

Vertiv Holdings Co (NYSE: VRT)

The Coolest Cooling Solution

동사의 '25년, '26년 추정 매출액은 각각 \$10,200mn(YoY +27.3%), \$13,022mn(YoY +27.7%)으로 전망, 영업이익은 각각 \$1,839mn(YoY +34.5%), \$2,638mn(YoY +43.4%)으로 전망한다. **2026E EPS \$4.92에 Target PER 53.5x를 적용한 목표 주가 \$263.19, 투자 의견 Buy를 제시한다.**

Key Point 1: 수랭식 침투율 증가로 인한 수혜 본격화

글로벌 수랭식 시장은 '25년부터 '32년까지 연평균 33% 성장이 예상된다. 동사는 L2A~L2L 전 단계를 포괄하는 풀 라인업 수랭 솔루션을 제공하며, 관련 기업 중 유일하게 액침 냉각까지 구현 가능한 기술 역량을 보유하고 있다. 특히 CDU, 배관, 열 제거 시스템 등 수랭 운영에 필수적인 인프라를 통합적으로 공급하며 강력한 Lock-in 구조를 구축하고 있다. 또한 동사는 Nvidia 등 주요 밸류체인 파트너와의 협업을 통해 차세대 AI 아키텍처 개발에 직접 참여하고 있으며, Nvidia 표준 랙 도입 확산에 따른 업사이드가 기대된다. 이러한 기술-인프라-파트너십 우위를 기반으로 동사는 글로벌 냉각 시장에서의 압도적인 경쟁우위를 공고히 할 것으로 전망된다.

Key Point 2: E2E Solution을 통한 Lock-In 효과

동사는 냉각-전력-랙-운영관리까지 아우르는 풀 스택 포트폴리오와 Vertiv 360 AI Solution을 통해 모듈형 데이터센터 구축 기간을 단축하며 고객의 TCO 절감을 지원한다. 또한 볼트온 전략을 기반으로 한 M&A를 통해 냉각 포트폴리오를 강화하고, 운영관리·White Space 역량을 선제적으로 향상시키는 등 AI 시대의 고밀도 수요에 적합한 E2E 시스템을 구축하였다. 이러한 기술-인프라-서비스 전반의 확장 전략을 기반으로 동사는 높은 전환비용과 광범위한 글로벌 공급망을 통해 고객 Lock-in을 강화했으며, 이를 통해 글로벌 데이터센터 CAPEX 증가에 따른 구조적 업사이드를 향후에도 온전히 누릴 수 있을 것으로 기대된다.

(Unit: USD mn)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	4,371	4,998	5,692	6,863	8,012	10,200	13,022
% YoY	-%	14.4%	13.9%	20.6%	16.7%	27.3%	27.7%
(-) 매출원가	2,897	3,475	4,075	4,463	5,078	6,536	8,322
매출총이익	1,474	1,523	1,696	2,401	2,934	3,644	4,700
GPM (%)	33.7%	30.5%	28.4%	35.0%	36.6%	35.9%	36.1%
(-) SG&A	1,008	144	1,178	1,312	1,374	1,569	1,821
(-) 기타영업비용	252	4	211	229	189	255	242
영업이익	214	260	223	872	1,367	1,839	2,638
OPM (%)	4.9%	5.2%	3.9%	12.7%	17.1%	18%	20.3%
(-)기타손익	468	93	56	338	602	86	162
법인세차감순이익	(255)	166	167	534	765	1,753	2,476
법인세비용	73	47	90	74	270	422	596
Tax Rate (%)	-28.6%	28.0%	54.1%	13.8%	35.2%	20.5%	20.5%
당기순이익	(327)	120	77	460	496	1,311	1,880
NPM (%)	-7.5%	2.4%	1.3%	6.2%	6.2%	13.1%	14.4%
주당이익							
기본주당이익	(1.07)	0.34	0.2	1.12	1.32	3.49	4.92
희석주당이익	(1.07)	0.33	(0.04)	1.19	1.28	3.41	4.81

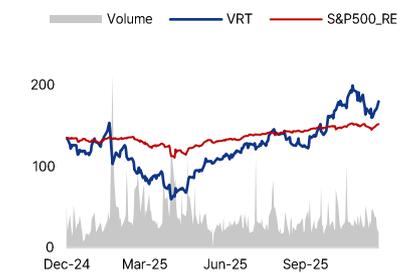
BUY

목표주가 **USD 263.19**
 현재주가 **USD 182.54**
 상승여력 **44.2%**

Stock Data

시가총액(보통주)	\$687.18억
발행주식수(보통주)	382,338,313주
유동주식비율	98.34%
외국인 보유비중	-%
52주 최고가	\$202.45
52주 최저가	\$53.6
평균거래대금(30일)	\$781.63mn
베타(5년)	2.02
배당수익률	0.14%

Stock Price Performance (Index)



주가상승률	1M	6M	12M
절대수익률(%)	-5.69	+64.6	+33.6
상대수익률(%)	-0.61	+16.3	+12.7

Major Shareholders

The Vanguard Group, Inc.	10.11%
BlackRock, Inc.	4.63%
VTI	3.14%

Members

- 32기 고지원 (팀장, 경영학전공) (jiwon4641@gmail.com)
- 31기 김민섭 (부팀장, 경영학전공) (dndbndb01@naver.com)
- 32기 김지혜 (부팀장, 경제학전공) (kjihye@hufs.ac.kr)
- 33기 정성목 (부팀장, 말레이·인도네시아어과) (sungmok0808@naver.com)
- 34기 박형찬 (팀원, 경영학전공) (nem8370@naver.com)

Table of Contents

1. 산업분석	3
<ul style="list-style-type: none">▪ 데이터센터 성장 동력▪ 데이터센터 Value Chain▪ 데이터센터 냉각의 Paradigm Shift▪ AI Boom과 Vertiv Holdings	
2. 기업분석	16
<ul style="list-style-type: none">▪ AI 골드러쉬의 곡괭이, Vertiv▪ 주가 추이 분석	
3. 투자포인트	21
<ul style="list-style-type: none">▪ 수랭식 침투율 증가로 인한 수혜 본격화▪ E2E Solution을 통한 Lock-In 효과	
4. 리스크	30
<ul style="list-style-type: none">▪ EMEA 시장 실적 둔화▪ 하이퍼스케일러의 자체 냉각 기술 개발	
5. 밸류에이션	35

1. 산업분석

1.1. 데이터센터 성장 동력

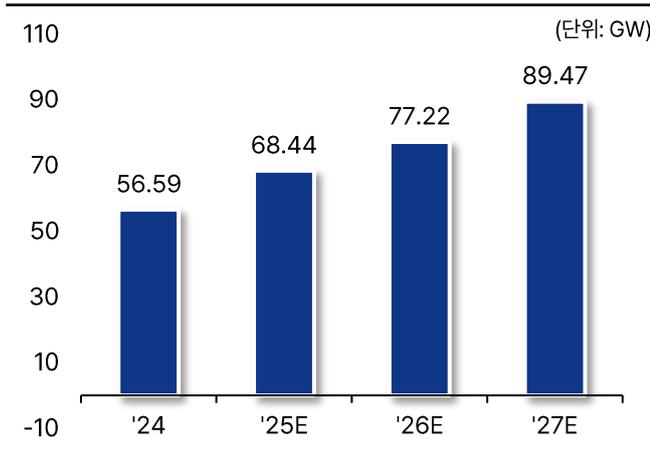
AI 발전에 따른 데이터 센터 시장의 성장

글로벌 데이터센터 용량은 '30년까지 연평균 28.2% 성장할 것으로 전망된다. 특히 '23~'26년 구간의 용도별 전력 용량 전망을 보면 Hyper/Cloud는 연평균 14% 성장에 그치는 반면, AI 워크로드는 연평균 98%의 폭발적 성장세가 예상되어 데이터센터 확장의 핵심 동력이 AI에 있음은 자명하다.

데이터 센터 수요 증가에 따른 전력 부족

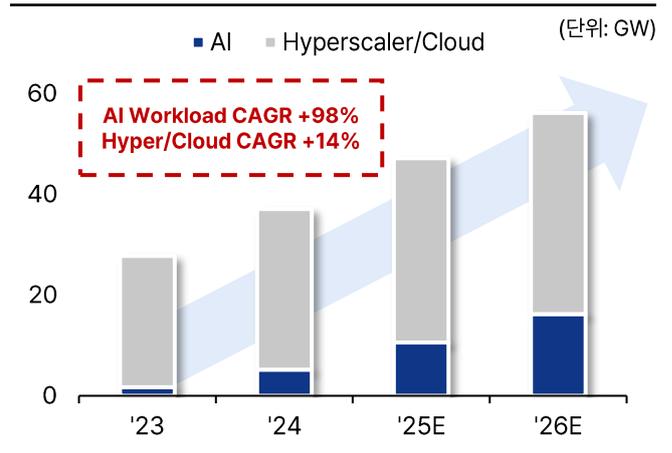
가파른 공급 확대 전망에도 불구하고 전력 수요는 이를 상회할 것으로 보인다. '30년 데이터센터 필요 전력량은 '24년의 2배에 달하며, 글로벌 데이터센터 가동률은 '26년 정점에 도달할 것으로 전망된다. 이는 데이터센터에 대한 수요가 절정에 달함을 의미한다. TWh 단위의 전력 수요를 공급 용량(GW)으로 환산하여 비교할 때, '27년까지도 여전히 수요가 공급을 상회하는 양상을 보일 것으로 전망된다.

그림 1-1. 글로벌 데이터센터 Capacity 전망



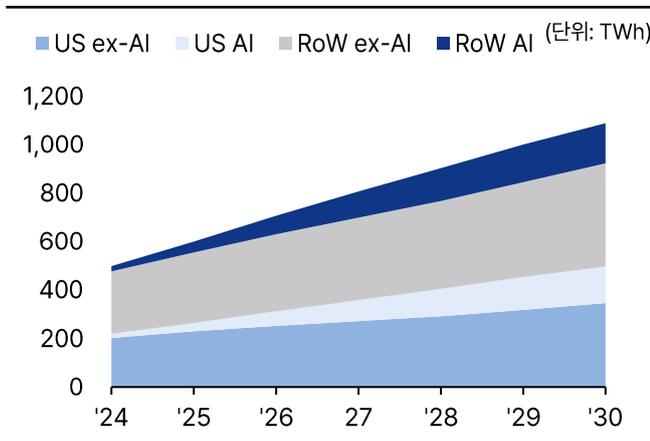
자료: Goldman Sachs, CMRC 1팀

그림 1-2. 글로벌 데이터센터 용도별 Capacity



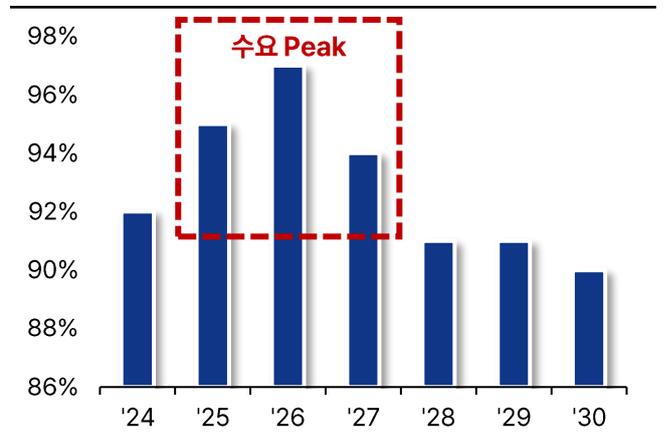
자료: Goldman Sachs, CMRC 1팀

그림 1-3. 글로벌 데이터센터 전력 수요 전망



자료: Goldman Sachs, CMRC 1팀

그림 1-4. 글로벌 데이터센터 가동률 추이



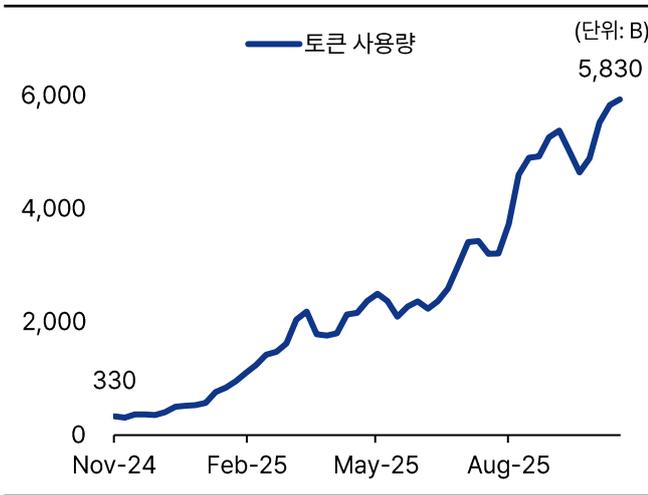
자료: Goldman Sachs, CMRC 1팀

AI 확산에 따른 서버 밀도·랙 전력 수요 증가

이러한 전력 수요 급증은 AI Use Case의 확장에서 비롯된다. 최근 1년간 LLM 토큰 사용량이 19배 가까이 급증하고 생성형 AI 적용 사례가 꾸준히 증가하는 현상은, AI 효율성에 대한 시장의 회의론을 불식시키기에 충분하다. 나아가 Google의 영상 생성 모델 'Veo', Tesla의 'Optimus', Amazon의 'Proteus' 등 현실 세계를 인지하고 추론하는 Physical AI, 특정 산업에 특화되어 해당 분야의 전문 데이터를 학습하는 Vertical AI 등은 AI 수익성 향상에 대한 기대감을 높여주는 분야들이다.

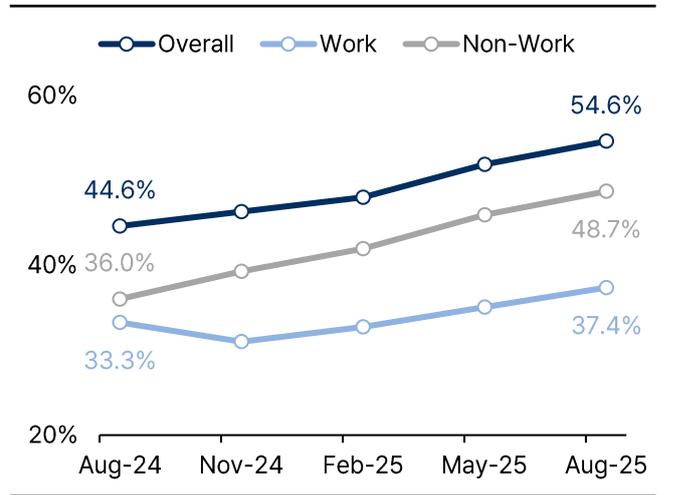
Alphabet CEO 순다르 피차이가 언급했듯 컴퓨팅 파워가 AI 공급의 병목이 되고 있는 실정이다. AI 모델이 고도화될수록 연산 집약적 학습 과정이 요구되며, 이는 필연적으로 단위 면적당 에너지 밀도의 증가를 야기한다. 즉, 연산의 복잡도가 높아질수록 AI 서버의 밀도가 높아지며 랙당 요구 전력량은 구조적으로 우상향 할 수밖에 없다.

그림 1-5. 최근 1년 간 토큰 사용 증가 추이



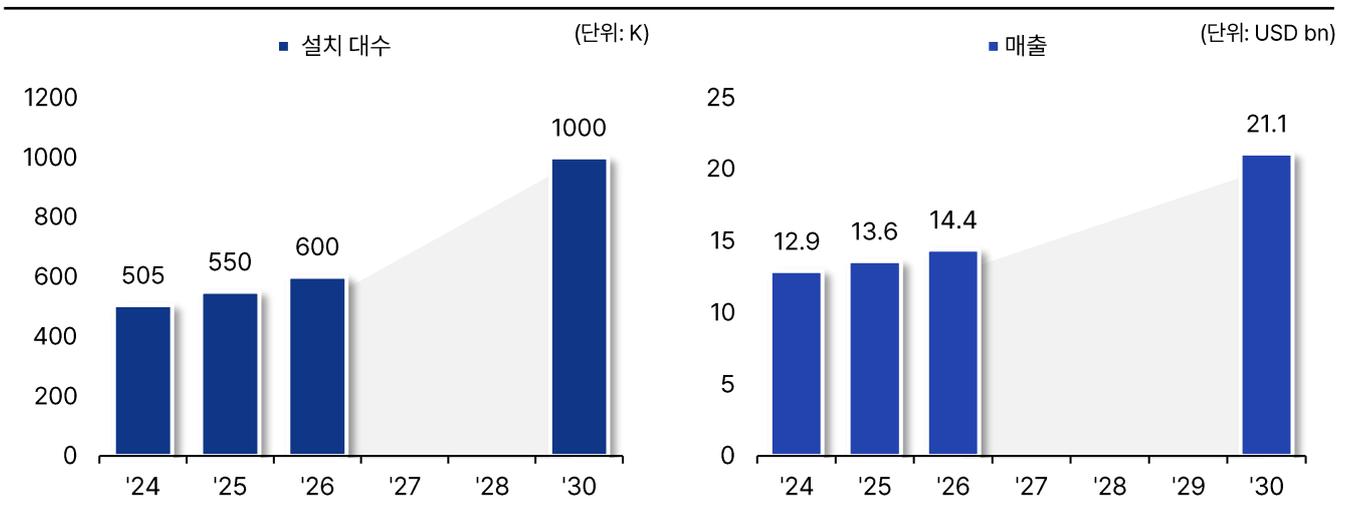
자료: OpenRouter, CMRC 1팀

그림 1-6. 생성형 AI 적용 현황



자료: Federal Bank of St. Louis, CMRC 1팀

그림 1-7. AI 탑재 로봇의 설치 대수 및 매출 전망

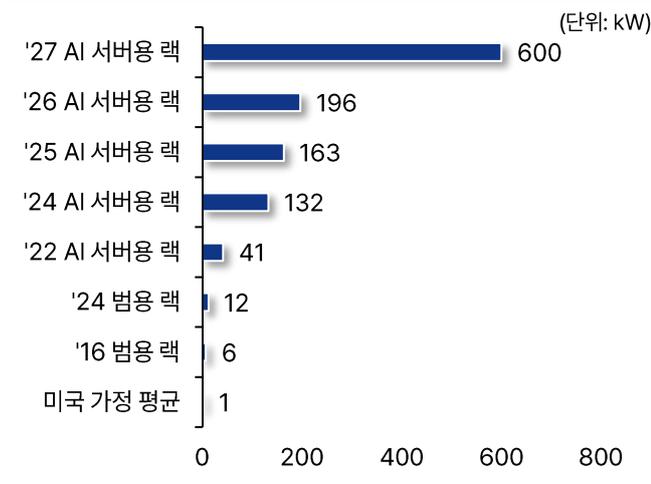


자료: Deloitte, CMRC 1팀

빅테크들의 증가하는 AI CAPEX 투자

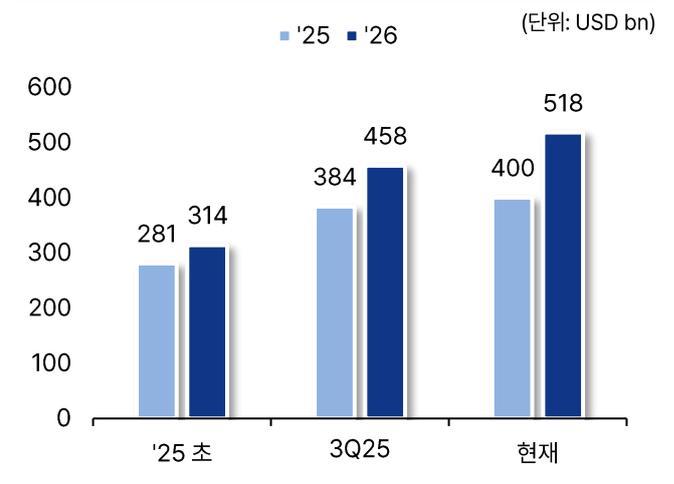
하드웨어 기반의 대대적인 인프라 구축이 요구됨에 따라 대규모 CAPEX은 불가피하다. CAPEX 규모는 빠르게 상향 조정되고 있는데, 주요 기업들의 '26년 집행 예정 CAPEX는 '25년 초 전망치 \$3,140억에서 3분기 실적 시즌 \$4,580억, 현재는 \$5,180억까지 가파르게 늘어났다. 이는 AI 수요가 숫자로 반영된 명백한 결과이며 '27년까지 상위 6개 기업의 지출은 더욱 늘어날 전망이다. 빅테크 뿐만 아니라 Anthropic, OpenAI 등 스타트업 또한 투자를 확대하며 시장 전반으로 자본 전쟁이 확산되는 양상이다.

그림 1-8. 서버 랙당 요구하는 전력량



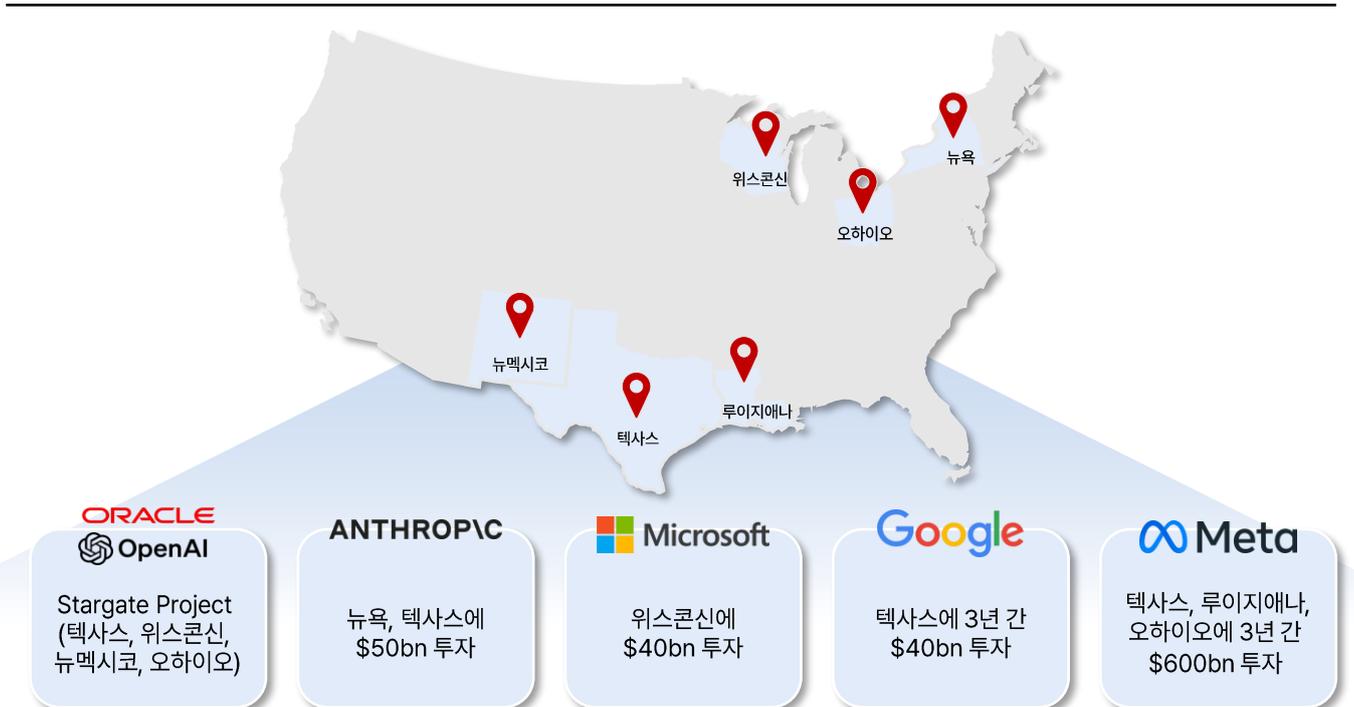
자료: Goldmans Sachs, CMRC 1팀

그림 1-9. 빅테크* CAPEX 집행 현황



자료: BofA, CMRC 1팀
*Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Amazon

그림 1-10. 9월 이후 Tech 기업들의 데이터센터 투자 발표



자료: 각 사 보도자료, CMRC 1팀

AI 버블에 대한 우려는 기우일뿐

9월 이후 급증한 테크 기업들의 외부 자금 조달에 대해 시장은 일시적인 우려를 표했으나, 채권시장의 신뢰는 견고하다. 2025년 현금흐름 대비 CAPEX 비중은 68%, '26년에는 80%까지 늘어날 것으로 전망되며, 투자등급 채권 발행 규모는 현재 **\$1,060억**에 달한다. 그럼에도 Meta, Oracle, Amazon 등이 발행한 공모채는 **4~6배의 초과 청약**을 달성했고, 청약 후에는 스프레드는 오히려 축소되었다. 이는 채권자들이 빅테크 기업들의 상환 능력과 AI 투자의 방향성을 신뢰하고 있음을 알 수 있다.

그림 1-11. 빅테크* 현금흐름 대비 CAPEX 비율의 꾸준한 상승

(단위: USD bn)

연도	CAPEX	현금흐름	현금흐름 대비 CAPEX(%)	美 IG 채권 발행
2017	43	136	31%	43
2018	68	169	40%	0
2019	71	197	36%	0
2020	97	252	38%	40
2021	131	290	45%	34
2022	158	288	55%	38
2023	154	377	41%	14
2024	239	478	50%	17
2025E	396	583	68%	106
2026E	534	664	80%	-

자료: BofA, CMRC 1팀

*Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Amazon

그림 1-12. 9월 이후 빅테크 외부 자금 조달 현황

기업	종류	규모	만기	금리(%)	신용등급
	공모채	\$30bn	5~40년 (Tranche)	4.2% ~5.75%	AA-
	JV 지분 투자 준공모채	\$30bn	24년	6.58%	A+
	공모채	\$18bn	5~40년 (Tranche)	4.45% ~6.1%	BBB
	건설 대출 (신디케이트론)	\$38bn	5년	6.40%	BBB
	공모채	\$25bn	3~50년 (Tranche)	SOFR +0.52%	AA+
	공모채	\$15bn	5~40년 (Tranche)	-	AA-

자료: Fitch Ratings, 각 사 424B2 Filings, Tradeweb, CMRC 1팀

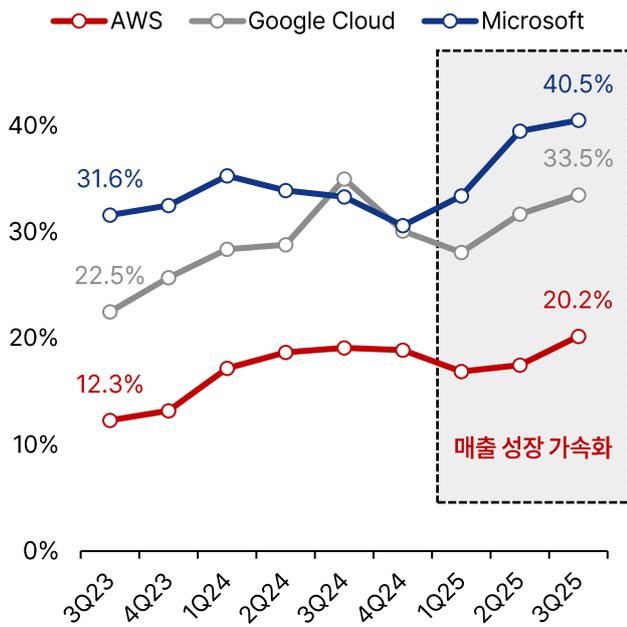
하이퍼스케일러의 매출 성장률 증가 가속화

이러한 외부 자금 조달은 실적으로 정당화된다. 소위 3대 Hyperscaler라 불리는 AWS, Google Cloud, Azure의 연간 매출 성장률은 과거 각각 12.3%, 22.5%, 31.6%였으나, 이번 분기 기준 20.2%, 33.5%, 40.5%로 가속화되었다. 이는 지난 2년간의 AI 워크로드 수요를 증명하는 수치다.

폭증하는 Oracle의 수주잔고

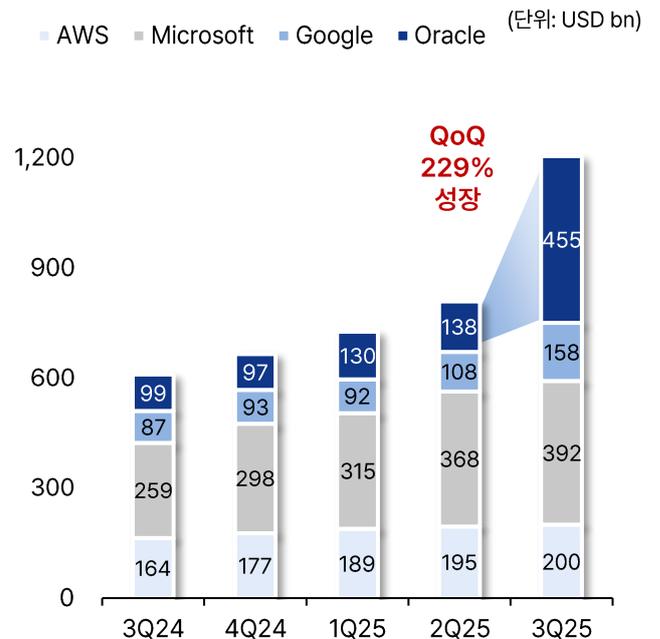
또한 **Oracle의 수주잔고는 전 분기 대비 229% 폭증**하며 미래 현금흐름에 대한 개선의 기대감을 불러 일으켰다. 비록 Oracle의 현금흐름 음수 전환 가능성 등 개별 리스크에 대한 모니터링은 필요하나, 내부 현금흐름 및 신용등급이 우수한 핵심 빅테크 기업들이 주도하는 CAPEX 사이클은 되돌릴 수 없는 메가 트렌드임이 확인된다.

그림 1-13. 3대 Cloud 사업 부문 YoY 매출성장률



자료: BofA, CMRC 1팀

그림 1-14. 3대 Cloud 및 Oracle 수주잔고 추이

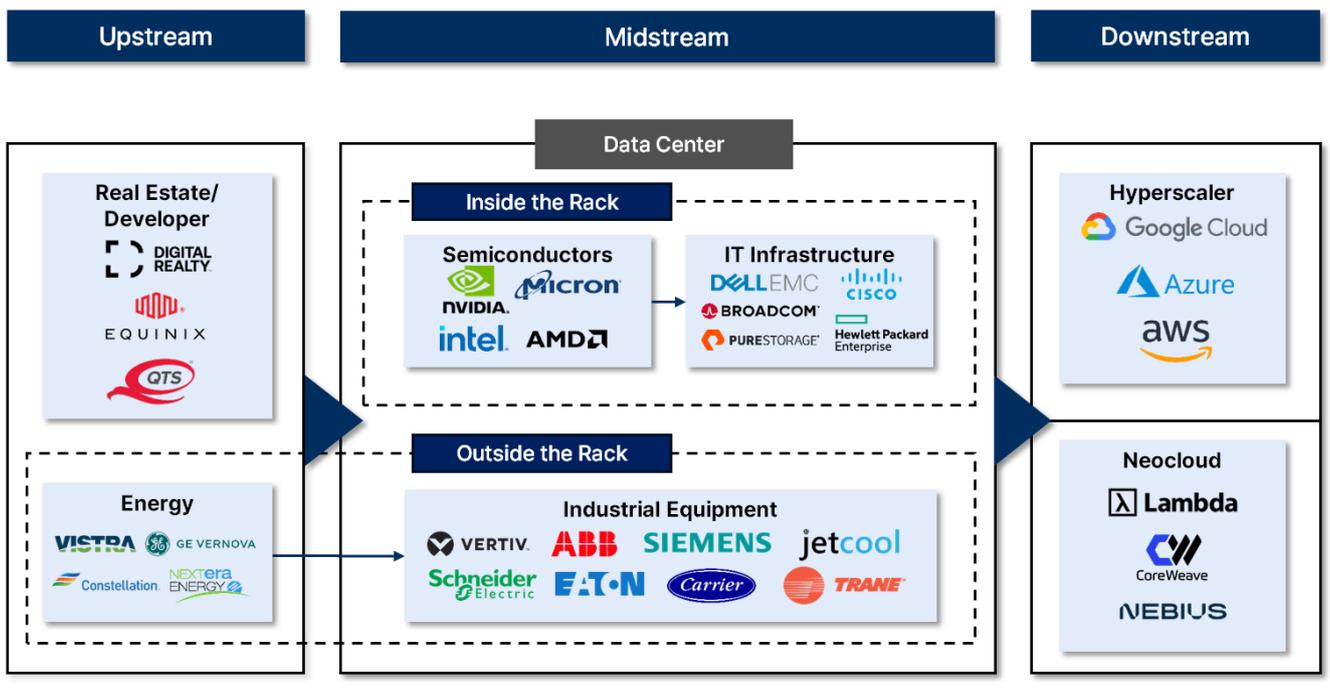


자료: BofA, CMRC 1팀

1.2. 데이터센터 Value Chain

데이터센터 Value Chain의 구분 데이터센터 밸류체인은 데이터센터를 구축하고 컴퓨팅을 제공하기까지의 과정으로 이루어져 있으며, 다음과 같이 Upstream, Midstream, Downstream으로 분류할 수 있다.

그림 1-15. 데이터센터 밸류체인



자료: CMRC 1팀

1) Upstream

데이터센터 밸류체인의 Upstream은 크게 부동산/개발, 전력으로 구분된다.

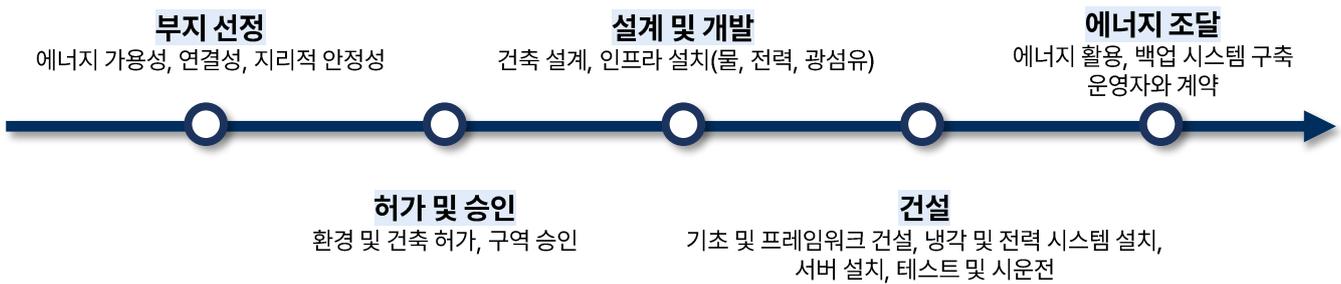
데이터센터를 임대해주는 Co-location

Co-location은 전문 운영사(Operator)가 데이터센터를 구축한 후, 입주 기업에 공간(Space)과 전력, 회선 등을 임대해 주는 형태다. 임차인의 규모에 따라 건물 전체나 층 단위로 임대하는 **Wholesale**과 랙(Rack) 단위로 임대하는 **Retail**로 나뉜다. 초기 막대한 투자비용 절감과 운영 편의성 덕분에 중소기업뿐만 아니라, 타 지역으로의 빠른 **확장이 필요한 Hyperscaler의 수요도 급증**하는 추세다. 대표적인 기업으로 Digital Realty, Equinix 등의 리츠(REITs)가 있으며, 이들은 임대 수익을 기반으로 사업을 영위한다.

**Co-location
수요 증가**

데이터센터의 공급 제약과 장기 임대 계약의 안정성으로 인해 임대업에 대한 수요는 구조적으로 상승하고 있다. 세계 최대 시장인 버지니아 북부의 '24년 공실률 0.76%는 이러한 공급 부족(Shortage)을 방증하며, 이는 곧 개발 및 운영 기업의 수익성 증대로 이어진다. 이에 따라 Blackstone(QTS), KKR(CyrusOne), Brookfield 등 거대 자본이 데이터센터 건설 및 개발 시장에 공격적으로 진입하고 있다.

그림 1-16. 데이터센터 개발 타임라인

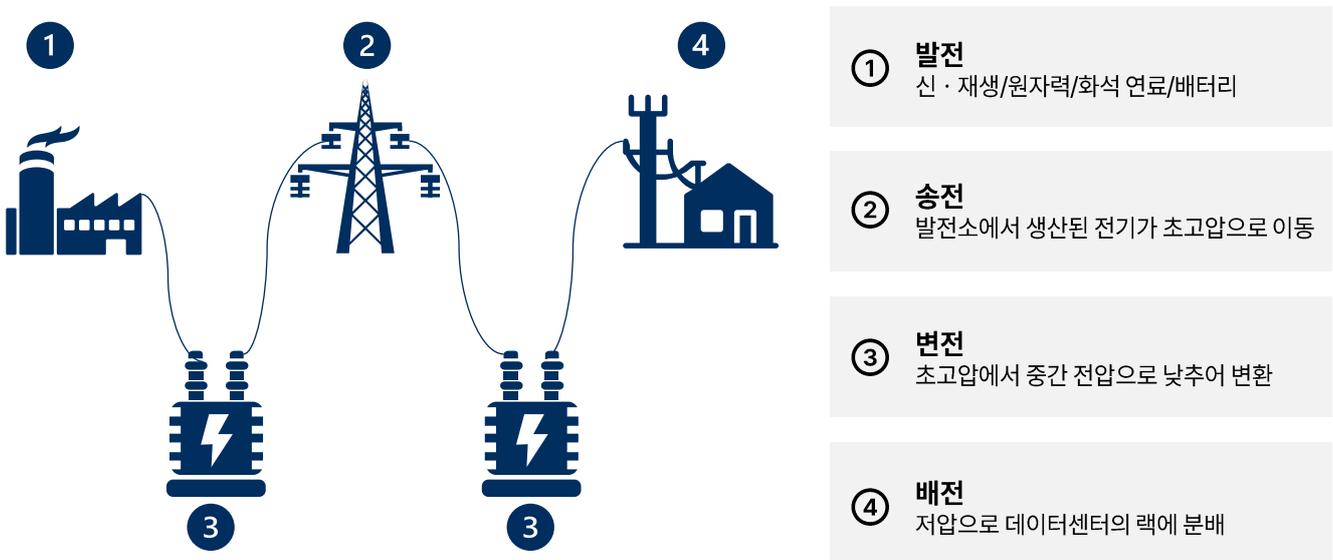


자료: nVent, CMRC 1팀

**데이터센터의 핵심
인프라: 전력**

전력은 데이터센터 확장의 가장 큰 병목 요소이자 핵심 인프라다. 에너지 공급망은 크게 ① 발전, ② 송전, ③ 변전, ④ 배전의 단계로 구분된다. 발전 단계에서는 신·재생, 원자력, 화석연료 등이 사용되며, 송배전 과정에서는 각종 유틸리티 기업들이 전력을 공급함으로써 수익을 창출한다. 최근에는 안정적인 전력 확보를 위해 빅테크 기업들이 발전사와 직접 전력구매계약(PPA)을 체결하거나 소형 모듈 원전(SMR) 투자를 검토하는 등 전력 확보 경쟁이 치열해지고 있다.

그림 1-17. 에너지원 공급 과정



자료: National Energy Education Development Project, CMRC 1팀

2) Midstream

반도체와 IT 인프라

데이터센터 밸류체인의 Midstream은 크게 반도체, IT 인프라의 White Space, 랙 외의 Gray Space(산업 인프라)로 분류할 수 있다.

반도체는 크게 ① 칩 설계, ② 제조의 과정을 거쳐 완성되며 이는 컴퓨팅 연산의 핵심 부품으로 작용한다. 데이터센터 연산 장치로서 반도체 종류로는 크게 CPU, GPU, ASIC이 존재한다.

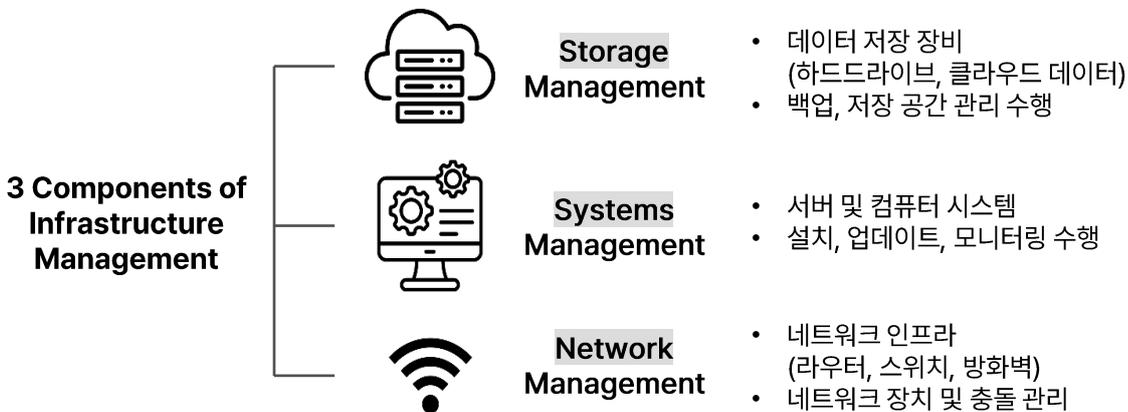
그림 1-18. 반도체 종류별 특징



자료: KB증권, CMRC 1팀

IT 인프라는 크게 스토리지, 시스템, 네트워크로 구성되며, 반도체가 연산 장치라면 IT 인프라는 이 연산이 이루어지게끔 기능하는 요소다.

그림 1-19. IT 인프라 종류 및 특징

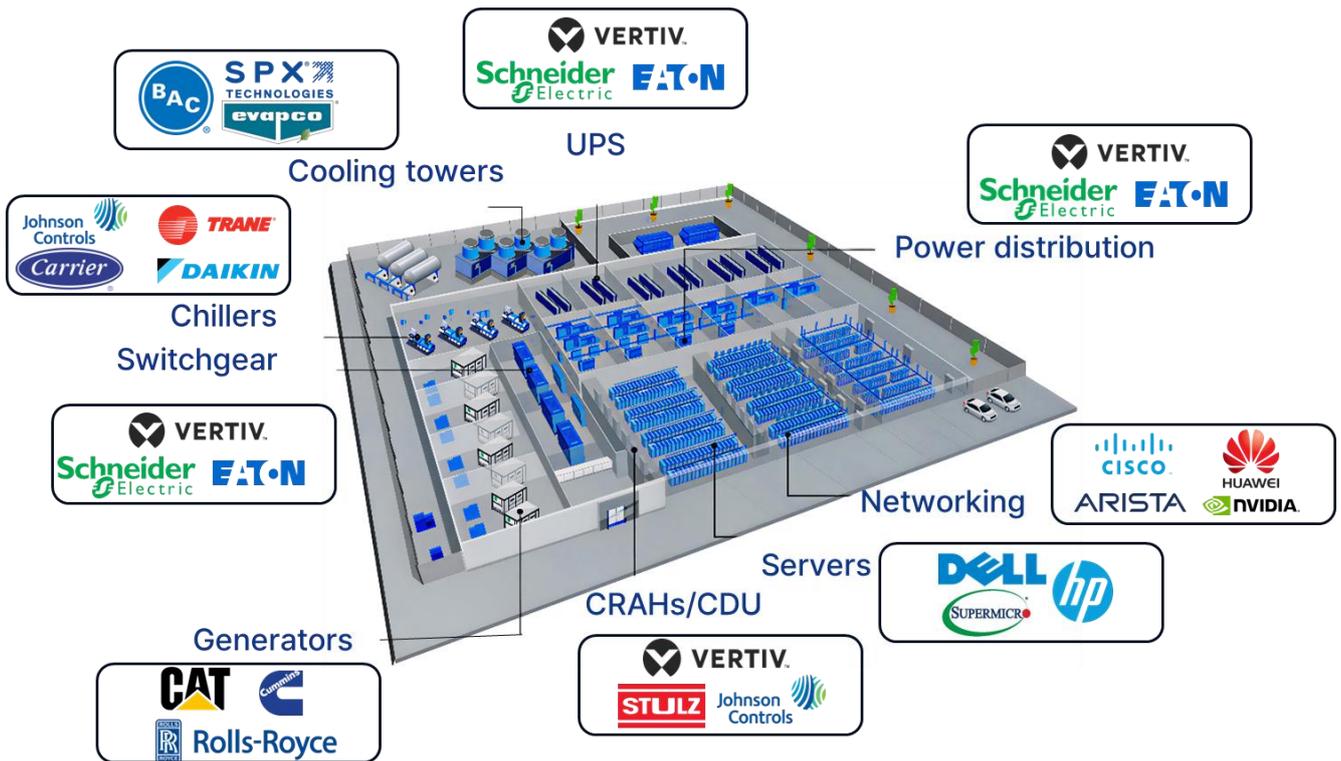


자료: TE Connectivity, CMRC 1팀

Gray Space

Gray Space는 데이터센터가 정상적으로 작동하게끔 하는 전력 및 인프라를 제공하며, 동사가 데이터센터 밸류체인에서 주요 타겟으로 삼는 분야다. 동사의 경우 냉각 및 PDU(전력분배장치), UPS(무정전 전원장치)와 같은 전력 인프라를 통합적인 솔루션 형태로 제공한다.

그림 1-20. Gray Space 시장 플레이어



자료: BofA, CMRC 1팀
 * Networking과 Server는 White Space에 속함

3) Downstream

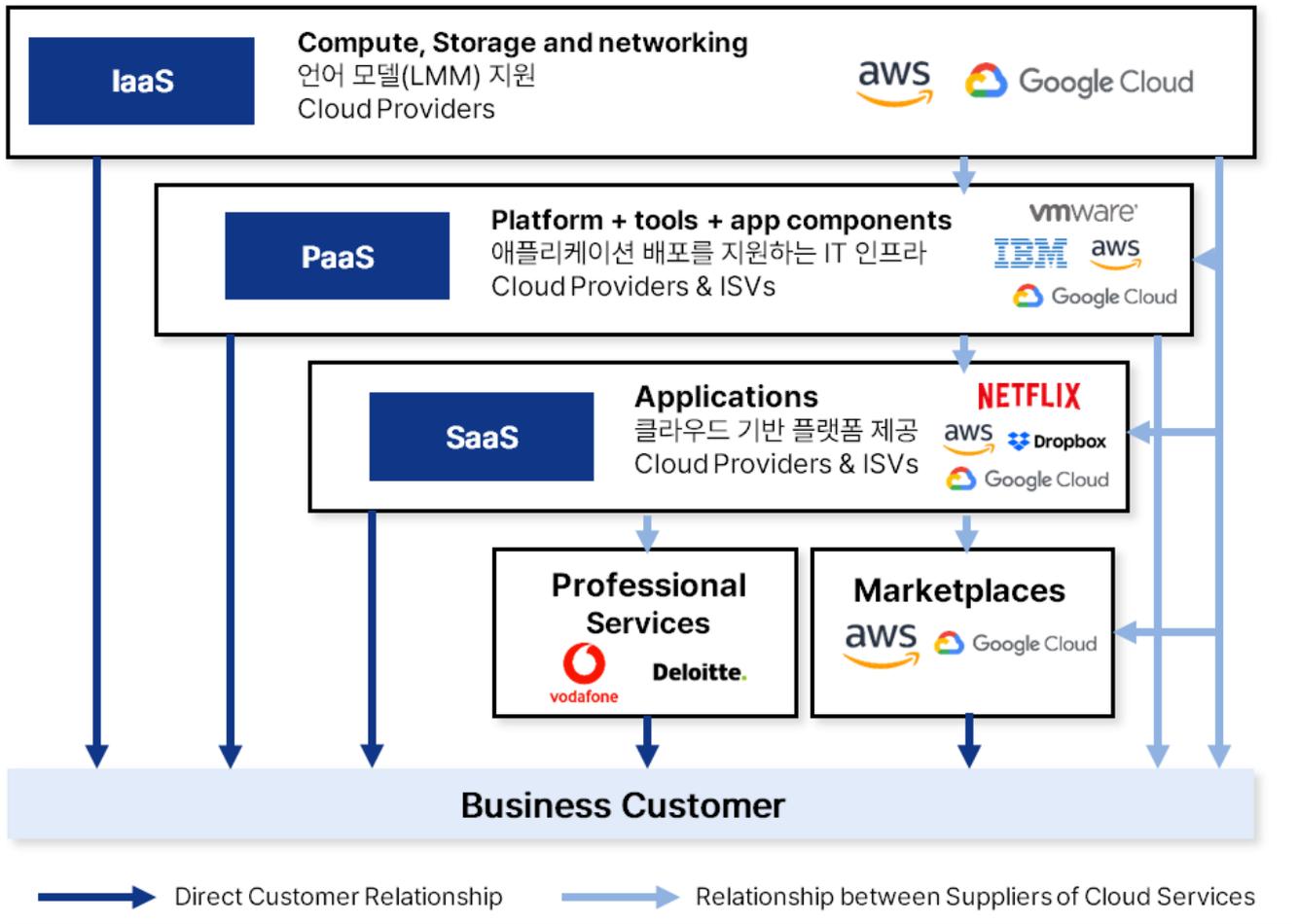
Tier 1과 Tier 2 하이퍼스케일러

데이터센터 밸류체인의 Downstream은 컴퓨팅의 주체라고 할 수 있다. 크게 Hyperscaler에 속하는 AWS, Google Cloud, Azure와, AI 연산만을 위한 Neocloud에 속하는 Lambda, CoreWeave, Nebius로 나눌 수 있다. 그 외에 더 작은 규모의 전통적인 데이터센터가 있으며, 주로 보안과 데이터 주권에 민감한 금융, 군사, 의료 분야의 기업들이 선호하며 자사의 핵심 비즈니스를 지원하는 데 목적을 둔다.

Upstream이자 Downstream인 하이퍼스케일러

이들은 데이터센터를 소유한다는 점에서 Upstream에 속하면서 데이터센터 컴퓨팅의 주체이기도 하기에 Downstream에도 속한다. Hyperscaler의 경우 클라우드 컴퓨팅 사업을 영위하며, IaaS부터 SaaS까지 다양한 계층의 서비스를 제공한다. 컴퓨팅 서비스 제공자는 이를 필요로 하는 다양한 고객들에게 B2B 혹은 B2C 방식으로 판매한다.

그림 1-21. 클라우드 서비스 밸류체인



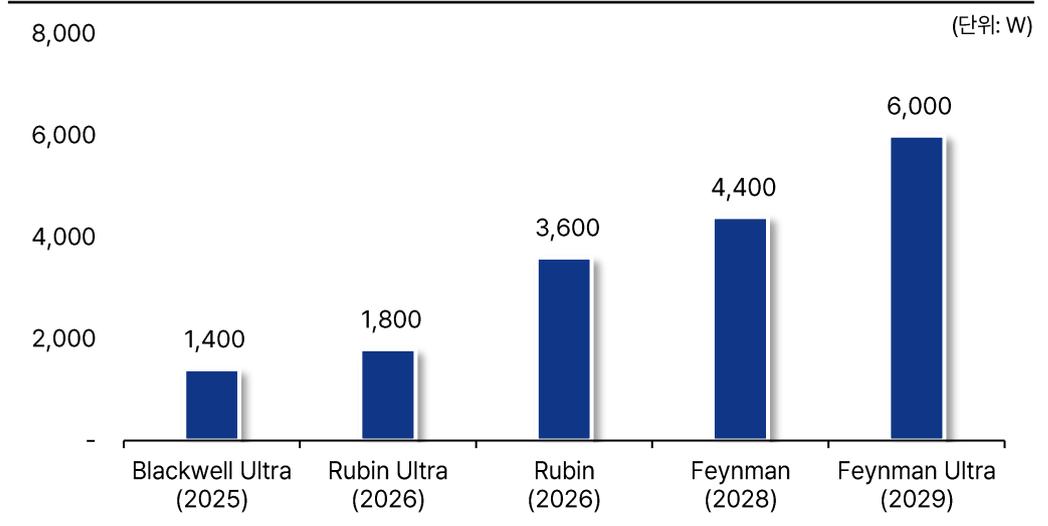
자료: Astrotel, Ofcom, CMRC 1팀

1.3. 데이터센터 냉각의 Paradigm Shift

발열 조절 문제가 핵심

AI 컴퓨팅으로 인한 서버 랙당 요구되는 전력량이 늘어날 것이라는 사실이 자명하기에, 전력 소모에 따른 발열은 데이터센터 운영에 있어 중요한 요소이다. 기존 데이터센터 컴퓨팅은 일반적으로 200W 이하의 전력을 소모하는 CPU 기반에서 이루어졌던 반면, AI 컴퓨팅은 1,200W의 전력을 소모하는 수많은 GPU를 필요로 한다. 이에 더해 방대한 연산 처리를 위해 AI 클러스터를 형성해 수만 개의 GPU를 고대역폭, 저지연으로 연결할 필요가 있다.

그림 1-22. NVIDIA GPU의 세대별 예상 사용 전력



자료: 대신증권, CMRC 1팀

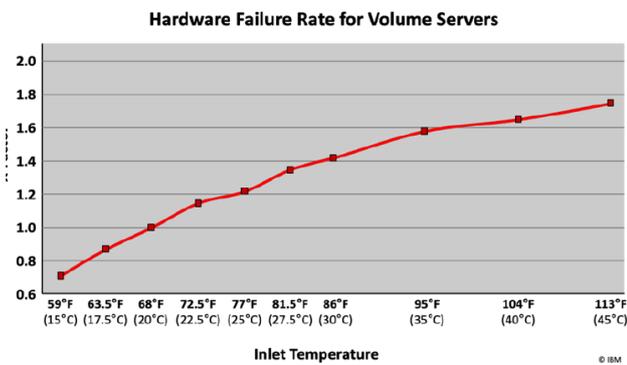
발열의 문제점

이렇게 전력 소모량과 집적도가 커질 경우 반도체 및 랙의 온도가 증가하면서 성능이 저하되며, 과도한 열은 결국 부품의 물리적 변형을 야기하여 수명을 단축시킨다. 뿐만 아니라 열을 식히고자 팬이 회전하게 되는데, 온도가 높아질수록 팬의 회전 속도가 빨라지고 그 결과 더 많은 전력을 소모하게 된다.

차세대 기술로 주목 받고 있는 수랭식 냉각

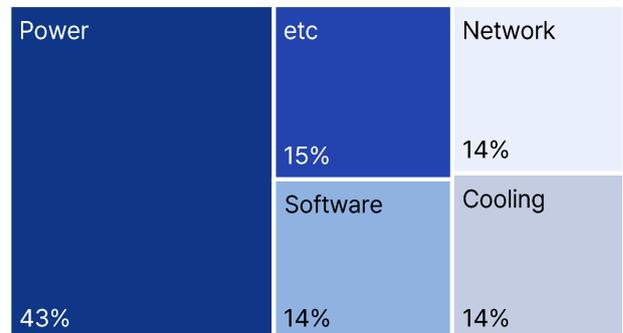
최근 전력 스펀지가 대두되는 만큼, 데이터센터의 PUE가 주목받고 있다. PUE란 데이터센터의 전력 효율 지표로, 해당 수치가 낮을수록 전력 효율이 좋다는 것을 의미한다. 그러나 기존 냉각 방식인 공랭식 솔루션만으로는 늘어나는 발열과 그에 따른 추가적인 전력 소모를 감당할 수 없게 되면서 PUE를 낮출 수 없게 되자, 수랭식 솔루션이 차세대 냉각기술로 주목받고 있다.

그림 1-23. 반도체 온도에 따른 고장률



자료: ASHRAE, CMRC 1팀

그림 1-24. 데이터센터 주요 고장 원인



▶ 냉각 장치 고장은 여타 부문 고장에 영향을 끼침

자료: Uptime Institute, CMRC 1팀

그림 1-25. PUE 스펙트럼



자료: 대신증권, CMRC 1팀

공랭식 솔루션의 한계

공랭식 솔루션란 외부공기나 냉각된 공기를 이용해 데이터센터의 온도를 낮추는 전통적인 방식으로, 냉기 통로와 열기 통로를 구분하여 서로 다른 온도의 공기가 섞이지 않게 하여 열기를 빼고 냉기로 데이터센터 내 온도를 낮춘다. 초기 건축 비용과 난도가 낮다는 장점이 있으나, 최근 AI 컴퓨팅으로 인해 랙당 전력 밀도가 점점 높아지면서, 공랭식 솔루션을 통한 데이터센터 냉각은 한계를 맞이했다.

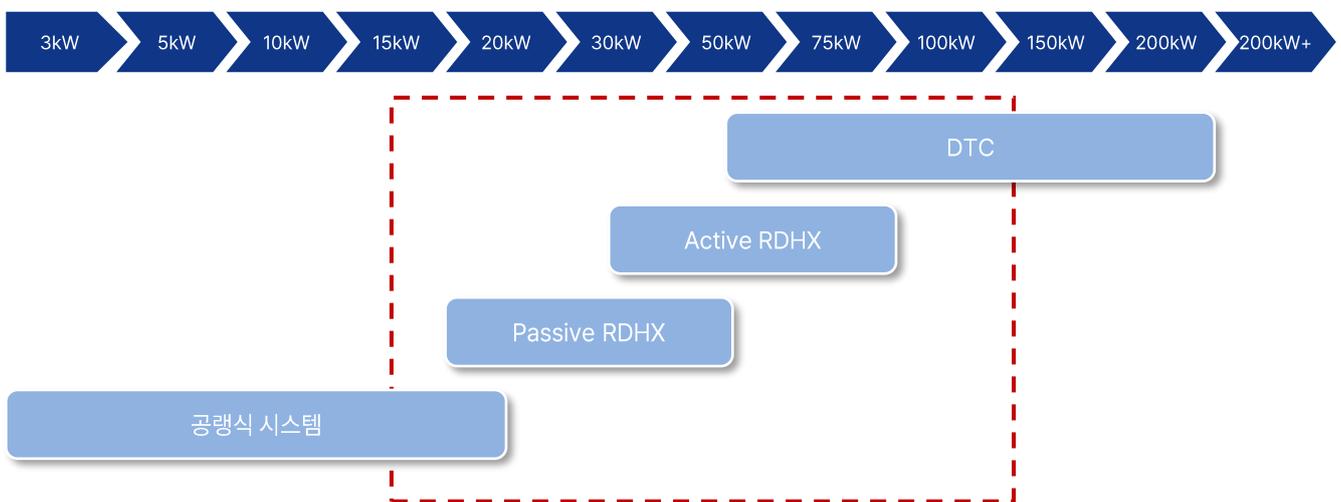
지속적 성장이 예상되는 수랭식 솔루션

이러한 트렌드를 반영하여 '24년 Uptime Institute에 따르면 전체 응답자의 22%가 시설 내에 수랭식을 사용하며, 61%는 향후 도입할 예정이라고 답하였다. 수랭식을 사용하고 있다고 답한 응답자 중 약 절반은 수랭식을 적용한 서버 랙이 10% 미만이라 답한 것으로 보았을 때, 수랭식의 침투율은 아직 낮으며 앞으로 적용 비율이 늘어날 것임을 알 수 있다. Trendforce에 따르면, '23년에는 6%에 불과했던 수랭식의 침투율이 '26년에는 40%로 늘어날 것으로 전망되고 있다.

수랭식 솔루션의 구분

수랭식 솔루션은 단계별로 1) RDHX 2) DTC 3) 액침 냉각으로 나눌 수 있으며, 전력 밀도가 높을 수록 더 높은 수준의 냉각 단계를 요구한다. 본격적인 상용화 단계에서 가장 최첨단의 수랭식 솔루션은 DTC로, GTC에서 신규 칩들의 냉각 방식으로 선정된 만큼 현재 업계 표준이라 할 수 있다.

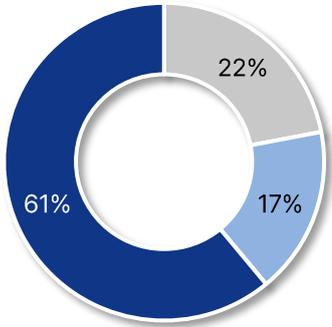
그림 1-26. 랙 전력밀도 상승에 따른 수랭식으로의 전환



자료: 동사, CMRC 1팀

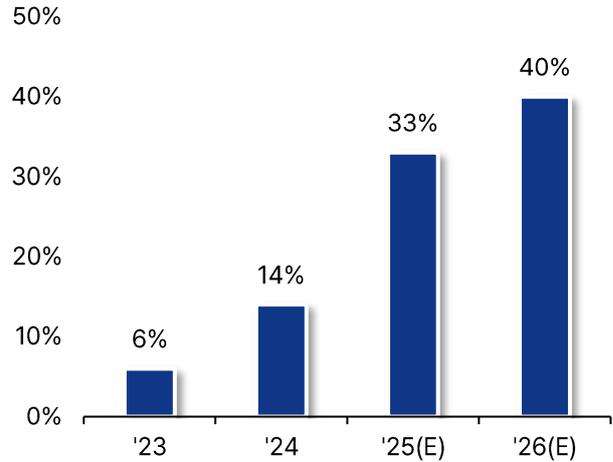
그림 1-27. 수랭식 사용 의향*

■ 현재 사용 중 ■ 사용 의향 無 ■ 사용 의향 有



자료: Uptime Institute, CMRC 1팀
*2024년 기준

그림 1-28. 데이터센터 수랭식 솔루션 사용 전망



자료: Trendforce, CMRC 1팀

그림 1-29. 랙 전력밀도 상승에 따른 수랭식으로의 전환

종류	특징	전력 밀도	장단점	예시
RDHX	<ul style="list-style-type: none"> 기존 공랭식과 유사 서버 랙 후면에 냉각코일 부착 	40kW~60kW	<ul style="list-style-type: none"> 모듈식 설계 운영 중단 없이 설치 가능 	
DTC	<ul style="list-style-type: none"> 칩에 Cold Plate 설치 후 냉각수를 공급하여 열 흡수 가장 널리 사용 	60kW~120kW	<ul style="list-style-type: none"> 가장 우수한 냉각 효율 낮은 누수 위험 높은 유지보수 난도 	
액침 냉각	<ul style="list-style-type: none"> 서버 전체를 비전도성 유체에 담가 열 흡수 상용화 추진 단계 	120kW 이상	<ul style="list-style-type: none"> 별도의 공기 통로 불필요 가장 많은 열 흡수 가능 누출 위험 	

자료: 동사, CMRC 1팀

1.4. AI Boom과 Vertiv Holdings

빅테크들의 공격적인 AI CAPEX 투자

폭발적인 AI 수요와 고성능 컴퓨팅의 필요성은 필연적으로 데이터센터의 구조적 증설로 귀결된다. 일각의 AI 버블 우려에도 불구하고, 주요 테크 기업들의 공격적인 CAPEX는 마치 군비 경쟁을 방불케 한다.

데이터센터 증설에 따른 낙수효과

우열을 예측하기 힘든 상황 속에서, 산업의 성장에 따른 확실한 낙수 효과를 누릴 기업을 선별하는 것이 중요하다. 이에 본 보고서는 랙 전력 밀도 상승과 수랭식 솔루션으로의 패러다임 전환 국면 속에서, 선도적인 입지를 점하고 있는 Vertiv Holdings가 가장 큰 수혜를 입으며 견고한 성장을 이어갈 것으로 전망한다.

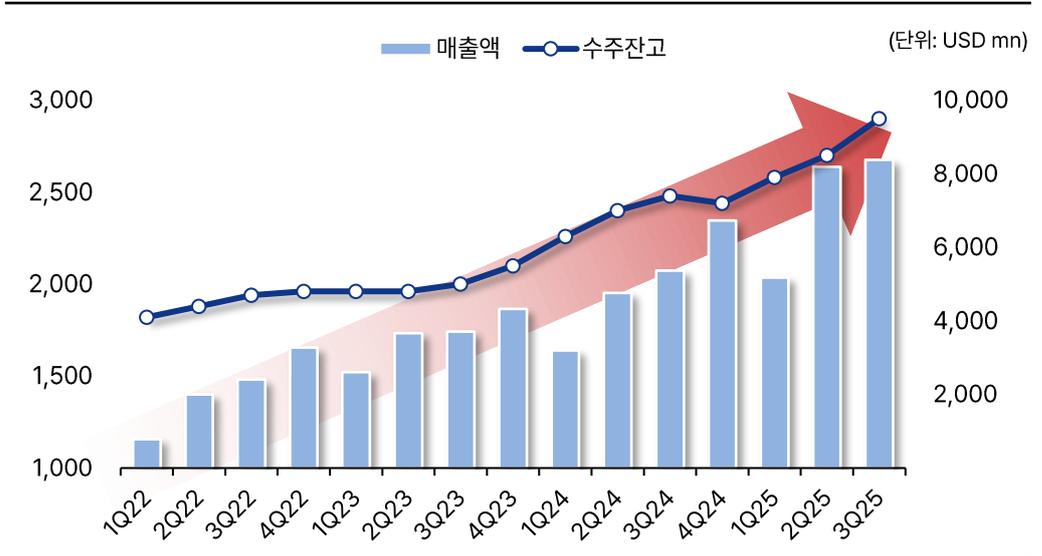
2. 기업 개요

2.1. AI 골드러쉬의 곡괭이, Vertiv

데이터센터 인프라의 선두 주자

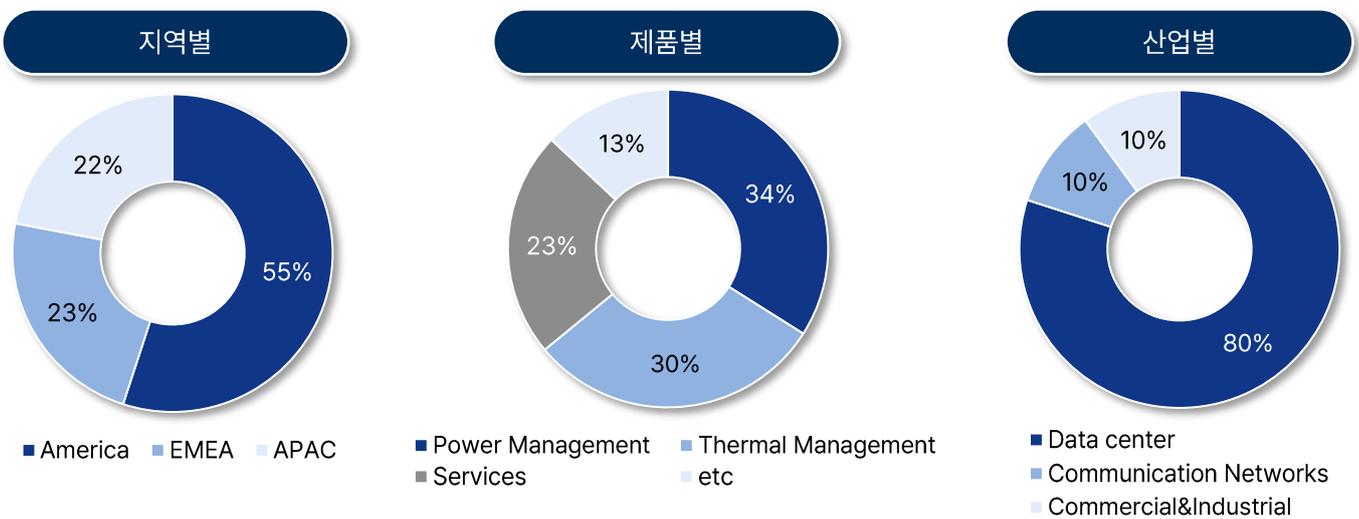
동사는 데이터센터 · 통신 · 산업용 전력 인프라를 대상으로 전력관리 및 냉각 솔루션을 제공하는 글로벌 인프라 제조업체이다. 동사는 50년 이상 미션 크리티컬 인프라 분야에서 선두 지위를 유지하고 있으며, AI 및 HPC 확산에 따른 데이터센터 투자 증가와 함께 구조적 성장세를 이어가고 있다. 전체 매출의 약 80%가 데이터센터 부문에서 발생하고 있으며, 연구 및 제품 개발 역량을 데이터센터의 수요에 집중함으로써 향후 지속될 산업의 성장세를 직접적으로 흡수할 수 있다.

그림 2-1. 동사의 외형 성장



자료: 동사, CMRC 1팀

그림 2-2. 동사의 부문별 매출 비중

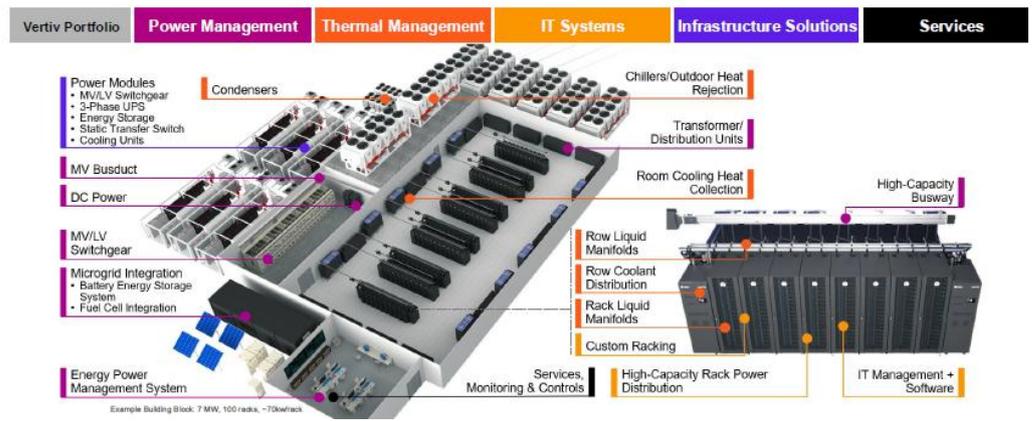


자료: 동사, CMRC 1팀

E2E, 차별화된 냉각

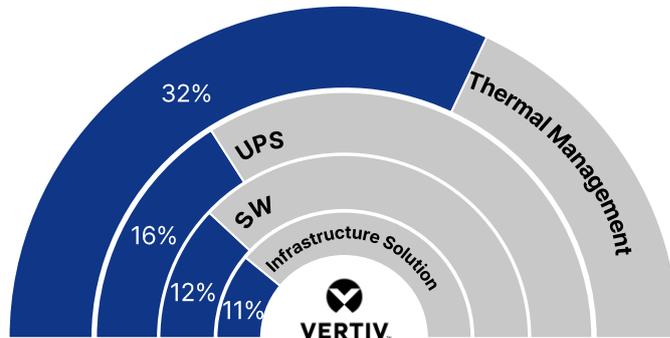
동사는 전력관리, 냉각 시스템, 인프라 소프트웨어, 유지보수 서비스를 아우르는 E2E(End to End) 포트폴리오를 보유해 설계부터 운영까지 인프라의 전 주기를 단일 벤더로 지원한다. 전력 제약이 심화되고 데이터센터 구축 속도가 핵심 경쟁력으로 부상한 현 시점에서, 동사의 통합 제공 역량은 고객사의 시간과 비용 부담을 효과적으로 완화한다. 특히 냉각 부문에 있어, 동사는 가장 진보된 기술력을 보유하고 있는 동시에 모든 단계의 공랭/수랭 솔루션을 지원하고 있다. 이에 동사는 시장에서 약 32%의 점유율을 확보하며 글로벌 리더십을 유지하고 있다.

그림 2-3. 동사의 제품 포트폴리오



자료: 동사, CMRC 1팀

그림 2-4. 동사의 제품별 시장점유율

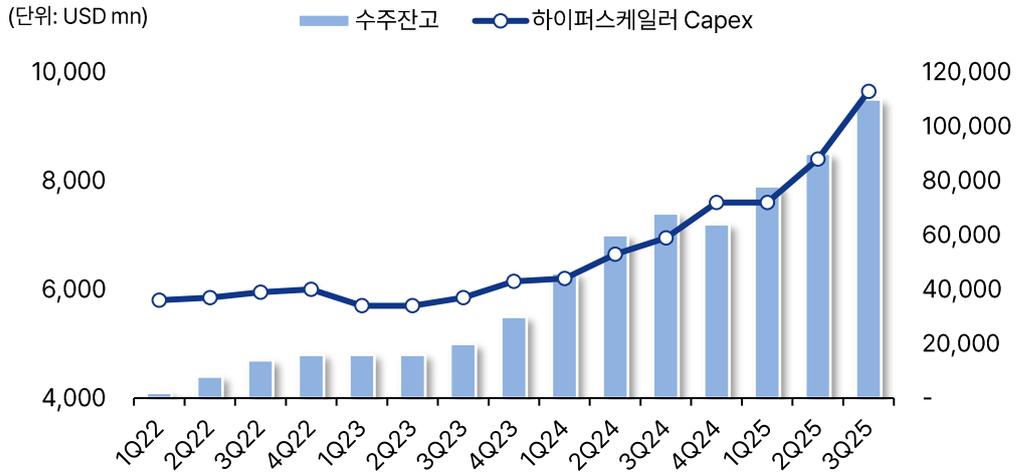


자료: 동사, CMRC 1팀

끊임없는 제품의 수요

이러한 경쟁력을 바탕으로 동사 제품의 주문량과 수주잔고는 지속적으로 확대되고 있다. 제품의 수요 강도를 나타내는 Book to Bill 역시 1.4x를 기록하며 동사 제품의 높은 수요 파워를 입증하였다. 견조한 수요 환경 속에서 동사는 가격 우위를 유지하며 파이프라인을 점차 넓혀가면서 양질의 실적 확보하고 있는 중이다.

그림 2-5. 고객사의 자본지출과 동사의 수주잔고

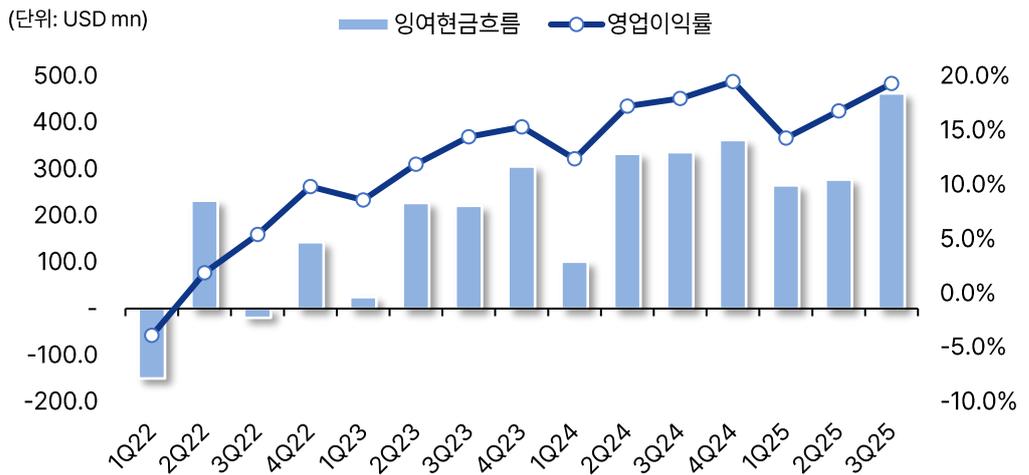


자료: 동사, Azure Estimate, CMRC 1팀

운영 효율 개선과 현금흐름 확대

또한 동사는 운영 효율 개선과 비용 관리 강화를 통해 영업이익률을 지속적으로 높여오고 있는데, '22년 초 마이너스였던 영업이익률이 현재 19.3%까지 개선되었다. 동사의 경영진은 '29년까지 조정 영업이익률 25% 이상을 달성하겠다는 목표를 제시하며 강한 운영 레버리지에 대한 자신감을 내비쳤다. 잉여현금흐름 역시 본격적인 데이터센터 증설이 시작되었던 '23년 이후 안정기에 돌입하였으며, 분기별로 차이는 있지만 점차 증가 중이다. 이는 AI 관련 기업의 실적 버블에 대한 의구심을 불식시키는 것이며, 동사가 AI 골드러쉬의 곡괭이 역할을 수행하는 핵심 인프라 업체로서의 지위를 더욱 공고히 하는 요인이 된다.

그림 2-6. 동사의 영업이익률과 잉여현금흐름

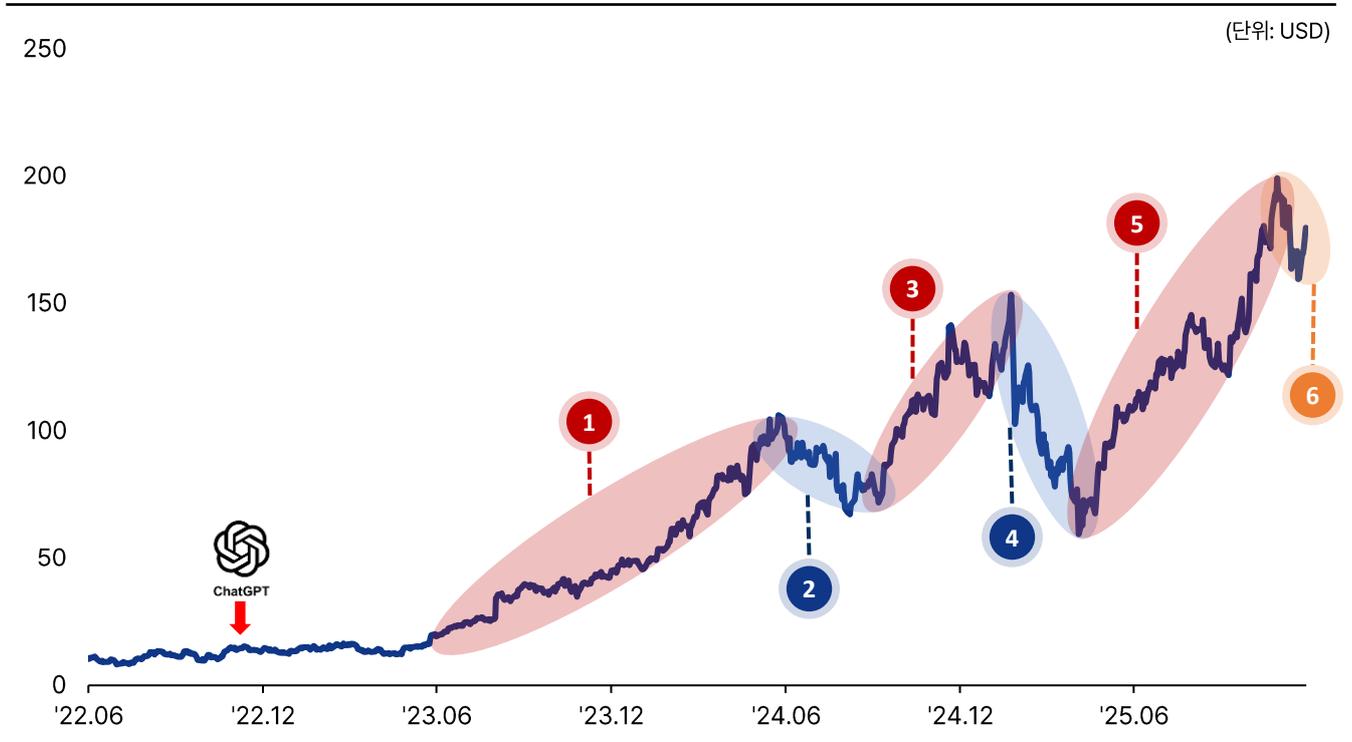


자료: 동사, CMRC 1팀

AI 워크로드 확대로 전력 및 냉각 설비의 수요가 더욱 커지는 가운데, 제번스의 역설과 스케일링 법칙에 따라 데이터센터 증설은 장기적으로 지속될 전망이다. 동사는 이러한 인프라 확장의 필수 구성요소를 공급함으로써 AI 사이클의 핵심 수혜 기업으로 평가된다.

2.2. 주가 추이 분석

그림 2-7. 주가 추이



자료: Vertiv, CMRC 1팀

'23.06~'24.05

1. 주가 상승기

ChatGPT 출시 이후 AI 수요가 폭발적으로 확대되며 데이터센터 투자가 본격화된 시기이다. 동사는 AI 인프라 핵심 공급업체로 부각되었고, 강한 매출 성장과 마진 레버리지 효과로 시장 기대치를 크게 상회하였다. 주당순이익은 가이던스 대비 58% 상회, 매출은 전년 대비 23% 증가하며 외형이 성장이 두드러지게 나타났다. 이에 BofA는 투자의견을 상향하며 동사를 "The Real AI Darling"으로 평가하기도 하였다. GPU 중심의 투자에서 벗어나 냉각·전력 등 데이터센터 인프라 전반에 대한 수요가 부각되면서, 동사는 AI의 주된 냉각 플레이어로서 공격적인 밸류에이션을 받았고, 해당 기간 동안 엔비디아보다 높은 주가수익률을 기록하였다.

'24.06~'24.08

2. 주가 하락기

AI 관련 기술주 전반이 단기간 급등에 따른 밸류에이션 부담으로 조정 국면에 진입하였다. 동사 역시 빠르게 상승된 PER에 대한 조정을 피하지 못하였다. 2Q24 실적은 매출·순이익 모두 가이던스를 상회했으나, 상회 폭은 축소되었고 일부 대형 주문이 분기 간 지연되며 신규 주문량이 둔화되었다. 실적 자체는 견조했으나, 단기 과열에 대한 숨고르기 구간으로 해석된다.

3. 주가 상승기

'24.09~'25.01

동사는 지속적으로 가이던스를 상회하는 실적을 발표하며 강한 펀더멘털을 재확인하였다. 제품 포트폴리오 확대, 강력한 파트너십 기반 강화, 인수 확대를 통해 수익성을 확대하며 AI 데이터센터 인프라 제조업체 중 선도적 위치를 공고히 하였다. 4Q24에는 배당을 증액하며 현금흐름에 대한 자신감을 보여주었고, 해당 기간 주가는 실적 모멘텀을 기반으로 재차 상승세를 이어갔다.

4. 주가 하락기

'25.02~'22.03

동사는 AI 인프라 대표 종목으로 높은 밸류에이션을 부여 받았던 만큼, 시장 충격에 대해 더 민감하게 반응하였다. DeepSeek 쇼크로 AI 관련 기술주 전반이 급락하였고, 동사 역시 하루 만에 최고가 대비 -25% 하락하며 높은 변동성을 보였다. 더불어 동사는 철·구리·알루미늄 등 다양한 원자재의 의존도가 높아, 3월부터 이어진 관세 이슈가 직접적인 비용 부담 요인으로 작용하였다. AI 테마의 약세와 원가 압력 우려가 복합적으로 반영되며 주가는 조정 구간에 진입하였다.

5. 주가 상승기

'25.04~'24.10

단기 충격 이후 밸류에이션 매력이 부각되며 주가는 리바운드 국면에 진입하였다. 글로벌 AI 데이터센터들의 견조한 수요를 바탕으로 연속적인 어닝 서프라이즈와 가이던스 상향이 이어졌고, 현금흐름은 전년 대비 두 배 이상 확대되며 동사의 굳건한 펀더멘털을 입증하였다. 7월 AWS, 9월 Microsoft가 자체 냉각 솔루션을 발표하며 시장은 동사의 점유율 잠식을 우려하였지만, 이후 과도한 노이즈로 판단되며 주가는 다시 회복세로 전환되었다.

6.

'24.11~현재

Nvidia 및 주요 하이퍼스케일러들이 기록적인 실적을 발표했음에도 불구하고, 시장은 빅테크의 순환출자 이슈와 과도한 CAPEX 부담을 우려하며 전반적으로 약세를 보였다. 동사 역시 강한 실적에도 불구하고 투자자들의 차익 실현, 높은 눈높이, 신규 모멘텀 부재 등으로 주가 반등이 제한되었다. 금리 인하 시점이 불투명해지며 시장 전반의 불확실성이 확대된 가운데, 동사 주가도 방향성을 탐색하는 구간에 머물러 있다.

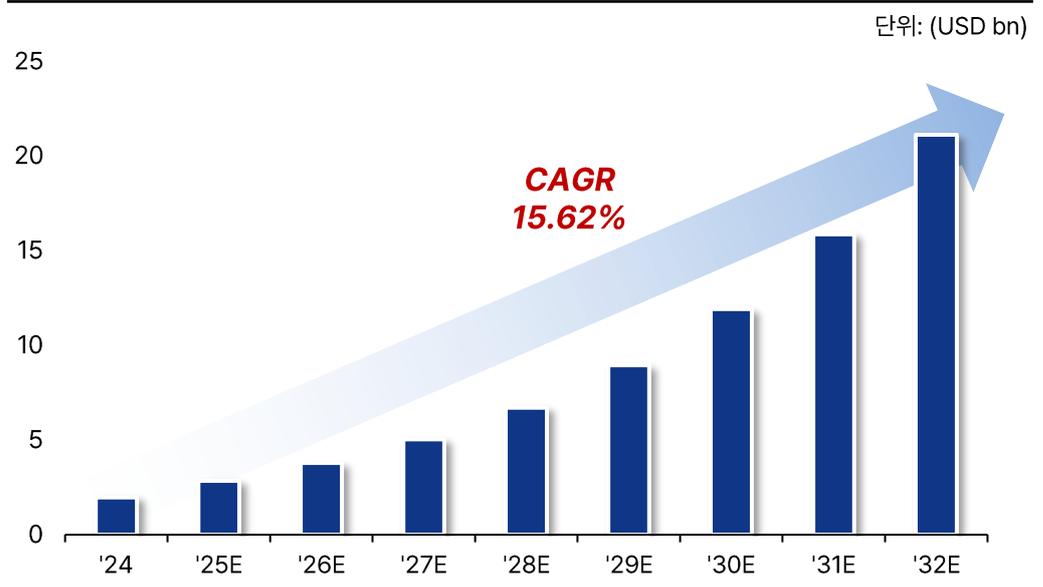
3. 투자포인트

3.1. 수랭식 침투율 증가로 인한 수혜 본격화

수랭식 시스템 시장
성장에 따른 수혜를
받을 동사

데이터센터 수랭식 솔루션의 시장 규모는 '25년 28억 달러에서 '32년까지 연평균 33.2%로 성장해 약 211억 달러에 육박할 것으로 전망된다. 동사는 글로벌 데이터센터 냉각 시스템 시장에서 약 32%의 점유율을 차지하고 있으며, 수랭식 솔루션의 차별화된 경쟁력을 통해 급격히 성장하고 있는 시장의 수혜를 그대로 받을 것이라 예상된다.

그림 3-1. 글로벌 수랭식 솔루션 시장 규모 전망



자료: MarketsandMarkets, CMRC 1팀

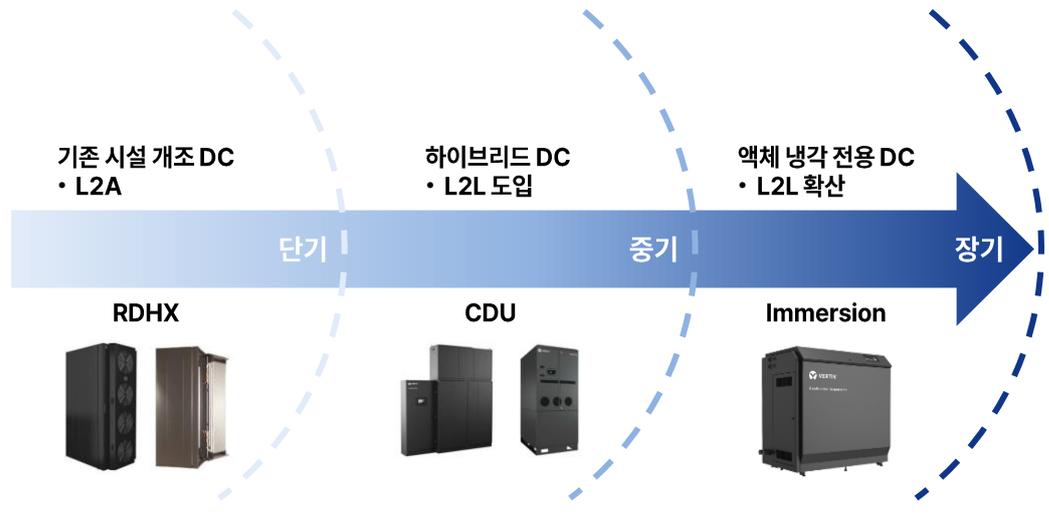
동사의 경쟁우위: 냉각
풀 라인업 포트폴리오
제공

동사의 냉각 시스템은 기존 공랭식 솔루션에 수랭 모듈을 결합하는 방식인 L2A에서 기존 시스템에 수랭식 솔루션 인프라를 통합하는 L2L까지 전 단계에 걸친 풀 라인업 포트폴리오를 제공하고 있어, 다른 경쟁사들에 비해 가장 앞서 있다고 할 수 있다.

단기적으로 수랭식의 빠른 도입과 초기 투자비 절감을 위해 L2A가 주류를 이루고, 중기엔 신규 데이터센터 가동과 함께 랙 전력 밀도의 본격적인 증가로 인해 L2L의 도입을 거치며, 장기적으로 수랭식 시스템이 효율성과 안정성 측면에서 우위를 점하여 AI 데이터센터에 L2L이 정착될 전망이다.

이에 동사는 공랭·수랭을 모두 아우르는 광범위한 냉각 포트폴리오를 통해 고객의 모든 전환 주기의 수요를 단계별로 충족할 수 있는 구조를 갖추고 있는 것이다.

그림 3-2. 수랭 시스템 단계와 동사의 제품군



자료: 동사, CMRC 1팀

동사의 경쟁우위 2: 수랭식 냉각 인프라 풀스택 제공

또한 동사는 **제품 공급을 넘어 수랭식 운영에 필요한 핵심 인프라를 포괄적으로 제공하고 있다.** 데이터센터가 어떤 방식의 수랭식 솔루션을 적용하든, 유체 기반 냉각과 설비 회로와 2차 회로 간 열 전달을 가능케 하는 전용 유체 냉각 루프를 구축해야 하는데, 이를 위해선 수랭식 솔루션에 특화된 인프라가 필수적이다. 정교한 수랭 인프라가 있어야 유체의 온도를 정밀하게 제어할 수 있고, HPC에서 발생하는 급작스러운 부하 증가에 기민하게 대응할 수 있다. 또한 유체 부피를 최소화해 누출 시 영향을 줄이고, 인프라 압력으로 인한 위험을 완화할 수 있다.

수랭 인프라의 핵심 구성요소는 랙 기반 냉각 시스템을 포함해 냉각수 분배 장치(CDU), 열 제거 시스템, 배관 및 연결장치, 유체 관리 및 모니터링 시스템 등으로 구성된다. 동사는 L2A~L2L 단계의 수랭식 솔루션뿐만 아니라 관련 인프라 전반을 단일 벤더로 제공함으로써 완전한 통합 냉각 아키텍처를 구현하고 있다. 이에 따라 고객사는 초기 설계부터 운영, 확장까지 일관된 생태계를 구축할 수 있으며, 이는 자연스럽게 높은 Lock-in 효과로 이어진다.

그림 3-3. 동사의 수랭식 솔루션 인프라



자료: 동사

**공랭식 냉각에 편중된
포트폴리오를 가지고
있는 동사의 경쟁사들**

경쟁사 비교를 통해 동사의 구체적인 우위를 명확히 확인할 수 있다.

Eaton은 전통적 산업용 장비 공급업체로, '21년 "Tripp Lite" 인수를 통해 데이터센터 냉각 분야에 진출하였다. 다만 제품 포트폴리오는 휴대용 에어컨, 랙 기반 에어컨, 인 로우 에어컨 등 공랭식 솔루션에 초점이 맞춰져 있으며, 북미 지역에서 하이퍼스케일러나 인터넷 기업이 요구하는 대규모 냉각 설비는 생산하지 않는다. '25년 11월 액체 냉각 기술 회사인 "Boyd"를 인수해 사업을 확장하고 있고, 이제 수랭 시장 진입한 초기 단계로 평가된다.

전통적 산업장비 업체인 **Schneider Electric** 역시 공랭식 솔루션이 주류를 이루고 있다. 랙, 로우, 이동식 에어컨 등의 공랭식 솔루션을 판매 중이며, '24년도 4분기에 팬월이나 공정 냉각기를 북미 시장 판매를 시작하였다. '25년 9월, AI 데이터센터를 위한 수랭식 솔루션을 공개했으나, 제품의 제공 범위는 여전히 CDU와 RDHX의 단계에 머물러 있는 수준이다.

Stulz도 공랭식 중심의 포트폴리오를 보유하고 있다. "High Density Rack Solution"의 범주에서도 공랭식 시스템을 제공하고 있으며, 수랭 부문에서는 공랭/수랭 하이브리드 냉각 방식과 수랭식 솔루션 구현에 필요한 서버룸, CDU를 제공해 완전한 형태의 수랭식 솔루션을 제공한다고 보기는 어렵다.

이처럼 주요 전통 제조업체들은 여전히 AI 데이터센터에 적합하지 않은 공랭식 시스템에 집중하고 있으며, 수랭식 제품군도 RDHX나 CDU 등 공랭/수랭의 전환기의 수요 대응 수준에 머무르고 있다.

그림 3-4. 경쟁사의 주요 제품

Eaton		Schneider Electric		Stulz	
					
공랭 시스템	휴대용 에어컨	In-Rack CDU	RDHX	공랭/수랭 브릿지	CDU

자료: 각 사, CMRC 1팀

**동사의 경쟁우위 3:
액침 냉각까지 제공할
수 있는 기술력**

반면 동사는 수랭식 솔루션의 전단계를 아우르는 포트폴리오를 보유하고 있으며, 특히 **가장 높은 열 부하를 흡수할 수 있는 액침 냉각까지 제공하고 있다.** 이를 통해 최대 240kW에 이르는 랙 밀도를 지원하며, 단상/이중상, 독립/분리형, 냉수/온수 등의 다양한 구현 옵션을 제공한다.

그림 3-5. 동사의 액침 냉각 시스템

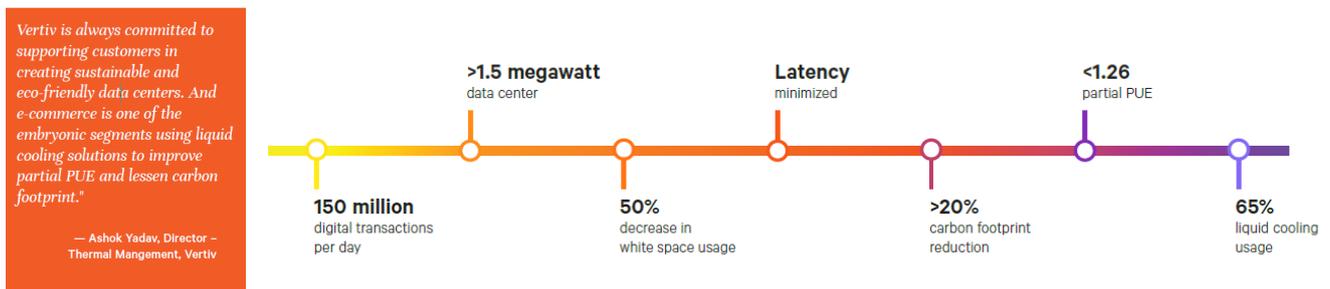


자료: 동사

**액침 냉각의 상용화를
주도하는 동사**

동사는 실제 적용 사례를 통해 액침 냉각 기술 실효성에 대한 의문을 타파한다. 인도 뭄바이에 1.5MW 규모의 데이터센터를 둔 한 대형 핀테크 기업은 쇼핑 피크 시즌에 발생하는 서버 스로틀링과 레이턴시 증가 문제를 해결하기 위해, 랙 밀도를 올림과 동시에 동사의 액침 냉각 시스템을 적용하였다. 이를 통해 추가적인 데이터센터의 증설 없이 서버 성능을 높일 수 있었으며, 기존 PUE 1.6에서 1.25 미만으로 개선, 탄소배출량은 20.5% 감축하는 등의 성과를 거두었다. 이외에도 동사에 따르면 클라우드/코로케이션에서 이미 MW 단위의 액침 냉각 시스템의 배치가 진행 중이다.

그림 3-6. 동사 액침 냉각 시스템의 성과



자료: 동사

**수랭 솔루션의
절대강자인 동사**

현재 전통 인프라 벤더 중 해당 기술을 보유한 기업은 없으며, Submer, Asperitas와 같은 전문 액침 냉각 기업들이 주로 영위하고 있다. 이 가운데 **수랭 솔루션의 전 단계를 아우르며 액침 냉각 기술까지 보유한 기업은 동사가 유일하다.** 이는 동사가 단기적인 수요뿐만 아니라 차세대 냉각 기술의 확산까지 선제적으로 대비하고 있는 것이며, 향후에도 냉각 솔루션 분야에서 지속적인 리더십을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

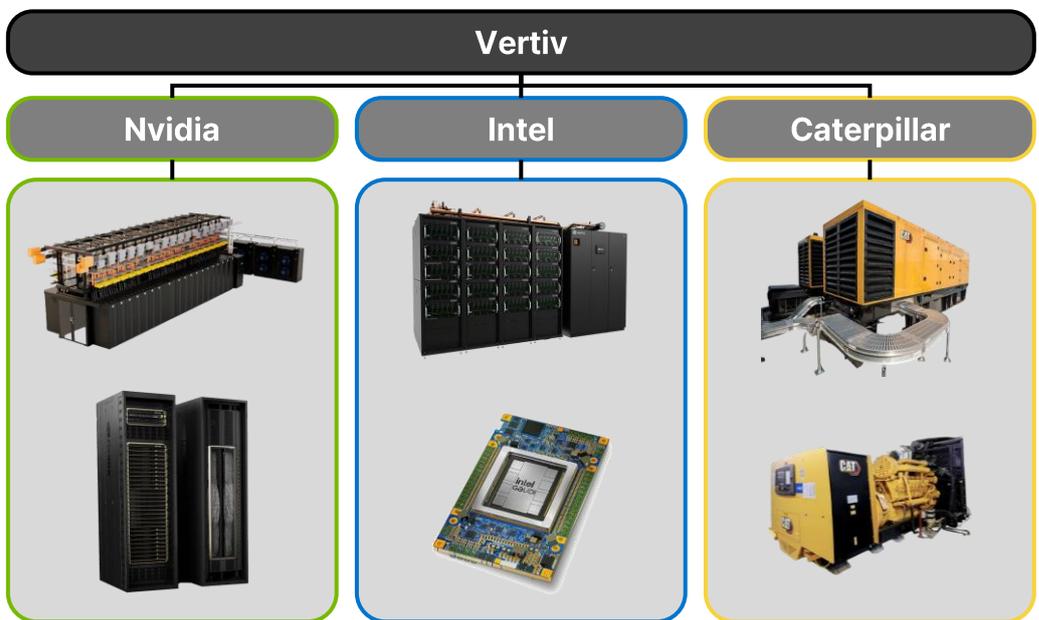
글로벌 파트너사와의 협업 기반 냉각 기술력 입증

동사는 이러한 기술적 우위를 내세워 데이터센터 밸류체인에 속한 여러 기업들과의 파트너십을 지속적으로 확대하고 있다. 대표적으로 Nvidia와의 협업이 있는데, '23년부터 파트너십을 이어나가 DTC와 액침 냉각을 결합한 차세대 냉각 솔루션을 공동 개발 중이다. '24년엔 Nvidia Partner Network(NPN)의 솔루션 어드바이저로 선정돼 GB200 NVL72 시스템 내 액체 냉각 솔루션 구축을 전담하였다. '26년 하반기에 출시 예정인 Rubin Ultra가 탑재될 800VDC 아키텍처의 설계에도 동참하여, 동사의 전력 배분과 냉각 기술이 적용될 예정이다. 동사는 **Nvidia와의 긴밀한 파트너십을 통해 진화하고 있는 AI 데이터센터 환경의 최전선에서 기술 경쟁력을 선제적으로 확보하고 있다.**

또한 기존 데이터센터가 랙을 자체적으로 설계하던 방식에서 벗어나, 현재는 수율 향상과 양산 리드타임 축소를 위해 Nvidia의 표준화된 랙 트레이를 도입하는 방식이 확산되고 있다. 이 과정에서 Nvidia와 전략적 파트너십을 구축한 동사는 표준 랙 수요 증가가 그대로 냉각 시스템의 수익으로 이어지는 직접적인 수혜를 입을 것이다.

이외에도 동사는 Intel의 AI 가속기 플랫폼에 냉각 시스템을 적용하고, Caterpillar와의 기술 공유를 통해 전력·냉각 아키텍처를 배포하는 등 데이터센터 밸류체인의 전반에서 폭넓은 파트너십을 구축하고 있다.

그림 3-7. 동사의 파트너십 프로그램



자료: 각 사, CMRC 1팀

3.2. End-to-End Solution을 통한 Lock-In 효과

동사의 E2E 솔루션

최근에는 데이터센터 인프라 구축 시 End-to-End Solution(이하 E2E)을 통하여 효율성 및 안전성을 확보하는 것이 주요 트렌드로 자리잡았다. E2E란, 기업이 제품의 설계·원자재 조달·생산 계획·제조·서비스 제공·최종 납품까지의 모든 과정을 직접 전담하는 것을 의미한다.

Peer Group 대비 동사의 차별점

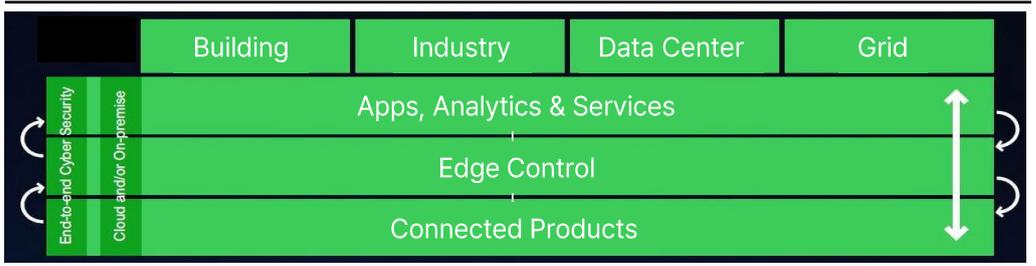
뛰어난 최첨단 수랭식 솔루션을 포함한 E2E는 동사의 경쟁력이다. 동사는 냉각 포트폴리오를 가지고 있기 때문에 전력 부문 사업이 중점인 Eaton과 Huawei 등보다 포트폴리오의 폭이 넓다. 또한 Schneider Electric은 모듈형 데이터센터 및 액체 냉각 사업을 영위한다는 점에서는 동사와 유사하지만, 범산업형 E2E를 제공한다. 반면 동사는 데이터센터를 전문으로 한 E2E 시스템을 구축하기 때문에 동사의 전문성이 더욱 뛰어나다.

그림 3-8. 동사의 데이터센터 인프라 E2E 솔루션



자료: 동사, CMRC 1팀

그림 3-9. Schneider Electric의 범산업용 E2E

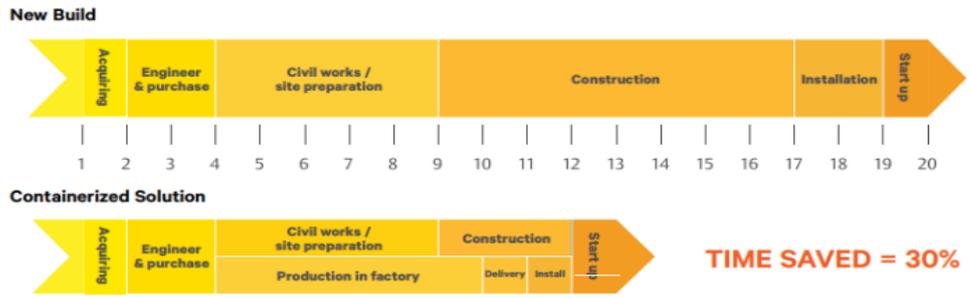


자료: Schneider Electric, CMRC 1팀

리드타임 최소화와 모듈형 데이터 센터

동사는 모듈형을 통해 데이터센터 건설의 리드타임을 최소화하며, 부품의 사전 조립 및 테스트를 거쳐 데이터센터 구축 시간을 30% 단축하였다. 모듈형 데이터센터는 표준화된 설계로 구성품들을 블록화하고, 데이터센터의 IT 부하 요구에 맞게 적정 규모로 용량을 조정하는 것이 가능하다는 특징이 있다. 따라서 데이터센터의 구축 절차를 간소화하고 시간을 단축하여, 공급 계약에 비해 납기가 지나치게 지연되는 병목현상을 해결한다.

그림 3-10. 동사 모듈형 데이터센터의 시간 단축



자료: 동사

그림 3-11. 동사의 모듈형 데이터센터 모델



자료: 동사

Vertiv 360 AI Solution

동사는 모듈형 요소를 포함한 E2E 패키지를 고안하여, 고객이 자체적으로 설치 및 운영할 수 있는 Vertiv 360 AI Solution을 제공한다. 이는 AI 고밀도 데이터센터의 조건에 맞는 전력, 냉각, 랙, 디지털 운영, 서비스를 하나로 통합한 것으로, 데이터센터 설계 단계가 단축되기 때문에 데이터센터 건축 시간이 최대 50% 단축된다.

동사는 전력과 냉각 인프라만이 아닌 운영관리를 포함한 전체 스택을 제공한다. 고객 요청 시, 동사는 범위 내에서 예산을 조정하고, 공간을 효과적으로 관리할 수 있는 시스템을 제공한다. 또한 예비 부품을 구비하고 유지 및 보수 시스템을 제공하여 고객의 TCO를 낮춘다.

그림 3-12. Vertiv 360 AI Solution

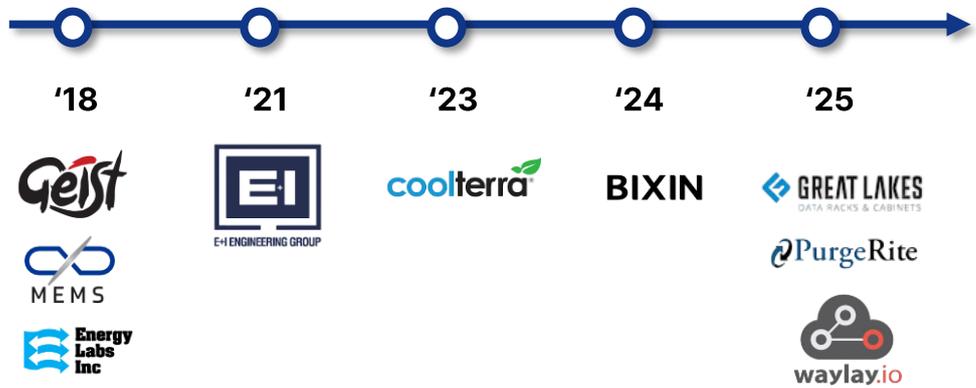


자료: 동사, CMRC 1팀

볼트온 전략을 통한 포트폴리오 강화

동사는 '20년 상장 이후 총 9건의 M&A를 진행하였고, 볼트온(Bolt-on) 전략을 활용하여 광범위한 포트폴리오를 확보하였다.

그림 3-13. 동사의 M&A 이력



자료: 각 사, CMRC 1팀

Open AI 이전과 이후 동사의 M&A

Open AI가 본격적으로 등장하기 이전, 동사는 운영 효율성 제고와 장기 성장 기반 확보를 위해 관련 역량을 보유한 기업을 인수하고자 하였다. '18년 첫 3건의 M&A를 시작으로, '21년에는 E&I Engineering과의 M&A를 진행하였다. 해당 M&A로 동사는 케이블 혼잡 문제를 해결하였으며, 데이터센터에 대규모 전력을 공급하고 관리할 수 있는 기반을 마련하였다.

Open AI가 등장한 '22년 이후, 동사는 총 5개 기업을 M&A하였다. 동사의 M&A는 액체 냉각 산업에서의 입지를 강화할 목적과 데이터센터 구축을 지원할 목적으로 나뉜다.

그림 3-14. 동사의 M&A 기업과 인수 목적

구분	연도	기업	특징	인수 목적
액체 냉각	'23	coolterra	<ul style="list-style-type: none"> DTC, CDU에 특화 2차 유체 네트워크 및 매니폴드 등 냉각 제품 제조 기술 보유 	액체 냉각 포트폴리오 강화 목적
	'24	BIXIN	<ul style="list-style-type: none"> 아시아 지역 중심 Chiller 제품에 특화 	중국 및 아시아 지역으로의 확장 목적
	'25	PurgeRite	<ul style="list-style-type: none"> 이물질 제거, 공기 및 가스 제거, 여과 등이 주요 기술 	냉각 성능 극대화 및 비용 절감 목적
데이터센터 구축	'25	waylay.io	<ul style="list-style-type: none"> AI 소프트웨어 플랫폼 분야 기업 실시간 머신러닝 학습 프로세스로 다운타임 최소화&시스템 성능 개선 	데이터센터 운영관리 품질 개선 목적
	'25	GREAT LAKES DATA RACKS & CABINETS	<ul style="list-style-type: none"> 맞춤형 랙 및 캐비닛 제조 	White Space 사업부문 강화 목적

자료: 각 사, CMRC 1팀

<p>액체 냉각 업체 M&A를 통한 기대효과</p>	<p>동사는 CoolTera 인수를 통해 DTC·CDU 등 고밀도 랙 환경에 필수적인 액체 냉각 기술을 선제적으로 확보하며 액체 냉각 포트폴리오의 경쟁력을 크게 강화하였다. 더불어 Bixin Energy Technology 인수를 통해 아시아 시장에서의 입지를 넓히고, 해당 지역의 데이터 센터 냉각 수요 확대에 대응할 수 있는 교두보를 마련하였다. 또한 Purge Rite Intermediate 인수로 여과·이물질 제거 기술 확보를 통해 냉각 솔루션의 내구성을 향상하였다.</p>
<p>데이터센터 구축 업체 M&A를 통한 기대효과</p>	<p>운영 소프트웨어 측면에서도 WayLay.io 인수를 통해 실시간 분석·운영 자동화 역량을 내재화하여 데이터센터 운영관리 품질을 한 단계 끌어올렸다. 또한 Great Lakes 인수를 통해 White Space 인프라 경쟁력을 강화하며 맞춤형 랙·캐비닛 공급을 통한 인프라 소싱 단순화와 리드타임 단축을 가능하게 하였다.</p>
<p>볼트온 M&A로 데이터센터 인프라 대표 기업으로 도약</p>	<p>이와 같이 액침·수랭·운영 소프트웨어·White Space 인프라 전 영역을 아우르는 볼트온 M&A 전략은 동사의 E2E 솔루션을 질적으로 확장시키는 핵심 동력으로 작용하였다. 결과적으로 동사는 높은 전환비용과 글로벌 공급망을 기반으로 충성 고객층을 확보하게 되었으며, 이는 동사가 데이터센터 인프라 시장의 대표 기업으로 자리매김하는 데 결정적인 기반이 되었다.</p>

4. 리스크

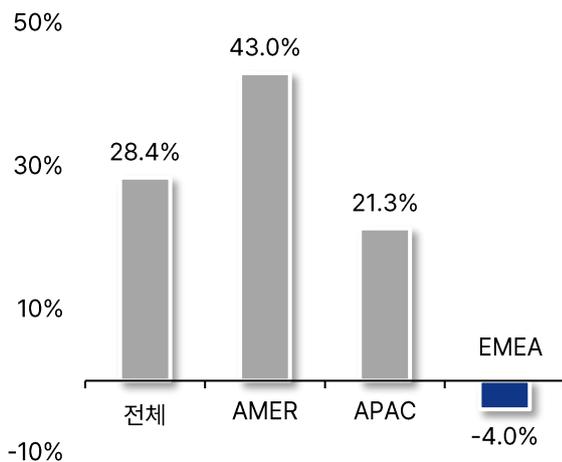
4.1. EMEA 시장 실적 둔화

동사의 3Q25 매출액은 26.7억 달러를 기록하며 견조한 성장세를 보였으나, 지역별 온도차는 뚜렷했다. 아메리카 시장과 아시아-태평양 시장이 고성장을 견인한 반면, EMEA(유럽·중동·아프리카) 시장은 전년 동기 대비 0.2% 성장에 그쳤다. 환율변동 효과를 제거한 실질적 매출은 오히려 역성장하며 성장 둔화를 드러냈다. 이러한 매출 부진에 따른 디레버리지 효과로, 해당 지역의 조정 영업이익률 역시 급락하며 전사 수익성에 하방 압력을 가했다.

EMEA 데이터센터 신규 공급 감소

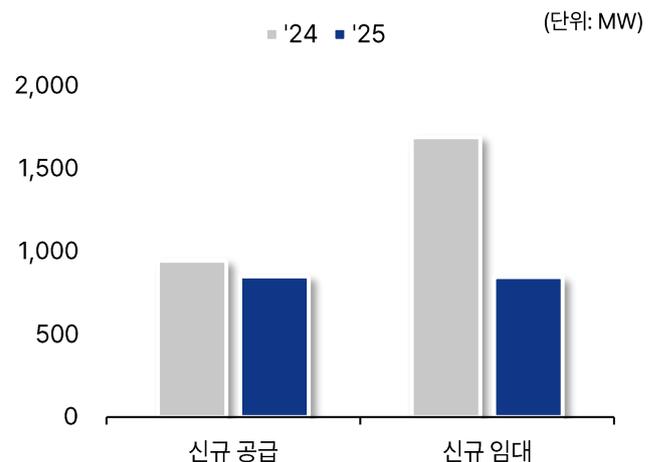
Savills에 따르면 '25년 EMEA 지역의 신규 공급된 데이터센터 용량은 850MW로 전년 대비 11% 감소했다. 공급 위축은 곧바로 신규 임대 계약 감소로 이어져, '24년의 절반 수준인 845MW만이 임대되었다.

그림 4-1. 지역별 매출액 증가율



자료: 동사, CMRC 1팀

그림 4-2. EMEA 데이터센터 시장 신규 공급과 임대



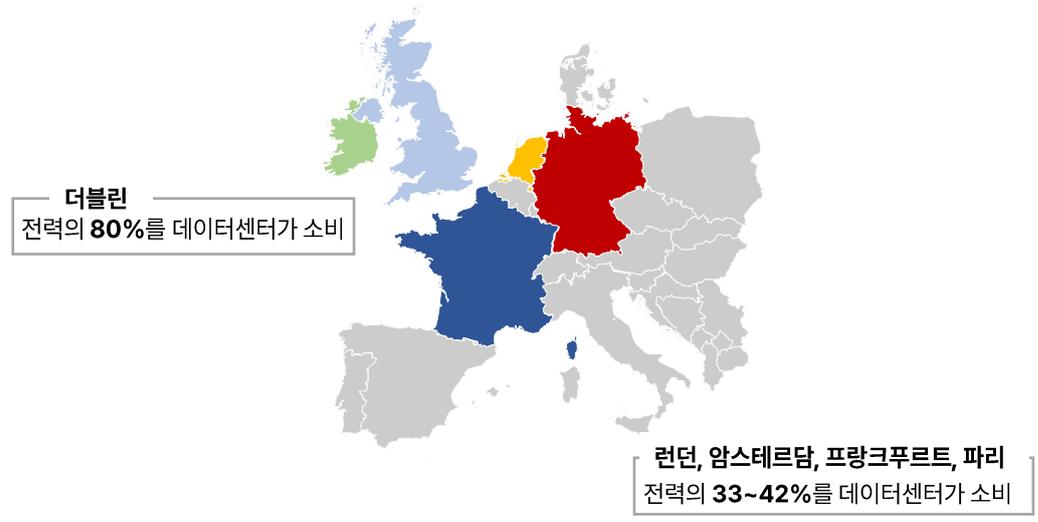
자료: Savills, CMRC 1팀

인프라 포화와 규제로 인한 데이터 센터의 공급 병목 심화

EMEA 시장 부진은 높은 지리적 편중성으로 인한 인프라 포화와 규제로 인한 공급 병목에 기인한다. 유럽의 전통적인 데이터센터 허브인 FLAP-D(프랑크푸르트, 런던, 암스테르담, 파리, 더블린)는 전력 수요 중심지와 높은 접근성으로 빠른 데이터 전송이 가능하다는 강점을 바탕으로 성장해왔으며, 현재 유럽 데이터 센터 용량의 62%가 이들 지역에 집중되어 있다.

그러나 이러한 과도한 쏠림 현상은 전력망 용량의 한계를 초래했다. 해당 지역은 급증하는 전력 수요를 감당하지 못해, 신규 데이터센터 건립 시 전력망 연결 대기 시간이 평균 7~10년, 최대 13년까지 늘어난 실정이다. 이에 더해 각국 정부가 전력난 해소를 위해 신규 데이터센터 건설 금지 및 에너지 효율 규제를 강화함에 따라, 공급 병목 현상은 더욱 심화되고 있다.

그림 4-3. FLAP-D 도시 전력 사용량 데이터센터 비중



자료: EMBER, CMRC 1팀

그림 4-4. 각국 데이터센터 관련 규제

국가	내용
아일랜드	<ul style="list-style-type: none"> 아일랜드 국영 전력회사 EirGrid는 '28년까지 더블린 지역 내 신규 데이터센터의 전력망 연결 승인 제한 발표
네덜란드	<ul style="list-style-type: none"> 전국 신규 하이퍼스케일 데이터센터(10헥타르 이상, 70MW 이상) 건설 금지 '30년까지 암스테르담 내 데이터센터 설치 및 확장 금지
독일	<ul style="list-style-type: none"> '26년 7월부터 200kW 이상의 신규 데이터센터는 PUE 1.2 이하로 운영 '28년부터는 서버에서 나온 열의 20% 이상 재사용 의무
유럽연합 (EU)	<ul style="list-style-type: none"> "에너지효율지침"을 통해 500kW 이상 데이터센터의 에너지-물 사용 정보 공개 의무화

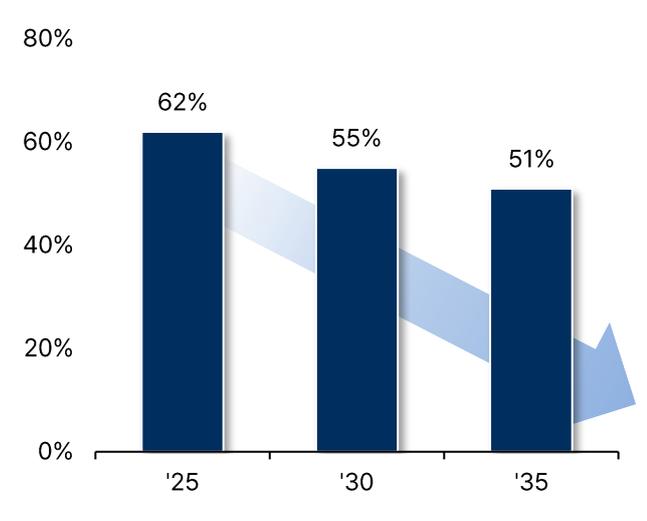
자료: EMBER, NL Times, DCD, EU, CMRC 1팀

2차 허브 및 북유럽 중심의 신규 성장 거점

이에 따라 데이터센터의 수요가 인프라 여유가 있는 FLAP-D 외 지역으로 이전되고 있다. 에너지 조사기관 EMBER는 향후 5년간 FLAP-D 외 지역의 전력 수요가 110% 성장할 것으로 전망했는데, 이는 기존 거점(FLAP-D) 예상 성장률의 두 배에 달한다.

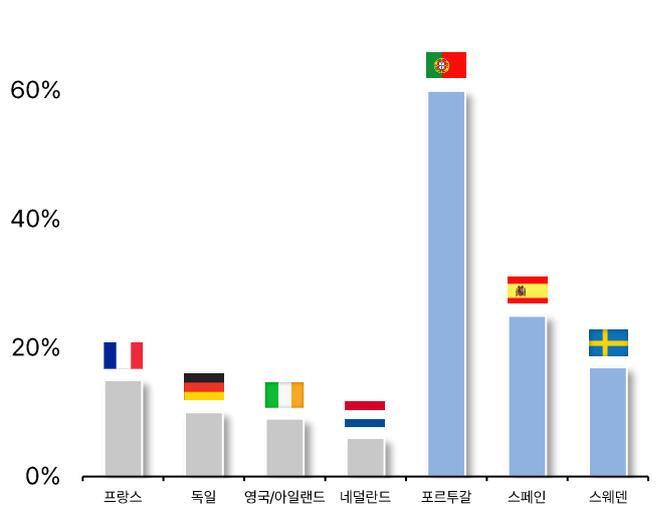
실제로 밀라노, 마드리드, 베를린, 바르샤바 등 2차 허브와 북유럽을 중심으로 한 비전통적 지역에서의 성장이 가속화되고 있다. 특히 북유럽은 유럽에서 가장 낮은 수준의 전력망 혼잡도를 가지고 있으며, 낮은 전기 요금, 저렴한 토지 가격, 낮은 기온으로 인한 냉각 비용 절감 등의 추가적인 이점을 제공해 성장성이 가장 높은 지역으로 전망된다.

그림 4-5. 유럽 시장 내 FLAP-D 점유율 전망



자료: EMBER, CMRC 1팀

그림 4-6. '25 EMEA 국가별 데이터센터 용량 증가율



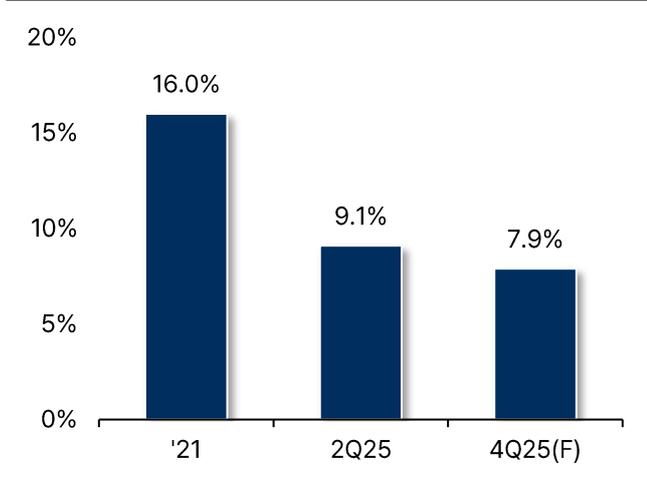
자료: Savills, CMRC 1팀

주목할 점은 이러한 신규 지역 확장이 동사에게 구조적 수혜로 이어진다는 것이다. 건설 인프라가 부족한 신흥 지역에서는 빠른 구축이 가능한 '모듈형 데이터센터' 솔루션 수요가 높는데, 이는 동사가 글로벌 시장을 주도하는 핵심 분야이기 때문이다.

데이터센터 수요는 견고

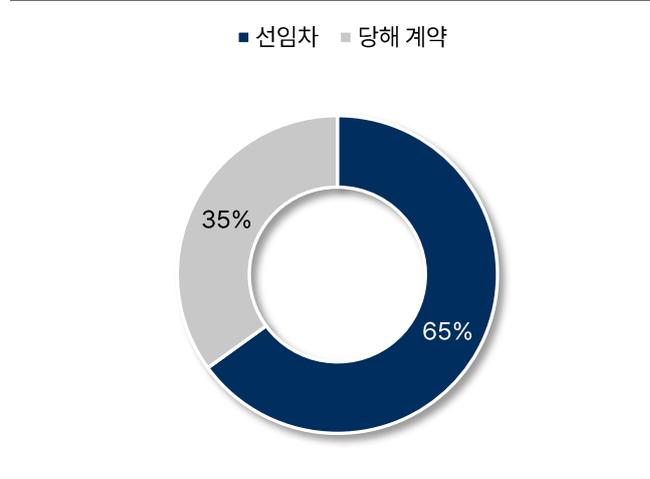
현재 시장의 축이 이동하는 과도기에 있기 때문에, 최근 실적 부진은 기존 시장 전력망 포화에 따른 일시적 병목 현상으로 풀이된다. 실제로 높은 선임차(Pre-let) 비중과 역대 최저 수준의 공실률은 현재의 타이트한 수급 여건과 향후 성장성을 강력하게 방증하고 있다. 또한 동사의 경영진은 해당 지역 성장의 둔화 우려를 일축하며, '26년 하반기부터 성장이 다시 가속화될 것임을 강조하였다.

그림 4-7. 유럽 데이터센터 공실률



자료: CBRE, CMRC 1팀

그림 4-8. 1H25 신규 임대 선임차 비율



자료: CBRE, CMRC 1팀

4.2. 하이퍼스케일러의 자체 냉각 기술 개발

빅테크의 자체 냉각 기술 발표

지난 7월 AWS의 자체적인 액체 냉각 기술 'IRHX(In-Row Heat Exchanger)' 발표 이후, 동사의 주가는 장중 10% 이상 폭락하였다. 2달 뒤에는 Microsoft가 기존 DTC방식보다 열 제거 효율이 3배 높은 차세대 칩 냉각 기술 'Microfluidics'를 공개했다. 이와 같은 하이퍼스케일러의 행보는 고도화된 냉각 기술이 더 이상 인프라 전문 기업만의 전유물이 아님을 드러냈다.

그림 4-9. AWS의 IRHX



자료: AWS, CMRC 1팀

그림 4-10. Microsoft의 Microfluidics



자료: Microsoft, CMRC 1팀

동사의 지위는 여전

그러나 이러한 기술 내재화는 서버와 랙 단위의 내부 냉각에 집중된 것으로, 전체 쿨링 생태계를 위협하기엔 역부족이다. 동사는 랙 내부 솔루션은 물론, 열 교환의 핵심인 CDU부터 열을 외부로 배출하는 칠러, 드라이쿨러에 이르는 전체 쿨링 밸류체인을 아우르고 있다.

물론 칩 단위의 효율 개선도 의미가 있지만, 랙당 100kW를 상회하는 높은 발열의 AI 환경을 중단 없이 안정적으로 제어하는 시스템 통합 역량은 별개의 문제다. 동사가 보유한 최첨단 냉각 기술력을 바탕으로 복잡한 인프라를 최적화하는 통합 능력, 그리고 이를 통해 입증된 운영 안정성은 빅테크가 단기간에 모방할 수 없는 확실한 핵심 경쟁력이다.

결국 빅테크의 기술 진보는 동사를 배제하는 것이 아니라, 오히려 통합 냉각 솔루션의 중요성을 부각시키며 데이터센터 인프라 생태계 내 동사의 입지를 더욱 공고히 했다. 시장은 이를 액체 냉각 수요의 구조적 성장을 재확인하는 의미로 받아들였으며, 주가는 단기간에 반등해 동사의 대체 불가능한 지위를 입증했다.

5. Valuation

Why Growth-Adjusted Peer PER?

동사의 기업가치는 전방산업의 구조적 성장에 편승하여 업사이드 수혜를 누릴 적정 가치를 평가하기 위해 성장률이 반영된 **Peer PER 방식**을 기준으로 삼는 것이 타당하다.

시장에서도 AI 및 고밀도 데이터센터 투자가 본격화된 '23년 하반기 이후, 동사의 액체 냉각 기술 우위와 압도적 외형 성장을 반영하여 일반 산업재 섹터 대비 높은 멀티플을 일관되게 부여해왔다. 이는 단순 오버슈팅이 아닌, 시장이 용인한 구조적 성장에 대한 프리미엄으로 해석된다.

그렇기 때문에 기존 데이터센터 인프라 플레이어들은 전통적 산업재 비중이 높아 동사의 직접적인 Peer로 삼기에 한계가 있다고 판단한다. 해당 기업들은 멀티플이 구조적으로 낮게 형성되어 있어, 단순 산술 평균을 적용할 경우 매출의 약 80%가 데이터센터에서 발생하는 동사의 성장 잠재력을 과소평가할 우려가 있기 때문이다.

따라서 Screening을 통해 데이터센터 인프라 플레이어를 핵심 비교군으로 선정하되, 이들과 동사 간의 압도적인 **성장률 격차를 반영한 'Growth-Adjusted Peer PER'** 방식을 사용하는 것이 가장 합리적이라 판단하였다. 이는 단순한 Peer 멀티플로의 회귀가 아닌, 사업 구조와 이익 성장의 질적 차이를 반영하여 동사의 기업 가치를 설명하는 방식이다.

다만, 성장률 조정이 가질 수 있는 이론적 불확실성을 보완하고 산출된 Target PER의 정합성을 검증하기 위해, **Historical PER**을 보조 지표로 활용하고자 한다.

동사는 2020년 상장한 기업으로 업력이 짧아 장기 시계열의 Historical PER을 온전히 적용하기에는 한계가 있으나, 구조적 성장이 가시화된 2023년 이후부터는 주가가 일정 밸류에이션 Band 내에서 등락하며 뚜렷한 추세를 형성해 왔다. 따라서 시장이 동사의 성장성을 인정한 해당 기간의 밸류에이션 흐름을 잣대로, 앞서 도출한 Growth-Adjusted Peer PER의 적정성을 교차 검증하여 최종 목표 주가의 설득력을 확보하였다.

5.1. 매출 추정

매출 추정의 경우 제품 매출을 산업적 수혜를 받을 수 있는 Top-down 방식으로 추정하
뒤, 제품 매출과 연동하여 서비스 매출을 추정하였다.

5.1.1. 제품 매출 추정

동사의 매출액은 BCG에서 제시한 '28년까지의 데이터센터 전력 수요 전망을 기반으로 산
정되었으며, '28년까지의 데이터센터 전력 수요 전망은 다음과 같다.

Demand (Unit: GW)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
Required GW	43	49	55	60	71	82	96	111	127
Non-AI	38	42	46	50	53	57	61	65	70
AI	5	7	9	10	18	25	35	46	57

위의 표에 제시된 GW 단위의 '25년-'26년 전력 용량을 동사의 MW당 TAM인 USD
3~3.5mn을 반영하여 동사의 TAM을 산정하였다. 산정 과정에서 AI 데이터센터의 전력
밀도가 Non-AI보다 크다는 점을 반영하여 동사에서 제공한 수치의 상단을 AI에, 하단을
Non-AI에 반영하여 각 부문의 TAM을 산정하였다.

동사의 TAM은 데이터센터 중에서도 전력/냉각 시장을 커버하므로, 전체 데이터센터 건설
비중에서 전력이 40~45%, 냉각이 15~20%를 차지한다는 것을 반영하여 동사 TAM으
로 수치를 재구성한 결과 전력은 동사 TAM의 70.8%, 냉각은 29.2%을 차지한다는 수치
를 산출하였다.

Vertiv TAM (Unit: USD mn)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
TAM						36,635	47,004
Non-AI						11,191	11,974
AI						25,444	35,030
Electric						25,950	33,295
Non-AI						7,927	8,481
AI						18,023	24,813
Cooling						10,685	13,710
Non-AI						3,264	3,492
AI						7,421	10,217

각각의 비율을 AI와 Non-AI에 반영한 뒤, 동사의 점유율을 각 부문에 반영했다. 동사의 경우 전력기기 시장에서는 16%, 냉각 장비 시장에서는 32%를 차지하므로 이를 '25-'26년 매출 추정에 반영하였다.

동사의 제품 매출은 신규 증설 데이터센터 뿐만 아니라 기존 데이터센터의 성능 향상을 위한 제품 매출인 Retrofit 매출 또한 반영해줘야 한다. Retrofit TAM의 경우 데이터센터의 실제 이용률을 반영하여 누적 수요의 80%를 Installed Base로 간주하였으며, MW당 동사의 TAM과 교체율을 반영해주었다. 데이터센터 인프라 장비들의 수명 주기가 15~20년 임을 고려할 때 연 단위 교체율을 보수적으로 5%로 산정한 뒤, Retrofit CAPEX가 신규 CAPEX의 약 60%라는 점을 반영하여 Retrofit 시장의 동사의 TAM을 산정하였다. 이후에는 앞선 방법과 같은 방법으로 동사의 점유율까지 반영하면 다음과 같이 '26년까지의 제품 매출 추정이 완성된다.

Revenue (Unit: USD mn)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Vertiv Electric (Greenfield)						4,152	5,327
Non-AI						1,268	1,357
AI						2,884	3,970
Vertiv Cooling (Greenfield)						3,419	4,387
Non-AI						1,044	1,118
AI						2,375	3,270
Retrofit (Cooling&Electric)						848	908
Vertiv Holdings	3,309	3,855	4,335	5,406	6,394	8,420	10,622

5.1.2. 서비스 매출 추정

서비스 매출의 경우 동사가 납품하는 매출을 기반으로 유지보수 등의 반복 매출이 형성되기 때문에 제품 매출과 강하게 연동되는 특성을 가진다. 실제로 '18년부터 '25년까지의 제품 매출을 독립변수, 서비스 매출을 종속 변수로 삼고 자체 회귀분석 결과, 서비스 매출 변동의 약 80%가 제품 매출로 설명된다. 제품 매출 1달러당 약 0.22달러의 서비스 매출이 통계적으로 뒤따르는 것으로 추정되며, 이를 바탕으로 '26년 서비스 매출을 추정하였다.

회귀분석 통계량	
다중 상관계수	0.88
결정계수	0.78
조정된 결정계수	0.77
표준 오차	70.07
관측수	29

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회귀	1	474299.1521	474299.1521	96.59607035	2.06E-10
잔차	27	132573.479	4910.128853		
계	28	606872.6312			

부문별 매출 추정을 종합한 '25-'26년 추정 결과는 다음과 같으며, '25년 매출의 경우 동사가 제시한 가이드선스와도 일치한다.

(Unit: USD mn)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	4,371	4,998	5,692	6,863	8,012	10,200	13,022
Product	3,309	3,855	4,335	5,406	6,394	8,420	10,622
Non-AI						2,313	2,475
AI						5,259	7,240
Retrofit						848	908
Service	1,062	1,144	1,356	1,457	1,618	1,780	2,400

5.2 비용 추정

'25년 4분기 비용을 먼저 추정한 뒤, 이를 바탕으로 추정된 '25년 비용을 바탕으로 '26년 비용을 추정하였다.

5.2.1. 4Q25 비용 추정

(단위: USD mn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
Cost of sales	1,350	1,742	1,665	1,780
Cost of sales - products	1,112	1,470	1,398	1,509
%Product Revenue	67.4%	67.9%	63.2%	63.2%
Cost of sales - services	237	271	267	271
%Service Revenue	61.5%	57.4%	57.8%	58.9%
Gross Profit	687	897	1,011	1,070
%Revenue	33.7%	34.0%	37.8%	37.5%
Operating expenses	396	454	494	480
Selling, general and administrative expenses	346	396	414	441
%Revenue	17%	15%	15%	15%
Amortization of intangibles	46	47	48	39
Restructuring costs	1	2	31	0
Foreign currency (gain) loss, net	3	2	1	0
Other operating expense (income)	(0)	8	(0)	0
Operating profit (loss)	291	442	517	590
%Revenue	14.3%	16.8%	19.3%	20.7%
Interest expense, net	25	21	23	15
Loss on extinguishment of debt	0	0	2	0
Gain on tax receivable agreement	0	0	0	0
Change in fair value of warrant liabilities	0	0	0	0
Income (loss) before income taxes	265	421	492	575
Income tax expense	101	97	94	130
%Tax Rate	38.0%	23.0%	19.0%	22.7%
Net income (loss)	165	120	77	444

매출원가율

동사는 최근 관세로 인해 단기적인 마진 압박을 겪었으나 AI 데이터센터 인프라에 대한 수요를 바탕으로 한 가격 전가를 통해 이를 상쇄하였다. 동사의 컨퍼런스 콜에 따르면, 3분기 제품 매출원가율의 경우 여전히 관세의 영향이 있지만 공급망 재배치를 통해 이를 완화하는 단계에 있으며, 실제로 2분기에 67.9%였던 매출원가율은 3분기에 63.2%로 완화되었다. 이러한 추세를 그대로 반영하여 4분기 제품 매출원가율을 flat 처리하였다.

서비스 매출원가율 또한 마찬가지로 최근 우호적인 업황을 반영하는 것이 타당하다고 판단하여 2025년 1분기-3분기 매출원가율의 평균을 적용하였다.

SG&A

동사의 판매관리비에는 인건비, R&D 비용, 일반관리 운영비 등이 반영되어 있으며, 동사는 3분기 컨퍼런스 콜에서 4분기의 OPM이 3분기에 flat일 것이라 언급한 바가 있어 이를 반영하여 3분기 매출 대비 SG&A를 flat 처리하였다.

무형자산상각비 이자비용 & 실효법인세

무형자산상각비의 경우 대부분 동사의 M&A에서 비롯된 것으로, 동사가 제시한 영업이익 가이드언스를 바탕으로, 추정된 SG&A에서 역산하여 산정하였다.

이자비용 & 실효법인세

이자비용과 실효법인세는 동사가 제시한 가이드언스를 그대로 반영하였다.

5.2.2. '26년 비용 추정

(Unit: USD mn)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Cost of sales	2,897	3,475	4,075	4,463	5,078	6,536	8,322
Cost of sales - products	2,291	2,815	3,219	3,576	4,099	5,490	6,868
%Product Revenue	69.2%	73.0%	74.3%	66.1%	64.1%	65.2%	64.7%
Cost of sales - services	606	661	856	887	978	1,047	1,454
%Service Revenue	57.1%	57.8%	63.1%	60.9%	60.4%	60.6%	60.6%
Gross Profit	1,474	1,523	1,616	2,401	2,934	3,664	4,700
%Revenue	33.7%	30.5%	28.4%	35.0%	36.6%	35.9%	36.1%
Operating expenses	1,260	1,109	1,393	1,528	1,567	1,824	2,062
Selling, general and administrative expenses	1,008	144	1,178	1,312	1,374	1,597	1,821
%Revenue	80%	13%	21%	19%	17%	16%	14%
Amortization of intangibles	-	1	216	181	184	180	242
Restructuring costs	-	3	1	29	5	34	-
Foreign currency (gain) loss, net	-	9	4	16	9	6	-
Other operating expense (income)	252	(4)	(6)	(10)	(6)	7	-
Operating profit (loss)	214	260	223	872	1,367	1,839	2,638
%Revenue	4.9%	5.2%	3.9%	12.7%	17.1%	18.0%	20.3%
Interest expense, net	150	91	147	180	150	84	162
Loss on extinguishment of debt	174	-	-	1	2	2	-
Gain on tax receivable agreement	-	(59)	-	-	-	-	-
Change in fair value of warrant liabilities	144	62	(91)	158	449	-	-
Income (loss) before income taxes	(255)	166	167	534	765	1,753	2,476
Income tax expense	73	47	90	74	270	422	596
%Tax Rate	-	28.0%	54.1%	13.8%	35.2%	24.1%	24.1%
Net income (loss)	(327)	120	77	460	496	1,331	1,880

매출원가율

제품 매출원가율의 경우 동사가 1Q26에 들어서는 관세로 인한 부정적 영향이 상당 부분 해소될 것이라고 언급하였으며, 마찬가지로 관세를 상쇄하는 Pricing이 시장에서 유효하다는 점을 반영하여 '25년과 '24년의 평균을 매출원가율로 산정하였다. 비록 관세 영향 완화 및 우호적인 업황이라는 호재가 중첩되긴 하나, 보수적인 추정을 위해 '24년 매출원가율 보다 높게 추정하였다. 서비스 매출은 연도별로 관측한 결과 큰 변동성이 없어 5개년 평균을 적용하여 추정하였다.

SG&A

SG&A는 매출 대비하여 '22년부터 꾸준히 감소 추세임을 반영하여 '25년까지의 감소분의 평균을 '25년 매출 대비 SG&A에 반영하여 '26년 SG&A를 추정하였다. 3분기 컨퍼런스 콜에 따르면, 동사는 경쟁력 제고를 위해 R&D 투자를 당해년도 대비 20% 상승을 예고한 바가 있는데, '26년 추정 SG&A가 '25년 대비 18% 상승한 수치임을 고려하면 해당 가이던스가 잘 반영되어 있음을 알 수 있다.

무형자산상각비

앞서 언급한 대로 무형자산상각비는 동사의 M&A에서 비롯된 것으로, '24년 10-K 보고서에서 공시된 '26년 무형자산상각비 USD 190.2mn에 올해 진행된 2건의 인수를 반영하였다. 올해 총 3건의 인수가 있었으나, 1건은 아직 인수가 완료되지 않았으므로 이미 완료된 Great Lakes와 Waylay.io의 인수를 반영하였다. 두 기업의 가치는 각각 USD 200mn, 830mn 규모로, 두 기업가치의 50%가 상각비에 10년에 걸쳐 반영된다고 가정하여 추가 분만큼을 반영하여 추정하였다.

이자비용

동사는 크게 2개의 부채를 보유하고 있다. 하나는 '27년에 만기가 도래하는 대출이고, 다른 하나는 '28년에 만기가 도래하는 Senior 담보채권으로, '24년 10-K 보고서 기준으로 동사의 대출은 '26년에 USD 42mn이 상각된다. 이를 반영하여 '26년 이자비용을 추정하였으며, 동사의 컨퍼런스 콜에 따르면 이자비용을 상쇄할 수 있는 이자수익이 있을 것이라고 했지만, 보수적인 추정을 위해 해당 가정은 배제하였다.

실효법인세율

실효법인세율은 '25년의 실효법인세율을 그대로 적용하였다. 실효세율은 국가별 이익 믹스 및 일회성 요인에 따라 변동성이 커 정밀한 추정이 어렵지만, '25년 7월 통과된 OBBBA로 인해 TCJA 체제의 법정세율인 21%가 연장된 상황을 반영하였다. 특히 OBBBA는 '22년부터 이자비용 공제 기준을 EBIT으로 전환하려던 기존 일정을 EBITDA 기준으로 영구 복구시켜, 상각비와 이자비용 비중이 높은 기업의 이자공제 가능 금액을 확대하였다. 이는 과세소득을 낮추어 실효세율을 완화하는 방향으로 작용한다. 이러한 점을 감안하면, TCJA와 OBBBA 체제가 온전히 반영된 '25년의 실효세율 수준을 '26년의 실효세율로 가정하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

5.2.3. 추정 손익계산서

앞선 추정치를 모두 반영하여 최종적으로 산정한 추정 손익계산서는 다음과 같다.

(Unit: USD mn)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	4,371	4,998	5,692	6,863	8,012	10,200	13,022
Product	3,309	3,855	4,335	5,406	6,394	8,420	10,622
Service	1,062	1,144	1,356	1,457	1,618	1,780	2,400
Cost of sales	2,897	3,475	4,075	4,463	5,078	6,536	8,322
Cost of sales - products	2,291	2,815	3,219	3,576	4,099	5,490	6,868
%Product Revenue	69.2%	73.0%	74.3%	66.1%	64.1%	65.2%	64.7%
Cost of sales - services	606	661	856	887	978	1,047	1,454
%Service Revenue	57.1%	57.8%	63.1%	60.9%	60.4%	60.6%	60.6%
Gross Profit	1,474	1,523	1,616	2,401	2,934	3,664	4,700
%Revenue	33.7%	30.5%	28.4%	35.0%	36.6%	35.9%	36.1%
Operating expenses	1,260	1,109	1,393	1,528	1,567	1,824	2,062
Selling, general and administrative expenses	1,008	144	1,178	1,312	1,374	1,597	1,821
%Revenue	80%	13%	21%	19%	17%	16%	14%
Amortization of intangibles	-	1	216	181	184	180	242
Restructuring costs	-	3	1	29	5	34	-
Foreign currency (gain) loss, net	-	9	4	16	9	6	-
Other operating expense (income)	252	(4)	(6)	(10)	(6)	7	-
Operating profit (loss)	214	260	223	872	1,367	1,839	2,638
%Revenue	4.9%	5.2%	3.9%	12.7%	17.1%	18.0%	20.3%
Interest expense, net	150	91	147	180	150	84	162
Loss on extinguishment of debt	174	-	-	1	2	2	-
Gain on tax receivable agreement	-	(59)	-	-	-	-	-
Change in fair value of warrant liabilities	144	62	(91)	158	449	-	-
Income (loss) before income taxes	(255)	166	167	534	765	1,753	2,476
Income tax expense	73	47	90	74	270	422	596
%Tax Rate	-	28.0%	54.1%	13.8%	35.2%	24.1%	24.1%
Net income (loss)	(327)	120	77	460	496	1,331	1,880
Earnings (loss) per share:							
Basic	(1.07)	0.34	0.20	1.21	1.32	3.49	4.92
Diluted	(1.07)	0.33	(0.04)	1.19	1.28	3.41	4.81
Weighted-average shares outstanding							
Basic	307,076,397	355,544,632	376,730,519	380,144,059	376,418,933	382,025,408	382,025,408
Diluted	307,076,397	360,140,323	378,224,051	386,226,267	386,325,058	390,928,669	390,928,669

5.3. Peer 선정 및 Target Multiple

동사는 순수 데이터센터 인프라 플레이어로, 동사만큼 데이터센터 매출 비중이 높은 기업은 없으나 동사와 직접적인 경쟁관계인 기업들을 Peer로 삼을 수 있다.

Peer Screening 기준은 다음과 같다.

- 1) 시가총액이 일정 규모 이상으로 검증된 사업성과 안정성을 갖춘 기업
- 2) 데이터센터 전력 혹은 냉각 장비 사업을 영위하는 기업
- 3) 데이터센터 장비 매출 비중이 20% 이상인 기업

해당 기준을 적용한 결과, 동사의 Peer로 Schneider Electric, Eaton을 선정하였다.

앞서 언급한 것처럼 해당 기업들은 동사의 성장성을 충분히 반영하지 못하므로, 다음과 같은 식을 통해 동사의 Target PER을 산출하였다. 다만 동사는 Peer보다 시가총액 규모가 작으며, 데이터센터에 BM이 치중되어 있어 그만큼 리스크도 내포하고 있기에 성장률을 그대로 반영하지 않고 루트를 취하여 PER을 산출하였다.

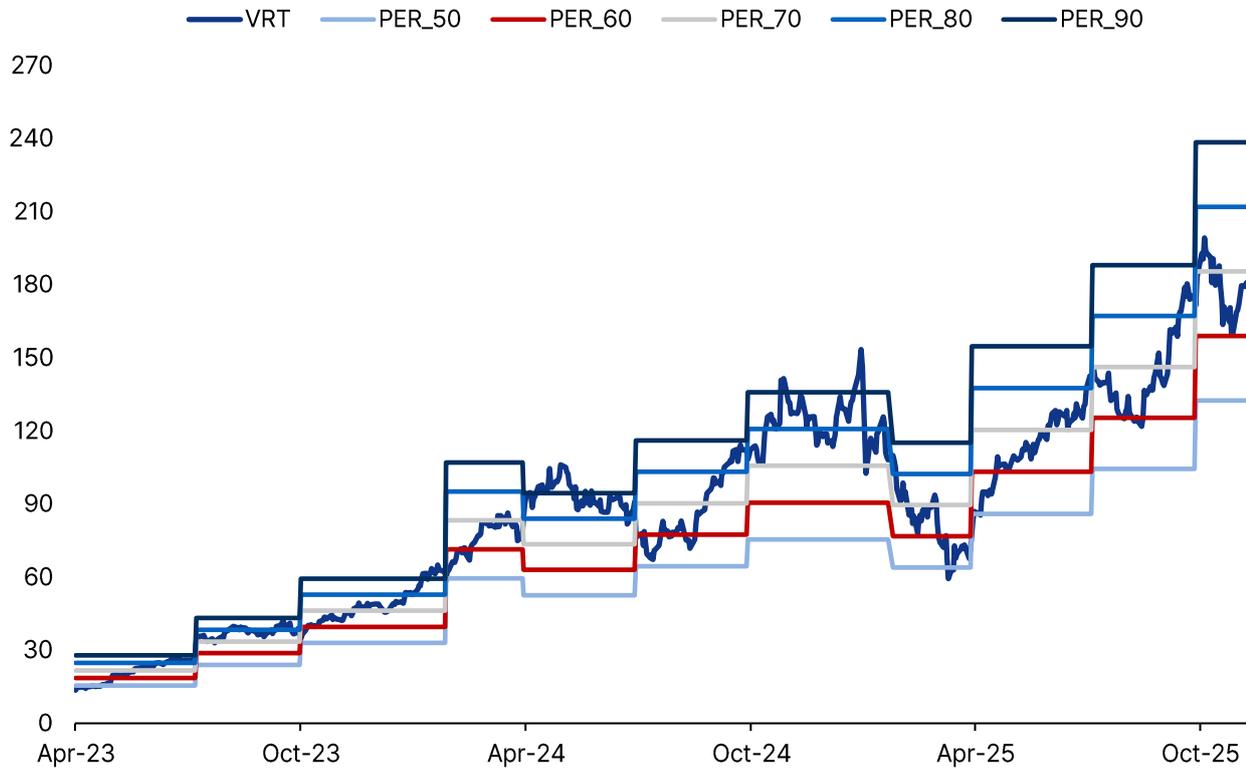
Peer	PER	시가총액	매출 중 전력/냉각 비중	25년 대비 '26년 성장률
Schneider Electric	28.34	129.066B	24%	13.8%
Eaton	33.3	130.637B	20% 내외	13.6%
Average	30.83			13.70%
Vertiv Holdings	67.43	68.393B		41.2%
Target PER	53.48			

그림 5.1. Growth-Adjusted Peer PER

$$\text{Target PER} = \text{Peer Avg PER} \times \sqrt{\frac{\text{Target Growth Rate}}{\text{Peer Avg Growth Rate}}}$$

산출된 Target PER을 '23년 AI Boom 이후의 Historical Band(50x-80x)와 비교하면 보수적인 수준으로, 산업 성장의 수혜 강도가 높음에도 불구하고 '27년 이후 이익 성장의 기저 효과를 고려했을 때 보수적인 뷰를 적용하는 것이 적절하다고 판단하였다.

그림 5.2. 2023년 이후 PER Band



5.5. Target Price

동사의 2026년도 예상 EPS \$4.92에 Target PER 53.48x를 적용하여, 목표주가 \$263.19를 제시한다.

Valuation – Growth-Adjusted Peer PER Method	
2026E Net Income (USD mn)	1,880
유통주식수 (mn)	382
2026E EPS (USD)	4.92
Target PER Multiple	53.48x
목표주가	\$263.19
현재주가 (2025-12-04 기준)	\$182.54
상승여력	44.2%

End of Document

감사합니다.

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 "자본시장연구회")에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관계된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, 자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.

CMRC 자본시장연구회

E-mail: hufscmrc.official@gmail.com

Website: <https://hufscmrc.wixsite.com/mysite>

Instagram: [hufs_cmrc](https://www.instagram.com/hufs_cmrc)