# Cloudflare · NET

## 에이전트 클라우드의 성장통

| 시가총액 | 현재주가 | 52주 범위 | 12M 수익률 |
|---|---|---|---|
| $95.7B | $268.75 | $158.83 - $370.35 | +15.4 |

### 01 SUMMARY

## 매출 39% 성장 가속과 마진 축소

3Q26 매출은 782백만 USD로 컨센서스(666백만 USD)를 17.4% 상회했고, 4Q26 매출 가이던스(845~846백만 USD) 역시 시장 기대치(723백만 USD)를 웃도는 수준으로 상향 제시. 공시 기준 매출 성장률은 2024-Q4(26.9%) 저점 이후 7개 분기 연속 반등해 이번 분기 YoY 39.2%로 최근 12개 분기 내 최고치를 기록. 같은 산업 피어인 MDB(YoY 30.5%)나 성장이 정체된 DBX(YoY 0.9%)와 비교해도 성장 가속 폭이 두드러진 위치. 경영진은 AI 에이전트 인프라 수요와 보안 위협 급증에 따른 플랫폼 통합 수요를 핵심 가속 요인으로 제시.

### 02 KEY POINTS

## 수익성 지표 분리와 GTM 수장 교체

매출 성장률이 전년 동기 대비 8.5%p 반등하고 비GAAP 영업이익률이 17.5%로 사상 최고를 기록한 반면, 총마진은 72.4%로 YoY 290bp 하락. 이는 워커스(Workers) 등 개발자 컴퓨팅 제품의 매출 비중 확대에 따른 인프라 비용 수반 결과로, 회사의 장기 목표 밴드(70%~77%) 하단에 접근한 상태. 향후 분기별 총마진 70% 선 방어 여부와 엔지니어링 효율 개선을 통한 단위 경제성 회복 속도가 핵심 점검 지점.

대형 고객 순증이 사상 최대치를 기록하고 판매 생산성이 11분기 연속 개선된 시점에 시장 진출(GTM) 총괄 사장 교체를 단행. 마크 앤더슨 연말 은퇴에 따라 크리스티안 스미스를 신임 매출 총괄 사장으로 영입하면서 조직 운영 체계 재편에 착수. 리더십 교체 국면에서 10만달러 이상 대형 고객(5,000곳 돌파, YoY +25%) 순증세와 순유지율(NRR 122%) 유지 여부가 영업 생산성 지속의 시험대.

### 03 FINANCIALS & RISK

## 마진 하락과 주가 괴리

자유현금흐름은 8,210만 USD(FCF 마진 10%)로 전년 동기 대비 개선되었으나, 총마진은 직전 분기 대비 70bp 하락하며 원가 부담 상승을 노출. 질의응답에서 개발자 플랫폼의 낮은 마진 구조에 대한 우려가 제기되자, CFO는 계약 확정 비용 절감과 엔지니어링 최적화를 통한 단위 경제성 개선으로 극복 가능하다고 답변. 호실적과 4Q GAAP 흑자 조기 달성 전망에도 불구하고 주가는 최근 1개월간 31.1% 하락한 245달러로 부진하며, 이는 25억달러 규모 전환사채 발행에 따른 지분 희석 부담과 직전 분기 대규모 적자 기억을 반영한 흐름으로 해석. 이번 발표는 직전 분기(2026-Q2) 발생했던 대규모 GAAP 영업적자(-206백만 USD)의 구체적 해소 내역과 4Q GAAP 흑자 전환의 비용 세부 구조를 밝히지 않은 상태.

### MARKET & STOCK DATA

| | |
|---|---|
| 시가총액 | $95.7B |
| 발행주식수 | 322,618,775 |
| 유동비율 | 100.0 |
| 52주 최고 | $370.35 |
| 52주 최저 | $158.83 |
| 거래액(60일, $M) | $910M |
| 기관 보유율 | |

### OWNERSHIP

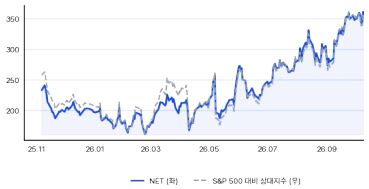
### PERFORMANCE

| | |
|---|---|
| 1M | -21.6 |
| 3M | -10.5 |
| 12M | +15.4 |
| YTD | +36.3 |

### VALUATION

| | |
|---|---|
| PER (FY26E) | 158.8배 |
| PBR (FY26E) | 65.7배 |
| EV/EBITDA | - |
| 배당수익률 | - |

### PRICE TREND · 12M

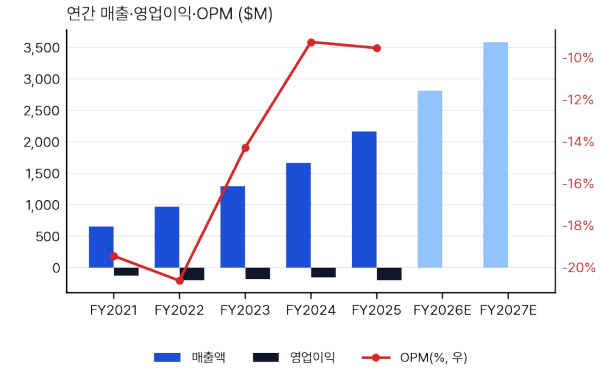


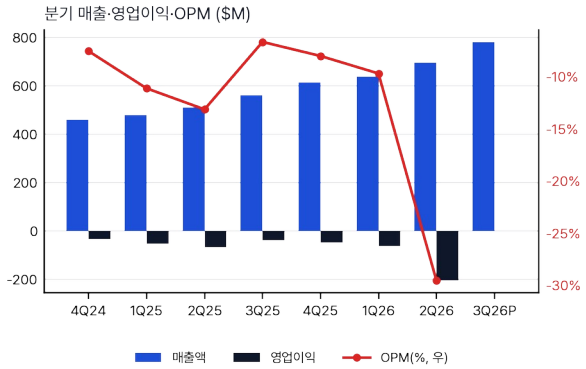

| 회계연도 | 매출액 | 영업이익 | OPM | 순이익 | NPM | PER | ROE | PBR | EV/EBITDA |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ($M) | ($M) | (%) | ($M) | (%) | (배) | (%) | (배) | (배) |
| FY2023 | 1,297 | -185 | -14.3 | -184 | -14.2 | - | - | - | - |
| FY2024 | 1,670 | -155 | -9.3 | -79 | -4.7 | - | - | - | - |
| FY2025 | 2,168 | -207 | -9.6 | -102 | -4.7 | - | - | - | - |
| FY2026E | 2,812 | - | - | - | - | 224.4 | - | - | - |
| FY2027E | 3,589 | - | - | - | - | 170.8 | - | - | - |

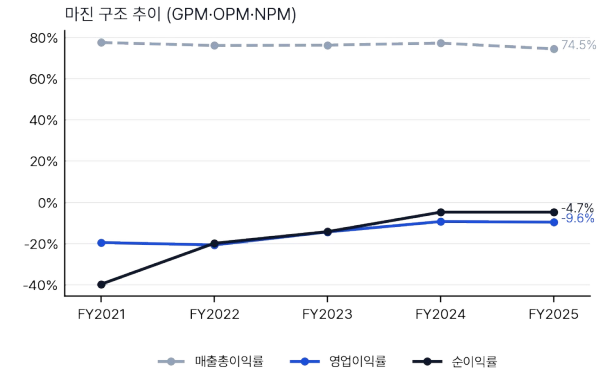
APPENDIX · AFTERULE RESEARCH

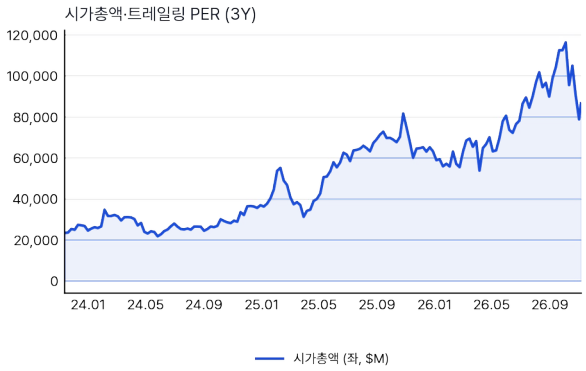
# Cloudflare (NET) 부록 — 재무 차트 · 분기·연간 실적 · 재무상태·현금흐름 · Q&A 전문 요약

## 01 FINANCIAL CHARTS




*자료: 회사 자료(DART/SEC), 증권사·Yahoo 컨센서스(E, 연한 막대), Afterule Research*

## 02 QUARTERLY & ANNUAL RESULTS

| (백만달러, %) | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26P | FY22 | FY23 | FY24 | FY25 | FY26E | FY27E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **512** | **562** | **615** | **640** | **696** | **782** | **975** | **1,297** | **1,670** | **2,168** | ***2,812*** | ***3,589*** |
| YoY | +27.8 | +30.7 | +33.6 | +33.5 | +35.9 | +39.2 | +48.6 | +33.0 | +28.8 | +29.8 | *+29.7* | *+27.6* |
| QoQ | +6.9 | +9.7 | +9.3 | +4.1 | +8.8 | +12.4 | - | - | - | - | - | - |
| **영업이익** | **-67** | **-37** | **-49** | **-62** | **-206** | **-** | **-201** | **-185** | **-155** | **-207** | **-** | **-** |
| YoY | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | - | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | - | - |
| QoQ | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | - | - | - | - | - | - | - |
| **OPM** | -13.1 | -6.7 | -8.0 | -9.7 | -29.6 | - | -20.6 | -14.3 | -9.3 | -9.6 | - | - |
| **순이익** | **-50** | **-1** | **-12** | **-23** | **-170** | **-** | **-193** | **-184** | **-79** | **-102** | **-** | **-** |
| YoY | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | - | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | - | - |
| QoQ | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | - | - | - | - | - | - | - |
| **NPM** | -9.8 | -0.2 | -2.0 | -3.6 | -24.4 | - | -19.8 | -14.2 | -4.7 | -4.7 | - | - |

*자료: 회사 자료(DART/SEC), Afterule Research — 미국 4분기는 연간−(1~3분기) 도출, YoY/QoQ % · P: 회사 발표 잠정치(컨콜 기준, 정식 공시 반영 전) · E: 증권사 평균 전망 (Yahoo 컨센서스, 순이익=EPS×주식수, 투자의견 아님)*

## 03 BALANCE SHEET & CASH FLOW

| (백만달러, %) | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 | FY25 |
|---|---|---|---|---|---|
| **자산총계** | 2,372 | 2,588 | 2,760 | 3,301 | 6,036 |
| **부채총계** | 1,556 | 1,964 | 1,997 | 2,255 | 4,577 |
| **자본총계** | 811 | 624 | 763 | 1,046 | 1,459 |
| 부채비율(%) | 191.8 | 314.8 | 261.7 | 215.5 | 313.7 |
| **영업활동현금흐름** | 65 | 124 | 254 | 380 | 603 |
| **투자활동현금흐름** | -709 | -236 | -186 | -330 | -1,807 |
| **재무활동현금흐름** | 847 | 6 | -192 | 13 | 2,004 |

*자료: 회사 자료(DART/SEC), Afterule Research — 연간 실적치(추정치 없음), 부채비율 = 부채총계 ÷ 자본총계*

## 03 Q&A

**Q1. 에이전트 확산이 인터넷 전반과 Act 4 수익화에 미치는 영향 및 향후 가속화 전망 질의 (RBC 캐피털 마켓)**

**A.** 에이전틱 인터넷 표준을 정의 중이며 인프라 비용 부담에 따라 Act 4 매출 증가세 시현. 데이터 접근 대가 지급 구조와 마이크로페이먼트 시스템 등장으로 10년 후 최대 사업 부문 부상 기대.

**Q2. 3분기 실적 호조 및 연간 가이던스 유지와 상향을 견인한 핵심 성장 동력 질의 (RBC 캐피털 마켓)**

**A.** 개발자 수, 트래픽, 순증 고객 수 등 다각화된 지표의 분기 최대치 기록이 주요 동력. 특정 업종 편중 없이 전 세계 전반의 모멘텀을 반영해 3분기 매출 39% 증가 달성 및 4분기 38% 성장 가이던스 제시.

**Q3. Act 4가 본격적인 매출로 연결되는 시점 및 주요 영향 변수에 대한 설명 요청 (골드만삭스)**

**A.** OpenAI 파트너십처럼 효율적 크롤링 지원으로 이미 상당한 매출 기록 중. 에이전트 소액 결제 도입과 데이터 중재를 통해 장기적으로 회사 내 최대 매출 비중을 차지하는 사업으로 성장할 전망.

**Q4. 소비 기반 전환 및 고객의 풀 오브 펀즈 조기 소진이 향후 전망에 미치는 영향 질의 (골드만삭스)**

**A.** 변동성 매출 호조가 실적 상향 견인. 다양한 고객층의 조기 계약 갱신과 더 큰 규모의 풀 오브 펀즈 재계약이 광범위하게 발생하며 4분기 8억 4,500만~8억 4,600만 달러 가이던스 상향의 근거로 작용.

**Q5. 신규 AI 네이티브 고객의 성장 추세 및 3분기 특정 서비스 성장 견인 여부 질의 (웰스파고)**

**A.** AI뿐 아니라 금융, 정부, 제조 등 전 산업군에서 고른 신규 고객 유입 기록. AI 확산으로 14일 만에 6건의 최악 보안 버그가 발생하는 등 위협 증가에 따른 보안 플랫폼 수요 급증 수혜 확인.

**Q6. 에이전트 트래픽 급증에 대한 CDN 고객들의 반응 및 이에 대한 대응 전략 질의 (웰스파고)**

**A.** 트래픽 확대를 원하는 고객에게는 효율적 수신 방안을 제공하고 거부 고객에게는 차단 옵션 제공. CDN 트래픽 자체에 과도한 과금을 부과하지 않고 고객에게 실질적 통제권을 부여하여 경쟁력 확보.

**Q7. 데이터센터 건설 둔화 가능성이 동사의 에이전트 기반 클라우드에 미칠 영향 질의 (바클레이즈)**

**A.** 자본 효율성과 엔지니어링 역량에 집중하며 무리한 자본 지출 거래 지양. 금융 공학적 접근 대신 독자적 격리 아키텍처 기반의 높은 운영 효율성으로 차별화된 가치 입증 지속.

**Q8. 달러 기준 순유지율 개선 배경 세그먼트와 향후 순유지율 개선 지속 가능성 질의 (바클레이즈)**

**A.** 3분기 순유지율 122% 기록에 이어 추가 상승 목표 제시. 포트폴리오 전반의 보안 비중 확대와 500만 달러 이상 대형 풀 오브 펀즈 고객의 빠른 확장이 핵심 기여 요인으로 작용.

**Q9. 1,000만 개발자 유입이 엔터프라이즈 매출과 에이전트 사용자 성장에 미치는 영향 질의 (모건 스탠리)**

**A.** 분기 15만 8천 개 신규 유료 고객 추가로 직결되며 전년 대비 110% 증가 기록. 대기업 개발자 유입이 자금 소진 가속화 및 조기 갱신으로 이어져 순유지율 개선과 플랫폼 선순환 구조 견인.

**Q10. 워커스 플랫폼의 단위 경제성을 핵심 사업 수준 이상으로 개선할 조절 변수 질의 (모건 스탠리)**

**A.** 낮은 계약 확정 비용을 바탕으로 4분기 영업이익 1억 5,600만 달러 이상 및 GAAP 흑자 조기 달성 전망. 인프라 활용 효율화로 마진 개선을 이루며 Rule of 50 조기 달성 모멘텀 확보.

**Q11. 1세대 제로 트러스트 대비 수주 성공률 우위 배경과 고객 선호 요인에 대한 설명 요청 (JP모건)**

**A.** 에이전트 보안 및 신원 인증 격벽 대응 역량을 바탕으로 경쟁 우위 확보. 단일 기능 판매업체 대비 WAF, DDoS, 개발자 플랫폼을 모두 아우르는 통합 플랫폼 가치 인정 확산.

**Q12. 최근 보안 취약점 급증에 따른 기업 CISO들의 예산 집행 변화 및 대응 현황 질의 (제퍼리스)**

**A.** 위협 급증 속에서 대형 은행 등 핵심 기업의 신뢰 구축 및 대형 계약 체결 증가. 인터넷 트래픽 상당 부분을 처리하는 선제적 위협 차단 역량을 기반으로 2년 이상 지속될 보안 위협 국면에서 핵심 파트너로 부각.

*본 부록은 실적 발표 컨퍼런스콜 전문과 Afterule 재무 데이터를 근거로 AI가 정리한 정보이며, 투자의견·목표주가를 포함하지 않습니다. 투자 판단의 근거로 사용될 수 없습니다.*