

2026.08.20

US Sector Analysis

DS 미국주식



이규원 해외주식/ETF
02-709-2674
kw.lee@ds-sec.co.kr

강근재 연구원
02-709-2667
Kgg812@ds-sec.co.kr

네오클라우드: 4년 간 매출 10배 성장도 가능합니다

2Q26 네오클라우드 실적: 이미 높은 P, 앞으로 높아질 Q

컴퓨팅 가격이 매우 높다. Nebius(이하 'NBIS')의 2Q 신규 계약 컴퓨팅 가격은 \$20~25Mn/MW 로 연초 제시한 장기계약 (\$12mn/MW) 에서 2 배 증가했다. 이에 더해 단기계약은 최대 50Mn/MW 에 체결됨을 언급했다. 하반기 Vera Rubin 배치가 본격화되면 실적은 한 층 더 좋아질 전망이다.

하반기부터 데이터센터 활성용량(Q)이 탑라인 성장을 주도할 것이다. 현재 NBIS 활성용량은 0.3GW 로 추정되는데 '27 년부터 매년 1GW 씩 가동될 예정이다. CoreWeave(이하 'CRWV')는 2Q 에 활성용량이 50% 증가하여 1.5GW 를 기록했는데 계약용량(4.2GW)이 점차 활성용량으로 전환될 예정이다. 컴퓨팅 가격이 높은 상황에서 신규 가동이 확대되는 '27 년부터 네오클라우드의 공급은 크게 달라질 것이다.

요즘 데이터센터는 '남돈내산'으로 구축됩니다

고객 선금금과 확정 계약 담보 대출을 통해 네오클라우드의 자본조달 비용은 크게 감소하게 된다. 2Q26 NBIS 는 체결된 계약의 약 70%에 고객 선금금이 포함되었으며, 선금금을 통해 관련 계약에 필요한 CapEx 의 50~60%를 충당한다고 언급했다. 대략 계산해보면 CapEx 의 35~42%를 고객이 부담하는 상황이다. 이에 더해 NBIS 는 이미 설치된 GPU 와 투자등급 고객 계약에서 발생하는 현금흐름을 담보로 SOFR+ 250bp 로 자금을 조달했다. 업황이 매우 좋은 가운데 자본조달 비용도 감소한 영향으로 CapEx 및 운영비의 회수 기간이 기존 24~36 개월에서 22 개월로 단축됐다.

2030년 NBIS, CRWV의 AI컴퓨팅 매출은 '26년 대비 각각 23배, 6.5배 증가 예상

29 년까지 CRWV 가 계약 용량(4.2GW)을 모두 가동하고 올해 말 NBIS 활성용량 0.8GW(추정)에 매년 1GW 씩 추가 가동을 가정하면 30 년 CRWV, NBIS 양사 연간 AI 컴퓨팅 매출은 각각 \$84Bn(4.2GW * \$20Bn/GW), \$76Bn(3.8GW * \$20Bn/GW)에 달하게 된다.

최근 NVIDIA 가 GPU 파이낸싱을 금융시장으로 확장하려는 움직임은 장기적으로 'GPU 가격 하락 → 신용리스크'의 연결고리를 만들 수 있다. 다만 이는 장기적 위험에 가까운 만큼, 지금은 GPU 파이낸싱이 강화하는 AI 인프라 투자 사이클을 수익 기회로 활용할 필요가 있다.



네오클라우드 산업 정리

AI워크로드에 최적화된 클라우드

네오클라우드

: AI모델의 훈련, 추론 등 대규모 병렬 연산에 최적화된 클라우드

네오클라우드는 쉽게 말해 AI와 HPC(High Performance Computing, 대규모 연산을 빠르게 병렬 처리하는 고성능 컴퓨팅)에 특화된 클라우드 사업자다. AWS, Azure, GCP 등 전통 클라우드 사업은 기업이 서버, 스토리지, 네트워크 등 IT 인프라를 구축하고 보유하는 대신 클라우드 사업자가 구축한 IT 환경을 사용할 수 있도록 제공하는 사업이다. 하이퍼스케일러는 이러한 인프라 제공에서 출발해 데이터베이스, 데이터 분석, 보안, 개발도구, 기업용 Software까지 사업 범위를 넓혀왔다. 반면 CoreWeave와 Nebius 같은 네오클라우드는 이러한 범용성을 추구하기보다 처음부터 AI 모델의 훈련, 추론처럼 막대한 GPU 연산이 필요한 워크로드를 빠르고 효율적으로 처리하는 데 집중한다. 즉 하이퍼스케일러가 다양한 기업 IT 수요를 모두 포괄하는 범용 클라우드라면, 네오클라우드는 GPU 기반의 고성능 병렬연산에 특화된 전문 클라우드에 가깝다.

초기에는 GPU 임대 사업에 가까웠으나 최근 SW 역량 강화중

AI에 특화됐다는 것은 단순히 최신 GPU를 많이 확보했다는 의미보다 훨씬 포괄적이다. 대형 AI 모델을 훈련하려면 수천~수만 개의 GPU가 하나의 거대한 컴퓨터처럼 작동해야 하는데, 이를 위해서는 GPU 뿐 아니라 고속 네트워크, 대용량 스토리지, 전력 및 냉각 인프라와 같은 HW와 수많은 GPU에 작업을 효율적으로 배분하는 스케줄링, 오케스트레이션 SW가 함께 최적화되어야 한다. 초기 네오클라우드는 베어메탈(가상화 없이 물리 서버를 고객에게 직접 할당)이나 전용 GPU클러스터를 임대하는 GPU 임대 사업에 가까웠지만, 최근에는 효율적인 GPU 관리 및 클러스터 운영을 위해 Infrastructure SW를 강화하고 모델의 실행과 추론 서비스까지 지원하는 방향으로 영역을 확장 중인 것이 이와 관련있다.

표1 네오클라우드와 범용클라우드 비교

기업명	네오클라우드	하이퍼스케일러의 범용클라우드
주요 사업자	CoreWeave, Nebius, Iren, Nscale * 암호화폐 채굴을 목적으로 GPU클러스터를 보유한 다수의 채굴 기업이 인프라를 바탕으로 네오클라우드 사업에 진출	Amazon(AWS), Microsoft(Azure), Alphabet(GCP)
사업 목적	AI 훈련, 추론 등 AI워크로드에 특화된 컴퓨팅 제공	기업의 전반적인 IT 환경을 제공
서비스 형태	초기: Bare Metal, 전용 GPU Cluster 등 GPU 임대 중심 현재: GPU 클러스터 운영 SW, Managed Inference 등 상위 서비스로 확대 중	초기: 기업용 IT 인프라 임대에서 출발했으며 이후 DB, Analytics, Security, 개발환경 등 기업 IT 전반을 관리하는 Platform 및 Software Service로 확장 현재: 기존 클라우드 스택에 AI 개발, 학습, 추론 서비스를 추가
인프라 설계	대규모 GPU Cluster와 이를 연결하는 고속 Network, Storage 중심	CPU, GPU, Storage, DB 등 다양한 워크로드를 지원하는 범용 인프라
주요 경쟁력	(1) 최신 GPU 확보 (2) 대규모 Cluster 구축 (3) AI Workload 최적화	(1) 거대한 인프라 및 고객 기반의 규모의 경제 (2) HW와 SW를 아우르는 통합 클라우드 스택 (3) 반도체 등 자체 HW를 통한 효율화
AI가속기 전략	NVIDIA GPU 중심으로 최신 제품을 빠르게 도입	NVIDIA GPU와 자체 ASIC을 병행

자료: DS투자증권 리서치센터

네오클라우드의 든든한 지원자, NVIDIA

NVIDIA는 지분투자, 신제품
우선 제공 등의 방식으로
네오클라우드 생태계 지원

NVIDIA는 네오클라우드의 든든한 지원자이자 생태계를 사실상 설계해왔다. 가장 직접적으로는 CoreWeave, Nebius 지분을 각각 10.7%, 9.3%(Nebius는 향후 워런트를 통해 취득 가능한 주식 포함) 보유하는 등 두 회사가 적자 구간에서도 사업을 영위할 수 있도록 투자해왔다. 투자 외에도 양사에 Vera Rubin 등 차세대 제품을 우선 제공하여 경쟁력을 갖추 수 있도록 지원하고 있다. 실제로 메타와 하이퍼스케일러 3사는 NVIDIA의 차세대 제품을 더 많이 확보하기 위해 네오클라우드와 계약을 체결하고 있다. 이 외에도 CoreWeave 등은 NVIDIA의 수요 보증 및 신용 보장을 통해 자본 조달 비용을 낮출 수 있었다.

NVIDIA는 수요층 다변화 및
AI풀스택 경쟁에서 앞서가
기 위해 네오클라우드 지원

NVIDIA가 네오클라우드 생태계를 지원하는 1차적인 이유는 고객사이자 잠재 경쟁사인 하이퍼스케일러 외 수요층을 다변화하기 위함이다. 그리고 더 나아가 네오클라우드를 NVIDIA가 AI Full-stack을 완성하는 과정에서 중요한 의미를 갖는다. AI풀스택은 에너지/데이터센터, AI HW, Infrastructure Software, 클라우드, AI모델, Application까지 여러 Layer를 연결해 시스템 전체의 성능과 연산 효율을 최적화하는 구조다. NVIDIA는 AI HW와 Infrastructure Software에서, Alphabet은 클라우드와 Application에서, OpenAI는 모델과 Application에서 출발했지만 최근에는 모두 사업을 확장하고 있다. 결국 각 Layer를 개별적으로 최적화하는 것보다 HW부터 모델까지 함께 설계할수록 성능과 비용 효율을 높일 수 있다는 점이 풀스택 경쟁을 촉진하고 있다.

풀스택의 내재화만 수준만 놓고 보면 Alphabet이 가장 앞서 있으며, NVIDIA는 OpenAI보다 내재화 범위는 넓지만 클라우드와 Application 영역에서 상대적으로 약하다. 향후 Alphabet은 데이터센터, 클라우드, TPU, AI모델(Gemini), Application까지 대부분의 Layer를 연결해 상대적 열위인 HW 성능을 시스템 최적화로 보완할 수 있다. 반대로 NVIDIA는 압도적인 AI HW와 CUDA 경쟁력을 보유했지만 이를 실제로 고객이 사용하는 클라우드까지 연결하지 못할 경우 장기적으로 AI HW의 수익화와 생태계 지배력이 훼손될 수 있다. 이러한 상황에서 NVIDIA는 직접 범용 클라우드를 구축하기보다 네오클라우드를 통해 자신의 HW, SW를 중심으로 한 클라우드 환경을 확대하려 노력 중이다.

표2 NVIDIA, Alphabet, OpenAI의 AI Full-Stack 경쟁력 (◎: 높음, ○: 보통, △: 낮음)

AI Full-Stack Layer	NVIDIA	Alphabet	OpenAI
Energy & Data Center	△ 직접 운영보다 설계, 파트너 투자 중심	◎ 글로벌 데이터센터 및 전력 인프라 직접 운영	○ Stargate 중심으로 대규모 용량 확보, 운영은 파트너사(Oracle, SoftBank)에 의존
AI HW & Systems	◎ GPU, CPU, DPU + 네트워킹(NVLink, InfiniBand, Spectrum-X)	○ TPU, 자체 설계 CPU(Axion) + 자체 Network를 통한 TPU Pod 구축	△ 외부 HW 활용 + 자체 AI HW 개발 착수
Infrastructure Software	◎ CUDA, TensorRT, Dynamo, Run:ai 등 HW 운영부터 추론 최적화까지 폭 넓게 보유	○ Pathways, JAX, XLA, GKE 등 자체 HW와 공동설계된 AI 운영 SW 보유	△ 훈련, 추론을 위한 자체 운영 SW를 개발하지만 내부 사용에 그침
Cloud Platform	○ CoreWeave, Nebius 등 네오클라우드 생태계를 구축하고 DGX Cloud를 통해 하나의 플랫폼으로 연결	◎ Google Cloud를 직접 운영	△ 외부 클라우드 활용
AI Models	○ Nemotron 등 오픈소스 모델	◎ Gemini 계열 프론티어 모델	◎ GPT 계열 프론티어 모델
Applications	△ Omniverse, Isaac, DRIVE 등 산업용 중심 소비자용은 제한적	◎ Search, Youtube, Workspace, Gemini App 등	◎ ChatGPT, Codex 등

자료: DS투자증권 리서치센터

네오클라우드의 손익 구조

매출은 컴퓨팅 단가(P)와
활성 컴퓨팅 용량(Q)로
결정됨

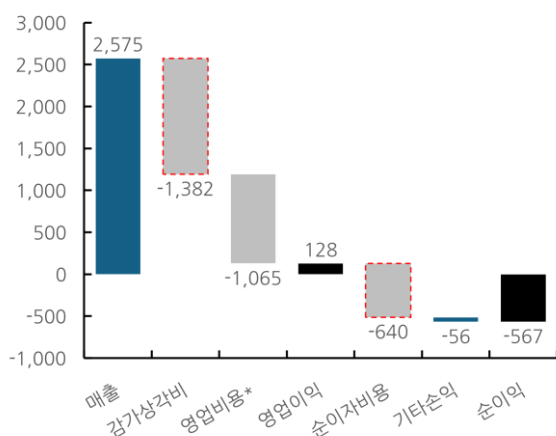
네오클라우드의 경제성은 기본적으로 컴퓨팅 단가(P)와 활성 컴퓨팅 용량(Q)에 의해 매출이 결정되고, 여기에서 인프라 구축과 운영에 필요한 비용을 차감하는 구조로 이해할 수 있다. 특히 비용 측면에서는 두개의 구조적인 항목이 중요하다. 첫째는 GPU와 서버의 감가상각비이고, 둘째는 이를 구입하기 위해 자본을 조달하는 과정에서 발생하는 이자비용이다. 전력비용, 인건비 등 다른 비용도 존재하지만 네오클라우드가 높은 EBITDA를 기록하면서도 이익과 FCF가 상대적으로 약한 이유는 감가상각비와 이자비용에 있다.

감가상각비와 이자비용
부담이 높은 사업

2Q26 CoreWeave의 매출은 \$2.58Bn, 조정 EBITDA는 \$1.51Bn으로 EBITDA 마진이 59%에 달했지만 같은 분기 D&A는 \$1.38Bn, 순이자비용은 \$640Mn이었다. Nebius도 매출 \$582Mn, 조정 EBITDA는 \$236Mn지만 그룹 D&A \$260Mn, 이자비용 \$68Mn이 발생했다. 즉 현금창출 마진은 높지만 그 본업을 만들기 위해 투입한 자본의 비용도 큰 사업이라고 보는 것이 정확하다.

향후 네오클라우드가 수익성을 높일 수 있는 길도 여기에서 나온다. (1) 동일한 GPU에서 더 많은 매출을 만들고 (2) 더 많은 GPU 컴퓨팅 용량을 제공하고 (3) GPU를 더 오래 수익화하고 (4) GPU를 구매에 필요한 자본조달 비용을 낮추면 된다. 후술할 2Q26 실적에서는 이러한 변화가 모두 나타나기 시작했다.

그림1 2Q26 CoreWeave 실적(단위: \$Mn)

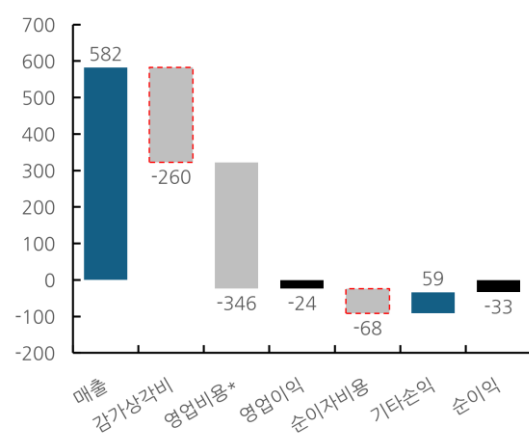


자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

주: 영업비용은 감가상각비를 제외한 영업비용

주: 기타손익에는 세금 포함

그림2 2Q26 Nebius 실적(단위: \$Mn)



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

주: 영업비용은 감가상각비를 제외한 영업비용

주: 기타손익에는 세금 포함

2Q26 네오클라우드 실적: 이미 높은 P, 앞으로 높아질 Q

P 상승 요인(1) 컴퓨팅 수요 폭증

컴퓨팅 수요 폭증 속에
P는 연초보다 2배 상승
단기계약 단가는 최대 4배
까지 상승

2Q26 CoreWeave, Nebius는 시장 기대를 상회하는 실적을 발표했다. P(AI컴퓨팅 가격)가 크게 상승한 가운데 Q(컴퓨팅 용량)도 본격적으로 확대되기 시작했다. 이는 핵심이다.

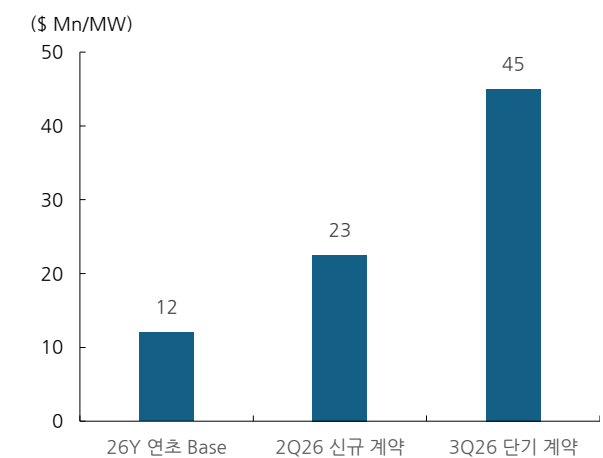
우선 근본적인 P 상승 요인은 컴퓨팅 수요 폭증이다. Nebius가 2Q 체결한 Core AI Cloud 계약의 MW당 연간 계약가치(ACV)는 평균 \$20mn을 상회했으며, 단기 용량 경매에서는 \$40~50mn/MW 수준으로 거래되었다. 연초 Base로 제시한 장기계약 가격 \$12mn/MW와 비교해서 가격이 크게 상승한 것이다. 여기에 현재 2Q 평균보다 높은 GPU 임대가격과 CoreWeave의 7월 AI컴퓨팅 가격 25% 인상 등을 고려하면 하반기 평균 단가는 추가 상승이 유력하다.

출시 6년된 A100도
3년 임대 계약 체결

구형 GPU 수요가 견조하다는 점도 수익성 측면에서 중요하다. CoreWeave는 최근 A100(2020년 출시 GPU)을 2029년까지 사용하는 신규 계약을 매력적인 가격에 체결했다고 밝혔다. 감가상각이 상당 부분 진행되었거나 마무리된 자산에서도 추가 매출을 창출할 수 있다는 점은 GPU가 회계적 내용연수인 6년 이후에도 경제적 가치를 유지할 가능성을 보여주며, 내용연수가 실제 경제적 수명보다 길게 설정됐다는 우려를 완화시킨다. 또한 향후 감가상각비를 발생시키지 않고 매출만 증가시켜 마진 개선에도 기여할 수 있다.

컴퓨팅 수요 폭증은 AI의 발전 방향과 맞닿아있다는 점에서 일시적이라기보다 구조적인 변화에 가까워 보인다. AI워크로드가 Reasoning에서 Agentic AI, Multi-Agent System으로 확장되면서 하나의 작업을 수행하는 데 필요한 모델 호출 횟수와 연산량 자체가 늘고 있기 때문이다. 특히 Agent는 모델 호출과 도구 사용, 결과 검증을 반복하므로 사용자 증가율보다 컴퓨팅 수요가 더 가파르게 증가하기 쉬운데 이는 높은 컴퓨팅 가격이 오래 지속될 수 있음을 암시한다.

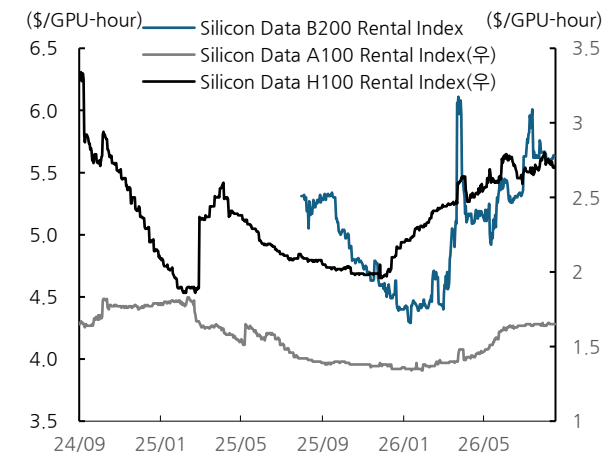
그림3 Nebius가 언급한 AI컴퓨팅 계약 단가



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

주: 2Q26(\$20~25Mn/MW)와 3Q26(\$40~50Mn/MW)은 중간값

그림4 엔비디아 B200, H100, A100 임대가격 지수



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

P 상승 요인(2) 신제품(Vera Rubin) 도입 효과

신제품(Vera Rubin) 도입
효과로 매출, 수익성 개선

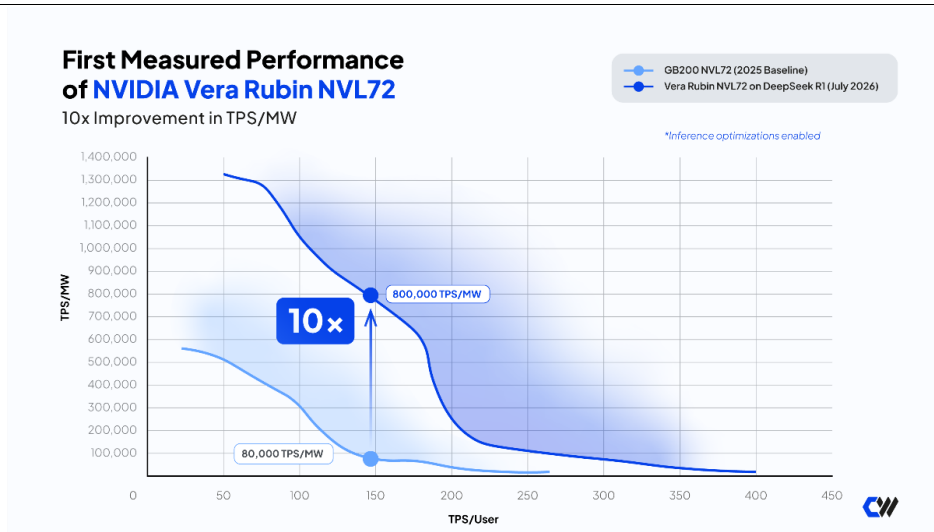
NVIDIA는 네오클라우드 생태계 확대를 위해 CoreWeave와 Nebius에 지분투자를 단행한 데 이어 최신 제품의 조기 배치까지 지원하고 있다. CoreWeave는 AI 클라우드 사업자 중 최초로 Vera Rubin NVL72의 전체 랙스케일 시스템을 가동 및 검증했으며 이전 제품인 Grace Blackwell NVL72 대비 동일 전력당 토큰 처리량이 약 10배 높아졌다고 발표했다. 전력이 희소한 AI데이터센터에서 동일 전력 당 더 많은 컴퓨팅을 판매 가능하다는 의미로 네오클라우드의 NVIDIA 신제품을 조기 확보하는 것만으로 매출과 수익성을 동시에 높일 수 있다.

CoreWeave는 2Q 체결한 신규 계약의 마진이 최근 분기 계약보다 약 5~10%p 높아졌으며, 이 개선폭의 상당 부분이 Vera Rubin SKU에서 발생하고 있다고 설명했다. 전체 활성 용량 중 Vera Rubin의 비중은 제한적이지만 하반기 이후 배치가 본격화되면 고마진 신규 계약의 매출 인식이 확대되면서 전사 마진에 긍정적으로 기여할 전망이다. Nebius도 Vera Rubin NVL72를 조기 도입해 현재 시스템을 가동 중이기에 향후 배치가 본격화되면 실적 개선이 두드러질 것이다.

클라우드 사업을 고민중인
Meta도 탐내는
Vera Rubin 용량

NVIDIA 신제품 조기 도입의 가치를 보여주는 대표 사례는 올해 3월에 체결된 Nebius-Meta 계약이다. Nebius는 2027년 초부터 대규모 Vera Rubin 기반 컴퓨팅 용량을 Meta에 공급하고 5년간 \$12bn을 수취하며, 별도로 특정 클러스터의 미판매 용량을 Meta가 사전 합의된 조건으로 최대 \$15bn까지 구매하는 계약도 확보했다. 이 구조는 수요가 강할 때 제3자 고객에게 시장가격으로 판매해 Upside를 확보하면서도, 수요가 약할 경우 Meta가 잔여 용량을 구매해 가동률 하락을 방어할 수 있다는 점에서 Nebius에 유리하다. 자체적으로 AI 인프라를 구축하는 Meta조차 Vera Rubin 용량을 장기간 선점했다는 점은 최신 GPU에 대한 높은 수요와 이를 조기에 확보한 네오클라우드의 협상력을 보여준다.

그림5 Vera Rubin NVL72를 조기 배치받고 TPS(초당 토큰생성량) 10배 향상을 발표한 CoreWeave



자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

Q(데이터센터 활성 용량)는 본격적으로 증가하는 구간

Q(데이터센터 활성 용량)
본격 상승구간 진입

P상승 이상으로 향후 실적에서 중요하게 봐야 할 것은 Q의 증가이다. 네오클라우드의 Q는 실제로 GPU가 설치되고 고객에게 서비스를 제공할 수 있는 활성 용량(Active Capacity)으로 보는 것이 정확하며, 향후 활성 용량으로 전환될 계약 용량(Contract Capacity)을 1~3년 내 Q를 가늠해볼 수 있다는 점에서 의미있다.

CRWW: 2분기에만 Q가
50% 증가

CoreWeave의 활성 용량은 2Q에 약 500MW 증가하여 1.5GW까지 확대되었다. 한분기만에 전체 용량의 50%가 증가한 것인데 이 중 300MW 이상이 6월에 가동되었기에 신규 가동에 따른 매출 증가는 하반기에 본격 반영될 예정이다. 계약 전력 용량은 전분기 3.5GW에서 3.7GW로 증가했으며 8월 컨콜 시점에는 이미 4.2GW까지 증가했음을 언급했다. 2~3년 내로 계약 용량(4.2GW)와 활성 용량(1.5GW)의 격차가 해소되면서 실적이 꾸준히 개선될 것이다.

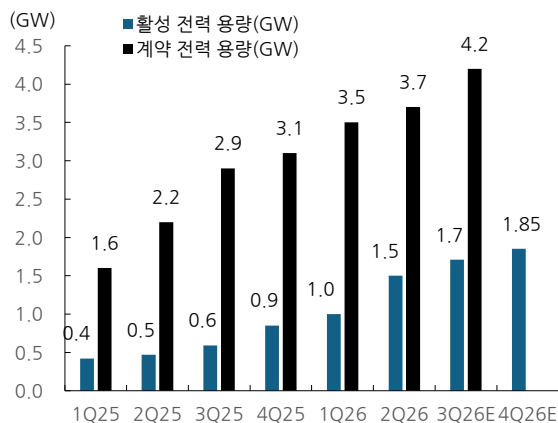
NBIS: 27년부터 매년 1GW
활성용량 배치 예정
(현재 활성용량은 0.3GW)

Nebius는 활성 용량을 따로 공개하진 않지만 2026년말 계약 용량 목표를 4GW 이상에서 5GW로 상향했으며 2027년부터 매년 1GW이상의 활성용량을 배치하겠다는 계획을 제시했다. 2분기 MW당 연간 계약가치(ACV)가 평균적으로 \$20Mn를 상회한 점을 고려하면 매년 \$20Bn의 매출이 추가되는 방향인데 2026년 연간 매출 추정치 \$3.3Bn와 비교하면 매우 큰 규모이다. 이에 따라 2027년부터 네오클라우드의 실적은 이전과는 아예 다른 모습을 보일 전망이다.

2030년 CRWW, NBIS의
AI컴퓨팅 매출은
2026년 전체 매출의 각각
6.5배, 23배

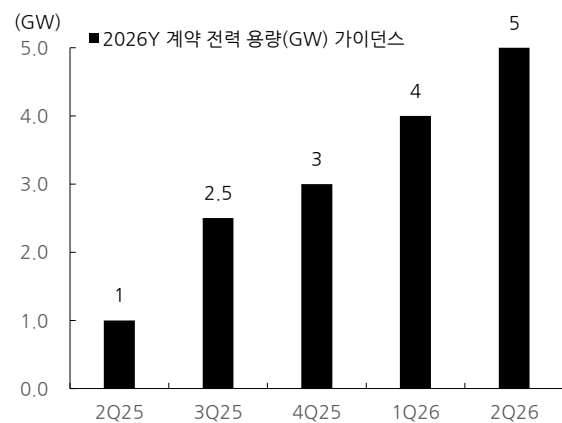
데이터센터 건설기간(통상 2년)을 인허가, 숙련공, 전력 병목 등을 감안해 3년으로 가정할 경우 현재 확보된 계약 용량은 2029년 말에는 가동될 전망이다. '29년까지 CoreWeave가 8월 기준 계약 용량을 모두 가동하고 올해 말 Nebius 활성 용량 800MW(추정)에 매년 1GW씩 배치한다고 가정하면 30년 CoreWeave, Nebius 양사의 연간 매출 규모는 각각 \$84Bn(8월 현재 계약 용량 4.2GW * \$20Bn/GW), \$76Bn('30년 추정 활성 용량 3.8GW * \$20Bn/GW)에 달한다. 양사의 2026년 매출 추정치 \$12.9Bn, \$3.3Bn에서 약 6.5배, 23.0배 증가하게 되는 것이다. (1) 향후 컴퓨팅 단가 (2) 데이터센터 건설 지연에 대한 고민은 필요하지만 '27년부터 네오클라우드의 공급이 달라지는 방향은 확실해보인다.

그림6 CoreWeave 계약 용량 및 활성 용량 추이



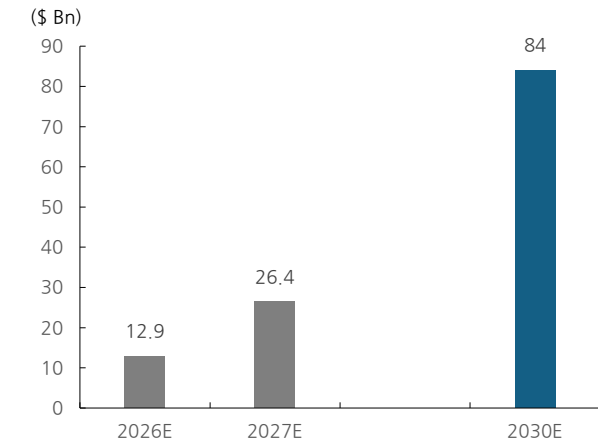
자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

그림7 Nebius 2026년말 기준 계약 용량 가이드스 추이



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

그림8 CoreWeave 2030년 AI컴퓨팅 임대 매출 추정

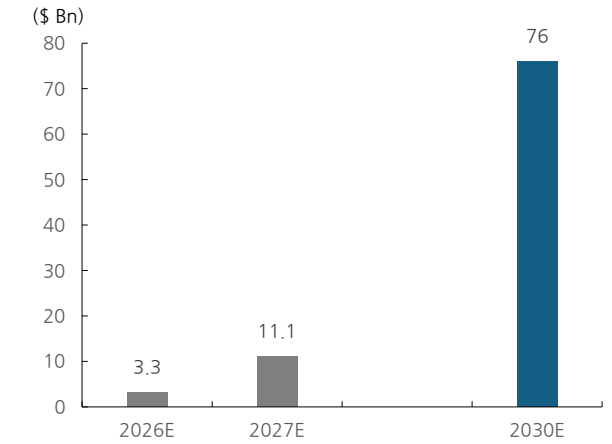


자료: DS투자증권 리서치센터

주: 8월 현재 계약 용량이 29년 모두 가동되고 30년에 온기로 반영됨을 가정

주: 컴퓨팅 단가는 Nebius가 언급한 2Q 평균 계약단가(\$20Mn/MW) 반영

그림9 Nebius 2030년말 AI컴퓨팅 임대 매출 추정



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

주: 30년 활성 용량은 26년 예상 용량(0.8GW) + 27~29년 매년 1GW 추가 가동을 가정

주: 컴퓨팅 단가는 Nebius가 언급한 2Q 평균 계약단가(\$20Mn/MW) 반영

이제 중요한 것은 데이터센터 건설 역량(데이터센터 모듈화, On-site 발전에 주목!)

컴퓨팅 가격이 높을수록
데이터센터 건설기간
단축은 경제적 가치를 갖음

컴퓨팅 가격이 높아질수록 데이터센터의 건설기간 단축은 높은 경제적 가치를 갖게 된다. 메모리, GPU 등 HW 가격 상승에도 하이퍼스케일러가 이를 감내하는 이유도 비용 증가분보다 컴퓨팅 용량 조기 확보로 인한 수익이 크기 때문이다. 이러한 상황에서 전력 연결, 인허가 지연, 숙련공 부족 등 병목이 발생하면서 하이퍼스케일러는 매출 기회를 온전히 누리지 못할 상황에 처해있다. Goldman Sachs는 미국 내 데이터센터 프로젝트 타임라인 상 2027년 72GW 가동이 예정되어 있으나 실제 가동 가능한 용량은 절반인 36GW에 그칠 것으로 전망했다.

DC 모듈화를 통해
인허가, 숙련공 병목을
완화할 수 있음

이에 따라 하반기에 데이터센터 건설 기간을 단축하는 분야로 하이퍼스케일러의 자본이 유입될 가능성이 높아보이며 데이터센터 모듈화와 On-site 발전에 주목하고 있다. 모듈화는 전기, 냉각 설비 등을 공장에서 사전 제작해 현장 작업량과 숙련공 의존도를 낮추고, 인허가나 전력 연결이 지연되는 동안에도 제작을 진행해 승인 이후 공사기간을 단축할 수 있다. AWS는 '26년 4월 Project Houdini를 통해 서버 랙, 전력 배선, 통신 케이블 등을 모듈 형태로 사전 조립하고 있으며 서버 설치 가능 시점을 착공 후 약 15주에서 2~3주로 단축하는 것이 목표이다. 올해 말 미국 중간선거에서도 데이터센터 인허가가 이슈화될 가능성 높음데, AI가 국가 간 패권경쟁인 만큼 인허가 전면 제한보다는 승인 지연 가능성에 무게를 두며 지연 속에서도 사전 조립이 가능한 모듈화의 중요성은 높아질 것이다.

On-site 발전은
선택이 아닌 필수

On-site 발전도 데이터센터의 Time-to-Power를 단축하는 유효한 방안이다. 전력망 증설과 계통 연결에 수년이 소요될 수 있는 만큼 자체 발전을 통해 전력을 조기에 확보하면 컴퓨팅 용량의 가동 시점을 앞당길 수 있다. 실제 Nebius는 올해 Bloom Energy와 장기 계약을 체결하고 미국 데이터센터에 SOFC 기반 발전 설비를 도입할 계획이며, 2Q 실적발표에서도 Bloom Energy를 선택한 이유로 빠른 구축 속도와 모듈식 확장성을 강조했다.

이제는 마진을 높여갈 시간

GPU 임대업에 소프트웨어 없기

GPU 임대업에서
점차 소프트웨어를
강화해갈 예정

지금은 컴퓨팅 가격이 높기에 활성 용량의 증가만으로 실적 개선에 충분하지만 중장기적 경쟁력을 확보하려면 SW를 통한 마진 확대가 필수적이다. 네오클라우드의 SW는 GPU클러스터를 효율적으로 운영하기 위한 Infrastructure Software 와 그 위에서 고객의 모델 실행까지 대신 관리하는 Managed Inference로 구분할 수 있다.

Infrastructure Software(이하 ‘인프라 SW’)는 Scheduling, Orchestration, Kubernetes, 스토리지 및 네트워킹 최적화 등을 통해 수천~수만 개의 GPU를 하나의 시스템처럼 운영하는 역할을 한다. 반드시 별도의 SW 매출로 잡히지 않더라도 GPU의 유휴시간과 장애를 줄이고 동일한 인프라에서 더 많은 워크로드를 처리하는 방법으로 실적에 기여할 수 있다. CoreWeave는 2Q에 스토리지, CPU, SW 등 GPU 외 고마진 사업의 ARR가 이미 \$400mn(매출의 16%)을 넘어섰다고 밝혔다.

Managed Inference는 여기에서 한 단계 더 올라간다. 고객이 GPU 서버를 직접 임대해 모델 서빙 환경을 구축하는 대신 CoreWeave가 모델 배포, 확장, 요청 분배와 자원 할당까지 관리한다. 현재 CoreWeave는 Serverless Inference, Dedicated Inference, CKS 기반 Self-managed Inference 등의 이름으로 Managed Inference를 구분하고 있다. Serverless에서는 고객이 GPU를 직접 할당받거나 관리할 필요 없이 API로 모델을 호출하고 사용한 Token 기준으로 과금되며, Dedicated Inference에서는 고객이 GPU와 실행환경, 모델 가중치 등을 선택하지만 실제 클러스터 운영은 CoreWeave가 담당하고 GPU 사용시간을 기준으로 과금한다. 점차 고객이 구매하는 단위가 단순한 ‘GPU 임대’에서 모델 배포와 운영까지 포함한 ‘추론 서비스’로 확장되어 네오클라우드가 고객의 추론 워크로드 성장에 참여할 수 있는 구조로 바뀌고 있다.

표3 네오클라우드의 사업 영역 확대: 베어메탈에서 Infrastructure Software를 거쳐 Managed Inference로

구분	베어메탈(Bare Metal)	Infrastructure Software	Managed Inference
정의	고객에게 물리 GPU 서버, 클러스터 자체를 직접 제공	고객에게 GPU만 제공하는 것을 넘어 클러스터가 효율적으로 운영되는 컴퓨팅 환경을 제공	고객이 GPU를 직접 운영하지 않아도 모델 배포부터 추론 결과 생성까지 대신 관리, 제공하는 방식
네오클라우드 역할	GPU 서버, 클러스터 제공	GPU 클러스터 운영 최적화	모델 배포 및 추론 운영까지 관리
주요 기능	GPU, CPU, 스토리지, 네트워크 제공	스케줄링, 오케스트레이션, 모니터링, 자원 관리	모델 배포, 자동확장, 요청 분배, 추론 최적화
과금 기준	주로 용량, 일부 GPU 사용시간	주로 GPU 사용시간, 일부 용량	GPU 사용시간 또는 토큰
SW 개입 정도	낮음	중간	높음
수익성 개선 방식	높은 가동률, GPU 가격	GPU 활용률↑, 장애↓, 운영효율↑	GPU당 매출↑, 부가가치↑, 고객 전환비용↑

자료: DS투자증권 리서치센터

CRWV, NBIS 모두
SW 역량 강화에 노력

최근 Managed Inference는 빠르게 성장하고 있다. CoreWeave는 출시 후 수개월 만에 계약 기준 ARR이 약 \$1Mn에서 \$100Mn 이상으로 확대됐으며, 2026년 말에는 최소 \$250Mn을 목표로 하고 있다. 회사는 Managed Inference를 기존 계약이 만료되거나 최신 모델 학습에서 경쟁력이 낮아진 GPU를 추론에 재배치해 추가 수익을 창출할 수 있는 수단으로 보고 있다. 실제 A100을 2029년까지 사용하는 신규 계약을 체결한 것처럼 구형 GPU도 새로운 수요처를 확보해 경제적 수명을 연장할 수 있다. 신규 계약을 체결하지 않더라도 컴퓨팅 수요가 높은 상황에서 일부 용량은 On-Demand, Spot으로 판매해 시장가격 상승의 수혜를 누릴 수도 있다.

Nebius도 단순 GPU 임대에서 벗어나 SW를 통해 컴퓨팅의 부가가치를 높이는 방향으로 사업을 확장하고 있다. 회사는 SW를 별도 매출원이라기보다 새로운 고객과 워크로드를 확보하고, 보유한 GPU를 더 효율적으로 수익화하기 위한 수단으로 설명한다. 베어메탈에서는 컴퓨팅 용량을, 클라우드에서는 GPU 사용시간을 기준으로 과금하지만 Managed Inference에서는 토큰을 기준으로 과금하기에 GPU와 모델 실행환경, 추론 성능까지 최적화하여 동일 컴퓨팅 자원에서 더 많은 토큰을 처리하게 되었을 때 얻을 수 있는 부가가치가 커진다. 이를 위해 Nebius는 모델 단위의 추론 최적화 기술을 보유한 Eigen AI, 시스템 단위 최적화 역량을 가진 Clarifai 등을 인수한 것이 이러한 방향성을 증명한다.

이제 데이터센터 '납돈내산'으로 구축합니다

고객의 선급금으로
데이터센터를 구축하는
트렌드

최근 컴퓨팅 용량 선점 경쟁이 치열해지면서 고객이 선급금을 지급하는 계약이 늘고 있다. 네오클라우드 입장에서는 데이터센터 구축에 고객 돈을 활용하는 이른바 '납돈내산(납의 돈으로 내가 산 것)'이 가능해진 셈이다. 네오클라우드 사업은 높은 EBITDA를 창출하는 반면, 수요에 앞서 데이터센터를 선제적으로 구축해야 해 성장할수록 CapEx와 자금조달 부담이 커지는 구조적 한계가 있었다. 앞서 언급했듯 최근 고객이 컴퓨팅 용량을 선점하기 위해 투자비 일부를 선급금으로 지급하고 확정된 고객계약과 GPU를 담보로 나머지 자금을 조달하는 구조가 확산되고 있다. 결과적으로 동일한 용량을 더 적은 자기자본으로 구축할 수 있게 되면서 자본효율성이 높아지고, 여기에 높은 단가와 가동률이 더해질 경우 데이터센터 증설이 오히려 ROIC 개선으로 이어질 가능성도 커지고 있다.

이를 단적으로 보여주는 사례가 Nebius의 고객 선급금이다. Nebius의 2분기 체결 계약의 약 70%에 고객 선급금이 포함됐으며, 선급금을 통해 관련 계약에 필요한 CapEx의 50~60%를 충당한다고 언급했다. 이를 대략적으로 계산해보면 CapEx의 약 35%~42%를 고객이 부담하는 것이다. 고객 선급금을 통해 과거 성장을 위해 부담했던 자본조달 비용과 주주가치 희석이 앞으로 상당부분 완화될 가능성이 높다.

고객과 확정된 컴퓨팅 계약을
담보로 자금 조달 비용을
낮춤

선급금이 초기 투자에 필요한 자기자본 부담을 낮춘다면 확정된 고객계약은 나머지 자금을 보다 낮은 비용으로 조달할 수 있는 기반이 되고 있다. Nebius는 7월 약 \$775mn의 선순위 담보부 대출을 SOFR+ 250bp에 조달으며, 이미 설치된 GPU와 투자등급 고객계약에서 발생하는 현금흐름을 담보로 활용했다. 장기 고객계약의 역할이 미래 매출을 보장하는 데서 한 단계 더 나아가 (1) 선급금으로 초기 CapEx를 충당하고 (2) 확정된 현금흐름과 GPU를 담보로 나머지 투자금을 조달하는 구조로 확장된 것이다. \$40bn 이상의 투자등급 고객계약을 확보한 Nebius는 향후 컴퓨팅 용량 확대하는 과정에서도 이러한 자본조달 방식을 반복적으로 활용할 여지가 크다.

CapEx 및 운영비 회수기간
24~36개월 → 22개월

컴퓨팅 가격 상승과 자금조달 구조 개선이 동시에 나타나면서 투자비 회수 기간이 단축되고 있다. Nebius는 2Q 신규계약과 관련된 CapEx 및 운영비의 예상 회수기간이 기존 2~3년에서 1년 10개월로 단축됐다고 밝혔다. 동일한 컴퓨팅 용량에서 더 높은 매출을 창출하는 동시에, 고객 선급금으로 초기 투자 부담을 줄이고 나머지 자금도 확정된 계약을 기반으로 조달할 수 있기 때문이다.

GPU의 금융자산화, 버블의 향기가 난다

우선 네오클라우드와 AI인프라에는 매우 좋은 일

네오클라우드 업계에서 GPU 파이낸싱이 주목받기 시작한 계기는 2023년 CoreWeave의 DDTL 1.0이었다. GPU와 이를 통해 창출되는 현금흐름을 담보로 자금을 조달함으로써 데이터센터 증설에 필요한 막대한 CapEx를 모두 자기 자본으로 부담하지 않아도 된다는 점이 큰 장점이었다. 이후 Fluidstack, Nscale, IREN 등도 GPU와 GPU가 창출하는 현금흐름을 담보로 자금을 조달해왔다.

NVIDIA는 GPU 파이낸싱을 대규모 금융시장으로 확장

최근 NVIDIA는 이러한 GPU 파이낸싱을 기관투자자 중심의 대규모 금융시장으로 확장하려 하고 있다. NVIDIA는 올해 8월 Apollo, BlackRock, Blackstone, Brookfield, Goldman Sachs, KKR과 AI컴퓨팅 금융 플랫폼 구축을 위한 파트너십을 발표했다. NVIDIA가 직접 \$500Bn을 대출하는 것이 아니라, 금융기관이 NVIDIA AI 인프라의 사업성과 현금창출력을 평가해 장기적으로 \$500Bn 이상의 제3자 자본을 AI 인프라에 투입할 수 있는 금융 생태계 구축이 목표다.

NVIDIA의 논리는 단순하다. 데이터센터에서 GPU는 비용이 발생하는 장비인 동시에 컴퓨팅을 판매해 매출을 지속 창출하는 자산이다. 특히 NVIDIA는 GPU가 다양한 모델과 작업, 고객 사이에서 반복적으로 활용될 수 있고 CUDA 소프트웨어가 지속적으로 개선되면서 기존 HW의 경제적 수명과 수익성도 높아질 수 있다고 주장한다. CoreWeave가 출시 6년이 지난 A100을 2029년까지 사용하는 신규 계약을 체결한 사례도 이를 입증한다. GPU가 여러 고객을 거쳐 장기간 현금을 창출한다면 금융기관 입장에서 데이터센터나 항공기처럼 미래 현금흐름과 잔존가치를 기반으로 자금을 공급할 수 있는 자산으로 평가할 수 있다.

제3자 인프라 자본 확대는 네오클라우드에 긍정적

이는 네오클라우드에게 긍정적이다. 고객 선급금에 더해 GPU 담보 대출, 고객 계약 기반 대출, 제3자 인프라 자본이 확대될수록 동일한 자기자본으로 더 많은 컴퓨팅 용량을 구축할 수 있기 때문이다. 이를 통해 성장할수록 자본조달 부담이 커졌던 네오클라우드 사업의 구조적 약점이 점차 완화될 수 있다.

그림10 GPU 파이낸싱 사례 (\$1Bn 이상 규모)

시점	기업	규모	구조
23.08	CoreWeave DDTL 1.0	\$2.3bn	GPU 서버 등 SPV 자산 담보
24.05	CoreWeave DDTL 2.0	~\$7.6bn	GPU 서버, 인프라 + 고객계약
25.04	Fluidstack	규모 미공개	GPU 자체 담보
25.07	CoreWeave DDTL 3.0	\$2.6bn	GPU-컴퓨팅 자산 + 고객계약
25.09	CoreWeave DDTL 2.1	\$3.0bn	기존 DDTL 2.0 개편
26.01	Valor / xAI	\$3.5bn	GPU 리스 금융 (Valor가 GPU구입, xAI가 임대)
26.02	Nscale	\$1.4bn	GPU-backed DDTL
26.03	CoreWeave DDTL 4.0	~\$8.5bn	HPC/GPU 인프라 + 고객계약
26.05	CoreWeave DDTL 5.0	\$3.1bn	GPU/HPC 인프라 + 고객계약
26.05	IREN	\$3.6bn	GPU + Microsoft 계약 현금흐름 담보
26.07	Nebius	\$775mn	GPU + 고객계약 현금흐름

자료: DS투자증권 리서치센터

그림11 젠스황, AI컴퓨팅이 투자 가능한 자산이 되었음을 선포

NVIDIA AI Factory Compute Is Becoming an Investable Asset Class

August 11, 2026 by Jensen Huang

5 mins 0 Share



자료: NVIDIA blog, DS투자증권 리서치센터

GPU의 가치 하락이 신용 리스크 확산 가능해짐

‘27년부터 DC 가동 용량은 크게 증가할 예정
AI 수요가 충분히 흡수하지 못하면 컴퓨팅 가격 하락

GPU 파이낸싱은 네오클라우드 등의 자본조달 여건을 개선해 AI 인프라 투자 확대에 기여하는 한편, 컴퓨팅 수요 둔화와 GPU 가치 하락이 금융시장의 신용위험으로 전이될 수 있는 새로운 경로를 만들었다. 특히 2027년부터 데이터센터 신규 가동이 크게 늘어나는 가운데 AI 수요가 이를 충분히 흡수하지 못한다면 컴퓨팅 가격과 GPU 잔존가치가 함께 하락할 수 있다. 그리고 이는 GPU가 창출하는 현금흐름과 담보가치를 동시에 떨어뜨려 상환 여력을 약화시키고 재조달 비용 상승 및 신규 투자 위축으로 이어질 가능성이 있다. 과거에는 GPU, 메모리 등 AI HW 가격 하락이 주로 투자비 절감 요인이었다면, 이제는 GPU의 금융자산화로 인해 가격 하락의 금융시장에 미치는 부정적 영향도 함께 커진 것이다.

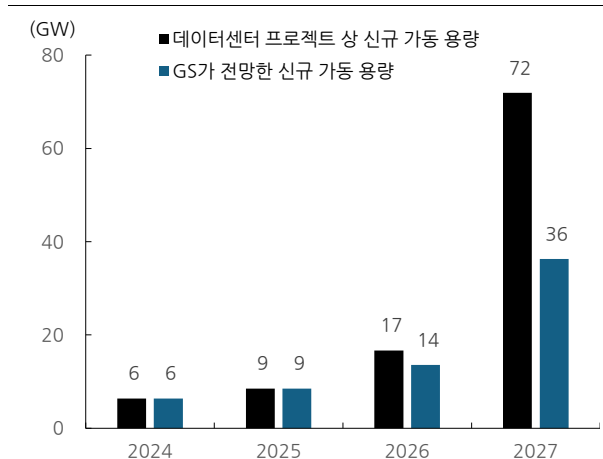
Agentic AI 다음으로
AI 수요 확대를 이끌
재귀적 자기개선

GPU 파이낸싱의 안정성을 판단하려면 (1) 늘어나는 컴퓨팅 공급을 충분히 흡수할 만큼 AI 수요가 지속적으로 확대될 수 있는지 (2) 컴퓨팅 공급이 예상보다 크게 확대될 가능성은 없는지 꾸준한 관심이 필요하다. 우선 AI 컴퓨팅 수요를 보면 현재 Reasoning에 이어 Agentic AI가 견인하고 있으며, 다음 잠재적 변곡점 중 하나로 RSI(Recursive Self-Improvement, 재귀적 자기개선)가 주목받고 있다.

재귀적 자기개선
: AI가 AI 개발을 가속화하는 구조

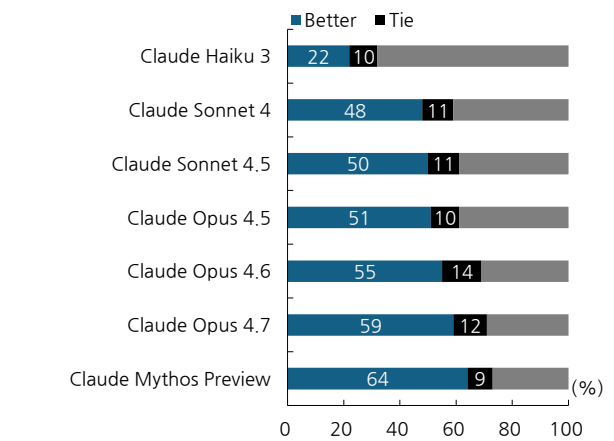
RSI는 쉽게 말해 ‘AI가 스스로 더 나은 AI를 만드는 능력’이다. 구체적으로 AI가 모델 개발에 필요한 코드 작성, 실험 설계, 학습과 평가를 스스로 수행해 더 나은 AI를 만들고, 개선된 AI가 다음 세대의 AI 개발을 가속화하는 구조다. 이 단계가 현실화된다면 AI 연구 자체가 반복적인 학습, 추론과 대규모 실험을 지속적으로 만들어내면서 ‘더 좋은 AI → 더 빠른 AI 개발 → 더 많은 컴퓨팅 사용’의 순환구조가 형성될 수 있어 GPU 수요가 비선형적으로 높아질 수 있다. 과거에는 AI의 중장기적 발전 방향 중 하나로 주로 논의됐지만 최근 Anthropic이 빠르면 2027년부터 AI가 최고 수준의 인간 연구팀 업무를 완전히 자동화하거나 극적으로 가속할 가능성을 공식 로드맵에 제시하는 등 점차 현실적인 시나리오로 논의되기 시작했다.

그림12 2027년 신규 가동이 예정된 미국 데이터센터 매우 많음



자료: GS, Aterio, DS투자증권 리서치센터

그림13 인간 연구자가 잘못된 연구 방향을 선택했을 때 Claude 모델별로 더 나은 행동을 제안한 확률



자료: Anthropic, DS투자증권 리서치센터

AI사이클의 끝은 삼성전자, Intel 파운드리 부활에서 시작될 수 있음

GPU의 가격을 지켜온 것은
강한 수요와 TSMC 병목

GPU 파이낸싱의 안정성을 판단하려면 AI 컴퓨팅 수요뿐 아니라 AI 가속기의 공급 변화도 함께 살펴볼 필요가 있다. 현재 NVIDIA GPU가 높은 가격을 유지하는 배경에는 강한 수요와 더불어 TSMC 선단공정과 CoWoS 등 첨단패키징의 생산 능력 제약이 있다. 첨단 AI가속기를 사실상 독점 생산하는 TSMC가 선단공정과 패키징 용량을 증설하는 데 상당한 시간이 필요한 만큼 단기간에 공급이 급증해 컴퓨팅 단가와 GPU 잔존가치가 크게 하락할 가능성은 제한적이다.

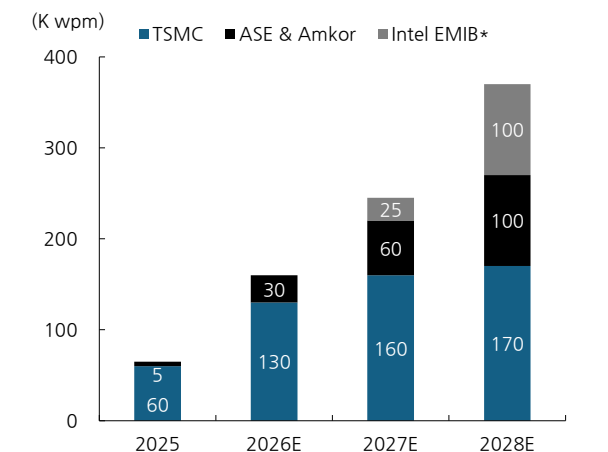
중장기적으로
ASIC 확대 + 파운드리 및
첨단패키징 캐파 확대
가능성 높음

다만 이러한 공급 제약이 영구적으로 유지되는 것은 아니다. TSMC는 대규모 CapEx를 통해 선단공정과 첨단 패키징 생산능력을 확대하고 있으며, 중장기적으로는 삼성전자와 Intel 파운드리를 통한 대체 생산경로도 점차 열릴 가능성이 있다. 특히 Google TPU, Amazon Trainium, Microsoft Maia, Meta MTIA 등 하이퍼스케일러가 자체 ASIC을 지속적으로 강화하는 가운데 TPU, Trainium 혹은 AMD의 AI가속기 일부가 TSMC 외 파운드리에서 생산된다면 전체 AI Compute 공급의 탄력성은 더욱 높아질 수 있다. 현재 NVIDIA GPU와 ASIC의 기술 격차를 고려하면 ASIC 공급 증가가 GPU 가격 하락으로 이어지기 어려우나 중장기적으로 중고 GPU의 잔존가치를 하락시킬 개연성은 충분히 있다. 또한 삼성전자, Intel 파운드리가 경쟁력 향상을 위해 생산 능력을 늘릴수록 GPU 가격에는 부정적일 가능성이 높다.

과거 많은 투자사이클의
붕괴는 수요 둔화보다
공급 과잉에서 시작

과거 많은 투자사이클의 붕괴는 수요의 소멸보다는 낙관적인 수요 전망을 바탕으로 공급이 과도하게 선행된 결과였다. 인터넷 트래픽의 고성장을 예상해 광섬유와 통신설비에 대규모 투자했지만 기대에 못 미친 수요로 과잉 설비와 가격 하락이 발생했고 부채 부담이 더해지며 붕괴한 닷컴 버블이 대표 사례이다. 현재로서는 많은 가정에 기반한 시나리오지만 GPU 파이낸싱 확대될수록 GPU 가격 하락이 금융 리스크로 전이될 가능성이 높아진 것은 분명하다. 다만 이는 중장기적 이슈이고 AI 수요 둔화 및 AI 가속기 공급 과잉 신호 포착 전까지는 GPU 파이낸싱을 통해 강화된 AI 인프라 투자 사이클을 수익 기회로 삼아야 할 것이다.

그림14 AI용 첨단 패키징 CAPA 추정



자료: Bernstein, DS투자증권 리서치센터

주: Intel EMIB는 CoWoS wafer 기준으로 환산한 값

그림15 출시 예정인 주요 ASIC 프로젝트

고객사	프로세서	출시일(예정)
Google	TPU 8t	2026년 하반기
	TPU 8i	2026년 하반기
	TPU 9	2027년 예상
Amazon	Trainium4	2027년 하반기
Microsoft	Maia 300	2027년 예상
Meta	MTIA 400	2026년 하반기
	MTIA 450	2027년 상반기
	MTIA 500	2027년 하반기
OpenAI	Jalapeño	2026년 하반기

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

네비우스 그룹 NBIS US

4년 후 매출 23배 성장가능

2Q26 Review: ARR 전년대비 598% 증가. 이제 진짜 성장할 시간

2Q26 매출액 5.8억달러(+454% YoY), EBITDA 및 EBITDA 마진은 각각 2.3억달러(+101% YoY), 41%를 기록하며 컨센스를 상회했다. 특히 ARR(연환산 매출)이 전년 대비 598% 증가하며 본격적인 매출 성장의 시작을 보여줬다. 매출 성장의 배경에는 AI컴퓨팅 단가 상승이 있다. 2Q 신규 계약의 가격은 \$20~25Mn/MW를 기록했는데 이는 연초에 언급한 장기 컴퓨팅 계약 단가인 \$12Mn/MW의 2배이다. 또한 단기 계약은 50Mn/MW에도 체결됨을 언급했다. 현재 실적을 P(컴퓨팅 가격)가 견인했다면 향후 실적은 Q(DC 활성 용량)가 견인할 것이다. 현재 활성 용량은 300MW로 추정되는데 26년 말 0.8까지 증가하고 '27년부터 매년 1GW씩 신규 가동될 전망이다. 높은 P에 높아질 Q가 곱해지면서 본격적인 탑라인 성장이 기대된다.

데이터센터 구축 트렌드 '남돈내산'

네오클라우드 사업은 자본 조달 후 데이터센터를 구축하고 고객에 컴퓨팅을 임대하는 사업으로 감가상각비와 자본조달 비용 부담이 높다. 동사는 경쟁사 대비 보수적으로 자본을 조달하기에 2Q 순이자비용은 매출 대비 11.7% 수준인데 최근 컴퓨팅 계약에서 만연해진 '남돈내산(남의 돈으로 내가 산 것)' 트렌드로 자본 조달 비용이 크게 낮아질 것이다. 당사는 2Q 체결 계약의 70%에 선급금이 포함되었고, 해당 계약은 CapEx의 50~60%를 선급금으로 충당 가능하다고 밝혔다. 이를 통해 CapEx의 약 35~42%를 선급금으로 집행함을 짐작할 수 있다. 자본조달 부담 완화 및 컴퓨팅 가격 상승으로 동사는 CapEx 회수 기간이 기존 24~36개월에서 22개월까지 감소했다고 언급했다.

30년 예상 DC 활성 용량은 3.8GW. 이를 통한 컴퓨팅 매출 \$76Bn(26Y의 23배)

올해 말 DC 활성 용량은 0.8GW로 추정된다. 26년말 계약 용량 목표치가 5GW로 상향되었고 '27년부터 매년 1GW씩 가동 예정이므로 29년말 활성 용량은 3.8GW로 예상 가능하다. 2Q 컴퓨팅 단가 \$20Bn/GW로 계산하면 '30년 AI 컴퓨팅 매출만 \$76Bn이며 이는 26년 매출의 23배이다. 부채 부담, AI의 약한 고리 등 네오클라우드에 대한 우려는 있지만 컴퓨팅 가격이 높고 활성 용량 증가 구간에서는 폭발적인 탑라인 성장에 집중하는 것이 좋아보인다.

Financial Data

(\$ Mn)	CY2024	CY2025	CY2026F	CY2027F
매출액	118	530	3,265	11,095
영업이익	-399.6	-596.2	-826.4	-401.4
영업이익률(%)	-436.7	-112.5	-25.3	-3.6
EBITDA	-266	-65	1,381	6,126
순이익	-645	-447	-716	-940
EPS(\$)	-1.01	-1.77	-2.37	-2.81
PER(배)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	51.6	10.8
PBR(배)	13.8	18.2	14.0	18.7
PSR(배)	85.1	38.3	20.8	6.1

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터, Non-GAAP 기준, 비율은 GAAP 기준

주: 12월 결산으로 CY=FY

이규원 해외주식/ETF

02-709-2674

kw.lee@ds-sec.co.kr

강근재 연구원

02-709-2667

Kgg812@ds-sec.co.kr

2026.08.20

Not Rated

블룸버그 컨센서스 주가	\$288.5
현재주가(08/18)	\$248.3
상승여력	16.2%

Stock Data

국가	USA
거래소	NASDAQ
GICS(부문)	정보기술
GICS(산업)	소프트웨어
시가총액(\$ Bn)	67.5
시가총액(조원)	90.2
현재주가(08/13)	255.0
52 주 최고가(\$)	299.9
52 주 최저가(\$)	62.0
주요주주	
골드만삭스	10.49%
Situational Awareness	5.63%
블랙록	5.23%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	21.2	17.6
3M	23.0	21.5
6M	160.2	141.3
1Y	261.1	237.7
3Y	-	-

주가차트

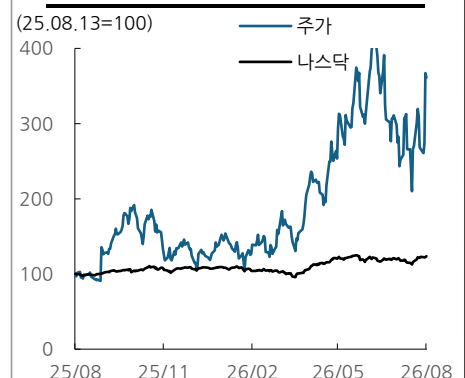
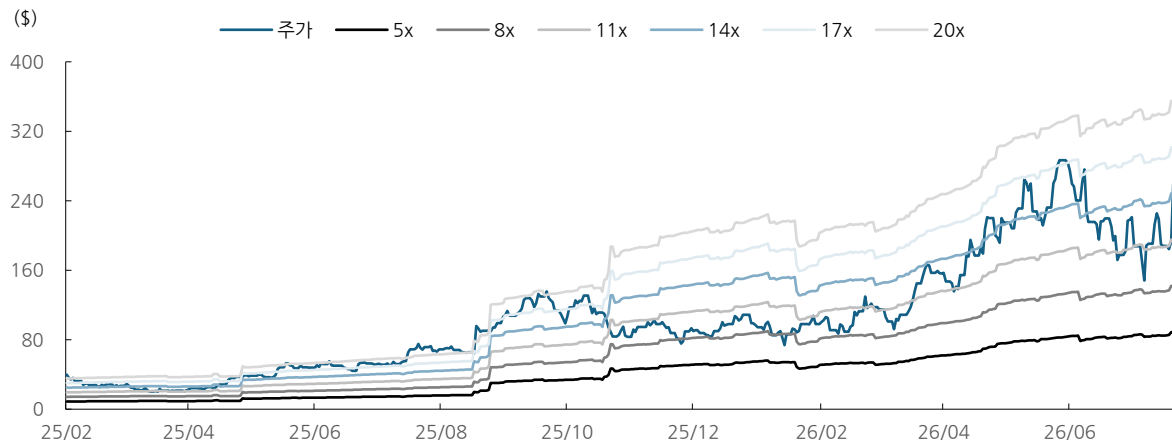


표4 네비우스 실적 테이블

(\$ Mn, %)	CY1Q25	CY2Q25	CY3Q25	CY4Q25	CY1Q26	CY2Q26	CY3Q26F	CY4Q26F	CY25	CY26F	FY27F
매출	55.3	105.1	146.1	227.7	399.0	582.3	861.3	1,422.4	529.8	3,265.0	11,095.3
%YoY	381.3	322.1	237.4	500.8	621.5	454.0	489.5	524.7	350.9	516.3	239.8
%QoQ	45.9	90.1	39.0	55.9	75.2	45.9	47.9	65.1			
매출총이익	25.8	75.0	103.2	159.2	295.2	448.7	611.7	1,023.4	363.6	2,379.0	7,993.7
GPM(%)	46.7	71.4	70.6	69.9	74.0	77.1	71.0	71.9	68.6	72.9	72.0
%YoY	-99.3	1,002.9	323.0	1,430.8	1,044.2	498.3	492.8	542.9	660.7	654.3	336.0
EBITDA	-62.6	-21.0	-5.2	15.0	129.5	236.2	335.3	679.6	-64.9	1,380.7	6,125.8
EBITDA Margin(%)	-113.2	-20.0	-3.6	6.6	32.5	40.6	38.9	47.8	-12.2	42.3	55.2
%YoY	69.2	69.2	90.0	119.9	306.9	1224.8	6548.9	4430.8	적자지속	흑자전환	443.7
영업이익	-129.5	-111.2	-130.2	-234.5	-82.5	-175.9	-255.3	-312.7	-596.2	-826.4	-401.4
OPM(%)	-234.2	-105.8	-89.1	-103.0	-20.7	-30.2	-29.6	-22.0	-112.5	-25.3	-3.6
%YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
순이익	-92.5	-91.5	-100.4	-173.0	-100.3	-33.2	-252.9	-329.8	-446.7	-716.2	-940.4
NPM(%)	-167.3	-87.1	-68.7	-76.0	-25.1	-5.7	-29.4	-23.2	-84.3	-21.9	-8.5
%YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
EPS	-0.4	-0.4	-0.4	-0.7	-0.3	-0.1	-0.8	-1.1	-1.8	-2.4	-2.8
%YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속

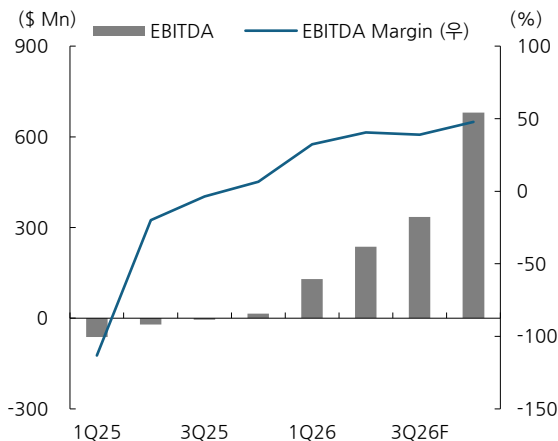
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림16 네비우스 12MF PSR 밴드 추이



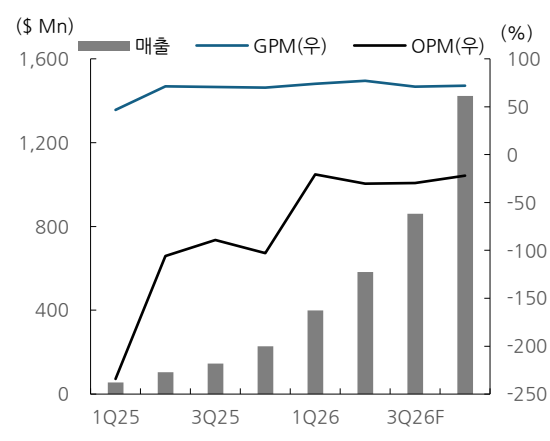
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림17 네비우스 분기별 EBITDA 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림18 네비우스 분기별 매출액, 매출총이익률, 영업이익률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

투자포인트

데이터센터 활성용량

: 25년말 0.17GW

26년말 0.8GW(추정)

29년말 3.8GW(추정)

(1) 동사는 현재 활성용량은 작지만 증가 속도가 압도적으로 빠르다. Nebius가 명확히 공개한 활성용량은 '25년 말 170MW이며 현재 약 300MW로 추정되는데 CoreWeave가 2분기 활성용량으로 공개한 1.5GW와 큰 차이가 있다. 그러나 '26년 말 계약용량 목표를 기존 4GW에서 5GW로 상향했고, '27년부터 매년 1GW 이상을 실제 시장에 배치하겠다는 계획을 제시했다.

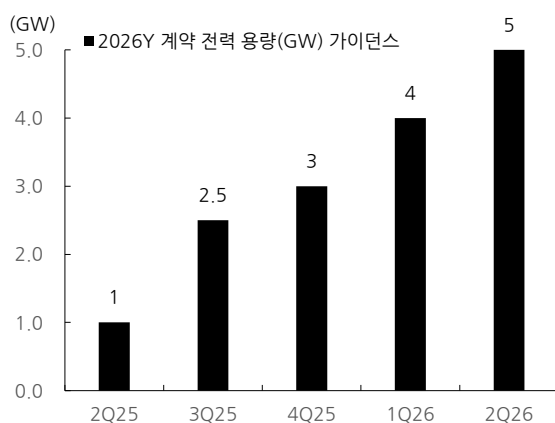
활성용량 확대가 매출에 미치는 효과는 현재 매출 규모와 비교하면 매우 크다. 2Q26 동사의 매출은 \$0.58Bn, 분기말 ARR은 \$3.0Bn이었다. 반면 2Q 신규계약의 컴퓨팅 단가가 \$20~25Mn/MW인 점을 고려하면 매년 증가하는 1GW의 활성용량은 약 \$20Bn의 매출 기회를 발생시킨다. 올해 말 활성용량 0.8GW(추정)에 향후 '29년까지 매년 1GW씩 가동된다고 가정하면 '29년 말 활성용량은 3.8GW에 이를 수 있으며 현재 컴퓨팅 단가가 유지될 경우 2030년 AI컴퓨팅 매출 잠재력은 \$76Bn에 달한다. 컴퓨팅 가격 하락 및 DC 건설 지연 가능성이 있지만, 동시에 추가 용량 확보 및 SW를 통한 수익성 개선 가능성도 가능하기에 무리한 숫자로 보기 어려우며 '26년 연간 매출 추정치 \$3.3Bn의 약 23배 규모이다.

NVIDIA와 돈독해진

Nebius

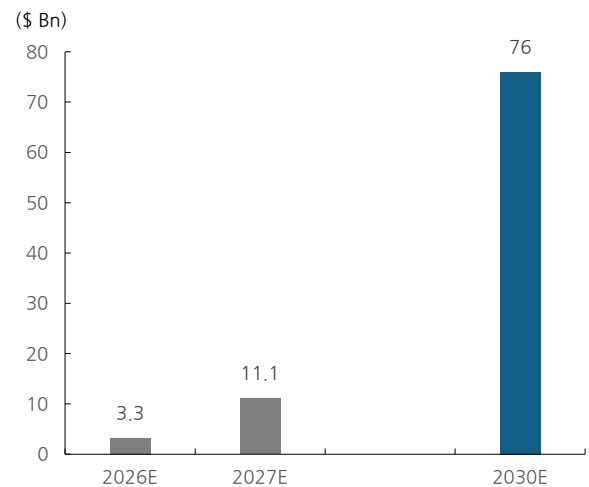
여기에 NVIDIA와의 돈독한 관계가 성장의 가시성을 높인다. NVIDIA는 1Q26 동사에 \$2Bn을 투자했고 양사는 2030년까지 5GW 이상의 NVIDIA 시스템 구축과 최신 GPU 아키텍처 조기 도입, 추론 및 Agentic AI 스택 개발 등을 협력하고 있다. 동사는 이미 초기 Vera Rubin NVL72 시스템을 수령해 통합 검증을 진행 중이며, 고객들과 Rubin 용량에 대한 협의를 진행하고 있다. 따라서 동사의 '27년은 단순히 활성용량이 증가하는 시점이 아니라 고가의 Rubin 용량이 매출로 전환되는 첫 해라는 점에서 중요하다.

그림19 Nebius 2026년말 기준 계약 용량 가이드선 추이



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

그림20 Nebius 2030년말 AI컴퓨팅 임대 매출 추정



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

주: 30년 활성 용량은 26년 예상 용량(0.8GW) + 27~29년 매년 1GW 추가 가동을 가정

주: 컴퓨팅 단가는 Nebius가 언급한 2Q 평균 계약단가(\$20Mn/MW) 반영

네오클라우드기업 중 양호한 재무구조

(2) 동사는 경쟁사 대비 재무구조가 양호하며 향후 고객 선급금과 고객계약 기반으로 한 대출을 활용해 자본효율성을 높일 전망이다. 동사는 2Q26 말 약 \$8Bn의 현금을 보유했으며, 1분기에는 NVIDIA의 \$2Bn 투자와 약 \$4.3Bn의 전환사채 발행을 통해 총 \$6.3Bn을 조달했다. 대규모 자금을 확보하면서도 상대적으로 고금리 담보부채에 대한 의존도가 낮았으며, 2Q26 조정 순이자비용/매출도 11.7%로 경쟁사 대비 양호하다.

향후 DC 증설 과정에서 고객 선급금, 확정계약 기반 대출을 통해 대부분의 CapEx 충당 계획

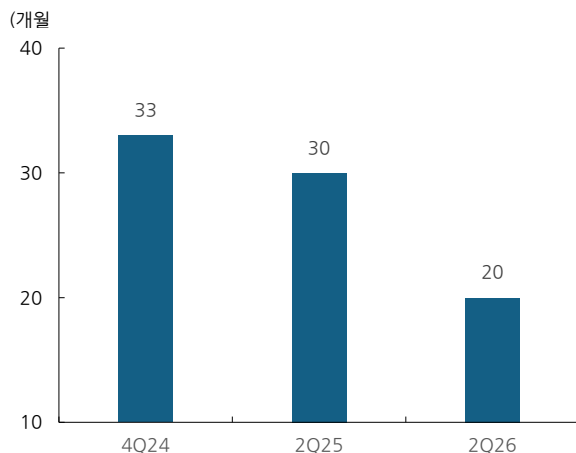
향후 증설 과정에서도 고금리 부채에만 의존하지 않고 고객 자금과 확정 계약을 기반으로 대출을 활용해 자본효율성을 높일 전망이다. 동사는 2Q26 체결 계약의 약 70%에 고객 선급금이 포함됐으며, 선급금은 해당 계약에 필요한 CapEx의 약 50~60%를 충당한다고 언급했다. 각 계약의 규모가 동일하다고 가정하면 신규 계약 관련 CapEx의 약 35~42%를 고객 자금으로 충당하는 셈이다.

여기에 7월에는 GPU와 투자등급 고객계약에서 발생하는 현금흐름을 담보로 SOFR+ 250bp라는 낮은 비용으로 자금을 조달했다. 동사는 해당 자금조달과 고객계약에서 발생하는 현금흐름을 합하면 GPU인프라 CapEx의 대부분을 충당할 수 있다고 설명했으며 Microsoft, Meta 등 우량 고객과의 대형 계약에도 유사한 방식을 반복 적용할 수 있을 것으로 예상된다. 이제 네오클라우드의 대형 계약은 단순히 미래 수요를 보장하는 것을 넘어 초기 CapEx와 저금리의 자금조달을 가능케하는 금융자산으로 기능하기 시작했다.

북미, 유럽에서 인프라 사업을 영위

(3) 동사의 또 다른 차별점은 유럽에서 출발한 글로벌 인프라 사업자라는 점이다. 네덜란드에 본사를 두고 있으며 북미뿐 아니라 유럽 여러 지역에서 인프라를 확장하고 있다. 올해 영국에서 추가 용량을 확보했고 핀란드에서는 추가 용량을 확보 및 AI Factory를 건설 중이다. AI가 기업용, 공공용 시스템으로 확산될수록 지연시간뿐 아니라 데이터 위치, 규제 준수, 자국 내 컴퓨팅 인프라 확보가 중요해질 가능성이 높아 유럽 내 물리적 컴퓨팅 용량 자체가 전략적 자산이 될 수 있다.

그림21 Nebius의 CapEx 및 관련 운영비용 회수 기간

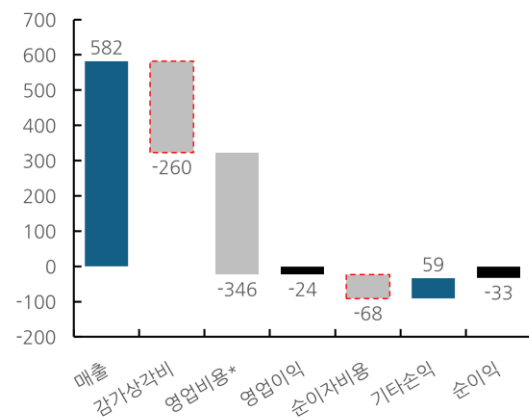


자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

주: 소프트웨어 매출은 제외

주: Nebius는 수시로 실적발표를 통해 CapEx 및 운영비용 회수 기간을 공개

그림22 2Q26 Nebius 실적(단위: \$Mn)

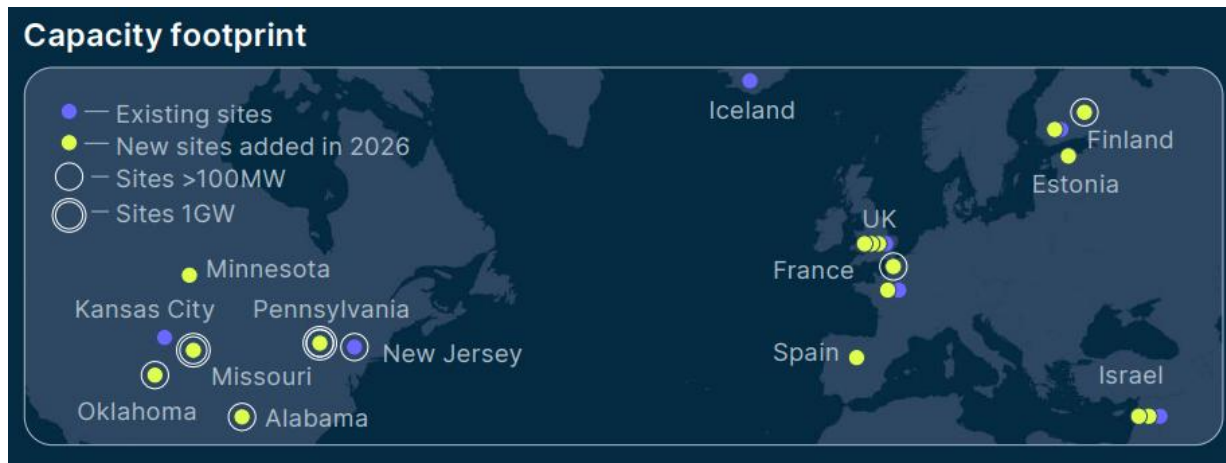


자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

주: 영업비용은 감가상각비를 제외한 영업비용

주: 기타손익에는 세금 포함

그림23 북미와 유럽 전역에 걸쳐 인프라를 확장 중인 Nebius



자료: Nebius, DS투자증권 리서치센터

코어위브 CRWW US

컴퓨팅 쇼티지에 배팅하는 가장 좋은 방법

2Q26 Review: P, Q 다 좋고 앞으로는 더 좋아진다

2Q26 매출액 25.8억달러(+ 112% YoY), EBITDA 및 EBITDA 마진은 각각 15.1억달러(+ 100.5% YoY), 59%를 기록하며 컨센 상회는 물론 전분기 대비 크게 개선되었다. 우선 컴퓨팅 가격이 매우 좋다. (1) 경쟁사 Nebius는 AI 컴퓨팅 가격이 연초대비 2배 상승했고 일부 단기 계약은 4배 높은 가격에도 계약이 체결됨을 언급했고 (2) 동사는 Vera Rubin을 조기 배치한 영향 등으로 신규 계약의 마진율이 5~10%p 상승했다. 이에 더해 현재 데이터센터 활용 용량은 500MW(전분기 대비 50%) 증가한 1.5GW를 기록했다. 2027년부터 미국 내 데이터센터 신규 가동이 급격히 증가할 예정인데 높아진 P와 높아질 Q가 점차 온기로 반영되면서 동사 실적은 매우 가파르게 좋아질 예정이다.

질적으로도 개선된 네오클라우드 사업 구조

네오클라우드 사업은 자본 조달 후 데이터센터를 구축하고 고객에 컴퓨팅을 임대하는 사업으로 감가상각비와 자본조달 비용 부담이 높다. 동사의 2Q 감가상각비, 이자비용이 매출 대비 각각 54%, 25%인 점이 이를 보여준다. 금번 분기도 비용 부담은 여전했으나 중장기적으로 개선의 신호가 다수 포착되었다. 우선 출시 6년된 A100을 '29년까지 임대하는 계약을 매력적인 가격에 체결했는데 이는 향후 감가상각비 없이 매출에만 기여하기에 마진에 긍정적이다. 또한 경쟁사 Nebius가 2Q 체결 계약의 70%에 선수금이 포함되었다고 언급했는데 동사도 이와 유사한 환경임을 가정하면 향후 자본조달 비용 부담이 낮아질 가능성이 높다. 시장이 네오클라우드 사업에 품고 있는 '중장기적 지속성'에 대한 의구심이 점차 해소될 것으로 기대된다.

DC 계약용량 4.2GW. 현 가격으로 가동 시 30Y 컴퓨팅 매출 \$84Bn(26Y의 7배)

8월 기준 데이터센터 계약 용량은 4.2GW이다. 여러 병목을 감안해서 데이터센터 건설기간을 3년(통상 2년)으로 잡고 경쟁사가 언급한 2Q 컴퓨팅 단가 \$20Bn/GW로 계산하면 '30년에 AI 컴퓨팅으로만 매출 \$84Bn을 달성할 수 있다. 컴퓨팅 가격 하락 및 DC 건설 지연 가능성이 있지만 동시에 DC 추가 확보 및 SW를 통한 수익성 개선도 가능하다. 부채 부담, AI의 약한 고리 등 네오클라우드에 대한 우려는 있지만 컴퓨팅 가격이 높고 활용용량이 늘어나는 구간에서는 폭발적인 타라인 성장에 집중하는 것이 좋아보인다.

Financial Data

(\$ Mn)	CY2024	CY2025	CY2026F	CY2027F
매출액	1,915	5,131	12,894	26,410
영업이익	324.4	666.0	1,063.5	4,122.9
영업이익률(%)	16.9	13.0	8.2	15.6
EBITDA	1,219	3,093	7,573	16,500
순이익	-863	-606	-2,189	-977
EPS(\$)	-5.96	-1.39	-3.94	-1.73
PER(배)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	19.4	11.8	5.4
PBR(배)	-1.8	6.6	14.6	13.1
PSR(배)	-	6.1	4.6	2.2

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터, Non-GAAP 기준, 비율은 GAAP 기준

주: 12월 결산으로 CY=FY

이규원 해외주식/ETF

02-709-2674

kw.lee@ds-sec.co.kr

강근재 연구원

02-709-2667

Kgg812@ds-sec.co.kr

2026.08.20

Not Rated

블룸버그 컨센서스 주가	\$144.2
현재주가(08/17)	\$93.2
상승여력	54.8%

Stock Data

국가	USA
거래소	NASDAQ
GICS(부문)	정보기술
GICS(산업)	IT 서비스
시가총액(\$ Bn)	51.7
시가총액(조원)	71.9
현재주가(08/13)	106.3
52 주 최고가(\$)	153.2
52 주 최저가(\$)	60.6
주요주주	
Magnetar Financial	11.42%
엔비디아	10.29%
Vanguard Group Inc	7.96%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	27.6	24.0
3M	-4.5	-6.0
6M	10.7	-8.2
1Y	-9.7	-33.2
3Y	-	-

주가차트

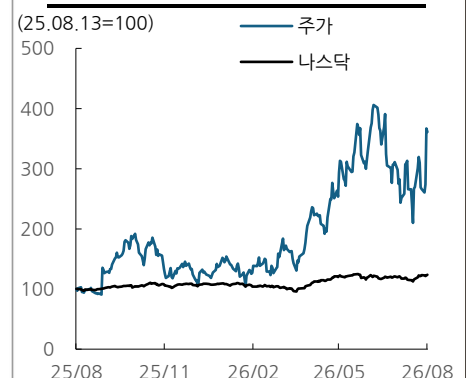
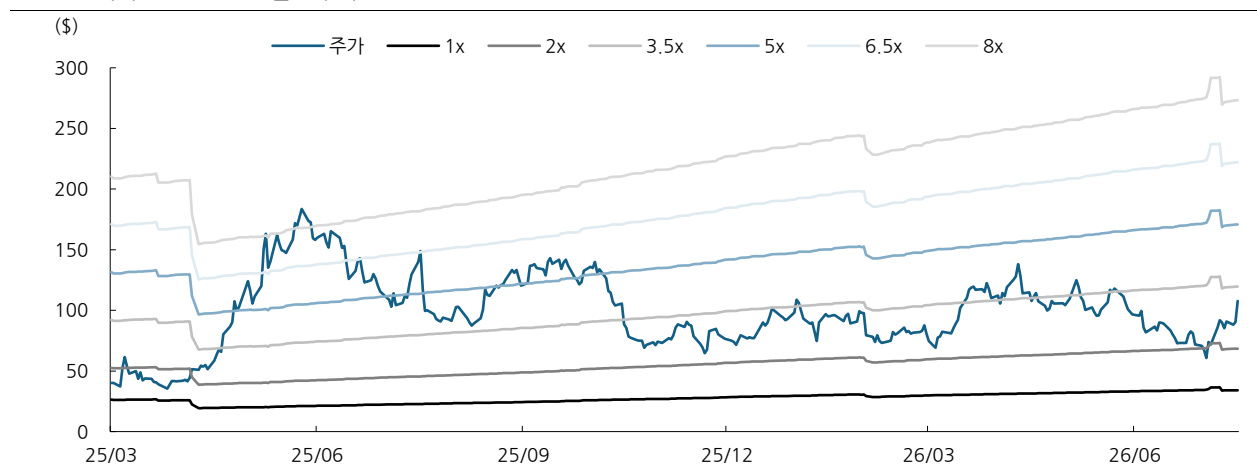


표5 코어위브실적 테이블

(\$ Mn, %)	CY1Q25	CY2Q25	CY3Q25	CY4Q25	CY1Q26	CY2Q26	CY3Q26F	CY4Q26F	CY25	CY26F	FY27F
매출	981.6	1,212.8	1,364.7	1,572.0	2,078.0	2,575.0	3,556.8	4,684.7	5,131.0	12,894.5	26,410.2
%YoY	420.3	207.0	133.7	110.2	111.7	112.3	160.6	198.0	167.9	151.3	104.8
%QoQ	31.3	23.5	12.5	15.2	32.2	23.9	38.1	31.7			
매출총이익	719.2	900.1	995.9	1,063.0	1,362.0	1,696.0	2,369.6	3,240.7	3,678.0	8,668.4	18,666.2
GPM(%)	73.3	74.2	73.0	67.6	65.5	65.9	66.6	69.2	71.7	67.2	70.7
%YoY	455.6	214.1	125.9	88.1	89.4	88.4	138.0	204.9	158.7	135.7	115.3
EBITDA	606.1	753.2	838.1	898.0	1,157.0	1,510.0	2,056.1	2,849.9	3,093.0	7,573.0	16,500.0
EBITDA Margin(%)	61.7	62.1	61.4	57.1	55.7	58.6	57.8	60.8	60.3	58.7	62.5
%YoY	479.8	201.3	121.3	84.8	90.9	100.5	145.3	217.4	153.7	144.8	117.9
영업이익	162.6	199.8	217.2	88.0	21.0	128.0	251.2	663.3	666.0	1,063.5	4,122.9
OPM(%)	16.6	16.5	15.9	5.6	1.0	5.0	7.1	14.2	13.0	8.2	15.6
%YoY	549.6	135.0	74.1	-27.3	-87.1	-35.9	15.7	653.8	87.2	59.7	287.7
순이익	-149.6	-130.8	-41.0	-284.0	-589.0	-567.0	-654.2	-378.6	-606.0	-2,188.9	-976.8
NPM(%)	-15.2	-10.8	-3.0	-18.1	-28.3	-22.0	-18.4	-8.1	-11.8	-17.0	-3.7
%YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
EPS	-0.6	-0.3	-0.1	-0.6	-1.1	-1.0	-1.2	-0.6	-1.4	-3.9	-1.7
%YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속

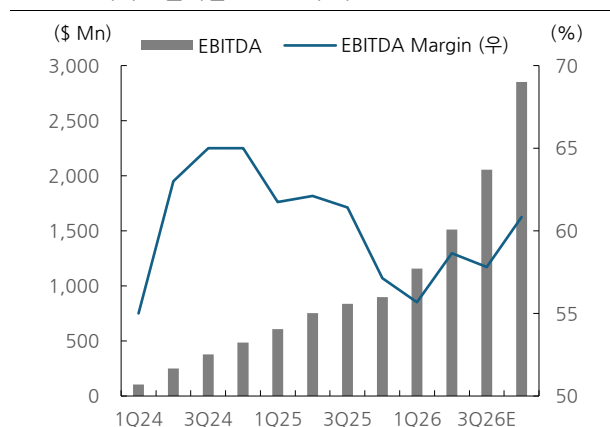
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림24 코어위브 12MF PSR 밴드 추이



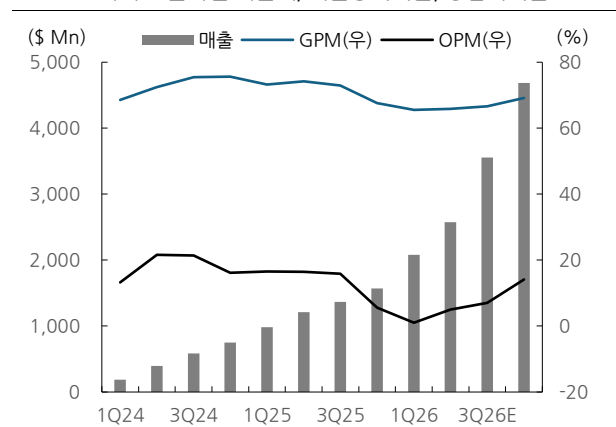
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림25 코어위브 분기별 EBITDA 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림26 코어위브 분기별 매출액, 매출총이익률, 영업이익률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

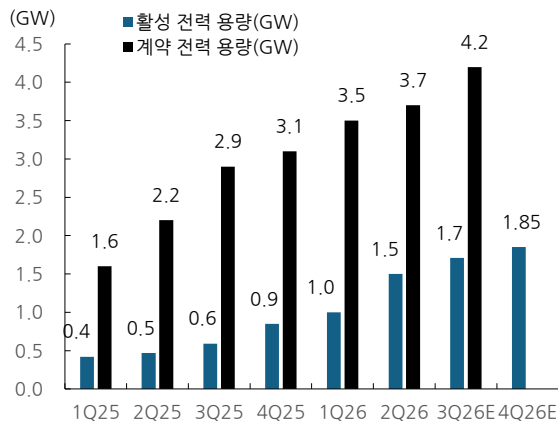
투자포인트

데이터센터 활성용량의
절대 규모가 가장 큰 기업

(1) 동사는 네오클라우드(Oracle 제외) 가운데 매출을 창출 중인 데이터센터 활성용량의 절대 규모가 가장 크다. 2분기에만 약 500MW의 활성용량을 신규 가동하며 총 활성 용량을 1.5GW까지 확대했으며, 경영진은 2분기 추가된 용량만으로 타 네오클라우드 기업의 전체 활성용량을 넘어설 수 있다고 자신감을 표현했다. AI컴퓨팅 가격이 급등하고 신규, 구형 GPU 모두 임대 가격이 상승하는 국면에서는 단순히 전력과 부지를 많이 확보한 기업보다 실제 GPU를 설치해 가동 중인 동사의 실적 개선이 두드러질 가능성이 높다.

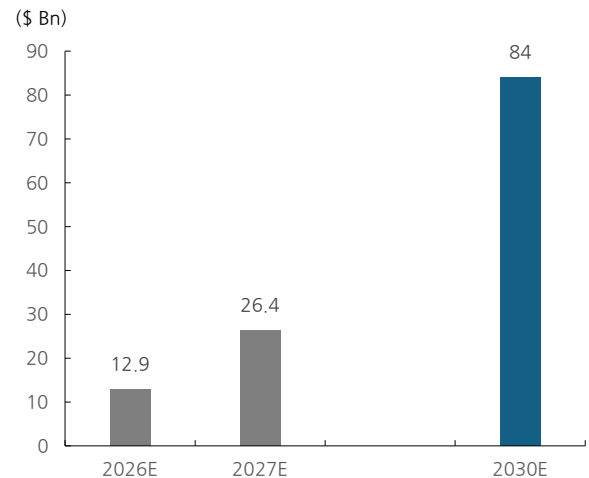
아직 가동되지 않은 계약용량이 현재 활성용량을 크게 상회한다는 점도 긍정적이다. 8월 실적발표 컨콜에서 동사는 향후 활성용량으로 전환 가능한 계약용량이 4.2GW에 달한다고 언급했다. 컴퓨팅 단가가 높은 상황에서 2분기에 추가된 활성용량이 매출로 본격적으로 인식되고 대규모 계약용량이 점차 가동되기 시작하면서 탑라인 성장은 매우 가파르게 이어질 것으로 기대한다. 다만 그동안 동사보다 계약용량 측면에서 열위로 인식되던 Nebius가 올해 말 계약용량 가이던스로 5GW를 제시한 점은 동사의 상대적인 경쟁력 약화 요인이다.

그림27 CoreWeave 계약용량 및 활성 용량 추이



자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

그림28 CoreWeave 2030년 AI컴퓨팅 임대 매출 추정



자료: DS투자증권 리서치센터

주: 8월 현재 계약 용량이 29년 모두 가동되고 30년에 온기로 반영됨을 가정

주: 컴퓨팅 단가는 Nebius가 언급한 2Q 평균 계약단가(\$20Mn/MW) 반영

NVIDIA와의 파트너십을 통해 차세대 제품을 가장 먼저 확보할 수 있으며 이는 실제 수익성과 자본조달 비용에 기여함

(2) 동사는 NVIDIA와의 파트너십을 통해 차세대 제품을 먼저 확보할 수 있다는 점에서 경쟁력을 갖는다. NVIDIA는 동사 지분을 10.7% 보유했으며, 양사는 2030년까지 5GW 이상의 AI Factory를 구축하는 협력을 발표한 바 있다. 해당 파트너십에는 Rubin, Vera CPU, Bluefield 등 NVIDIA의 최신 플랫폼을 동사가 조기에 도입하고 동사의 인프라, SW를 NVIDIA가 함께 검증하는 내용 등이 포함되었다. 실제로 올해 동사는 공식적으로 Vera Rubin NVL72를 가장 먼저 배치했다.

NVIDIA 차세대 제품을 가장 먼저 확보한다는 의미는 단순한 마케팅 효과보다 가격결정력과 계약 조건에 있다. 실제로 동사는 Vera Rubin을 조기 배치 등에 힘입어 신규 계약의 기여 마진이 5~10%p 상승했음을 언급했다. 이에 더해 올해 Meta와 AI인프라 계약을 추가로 확대했는데 Meta가 Rubin 용량 확보를 위해 계약을 확대했다는 해석도 많다. 최근 네오클라우드가 AI인프라 계약 체결 시 고객으로부터 선급금을 받는 사례가 늘고 있는 만큼 Vera Rubin 배치가 포함된 컴퓨팅 계약 역시 선급금 등 유리한 조건으로 체결될 가능성이 높다. 이는 자본조달 비용 부담이 높은 동사에 긍정적이다. 다만 최근 NVIDIA가 Nebius에 추가 투자를 단행하고 대규모 AI Factory 구축을 지원하기로 하는 등 경쟁사와의 관계도 강화되고 있다는 점은 동사의 상대적인 경쟁력을 또 한번 약화시키는 요인이다.

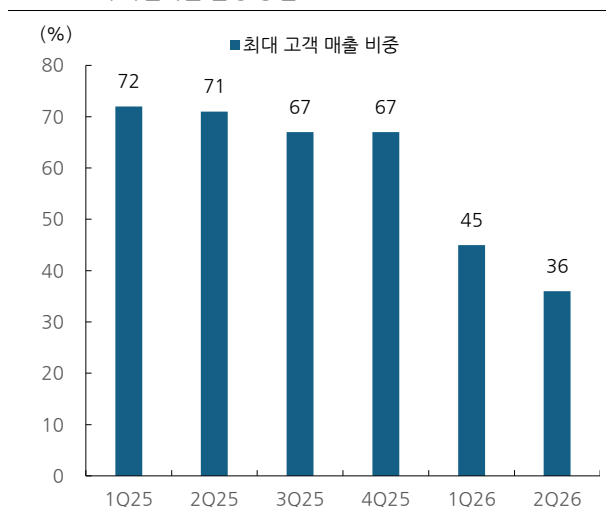
고객 다변화 진행 중

(3) 고객 다변화가 순조롭게 진행되는 가운데 자본조달 비용도 낮아지는 흐름이다. 2Q25에는 전체 매출에서 Microsoft가 차지하는 비중이 71%에 달할 정도로 특정 고객에 대한 의존도가 높았으나, 불과 1년만에 최대 고객 매출 비중은 36%로 낮아졌다. 실제로 올해 동사는 Meta, Jane Street와 각각 \$21Bn, \$6Bn 규모의 계약을 체결했고, 2Q26 실적발표에서는 Caterpillar, Isomorphic Labs, Flow Traders, IMC, Leidos 등 산업재, 바이오, 금융, 공공 부문으로 고객 범위를 확대하고 있음을 언급하는 등 백로그의 질적 개선이 두드러진다.

대형 고객과의 계약은 그 자체로 자본 조달 비용을 낮춤

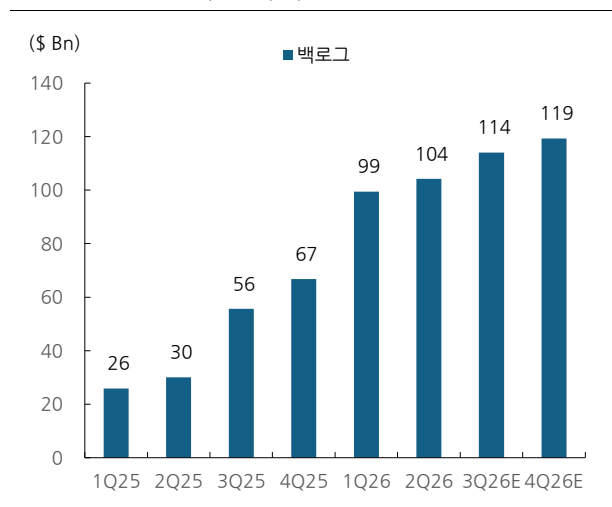
자금조달 비용도 고객의 신용도 등에 따라 점차 차별화되고 있다. 동사가 2026년 3월 조달한 \$8.5Bn DDTL 4.0은 투자등급 고객계약을 기반으로 했으며, 변동금리 SOFR+ 225bp, 고정금리 약 5.9%에 조달됐다. 반면 비투자등급 고객계약을 기반으로 한 후속 DDTL 5.0의 금리는 SOFR+ 450bp였다. 이는 향후 Meta를 비롯한 대형 투자등급 고객 비중이 높아지고 선급금이 확대될 경우 CoreWeave의 고객 다변화가 매출 안정성뿐 아니라 조달비용까지 낮추는 요인으로 작용할 수 있음을 보여준다.

그림29 고객 다변화를 달성 중인 CoreWeave



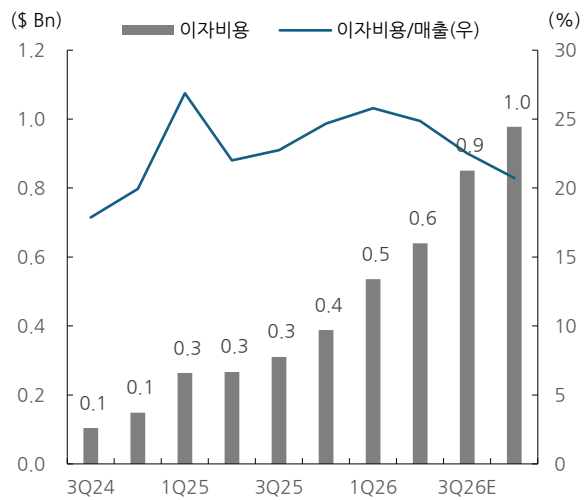
자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

그림30 CoreWeave 백로그 추이



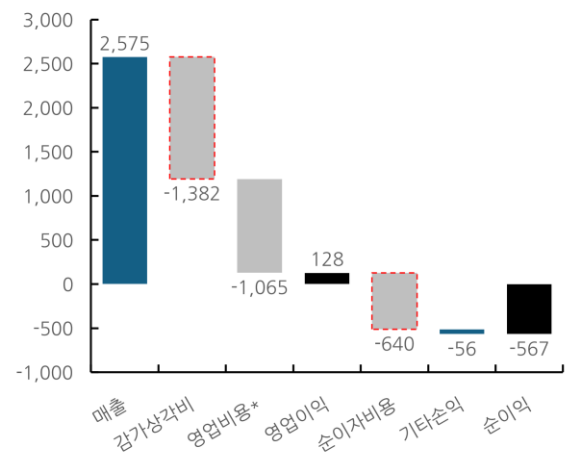
자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

그림31 이자비용 증가에도 이자비용/매출은 감소 중



자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

그림32 2Q26 CoreWeave 실적(단위: \$Mn)



자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터
 주: 영업비용은 감가상각비를 제외한 영업비용
 주: 기타손익에는 세금 포함

표6 코어위브가 체결한 DDTL 정리

체결일	구분	금리
2023년 7월	DDTL 1.0	SOFR+9.6196%
2024년 5월	DDTL 2.0	SOFR+6.0~13.0%
2025년 9월	DDTL 2.1	SOFR+4.25%
2025년 7월	DDTL 3.0	SOFR+4.00%
2026년 3월	DDTL 4.0	변동금리 SOFR+2.25%, 고정 약 5.9%
2026년 5월	DDTL 5.0	SOFR+4.50%

자료: CoreWeave, DS투자증권 리서치센터

[ETF]

컴퓨팅 쇼티지에 투자하는 방법: 네오클라우드 ETF

이규원 해외주식/ETF 02-709-2674 kw.lee@ds-sec.co.kr

2026.08.20

강근재 연구원 02-709-2667 Kgg812@ds-sec.co.kr

4년간 10배 매출 성장이 충분히 가능한 산업

네오클라우드 산업은 AI에 특화된 컴퓨팅을 제공하는 새로운 형태의 클라우드 사업으로, 컴퓨팅 가격과 고객에게 제공하는 활성 용량에 따라 매출이 결정된다. 현재 컴퓨팅 가격이 높은 수준을 유지하는 가운데 '27년부터 활성 용량이 본격적으로 증가하면서 네오클라우드 기업의 체급은 크게 달라질 전망이다.

Nebius는 2Q 신규계약의 컴퓨팅 가격이 연초 대비 2배 이상 상승했고, 단기계약은 3~4배 높은 수준까지 형성됐다고 언급할 정도로 수요가 강하다. CoreWeave는 현재 1.5GW의 활성 용량과 4.2GW의 계약 용량을 확보하고 있으며, Nebius 역시 현재 약 0.3GW로 추정되는 활성 용량을 '27년부터 매년 1GW 이상 확대할 계획이어서 높은 가격이 유지될 경우 매출 성장 폭은 더욱 커질 수 있다.

여기에 고객 선급금과 계약 기반 매출이 확대되면서 자금조달 비용 부담도 낮아지고 있다. 최근 고객이 컴퓨팅 용량 선점을 위해 선급금을 지불하는 사례가 많고 이를 통해 관련 CapEx를 상당부분 충당한다. 또한 GPU, 투자등급 고객계약을 담보로 자금조달 비용을 낮추고 있다. AI의 약한 고리 등 네오클라우드에 대한 우려가 있지만 컴퓨팅 가격이 높고 활성 용량 증가 구간에서는 폭발적인 탑라인 성장에 집중하는 것이 좋아보인다.

ETF 정보

구분	Roundhill Neocloud	TIGER 미국AI데이터센터TOP4Plus	RISE 미국AI클라우드인프라
한줄평	Pure한 네오클라우드 ETF	네오클라우드 + AI데이터센터 주요 기업	네오클라우드 + 광통신
운용사	Roundhill Investments	미래에셋자산운용	KB자산운용
상장 국가	미국	한국	한국
AUM	\$62.9Mn	1,059억원	241억원
총보수(연,%)	0.65	0.49	0.40
투자 대상	네오클라우드 및 관련 AI 인프라 기업 관련 산업: GPUaaS, AI/HPC DC, AI 플랫폼, DC 건설 및 운영, 냉각, 전력, 네트워크 등	네오클라우드 4 종목+AI DC 인프라 6 종목 관련 산업: 컴퓨터 및 전자장비, 컴퓨팅 인프라 및 호스팅 등	미국 AI 데이터센터 및 클라우드 관련 10 종목 관련 산업: 컴퓨터, 전자, 전기장비, 컴퓨팅 인프라, 데이터 처리, 웹호스팅, 검색포털 등
비중 결정 방법	수정 시가총액 가중 방식* *대형 네오클라우드 기업에 높은 비중을 부여하는 방식으로 알려졌으나 산식을 공개하지 않음	테마 관련도 순위별 고정 비중 : 1위 25%, 2~4위 각 15%, 5~7위 각 7%, 8~10위 각 3%	네오클라우드: 1~2위 각 20%, 3~4위 각 8% AI DC 인프라: 1~2위 각 8%, 3~6위 각 7%

네오클라우드 관련 국내외 ETF 구성종목 및 비중(상위 10종목)

Roundhill Neocloud	비중	TIGER 미국AI데이터센터TOP4Plus	비중	RISE 미국AI클라우드인프라	비중
NEBIUS GROUP	32.2	NEBIUS GROUP	23.7	COREWEAVE	22.5
COREWEAVE	27.4	COREWEAVE	16.4	NEBIUS GROUP	19.4
IREN	7.6	ORACLE	16.4	ARISTA NETWORKS	10.1
HUT 8	5.1	IREN	15.1	ORACLE	9
Applied Digital	4.3	LUMENTUM HOLDINGS	7.4	CHRONOSCALE	7.8
Terawulf	4.1	VERTIV HOLDINGS	6.2	LUMENTUM HOLDINGS	7.6
Galaxy Digital	4.0	APPLIED DIGITAL	5.9	VERTIV HOLDINGS	6.3
Cipher Digital	3.6	ARISTA NETWORKS	3.7	MARVELL TECHNOLOGY	6.3
Riot Platforms	3.4	CELESTICA	2.9	COHERENT	6.1
Core Scientific	3.1	SANDISK	2.1	ASTERA LABS	4.9

자료: 각 ETF 운용사, DS투자증권 리서치센터

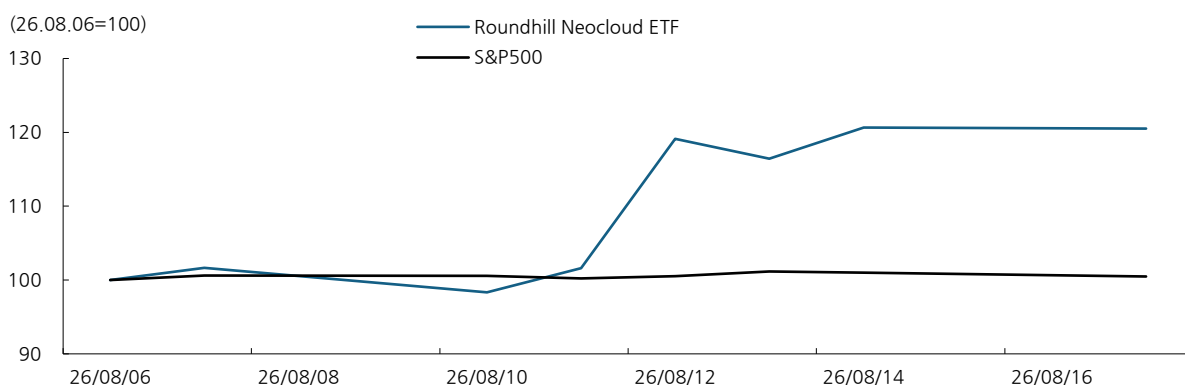
Roundhill Neocloud ETF [NCLD US]

Comment

- 네오클라우드 및 관련 AI 인프라 기업에 투자. 현재 미국 상장 기업만 편입했으나 미국 외 종목도 편입 가능
- 대형 네오클라우드 기업에 높은 비중을 부여해 Nebius, CoreWeave 편입 비중이 각각 32.3%, 27.4%로 약 60%를 차지. 대표 네오클라우드 기업뿐 아니라 중소형 네오클라우드까지 편입한 것이 특징
- Pure 한 네오클라우드 기업에 투자하려는 목적에 부합하는 ETF. 다만 Top2 종목이 대부분의 비중을 차지해 분산 효과는 크지 않을 수 있음

수익률 추이(올해 8월 6일 상장)

기준일: 26.08.18



구분	1 개월	3 개월	6 개월	1 년	3 년	5 년	연초이후	상장이후
증가(%)	-	-	-	-	-	-	-	20.5
S&P500(%)	-	-	-	-	-	-	-	0.5

ETF 정보

기준일: 26.08.18

구분	내용
운용사	Roundhill Investments
AUM(\$Mn)	62.9
총보수(연, %)	0.65
상장일	2026.08.06
기초지수	없음
투자 대상	네오클라우드 및 관련 AI 인프라 기업 관련 산업: GPUaaS, AI/HPC 데이터센터, AI 플랫폼, 데이터센터 건설 및 운영, 냉각, 전력, 네트워크 등
비중 결정 방법	수정 시가총액 가중 방식* *대형 네오클라우드 기업에 높은 비중을 부여하는 방식으로 알려졌으나 산식을 공개하지 않음

편입 종목 상위 10 종목

기준일: 26.08.18

Name	Weight
NEBIUS GROUP	32.2
COREWEAVE	27.4
IREN	7.6
HUT 8	5.1
Applied Digital	4.3
Terawulf	4.1
Galaxy Digital	4.0
Cipher Digital	3.6
Riot Platforms	3.4
Core Scientific	3.1
상위 10 종목 합	94.8

자료: Roundhill Investments, DS 투자증권 리서치센터

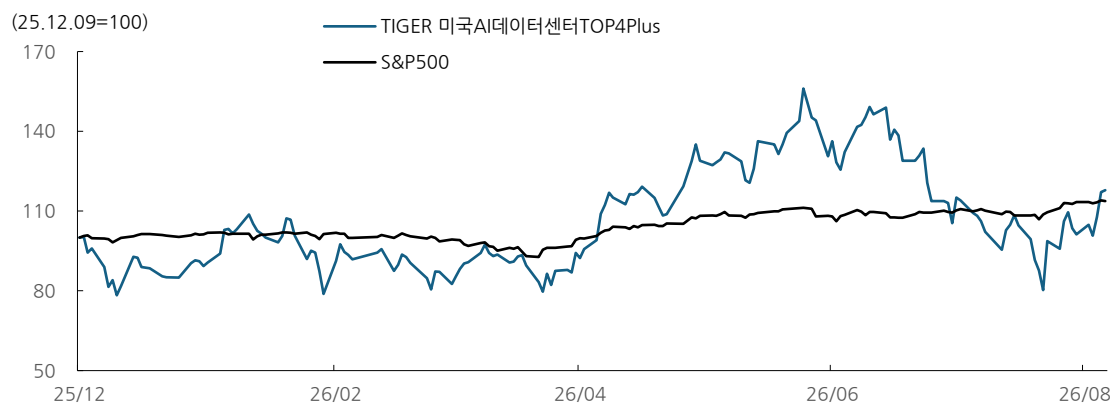
TIGER 미국 AI 데이터센터 TOP4Plus [0142D0 KS]

Comment

- 미국 주식시장에 상장된 네오클라우드 및 AI 데이터센터 인프라 기업에 투자
- 네오클라우드 기업(Nebius, CoreWeave, Oracle, IREN)에 높은 비중으로 투자하고, 나머지는 AI 데이터센터 인프라 기업으로 구성. 네오클라우드 산업의 성장은 AI 데이터센터 투자를 동반한다는 점에서 네오클라우드 산업 성장에 따른 직,간접적인 수혜 예상됨
- 광통신, 냉각, 네트워크, 추론형 가속기, 메모리 등 AI 데이터센터의 주요 밸류체인 기업을 고르게 편입한 것이 특징

수익률 추이

기준일: 26.08.18



구분	1 개월	3 개월	6 개월	1 년	3 년	5 년	연초이후	상장이후
증가(%)	15.7	-8.1	28.9	-	-	-	38.9	18.3
S&P500(%)	3.3	5.2	13.9	-	-	-	12.9	13.8

ETF 정보

기준일: 26.08.18

구분	내용
운용사	미래에셋자산운용
AUM(억원)	1,059
총보수(연,%)	0.49
상장일	2025.12.09
기초지수	Akros U.S. AI Data Center TOP4 Plus Index
투자 대상	네오클라우드 4 종목+AI 데이터센터 인프라 6 종목 관련 산업: 컴퓨터 및 전자장비, 컴퓨팅 인프라 및 호스팅 등
비중 결정 방법	테마 관련도 순위별 고정 비중 : 1 위 25%, 2~4 위 각 15%, 5~7 위 각 7%, 8~10 위 각 3%

편입 종목 상위 10 종목

기준일: 26.08.18

Name	Weight
NEBIUS GROUP	23.7
COREWEAVE	16.4
ORACLE	16.4
IREN	15.1
LUMENTUM HOLDINGS	7.4
VERTIV HOLDINGS	6.2
APPLIED DIGITAL	5.9
ARISTA NETWORKS	3.7
CELESTICA	2.9
SANDISK	2.1
상위 10 종목 합	100

자료: 미래에셋자산운용, DS 투자증권 리서치센터

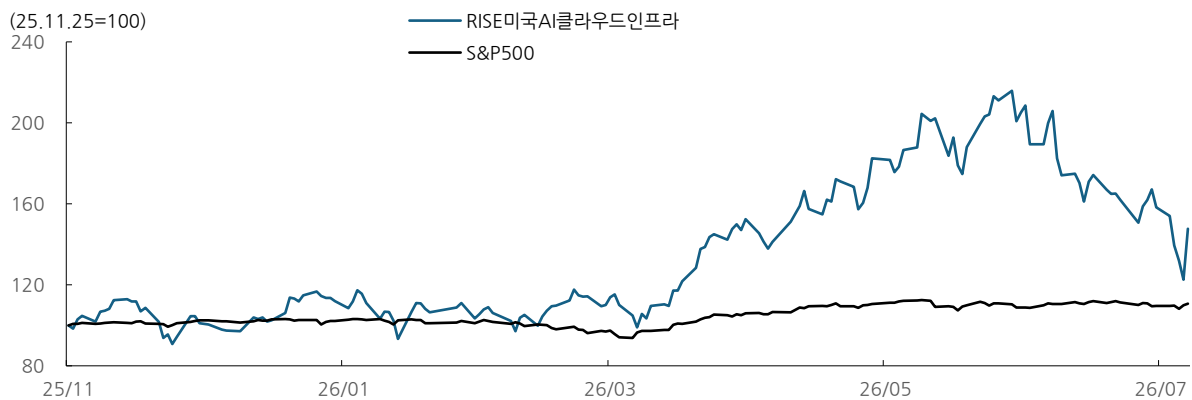
RISE 미국 AI 클라우드인프라 [0127R0 KS]

Comment

- 미국 주식시장에 상장된 AI 데이터센터 및 네오클라우드 관련 기업에 투자(하이퍼스케일러는 편입 제외)
- 네오클라우드 기업 4 종목과 AI 데이터센터 인프라 기업 6 종목에 투자하며, 네오클라우드 기업의 전체 편입 비중은 56%를 목표로 함
- AI 데이터센터 인프라 기업은 Lumentum, Coherent, Arista Networks 등 광통신, AI 네트워킹 기업이 대부분을 차지. AI 인프라 내 여러 테마 가운데 중장기 성장성이 뚜렷한 광통신 기업의 강세에도 참여 가능한 것이 특징

수익률 추이

기준일: 26.08.18



구분	1 개월	3 개월	6 개월	1 년	3 년	5 년	연초이후	상장이후
증가(%)	-15.7	3.9	37.5	-	-	-	50.6	46.7
S&P500(%)	0.1	3.9	8.3	-	-	-	8.6	10.7

ETF 정보

기준일: 26.08.18

구분	내용
운용사	KB 자산운용
AUM(억원)	241
총보수(연,%)	0.40
상장일	2025.11.25
기초지수	Akros 미국 AI 클라우드인프라 지수
투자 대상	미국 AI 데이터센터 및 클라우드 관련 10 종목 관련 산업: 컴퓨터, 전자, 전기장비, 컴퓨팅 인프라, 데이터 처리, 웹호스팅, 검색포털 등

비중 결정 방법 네오클라우드: 1~2 위 각 20%, 3~4 위 각 8%
AI DC 인프라: 1~2 위 각 8%, 3~6 위 각 7%

편입 종목 상위 10 종목

기준일: 26.08.18

Name	Weight
COREWEAVE	22.5
NEBIUS GROUP	19.4
ARISTA NETWORKS	10.1
ORACLE	9
CHRONOSCALE	7.8
LUMENTUM HOLDINGS	7.6
VERTIV HOLDINGS	6.3
MARVELL TECHNOLOGY	6.3
COHERENT	6.1
ASTERA LABS	4.9
상위 10 종목 합	100

자료: KB 자산운용, DS 투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이규원, 강근재)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-