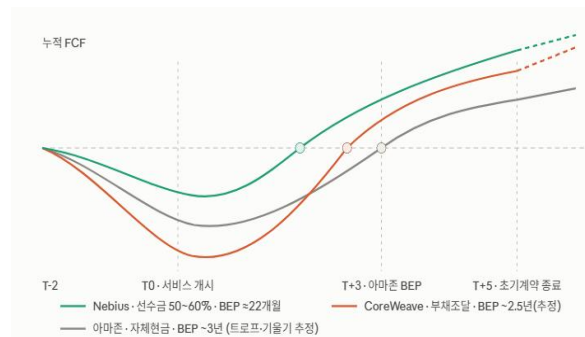
ABS(\$775M, SOFR+250bp) 조달

기존 아마존 소통 FCF 곡선



자료: SK 증권

아마존 FCF 곡선과 네오클라우드 곡선 비교



자료: SK 증권

작은 규모에도 시가 총액 역전, Nebius의 매력 포인트는?

Coreweave 규모 격차에도 Nebius가 더 높은 시가 총액 기록 중. 8/18 기준 Coreweave \$59B vs Nebius \$73B
 외형 격차는 4~5 배. 2Q26 매출 \$2.6B vs \$582M, 백로그 \$104.2B vs \$40B. 2026 Capex 가이드선 \$37B vs \$22.5B
 멀티플로 보면 격차 극명. CoreWeave P/S 7.9 배 vs Nebius P/S 53 배

두 기업의 핵심적 차이점은 재무구조와 고객 구조

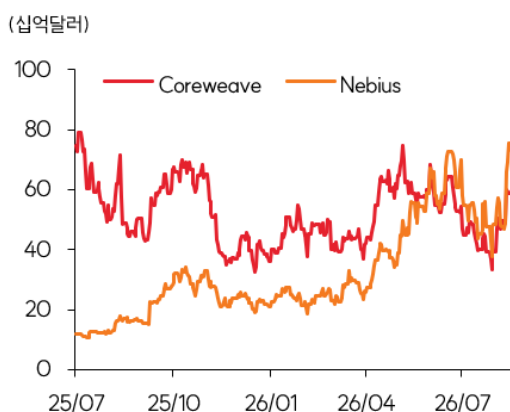
Coreweave: 4년 이상의 장기 계약 비중 높음, Meta-Microsoft(OpenAI) 위주의 Backlog 구성. 자산 heavy 한 비즈니스 모델로, 받아둔 큰 규모의 주문을 직접 self build 하고 수직 통합하는 구조. GPU 가격 환수 이전까지 보릿고개에 더 취약

Nebius: 중소형 고객의 1~3년 계약 위주, GPU 가격의 공격적 상승을 가격에 전가하기 용이. 계약 기간이 짧고 판매 시점이 배치 직전. GPU·부품 가격 상승의 판가 전가가 구조적으로 용이 (경매 낙찰가 역대 최고 대비 +15%). 조달 안정성도 높음. 1차 재원은 고객 선수금. 장기 계약의 경우에도 Asset light 파트너 모델을 통해 파트너가 자본, 건설, 운영을 부담하고 Nebius는 플랫폼만 제공

두 기업 EV는 유사. Coreweave는 시가총액에 부채 \$20B 이상 추가되어 \$80B 수준, Nebius는 \$8B 차감

EV/연말 ARR로 보면 CoreWeave ~4.3 배 vs Nebius ~8 배. 즉 약 2배 수준의 프리미엄을 '고객 구조'에서 기인한다고 봐야

Coreweave, Nebius 시가 총액 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Nebius MW 당 계약 가격 추이



자료: Nebius, SK 증권

엔비디아: GPU 담보 대출 시장을 만들자

\$500B 규모 외부 조달 시도, 남의 돈으로 짓고 이익은 나눠 갖는다

(8/10) 엔비디아, 6 개 기관 파트너와 "독립 컴퓨트 파이낸싱 플랫폼(independent compute financing platforms)" 출범 발표

AI 팩토리 투자용 제 3 자 자본 \$500B 이상 동원 목표. 참여 기관: 골드만삭스, 블랙스톤, 아폴로 등 6 개사

엔비디아는 투자액의 최대 25%까지 "잔여가치 지원 장치(residual support mechanism)" 제공 가능

이번 구조의 목표는 AI 컴퓨트의 자산담보부 시장 형성. 부채가 전통 증권처럼 거래되도록 만들어 조달비용 하락, 투자자 풀 확대
레브세어의 효율, 적용 기준선, 계약 기간, 어떤 일에 붙는지는 아직 전부 미정

전방 플레이어 모두 압박으로 작용 가능

이번 구조의 본질은 신규 수요 창출이 아니라 조달 주체의 이전, 그리고 손익 구조의 로열티화

엔비디아 입장에서는 일종의 할인 행사. 그러나 GPU 직접 할인이 아닌 리스크를 취함으로써 전방 조달 금리를 낮춰주는 결정

네오클라우드: 자본조달 난이도는 낮아지나 백스톱 초과 수익의 35%가 엔비디아로 이전. 업사이드에 캡이 생긴 것

특히 기존 네오클라우드들은 신규 네오클라우드 진입이 쉬워졌다는 점에서 플랫폼 효과, SW 해자 없이는 마진 감소 불가피

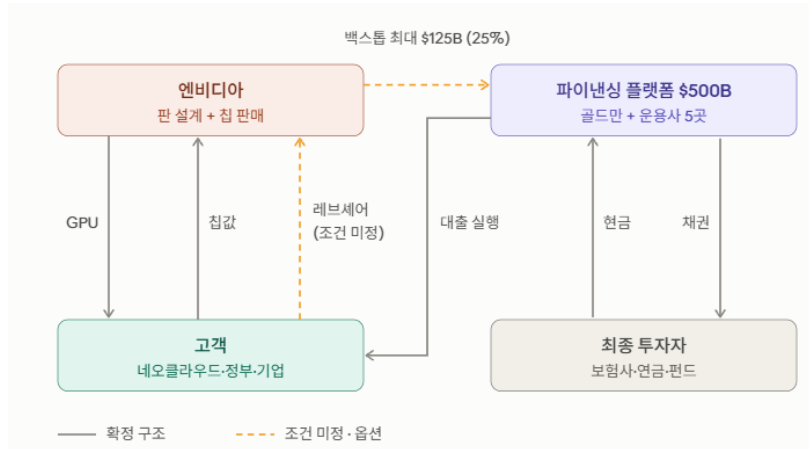
하이퍼스케일러:CSP 사업의 자본 조달 해자가 얇아지며 경쟁력 일부 상쇄

특히 Trainium, TPU 와 같은 칩들은 대규모 DC 를 지을 수 있는 플레이어가 한정적이라는 점에서 성립 가능했던 비즈니스

더 많은 하이퍼스케일러가 경쟁적으로 Nvidia 의 칩을 사가고 고객을 확보했다면 독자 칩을 설계할 시간은 더 제한적이었을 것

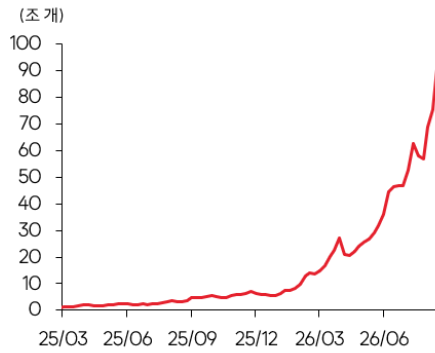
모건스탠리는 Rev-Share 모델의 업사이드를 FY2029 기준 4.4%로 제시. GPU 단가 \$7/HR, 5GW 조건. 세대 업그레이드
로 단가 및 규모 확대 시 향후 EPS Upside 는 두 자릿수 까지 생각 가능

엔비디아 설계 GPU 대출 플랫폼 구조



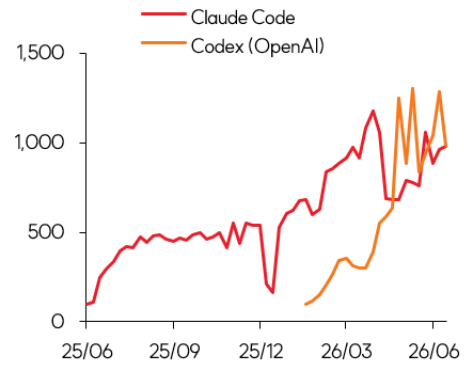
Update Chart

OpenRouter 토큰 사용량



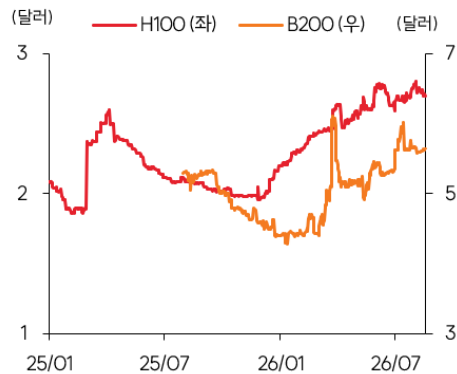
자료: OpenRouter, SK 증권

주요 Coding Agent 활용 강도 (백만회 달성일 = 100)



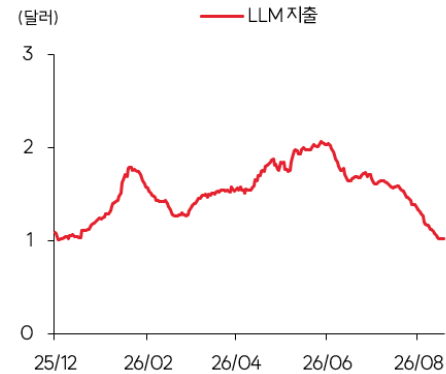
자료: NPM.js, SK 증권 / 주: 업데이트 및 다운로드 수 기준. Codex 5월 수치 일부 조정

GPU 렌탈 가격 추이 (SiliconData)



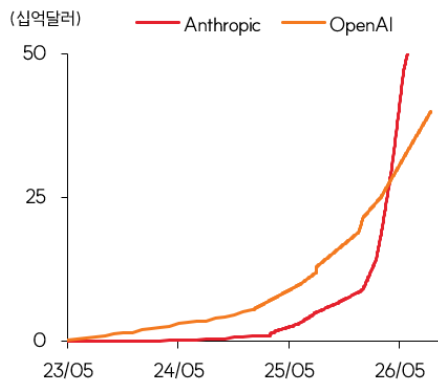
자료: Bloomberg, SK 증권

LLM 평균 지출 단가



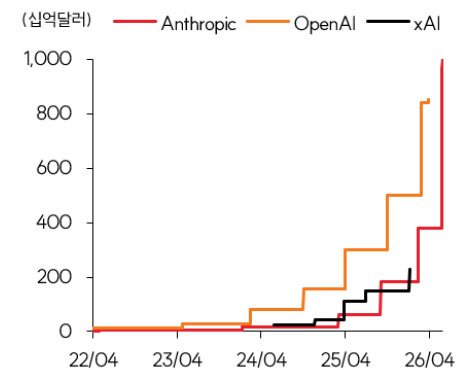
자료: SimilarWeb, SK 증권

AI Labs ARR 추이



자료: EpochAI, SK 증권

주요 AI Labs 기업가치 추이



자료: EpochAI, SK 증권

Compliance Notice

작성(박제민)은 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.