인터넷/게임 Analyst 김진구



코어위브 (CRWV.US)

대마는 쉽게 죽지 않는다

- 데이터센터 규제에 따른 액티브 파워 보유 업체의 바게닝 파워 증대
- 동사는 선두 네오클라우드 업체로 액티브 파워 기반 가격 협상력 확보
- 오픈AI와 사업적 협력을 통한 장기 컨트랙트 중심 완충 작동도 긍정적

규제 영향에 대한 종합 판단이 요구

블루 웨이브 이후 데이터센터 규제 변수가 확산되고 있지만 당사는 이에 대해 균형있는 시각을 가질 필요가 있음을 재강조하며, 이는 관련된 규제 리스크가 증가하면 액티브 파워를 가진 업체의 바게닝 파워가 올라갈 수 있고, 이는 프라이스 업사이드로 작동할 수 있으며, 동사의 진행 계약 중 연간 4 천만달러/MW 및 최대 5 년 계약 기준 2.5 천만달러/MW 가격이 형성된 바, 이를 환산해보면 각각 4.6 달러/kWh 및 2.9 달러/kWh 이며, 3 분기 동사의 평균 액티브 파워 가격이 1.04 달러/KWh 인 점과, 4 분기 가이던스를 연계한 프라이스가 1.24 달러/kWh 에 근접하는 등 탄력성이 확인되고 있다. 산업 측면에서 미국은 AI 대전에서 중국과 치열한 경합을 가져가야 하기에 데이터센터 규제 강도를 유지할 수 없는 점도 인지해야 하며, 데이터센터의 전략적 자산 가치와 해외 이전에 따른 개인정보 보호 이슈 및 통제 저감 변수 등을 고려시 의미있는 해외 이전은 현실적으로 불가하다는 점을 적시한다. 이에 시간이 지날수록 규제 효과는 저감되는 가운데 고객 선점에 따른 협상력이 유지되면서 동사의 입지 및 수익성은 개선될 것으로 조망한다. 동사의 전략적인 핵심 고객인 오픈 AI 와 계약이 총 224 억달러에 달하는 등 양사간의 협력은 긴밀한 상황이며, 이에 향후 단기 수요 저감시 이를 장기 계약에 기반한 수요로 스위치 할 수 있다는 점도 우위로 작동할 것이다. 단기적인 데이터센터 규제는 하이퍼스케일러 여분 활용을 촉진해 공급 증가 우려도 저감시킬 것이며 동 기제로 동사 30E 기말 기준 액티브 파워도 7GW 로 조정하였다.

동사 기업가치 분석 및 종합 판단

당사는 동사 내재가치 시뮬레이션 결과치로 520 억달러를 제시하며 이는 30E 순이익 61 억달러에 내재 PER 15 배 및 연간 할인율 15%를 적용한 올해 기준의 현재가치이며, 최근 채권수익률 급등을 할인율에 투영했지만 향후 해당 수익률 안정시 기업가치의 추가 트리거로 작동할 반대급부가 존재한다 할 수 있다. 30E 기준 프라이스는 1.35 달러/kWh 를 전망하며, 최근 계약 상황 및 차세대 GPU 믹스 변화 등을 감안시 합리적 수준으로 판단한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.11.12): $56.6
목표주가 컨센서스: $117.2

▶ 투자의견 컨센서스



Stock Data

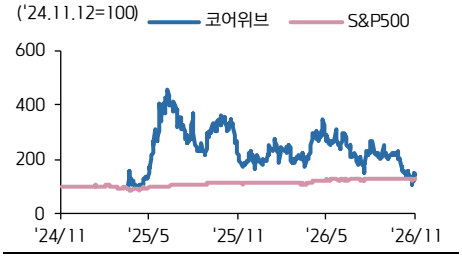
산업분류	IT 서비스
S&P 500 (11/12)	7,592.40
현재주가/목표주가	56.6 / 117.2
52주 최고/최저 ($)	138.25 / 40.58
시가총액 (백만$)	31,217
유통주식 수 (백만)	373
일평균거래량 (3M)	45,212,457

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	-	5,131	13,049	26,997
영업이익	-	666	1,241	4,541
OPM(%)	-	13.0	9.5	16.8
순이익	-	-606	-2,055	-1,013
EPS	NULL	-1.4	-3.7	-1.9
증가율(%)	-	적전	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	NULL	10.8	6.5	7.8
ROE(%)	NULL	-	-	-
배당수익률(%)	NULL	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-21.0	-29.5	-47.5	-33.7
S&P Index	11.3	-2.5	2.8	11.3



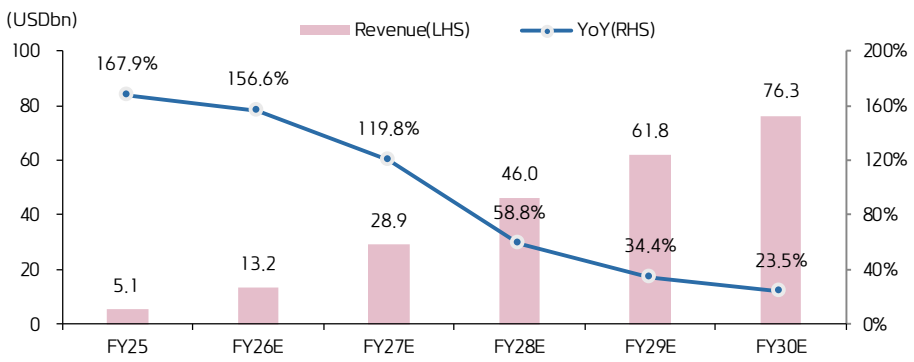
자료: Refinitiv 컨센서스, 키움증권 리서치

코어위브 내재가치 시뮬레이션

(십억달러)	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Revenue	5.1	13.2	28.9	46.0	61.8	76.3
%YoY	167.9%	156.6%	119.8%	58.8%	34.4%	23.5%
Operating expenses	5.2	12.6	24.4	37.5	49.5	60.3
Cost of revenue	1.5	4.4	9.4	14.4	18.5	21.9
Technology and infrastructure	2.9	7.2	13.6	21.4	28.9	36.1
Sales and marketing	0.1	0.3	0.6	0.9	1.2	1.3
General and administrative	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Operating income	0.0	0.5	4.5	8.4	12.3	16.0
Operating margin	-0.9%	4.0%	15.6%	18.4%	19.9%	21.0%
Income before income taxes	-1.2	-2.4	-1.2	0.4	3.2	6.7
Provision for income taxes	0.0	0.3	0.1	0.0	0.2	0.7
Income tax rate	3.9%	-11.9%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
Net income	-1.2	-2.7	-1.3	0.4	3.0	6.1
Net income margin	-22.7%	-20.2%	-4.5%	0.9%	4.8%	8.0%
내재 PER(배)						15.0
내재가치						52.0

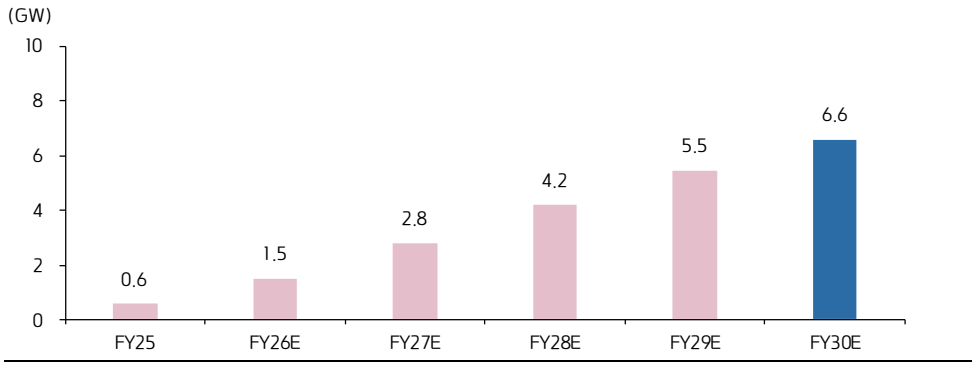
주: 내재가치는 FY26E 현재가치로 산정 (연 할인율 15% 적용)
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 매출 및 증가율



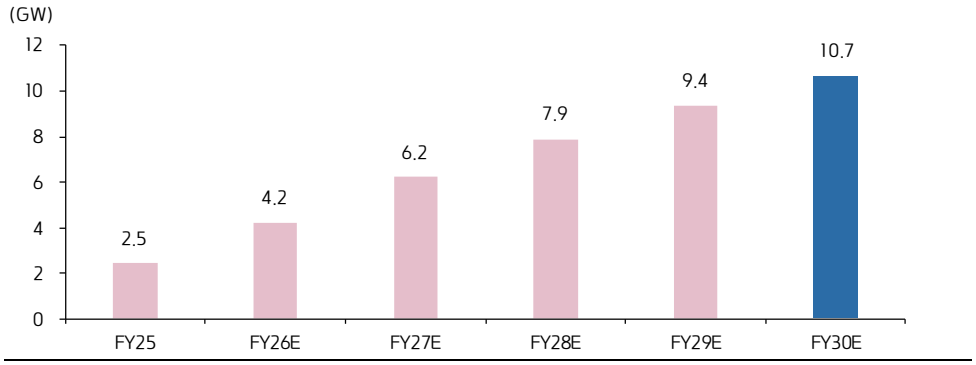
주: 내재가치 시뮬레이션 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 Active Power



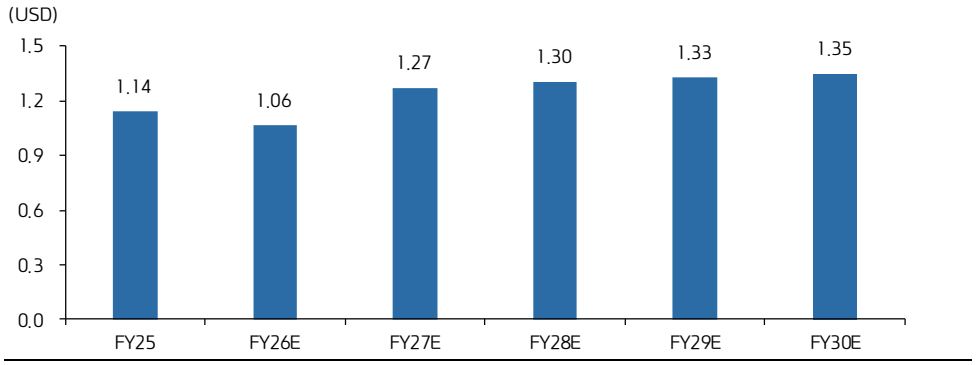
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: 해당 연도 분기별 수치 평균 기준
주3: FY30E 기말 기준 Active Power 7GW 설정
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 Contracted Power



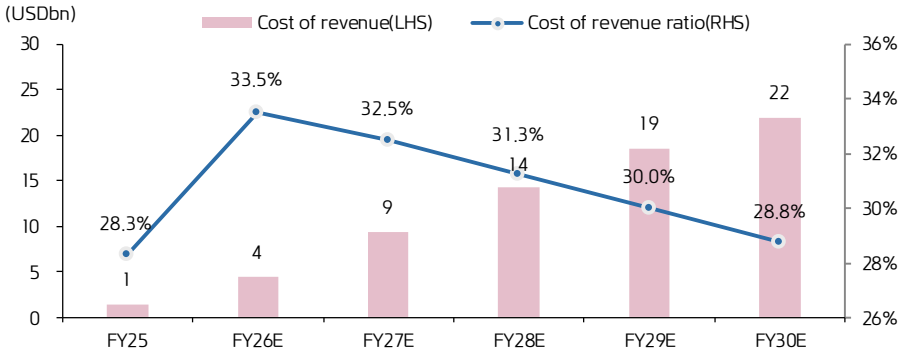
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: 해당 연도 분기별 수치 평균 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 시간당 프라이스



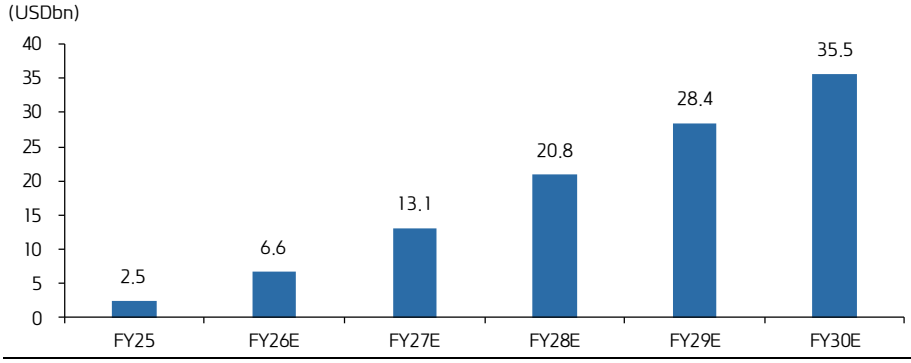
주1: USD/kWh 기준
주2: 내재가치 시뮬레이션 기준
주3: 차세대 GPU 탑재 등을 감안한 우상향 기조
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 매출원가 및 매출원가율



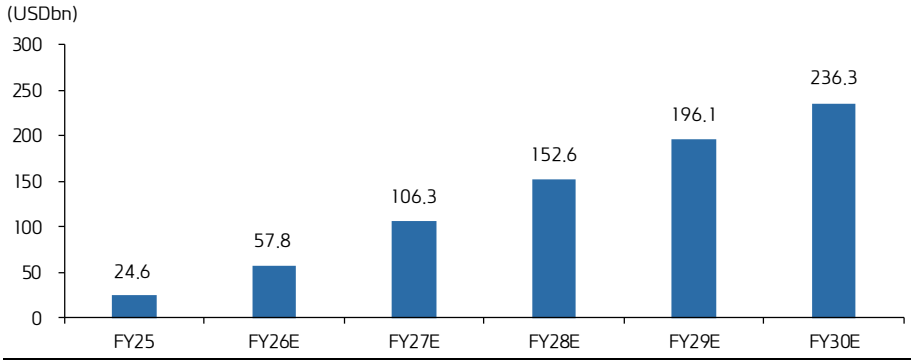
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: 가동률 상승 및 규모의 경제 효과 등을 반영한 우하향 기조
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 D&A



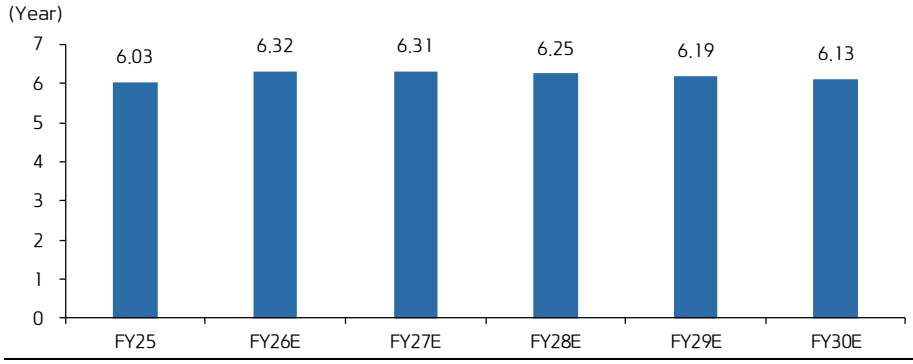
주: 내재가치 시뮬레이션 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 유형자산



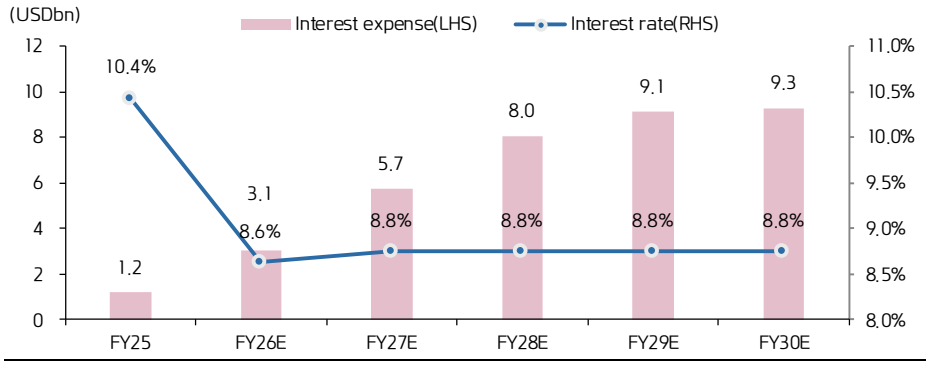
주1: 연말 기준
주2: 건설중인 자산 차감 기준
주3: 내재가치 시뮬레이션 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 상각연수



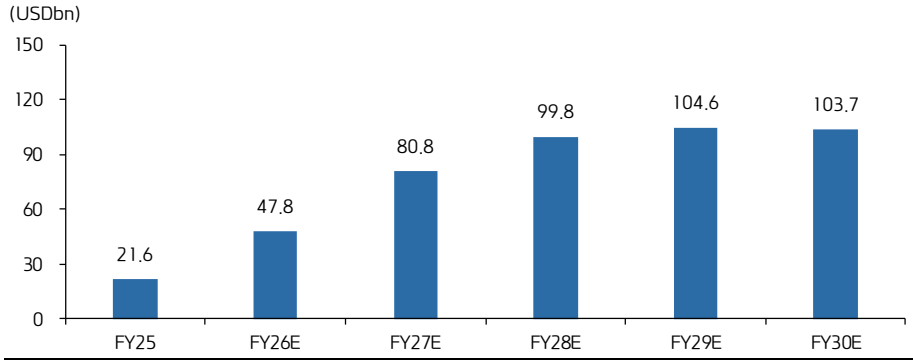
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: GPU 중심 6년 상각기간을 감안한 블렌디드 노멀라이즈 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 이자비용 및 이자율



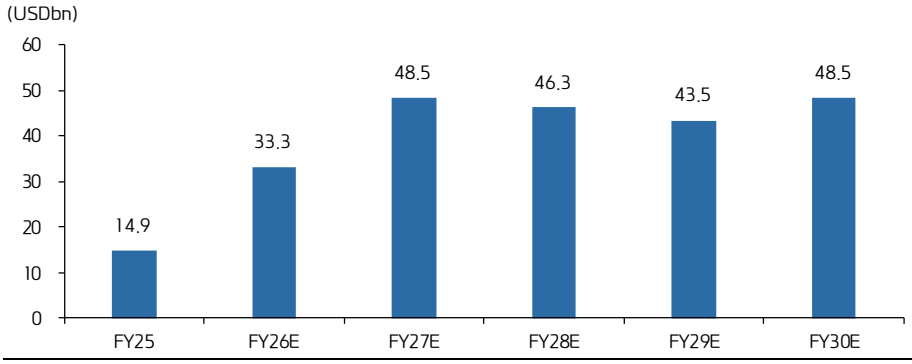
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: 인플레이션 변수 및 전환사채 발행 등을 감안한 연간 중립적 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 총 부채



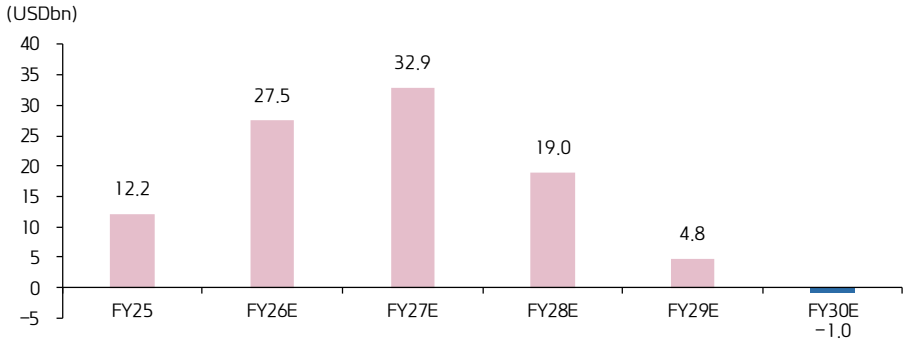
주1: 기말 기준
주2: 내재가치 시뮬레이션 기준
주3: 분기별 CAPEX 대비 EBITDA 차감 로직 반영
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 CAPEX



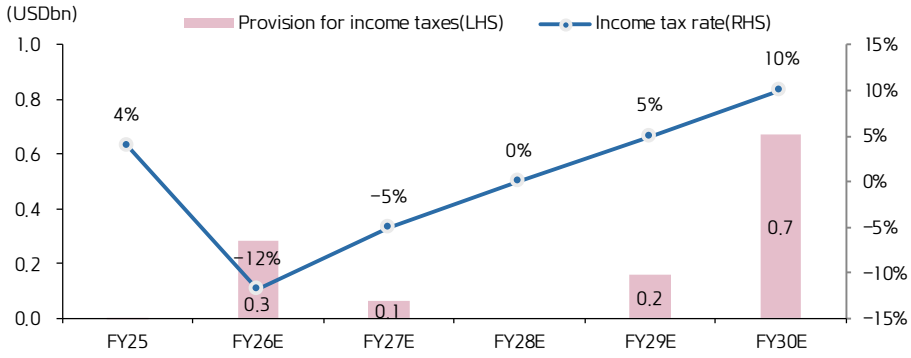
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: 6년 대체 주기로 FY24 CAPEX 금액을 FY30E 시점에 추가
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 CAPEX – EBITDA



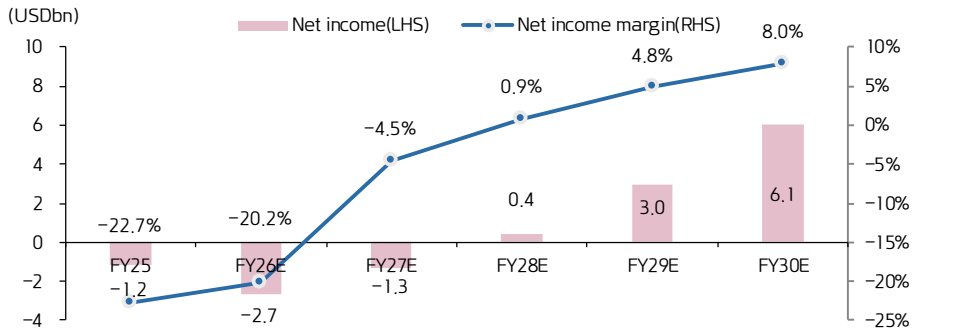
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: 해당 분기 CAPEX에서 직전 분기 EBITDA를 차감한 수치를 합산한 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 법인세 및 법인세율



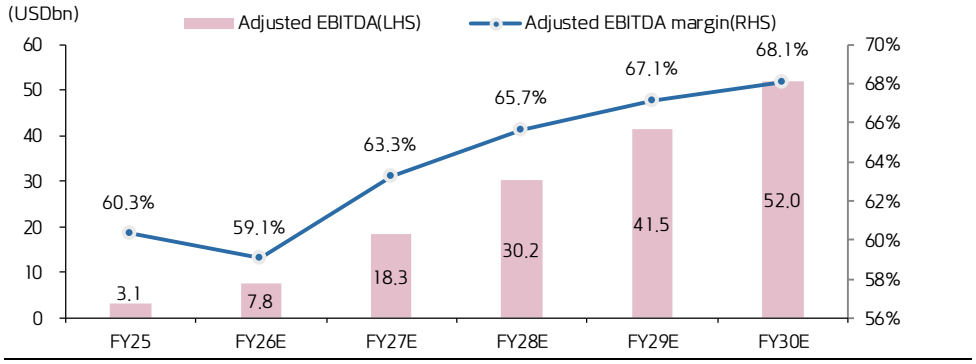
주1: 내재가치 시뮬레이션 기준
주2: NOL 및 Valuation Allowance 등을 감안
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 연간 순이익 및 순이익률



주: 내재가치 시뮬레이션 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

코어위브 조정 EBITDA 및 조정 EBITDA 마진율



주: 내재가치 시뮬레이션 기준
자료: CoreWeave, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 11월 12일 현재 보고서에 언급된 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에서 언급된 기업의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.