



코어워브 (CRWV.US)

중심을 잡고 긍정적으로 조망해야 할 때

- 동사는 GPU 컴퓨팅 인프라 기반의 AI 특화 네오클라우드 업체
- 오픈AI 등 프런티어 업체와 계약 확장이 가시성과 성장성을 동인
- 동사 내재가치 시뮬레이션 결과로 571억달러 제시, 업사이드 충분

프런티어 업체와 계약 확장이 긍정적 사안

동사는 오픈 AI 를 중심으로 프런티어 고객 대상 계약 확장 등을 기제로 장기적으로 탑라인의 가시성과 성장성을 동시에 확보할 것으로 판단하며, 이는 당사가 프런티어 업체 중심 에이전트 확산을 조망하고 있는 가운데 글로벌 관련 AI TAM 은 전세계 GDP 등에 기제한 일정한 총량은 정해져 있기에 이는 향후 오픈소스와 오픈웨이트 진영의 비중이 저감되는 대신 프런티어 중심의 영역 확대를 통해 동사 연간 매출액, 중장기 Backlog, RPO 및 Active Power 등의 지속 성장성에 대한 가시성이 높게 형성될 수 있음을 부연 제시한다. 결국 네오클라우드 비즈니스에 있어서 핵심은 대상 고객이 연간 지속적 에이전트 사업을 영위하고, 이는 월간 구독료에 의거한 이익 창출력에 대한 강도가 증가해야 동사와 같은 업체들이 관련 매출에 대한 중기 이상 지속력 및 성장 잠재력을 확보할 수 있다는 점을 재강조하며, 해당 관점에서 동사는 프런티어 업체 중심 탑라인 확장성을 발현해 피어 대비 경쟁우위와 기업가치 증가를 마련할 여지가 존재한다 결론 낼 수 있겠다.

동사 실적 및 밸류에이션 관련 종합 판단

당사는 동사 내재가치 시뮬레이션 결과치로 571 억달러를 제시하며 이는 30E 기준 Active Power 7.6GW, Contracted Power 10.3GW, 시간당 프라이스 1.3USD/kWh 등을 기제로 해 매출액 845 억달러를 추정하고, D&A 는 상각연수 6.19 년을 반영한 388 억달러로 예상하며, 이를 감안한 영업이익 181 억달러와 OPM 21.5%를 전망한다. 이자비용은 인플레이션 변수와 전환사채 등을 감안한 중립 수준인 8.8%를 적용한 107 억달러를 반영했는데, 총 부채는 연간 EBITDA 레버리지 효과를 감안해 30E 기준 CAPEX 에서 EBITDA 를 차감한 금액이 마이너스로 턴하는 시작 연도로 전망하면서, 연간 부채 증가액도 점차 줄어드는 가운데 전체 부채는 29E 시점을 정점으로 하향 안정화될 것으로 예상하였다. 30E 기준 순이익은 67 억달러를 전망하며 이에 내재 PER 15 배와 연 할인율 15%를 적용해 내재가치를 산정한 바, 할인율 수준은 최근 동사 채권수익률 상승에 따른 사안을 감안했고, 내재가치 기준 동사 업사이드 포텐셜은 충분하다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.14): \$65.78

목표주가 컨센서스: \$142.96

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
69%	27%	4%

Stock Data

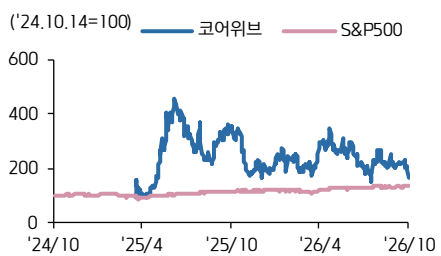
산업분류	IT 서비스
S&P 500 (10/14)	7,718.94
현재주가/목표주가	65.78 / 142.96
52주 최고/최저 (\$)	150.4 / 59.51
시가총액 (백만\$)	36,280
유통주식 수 (백만)	373
일평균거래량 (3M)	31,110,477

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	-	5,131	12,906	26,539
영업이익	-	666	995	4,054
OPM(%)	-	13.0	7.7	15.3
순이익	-	-606	-2,124	-1,009
EPS	NULL	-1.4	-3.8	-1.9
증가율(%)	-	적전	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	NULL	10.8	6.7	8.9
ROE(%)	NULL	-	-	-
배당수익률(%)	NULL	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-2.7	-13.9	-41.3	-49.9
S&P Index	12.8	1.3	10.8	16.2



자료: Refinitiv 컨센서스, 키움증권 리서치

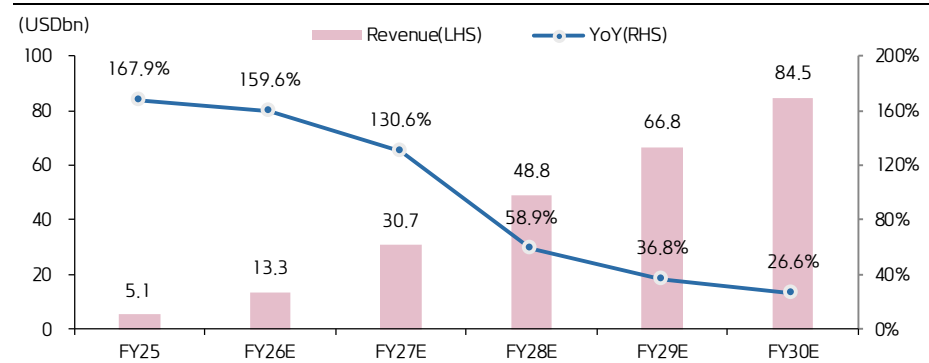
코어위브 내재가치 시뮬레이션

(십억달러)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Revenue	5.1	13.3	30.7	48.8	66.8	84.5
%YoY	167.9%	159.6%	130.6%	58.9%	36.8%	26.6%
Operating expenses	5.2	12.8	26.6	40.6	53.9	66.4
Cost of revenue	1.5	4.5	10.0	15.3	20.0	24.3
Technology and infrastructure	2.9	7.2	15.2	23.4	31.5	39.4
Sales and marketing	0.1	0.4	0.8	1.2	1.6	1.9
General and administrative	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Operating income	0.0	0.5	4.1	8.2	12.9	18.1
Operating margin	-0.9%	4.1%	13.2%	16.8%	19.3%	21.5%
Income before income taxes	-1.2	-2.6	-2.7	-1.1	2.3	7.4
Provision for income taxes	0.0	0.3	0.1	0.0	0.1	0.7
Income tax rate	3.9%	-10.9%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
Net income	-1.2	-2.8	-2.9	-1.1	2.2	6.7
Net income margin	-22.7%	-21.3%	-9.3%	-2.2%	3.3%	7.9%
내재 PER(배)						15.0
내재가치						57.1

주: 내재가치는 FY26E 현재가치로 산정 (연 할인율 15% 적용)

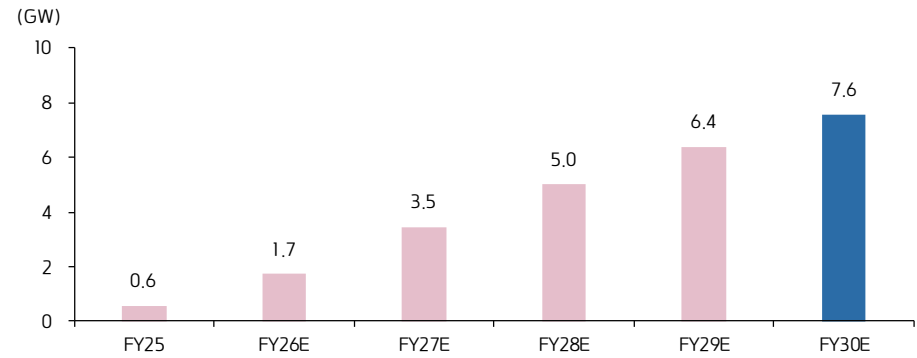
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 매출 및 증가율



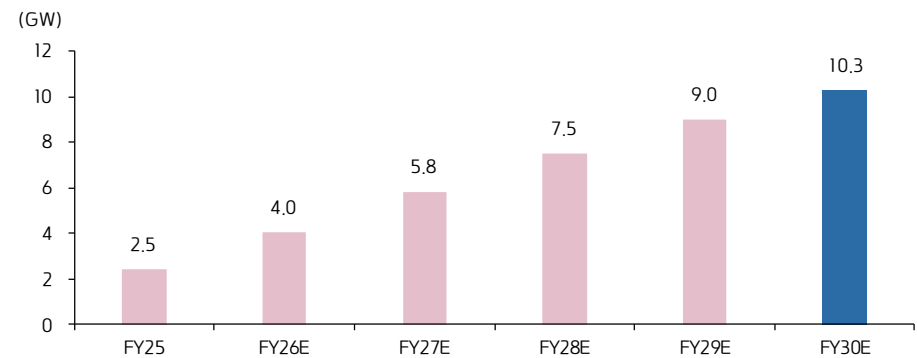
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어워브 연간 Active Power



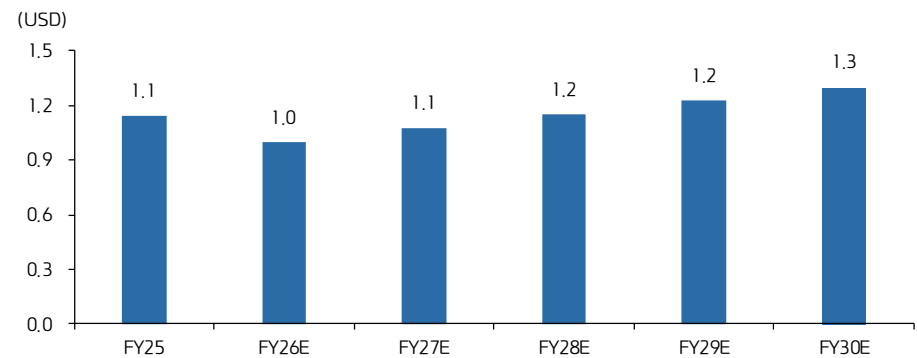
주: 해당 연도 분기별 수치 평균 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어워브 연간 Contracted Power



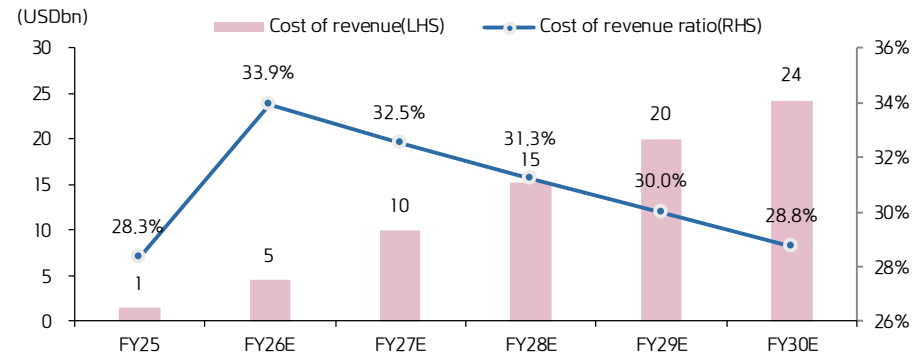
주: 해당 연도 분기별 수치 평균 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어워브 연간 시간당 프라이스



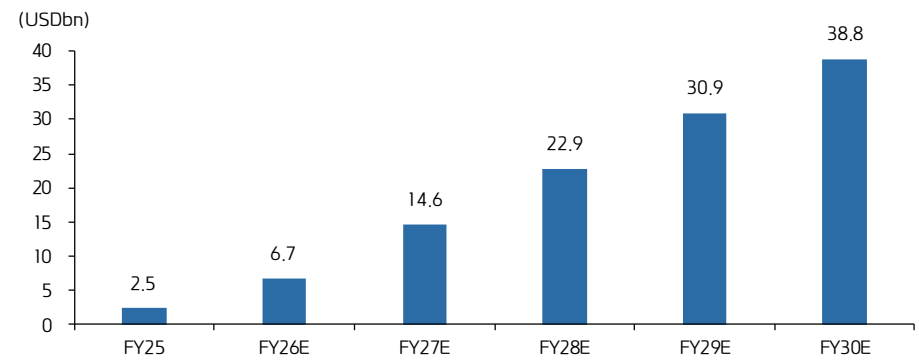
주1: USD/kWh 기준
주2: 차세대 GPU 탑재 등을 감안한 향후 우상향 기초
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 매출원가 및 매출원가율



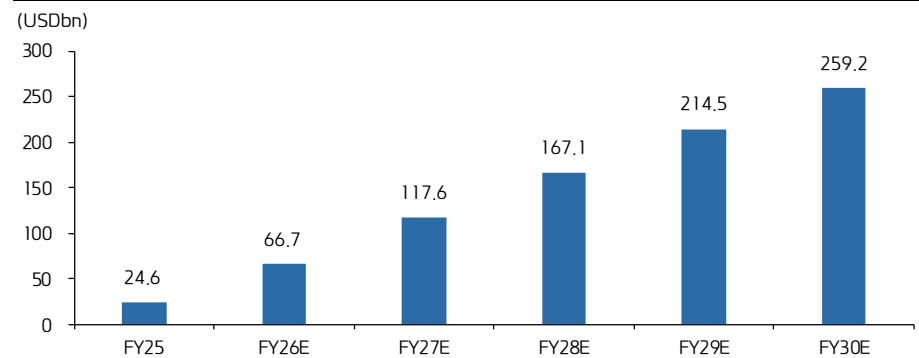
주: 가동률 상승 및 규모의 경제 효과 등을 반영한 향후 우하향 기초
 자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 D&A



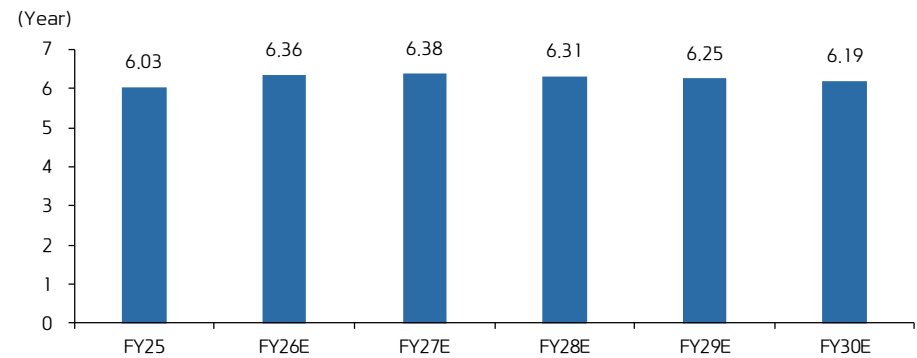
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 유형자산



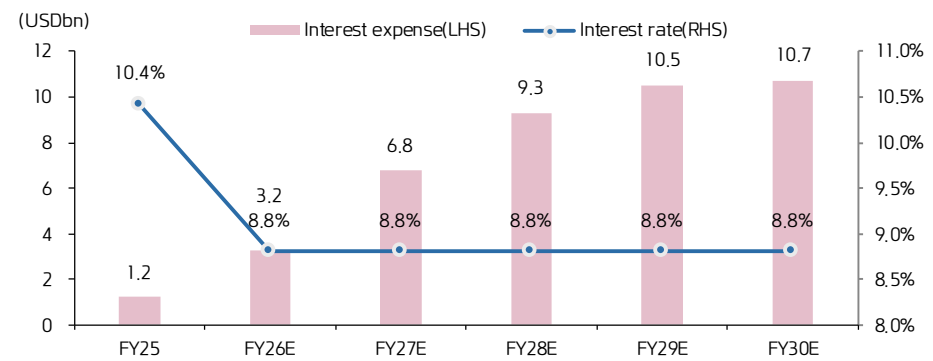
주1: 연말 기준
 주2: 건설중인 자산 제외 기준
 자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 상각연수



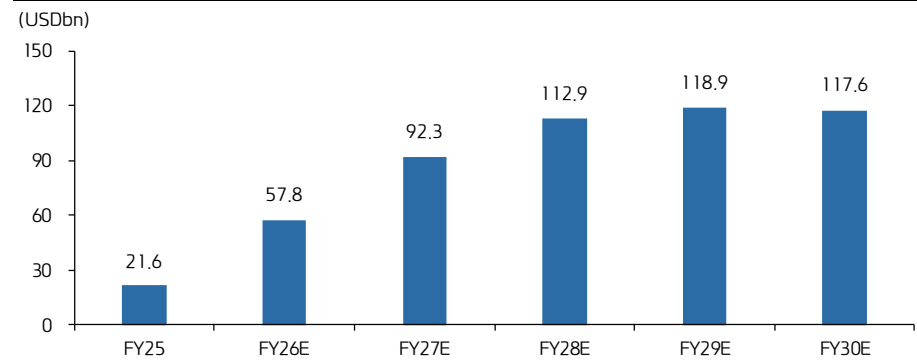
주: 6년 상각기간을 감안한 향후 노멀라이즈 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 이자비용 및 이자율



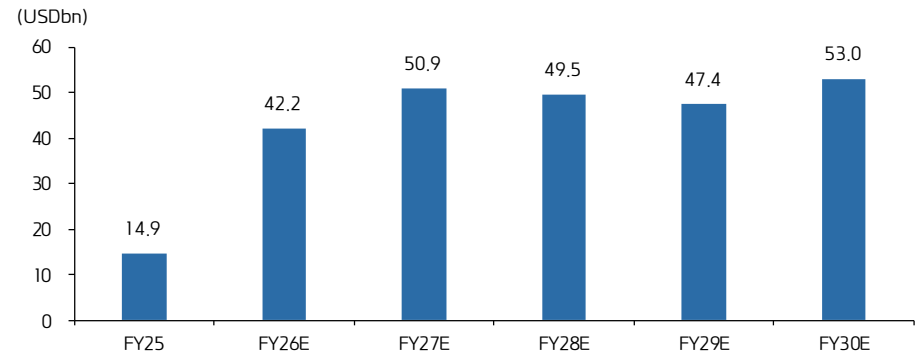
주: 인플레이션 변수 및 전환사채 발행 등을 감안한 연간 중립적 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 총 부채



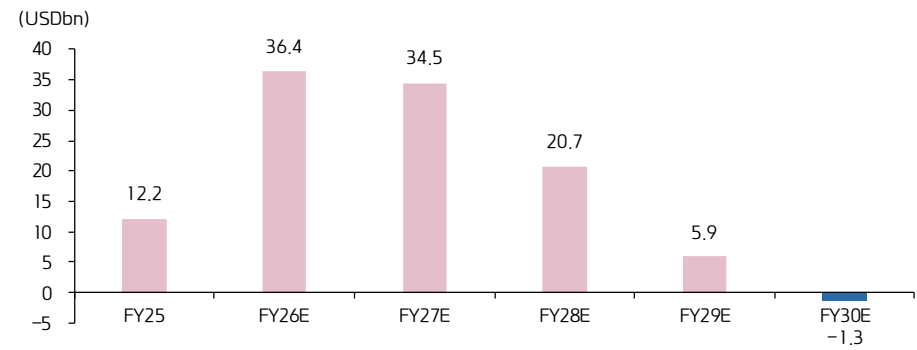
주1: 기말 기준
주2: 분기별 CAPEX 대비 EBITDA 차감 로직 반영
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 CAPEX



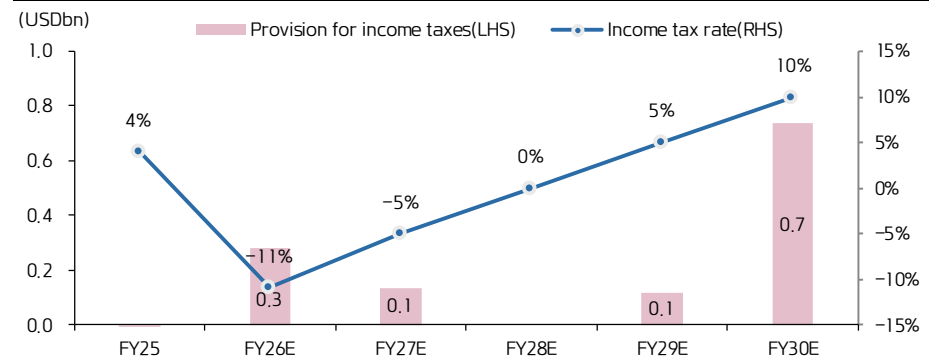
주: 6년 대체 주기로 FY24 CAPEX 금액을 FY30E 시점에 추가
 자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 CAPEX - EBITDA



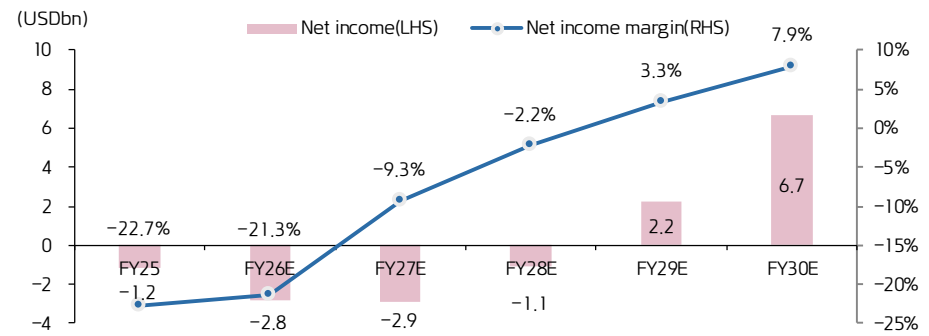
주: 해당 분기 CAPEX에서 직전 분기 EBITDA를 차감한 수치를 분기별 합산한 기준
 자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 법인세 및 법인세율



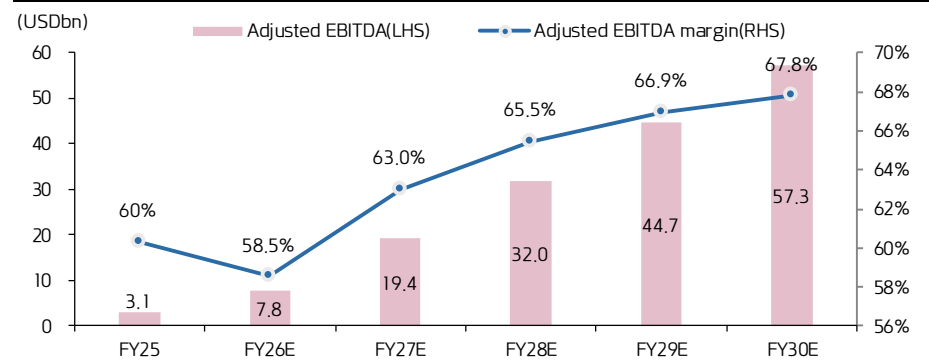
주: NOL 및 Valuation Allowance 등을 감안
 자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 연간 순이익 및 순이익률



자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

코어위브 조정 EBITDA 및 조정 EBITDA 마진율



자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

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.