



Pre-point: NVIDIA가 밀어주는 네오클라우드

바야흐로 AI 혁명의 시대가 도래했다. NVIDIA는 이제 단순한 GPU 제조사를 넘어 HW와 SW를 통합하는 'Full-Stack 플랫폼' 기업으로 변모하고 있다. 그리고 AI 플랫폼 구동에 필수적인 AI Factory를 운영할 책임자로 동사를 포함한 네오클라우드 기업들을 선정했다. 이들은 엔비디아가 구축한 AI 생태계를 글로벌 시장으로 빠르게 확산시키는 역할을 담당하면서도 고객들의 데이터센터 운영 문제를 해결해준다. 네오클라우드, 엔비디아가 밀어주고, 시대가 끌어준다.

Point 1: 盡人事待天命, 준비된 자에게 기회가 온다.

동사는 명실상부 네오클라우드 업계를 이끌어가는 리딩 컴퍼니다. 그리고 지금 이 순간, 동사에게 황금비를 내려줄 기회의 비구름이 양쪽에서 다가오고 있다. AI 대 전환 시대의 한복판을 지나고 있는 현재, 동사는 숨이 막힐 듯 답답한 데이터센터 공급 병목을 해결할 책임자이자 초과 수요의 최대 수혜를 누릴 주인공이다. 업계 최상위권 수준의 계약 전력을 기반으로 막힌 병목을 뚫어주고 플래티넘 등급에 빛나는 압도적인 성능으로 고객을 매료시켜 넘치는 수요를 빨아들일 것이다.

Point2: 有備無患, 준비된 자에게 근심은 없다.

시장은 여전히 네오클라우드 기업을 의심한다. 막대한 Capex 투자로 인한 부채와 이자비용 증가, 경쟁자로 인한 수익성 저하는 동사에 투자하는 것을 꺼리게 만든다. 하지만 준비된 자에게 근심은 없는 법. 동사의 자금 조달 구조, GPU 선제 조달, 그리고 동사의 배후를 지켜주는 NVIDIA까지, 동사가 두려워할 것은 전무하다.

Valuation

동사의 2026E EBITDA \$7,799 mn에 Target EV/EBITDA 21.3x를 적용한 \$241을 목표 주가로 제시한다. 사상 초유의 AI DC 사이클에 온몸을 맡긴 동사는 동시대의 파도를 타고 순항 중인 25년 ORCL을 Peer로 선정했다. 폭발하는 전방 수요와 안정적인 GPU 수급을 증명한 동사는 매출 growth와 본격적인 이익 턴어라운드 기대감과 함께 네오클라우드의 대장 자리를 굳건히 지킬 것이다.

Estimated Income Statement											
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	16	229	1,915	982	1,213	1,372	1,669	5,236	12,394	19,125	28,068
YoY, QoQ (%)	11%	1346%	737%	31%	24%	13%	22%	173%	137%	54%	47%
Cost of revenue	12	69	493	262	313	348	423	1,346	3,142	4,848	7,115
Gross profit	4	160	1,422	719	900	1,024	1,246	3,890	9,252	14,277	20,954
GPM (%)	23%	70%	74%	73%	74%	75%	75%	74%	75%	75%	75%
Operating expenses	27	175	1,098	747	881	900	1,416	3,943	5,548	7,069	8,637
Tech&Infrastructure	18	132	961	561	670	778	1,276	3,285	4,659	5,764	6,778
Sales&Marketing	2	13	18	11	37	37	37	121	121	121	121
General&Administrative exp.	6	30	119	175	174	85	103	537	768	1,185	1,739
Operating income	(23)	(14)	324	(27)	19	125	(170)	(54)	3,705	7,207	12,316
OPM (%)	-145%	-6%	17%	-3%	2%	9%	-10%	-1%	30%	38%	44%
Depreciation and amortization	12	103	863	443	559	683	1,117	2,803	4,095	5,059	5,943
EBITDA	(11)	89	1,188	416	579	807	947	2,749	7,799	12,266	18,259
EBITDA Margin (%)	-71%	39%	62%	42%	48%	59%	57%	53%	63%	64%	65%
Interest Income (expense)	(9)	(28)	(361)	(264)	(267)	(461)	(921)	(1,912)	(2,345)	(2,245)	(2,059)
Other non-operating income (expense)	(3)	(515)	(708)	23	5	-	-	28	-	-	-
Income before income taxes	(35)	(558)	(744)	(268)	(243)	(336)	(1,091)	(1,938)	1,360	4,963	10,257
Income tax benefit (expense)	4	(36)	(119)	(46)	(48)	(47)	(47)	(188)	(286)	(1,042)	(2,154)
Net income (loss)	(31)	(594)	(863)	(314)	(291)	(383)	(1,138)	(2,125)	1,074	3,921	8,103
NPM (%)	-195%	-259%	-45%	-32%	-24%	-28%	-68%	-41%	9%	21%	29%

Rating

Buy

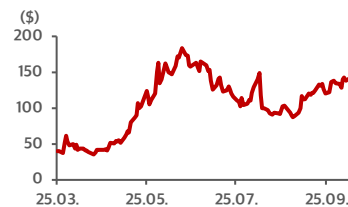
현재주가: \$ 140

목표주가: \$ 241

상승여력: 72%

12M 주가추이

시가총액 \$ 70.2 B



Key Metrics

EV/EBITDA (TTM) 34.61x

EV/EBITDA (NTM) 14.60x

자산 총계 \$ 26,141 M

부채 총계 \$ 22,420 M

자본 총계 \$ 3,821 M

주요 주주

Magnetar Financial 25.9%

Fidelity Management 6.7%

NVIDIA Corp. 6.56%

Jane Street 5.4%

SMIC 3팀

팀장 51기 최진우

팀원 51기 김정훈

52기 김성윤

52기 손석건

52기 이희원

CONTENTS

1. AI의 해일에 올라탄 네오클라우드 - 산업 분석	3
2. The Core of AI - 기업 분석	6
3. NVIDIA가 밀어주는 네오클라우드 - Pre-Point	9
4. 네오클라우드 옥석 가리기 - Main Point	
Point 1. 盡人事待天命, 준비된 자에게 기회가 온다.	13
Point 2. 有備無患, 준비된 자에게 근심은 없다.	18
5. ISSUE&RISK	22
6. 매출 추정	24
7. 비용 추정	26
8. Valuation	29
9. Appendix	31

1. AI의 해일에 올라탄 네오클라우드 - 산업 분석

1.1. AI 수요의 폭발

인프라 구조 자체를 바꾸는 AI

22년 ChatGPT의 등장은 인류의 정보 활용 방식을 근본적으로 바꾸어 놓았다. 생성형 AI의 등장으로 사람들은 더 이상 단순히 데이터를 검색하는 것이 아니라, AI를 통해 ‘생성된 지식’을 소비하게 되었다. “모든 기업, 모든 직업은 AI 조력자를 가지게 될 것이다.”라는 젠슨 황의 말처럼, AI는 이미 산업 전반의 생산성을 재정의하고 있다. 이제 AI는 개인의 작업 방식에서부터 의사결정, 나아가 국가의 기술 전략에 이르기까지 전 영역을 변화시키고 있다. 이 변화는 단순한 소프트웨어 혁신이 아니라, AI를 지탱하기 위한 ‘인프라 구조 자체’의 변화를 알리는 신호탄이었다.

AI 수요 증가
→ 데이터 연산량의 증가

AI의 수요 증가는 막대한 데이터 연산량의 증가를 의미했고, 이러한 연산을 감당할 수 있는 인프라를 구축하는 것은 AI 산업의 핵심 과제가 되었다. AI의 학습과 추론 과정에서는 수많은 매개변수와 데이터를 동시에 처리해야 한다. 예컨대 생성형 AI인 GPT-4는 조 단위의 파라미터를 학습하며, 그 과정에서 필요한 연산량은 기존 IT 서비스의 수천 배에 달한다. 25년 2분기 Microsoft, Alphabet 등 빅테크 기업들의 CapEx 총합이 전년 대비 72% 증가한 1,270억 달러에 이른 것도 넘치는 수요를 받아줄 AI 인프라를 확충하기 위한 선택이었다.

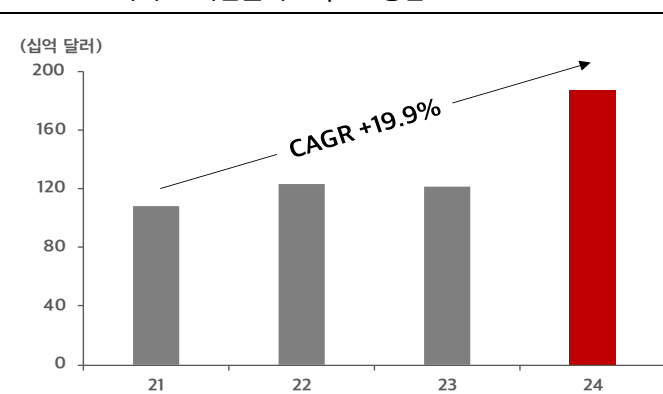
NEW AI,
더 많은 데이터 연산

AI의 학습과 추론 수요 증가에 의한 연산량과 데이터 이동량의 폭발적 증가는 AI 시대의 구조적 변화에서 기인한다. 이제 AI 산업은 생성형 AI를 넘어 추론형 AI, 즉 에이전트 AI 시대로 진입하고 있다. 생성형 AI를 입력에 반응하여 결과를 생성하는 수동적인 비서에 비유한다면, 에이전트 AI는 스스로 목표를 설정하고, 외부 도구와 메모리를 활용하며, 단계적 추론과 피드백까지 수행하는 능동적 전문가이다. 그리고 이러한 진화는 머지않아 피지컬 AI로 확장될 전망이다. 피지컬 AI는 로봇, 센서, 자율주행 시스템 등과 결합해 AI가 실제 물리적 환경속에서 인식, 판단, 행동까지 수행하는 기술로, 추론형 AI와 마찬가지로 데이터 연산량의 쿼텀 점프를 이끌 것이다.

Google 토큰 처리량
100배

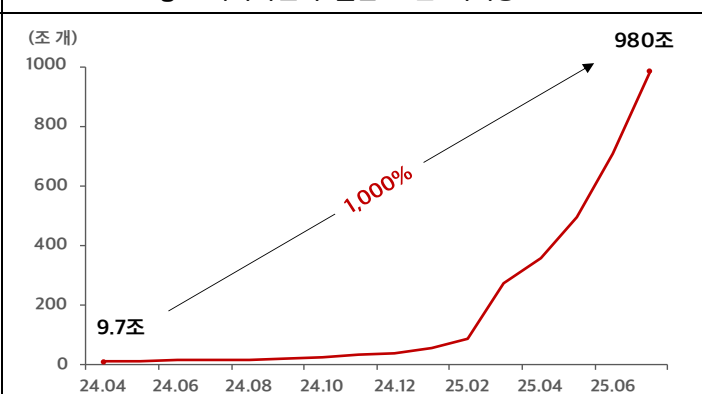
AI 언어 모델에서 문장을 처리하고 이해하는 최소 단위의 데이터 조각인 토큰의 생성량은 추론형 AI에서 생성형 AI 대비 20배 증가하며, 이를 통해 연산 자원 사용량은 150배까지 늘어날 것으로 예상된다. 실제로 AI의 사용량 급증과 추론형 AI의 본격적인 등장으로 구글 데이터센터의 월간 토큰 처리량은 24년 4월에 9.7조개에서 25년 7월에 980조 개로 폭증하였다. 이는 불과 1년여 만에 약 100배에 가까운 증가로, AI가 단순한 기술이 아닌 인프라 차원의 ‘연산 혁명’을 이끌고 있음을 보여주는 대표적인 사례다.

도표 1-1. 빅테크 기업들의 CapEx 총합



출처: 각 사, SMIC 3팀

도표 1-2. Google 데이터센터 월간 토큰 처리량



출처: Google, SMIC 3팀

1.2. 서버실에서 네오클라우드까지

데이터센터의 역사,
그리고 클라우드

데이터센터는 대규모의 디지털 데이터를 저장하고 관리하며 처리하기 위해 구축된 핵심 인프라 시설로, 연산(Computing), 저장(Storage), 네트워크(Networking)의 세 가지 핵심 요소로 구성된다. 과거에 기업들은 자체 데이터센터를 두고, 이를 통해 IT 자원을 직접 운영했다. 그러나 인터넷의 확산 및 데이터 트래픽의 증가로 회사 자체 서버로는 데이터 처리량 감당이 불가능해졌다. 이에 데이터 저장과 연산, 소프트웨어 실행 등 IT 자원을 인터넷을 통해 서비스 형태로 제공하는 클라우드 산업이 등장하였으며, 데이터센터는 클라우드 산업을 기반으로 성장하였다.

소유에서 이용으로

클라우드 산업의 등장은 기업들의 IT 인프라 개념을 근본적으로 바꿔 놓았다. 기업들은 더 이상 IT 자원을 소유하지 않고, 필요할 때마다 외부에서 이용하게 되었다. 소유에서 이용으로 패러다임의 전환이 일어난 것이다. 이에 00년대 중반 AWS, Microsoft, Alphabet과 같은 주요 기술 기업들이 시장에 진입하면서 클라우드 산업은 폭발적으로 성장했다. 이들은 전 세계에 초대형 데이터센터를 구축하며, 인프라 네트워크를 형성했고, 이를 기반으로 글로벌 서비스를 확장했다.

하이퍼스케일러의
등장

이들은 글로벌 확장성과 운영 자동화를 기반으로, 대규모 데이터센터를 효율적으로 관리하며, 대규모 클라우드 서비스를 제공하는 하이퍼스케일러로 거듭났다. 그러나 AI의 등장으로 새로운 도전에 맞닥드리게 되는데, 이는 웹 서비스, 이메일, 데이터 저장 등 일반 IT 워크로드를 처리하도록 설계된 범용 데이터센터가 이들 인프라의 기반이었기 때문이다.

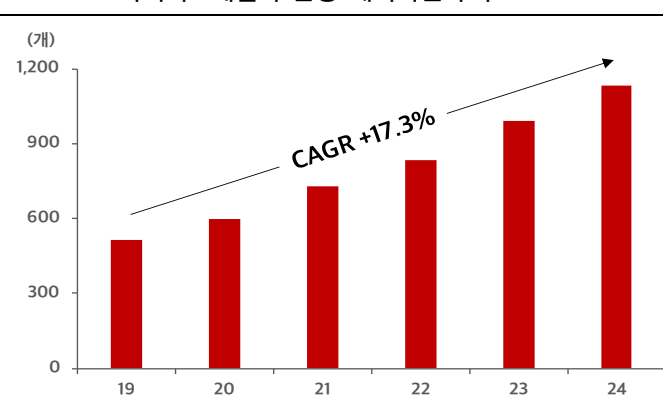
범용 데이터센터의
한계

범용 데이터센터는 CPU와 DRAM 기반의 서버들의 집적으로 설계된다. 일반 IT 작업 처리에는 최적화되어 있지만, AI가 요구하는 고밀도 연산과 대규모 데이터 통신을 처리하기에는 구조적 제약이 따른다. CPU는 명령을 순차적으로 처리하는 직렬 연산 구조를 가지고 있어, 수천에서 수만 개의 연산을 처리해야 하는 AI 학습에 있어 비효율적이다. 또한 DRAM 기반 메모리 체계는 대역폭 한계로 병목 현상을 일으키며, 데이터 전송 속도 또한 제한적이다. 이로 인해 기존 인프라에서 AI 모델의 학습과 추론을 안정적으로 수행하기 어려웠다.

AI 데이터센터의 등장

이러한 한계를 극복하기 위해 등장한 것이 GPU와 HBM을 기반으로 한 AI 데이터센터다. GPU는 수천 개의 코어가 병렬로 연결되어 동시에 연산을 수행하며, HBM(고대역폭 메모리)은 데이터 전송 속도를 대폭 향상시켜 연산 효율을 극대화한다. 여기에 InfiniBand, NVLink 같은 고속 네트워크가 결합되면서 서버 간 데이터 교환이 실시간으로 이루어진다. 그 결과, AI 데이터센터는 기존 범용 데이터센터의 한계를 극복하며 AI 학습과 추론을 위한 필수적인 인프라로 자리 잡았으며, 이러한 데이터센터를 기반으로 클라우드 서비스를 제공하는 네오클라우드가 부상했다.

도표 1-3. 하이퍼스케일러 운영 데이터센터 수



출처: 언론 종합, SMIC 3팀

도표 1-4. 범용 데이터센터와 AI 데이터센터 비교

	범용 데이터 센터	AI 데이터센터
설계 목적	일반 IT 워크로드	AI 학습, 추론
주요 연산 장치	CPU	GPU
메모리 구조	DRAM 중심	HBM 중심
연산 방식	순차적 처리	병렬적 처리
네트워크 구조	고속 네트워킹 부재	초고속 네트워크
확장 방식	Scale Up Scale Out	Scale Up Scale Out Scale Across
냉각 방식	공랭식	수랭식

출처: SMIC 3팀

1.3. AI를 위한, AI에 의한, AI의 - 네오클라우드 산업

AI를 위한 지능형
인프라 네트워크

네오클라우드란 AI 데이터센터를 기반의 차세대 클라우드로, AI의 학습, 추론, 배포를 위해 설계된 새로운 형태의 지능형 인프라 네트워크다. 단일 데이터센터의 효율을 높이는 수준을 넘어, 여러 AI 데이터센터를 초고속 네트워크로 연결해 하나의 거대한 연산 단위처럼 작동하도록 설계되었으며, 이는 Scale Across를 통해 구현된다. Scale Across는 데이터센터 내 하드웨어 성능을 향상시키는 Scale Up, 여러 서버를 병렬적으로 연결하는 Scale out을 넘어서는 개념으로, 전 세계 데이터센터를 초고속 네트워크로 묶어 하나의 글로벌 단일 연산체로 통합하는 것이다.

네오클라우드의 근간:
하드웨어와 인프라

네오클라우드란 여러 핵심 요소들이 결합되어 이루어지며, 그 중에서도 하드웨어와 인프라는 네오클라우드의 근간을 형성한다. GPU와 HBM 같은 고성능 연산 자원이 표준화된 형태로 집적되어 AI 모델 학습과 추론을 위한 물리적 토대를 이룬다. GPU 간 통신을 담당하는 NVLink나 InfiniBand 같은 초고속 네트워크 기술은 여러 서버를 하나의 처리망처럼 연결해 대규모 병렬 연산을 가능하게 한다. 전력 공급, 냉각 시스템, 네트워크 구조 등 물리적 인프라는 안정적인 운영 환경을 제공하며, 하드웨어가 가동될 수 있게 해준다.

소프트웨어는 네오
클라우드의 신경망

오케스트레이션(Orchestration)과 같은 소프트웨어는 분산된 GPU 자원을 자동으로 배치, 연결, 해제하며, 연산의 효율을 극대화한다. 인프라가 몸체라면 소프트웨어는 신경망처럼 작동해 전체 시스템을 실시간으로 조정한다. 이 두 요소가 결합되면서, 네오클라우드는 단순한 하드웨어 집합이 아니라 지능적으로 제어되는 유기적 연산 시스템으로 기능한다.

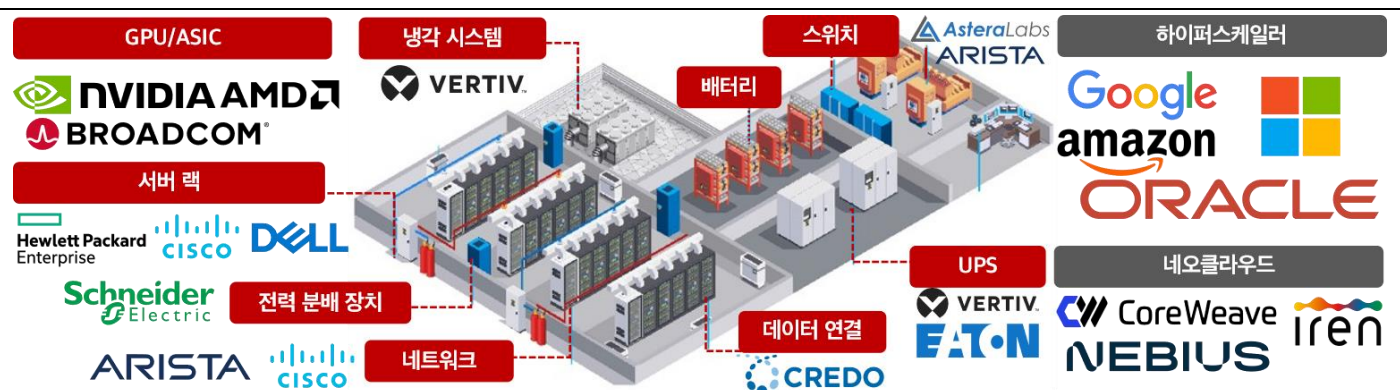
네오클라우드의 완성:
서비스로 제공

네오클라우드를 완성하는 것은 이를 외부에 서비스 형태로 제공하는 구조다. 사용자는 필요할 때마다 클라우드를 통해 AI 연산 자원을 활용한다. 네오클라우드는 단순한 인프라 제공자가 아닌, AI 학습, 추론, 배포를 지원하는 통합형 플랫폼으로 작동한다. 사용 기업들은 이를 통해 AI의 대규모 모델 훈련, 실시간 추론을 유연하게 수행하고, 네오클라우드 운영사는 자원 효율화와 성능 최적화를 통해 안정적인 서비스를 보장한다.

AI 시대에 부응하는
네오클라우드

AI 수요의 폭증, 추론형 AI의 부상, 그리고 기존 범용 클라우드 데이터센터의 한계가 동시에 맞물리며 거대한 해일이 일고 있다. 그 해일이 잉태해 낸 새로운 산업, 네오클라우드는 치솟는 AI 데이터센터 수요에 올라타고 있다. 여러 기업들이 거대한 해일에 반응하여 기존 인프라를 바탕으로 네오클라우드 산업에 진입하고 있으며, CoreWeave(CRWV), Nebius Group(NBIS), Iris Energy Limited(IREN) 등의 기업들이 AI 데이터센터 수요를 받아낼 Player들로 거론되고 있다. 현재 네오클라우드 기업들은 가동 전력 확보에 힘쓰며, AI의 수혜를 받아내려 하고 있다.

도표 1-5. AI 데이터센터 Value Chain



출처: SMIC 3팀

2. The Core of AI - 기업 분석

2.1. 네오클라우드 기업으로의 변신

코인 채굴 기업에서
네오클라우드

동사는 17년에 Atlantic Crypto라는 이름의 암호화폐 채굴 기업으로 시작하였다. 보유한 GPU로 이더리움 채굴을 전문으로 하던 동사는, 18년 암호화폐 시장이 하락하면서 위기를 맞았다. 이를 계기로 19년에 사명을 코어위브로 바꾸고, 보유한 GPU를 활용하여 기업들에 클라우드 컴퓨팅 인프라를 제공하는 네오클라우드 사업으로 전환하였다. 지금의 동사는 개발자와 기업에 고성능 컴퓨팅 자원을 제공하는 GPU 기반의 클라우드 플랫폼 기업이다.

빠르게 늘어나는
동사 데이터센터들

네오클라우드 회사로 전환한 이후 동사는 데이터센터의 수를 빠르게 늘리기 시작하였다. 22년 말에 3개에 불과했던 데이터센터는 23년 말에 14개로 4배 이상 증가하였으며, 24년 말에는 28개까지 확대되었다. 현재는 미국과 유럽 전역에 총 33개의 데이터센터를 운영하고 있으며, 총 2.8GW에 달하는 계약 전력 용량을 확보하고 있다. 25년 5월에는 Weight & Biases를 인수하였고, 7월에는 코어 사이언티픽 인수 계획을 밝히며, 회사의 외형을 점점 키워가는 중이다.

4단 구성의 클라우드

동사의 클라우드는 인프라, 관리, 애플리케이션, 제 3자 툴링 & 솔루션의 4단계로 구성된다. 물리적 인프라를 기반으로, 그 위에 관리 및 애플리케이션에서 AI 워크로드의 최적화 과정을 거쳐 최상단에서 운영 체계 및 외부 솔루션과 통합된다. 관리 영역에서는 Kubernetes 기반의 오케스트레이션 서비스와 서버와 가상 네트워크 환경이 제공된다는 것이 특징적이다.

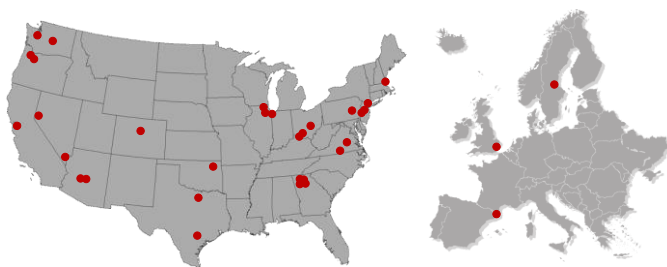
인프라 성능
최적화하는 Flywheel

동사의 데이터 기반 피드백 루프인 Flywheel은 인프라 성능을 최적화한다. 이는 고객 이용 데이터와 피드백을 실시간으로 반영하여 문제를 해결하고, 이를 통해 플랫폼을 지속적으로 고도화하는 자기강화형 순환 구조이다. 이는 AI 워크로드 특화형 클라우드 환경에서 더욱 빛을 발하며, 그 결과 동사는 소프트웨어와 인프라가 유기적으로 통합된 하나의 고도화된 플랫폼을 제공한다.

동사 제품의 제품군

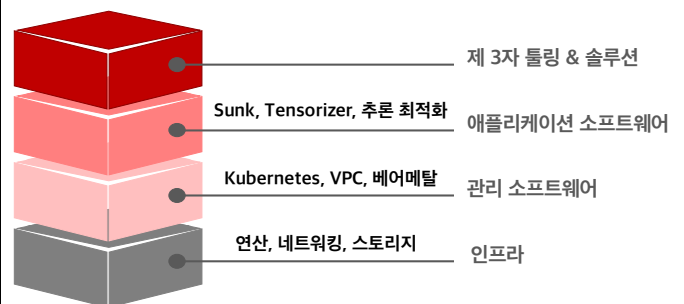
동사가 제공하는 주요 제품은 GPU 컴퓨팅, 저장 서비스(Storage), 네트워킹 서비스, 운영 서비스, 플랫폼 및 Weight & Biases AI 개발 플랫폼으로 구성된다. GPU 컴퓨팅은 고객이 필요로 하는 GPU 자원을 클라우드의 형태로 할당하며, 저장 서비스는 AI 워크로드에 최적화된 오브젝트 storage를 제공한다. 네트워킹 서비스는 GPU 인스턴스나 스토리지, 데이터센터 간 내부 네트워크 연결 및 최적화를 보장하며, 운영 서비스는 Kubernetes 환경 위에서 GPU 워크로드를 운영 및 관리한다. 플랫폼은 컴퓨팅, 저장, 운영 계층을 통합한 AI 중심 클라우드 플랫폼이다.

도표 2-1. 미국, 유럽 데이터센터 위치



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 2-2. 동사 클라우드의 4단계 구성



출처: 동사, SMIC 3팀

2.2. 계약 구조·매출·재무 분석

On Demand와
Take or Pay

계약 방식은 크게 On-Demand과 Take or Pay 방식으로 구분된다. On-Demand 방식은 동사 전체 매출의 2%로 비교적 작은 비중을 차지한다. 주로 단기 사용 고객을 대상으로 하며, 사용 시간에 따라 과금이 이루어지는 구조로 고객 입장에서는 활용의 유연성이 높아진다. 이때 계약은 GPU 개별 단위가 아닌 인스턴스 단위로 체결된다. 인스턴스는 하나의 독립된 컴퓨팅 환경으로 CPU, GPU, 메모리, 스토리지, 네트워크 자원 등을 포함한다. 계약에 따라 고객은 필요에 적합한 인스턴스를 결정하고, 사용한 만큼 동사에게 돈을 지불한다.

장기 계약은
Take or Pay로

Take or Pay 방식은 동사 매출의 98%를 차지하는 계약 방식으로, 고객이 동사와 장기 계약을 맺을 때 적용된다. 이는 GPU 연산, 스토리지 등의 일정 용량이 고객에게 사전에 할당되며, 고객은 실제 사용량과 무관하게 계약 금액을 지급해야 한다. 만약 고객이 할당된 용량을 초과하여 사용하면, 초과분에 대해서는 추가 과금이 발생한다. 일부 계약에는 해지 불가 조항 등 동사에게 유리한 조건이 포함되기도 한다. 이러한 구조는 동사에게 매출의 안정성과 예측 가능성을 제공하며, 이로 인해 동사는 계약을 담보로 한 자본 조달도 가능하다.

Take or Pay 계약
진행 방식

Take or Pay 계약의 진행은 다음과 같다. 동사는 고객과 계약 성사 시 고객으로부터 선불금을 수취한다. 계약한 시점으로부터 5개월의 준비 기간 동안 이 자금을 활용하여, GPU, 서버, 냉각 시스템, 네트워크 장비 등을 확보하고, 고객 전용 GPU 클러스터를 구축한다. **구축이 완료되면 동사는 서비스를 개시하고, 선불금을 제외한 나머지 금액을 기간에 따라 월 단위로 매출을 인식한다.** 계약 종료 시점이 도래하면, 고객은 동사와 새로운 장기 계약을 체결하거나, 남은 자원을 단기 임대 형태로 전환하여 사용하는 계약을 선택적으로 맺을 수 있다.

고객 포트폴리오
다변화

2Q25 동사의 매출액은 12.1억 달러로 1분기 9.8억 달러 대비 23% 증가하였으며, 전년 대비 207% 증가하였다. 또한 매출 잔고는 301억 달러로 전년 대비 86% 증가하였다. 이러한 성장세의 배경에는 대형 AI 고객사들과의 계약 확대가 있다. 25년 들어 동사는 OpenAI와 세 차례의 장기 계약을 체결하였으며, Meta와 한 차례 대규모 계약을 체결하였다. 25년 10월에는 프랑스 AI 스타트업 Poolside와 계약을 발표하며, 고객 포트폴리오를 다변화하고 있다.

지속적인 CapEx
확대

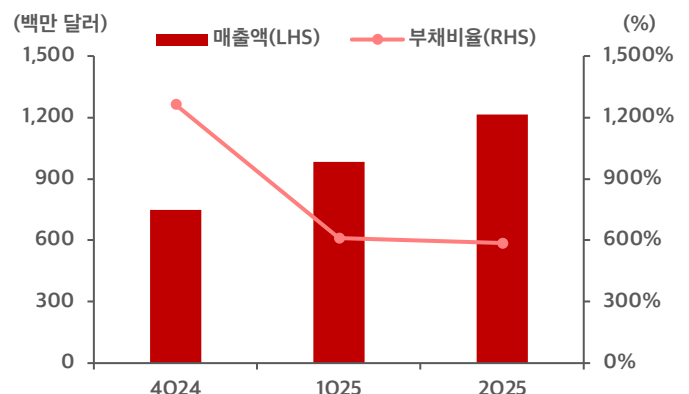
동사의 2Q25 부채비율은 587%, 총부채는 224.2억 달러이다. 이는 24년 초 51.1억 달러 대비 4배 이상 증가한 수치이다. 급격한 부채 증가는 공격적인 데이터센터 확장과 GPU 확보에 따른 결과로, 동사는 AI 시장의 폭발적인 수요에 대응하기 위해 CapEx를 지속적으로 확대하고 있다.

도표 2-3. 25년 동사의 주요 계약

25년 주요 계약			
계약 상대방	계약 규모	계약일자	종료일자
OpenAI	119억 달러	25.03	30.10
OpenAI	40억 달러	25.05	29.04
OpenAI	65억 달러	25.09	31.03
Meta	142억 달러	25.09	31.12

출처: 동사, SMIC 3팀

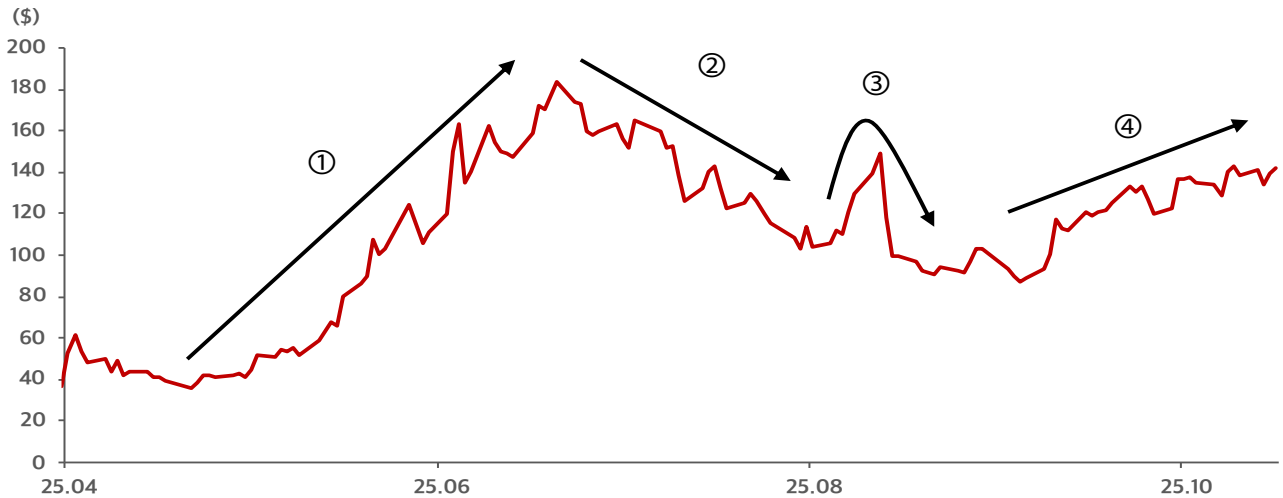
도표 2-4. 동사의 매출액, 부채비율



출처: 동사, SMIC 3팀

2.3. 주가 분석

도표 2-5. 동사 주가



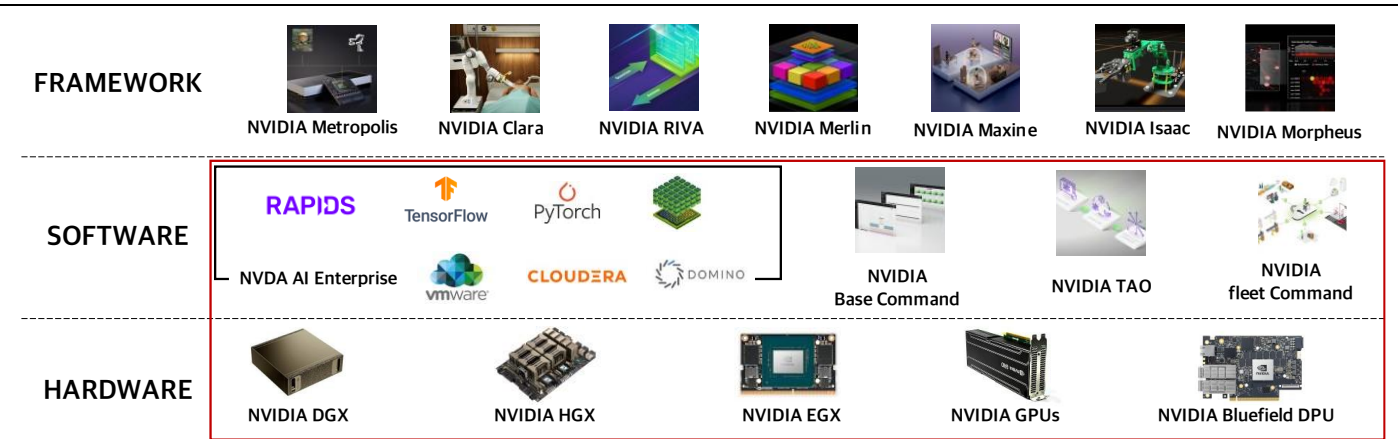
출처: Investing.com, SMIC 3팀

- IPO 단계의 어려움 동사의 IPO 여정은 고난의 연속이었다. 트럼프 행정부가 25년 3월 캐나다와 멕시코를 상대로 관세를 발효한 이후 시장은 무역정책에 대한 불안감에 침체되었으며, AI 산업에 대한 버블 우려가 불거지기 시작했다. 알리바바 조 차이 회장은 “미국 AI 데이터센터 건설은 과잉 투자”라 언급하면서, AI 버블 논쟁에 불을 지폈다. 이러한 시장 분위기 속에서 **동사는 초기 상장 계획을 수정할 수밖에 없었다.** \$47~55로 계획하였던 공모가격은 \$40로 하향 조정되었고, 발행 주식 수 역시 4,900만 주에서 감소한 3,750만 주로 축소된 채 상장이 진행되었다.
- ① 엔비디아 지분 확대 ① 이후 주가는 초기의 고생은 잊은 듯 가파르게 상승하였다. **상승을 견인한 것은 엔비디아의 지분 확대와 OpenAI와의 추가 계약 체결이었다.** 엔비디아 SEC에 제출한 보고서를 통해 코어위브의 지분을 6.56% 보유하고 있음이 밝혀졌다. 이는 기존의 보고된 5.2%에서 증가한 수치로, IPO 당시 600만 주를 추가 매입한 것으로 확인되었다. 오픈 AI와의 추가 계약은 29년까지 40억 달러 규모로 이는 3월에 맺었던 5년 119억 달러 계약과는 별도의 계약이다.
- OpenAI와의 추가 계약
- ② 급격한 상승 후 ② 급격한 주가 상승으로 공모가격 대비 4배 이상 상승한 주가는 **밸류에이션 부담으로 하락했다.** 이러한 상황 속에서 7월 7일에 발표된 코어 사이언티픽 인수 계획은 동사에 대한 불확실성을 확대시켰다. 코어 사이언티픽의 지분 6.3%를 보유한 투 시스 캐피털이 공개적으로 합병을 반대하며, 동사에 대한 불확실성을 키웠다.
- 밸류에이션 부담
- ③ 실적 컨센서스 ③ 2분기 실적 발표를 앞두고 기대감으로 주가는 다시 상승세를 보였으나, **실적이 시장 컨센서스를 하회하면서 주가는 급락세로 전환되었다.** 2.66억 달러까지 상승한 이자비용은 동사의 실적이 시장 컨센서스를 하회하는 데 결정적인 역할을 하였다. 더불어 8월 15일 락업 해제에 따라 내부자 매도 물량이 대거 출회되며, 하락세를 심화시켰다.
- 하회
- ④ 빅테크와의 연이은 ④ 9월 들어 분위기는 반전되었다. 빅테크 기업들과의 대규모 계약이 연이어 발표되며, 주가는 **상승세로 전환하였다.** 우선적으로 엔비디아와 대규모 GPU 공급 계약을 통해 대규모의 GPU를 확보했음을 알렸다. 메타와 대규모 클라우드 인프라 구축과 오픈 AI와 기존 계약의 규모 확대가 발표되며, 상승세를 강화하였다.
- 계약 성사

3. NVIDIA가 밀어주는 네오클라우드 - Pre-Point

바야흐로 AI 혁명의 시대가 도래했다. AI 패권 경쟁 속으로 수많은 기업들이 참여하면서, NVIDIA의 GPU는 이제 초희귀재가 되었다. NVIDIA는 제한된 자원을 어느 고객에게 우선 공급할 지 고민하고 있다. 이러한 전략적 딜레마 속에서, NVIDIA의 선택은 다름 아닌 네오클라우드 기업들이다. NVIDIA가 네오클라우드와의 협력을 우선시하는 이유는 무엇일까? 지금부터 NVIDIA가 구상하는 AI 생태계를 파헤치고, 그 중심에 자리매김할 네오클라우드 산업에 대해 알아보자.

도표 3-1. NVIDIA AI 생태계



출처: NVIDIA, SMIC 3팀

3.1. NVIDIA가 그리는 AI 청사진의 핵심, 네오클라우드

1) NVIDIA 생태계에서 네오클라우드가 차지하는 위상

HW와 SW를 통합한 Full-Stack 기업으로 변모하는 NVDA

NVIDIA는 단순한 GPU 제조사를 넘어, 하드웨어와 소프트웨어를 통합하는 Full-Stack 플랫폼 기업으로 변모 중이다. 젠슨 황 NVIDIA CEO는 컨퍼런스 콜에서 AI Utility를 강조하며, 전세계 곳곳에 자사 GPU를 기반으로 하는 AI 생태계를 구축하고자 한다. 이를 위해 NVIDIA에게 필요한 것은 AI 플랫폼을 구동할 수 있는 초고성능 인프라, 즉 AI Factory다. 다만 NVIDIA가 자체적으로 건물을 설계, 건설하기에는 시간과 비용 측면에서 비효율적이다. 따라서 AI Factory를 전문적으로 운영하고 확산하는 주체로 최근 네오클라우드 기업들이 주목받고 있다.

압도적인 NVDA GPU 기술력

NVIDIA가 AI 생태계를 형성할 수 있는 근간에는 자사의 압도적인 GPU 설계 기술력이 있다. Semianalysis 보고서에 따르면, NVIDIA의 H100, H200 칩은 경쟁사 AMD의 MI300X보다 연산, 메모리 용량, 대역폭 등 주요 기능에서 1.2~1.5배 정도 우수한 성능을 보였다. 또한 구글, 아마존, MS에서 자체 제작하는 ASIC 칩에 비해서도 기술적 우위에 있는 것으로 나타났다.

HW와 SW를 갖춰도 AI 데이터센터 없으면 말짱 도루묵

이처럼 NVIDIA가 현존하는 GPU 시장에서 기술적 우위를 확보하고 있기 때문에, 이들은 CUDA, Agentic AI Blueprint, Orchestration 등 맞춤형 AI 제작을 지원하는 소프트웨어 서비스로도 사업을 확장할 수 있었다. 그러나 아무리 고성능 하드웨어와 AI 소프트웨어를 보유한다고 하더라도, 이 모든 것을 구동할 AI 데이터센터 없이는 NVIDIA가 꿈꾸는 AI 생태계를 구현할 수 없다.

AI 데이터센터 전문가 네오클라우드

바로 이 지점에서 네오클라우드 기업들이 등장한다. 네오클라우드 기업들은 AI 데이터센터에 고성능 GPU를 탑재하고 전력을 공급하여, AI 플랫폼을 구동하는 핵심 인프라의 전문적인 실행자 역할을 담당한다. NVIDIA는 네오클라우드 기업들에게 고성능 GPU를 제공하고, 이들은 GPU를 가동할 수 있는 데이터센터 공간 및 효율적인 운영 능력을 NVIDIA에 제공한다.

NVDA-네오클라우드,
전략적 동맹!

이들의 관계는 단순한 공급자와 수급자를 넘어선 전략적 동맹이다. NVIDIA는 하드웨어와 기술 표준을 제공하는 설계자 역할을, 네오클라우드 기업은 인프라 용량 확보 및 운영을 담당하는 실행자 역할을 수행한다. 이러한 역할 분담은 NVIDIA의 직접적인 Capex 부담을 최소화하면서도, GPU 기반 AI 생태계를 글로벌 시장에 빠르게 확산시킨다. 젠슨 황이 구상하는 AI Utility 비전은 NVIDIA의 기술과 네오클라우드의 인프라가 결합될 때 비로소 완성되는 구조다. 따라서 네오클라우드 기업의 성장은 곧 NVIDIA가 구상하는 AI 생태계 성장의 핵심 동인으로 작용할 것이다.

2) 빅테크 고객들과의 교섭력 강화를 통한 경쟁 우위 확보

NVDA는 다양한
고객을 원합니다

NVIDIA가 자사 GPU를 기반으로 하는 AI 생태계를 구축하는 목적은 단순한 사업 확장을 넘어서 AI 산업의 시장 지배력 유지와 관련 있다. NVIDIA는 특정 소수 빅테크 고객사에 대한 매출 의존도를 낮추고 고객 기반을 다변화해서, 장기적으로 자사 제품의 수요를 안정화하고자 한다.

지금 당장은 걱정할
것이 없는 NVDA

물론 현재 NVIDIA의 GPU 기술력은 압도적이기에, 빅테크 향 수요가 감소할 가능성은 희박하다. 빅테크 자체 개발 ASIC칩(아마존: Trainium, 마이크로소프트: Maia, 구글: TPU)이나 경쟁사 AMD의 GPU는 아직까지 NVIDIA의 GPU를 기술적으로 대체하는데 한계가 있다. 하지만 매년 첨단화되는 반도체 공정 특성상 소수에게 편중된 매출구조는 향후 잠재적 리스크로 작용할 수 있다.

인텔처럼 되고 싶지
않은 NVDA

NVIDIA의 우려는 과거 인텔의 사례를 통해 확인할 수 있다. 인텔은 CPU 기술력을 바탕으로 애플, HP, 델 등 주요 PC 제조업체에게 자사 제품을 납품했으나, 소수 고객 의존도를 줄이지 않고 신규 공정 도입에 소극적이었다. 결국 애플은 자사 제품에 자체 M시리즈 칩을 탑재하며 인텔은 주요 고객을 상실했고, 고객 감소 효과가 본격화된 22년 인텔의 매출은 YoY 26% 급감했다.

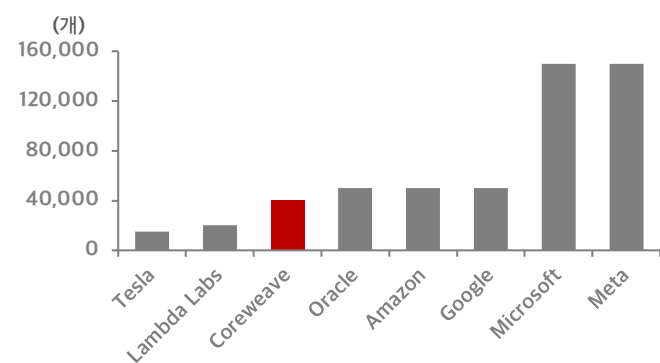
NVDA의 고객이 되어
줄 네오클라우드

NVIDIA는 이러한 사례를 답습하지 않기 위해 고객 다양화를 통한 안정적인 수요처를 선제적으로 확보하고자 한다. 먼 미래에 빅테크가 자사 ASIC 칩을 개발하거나, GPU 시장에 유력 경쟁자가 등장하더라도 빅테크의 수요에 휘둘리지 않을 장기 판매 채널이 필요한 것이다. 그리고 그 안정적인 판매 채널이 바로 네오클라우드 기업이다. 네오클라우드 기업이 성장할수록 이들은 AI 데이터센터에 사용될 GPU를 필요로 하며, 이는 곧 NVIDIA에 지속 가능한 수요를 의미한다.

네오클라우드로 모든
NVDA 고객 Lock-in

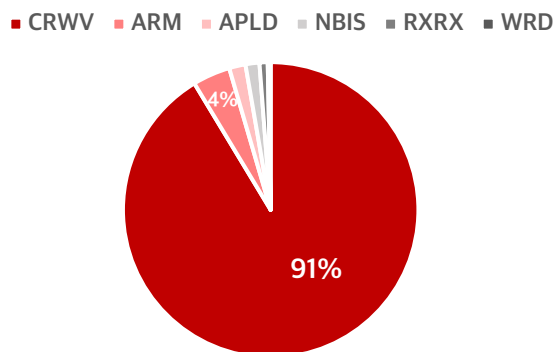
궁극적으로 NVIDIA의 목표는 네오클라우드 생태계를 구축하여 모든 규모의 고객을 NVIDIA AI 생태계 안에 Lock-in 시키는 것이다. 이는 빅테크 수요가 감소하더라도 네오클라우드 부문이 GPU 수요를 견인하는 시스템을 구축하는 것을 의미한다. 동사, NBIS, IREN 등 네오클라우드 업체들은 NVIDIA 전략의 핵심 파트너로 성장 중이다.

도표 3-2. 23년 NVIDIA GPU H100 고객별 출하량



출처: Omdia Research, SMIC 3팀

도표 3-3. NVIDIA 보유 주식 포트폴리오 비중



출처: HedgeFollow, SMIC 3팀

3.2. 지금 당장 필요한 네오클라우드

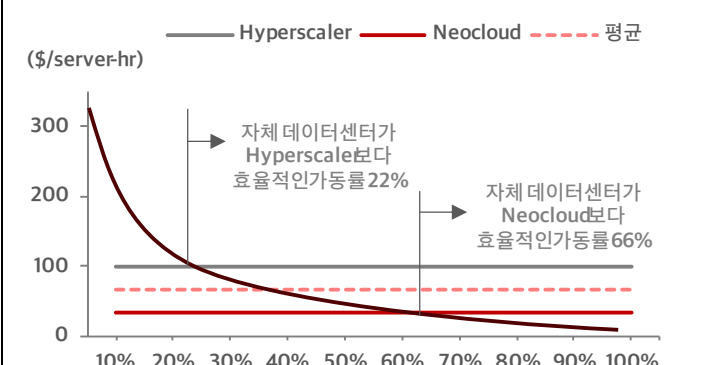
고객이 네오클라우드 찾는 이유는?	지금까지 NVIDIA가 구상하는 AI 청사진 속에서 네오클라우드 기업의 전략적 중요성과 NVIDIA가 AI 생태계를 구축하려는 의도에 대해서 살펴보았다. 이제는 AI 데이터센터 제공 서비스의 수요처인 엔터프라이즈 AI 고객들이 네오클라우드 기업을 찾고 있는 이유를 살펴보자.
당장 NVDA의 GPU가 필요한 고객들	우선 가장 큰 이유는 GPU 사용의 적시성이다. HostingAdvice의 설문조사에 따르면, 네오클라우드 서비스를 이용하는 고객들의 1순위 이유는 적시성(33%)이다. 고객들은 당장 AI모델을 구동할 수 있는 NVIDIA의 고성능 GPU 기반 인프라를 요구하고 있다. 하지만 TSMC 파운드리 병목 등의 요인으로 인해 GPU 공급 체인이 수요를 감당하지 못하는 상황이다. 이 상황에서 네오클라우드 기업들은 우선 확보한 GPU를 바탕으로 고객의 컴퓨팅 수요를 즉시 충족시켜줄 수 있다.
자체적인 데이터센터 건설은 수많은 병목이 존재	두 번째 요인은 AI 데이터센터 건설 및 운영의 현실적 장벽이다. AI 데이터센터는 전력 공급 계약, 정부 인허가, 지역 주민 반발 해소, 원자재 병목 등 복잡한 규제와 운영 절차를 거쳐야 한다. 실제로 25년 초 미국 데이터센터 개발업체인 리레이트디지털의 미시간 주 데이터센터 건설 프로젝트가 주민 반발로 의회 승인을 통과하지 못했고, 구글의 칠레 데이터센터 건설 프로젝트가 물 사용 문제로 중단되었다. 한국에서도 23년 아마존이 인천에 7조 8,500억원 규모의 데이터센터 건설을 발표했으나, 인허가 지연, 지역사회 반발로 착공이 연기되었다. 이러한 복잡한 환경에서 AI 고객들이 자체적인 인프라를 구축하는 것은 막대한 시간과 리스크를 수반할 수 있다.
네오클라우드를 통해 Capex → Opex	기업 회계 측면에서도 빅테크 고객들은 네오클라우드 기업을 활용함으로써 재무적 유연성을 확보할 수 있다. 현재 빅테크 기업들은 3~4년 혹은 그 이상의 AI 데이터센터 수요를 선제적으로 예상하고, 자사 데이터센터 건설에 막대한 금액의 Capex 지출을 단행하고 있다. 기업 입장에서 과도한 Capex 투자는 당장의 재무 건전성 및 현금 흐름에 부담으로 작용할 수 있다. 네오클라우드 서비스를 활용할 경우, 고객들은 Capex 지출을 Opex로 전환하는 것과 같은 효과를 누릴 수 있으며, 투자에 따른 현금흐름 감소의 불이익을 최소화할 수 있다.
효율적으로 AI 데이터센터 운영하려면 역시 네오클라우드	나아가 네오클라우드 기업은 AI 워크로드에 최적화된 운영 전문성을 보유하고 있다. AI 데이터센터는 24/7 연중무휴로 운영되어야 하며, 전력 효율화, 냉각 관리, 네트워크 최적화 등 고도의 전문 지식이 요구되는 시설이다. 빅테크 고객사가 자체적으로는 달성하기 어려운 최적 운영 효율 및 저비용을 네오클라우드 업체가 구현해준다. 단순히 단기간의 병목으로 인해서 네오클라우드 기업을 활용하는 것이 아니라, 장기적인 관점에서 데이터센터를 가장 효율적으로 운영하기 위해서는 반드시 네오클라우드 기업들이 필요한 것이다.

도표 3-4. 빅테크 AI 데이터센터 건설 사례

계획 일시	주관 기업	위치	주요 중단 사유
1Q22	Meta	네덜란드 제이볼데	수자원 부족
1Q23	Roadhouse Digital	미국 오리건주	지역사회 반발
1Q24	Microsoft	미국 위스콘신주	전략적 건설 일시 중단
3Q23	Amazon	한국 인천	인허가 지연, 지역사회 반발
3Q24	Amazon	미국 버지니아주	지역사회 반발
3Q24	Google	칠레 산티아고	수자원 부족
3Q24	Amazon, Google	아일랜드 더블린	전력 부족, 지역의회 미승인
4Q24	US Big Tech	인도 자카르타	인도-미국 무역 긴장
1Q25	Relate Digital	미국 미시간주	지역사회 반발
1Q25	Google	미국 인디애나주	수자원 부족, 전력 부족
2Q25	Microsoft	인도 자카르타	전략적 건설 일시 중단
3Q25	CRG	미국 미주리주	전력 부족, 지역의회 미승인

출처: 언론종합, SMIC 3팀

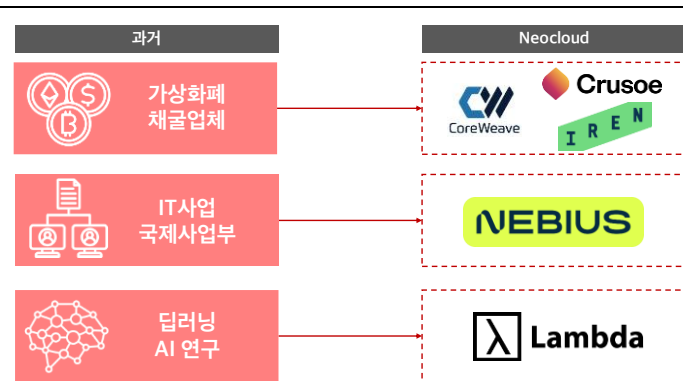
도표 3-5. 하이퍼스케일러와 네오클라우드 시간당 비용



출처: UPTIME INSTITUTE, SMIC 3팀

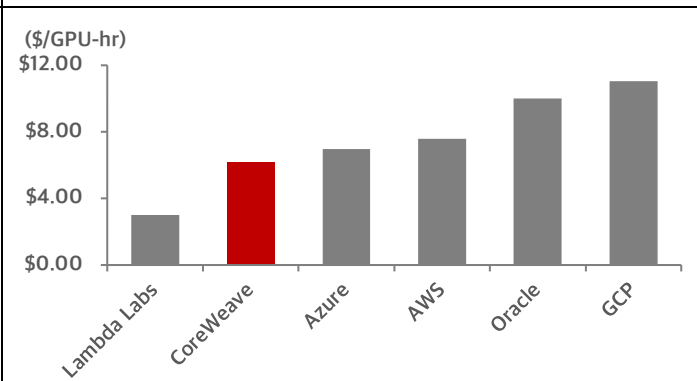
<p>효율적 운영의 핵심 키는 전력 관리 기술</p>	<p>이러한 운영 효율성의 핵심은 전력 관리 및 냉각 기술에 있다. Point 10에서 후술하겠지만, 현재 데이터센터의 주요 병목 중 하나는 전력이며, 전력 관리는 기업의 향후 비용 효율성을 좌우하는 핵심 요소다. 네오클라우드 기업들은 전력 효율화를 위해 공랭식 냉각 방식보다 수냉식 방식을 적극적으로 도입하고 있다. 에너지를 효율적으로 사용하는지 판단하는 지표인 PUE(1에 근접할수록 효율적)를 활용할 때, 일반 공랭식 데이터센터의 PUE가 1.5~2.0 수준인 반면 수냉식, 그중에서도 액침냉각은 약 1.03이다. 코어위브는 현재 NVIDIA GB200 클러스터를 85% 수냉식과 15% 공랭식으로 구현하고 있으며, 25년부터는 모든 데이터센터에 수냉식 시스템만을 적용할 예정이다.</p>
<p>가상화폐 채굴할 때 데이터센터 운영 경험 축적</p>	<p>네오클라우드 기업들의 고효율 운영 역량은 과거 가상화폐 채굴 산업에서 축적된 경험에서부터 기인한다. 채굴업체들은 수익성 극대화라는 명확한 목표 하에, GPU의 성능을 한계까지 끌어올리면서도 장기간 시스템 안정성을 유지하는 고도의 하드웨어 최적화 노하우를 체득했다. 특히 채굴장은 다수의 GPU를 고밀도로 배치하는 환경에서 하드웨어 고장률을 최소화하고, 서버 안전성을 유지하는 시스템을 보유하고 있다. 이러한 노하우는 AI 컴퓨팅 환경으로 성공적으로 전이되어, 빅테크의 범용 클라우드 환경 대비 GPU당 최대 성능을 극대화하는 효율성을 제공한다.</p>
<p>하이퍼스케일러 대비 저렴한 네오클라우드</p>	<p>네오클라우드 기업의 비용 효율성은 하이퍼스케일러 기업들과 비교했을 때 더욱 두드러진다. NVIDIA H100 GPU 기준, 네오클라우드 기업이 제공하는 서비스의 시간당 단가는 하이퍼스케일러의 25% 수준에 형성되어 있다. 이러한 가격 차별성은 운영 모델의 차이에서 기인한다. 하이퍼스케일러는 CPU, GPU, 특수 장비를 기반으로 범용 서비스를 대규모로 제공하지만, 네오클라우드 는 AI 워크로드에 특화된 GPU 위주의 단일 제품 라인을 제공한다. 덕분에 여러 전문시설, 인력이 적어도 서비스 운영이 가능하며, 네오클라우드 업체들은 더 낮은 가격을 책정할 수 있는 것이다.</p>
<p>태초부터 AI를 타겟팅 하는 네오클라우드</p>	<p>가격의 차별성뿐만 아니라 제공하는 서비스 아키텍처에서도 근본적인 차이가 존재한다. 하이퍼스케일러들은 기존 범용 클라우드 아키텍처 위에 AI 서비스를 추가한 방식이라면, 네오클라우드 기업들은 처음부터 AI 워크로드 및 AI 플랫폼 사용 방법에 최적화되도록 인프라를 전면 재설계했다. 이러한 AI 전용 아키텍처는 AI 컴퓨팅 파워의 활용률과 에너지 효율성 측면에서 구조적인 우위를 점할 수 밖에 없다. 따라서 AI 모델 개발, 학습, 추론 수요가 폭증하는 현 시점에서, 네오클라우드 기업의 데이터센터에 수요가 집중되는 것은 당연한 현상이다.</p>
<p>AI 수요가 폭증하면 네오클라우드를 찾을 수 밖에 없어요</p>	<p>결론적으로 AI 수요가 폭증하는 한, 엔터프라이즈 고객들은 네오클라우드 기업을 찾을 수 밖에 없다. 네오클라우드 기업들은 고객의 AI컴퓨팅 수요를 적시에 충족시켜주고, 자체 Capex 투자의 어려움을 Opex 전환 효과로 해결해주며, 일반 데이터센터 대비 저비용으로 고효율 운영을 가능하게 한다. 네오클라우드 산업은 AI 생태계에서 핵심 인프라로, 중추적인 역할을 담당할 것이다.</p>

도표 3-6. 네오클라우드 기업 전신



출처: 언론종합, SMIC 3팀

도표 3-7. 서비스별 H100 가격



출처: 각 사 홈페이지, SMIC 3팀

Main Point : 네오클라우드 옥석 가리기

우리는 AI 대전환의 시기를 온 몸으로 체감하고 있다. 그 이면에는 AI 인프라 패권을 차지하고자 치열한 각축전이 벌어지고 있다. OpenAI를 비롯한 빅테크들은 AI에 특화된 데이터센터 투자에 열을 올리는 가운데 새롭게 주목받는 곳이 있으니, 바로 '네오클라우드'이다. 본 장에서는 아래 2가지 Point에 대한 논의를 통해 동사가 네오클라우드 업체 중 Top pick임을 입증하겠다.

- ① *Upside Potential* ↑: AI DC 초과 수요&공급 병목의 파도에 가장 잘 올라탈 것
- ② *Downside Risk* ↓: 시장의 우려에 가장 잘 대비되어 있을 것

Point 1. 盡人事待天命, 준비된 자에게 기회가 온다.

4.1. AI 데이터센터 공급을 막는 병목 ① 전력 수급

AI 데이터센터는 전기 먹는 괴물

범용 데이터센터가 전기 먹는 하마라면, AI 데이터센터는 전기 먹는 괴물이나 다름 없다. 범용 데이터센터의 랙당 소모 전력은 5~10KW인 반면, AI 데이터센터는 고성능 GPU로 구성되어 최대 20~40KW 이상의 전력을 소비한다. 뿐만 아니라 고성능 GPU의 코어 연산으로 인해 발생하는 열을 냉각시키기 위해 필요한 서버 랙당 전력은 범용 데이터센터의 4~10배인 40~100KW에 이른다. 이처럼 AI 데이터센터는 하마보다 전기를 평균 7배 이상 더 먹는 괴물 그 자체다.

GPU vs CPU

범용 데이터센터와 AI 데이터센터 간에 소모되는 전력이 큰 차이가 나는 이유는 CPU와 GPU 간 작동 방식의 차이에 기인한다. CPU는 강력한 연산 능력을 기반으로 복잡한 연산을 순차적으로 처리하는 반면 GPU는 병렬 처리 능력에 기반해 수천 개의 코어로 대량의 단순 연산을 동시에 처리한다. 따라서 초거대 AI 모델의 학습과 추론을 위해선 필히 수 만개 이상의 GPU가 집적된 데이터센터를 24시간 가동해야 하는 만큼 상상을 초월하는 전력이 필요하다.

전력 수요 폭증

AI 데이터센터의 전력 수요 폭증은 자못 분명해 보인다. 이제는 단순 학습을 넘어 추론 영역까지 확대되는 만큼 이를 뒷받침할 인프라와 전력 수요는 더욱 늘어날 전망이다. 이를 입증하듯 24년 한 해 동안 미국 내 AI 데이터센터에서 사용된 전력은 총 4GW에 달했다. 이는 서울시 전체 가구수의 두 배가 넘는 약 850만 가구가 한 달 동안 사용할 수 있는 막대한 양이다.

빅테크 투자 러쉬

빅테크들은 AI 데이터센터에 투자를 이어가며 다가올 미래를 준비하고 있다. 35년 미국 내 AI 데이터센터가 사용할 것으로 추정되는 전력은 지금보다 약 30배 이상 급증한 123GW로 전망된다. 이에 OpenAI는 5,000억 달러 규모의 Stargate 프로젝트를, Microsoft는 25년에만 AI 데이터센터에 800억 달러 투자를 발표하는 등 빅테크의 데이터센터 투자 러쉬가 연일 이어지고 있다.

도표 4-1. 범용 DC vs AI DC 전력

DC 비교	범용 DC	AI DC
Main 코어	CPU	GPU
서버 (KW/rack)	5~10	20~40
냉각 (KW/rack)	10	40~100

출처: SMIC 3팀

도표 4-2. 25년도 빅테크 AI 데이터센터 투자 현황

회사명	투자금액(억 달러)	용량(GW)	내용
NVIDIA OpenAI	1,000	10	세계 최대 AI 데이터 센터 (AI 팩토리)
Oracle OpenAI SoftBank 등	5,000	10	역대 최대 규모 AI 데이터센터 건설 프로젝트 (Stargate Project)
Alphabet	150	1	인도 남부 신규 AI 데이터센터 설립
Amazon	1,000	10	AWS 인프라 확대
Microsoft	800	0.9	AI 모델 훈련 및 Azure 인프라 확대
Meta	650	비공개	Llama AI 모델 고도화
xAI	60	0.3	Grok AI 모델 고도화

출처: 언론 종합, SMIC 3팀

4.2 전력 수급, 왜 어려울까?

AI 시대를 향한 빅테크의 천문학적인 투자가 이어지고 있지만, 정작 데이터센터의 공급량 확대는 더디기만 하다. 이 거대한 기술 혁명의 발목을 잡는 아킬레스건은 바로 '전력'이다. 전력 확보가 AI 대전환의 걸림돌이 된 이유는 무엇일까?

전력 수급 병목

① 인허가 절차

첫째, 규제 및 인허가 절차다. 미국 기준 데이터센터 공급을 위한 전력 인프라 구축은 연방, 주, 지방 정부의 3단계 승인을 모두 거쳐야 하므로 평균 3~5년이 소요 된다. 이에 지난 7월 백악관은 '데이터센터 인프라 연방 인허가 가속화' 행정명령을 발표하며 연방 정부 인허가 절차 간소화를 적극 추진하고 있다. 그러나 중요한 건 주정부 허가이며 이는 결코 만만치 않다. 신규 발전소 등 전력 인프라 건설을 하려면 반드시 건설 및 운영 허가(CPCN)를 받아야 하며 이 과정에서 프로젝트의 필요성, 환경에 미치는 영향, 비용 효율성 등을 모두 입증해야만 한다.

전력 수급 병목

② 주민 반발

둘째는 데이터센터 인근 주민 반발이다. 인근지역에 데이터센터가 세워질 경우 전기료 인상, 환경 파괴 우려 등으로 격한 반대에 부딪히는 사례가 자주 발생한다. 일례로 세계 최대 규모의 데이터센터 밀집 지역인 버지니아주 헤이마켓에서 AWS 데이터센터 전력 공급을 위한 230KV 고압 송전선 건설을 두고 법적 공방이 벌어져 4년간 사업이 중단되었다. 23년 5월엔 버지니아 주 공공 유틸리티 규제기관(SCC)이 데이터센터 수요 대응을 위한 송전망 업그레이드 비용에 따른 도미니언 에너지사의 전기료 조정안을 승인하여 일반 가정의 월 전기요금이 12달러 인상되었다.

4.3 걱정마, 전력포 코어워브가 있어!

가동전력 & 계약전력

데이터센터 가동을 위한 전력 체계는 가동전력과 계약전력으로 나뉜다. 가동전력은 서버, 냉각 시스템 등의 가동에 실사용 중인 전력을 뜻하며 계약전력은 전력회사 혹은 데이터센터 임대업자로부터 공급받기로 약속한 전력이다. 계약물량을 초과하여 사용할 경우 초과분에 값비싼 요금이 부과되는 만큼 데이터센터 운영사는 최대 전력량을 고려하여 여유분의 계약전력을 확보한다.

계약전력 확보전략

①임차 ②자체 건설

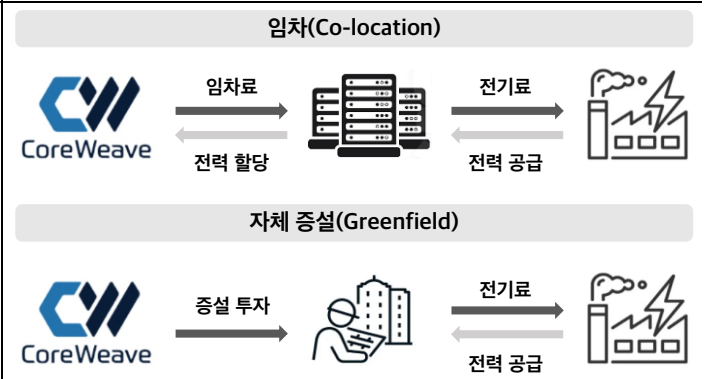
동사의 계약전력 확보전략은 임차와 자체 건설로 나뉜다. 임차는 코로케이션이라고도 하며 이미 전력이 확보된 데이터센터를 대여하는 방식으로 기확보된 전력 중 일부를 임차 계약시 할당받는다. 지난 6월 Applied Digital과 15년 만기의 장기 임차 계약 체결을 통해 계약 전력 250MW를 확보한 바 있다. 둘째는 자체 건설이다. 부지확보부터 건설 및 전력 수급 계약까지 직접 체결하는 그린필드(Greenfield) 방식이다. 작년 10월 뉴저지 Kenilworth에 \$1.2B를 투자해 28만 평방미터의 부지를 확보해 최대 250MW 용량의 데이터센터 건설계획을 발표하였고 지난 7월엔 펜실베이니아 Lancaster에 \$6.0B를 투자해 최대 300MW 용량의 데이터센터 건설을 발표하였다.

도표 4-3. 미국 내 전력 인프라 인허가 절차



출처: SMIC 3팀

도표 4-4. 계약전력 확보 체계



출처: SMIC 3팀

CSP 매력의 척도
'계약전력 규모'

CSP 업체들에게 보유한 계약전력의 규모는 매우 중요하다. 고객들은 고성능 컴퓨팅 파워를 장기간 공급 받길 위해 대량의 AI 인프라를 적시에 안정적으로 제공할 수 있는 데이터센터 일수록 선호하기 때문이다. 즉, 충분한 계약전력은 고객을 유치하고 만족도를 높이는 핵심 경쟁력이다.

코어 사이언티픽
인수 추진

동사는 최근 코어사이언티픽 인수 계획을 발표하며 이들이 보유한 1.3GW의 계약전력을 추가하고자 총력을 기울이고 있다. 코어사이언티픽은 2017년 비트코인 채굴 사업으로 시작해 AI 및 고성능 컴퓨팅(HPC)을 위한 데이터센터 인프라 전문 공급업체로 전환 하였다. 동사는 코어사이언티픽과 코로케이션 임대계약을 통해 지난 1년 간 632MW 전력을 확보하는 등 적극적인 협업을 이어오다 지난 7월 90억 달러에 인수 계획을 전격 발표한다. 만약 인수가 성공적으로 마무리 될 경우 현재 보유중인 2.8GW 대비 계약전력은 약 60% 증가한 4.1GW에 이를 전망이다.

계약전력 경쟁사 비교

동사의 계약전력 용량은 2.8GW로 네오클라우드 업계 최상위권에 속해 있다. 25년 9월말 기준 경쟁사의 계약전력 현황을 살펴보면 Nebius는 0.22GW에 불과하며, Lambda Labs는 1.7GW로 동사와 큰 격차를 보이고 있다. 참고로 2.8GW는 24년 기준 미국에 존재하는 모든 AI 데이터센터의 약 70%를 홀로 가동할 수 있는 용량이다. 24년 MS와 META가 구매한 H100 칩은 총 70.9만개로 H100의 개당 소모전력이 700W임을 감안하면 두 회사가 확보한 GPU의 총 소모전력은 약 0.5GW로 추정할 수 있다. 다시 말해 2.8GW는 하이퍼스케일러 2개사의 1년 구매량의 5.6배이자 H100 400만개를 구동할 수 있는 실로 막대한 용량이다.

4.4 AI 데이터센터 공급을 막는 병목 ② GPU 수급

돈 있어도 못 구하는
엔비디아 GPU

NVIDIA GPU는 돈이 있어도 구할 수 없다. 조사에 따르면 현재 NVIDIA의 GPU는 데이터센터용 GPU 시장의 약 97%를 차지하며 이는 사실상 독점 상태라고 할 수 있다. 오죽하면 ORACLE의 창업자겸 CEO인 래리 엘리슨은 한 언론과 인터뷰에서 '제발 내 돈을 가져가 달라. 그 대신 GPU를 달라'며 돈이 있어도 못 구하는 NVIDIA GPU의 실상을 간접적으로 증언해주었다.

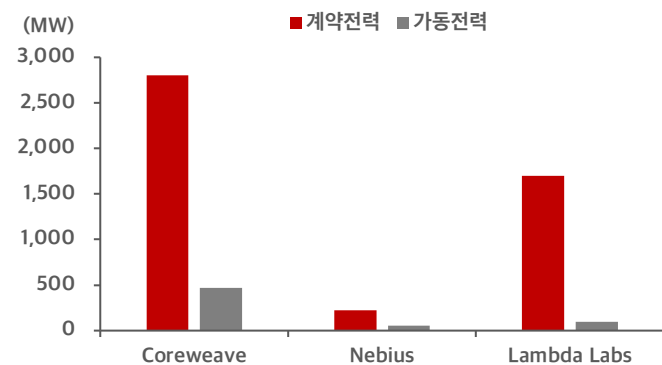
코어위브는요
GPU 1등으로 받지요

하지만 동사는 돈 있어도 못 구하는 GPU를 최우선으로 공급받는 업체 중 한 곳이다. 올해 초 나스닥 상장을 위해 SEC에 제출한 S-1 자료에 따르면 동사는 NVIDIA GB200 NVL 72 기반의 인스턴스를 업계 최초로 서비스한 클라우드 업체라고 명시되어 있다. 24년 3월 진행된 NVIDIA GTC 2024에서 젠슨황은 AWS, GCP, Azure, OCI 등의 하이퍼스케일러와 함께 동사를 Blackwell GPU 기반의 클라우드 서비스를 제공하는 First Group이 될 것이라 강조하였다.

코어위브 너!
운영까지 잘해?

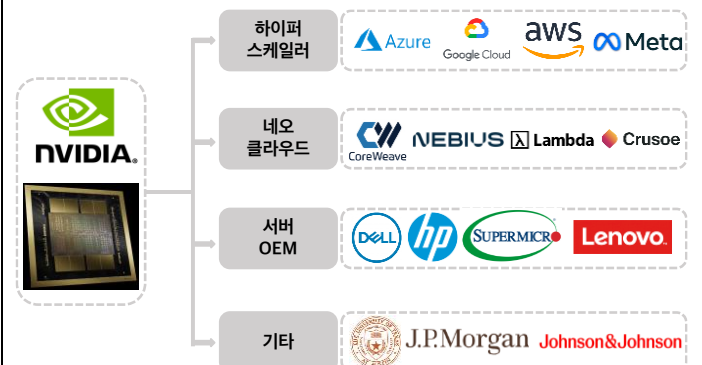
동사는 GPU를 먼저 받는 것과 함께 출중한 운영 노하우를 보유하고 있다. 올해 3월 기준 대규모 10K+ H100 클러스터를 안정적으로 운영한 경험이 있는 非 하이퍼스케일러는 전 세계에서 동사가 유일하다. 이처럼 업계를 선도하는 GPU 확보 역량과 대규모 클러스터 운영 능력까지 갖춘 동사는 AI 데이터센터 공급 병목의 최대 수혜자가 될 자격을 충분히 갖추었다고 판단한다.

도표 4-5. 계약전력 규모 비교



출처: Northland Report, SMIC 3팀

도표 4-6. NVIDIA GPU 고객군 분류

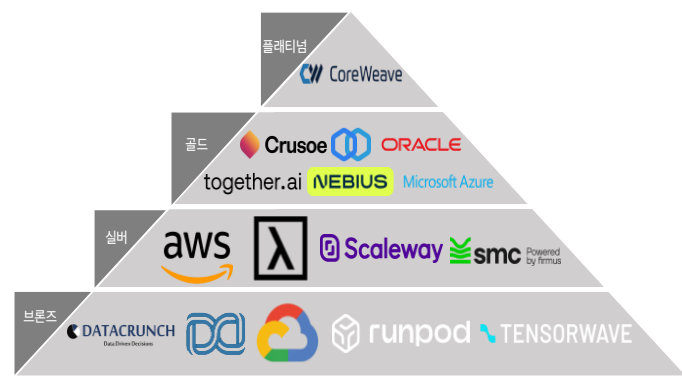


출처: 언론종합, SMIC 3팀

4.5. AI 데이터센터 초과 수요에 함박 웃음 짓는 코어위브

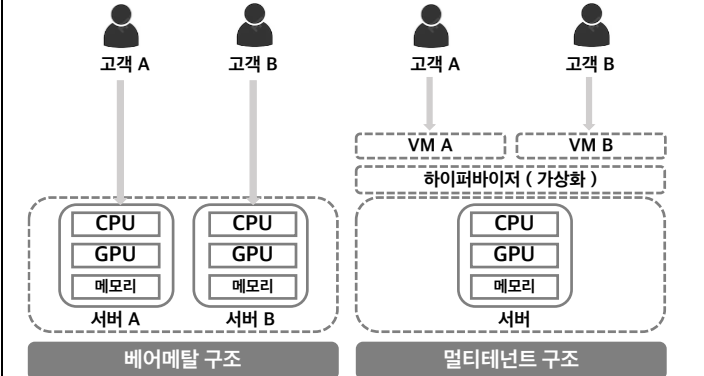
<p>유일 플래티넘 등급</p>	<p>동사를 향한 고객들의 발길이 끊이지 않는 이유는 바로 압도적인 성능 덕분이다. 반도체 및 AI 산업에 특화된 독립 리서치 회사 SemiAnalysis는 세계 최초로 GPU 클라우드 서비스 평가 시스템을 개발하여 100개가 넘는 전 세계 GPU 클라우드 업체를 비교 분석하였다. 그 결과 동사가 유수의 하이퍼스케일러를 제치고 유일하게 플래티넘 등급을 획득하며 최고의 자리에 올랐다.</p>
<p>첫째도 보안 둘째도 보안</p>	<p>동사는 SemiAnalysis의 ClusterMAX 평가 항목 전반에서 최고 수준의 점수를 획득한 가운데 특별히 두드러지는 요소는 보안성능이다. AI 클라우드 서비스를 이용하는 고객은 보안에 극도로 예민하다. 막대한 비용을 들여 AI 모델을 학습시키고 가중치를 최적화해 이를 클라우드 서버에 저장하며 이는 자사 AI 서비스의 차별화된 지적 자산인 만큼 절대 유출되어선 안되기 때문이다. 또한 학습 과정에서 민감한 정보 등이 활용될 수 있어 보안이 취약한 곳은 결코 찾지 않는다.</p>
<p>베어메탈 구조 vs 멀티테넌트 구조</p>	<p>동사 보안 성능의 핵심 경쟁력은 '베어메탈 구조'에서 나온다. 베어메탈 구조란 AI 데이터센터 내 서버를 물리적으로 온전히 점유하여 자체 OS를 설치해 사용하는 형태다. 반면 대다수의 일반 클라우드 업체들은 '멀티 테넌트' 구조를 적용한다. 이는 하이퍼바이저라는 소프트웨어를 활용해 하나의 물리적인 서버에 여러 개의 독립된 가상의 컴퓨터(VM)를 생성하여 다수의 사용자가 서버를 공유하는 원리로 서버 구매 비용을 아낄 수 있어 널리 사용되고 있다.</p>
<p>보안 성능 비교 베어메탈 Win</p>	<p>이러한 구조적 차이로 인해 보안 능력 측면에서 베어메탈이 월등히 앞선다. 사용자 간의 서버 공유 없이 하나의 서버를 나만의 집처럼 사용하기에 외부 침입이 어렵기 때문이다. 반면 멀티 테넌트의 경우 서버를 공유하는 다른 VM에서 보안 위협이 발생하면 영향을 받을 수 있고 하이퍼바이저 자체가 해킹될 경우 큰 위협에 놓이게 된다. 베어메탈은 우수한 보안 성능에도 불구하고 충분한 서버 개수와 전력 확보에 막대한 비용이 필요해 자본력이 부족한 업체들은 경쟁력 있는 베어메탈 구조의 클라우드 인프라를 구축하기 어렵다. 일례로 Nebius의 경우 서버 수와 전력 자체가 부족해 보안 성능보다는 비용 효율적인 멀티테넌트 구조를 유지하고 있다.</p>
<p>빅테크도 폭 빠졌다 동사의 베어메탈</p>	<p>베어메탈 구조는 초거대 AI 학습 및 추론을 실행하는 빅테크 고객에게는 최적의 솔루션이다. 서버를 다른 사용자와 공유 없이 홀로 사용하기에 막대한 컴퓨팅 용량을 감당할 수 있고 보안 성능까지 우수하기 때문이다. 동사의 핵심 고객인 OpenAI와 MS는 동사와의 클라우드 서비스 계약을 함에 있어 철저히 베어메탈 구조를 고집하고 있다. 추가로 세계 최고의 쿼트 기업 Jane Street는 내부 데이터와 알고리즘을 보호하고자 극도의 폐쇄성을 유지한다. 역설적이게도, 2024년부터 이들이 선택한 곳은 바로 코어위브의 클라우드 인프라였다. 이는 동사가 제공하는 물리적 수준의 격리와 보안이 가장 까다로운 고객의 요구마저 충족시킨다는 것을 방증한다.</p>

도표 4-7. ClusterMAX 평가 등급 결과



출처: SemiAnalysis, SMIC 3팀

도표 4-8. 베어메탈 구조 vs 멀티테넌트 구조



출처: SMIC 3팀

빅테크 고객 유치의 이점 **베어메탈에 기반한 빅테크와의 장기계약은 투자금 회수 기간 단축 및 자본 조달 비용을 낮추는 효과가 있다.** 2Q25 기준 동사 매출의 98%는 신용도가 높은 빅테크와의 장기 계약에서 발생하고 있다. GPU 대당 이용료는 시간이 흐르며 저렴해지는 만큼 가급적 초기에 고정 가격으로 장기 계약을 체결하는 것이 유리하다. 동사의 보안 성능에 대한 신뢰가 두터워짐에 따라 최근에는 '3~5년&해지 불가 조건'의 Take or pay 계약 형태로 발전하고 있다. [Point2]에서 후술하겠지만 이는 계약 자산을 담보로 GPU 구매 비용을 조달하는 동사의 자본 비용을 감소시켜주고 있다.

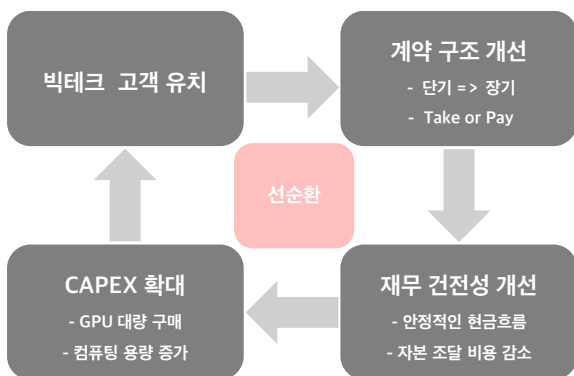
동사의 또 다른 매력, 오케스트레이션 **보안 성능과 더불어 동사의 또 다른 경쟁력은 오케스트레이션 능력이다.** 오케스트레이션이란 클라우드 환경에 있는 수많은 GPU 및 인프라 자원을 효율적으로 관리하고 조율하는 기술을 뜻한다. 단순히 GPU 서버를 켜고 끄는 수준을 넘어 복잡한 AI 학습이나 대규모 랜더링 같은 작업을 원활히 수행하도록 자원을 할당하고 순서를 결정하며 실시간 모니터링을 통해 오류에 대응하는 종합적인 클라우드 인프라 운영 능력을 일컫는다.

동사 'SUNK' 이해하기 **동사의 오케스트레이션 역량의 집약체는 'Slurm on kubernetes'(SUNK)이다.** SUNK란, GPU 기반 AI 워크로드에 극도로 최적화된 동사 자체 개발 서비스로 Kubernetes 환경 위에 Slurm이 실행될 수 있도록 구현하였다. Slurm은 여러 사용자의 연산 요청 스케줄링을 담당하는 프로그램이며 특정 GPU 노드로 작업량이 몰릴 경우 Kubernetes가 유휴 GPU를 할당해 자원 활용을 최적화하는 솔루션이다. 과거엔 AI 모델 훈련에 Slurm 클러스터를, 추론에 Kubernetes 클러스터를 별도로 사용했으나 SUNK는 이 둘을 통합해 GPU 활용률을 90% 이상으로 끌어올렸다.

SUNK의 장점 분석 **SUNK는 개발 환경 개선과 유연성이라는 장점을 갖고 있다.** SUNK 환경에서는 Slurm에 익숙하던 AI 개발자들이 클라우드 기술인 Kubernetes를 별도로 배울 필요가 없어 서비스를 개발하고 모델을 고도화하는 작업에 집중할 수 있다. 더불어 자원 활용의 유연성이 개선되어 훨씬 경제적이다. SUNK는 Kubernetes 기반이므로 필요할 때만 수천 개의 GPU를 동적으로 할당받아 사용하고 작업이 끝나면 즉시 반납이 가능하다. 고객 입장에서선 최대 수요를 가정해 비싼 장비를 미리 사들 필요 없이 무한에 가까운 컴퓨팅 파워를 필요한 만큼 언제든지 빌려 쓸 수 있게 되었다.

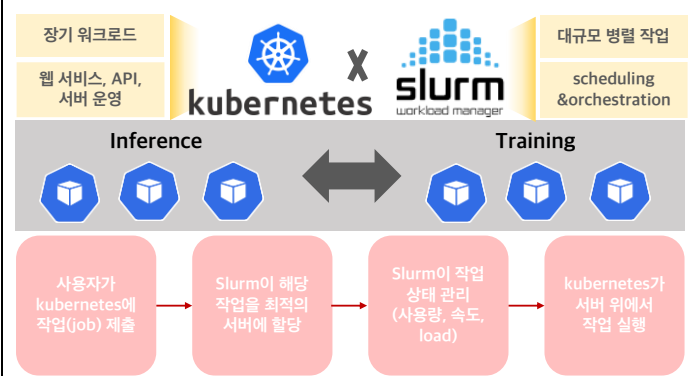
고객군 확장 중 **SUNK만의 장점은 빅테크 외 새로운 고객들을 끌어들이는 촉매가 되고 있다.** 현재 고객 포트폴리오를 보면 빅테크 기업 외에도 Morgan Stanley, Goldman Sachs, Jane Street 등의 금융기관과 British Telecom, 의료 AI 업체 Hippocratic AI, VFX 분야의 Moon Valley 등 다양한 분야의 기업들이 포함되어 있다. 이는 동사의 서비스 역량이 다수의 고객사로부터 인정받고 있음을 뜻한다. 최고의 보안성과 클라우드 서비스 운영 능력을 보유한 동사는 AI 데이터센터 초과수요의 최대 수혜주가 될 자격을 갖추었다고 판단한다.

도표 4-9. 빅테크 장기계약 이점



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 4-10. Slurm on Kubernetes 구조 요약



출처: 동사, SMIC 3팀

Point 2. 有備無患, 준비된 자에게 근심은 없다.

Point1에서는 동사가 “초과 수요 공급 병목”이라는 파도에 가장 잘 올라탈 주체임을 논증했다. 하지만 네오클라우드를 향한 투자자들의 의구심은 여전히 존재한다. Point2에서는 이러한 의혹들을 재조명하며, 시장의 의심을 논파할 수 있는 네오클라우드 기업이 동사임을 입증해보자.

4.6. 돈이 되는 곳엔 경쟁이 - 경쟁 심화 Risk

돈 냄새 맡은
암호화폐 업체들

돈 냄새가 나는 곳에 새로운 player들이 모여들고 있다. 그 존재는 바로 암호화폐 채굴 업체들이다. 다수의 채굴 업체들은 전부 채굴장에서 확보된 전력을 무기삼아 신규 네오클라우드 시장에 뛰어들고 있다. 경쟁자가 늘어나면 파이는 작아지는 법, 빅테크로부터 구매를 받던 기존 네오클라우드에게 고객사 이탈 우려가 제기되고 있다. 그러나 동사에게 이는 한낱 기우에 불과하다.

제대로 물어보려면
GPU부터 구해와

AI 클라우드 서비스는 무작정 진입할 수 있는 간단한 시장이 아니다. 우선 채굴 업체가 보유한 ASIC은 AI GPU와 근본적으로 다르다. ASIC은 해시 연산을 위해 설계된 단일 목적형 칩으로 채굴용 연산에 특화되어 있지만, 범용 AI 연산을 수행하기가 어렵다. 따라서 채굴 업체들은 기존의 자산을 재활용할 수 없으며, NVIDIA의 최신 GPU를 갖추지 않는 한 본격적인 경쟁에 뛰어들 수조차 없다. 암호화폐 채굴업체에서 이제는 네오클라우드 기업으로 인정받는 IREN 역시 NVIDIA Preferred Partner 지위를 얻기 전에는 1년간 고작 1,300개 남짓의 GPU를 구하는데 그쳤다.

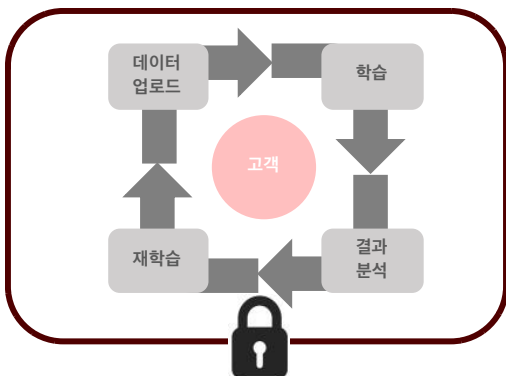
CRWV는 하루아침에
지어진 게 아니다

어떻게든 최신 GPU를 구했다 하더라도, 여전히 신규 업체에게는 큰 산이 남아 있다. 현재 AI 워크로드에는 수많은 GPU와 서버가 실시간으로 협력하는 초연결형 컴퓨팅 인프라로 진화하고 있다. 따라서 기본 인프라를 갖추는 것에서 끝이 아니라 이를 얼마나 효율적이고 안정적으로 운영하는지가 네오클라우드 간의 실력을 판가름한다. [Point 1]에서 살펴보았듯 동사는 수년간의 엔지니어링 경험과 통합 아키텍처 역량을 인정받아 ClusterMAX 평가에서 전 세계 유일 플래티넘 등급을 획득한 바 있다. 단순 GPU 임대 위주의 사업을 영위하게 될 후발 업체와는 비교가 불가하다.

한 번 잡으면
놓치지 않을거예요

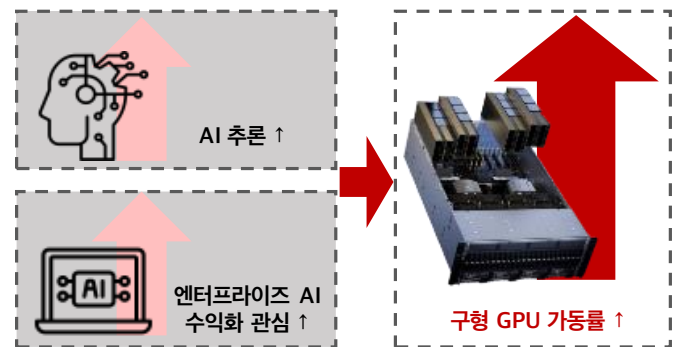
W&B 인수로 완성한 풀스택 시스템은 강력한 Lock-in 효과를 만들어 내 고객사의 이탈을 용납하지 않을 예정이다. 동사는 1Q25 W&B를 인수함으로써 AI 개발자들이 모델을 학습하고 관리하게 하는 SW 플랫폼을 손에 쥐었다. ‘데이터 업로드 → 학습 → 결과 분석 → 재학습’으로 이어지는 AI 개발 cycle을 동사가 전부 통합한 순간이다. 동사의 플랫폼에 방대한 데이터를 계속 축적하는 고객 입장에서 다른 클라우드로 옮길 이유가 사라진다. NBIS, IREN 모두 SW 플랫폼을 개발 중에 있지만 풀스택 서비스를 제공하는 네오클라우드 기업은 현재 동사가 유일하다.

도표 4-11. W&B 인수에 따른 고객 락인 효과



출처: SMIC 3팀

도표 4-12. 구형 GPU 수요 증가 논리



출처: SMIC 3팀

GPU 가치하락 우려, 진짜 위험한걸까?

고객사 이탈과 함께 제기되는 또 다른 우려는 GPU 가격 하락에 따른 Risk이다. 차세대 아키텍처 GPU가 출시될 때마다 예외 없이 구세대 GPU의 가격은 큰 폭의 하락을 겪었다. H100 SXM과 GB200 NVL72의 시간 당 학습 비용 및 토큰 당 추론 단가를 비교 분석한 SemiAnalysis의 리포트에 따르면 구세대인 H100이 동일한 비용-성능 경쟁력을 갖추려면 차세대인 GB200의 가격보다 65%가 낮아져야 한다고 밝혔다. 이처럼 기술 혁신에 의해 보유 중인 GPU의 가치 하락은 피할 수 없는 숙명이지만 과연 GPU 가치의 하락이 동사를 쓰러트릴 진정한 위협인지 살펴보자.

안 팔리면 형이 살게

동사에겐 GPU 가치 하락과 클라우드 미판매 리스크를 책임질 강력한 우군 'NVIDIA'가 있다. 지난 25년 9월 동사는 NVIDIA와 32년 4월까지 판매하지 못한 모든 클라우드 용량을 의무적으로 구매해준다는 파격적인 계약을 체결하였다. 이는 결국 NVIDIA의 GPU를 구매해 클라우드 서비스를 제공하고 만약 구세대 GPU의 가치 하락으로 유휴 용량이 증가할 경우 이를 NVIDIA가 직접 구매해주는 것이다. 동사가 상장하기 전부터 지분을 보유해온 NVIDIA가 지난 5월 지분율을 7%까지 확대한 만큼 양사간의 파트너십은 더욱 견고해지고 있다.

구형 GPU 수요 Up

최근 AI 추론과 엔터프라이즈 AI 수익화에 대한 관심이 증폭되어 구세대 GPU 수요가 견조하다. 추론용 혹은 소규모 LLM 등을 구동하는데 문제가 없는 가성비 구형 GPU에 대한 수요가 늘어나는 흐름이 관찰되며 실제로 동사 경영진의 최근 2분기 컨퍼런스 콜에서도 출시된 지 3년 된 Hopper Chip 마저 신규 고객과의 계약을 체결하였다고 밝혔다. AI 추론의 수요가 증가하고, 돈냄새를 맡은 AI 스타트업이 소규모 LLM 구동을 늘린다면 구형 GPU의 가동률 또한 견조할 것이다.

4.7. 대규모 Capex에 따른 수익성 문제 (feat. 이자비용)

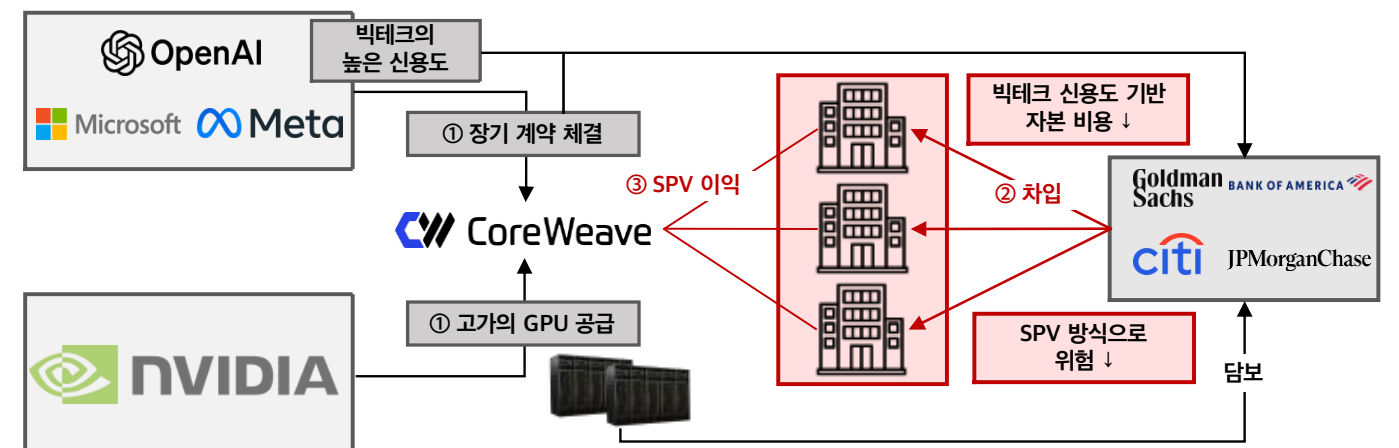
네오클라우드는 Capex가 무서워

네오클라우드의 잠재적 리스크를 논할 때, 막대한 Capex 부담은 빠지지 않고 언급된다. 네오클라우드 기업들은 공통적으로 증가하는 수요에 대응하기 위해 Capex 지출을 멈추지 않을 것이라고 밝히고 있다. RPO(수주잔고)가 2Q25 기준 \$30.1B에 달하는 동사 역시 공격적으로 가동용량을 늘려가고 있으며, 25E Capex 가이드ansom로 최소 \$2.9B에서 최대 \$3.4B를 제시하였다.

빅테크 + GPU SPV 자금 조달 수익은 동사로

동사는 주로 차입을 통해 Capex를 지출한다. 동사의 부채 조달 구조는 ① 빅테크 고객사의 장기 계약 신용 및 NVDA GPU 자산을 담보로 활용하며, 이를 ② SPV를 통한 구조화된 금융 방식으로 차입한다. 부동산 PF와 유사하게 특정 계약별로 별도 설립된 SPV가 자금을 조달하여 AI 데이터센터를 소유 및 운영하고, ③ 여기서 발생하는 수익이 동사로 귀속되는 구조다.

도표 4-13. 동사 SPV 자본조달 구조



출처: SMIC 3팀

<p>저금리 조달 본사와의 위험 분리 대규모 자금 조달</p>	<p>이러한 혁신적인 자금 조달 구조는 세 가지 이점을 제공한다. 첫째, 신용 보강을 통한 저금리 조달이다. 빅테크의 높은 신용도와 장기 계약에서 발생하는 예측가능한 현금흐름 덕분에 동사의 신용등급에 따른 이자율보다 상대적으로 저리에 부채를 조달할 수 있다. 둘째, 본사와의 위험 분리다. 하나의 SPV가 파산하더라도 본사로의 상환의무 전이를 방지한다. 셋째, 자금 조달의 대규모화다. SPV별로 자금을 조달하고 대규모의 금융을 구조화해서 장기 조달의 안전성을 확보한다.</p>
<p>니 돈도 Capex 내 돈도 Capex</p>	<p>이들이 차입을 진행하는 이유는 투자를 위한 현금성 자산이 부족하기 때문이다. 기업들은 보유한 현금성 자산을 소진하는 것은 물론, 적극적인 차입을 통해 추가 자금을 Capex에 투입하여 부채비율 및 이자비용 증가를 감수한다. 특히 신용도가 높은 빅테크 기업 대비 신용도가 낮은 네오클라우드 기업들은 고금리로 자금을 조달할 수밖에 없다. 동사의 경우 신용등급이 BB-(Fitch), B+(S&P)이기 때문에 빅테크 대비 고리로 자금을 차입한다.</p>
<p>경쟁사는 아직 시작도 안했습니다</p>	<p>본서 추정치에 따르면, 24년까지는 \$361m이었던 이자비용은 25년부터 \$1,912m로 폭증하면서 26년도에 \$2,339m로 피크를 달성할 것으로 보인다. 경쟁사인 Nebius와 IREN이 지금은 상대적으로 건전한 재무구조(24년 기준 이자비용은 동사 대비 각각 16%, 2% 수준)를 갖추고 있으나, 이는 아직 외형 성장을 위한 대규모 차입 기반의 Capex 투자를 진행하지 않았기 때문이다. 이들이 본격적으로 Capex 투자를 시작할 경우, 자체 현금흐름만으로 모든 투자금액을 감당하는 것은 절대 불가능하며, 반드시 차입이 필요하다.</p>
<p>부채 조달이 필수인 IREN</p>	<p>이는 단순 수치 분석을 통해서도 입증할 수 있는 사실이다. [매출 추정]에서 후술하겠지만, 동사의 2Q25 전력량 증분 대비 Capex 증분을 통해 계산한 결과 1MW의 가동 전력 증가를 위해서는 약 \$20.9m의 Capex가 필요하다. 2Q25 기준 IREN이 보유한 현금은 \$565.4m이지만, 4Q25부터 운영 예정인 Horizon1 프로젝트(50MW) 건설에만 최소 \$1,046m이 투입되어야 하는 상황이다. 심지어 IREN은 SweetWater Project를 통해 2GW 규모의 데이터센터 건설을 진행할 예정이기 때문에, 차입 규모는 기하급수적으로 늘어날 수밖에 없는 상황이다.</p>
<p>성장의 핵심은 부채를 싸게 싸게</p>	<p>결국 성장을 하고 싶은 네오클라우드 기업의 핵심 경쟁력은 지금 당장의 부채 규모나 이자비용의 절대적 크기가 아닌, 자본 조달의 효율성과 저금리 확보 능력에 달려 있다. 동사는 이러한 측면에서 독창적인 구조화 금융 방식을 활용해 효과적으로 자금을 조달하고 있다.</p>
<p>점점 줄어드는 동사의 이자율</p>	<p>효율적인 부채 조달의 결과, 동사의 이자율은 시간이 지남에 따라 감소하고 있다. 동사는 안정적인 신용을 바탕으로 개선된 조건으로 차입을 진행 중이기 때문이다. 이는 3회에 걸친 DDTL (Delayed Draw Term Loan, 마이너스 통장 방식의 대출)의 계약 조건에서 명확하게 드러난다.</p>

도표 4-14. DDTL방식 부채 발행

구분	DDTL 1.0	DDTL 2.0	DDTL 3.0
발행연도	2023	2024	2025
만기	2028	2029	2030
발행규모	\$2.3B	\$7.6B	\$2.6B
명목이자율	SOFR +9.6%	5 ~ 12%	SOFR +4%
주관사	Blackstone Magnetar	Blackstone Magnetar	Morgan Stanley MUFG

출처: 동사, SMIC 3팀

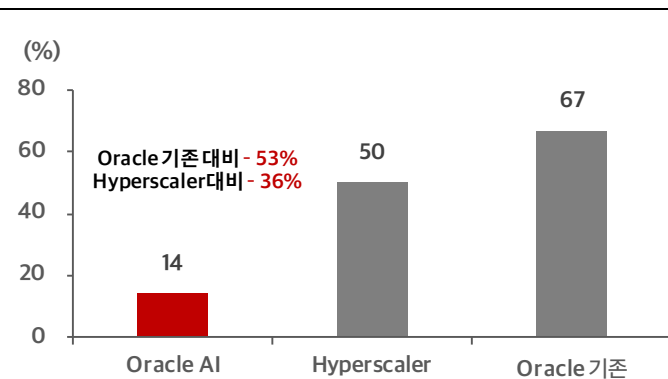
도표 4-15. 동사 부채 발행 조항

계약 조항
SPV를 통한 부채 조달 시 총부채 EBITDA 6배 초과 가능 ↳ 총 레버리지 비율 제한에서 제외
SPV를 통한 부채 조달 시 담보레버리지비율 4배 초과 가능 ↳ 담보자산에 대한 무제한 차입
레버리지 3배 이하 혹은 특정 항목 이익 계상 시 배당 혹은 자사주 매입 가능 ↳ 차입금 상환 이전에도 주주환원 가능
총 레버리지 5.75배 이하면 투자 자금 활용에 제약 無 ↳ 자금 사용 제약 없이 자유로운 투자 가능
신용등급이 BBB- 등급 미만이고, 경영진 변동 시 101%의 가격에 채권 판매 가능 ↳ 기존 경영진의 지위 공고화

출처: JP Morgan, SMIC 3팀

이젠 코어워브 너네를 믿을 수 있어	23년 \$2.3B 규모의 DDTL1.0 이자율은 (SOFR+9.6%)로 매우 높게 형성되어 있었으나, 25년 7월 \$2.6B 규모의 DDTL3.0에서는 (SOFR+4%)까지 감소했다. 불과 2년만에 유효이자율을 5.6%p 낮출 수 있었던 비결은 빅테크와의 계약 증가로 현금흐름이 담보되었기 때문이다. 나아가 동사는 고금리 채권을 상환하는 리파이낸싱을 통해 부채 구조를 점진적으로 개선하고 있다.
유리한 부채 조항	부채 계약 조항 역시 동사에게 우호적으로 설계되어 있다. 자산에 대한 무제한 담보 설정이 허용되고, 총 레버리지 비율이 5.75배 이하면 추가 투자에 대한 제약이 사라지는 등 대부분 조항들은 동사 자본 구조에 제약을 두기보다는 성장과 투자를 극대화하는 방향으로 설계되어 있다.
시장이 신뢰하니까 가능한 것	이러한 동사 친화적인 부채 계약 조항은 네오클라우드 산업에 대한 성장성, 더 나아가서는 동사의 성장에 대한 시장의 신뢰를 보여준다. 시장에는 수요가 존재하고, 그 수요를 충족시켜줄 수 있는 자에게 자금을 제공해주면서 원금과 이자를 상환 받을 수 있다는 확신이 있기 때문에 부채 조달이 가능한 것이다. 동사에게 유리한 부채 계약 조항이 존재한다는 것 자체가 시장이 현재 동사에게 우호적이라는 증거다.
오라클 보면서 벌벌 떠는 시장	이처럼 동사가 자금 조달 리스크를 해소했음에도 불구하고, 최근 AI 클라우드 산업에 수익성에 대한 시장의 우려는 여전히 존재한다. 최근 대두된 오라클의 AI 클라우드 사업 수익성 문제에서도 명확히 확인되었다. The Information에서 입수한 오라클 내부 문서에 따르면, NVDA 칩 기반 서버 임대사업은 총이익률은 14% 수준으로, 오라클의 기존 GPM인 67%는 물론 AWS, AZURE, GCP 등 하이퍼스케일러의 마진율인 50%보다도 현저히 낮은 수치다. 이로 인해 오라클의 주가가 장중 7% 하락할 정도로 시장은 네오클라우드 사업의 모델에 대해 경계의 시선을 표출하였다.
원래 돈은 나중에 벌 수 있어요	하지만 이는 단기 수익성 저하 리스크가 장기까지 지속될 것이라는 과도한 두려움이다. AI 클라우드 데이터센터 서비스 제공 사업의 특성 상 초기 단계에 Capex 투자가 집중되면서 마진율이 일시적으로 낮아지는 현상은 불가피하다. 그러나 클러스터 가동률이 상승하고, 데이터센터 운영 효율이 극대화됨에 따라 장기적으로 마진율이 확대될 것으로 전망된다. 이는 대규모 지출은 초기에 집중되는 반면, 수익은 장기간에 걸쳐 실현되는 인프라 사업의 본질적인 구조에 기인한다.
투자를 하니까 이익이 안 나지	현재 동사 역시 오라클과 유사하게 매출액은 급증하고 있으나 마진율은 낮은 초기 투자 구간에 위치하고 있다. 본서 추정에 따르면 26년에 Capex 지출 및 그에 따른 부채 조달을 중단한다고 가정할 경우, 이자비용은 약 \$615m(26%) 감소하고 NI는 \$1,074m에서 \$2,254m로 두 배 이상 증가한다. 이는 곧 동사의 수익성이 근본적으로 취약한 것이 아니라, 적극적인 성장 투자가 마진율을 일시적으로 희석시키고 있다는 사실을 입증한다.

도표 4-16. Oracle GPU 임대사업 수익성



출처: The Information, SMIC 3팀

도표 4-17. 추가 Capex 여부에 따른 26E 순이익 비교

(U.S. Dollars in Millions)	2026E	2026E
Capex	10,668	-
Revenue	12,394	12,394
Cost of revenue	3,142	3,142
Gross profit	9,252	9,252
GPM (%)	75%	75%
Operating expenses	5,548	4,669
Operating income	3,705	4,583
OPM (%)	30%	37%
Interest Income (expense)	(2,345)	(1,730)
Income before income taxes	1,360	2,853
Income tax benefit (expense)	(286)	(599)
Net income (loss)	1,074	2,254
NPM (%)	9%	18%

출처: SMIC 3팀

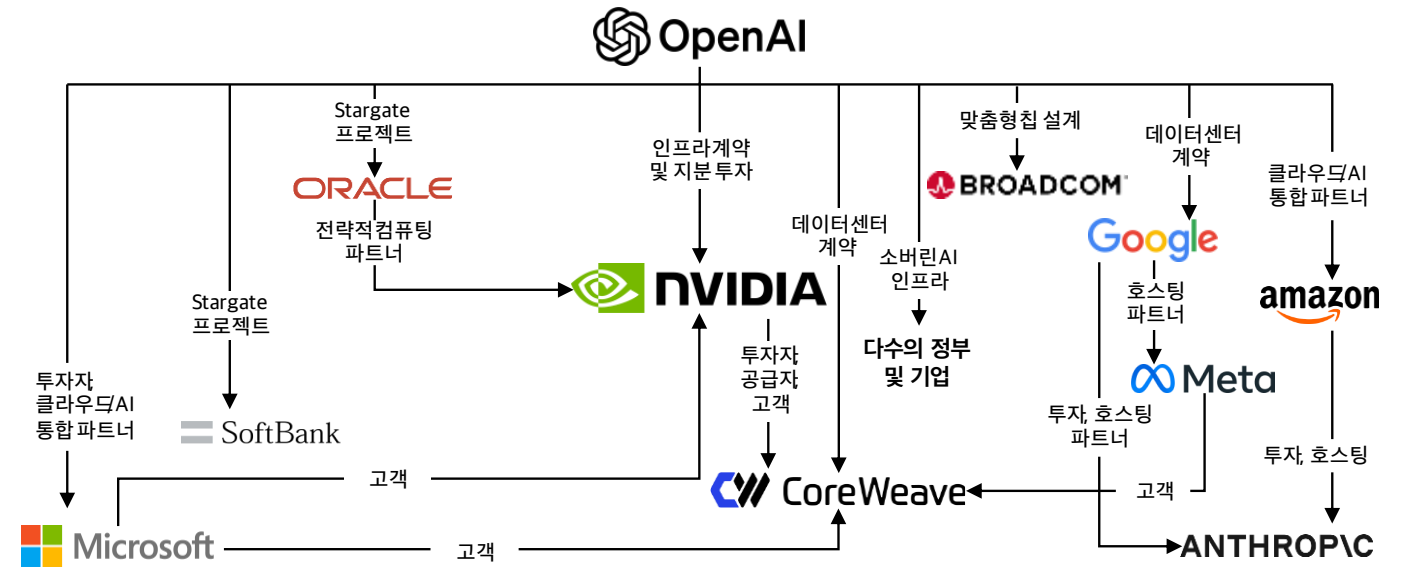
5. ISSUE&RISK

5.1. Core Scientific 인수 무산 위기?

<p>잡음이 들리는 CORZ 인수 계획</p>	<p>동사는 지난 7월 AI 인프라 및 컴퓨팅 호스팅(HPC) 사업을 전개하는 Core Scientific(이하 CORZ) 인수를 발표한 바 있다. 동사는 CORZ 인수를 통해 약 5억 달러의 고정 인프라 비용을 절감하고, CORZ가 보유한 1.3GW의 총 전력 용량을 확보하겠다고 밝혔다. 뿐만 아니라, CORZ가 보유한 인프라 엔지니어링 인력과 동사의 최첨단 AI HPC 운영 능력을 결합해 AI DC의 차세대 아키텍처 과제 해결을 도모하고자 했다. 그러나 해당 인수 계획에 잡음이 생기고 있다.</p>
<p>합병반대의 이유</p>	<p>같은은 지난 8월, CORZ의 최대 주주인 Two Seas Capital이 인수 제안에 반대표를 던지겠다고 공식 선언하면서부터 시작되었다. Two Seas Capital은 CORZ가 영위하는 HPC 인프라 사업의 미래가 밝으며, 최근 몇 개월간 경쟁사(APLD, CIFR, WULF 등)가 보여준 급격한 주가 상승으로부터 CORZ가 소외되었다며 해당 인수안이 CORZ의 가치를 과소평가한다고 주장했다.</p>
<p>3가지 측면에서 따져보자</p>	<p>본서는 1) Two Seas Capital의 반대 주장이 타당한가?, 2) 실제 주주투표에서 무산될 확률이 높은 가?, 3) CORZ 인수 무산이 동사에게 미치는 영향이 큰가?의 세 가지 층위에서 이를 살펴보았다.</p>
<p>CRWV 빼면 시체인 CORZ</p>	<p>첫째로, Two Seas Capital의 주장에는 논리적 오류가 존재한다. 우선 CORZ는 24년 파산 절차를 마치고 나스닥 시장에 재상장한 이후, 동사 이외의 고객을 유치하지 못했다. 현재 CORZ의 HPC 코로케이션 수익은 100% 동사로부터 발생하고 있으며, 총 가동용량 1.3GW 중 840MW가 동사와의 장기 계약으로 묶여 있는 상태다. 동사로의 인수 대신 홀로서기를 택할 때 우려되는 상당한 자본 지출 및 부채 확보, 고객 유치 등의 전략적·재정적 리스크를 고려할 때, CORZ 독자적인 HPC 인프라 사업의 미래는 마냥 밝다고만 보기 어렵다. 현재까지 동사가 CORZ의 유일한 인수 입찰자이며, 그 어떤 기업도 CORZ 인수전에 뛰어든 적 없다는 것도 이러한 점을 방증한다.</p>
<p>이미 60% 프리미엄 붙은 합병비율</p>	<p>또한, 경쟁사와의 단순한 주가 상승률 비교를 토대로 CORZ가 저평가되었다고 말하기에 무리가 있다. APPLD는 7월 동사와, WULF는 8월 구글과, CIFR은 9월 Fluidstack과 대규모 계약을 체결하며 주가 상승을 경험하고 있다. 반면, CORZ는 24년 6월 동사와의 전력 임대 계약을 기점으로 1년간 150%가 넘는 주가 상승을 이미 실현했다. 상술한 경쟁사의 동기간 주가 상승률이 30% 안팎임을 고려할 때, 경쟁사의 주가 상승은 시점의 차이일뿐, CORZ 저평가의 근거가 될 수 없다.</p>
<p>최대주주+리테일 vs 기관+내부자</p>	<p>둘째로, 최대주주와 개인 투자자만으로 인수를 뒤집기 어렵다. 합병반대안을 제시한 Two Seas Capital은 CORZ의 최대주주이긴 하나, 보유 지분은 6.3%에 불과하다. 여기에 힘을 합치고 있는 리테일 투자자 역시 약 10%의 지분만을 보유하고 있다. 이들이 전부 반대표를 던진다고 가정하더라도, 80% 이상의 지분을 보유한 Vanguard, BlackRock 등 기타 기관과 내부자의 약 60%만 찬성표를 던지면 통과되는 상황이다. 투자포인트에서 서술한 동사의 밸류체인 내 입지, 성장성 등 상대적 비교우위 등을 고려할 때, 보드진의 결정을 쉽게 뒤집기는 어려워 보인다.</p>
<p>설령 무산되어도... So What?</p>	<p>설령, CORZ 인수가 무산된다 하더라도 동사는 아쉬울 것이 없다. 동사는 2Q25 실적 발표 이후 Galaxy Digital을 포함한 다른 인프라 제공 업체와의 전략적 관계를 확대함으로써 계약 전력 파이프라인을 2.2GW에서 2.8GW로 늘리는 데 성공했다. 이처럼 동사에게 CORZ의 인수는 좋은 옵션일 뿐, 사활을 걸어야 하는 숙원사업이 아니다. 현재 CORZ와 맺고 있는 전력 계약을 유지만 하며, 다른 파트너들과 함께하면 되는 것이다. 동사가 7월 발표한 0.1235의 합병 비율 제안이 최종적이며, 어떠한 상황에서도 입찰가의 상향은 없다고 딱 잘라 말한 이유도 여기에 있다.</p>

5.2. 제2의 닷컴 버블?: AI 버블에 대한 소고

도표 5-1. AI 기업들 간의 연결 고리



출처: SMIC 3팀

복잡한 AI 생태계.
그리고 AI 버블

현재 AI 기업들은 OpenAI, NVIDIA를 중심으로 얽히고설킨 관계를 이루고 있다. 이들은 서로 밀어주고 끌어주며, 단순 파트너를 넘어 ‘순환 투자’를 하는 지경에 이르렀다. NVIDIA는 올 9월 최대 천억 달러를 OpenAI에 투자하는 계획을 발표했다. OpenAI는 AI 데이터센터 사용을 위해 하이퍼스케일러, 네오클라우드와 계약할 것이고, 그들은 계약 이행을 위해 NVIDIA GPU를 구입할 것이다. 결국 최초의 투자금은 다시 NVIDIA의 매출로 흘러 들어가며, 이러한 양상은 AI 생태계 전반에 퍼져 있다. 이는 서로의 기업 가치를 밀어올린다는 의견을 불러, AI 버블론이 대두했다.

AI에게서 익숙한 닷컴의 향기가?

AI 버블론자들은 AI 열풍이 과열되었으며, 90년대 후반 ‘닷컴 버블’ 사례와 닮아 있다고 주장한다. 닷컴 버블은 ‘인터넷’이 등장하고, 인터넷이 세상을 바꿀 수 있다는 기대감에 형성되었다. 비이성적으로 과열된 시장에서, 매출을 못 내는 기업도 ‘.com’이라는 이름값만으로 높은 밸류에이션을 부여받았다. 이후 인터넷 투자 광풍이 일었지만, 2000년에 들어 연준이 금리를 인상하자 VC들은 투자를 중단했고, 투자금으로 연명하던 닷컴 기업들은 연쇄적으로 도산에 직면했다.

그래도 AI는 돈이 되더라

그러나 본서는 AI가 닷컴 버블과는 확실히 다르다고 주장한다. 혹자는 AI 기업들이 막대한 투자를 진행하고 있으나, ROI 개선에는 의심하고 있으며, AI 생태계에도 닷컴 버블 시기 연쇄 도산이 일어날 수 있다고 생각한다. 그러나 현재 AI 기업들은 매출을 발생시키고 있으며, 가파른 매출 성장세를 보이는 상황이다. 뿐만 아니라 투자의 주체가 꾸준히 이익을 내던 빅테크와 CSP이며, AI 산업의 성장세를 고려했을 때 빠르게 이익 레버리지 구간에 도달할 수 있을 것으로 보인다.

풀가동해도 모자라, No Dark Fiber!

또한 넘치는 수요와 턱없이 부족한 공급은 다크 파이버(Dark Fiber)를 낳지 않을 것이다. 다크 파이버란 닷컴 버블 시기 선제적으로 인터넷 수요에 대비하여 광섬유를 설치했으나, 초과 공급으로 사용되지 않고 불이 꺼진 광섬유를 말한다. 그러나 전술했듯 클라우드 업체들은 끊임없이 AI 데이터센터 가동 용량을 찾고 있고, 3년 이상 된 Hopper 칩의 가동률도 높은 상황이다. 향후 5년간 125GW의 AI 데이터센터가 필요한 지금, AI 생태계는 굳건하며 연쇄 붕괴는 없을 것이다.

AI 선두 기업들은 닷컴 시대 선두주자들의 P/E 100배에 비해 훨씬 낮은 밸류에이션을 받고 있다. 이는 AI 기업들이 수익을 내는 단계에 있으며, AI가 제 2의 닷컴 버블이 아님을 방증한다. 넘치는 수요 속 AI는 실체를 키워갈 것이고, 생태계에 많이 관여될수록 큰 수혜를 입을 것이다.

6. 매출추정

동사 매출은 One & Only, 네오클라우드 사업에서만 발생한다. AI 데이터센터에 대한 수요는 날이 갈수록 치솟고 있고 한동안 견조할 것으로 판단되어, 동사의 AI 데이터센터 가동 전력에 초점을 맞추어 매출을 추정하였다. 상기 논의를 종합한 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출추정 Table											
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	16	229	1,915	982	1,213	1,372	1,669	5,236	12,394	19,125	28,068
YoY, QoQ (%)	11%	1,346%	737%	31%	24%	13%	22%	173%	137%	54%	47%

동사는 NVIDIA로부터 확보한 GPU를 기반으로 고객에게 이용료를 받아 수익을 창출한다. GPU 제품 사양별로 이용료가 다르지만, 동사가 보유한 GPU 제품 mix는 별도로 추정할 수 없었다. 또한 동사의 서비스를 이용하는 세부 고객의 내역과 개별 매출 역시 공시된 바가 없어, 고객별로 매출을 추정하는 방법으로는 엄밀한 매출 추정이 어렵다고 판단했다. 따라서 동사가 공시한 정보를 이용하여, 가동 전력을 중심으로 다음과 같은 산식을 적용하여 매출을 추정하였다.

$$\text{매출(Revenue)} = \text{가동 전력(Active Power)} * \text{사용 시간(h)} * \text{시간 당 매출(MW 기준)}$$

6.1. 가동 전력 추정

Active Power Projection														
(MW)	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E
Active Power	532	629	993	1,060	1,127	1,194	1,261	1,325	1,486	1,643	1,698	1,750	1,799	1,846
Δ Active power	62	97	364	67	67	67	64	61	158	55	52	49	47	45

위의 표는 동사의 분기별 가동 전력 추정치이다. 동사의 가동 전력은 곧 동사 매출의 Capa로, 유형자산 CapEx를 통해 증가한다. 동사의 과거 유형자산 CapEx 금액과 가동 전력 증가량을 각각 0개, 1개, 2개 분기 이연하여 회귀 분석을 진행한 결과, CapEx 금액을 1개 분기 이연하였을 때 가장 높은 상관관계수(약 0.91)를 보였다. [Appendix 9.1~9.3.] 현재까지의 Capa 확장은 이미 구축된 시설을 임차한 후 개조하여 사용하는 형태로, lagging이 크게 발생하지 않는다. 따라서 1개 분기의 이연이 발생하는 것은 합리적이며, 동사가 밝힌 데이터센터 구축 타임라인과 일치한다.

Capital Expenditure										
(million USD)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	
Capex of PP&E	2,943	1,742	2,247	1,215	3,498	1,407	2,453	3,150	14,490	
Colocation & Retrofit	2,943	1,742	2,247	1,215	3,498	1,407	2,453	3,150	8,490	
Greenfield Project	-	-	-	-	-	-	-	-	6,000	

전술한 회귀분석 결과 산출된 회귀식에 독립변수인 CapEx 금액을 적용하여 1Q26까지의 가동 전력을 추정하였다. 25년 3분기, 4분기의 CapEx는 동사가 제시한 가이드를 차용하였다. 동사가 제시한 가이드 상 4Q25에 앞선 세 개 분기에 지출한 금액보다 큰 금액을 지출하게 된다. 본서는 4Q24에 동사가 26년 완공을 목표로 하는 100MW 규모의 랭커스터 데이터센터 프로젝트에 대한 60억 달러의 투자가 집중적으로 진행될 것이라고 판단하여, 60억 달러의 Capex를 Greenfield Project로 분리하여, 별도로 6개 분기를 이연해 가동 전력에 적용해주었다.

1Q26 가동 전력이 큰 폭으로 증가하는 것을 확인할 수 있는데, 이는 전술한 Core Scientific 인수 건과 관련이 있는 것으로 보인다. Core scientific에서 가용한 전력을 AI 데이터센터용으로 대규모 전환할 것으로 보이며, 동사의 CapEx 계획에도 이가 반영된 것으로 판단된다. 또한, 동사가 컨퍼런스 콜에서 25년 말까지 900MW 규모의 데이터센터를 가동할 계획이라고 밝혔기에, 26년부터는 Core Scientific 인수의 효과가 본격적으로 폭발할 것으로 판단한다.

1Q26 이후 가동전력의 증분은 1Q26을 제외한 이전 4개 분기의 평균치를 통해 추정하였다. 현재 동사는 임차 후 개조 방식으로 선제적이며 공격적으로 CAPA를 늘려가고 있기에, 26년까지는 이러한 기초가 유지될 것으로 판단된다. 특히 Core Scientific 인수 효과를 누릴 수 있는 추가적인 기회가 남아 있기에, 과도한 추정이 아니라고 판단한다. 27년 이후에는 개조하여 사용할 수 있는 기존 시설이 차츰 소진되어, 가동 전력 증분은 QoQ 5%씩 줄어든다고 추정하였다. 가동 전력 증분에 대한 CapEx 규모는 이전에 도출한 회귀식을 바탕으로 역산하여 추정하였다.

CapEx Projection			
(million USD)	2026E	2027E	2028E
CapEx of PP&E	10,668	9,859	9,025

추가적으로, 최근 동사는 AI 모델 개발사 Poolside와 협업하여 텍사스 서부 500에이커 이상의 부지에 대규모 AI 캠퍼스 프로젝트 'Horizon'을 협업한다고 밝혔다. 해당 데이터센터 캠퍼스는 초기 250MW 규모이지만, 이후 최종 목표는 2GW 규모의 캠퍼스를 구축하는 것이다. 그러나 동사는 Poolside의 '운영 파트너이자 핵심 임차인' 역할을 맡을 것이다. 해당 프로젝트는 Poolside를 중심으로 CapEx가 이루어질 것이며, 동사는 AI 데이터센터 구축과 운영에 대한 전문성을 바탕으로 파트너 역할을 수행한다. 이후 데이터 센터가 구축되면 Poolside의 AI 데이터센터와 장기 임대계약을 맺어 CapEx가 아닌 OpEx로 AI 데이터센터 Capa를 확보할 수 있다.

6.2. 시간 당 매출(MW 기준) 추정

앞서 언급했듯, 동사는 GPU 제품별로 컴퓨팅 서비스를 제공한다. 제품에 따라 시간 당 요금이 다르지만, 제품 mix를 합리적으로 추정하는 것이 불가하여, mixed ASP 대신 1MW를 데이터센터에 투입하여 1시간 동안 창출해낼 수 있는 매출을 단위로 설정하여 매출을 추정하였다. 22년부터 2Q25까지의 데이터를 기반으로 산출해 낸 시간 당 매출은 다음과 같다.

Revenue Projection (Quarterly)					
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25
Revenue (A)	16	229	1,915	982	1,213
Hours (B)	8,760	8,760	8,784	2,160	2,184
Active Power (C)	10	70	360	420	470
Revenue per MW*h (A/(B*C), \$ in Thousands)	0.18	0.37	0.61	1.08	1.18

22년부터 현재까지 시간 당 매출은 급증하는 AI 데이터센터에 대한 수요와 GPU 칩의 고도화를 등에 업고 가파르게 성장해왔다. 다음 3가지의 요소를 근거로 향후에도 시간 당 매출은 상승할 것으로 보인다. 우선 ① AI 데이터센터와 GPU 컴퓨팅에 대한 수요는 견조할 것이며, ② GPU 제품 믹스 개선으로 평균 요금이 상승할 것이다. 또한 ③ 동사의 Full-Stack 서비스 제공으로 일반 AI 기업이 고객군에 진입하며, 온디맨드, 스팟 비중이 증가함에 따라 평균 요금이 상승할 것이다. 따라서 25년 남은 분기에는 시간 당 요금이 QoQ 5%, 이후 YoY 15% 증가한다고 추정하였다. 현재 장기적으로 AI 데이터센터 수요가 공급을 압도할 것임을 고려하면 보수적인 추정이다.

다음은 상기 논의를 종합하여 추정한 분기별 매출이다. 2Q25 기준 동사의 계약 전력이 2.2GW 임을 감안하면 본서에서 추정한 가동 전력은 과도한 수치가 아니며, 오히려 보수적인 추정이다.

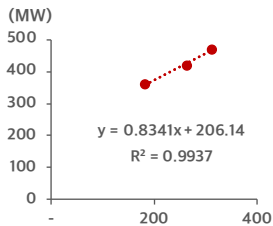
Revenue Projection (Quarterly)																		
(U.S. Dollars in Millions)	3Q25E	4Q25E	2025E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2027E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2028E
Revenue (A)	1,372	1,669	5,236	2,420	3,097	3,336	3,541	12,394	4,214	4,489	4,932	5,490	19,125	6,669	6,882	7,162	7,356	28,068
Hours (B)	2,208	2,208		2,160	2,184	2,208	2,208		2,160	2,184	2,208	2,208		2,184	2,184	2,208	2,208	
Active Power (C)	532	629		993	1,060	1,127	1,194		1,261	1,325	1,486	1,643		1,698	1,750	1,799	1,846	
Revenue per MW*h (A/(B*C), \$ in Thousands)	1.24	1.30		1.38	1.38	1.38	1.38		1.59	1.59	1.59	1.59		1.83	1.83	1.83	1.83	

7. 비용 추정

Estimated Income Statement												
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	16	229	1,915	982	1,213	1,372	1,669	5,236	12,394	19,125	28,068	
	<i>YoY, QoQ (%)</i>	11%	1346%	737%	31%	24%	13%	22%	173%	137%	54%	47%
Cost of revenue	12	69	493	262	313	348	423	1,346	3,142	4,848	7,115	
Gross profit	4	160	1,422	719	900	1,024	1,246	3,890	9,252	14,277	20,954	
	<i>GPM (%)</i>	23%	70%	74%	73%	74%	75%	75%	74%	75%	75%	75%
Operating expenses	27	175	1,098	747	881	900	1,416	3,943	5,548	7,069	8,637	
Tech&Infrastructure	18	132	961	561	670	778	1,276	3,285	4,659	5,764	6,778	
Sales&Marketing	2	13	18	11	37	37	37	121	121	121	121	
General&Administrative exp.	6	30	119	175	174	85	103	537	768	1,185	1,739	
Operating income	(23)	(14)	324	(27)	19	125	(170)	(54)	3,705	7,207	12,316	
	<i>OPM (%)</i>	-145%	-6%	17%	-3%	2%	9%	-10%	-1%	30%	38%	44%
Depreciation and amortization	12	103	863	443	559	683	1,117	2,803	4,095	5,059	5,943	
EBITDA	(11)	89	1,188	416	579	807	947	2,749	7,799	12,266	18,259	
	<i>EBITDA Margin (%)</i>	-71%	39%	62%	42%	48%	59%	57%	53%	63%	64%	65%
Interest Income (expense)	(9)	(28)	(361)	(264)	(267)	(461)	(921)	(1,912)	(2,345)	(2,245)	(2,059)	
Other non-operating income (expense)	(3)	(515)	(708)	23	5	-	-	28	-	-	-	
Income before income taxes	(35)	(558)	(744)	(268)	(243)	(336)	(1,091)	(1,938)	1,360	4,963	10,257	
Income tax benefit (expense)	4	(36)	(119)	(46)	(48)	(47)	(47)	(188)	(286)	(1,042)	(2,154)	
Net income (loss)	(31)	(594)	(863)	(314)	(291)	(383)	(1,138)	(2,125)	1,074	3,921	8,103	
	<i>NPM (%)</i>	-195%	-259%	-45%	-32%	-24%	-28%	-68%	-41%	9%	21%	29%

7.1. Cost of Revenue

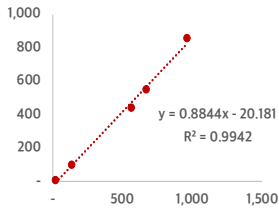
Cost of Revenue는 데이터센터 임대료, 전기료를 포함한 유틸리티 비용, 데이터센터 관련 인건 비로 구성되어있다. CoR은 세부 항목 각각의 비중을 알 수 없으나, Revenue와 마찬가지로 동사의 데이터센터 가동전력량에 연동되는 변동비적 성격을 띤다. CoR Ratio가 2Q24 이후 평균 26% 수준을 벗어나지 않았다는 점을 고려해, 최근 4분기 average flat하였다. Core Scientific 인수 및 자체 데이터센터 건설로 향후 임대료는 감소할 예정이나 전기료 상승을 고려해 GPM 74% 수준을 유지한다고 가정하였다.



Estimated Cost of Revenue																
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	16	229	189	395	584	747	1,915	982	1,213	1,372	1,669	5,236	12,394	19,125	28,068	
	<i>YoY, QoQ (%)</i>	11%	1346%	-18%	110%	48%	28%	737%	31%	24%	13%	22%	173%	137%	54%	47%
Cost of revenue	12	69	59	109	143	182	493	262	313	348	423	1,346	3,142	4,848	7,115	
	<i>COR Ratio (%)</i>	76.6%	30.0%	31.4%	27.5%	24.5%	24.4%	25.8%	26.7%	25.8%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%

7.2. Operating expenses

Estimated Operating Expenses												
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	16	229	1,915	982	1,213	1,372	1,669	5,236	12,394	19,125	28,068	
	<i>YoY (%)</i>	11%	1346%	737%	31%	24%	13%	22%	173%	137%	54%	47%
Operating expenses	27	175	1,098	747	881	900	1,416	3,943	5,548	7,069	8,637	
	<i>Operating expenses Ratio (%)</i>	168.0%	76.3%	57.3%	76.1%	72.6%	65.6%	84.8%	75.3%	44.8%	37.0%	30.8%
	<i>OPM (%)</i>	-144.5%	-6.3%	16.9%	-2.8%	1.6%	9.1%	-10.2%	-1.0%	29.9%	37.7%	43.9%
Tech&Infrastructure	18	132	961	561	670	778	1,276	3,285	4,659	5,764	6,778	
	<i>% of revenue</i>	114.4%	57.6%	50.2%	57.2%	55.2%	56.7%	76.4%	62.7%	37.6%	30.1%	24.1%
Sales&Marketing	2	13	18	11	37	37	37	121	121	121	121	
	<i>% of revenue</i>	15.7%	5.6%	1.0%	1.1%	3.0%	2.7%	2.2%	2.3%	1.0%	0.6%	0.4%
General&Administrative exp.	6	30	119	175	174	85	103	537	768	1,185	1,739	
	<i>% of revenue</i>	37.9%	13.0%	6.2%	17.8%	14.4%	6.2%	6.2%	10.3%	6.2%	6.2%	6.2%



① Tech&Infrastructure은 서버, 스위치, SW, 네트워크 장비의 감가상각비와 R&D 인건비, 출장비 등을 포함한다. 동사 10-K는 감가상각비를 세부 계정별로 나눠주지 않아, 2Q25 PP&E를 바탕으로 직접 추정하였다.[Appx 9.4.] 감가상각 자산 중 Technology equipment와 Software의 비중이 97% 수준으로, 사실상 모든 감가상각비가 I&T에 포함된다고 봐도 무방하다. I&T와 감가상각비의 historical data를 통해 도출한 회귀식을 통해 추정하였다.(R-Square=0.993)

Estimated Operating Expenses

(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Tech&Infrastructure	18	132	961	561	670	778	1,276	3,285	4,659	5,764	6,778
Depreciation	12	101	861	443	553	674	1,108	2,778	4,059	5,023	5,907

② Sales&Marketing은 마케팅 인력 인건비, 외주비, 광고비로 구성된다. 동사는 W&B 인수와 함께 일반 기업 고객으로의 확장을 노리고 있으며, 이는 2Q25 비용 증가로 잘 드러난다. 마케팅 인력 채용과 광고비 등을 대폭 늘린 2Q25 수준에서 완만하게 증가할 것이라 가정하였다.

③ G&A는 법률, 회계, 감사, IT 등 전문 서비스 비용과 사무실 임대비로 이루어진다. 24년 매출의 6% 수준을 유지하다가 1H25에 크게 증가하였다. 이는 IPO 및 두 건의 M&A에 대한 자문수수료 영향이며, 일시적인 비용이므로 향후 24년 % of sales 수준을 유지할 것으로 추정하였다.

7.3. Depreciation&Amortization

Total D&A

(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
D&A	103	863	443	559	683	1,117	2,803	4,095	5,059	5,943
Depreciation	101	861	443	553	674	1,108	2,778	4,059	5,023	5,907
Amortization	2	2	0	6	9	9	25	36	36	36

감가상각비는 유형자산과 무형자산을 구분해 추정하였다. 유형자산의 경우, [매출 추정]에서 추정한 capex를 바탕으로 엄밀하게 추정하였다. 과거 경향성을 바탕으로 Capex 대비 자산별 증가비율을 산정하고, Capex 금액에 따라 안분하였다. Capex 투입과 자본 사이의 1Q lagging을 고려하여 건설중인자산의 대체율을 산정하였고, 기말 유형자산의 약 10%가 감가상각된다고 추정하였다. [Appx 9.5.] 무형자산의 경우, 비용적 유의성이 낮아 신규 취득을 배제하고 상각하였다.

Estimated Changes in PP&E

(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Capex	2,943	8,702	1,407	2,453	3,150	14,490	21,500	10,668	9,859	9,025
CIP(Construction in progress) BoP							3,200	5,375	2,667	2,465
Transfer to PP&E							75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Δ Total PP&E							19,325	13,376	10,061	9,233
CIP EoP							5,375	2,667	2,465	2,256

Estimated Depreciation

(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Capex	2,943	8,702	1,407	2,453	3,150	14,490	21,500	10,668	9,859	9,025
Total PP&E(exclusive of depreciation)	1,344	9,679	11,537	14,474	17,632	29,004	29,004	42,380	52,441	61,674
Technology equipment	1,298	9,147	10,746	13,170	16,045	26,393	26,393	38,565	47,721	56,123
Software	15	140	245	460	554	896	896	1,297	1,599	1,876
Data center equipment and leasehold improvements	29	384	534	831	1,017	1,688	1,688	2,477	3,071	3,616
Furniture, fixtures, and other assets	2	9	11	13	16	27	27	41	51	60
Construction in progress	2,257	3,200	4,074	4,111	4,386	5,375	5,375	2,667	2,465	2,256
Depreciation	101	861	443	553	674	1,108	2,778	4,059	5,023	5,907
% of PP&E	7.5%	8.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%

7.4. Interest expenses

Estimated Interest expense										
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total IBD	1,523	7,926	8,712	11,052	13,260	17,678	17,678	23,615	24,485	23,720
Interest Expense	28	361	264	267	461	921	1,912	2,345	2,245	2,059
<i>Effective interest rate (%)</i>	1.9%	4.6%	3.0%	2.4%	3.5%	5.2%	10.8%	9.9%	9.2%	8.7%

[Point 2.]에서 살펴보았듯 부채를 통해 자본을 조달하는 동사에게 있어 이자비용은 수익성을 좌우하는 매우 중요한 계정으로 엄밀하게 추정하였다. 현재 동사가 보유한 IBD에 2H25 발행 예정인 DDTL 3.0 Facility를 포함했으며, 26년 이후 부채의 유효이자율은 SOFR+3-4% 수준으로 가정하였다. DDTL 1.0 Facility를 기준으로, 만기를 고려하여 상환하였다.

Estimated Interest Bearing Debt						
(U.S. Dollars in Millions)	EIR	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Debt		7,925	17,678	23,615	24,485	23,720
2021 Convertible Senior Secured Notes	17.0%	-	-	-	-	-
DDTL 1.0 Facility	15.0%	2,012	1,782	920	345	-
2024 Term Loan Facility	9.6%	1,000	-	-	-	-
DDTL 2.0 Facility	10.5%	3,843	7,600	6,731	3,475	1,303
OEM Financing Arrangements	9.0%	1,177	2,235	3,575	4,847	6,051
Magnetar Loan	12.0%	-	2,300	2,037	1,052	394
2030 Senior Notes	10.0%	-	2,000	1,771	915	343
DDTL 3.0 Facility	8.5%	-	2,000	2,600	2,303	1,189
(+) 2026E	8.5%	-	-	6,300	5,580	2,881
(+) 2027E	8.0%	-	-	-	6,300	5,580
(+) 2028E	8.0%	-	-	-	-	6,300
Unamortized Discount/Issuance Costs		(107)	(239)	(319)	(331)	(321)

이후 각 부채의 유효이자율을 고려해 이자비용을 추정하였다. 유효이자율은 25년 10.8%에서 매년 감소하는 모습을 확인할 수 있다. 이는 투자포인트에서 언급한 독자적인 자본 조달 구조와 투자등급(IG) 확보, 동사 신용도 증가에 기인한 결과다.

7.5. Other Costs & Tax expense

차입 의존도가 높고 IPO, 금융계약 변경, M&A 등 여러 자본 구조 변동을 경험한 동사의 Non-operating expense은 파생상품, 워런트, 전환사채 등 부채성 계층의 공정가치 조정에 따라 크게 변동한다. 합리적 추정이 불가하다고 판단하여 0 flat 하였다.

법인세 역시 합리적 추정이 어렵다. 동사는 매년 세전손실을 기록함에도 불구하고 모든 기간에서 법인세 비용을 인식하고 있다. 그 이유는 공정가치 평가손실이 세법상 공제되지 않은 손실이며, 특정 세금에 대한 예측 불가능성이 크기 때문이다. 그에 따라 동사는 미국 내 이연법인세자산에 대해 전액 평가충당금을 유지하고 있다. 본격적으로 세전순이익이 흑자로 전환되는 26년부터 유효법인세율 21%를 가정하였다.

Estimated Non-operating expenses										
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Non-operating expenses	(515)	(708)	23	5	-	-	28	-	-	-

Estimated Income taxes										
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Income tax benefit (expense)	(36)	(119)	(46)	(48)	(47)	(47)	(188)	(286)	(1,042)	(2,154)
Income before income taxes	(558)	(744)	(268)	(243)	(336)	(1,091)	(1,938)	1,360	4,963	10,257
<i>Tax rate (%)</i>								21.0%	21.0%	21.0%

8. Valuation - Peer EV/EBITDA Method

8.1. Why not PER Method?

동사는 지금 AI 인프라 군비경쟁의 한복판에 자리잡고 있다. AI 데이터센터를 채 짓기도 전에 계약을 위해 손님이 몰려드는 “초과 수요, 공급 병목”의 상황에서, 동사를 비롯한 네오클라우드의 최우선 과제는 Capex 확대다. 그러나 매출의 수 배에 달하는 설비 투자는 대규모 감가상각을 불러오고, 부채 규모 확대에 따른 이자비용은 순이익을 크게 훼손한다.

공정가치 평가손익은 PER Method 적용을 머뭇거리게 만드는 또 하나의 요인이다. [비용 추정]에서 언급했듯 동사는 자금 조달시 워런트나 전환사채를 활용하는 경우가 많고, 임직원에게 스톡 옵션 또는 SBC(Stock-based Compensation)을 통해 보상하는 기조를 유지하고 있다. 그에 따라 공정가치 평가손익의 변동성이 매우 클 뿐만 아니라, 세금비용의 예측력 또한 매우 감소한다. **상술한 요인이 순이익에 상당한 왜곡을 가져오므로, PER Method 적용에 무리가 있다.**

8.2. Valuation Method - Peer EV/EBITDA Method

동사의 Valuation Method로 EV/EBITDA를 제시한다. EV(Enterprise Value)는 주주 가치와 채권자 가치를 모두 반영하여, 자본구조와 무관하게 영업자산 전체의 가치를 드러낸다. 자기자본과 함께 고려함으로써 타인자본을 부채 레버리지의 가치를 반영할 수 있는 것이다. **현재 동사 영업 가치의 근원이 부채로 조달한 GPU 및 DC 인프라에서 나오고 있음을 감안할 때, EV/EBITDA는 이자 비용과 부채 활용도를 기업 가치에 포함하는 적합한 Valuation Method이다.** 막대한 감가상각비에 의한 가치 왜곡이 최소화된다는 측면에서도 EV/EBITDA는 힘을 얻는다.

25년 3월에 상장한 동사는 과거에서 적절한 멀티플을 찾기 어려워 historical method의 사용할 수 없으며, 그에 따라 Peer EV/EBITDA를 적용한다. NVDA로부터 우선적으로 받아오는 GPU를 레버리지 삼아 자본을 조달하고, 막대한 capex를 집행하는 중인 동사는 AI가 불러온 거대한 트렌드에 full-leverage를 당기고 있다고 무방하다. AI DC 숏지라는 작금의 상황은 10년대 클라우드 사이클을 떠올리게 하지만, 현재 수요와 공급의 비대칭성은 더욱 극심하고 IaaS 사업을 여러 사업부 중 하나로 영위하던 하이퍼스케일러와 동사를 비교하기에는 어려움이 있다.

네오클라우드 업체를 Peer로 선정하기에는 가동용량, 매출 규모, RPO, 레퍼런스 측면에서 동사의 **체급이 너무나 압도적이다.** NBIS는 데이터센터가 본격적으로 가동되고 있지 않아 EV/EBITDA 지표의 변동성이 크고, IREN은 아직까지 채굴 사업 매출 비중이 높으며 코인 가격에 따라 수익성이 급변하여 Peer 선정에서 제외하였다.

도표 8-1. 네오클라우드 기업 비교

Neo-Cloud Comparison				
(U.S. Dollars in Millions)	CRWV	NBIS	IREN	ORCL
Market Cap(\$mn)	68,900	31,600	18,500	865,600
Active Power(MW)	470	55	-	-
Contracted Power(MW)	2,200	220	3,000	4,500
25E Revenue(\$mn)	5,236	1,000	187	67,000
RPO(\$mn)	50,800			455,000
25E Capex(\$mn)	23,000	2,000		35,000
12mf EV/EBITDA	14.75x	155.73x	23.85x	26.02x

출처: EDGAR, SMIC 3팀

도표 8-2. Core Scientific M&A에 따른 신주 발행 추정

Effects of Core Scientific M&A(1,000 shares)	
Core Scientific - fully diluted shares	495,847
Common Stock	303,146
Outstanding convertible notes	69,611
Outstanding RSU/PSU/MSUs	25,204
Outstanding stock options	344
Outstanding warrants	97,542
Share Exchange Ratio	0.1235
Number of Shares to be Issued(4Q25)	61,237

출처: EDGAR, SMIC 3팀

8.3. Target Peer&Multiple

동사 멀티플에 대한 벤치마크로 Oracle(ORCL)을 제시한다. 오랜 기간 기업용 DB 및 ERP 시장에서 절대 강자였던 ORCL은 클라우드 전환의 흐름에서 OCI(Oracle Cloud Infrastructure)을 선보이며 IaaS/PaaS 사업에 진출했다. 최근에는 OCI 플랫폼에 GPU 클라우드 기능을 통합해 AI 워크로드 대응 능력을 강화할 뿐만 아니라 초대형 AI 슈퍼 클러스터를 대규모 증설하고 있다.

본서는 ORCL의 25.06~25.08 12mf EV/EBITDA 평균 21.3x를 Target Multiple로 제시한다. ORCL은 pure한 네오클라우드 사업자는 아니지만, 동사와 AI 밸류체인 내 역할이 매우 유사하다. 두 기업 모두 NVDA의 비호 아래 최신 GPU를 확보해 빅테크들의 AI 학습 및 추론 시장의 확산을 직접적으로 뒷받침하는 Infrastructure Layer를 담당한다는 점에서 닮아있다.

ORCL은 6월 capex를 직전 회계연도 대비 3배 이상 증가한 350억 달러로 상향한다고 밝혔고, 7월에는 NVDA와의 400억 달러 GPU 계약 및 OpenAI와의 계약 확장과 함께 스타게이트 프로그램의 첫 번째 데이터센터를 가동했다. 폭발하는 전방 수요와 안정적인 GPU 공급을 확인할 뿐 아니라, capex 투자에 따른 본격적인 수익화 기대감을 바탕으로 멀티플 상향을 경험했다.

현재 동사의 상황은 당시와 유사하다. 동사는 지난 달 NVDA와 64억 달러 규모의 GPU 계약을, Meta와 140억 달러 규모의 장기 인프라 계약을 체결하며 빅테크의 핵심 파트너임을 증명했다. 또한, 계속되는 수요에 대응하기 위해 연말까지 200억 달러가 넘는 대규모 capex가 집행 중에 있다. 매출 growth와 향후 이익 턴어라운드에 대한 기대감이 작동할 수 있는 구간이다.

같은 Theme를 공유하는 Peer의, 근접한 시계열에 멀티플을 주는 것에 의문이 들 수도 있다. 그러나 대형 고객의 계약이 대규모 전력용량을 선점한 대형사에게 우선적으로 집중되고, 잔여 수요가 중소형사로 흘러 들어가는 현 산업 구조를 고려할 때, 시장의 기대감이 기업 size에 따라 시차를 두고 반영되는 것은 합리적이다. 또한 10월 기준 RPO 급증에 힘입은 ORCL의 12mf EV/EBITDA가 26.0x까지 상승했다는 점과 동사의 기대 이익 레버리지의 효과가 ORCL보다 크다는 점으로 미루어 보았을 때, 21.3x의 멀티플은 절대 과한 수준이 아니다.

향후 5년간 최소 125GW 이상의 신규 AI 데이터센터 용량이 필요할 것으로 예측되고 있다. 누구보다 빠르게 공급 병목의 난제를 해결하고 고객을 지속 유치할 수 있는 기업이 압도적 지위를 가질 것이며, 그 주인공은 동사가 될 것이라 확신한다.

도표 8-3. 26E Diluted Shares Outstanding

2026E Shares Outstanding - diluted(1,000 shares)	
Shares Outstanding - diluted	595,524
Class A outstanding	340,075
Class B outstanding	118,102
Outstanding stock options	44,480
Outstanding RSUs and RSAs	27,146
Outstanding warrants	4,337
ESPP	147
Newly Issued Shares(Core Scientific M&A)	61,237

출처: EDGAR, SMIC 3팀

도표 8-4. 최종 밸류에이션

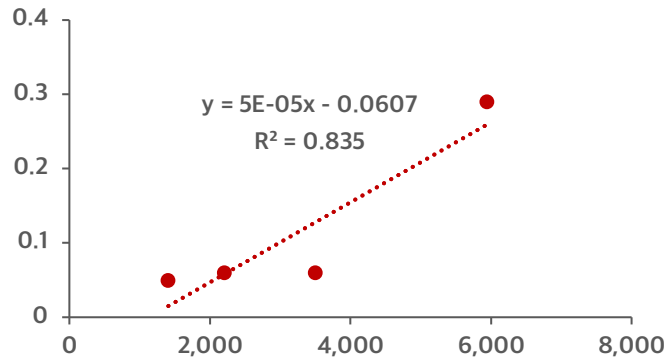
Valuation - EV/EBITDA Method (2026E)	
2026E EBITDA (\$mn)	7,799
Target EV/EBITDA	21.3x
Target EV (2026E)	166,069
Net debt	22,462
Target Market Cap (\$mn)	143,607
Common Shares Outstanding - diluted (1,000 shares)	595,524
목표주가 (\$)	241
현재주가 (\$)	140
상승여력	72%

출처: SMIC 3팀

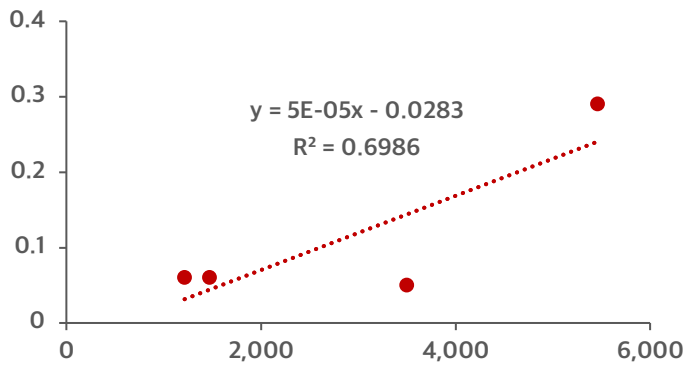
상기 논의를 모두 종합하여, 2026E EBITDA \$7,799 mn에 Target EV/EBITDA 21.3x를 곱한 Target Price \$241, 상승여력 72%, 투자 의견 "Buy"를 제시한다.

9. Appendix

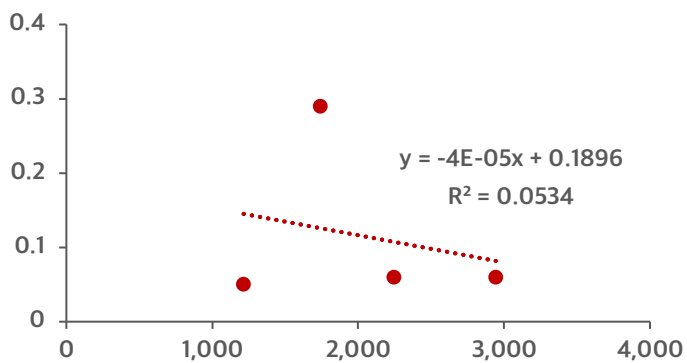
9.1. CapEx - 가동 전력 증분 회귀 분석 (1개 분기 이연)



9.2. CapEx - 가동 전력 증분 회귀 분석 (2개 분기 이연)



9.3. CapEx - 가동 전력 증분 회귀 분석 (0개 분기 이연)



9.4. 계정별 Depreciation 비율 추정

Estimated Depreciation					
(U.S. Dollars in Millions)	2Q25	useful lives(Q)	dep.	% of dep	items
PP&E with definite lives, net	14,474				
Technology equipment	13,170	24	549	93.7%	T&I
Software	460	24	19	3.3%	T&I
Data center equipment	831	48	17	3.0%	CoR
Furniture, fixtures, and other assets	13	20	1	0.1%	G&A
추정 2Q25 D&A			586		
실제 2Q25 D&A			559		

PP&E	useful lives(years)
Technology equipment	6
Software	3~6
Data center equipment	8~12
Furniture, fixtures, and other assets	3~5

9.5. Depreciation 추정

Capex 대비 PP&E 증가비율				
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2Q25	changes in PP&E	% of capex
Capex(2023~1Q25)	13,053			
Technology equipment	1,298	13,170	11,872	91%
Software	15	460	445	3%
Data center equipment and leasehold improvements	29	831	802	6%
Furniture, fixtures, and other assets	2	13	11	0%

Estimated Changes in PP&E										
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Capex	2,943	8,702	1,407	2,453	3,150	14,490	21,500	10,668	9,859	9,025
CIP(Construction in progress) BoP							3,200	5,375	2,667	2,465
Transfer to PP&E							75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Δ Total PP&E							19,325	13,376	10,061	9,233
CIP EoP							5,375	2,667	2,465	2,256

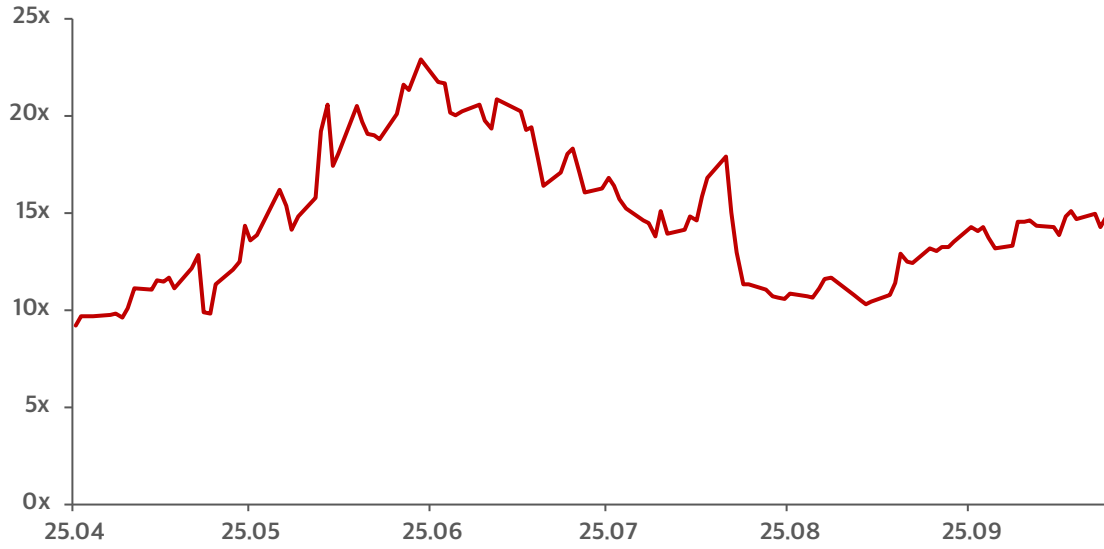
9.6. Amortization 추정

Estimated Amortization										
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Amortization	2	2	0	6	9	9	25	36	36	36
% of Intangible Asset	28.6%	40.7%	11.3%	3.1%	4.6%	4.8%	13.3%	23.7%	31.1%	45.1%
Acquired technologies and others	7	5	4	206	197	188	188	152	116	80

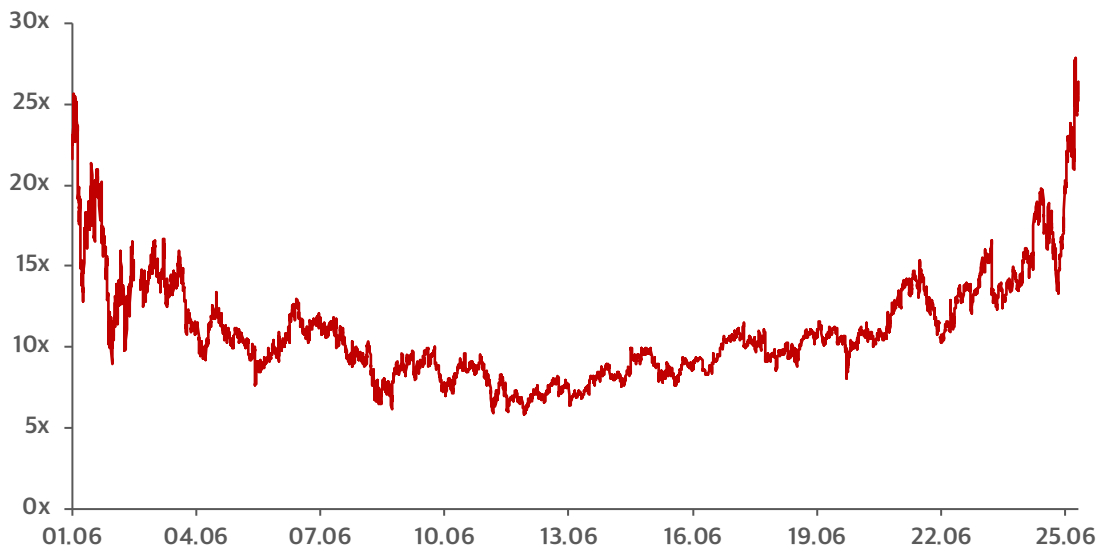
9.7. IBD

Estimated Interest Bearing Debt					
(U.S. Dollars in Millions)	issued	maturity	EIR	2Q25	issue size
2021 Convertible Senior Secured Notes	2021	2025	17.0%	-	55
DDTL 1.0 Facility	2023	2028	15.0%	1,782	2,300
2024 Term Loan Facility	2024	2025	9.6%	-	1,000
DDTL 2.0 Facility	2024	2029	10.5%	4,953	7,600
OEM Financing Arrangements	2024	2028	9.0%	1,728	
Magnetar Loan	2025	2029	12.0%	256	2,300
2030 Senior Notes	2025	2030	10.0%	2,000	2,000
DDTL 3.0 Facility	2025	2030	8.5%	-	2,600

9.8. CRWV EV/EBITDA(NTM) 추이



9.9. ORCL EV/EBITDA(NTM) 추이



9.10. BS&CF

Balance Sheets				Statement of Cash Flow			
(U.S. Dollars in Millions)	2023	2024	2Q25	(U.S. Dollars in Millions)			
Assets	4,977	17,833	26,241	Operating activities	1,833	2,749	(190)
Current assets	502	1,916	3,946	Net income	(594)	(863)	(605)
Cash and cash equivalents	217	1,361	1,153	Depreciation and amortization	103	863	1,003
Restricted cash and cash equivalents, current	43	37	560	Non-cash lease expense	20	123	144
Accounts receivable, net	165	417	1,934	Amortization of debt discounts and issuance costs	17	33	67
Prepaid expenses and other current assets	77	101	299	Loss (gain) on fair value adjustments	534	756	(27)
Non-current assets	4,475	15,916	22,295	Stock-based compensation	15	31	329
Restricted cash and cash equivalents, non-current	220	637	341	Deferred income taxes	36	113	91
Restricted marketable securities, non-current	172	29	-	Other non-cash reconciling items	1	3	40
Property, plant and equipment, net	3,484	11,915	16,632	Net cash provided by discontinued operations	-	-	-
Operating lease right-of-use assets	462	2,590	3,380	Debt extinguishment loss	-	12	-
Intangible assets	7	5	206	Accounts receivable	(162)	(280)	(1,505)
Goodwill	20	20	813	Prepaid expenses and other current assets	(72)	(29)	(120)
Other non-current assets	111	721	924	Accounts payable and accrued expenses	27	511	(289)
Liabilities	5,109	16,524	22,421	Deferred revenue	1,986	2,049	743
Current liabilities	998	4,963	7,556	Lease liabilities	(9)	(88)	(110)
Accounts payable	456	868	1,227	Other non-current assets	(68)	(485)	50
Accrued liabilities	78	356	1,411	Investing activities	(3,148)	(8,658)	(3,875)
Debt, current	172	2,468	3,628	Purchase of property and equipment	(2,943)	(8,702)	(3,860)
Deferred revenue, current	250	769	951	Sale of available-for-sale marketable securities	6	2	-
Operating lease liabilities, current	40	213	279	Maturities of marketable securities	-	185	29
Finance lease liabilities, current	4	58	60	Purchase of restricted marketable securities	(172)	(34)	-
Other current liabilities	0	230	0	Purchase of strategic investments	(33)	(50)	-
Non-current liabilities	4,110	11,562	14,864	Sale of warrants received as lease incentive	-	-	101
Debt, non-current	1,351	5,458	7,424	Business combination, net of cash acquired	-	-	(46)
Derivative and warrant liabilities	527	200	1	Issuance of notes receivable	-	(60)	(73)
Deferred revenue, non-current	1,755	3,295	3,896	Other investing activities	(6)	-	(26)
Operating lease liabilities, non-current	433	2,389	3,168	Financing activities	1,788	7,465	4,088
Finance lease liabilities, non-current	1	34	3	Proceeds from issuance of debt	1,416	7,022	4,433
Deferred tax liabilities, non-current	36	149	246	Proceeds from issuance of convertible debt	-	-	-
Other non-current liabilities	7	36	126	Repayments of debt	(2)	(589)	(1,575)
Equities	(132)	1,309	3,821	Payment of debt issuance costs	(12)	(4)	(37)
Redeemable convertible preferred stock	465	1,722	-	Issuance of redeemable convertible preferred stock, net of issuance costs	421	1,172	-
Redeemable Class A common stock	-	-	1,163	Redeemable convertible preferred stock cash dividends paid	-	(58)	(24)
Class A common stock	0	0	0	Proceeds from exercise of stock options	2	3	5
Class B common stock	-	-	-	Common stock repurchased	(32)	(1)	-
Treasury stock	(32)	(34)	(34)	Issuance of common stock, net of underwriting discounts and commissions	-	-	68
Additional paid-in capital	48	1,096	4,773	Proceeds from issuance of common stock	15	-	1,423
Accumulated other comprehensive loss	(0)	-	(0)	Payment of tax withholdings on settlement of RSUs	-	-	(133)
Accumulated deficit	(613)	(1,476)	(2,081)	Deferred offering costs paid	-	-	(28)
Total liabilities and stockholders' equity	4,977	17,833	26,241	Other financing activities	(19)	(81)	(44)
				Cash, cash equivalents, end of the period			

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.