



코어위브 (CRWV.US)

초과 수요 속 공급 지연이라는 현실의 벽

- 2017년 설립된 GPUaaS 기업으로 엔비디아가 지분 투자한 네오클라우드 업체
- 컨센서스 대비 매출액 +6.1%, EBITDA +2.0%, 순이익 적자 축소(+1.5억달러)
- 백로그, 전력 확보 용량 증가가 향후 성장 궤도를 뒷받침하나, 데이터센터 공간 부족으로 단기 불확실성 유입. 내년 1분기까지 CAPEX 추가 확보 여부가 반등의 키

FY3Q25 실적 Review

FY3Q25(9 월말) 실적은 매출액 13.7 억 달러(YoY +133.7%, QoQ +12.5%, 컨센서스 대비 +6.1%), 영업이익 2.2 억 달러(YoY +74.1%, QoQ +8.7%, 컨센서스 대비 +23.4%), 영업이익률 15.9%(YoY -7.7%p, QoQ -0.6%p, 컨센서스 대비 +2.2%p), EBITDA 8.4 억 달러(YoY +121.3%, QoQ +11.3%, 컨센서스 대비 +2.0%), EBITDA 마진 61.4%(YoY -1.0%p, QoQ -0.7%p, 컨센서스 대비 -2.5%p), 순이익 -4.1 천만달러(YoY 적자전환, QoQ 대비 적자축소, 컨센서스 대비 적자축소) 기록했다.

인상적인 매출 성장과 적자 개선, 그리고 탄탄한 백로그까지

매출액과 영업이익, 영업이익률, EBITDA, 그리고 순이익 모두 시장 기대치를 상회하는 호실적을 기록했다. 백로그도 YoY +271%, QoQ +85% 증가한 556 억달러 기록하고 유효 전력과 계약 전력 용량도 각각 590MW, 2.9GW 까지 FY2Q25(470MW, 2.2GW) 대비 큰 폭으로 확장되면서 향후 강한 매출 성장세를 뒷받침했다. 운영 데이터센터 개수도 기존 33 개에서 41 개로 확대되었다. 이는 3 분기 내 발표되었던 OpenAI 와 Nvidia, Meta 등 빅테크들과의 계약이 반영된 수치로 가장 까다로운 GenAI 기업들로부터 대규모 계약을 확보했다는 점이 곧 강력한 입지를 확보했음을 반증하며, 이러한 고객 기반 다변화와 전력 용량 확보가 성장의 지속 가능성을 뒷받침한다고 판단한다. 실제로 현재 매출 백로그 내 최대 단일 고객 비중이 35%로 낮아졌고, 여전히 GPU 경제 확장 기초 하에 AI 풀스택 서비스 제공업체(엔비디아와의 가장 연계성이 높은 네오클라우드 업체)로서 경쟁적 우위는 유지될 가능성이 높다. 다만 주가가 긍정적으로 반응하지 못한 원인은 빅테크와의 계약 건과 전력 용량 확보 건이 실적 발표 이전에 발표되면서 관련 실적 기대감이 이미 주가에 반영되었기 때문으로 추정한다. 결국 시장의 눈높이가 높아진 만큼 이에 상응하는 새로운 호재성 재료가 부재했던 점이 단기 조정에 영향을 준 것이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.11.12): \$85.43
 목표주가 컨센서스: \$134.12

▶ 투자 의견 컨센서스



Stock Data

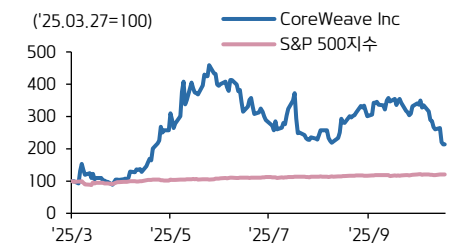
산업분류	IT 서비스
S&P 500 (11/12)	6,850.92
현재주가/목표주가	85.43 / 134.12
52주 최고/최저 (\$)	187 / 33.52
시가총액 (백만\$)	41,739
유통주식 수 (백만)	370
일평균거래량 (3M)	29,966,358

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	229	1,915	5,147	12,252
EBITDA	104	1,219	3,204	8,833
EBITDA 마진(우)	45.4	63.7	62.2	72.1
순이익	-45	-65	-588	-93
EPS	-4.65	-5.96	-1.40	-0.23
증가율(%)	56.9	28.1	-76.4	-83.7
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	12.4	13.0
ROE(%)	-	-	-30.1	3.4
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-	-38.3	46.1	-
S&P Index	16.5	4.6	17.2	14.5



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

그러나 기대와 현실간 괴리가 잡아버린 발목

FY25 가이드언스 하향도 주가에 하방 압력으로 작용했다. 동사는 2 개분기 연속 CAPEX 지출 가이드언스를 달성하지 못했는데 동사와 같은 GPUaaS 공급업체의 경우, 자본지출이 곧 매출 창출 능력을 의미한다는 측면에서 FY25 CAPEX, 매출, 영업이익 모두 하향 조정되었다는 점이 성장 궤도에 불확실성을 유입시켰다. 결국 너무 높아진 수요 때문에 시설 램프업이 지체됨에 따라 매출 인식이 지연되고 이로 인한 단기 실적 압박이 가장 큰 리스크 요인으로 부상한 것이다. 이에 동사는 계약 확정 고객이 이미 CAPEX 지연에 인지 및 동의했으며, 백로그 취소 없이 현재 계약 분은 내년 1 분기 데이터센터 건설 완료와 동시에 즉각 반영될 예정이라 강조했다. 전력 확보보다도 특정 제 3 자 데이터센터 공급업체의 건설 지연 영향으로 인한 물리적 공간 부족 현상이 병목의 주 원인이었는데, 이를 해소하기 위해 동사는 자체 건설 데이터센터 확보 및 제 3 자 데이터센터 공급망 다각화 전략을 진행 중이라 밝혔다. 결론적으로 예상치 못한 실행력 차질이 가장 큰 변동성 리스크로 유입된 만큼 추후 램프업에 대한 정상화 신호가 주가 반등의 키로 작용할 것이며, 결국 내년 1 분기까지는 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 판단한다.

코어위브 FY25 3Q ('25.07.01~09.30)

구분	FY25 3Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 3Q	성장률	FY25 2Q
매출액	1,365	1,286	6.1%	584	133.7%	1,213	12.5%
영업이익	217	176	23.4%	125	74.1%	200	8.7%
영업이익률(%)	15.9%	13.7%	2.2%p	21.4%	-7.7%p	16.5%	-0.6%p
EBITDA	838	822	2.0%	379	121.3%	753	11.3%
EBITDA 마진(%)	61.4%	63.9%	-2.5%p	64.9%	-1.0%p	62.1%	-0.7%p
순이익	-41	-188	-78.2%	-	적지	-131	적지

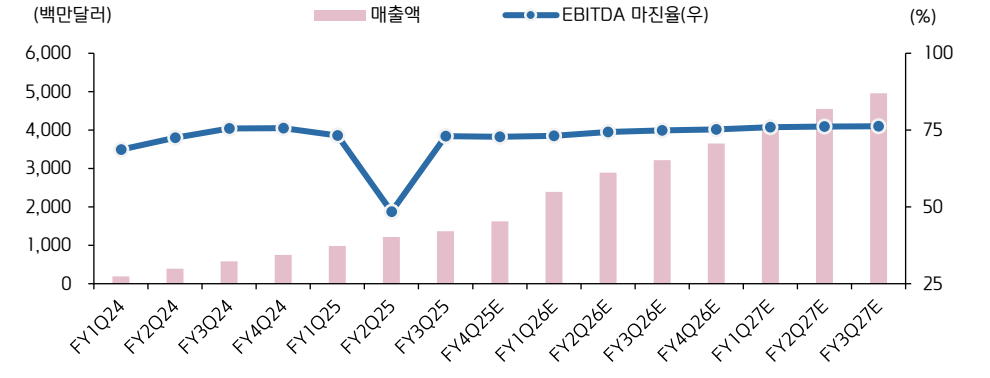
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

코어위브 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	(백만 USD)	FY25Q4	YoY 성장률	FY26Q1	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26
매출액	1,626	117.5%	2,389	143.4%	5,147	168.7%	12,252	138.0%
영업이익	241	98.7%	421	159.0%	818	129.9%	2,527	208.9%
영업이익률(%)	14.8%	-1.4%p	17.6%	1.1%p	15.9%	-2.7%p	20.6%	4.7%p
EBITDA	1,036	113.2%	1,697	179.9%	3,204	162.8%	8,833	175.7%
EBITDA 마진(%)	63.7%	-1.3%p	71.1%	9.3%p	62.2%	-1.4%p	72.1%	9.8%p
순이익	-267	적지	-168	적지	-588	적지	-93	적지

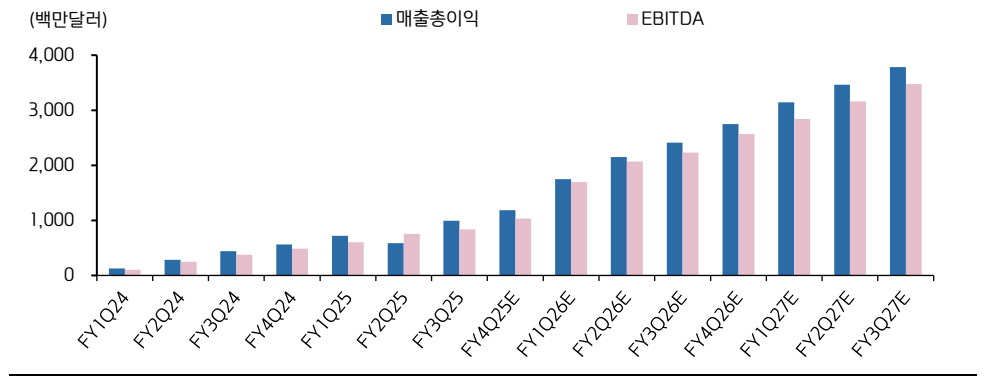
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

코어워브 분기 매출액 및 EBITDA 마진을 추이



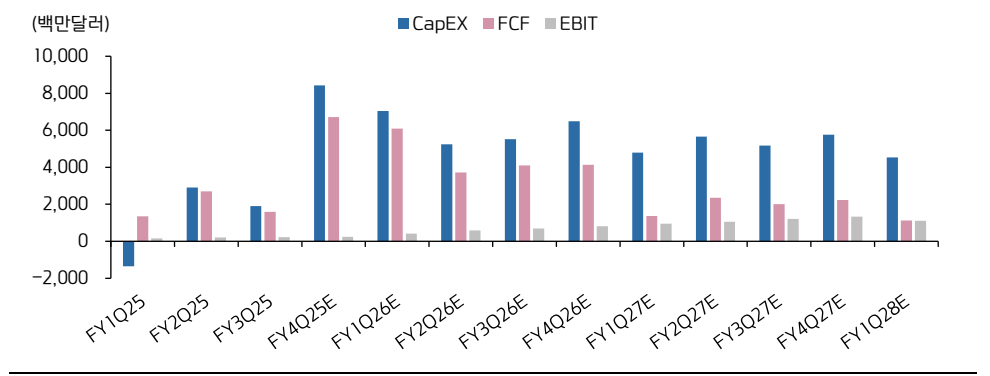
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

코어워브 분기 매출총이익 및 EBITDA 추이



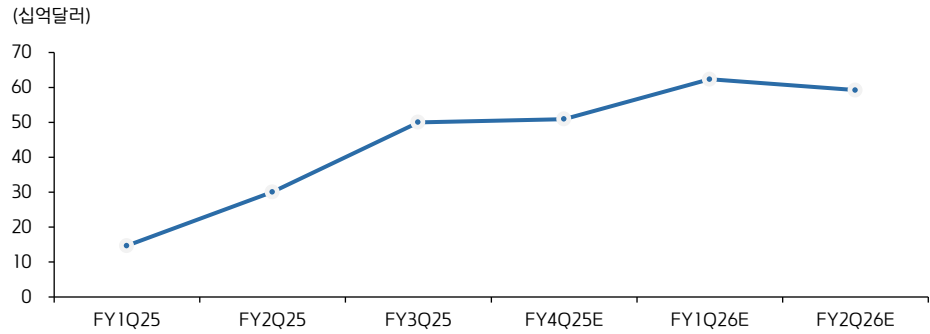
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

코어워브 CapEX, FCF, EBIT 추이



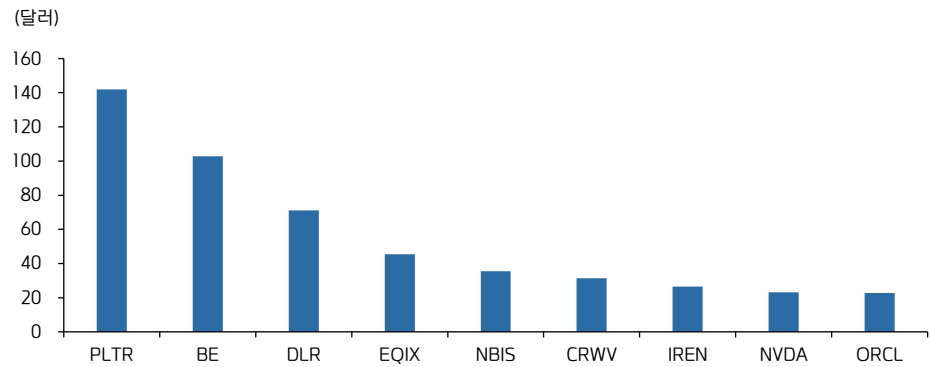
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준

코어위브 백로그 추이



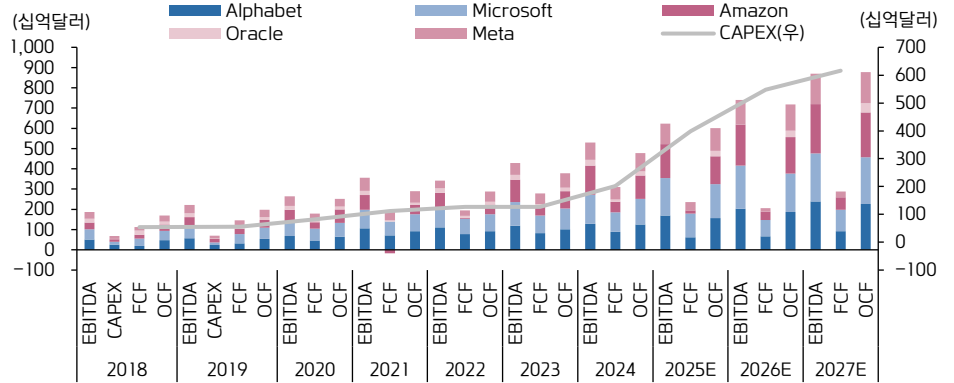
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준

주요 Peer 기업 EV/EBIT (FY26 기준)



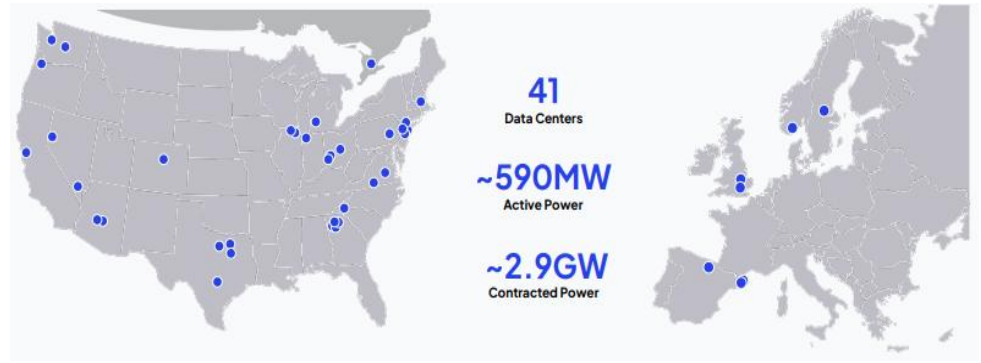
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준

미국 내 Top 5 클라우드 서비스 제공업체, Capex, EBITDA, 현금흐름 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-11-12 블룸버그 기준

코어워브, 전세계 41 개 데이터센터 보유



자료: CRWV, 키움증권 리서치

코어워브 FY2025 가이드런스

Full Year Guidance	
Revenue	\$5.05 – 5.15 billion
Adjusted Operating Income	\$690 – 720 million
Interest Expense	\$1.21 – 1.25 billion
Capital Expenditures	\$12 – 14 billion

자료: CRWV, 키움증권 리서치

코어위브 상세 실적표

(백만 달러)	FY3Q24	FY2Q25	FY3Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	583	1,213	1,365	133.9	12.5
영업비용	467	1,194	1,313	181.2	10.0
매출원가	143	313	369		
기술 및 인프라 비용	286	670	747		
판매관리비	5	37	45		
일반관리비	34	174	152		
영업이익	117	19	52	-55.6	흑전
조정 공정가치손익	-341	-	-		
순이자비용	-104	-267	-311		
기타 순수익	10	5	22		
세전이익	-319	-243	-237	적지	적지
법인세비용	42	48	-127		
순이익	-360	-291	-110	적지	적지
회석 EPS	-1.82	0.60	-0.22	적지	적전
회석 가중평균주수 (백만)	214	487	498	132.9	2.3
[주요 영업지표]					
Key Metrics (십억 달러)					
매출 백로그	15.0	30.1	55.6	270.7	84.7
CapEX	2.2	2.9	1.9	-13.6	-34.5
[Non-GAAP 영업데이터]					
조정 EBITDA	379	753	838	121.3	11.3
조정 영업이익	125	200	217	74.1	8.7
조정 순이익	-	-131	-41	적전	적지

자료: COREWEAVE, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.