

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

매수

목표주가 \$300.00

BUY

ANALYSIS OF SALES/EARNINGS

Financial Summary

Changes	Previous	Current
Rating	—	Buy
Target Price	\$205.00	\$300.00
FY27E EPS	\$2.15	\$2.28
FY28E EPS	\$2.87	\$3.43
FY27E Revenue	\$5.91B	\$6.07B
FY28E Revenue	\$7.18B	\$7.87B

Price (05/27/26):	\$175.26
52-Week Range:	\$280.67 - \$118.30
Market Cap.(mm):	\$65,730.4
Shr.O/S-Diluted (mm):	375.0
Enterprise Val. (mm):	\$84,831.1
Avg Daily Vol (3 Mo):	6,996,303
Dividend / Yield:	\$0.00 / 0.0%
FYE	Jan

EPS	2026A	2027E	2028E
Q1	\$0.24	\$0.39A	\$0.78
Q2	\$0.35	\$0.54	\$0.84
Q3	\$0.35	\$0.65	\$0.88
Q4	\$0.32	\$0.70	\$0.94
	\$1.25A	\$2.28	\$3.43

P/E	NM	76.9x	51.1x
-----	----	-------	-------

Revenue	2026A	2027E	2028E
Q1	\$1.04B	\$1.39BA	\$1.79B
Q2	\$1.15B	\$1.48B	\$1.93B
Q3	\$1.21B	\$1.57B	\$2.03B
Q4	\$1.28B	\$1.66B	\$2.12B
	\$4.68B	\$6.07B	\$7.87B

EV/Rev	18.1x	14.0x	10.8x
--------	-------	-------	-------

FCF	2026A	2027E	2028E
	\$1.12B	\$1.40B	\$1.92B

EV/FCF	75.7x	60.7x	44.1x
--------	-------	-------	-------

Price Performance



[Review] Cortex, 핵심사업, 전환 수요의 삼박자...TP 상향

기업개요

스노우플레이크(Snowflake, SNOW)는 클라우드 기반 데이터웨어하우스 플랫폼을 제공하는 선도 기업이다. 회사의 플랫폼은 기업들이 정형 및 비정형 데이터를 활용해 더 깊은 인사이트를 얻을 수 있도록 지원한다.

Summary

SNOW는 장외거래에서 약 37% 상승했다. 예상보다 강한 AI 제품 사용량이 실적 호조를 이끈 핵심 요인이다. CoCo와 Snowflake Intelligence 같은 AI 제품은 실제 운영 이력이 아직 짧아 회사가 1Q 가이던스에 기여도를 거의 반영하지 않았지만, 실제 사용량은 기대를 크게 웃돌았다. 여기에 핵심 워크로드 성장세가 계속 빨라지고, 고객들의 Snowflake 전환도 견조하게 이어졌으며, 신규 고객 증가세도 강하게 나타나면서 제품 매출은 시장 기대를 5% 이상 상회했다.

이러한 AI 제품 사용 확대와 핵심 사업의 견조한 흐름을 반영해 경영진은 FY27 제품 매출 가이던스를 1.8억 달러 상향했다. 이는 1Q 실적 상회분 약 7,000만 달러를 크게 웃도는 수준으로, 회사가 AI 제품의 성장 기여도를 이전보다 더 높게 보고 있음을 시사한다.

수익성도 예상보다 양호했다. 영업이익률은 시장 기대를 250bp 이상 상회했는데, 매출 호조와 함께 엄격한 채용 관리가 영향을 미쳤다. 실제로 Observe 인수 효과를 제외하면 유기적 기준 인력 증가는 전분기 대비 17명에 그쳤다. 향후에도 회사는 AI 제품 확대에 발생할 수 있는 매출총이익률 부담을 낮아진 대역폭 비용과 기타 비용 효율화로 상쇄할 수 있다고 보고 있다. 60억 달러 규모의 AWS 계약도 비용 효율화에 기여할 수 있는 요인이다.

종합하면, 이번 실적은 SNOW의 신규 AI/ML 제품이 단순한 부가 기능을 넘어 플랫폼 전반의 사용량을 끌어올릴 수 있음을 보여줬다. 이를 바탕으로 SNOW는 향후 몇 년간 연 25% 이상의 제품 매출 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단한다.

Key Points

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매입자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본건 보고서에서 언급된 어떠한 증권, 채권, 주식 또는 채권에 대한 청약, 매매 또는 기타 금융 거래에 대한 책임은 본 보고서에 부담됩니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

STIFEL

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 제공하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

주요내용:

SNOW Actuals Vs. Street		1Q27A		
Income Statement		Actual	Street	Variance
Product Revenue		\$1,334.3	\$1,265.0	\$69.3
Y/Y Growth		34%	27%	
Professional Services and Other Revenue		\$56.6	\$55.8	\$0.8
Total Revenue		\$1,391.0	\$1,323.8	\$67.1
Y/Y Growth		33%	27%	
Gross Margin (Non-GAAP)		71.8%	71.9%	(18.3) bps
Op. Margin (Non-GAAP)		11.9%	9.3%	265.6 bps
EPS (Non-GAAP)		\$0.39	\$0.32	\$0.08
Cash Flow		Actual	Street	Variance
CFFO		\$243.2	\$292.3	(\$49.1)
FCF		\$232.8	\$282.0	(\$49.2)

Source: FactSet; all in USD millions, except for EPS

- 제품 매출은 시장 기대를 약 5% 상회하며 예상보다 훨씬 양호했다. AI가 Snowflake 플랫폼 전반의 사용량을 끌어올리는 복합적인 효과를 내고 있기 때문이다.
 - Snowflake Intelligence와 Cortex Code(CoCo)는 회사 역사상 가장 빠른 도입 속도를 보이고 있다. 특히 이들 제품의 기여는 기존 가이드언스에 포함되어 있지 않았다. 지난 분기까지는 실제 사용 패턴이 충분히 확인되지 않았기 때문이다. 향후 가이드언스에도 CoCo 관련 가정은 다소 보수적으로 반영된 것으로 판단한다. 아직 운영 이력이 짧기 때문이다.
 - 이들 제품의 도입은 2차 효과도 만들고 있다. 고객들이 AI 기능을 통해 더 많은 작업을 더 빠르게 처리하게 되면서, SNOW의 핵심 플랫폼 사용량도 함께 늘어나고 있다.
 - 고객들은 AI 전략을 실행하기 위해 SNOW로의 마이그레이션도 더 빠르게 진행하고 있다.
- SNOW는 이번 분기에 신규 고객 616 곳을 추가했다. 이는 1Q26의 451 곳보다 높은 수준이다.
- 영업이익률은 시장 기대를 250bp 이상 상회했다. 전분기에는 350bp 상회한 바 있다. 이번에도 매출 호조와 절제된 채용이 수익성 개선을 이끌었다.
 - Observe 인수로 증가한 173 명을 제외하면, SNOW의 유기적 인력 증가는 전분기 대비 17 명에 그쳤다.
- 1Q27 순매출유지율(NRR)은 전분기 대비 100bp 상승한 약 126%를 기록했다.
- 거의 모든 고객이 SNOW의 AI 기능을 사용하고 있다. AI 기능 사용 고객은 1만 3,600 곳으로 전체 고객 기반의 약 97%에 해당한다. 이는 전분기 9,100 곳, 전체 고객의 약 68%에서 크게 증가한 수준이다.
 - Snowflake Intelligence 고객 수는 전분기 대비 2 배 이상 증가했다. 전분기에는 2,500 곳이었다.
 - Cortex Code(CoCo)는 약 7,100 개 고객, 즉 전체 고객의 50%가 사용 중이다. 전분기 4,400 개 고객, 전체 고객의 33%에서 60% 이상 증가했다.
- 경영진은 모든 지역과 산업군에서 영업 실행력이 강했다고 강조했다.
- 경영진은 FY27 제품 매출 가이드언스를 1.8 억 달러 상향했다. 이는 1Q 실적 상회분 약 7,000 만 달러의 2.5 배를 넘는 수준이며, AI 사용 확대가 주요 배경이다. 앞서 언급했듯이 기존 가이드언스에는 CoCo 기여가 포함되어 있지 않았다. 실제 사용 데이터가 거의 없었기 때문이다.
 - 2Q27 제품 매출 가이드언스는 14.17 억 달러로 제시되어, 컨센서스 약 13.7 억 달러를 크게 웃돌았다.
- 경영진은 FY27 영업이익률 가이드언스도 기존 12.5%에서 13.5%로 상향했다. 제품 매출총이익률은 약 75% 수준을 유지할 것으로 예상했다. 회사는 CoCo로 인한 일부 마진 부담을 낮아진 대역폭 비용과 기타 비용 효율화로 상쇄하고 있다고 설명했다.
- 이와 관련해 SNOW는 AWS와 새로운 SCA를 체결했다고 발표했다. 여기에는 향후 5년간 60억 달러 규모의 Graviton 사용 약정이 포함된다.

- SNOW는 Natoma 인수를 위한 최종 계약도 체결했다고 밝혔다. Natoma는 기업용 MCP 솔루션으로, AI 에이전트가 Snowflake 생태계 안팎의 도구들과 연결될 수 있도록 지원한다.
- SNOW는 약 3억 달러 규모의 자사주를 매입했다.

밸류에이션: 현재 SNOW 주가는 당사의 2027년 예상 EV/FCF 기준 약 44 배에 거래되고 있다. 당사의 2027년 FCF 추정치는 약 19억 달러이며, 고성장 소프트웨어 동종업체들의 밸류에이션 범위는 대체로 40~50 배 수준이다. 당사는 SNOW가 큰 시장 기회, 구조적 성장 동력, 기존 고객 대상 업셀·크로스셀 역량, 그리고 시간이 지날수록 확대될 수 있는 영업 레버리지를 보유하고 있다고 판단한다. 이러한 요인들이 향후 25% 이상의 제품 매출 성장과 FCF 창출을 뒷받침할 수 있다는 점에서, SNOW는 동종업체 밸류에이션 범위 내에서도 상단에 가까운 평가를 받을 만하다고 본다. 이에 따라 당사의 목표주가 300 달러는 2027년 예상 EV/FCF에 56 배를 적용해 산출했다. 이는 2027년 예상 매출 78.7억 달러 기준 EV/매출액 14 배에 해당한다.

경영진 전망

FY2Q27 가이던스

- 제품 매출은 14.15억~14.20억 달러로 예상되며, 전년동기대비 30% 성장을 의미한다.
- Non-GAAP 영업이익률은 12.5%로 예상된다.
- 보통주 주주에게 귀속되는 순이익 기준 Non-GAAP 희석 주당순이익 계산에 사용되는 가중평균 희석주식수는 3.75억 주로 예상된다.

FY27 가이던스

- 제품 매출은 58.4억 달러로 예상되며, 전년동기대비 31% 성장을 의미한다. 이는 기존 가이던스 56.6억 달러, 전년동기대비 27% 성장에서 상향된 수준이다.
- Non-GAAP 제품 매출총이익률은 75.0%로 예상된다.
- Non-GAAP 영업이익률은 13.5%로 예상되며, 기존 가이던스 12.5%에서 상향됐다.
- Non-GAAP 조정 잉여현금흐름 마진은 23.0%로 예상된다.
- 보통주 주주에게 귀속되는 순이익 기준 Non-GAAP 희석 주당순이익 계산에 사용되는 가중평균 희석주식수는 3.76억 주로 예상된다.

추정치 업데이트

(\$ in millions, except EPS)	1Q27A			2Q27E			FY27E			FY28E		
	Actual	Previous	Variance ¹	New	Previous	Variance ¹	New	Previous	Variance ¹	New	Previous	Variance ¹
Revenue and EPS												
Total Revenue	\$1,391.0	\$1,325.0	\$65.9	\$1,475.3	\$1,426.2	\$49.1	\$6,071.4	\$5,912.9	\$158.5	\$7,869.2	\$7,177.5	\$691.6
Y/Y Growth	33.5%	27.2%	5.0%	28.9%	24.6%	3.4%	29.6%	26.2%	2.7%	29.6%	21.4%	9.6%
Product Revenue	\$1,334.3	\$1,265.4	\$69.0	\$1,417.8	\$1,365.6	\$52.2	\$5,834.6	\$5,663.3	\$171.2	\$7,597.4	\$6,891.2	\$706.2
Y/Y Growth	33.9%	26.9%	5.5%	30.0%	25.2%	3.8%	30.5%	26.6%	3.0%	30.2%	21.7%	10.2%
Professional Services and Other Revenue	\$56.6	\$59.7	(\$3.0)	\$57.5	\$60.6	(\$3.1)	\$236.9	\$249.6	(\$12.7)	\$271.8	\$286.3	(\$14.6)
Y/Y Growth	25.1%	31.8%	(5.1%)	5.5%	11.2%	(5.1%)	11.9%	17.9%	(5.1%)	14.7%	14.7%	(5.1%)
Non-GAAP EPS	\$0.39	\$0.37	\$0.03	\$0.54	\$0.46	\$0.08	\$2.28	\$2.15	\$0.12	\$3.43	\$2.87	\$0.56
Y/Y Growth	67.7%	56.1%	7.4%	55.0%	32.3%	17.1%	82.4%	72.4%	5.8%	50.6%	33.2%	19.6%
Cash Flow												
CFFO	\$243.2	\$372.2	(\$128.9)	\$205.6	\$105.0	\$100.6	\$1,482.9	\$1,469.9	\$13.0	\$2,030.2	\$1,892.9	\$137.3
Y/Y Growth	6.5%	63.0%	(34.6%)	174.5%	40.2%	95.9%	21.4%	20.3%	0.9%	36.9%	28.8%	7.3%
FCF	\$232.8	\$347.2	(\$114.4)	\$180.6	\$80.0	\$100.6	\$1,397.5	\$1,369.9	\$27.6	\$1,922.2	\$1,784.9	\$137.3
Y/Y Growth	26.9%	89.3%	(32.9%)	210.2%	37.3%	125.9%	24.7%	22.3%	2.0%	37.5%	30.3%	7.7%
Adjusted FCF	\$265.5	\$347.2	(\$81.6)	\$180.6	\$80.0	\$100.6	\$1,430.2	\$1,369.9	\$60.3	\$1,922.2	\$1,784.9	\$137.3
Y/Y Growth	28.7%	68.3%	(23.5%)	166.5%	18.0%	125.9%	19.9%	15.8%	4.4%	34.4%	30.3%	7.7%
Margins												
Product Revenue Gross Margin (Non-GAAP)	75.1%	75.0%	0.1%	75.0%	75.0%	0.0%	75.0%	75.0%	0.0%	74.5%	74.5%	0.0%
Professional Services and Other Revenue (Non-GAAP)	(8.2%)	0.0%	(8.2%)	0.0%	0.0%	0.0%	(2.0%)	0.0%	(2.0%)	0.0%	0.0%	0.0%
Total Gross Margin (Non-GAAP)	71.8%	71.6%	0.1%	72.1%	71.8%	0.3%	72.0%	71.8%	0.2%	71.9%	71.5%	0.4%
Operating Margin (Non-GAAP)	11.9%	9.0%	2.9%	12.5%	10.8%	1.7%	13.5%	12.5%	1.1%	15.6%	14.1%	1.5%

Source: Company reports and Siftel estimates

Snowflake Income Statement

	Apr 25	Jul 25	Oct 25	Jan 26	Apr 26	Jul 26	Oct 26	Jan 27	Apr 27	Jul 27	Oct 27	Jan 28	FY 2028E	
	F1Q2	F2Q2	F3Q2	F4Q2	F1Q2	F2Q2	F3Q2	F4Q2	F1Q2	F2Q2	F3Q2	F4Q2	F28C27E	
Revenues														
Product Revenue	996.8	1,090.5	1,158.4	1,226.6	4,472.3	1,334.3	1,417.8	1,511.2	1,571.2	5,834.6	1,729.1	1,860.3	2,046.7	7,597.4
Professional Services and Other Revenue	45.3	54.5	54.5	57.4	211.6	56.6	57.5	60.3	62.5	236.9	65.0	65.9	69.2	271.8
Total Revenue	1,042.1	1,145.0	1,212.9	1,284.0	4,683.9	1,391.0	1,475.3	1,571.5	1,633.7	6,071.4	1,794.0	1,926.2	2,115.9	7,869.2
Total Cost of Product Revenue (Non-GAAP)	242.7	256.9	279.2	305.2	1,083.9	331.6	354.5	377.8	392.8	1,456.7	440.9	474.4	500.1	1,937.3
Total Cost of Professional Services and Other Revenue (Non-GAAP)	47.3	52.8	53.4	58.1	211.6	61.3	57.5	60.3	62.5	241.5	65.0	65.9	69.2	271.8
Total Cost of Revenue (Non-GAAP)	290.0	309.7	332.6	363.3	1,295.5	392.9	411.9	438.1	455.3	1,698.2	505.9	540.3	569.3	2,209.1
Gross Profit of Product Revenue (Non-GAAP)	794.1	888.1	933.7	978.8	3,364.4	1,059.4	1,120.8	1,193.7	1,240.9	4,614.7	1,353.1	1,451.3	1,616.6	5,930.1
Gross Profit of Professional Services and Other Revenue (Non-GAAP)	(20.0)	(1.2)	(0.9)	(0.5)	2,898.7	(4.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(4.6)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
Gross Profit (Non-GAAP)	774.1	886.9	932.8	978.3	3,657.1	1,055.4	1,119.8	1,193.7	1,240.9	4,610.1	1,353.1	1,451.3	1,616.6	5,930.1
Operating Income (Non-GAAP)	91.7	127.6	131.3	139.2	489.7	165.8	184.1	225.0	245.6	820.5	274.5	297.6	313.9	1,224.6
Impairment (Non-GAAP)	(28.1)	(5.0)	(1.9)	(24.1)	(150.0)	(9.6)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(15.6)	(15.6)	(2.0)	(2.0)	(8.0)
S&M (Non-GAAP)	357.9	392.1	429.6	447.9	1,627.5	471.8	501.6	510.8	522.8	2,007.0	565.1	606.8	667.3	2,478.8
R&D (Non-GAAP)	238.8	247.1	254.5	263.2	1,003.7	284.3	299.5	314.3	326.7	1,224.9	358.8	385.2	406.1	1,563.2
G&A (Non-GAAP)	63.8	68.5	64.9	70.4	267.5	76.1	78.2	83.3	83.3	320.9	89.7	96.3	101.5	393.5
Total Stock-comp	(408.7)	(436.2)	(442.4)	(423.4)	(1,710.7)	(433.7)	(457.3)	(487.2)	(506.4)	(1,884.6)	(502.3)	(539.3)	(568.6)	(2,203.4)
Total Amortization expense of acquired intangible assets	(24.1)	(27.8)	(23.9)	(29.4)	(105.1)	(40.6)	(44.3)	(47.1)	(49.0)	(181.0)	(53.8)	(57.8)	(60.9)	(236.1)
Total Operating Expenses (Non-GAAP)	600.5	707.7	749.0	781.5	2,898.7	822.3	879.3	908.4	932.8	3,552.7	1,013.6	1,088.3	1,147.3	4,435.5
Operating Income (Non-GAAP)	173.6	179.2	183.8	196.8	759.4	233.1	240.5	285.3	248.1	2,058.7	340.5	363.0	469.3	1,494.6
Income tax expense (Non-GAAP)	(28.1)	(5.0)	(1.9)	(24.1)	(150.0)	(9.6)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(15.6)	(15.6)	(2.0)	(2.0)	(8.0)
Total Other Income (E expense) (Non-GAAP)	25.1	44.5	43.6	18.3	131.6	31.6	43.0	43.0	43.0	160.8	43.0	43.0	43.0	172.0
Income (Loss) before taxes (Non-GAAP)	116.8	172.1	174.9	157.5	621.3	197.3	227.1	268.0	286.6	961.0	317.5	340.6	356.9	1,396.6
Income tax expense (benefit) (Non-GAAP)	(29.2)	(43.1)	(43.7)	(39.4)	(145.3)	(49.3)	(25.0)	(25.0)	(25.0)	(124.3)	(25.0)	(25.0)	(25.0)	(100.0)
Net Income (Non-GAAP)	87.3	129.3	131.2	118.1	476.0	148.0	202.1	243.0	261.6	836.7	292.5	315.6	331.9	1,296.6
EPS (Non-GAAP)	0.24	0.35	0.35	0.32	1.25	0.39	0.54	0.65	0.70	2.28	0.78	0.84	0.88	3.43
Diluted Shares Outstanding (Non-GAAP)	370.9	372.4	373.4	374.0	372.7	375.0	375.5	376.0	376.5	375.8	377.0	378.0	378.5	377.8
FCF	103.4	36.2	113.6	76.1	1,200.3	232.0	180.6	94.8	89.3	1,393.5	668.7	45.6	236.3	931.0
Incremental Product Gross Margin	70.8%	76.5%	74.5%	72.8%	24%	73.6%	70.2%	72.1%	74.6%	72.3%	72.9%	72.8%	72.8%	24%

Margin Analysis

	Apr 25	Jul 25	Oct 25	Jan 26	Apr 26	Jul 26	Oct 26	Jan 27	Apr 27	Jul 27	Oct 27	Jan 28	FY 2028E
Revenue Mix													
Product Revenue as % of Total Revenue	95.7%	95.2%	95.5%	95.5%	95.5%	95.9%	96.1%	96.2%	96.2%	96.2%	96.4%	96.6%	96.6%
Professional Services and Other Revenue (Self-Managed) as % of Total Revenue	4.3%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.1%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.6%	3.4%	3.4%
Margin Analysis													
Gross Margin of Product Revenue (Non-GAAP)	75.7%	76.4%	75.9%	75.1%	75.8%	75.1%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	74.5%	74.5%	74.5%
Gross Margin of Professional Services and Other Revenue (Non-GAAP)	(4.4%)	3.0%	2.1%	(1.3%)	0.0%	(8.2%)	0.0%	0.0%	0.0%	(2.0%)	0.0%	0.0%	0.0%
Gross Margin (Non-GAAP)	72.2%	73.0%	72.6%	71.7%	72.3%	33.9%	71.8%	72.1%	72.1%	72.0%	71.8%	72.0%	71.9%
S&M as % of Revenue (Non-GAAP)	34.3%	34.2%	35.4%	34.9%	34.7%	31.8%	34.0%	32.5%	32.0%	31.1%	31.5%	31.5%	31.5%
R&D as % of Revenue (Non-GAAP)	22.9%	21.6%	21.0%	20.5%	21.4%	20.4%	20.3%	20.0%	20.0%	20.2%	20.0%	20.0%	19.5%
G&A as % of Revenue (Non-GAAP)	6.1%	6.0%	5.4%	5.5%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%	5.1%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
Total Stock-comp as % of Revenue	(39.2%)	(38.1%)	(36.5%)	(33.0%)	(36.3%)	(31.2%)	(31.0%)	(31.0%)	(31.0%)	(31.0%)	(28.0%)	(28.0%)	(28.0%)
Total Amortization expense of acquired intangible assets as % of Revenue	(2.3%)	(2.3%)	(2.0%)	(2.3%)	(4.1%)	(1.2%)	(1.5%)	(1.5%)	(1.5%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)
Total Non-GAAP add-backs as % of Revenue	(1.2%)	(0.3%)	(0.5%)	(0.3%)	(1.2%)	(0.3%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)
Operating Margin (Non-GAAP)	8.8%	11.1%	10.8%	10.8%	10.8%	11.9%	12.5%	14.3%	15.0%	13.5%	15.3%	15.5%	16.0%
Tax Rate (Non-GAAP)	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	11.0%	9.3%	8.7%	12.7%	7.9%	7.0%	6.6%
Net Income Margin (Non-GAAP)	8.4%	11.3%	10.8%	9.2%	10.5%	10.6%	13.7%	15.5%	16.1%	14.1%	16.3%	16.4%	16.8%
FCF Margin (Non-GAAP)	17.6%	5.1%	9.4%	59.6%	23.9%	16.7%	12.2%	6.0%	54.4%	37.3%	2.4%	12.6%	44.9%

YTD Growth

	Apr 25	Jul 25	Oct 25	Jan 26	Apr 26	Jul 26	Oct 26	Jan 27	Apr 27	Jul 27	Oct 27	Jan 28	FY 2028E
Product Revenue	26.2%	31.5%	28.7%	30.0%	29.2%	33.9%	30.0%	30.5%	28.1%	30.5%	31.2%	29.8%	30.2%
Professional Services and Other Revenue	2.7%	3.1%	2.9%	3.0%	2.9%	3.5%	2.8%	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
Total Revenue	25.7%	31.8%	28.7%	30.1%	29.2%	33.5%	28.9%	29.6%	27.2%	29.6%	30.6%	29.2%	29.6%
Gross Profit of Product Revenue (Non-GAAP)	24.2%	31.5%	28.0%	28.8%	28.2%	33.0%	27.6%	28.9%	27.9%	29.2%	28.5%	28.9%	29.4%
Gross Profit of Professional Services and Other Revenue (Non-GAAP)	(210.9%)	(31.8%)	(330.7%)	(105.0%)	(99.1%)	(132.2%)	0.0%	0.0%	0.0%	(95.77.6%)	0.0%	0.0%	100.0%
Gross Profit (Non-GAAP)	23.5%	31.3%	28.1%	28.6%	27.0%	32.7%	27.3%	28.7%	28.0%	29.1%	30.3%	28.9%	29.4%
S&M (Non-GAAP)	14.5%	26.9%	26.1%	36.2%	26.0%	31.8%	27.9%	18.9%	16.7%	23.3%	21.0%	25.2%	23.5%
R&D (Non-GAAP)	17.6%	16.2%	13.3%	14.0%	10.2%	19.1%	21.2%	23.5%	24.1%	22.0%	26.2%	29.2%	27.6%
G&A (Non-GAAP)	11.6%	15.8%	3.1%	10.6%	10.2%	19.4%	14.2%	28.3%	18.4%	20.0%	17.9%	23.2%	22.6%
Total Stock-comp	(13.4%)	(16.8%)	(16.0%)	(5.7%)	(9.6%)	(6.1%)	(4.9%)	(10.1%)	(18.4%)	(10.2%)	(15.8%)	(16.7%)	(16.9%)
Total Amortization expense of acquired intangible assets	(1.3%)	(1.3%)	(1.2%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.3%)
Operating Expense (Non-GAAP)	152.0%	101.5%	123.2%	49.9%	11.3%	80.8%	44.3%	71.8%	72.5%	67.5%	65.8%	63.9%	49.9%
EPS (Non-GAAP)	64.6%	95.4%	73.8%	4.4%	51.4%	67.7%	55.0%	83.9%	121.6%	82.4%	96.6%	55.3%	34.5%
Billings	35.8%	40.0%	28.1%	36.6%	35.7%	11.9%	30.0%	28.6%	17.1%	21.8%	53.0%	30.9%	31.4%
FCF	(44.7%)	(1.0%)	45.2%	84.2%	26.7%	26.9%	210.2%	(16.6%)	16.2%	24.7%	187.3%	(74.8%)	170.5%

Source: Company reports and S&M estimates

투자 의견 제시 근거

SNOW의 클라우드 기반 데이터 플랫폼은 기업들이 정형 및 반정형 데이터를 더 효과적으로 분석하고 활용할 수 있도록 돕는다. 특히 사용량 기반 과금 모델과 사용하기 쉽고 확장성 높은 플랫폼을 바탕으로 기존 데이터웨어하우스 시장을 빠르게 변화시키고 있다. 당사는 SNOW가 향후에도 높은 성장세를 이어갈 수 있다고 판단한다. 데이터와 워크로드 증가, 신규 고객 확보, 기존 고객 대상 업셀·크로스셀, 신제품 출시, 해외 시장 확대 등 다양한 성장 동력을 보유하고 있기 때문이다. 이를 바탕으로 향후 몇 년간 35% 이상의 매출 성장을 지속할 수 있을 것으로 본다. 성장 기회가 큰 만큼 SNOW는 당분간 투자 확대 기초를 유지할 가능성이 높다. 다만 시간이 지날수록 영업 레버리지가 나타날 여지도 충분하다고 판단한다.

목표주가 산정 방법 및 위험 요인

당사의 목표주가 300 달러는 2027년 예상 EV/FCF에 약 56 배를 적용해 산출했다. 이는 2027년 예상 EV/매출액 약 14 배에 해당한다.

목표주가에 대한 주요 리스크는 다음과 같다. 클라우드 기반 데이터웨어하우스 시장이 예상만큼 성장하지 않을 가능성, 매크로 및 규제 환경 변화에 따른 수요 둔화, 사용량 기반 과금 모델 특성상 순수 구독 모델보다 매출 가시성이 낮다는 점, M&A 통합 리스크, 치열하고 빠르게 변화하는 경쟁 환경, 서비스 중단이나 개인정보 침해 발생 시 운영 및 보안 리스크, 해외 시장 성장 둔화 가능성, 계절성, 이종의결권 구조 등이 있다.

Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 SI 번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 자료 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

한국투자증권 리서치 리포트 - 제베포 및 복제 불가