

2026년 10월 28일 | 키움증권 리서치센터

글로벌리서치팀 | 미국주식

Neo and Beyond: 네오클라우드와 파워드셀

US Equity Analyst 박기현 | RA 조호준





목차

Executive Summary	03
AI 연산과 전력망 병목: 두 산업의 수익 구조와 자본비용	03
I. [시장 환경] AI 연산 수요와 전력망의 수급 불균형	09
II. [밸류체인] 빅테크의 한계와 인프라 분업화	14
III. [네오클라우드] 수익 구조와 영업 레버리지	26
IV. [전력 병목] Time to Power의 계량화	39
V. [파워드셀 임대인] 신용과 잔여 전력의 두 축	46
VI. [투자전략] 포트폴리오 전략 및 종목별 의견	58
종목 분석	66
아이렌 (IREN.US)	67
네비우스 그룹 (NBIS.US)	73
테라울프 (WULF.US)	79
사이퍼 디지털 (CIFR.US)	85
허트 8 (HUT.US)	91
갤럭시 디지털 (GLXY.US)	96

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

Executive Summary

AI 연산과 전력망 병목: 두 산업의 수익 구조와 자본비용

시간과 신용이 결정하는 네오클라우드와 파워드셀의 가치

AI 인프라 병목은 연산(Compute)과 전력(Power)의 두 축에서 심화되고 있다. 이에 따른 수익화 모델 역시 수개월~6년 확약형(take-or-pay) 계약 중심 네오클라우드와 10~20년 장기 NNN 리스 기반의 파워드셀 임대인으로 양분된다. 당사는 두 모델의 수익 구조를 '전력망 연계 시점(Time to Power)'과 '거래상대방 신용(Counterparty Credit)'이라는 변수로 비교 분석한다.

두 변수에 주목하는 이유는 양대 모델 모두 대규모 자본을 선투입한 뒤 매출이 후행하는 구조이기 때문이다. GPU 서버와 데이터센터 건물은 계약 시점에 부채로 매입되나, 실제 매출과 임대료는 전력 인입 후 상업 가동(COD) 이후에야 발생한다. 코어워브(CRWV)는 총 계약 전력 4.2GW 중 가동 용량이 1.5GW에 불과하며, 입고됐으나 가동 전인 설비의 감가상각비와 이자비용은 매출 없이 반영된다. 즉, 계약부터 상업 가동까지의 시차(Lead time)가 길수록 무수익 상태로 묶이는 자본이 커지며, 이 자본의 조달 비용은 최종 고객사의 신용등급에 연동된다.

실제로 투자등급(IG) 고객 계약을 담보로 한 GPU 파이낸싱 금리는 6.0% 수준인 반면, 비IG 고객 담보 금리는 9.0%에 달한다. 양대 산업의 기업가치가 시장금리보다 '상업 가동의 조기 달성 여부(시간)'와 '거래상대방의 디폴트 리스크(신용)'에 민감한 이유다. 10월 섹터 급락에서 이 신용 사다리는 채권 가격에서만 작동했다. CRWV 무담보채 유통수익률이 15~16%까지 오른 반면, 9종목의 주가는 레버리지나 테넌트 구성과 무관하게 21~49% 함께 빠졌다. 개별 신용이 아니라 섹터 전체의 할인율이 재산정된 것이다.

이번 조정은 두 갈래로 해석된다. 금리 인상 우려와 단기 수급 부담에 따른 '일시적 자본비용 재산정(Repricing)'이거나, 차입 조달한 GPU의 회수 기간이 계약 만기와 경제적 내용연수를 초과할 수 있다는 '사업 모델의 구조적 디레이팅(De-rating)'이다. 전자라면 금리 우려의 되돌림과 함께 종전 조건의 구조화 금융이 재개되며 진정된다. 후자라면 주가가 반등해도 조달 여건이 정상화되지 않는 한 단위당 경제성(Unit Economics)이 성립하기 어렵다. 단정하기는 이르며, MSFT·AMZN 실적(10/28~29)의 2027년 CapEx 가이드를 시작으로 12월까지 확인될 담보부 조달 조건과 신규 사이트의 상업 가동 성과가 방향성을 가를 분수령이다.

당사는 단기 주가 변동성과 무관하게 중장기 AI 인프라 공급 병목은 지속될 것으로 판단하며, 전력 인입 권리를 선점해 상업 가동 시점을 스스로 통제하는 사업자의 구조적 우위에 주목한다. 섹터 내 최선호주(Top Picks)로는 업황 개선 시 기 확보 전력의 조기 가동에 따른 실적 레버리지가 크고, 업황 부진 시에도 우량 장기 계약과 이미 연결된 계통망이 실적 하방을 받치는 IREN(네오클라우드)과 WULF(파워드셀 임대인)를 제시한다.

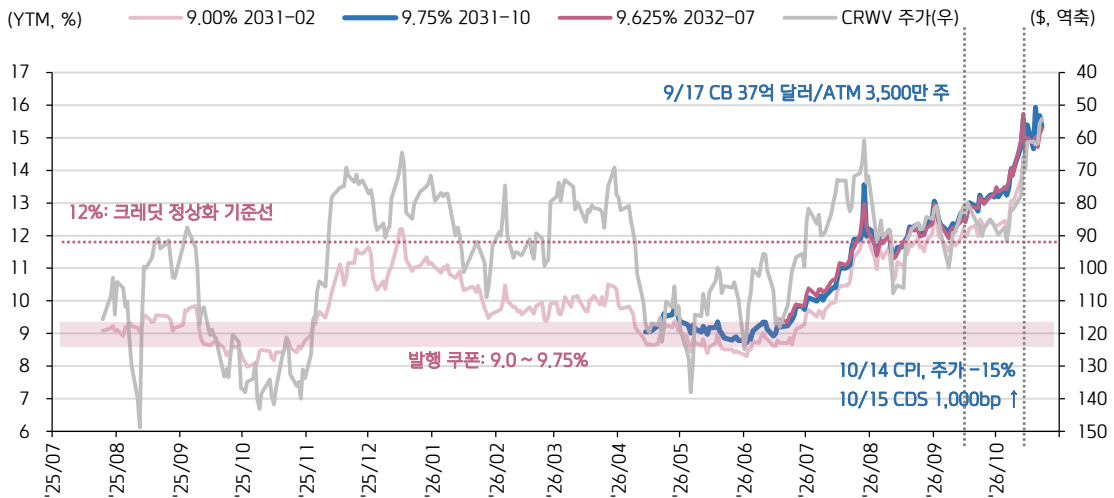
다만 이 방어력은 업황에 대한 것이다. 10월처럼 섹터 할인율이 일괄 재산정되는 국면에서는 두 종목도 예외가 아니었다(IREN -40%, WULF -24%). 이런 국면에서 종목을 가르는 것은 펀더멘털이 아니라 향후 12개월의 추가 조달 규모와 주식 의존도다. 따라서 두 종목의 선정은 담보 금융이 종전 조건에서 계속 집행된다는 전제 위의 선택이며, 조달 조건이 깨지면 추가 조달 필요액이 가장 작은 종목으로 선호 기준을 바꾼다.

2026년 10월 조정: 사실과 두 가지 해석

10월 6일 이후(10/23 종가 기준) 네오클라우드 3사 주가는 36~41%, 파워드셀 임대인은 21~49% 급락했다. 조정의 발단은 주식이 아니라 채권이었다. 코어위브(CRWV)의 2031, 2032년물 유통수익률은 발행 쿠폰(9~9.75%)을 크게 웃도는 15~16%까지 올랐는데, 이 수익률은 CRWV가 지금 무담보로 새로 빌릴 때 내야 할 금리에 가깝고 2031~32년 만기 차환 비용의 가늠자다. 9월 17일 37억 달러 전환사채(CB) 발행과 최대 3,500만 주 ATM 설정으로 물량 부담이 쌓인 상태에서, 10월 둘째 주 9월 CPI 서프라이즈에 따른 연준의 12월 금리 인상 우려, 창업자 지분 매도 보도, 네오클라우드 통합합 전망이 겹쳤다. 같은 기간 하이퍼스케일러와 반도체의 낙폭은 제한적이었다.

- 해석 ① (자본비용 재평가):** 수요 쪽은 달라진 것이 없다. 신규 단기 계약 단가는 MW 당 연 4,000 만 달러까지 올랐고, 신규 계약의 선수금이 설비투자의 45~60%를 충당하며(NBIS·IREN), 하이퍼스케일러 자체 캠퍼스의 완공 지연이 외주 수요를 받치고 있다. 공급자이자 주주인 엔비디아의 CEO도 10/22 네오클라우드의 계약은 수요가 아니라 자본이라고 말했다. 주가 낙폭이 레버리지나 테넌트 구성과 무관하게 9 종목에 일괄적이었다는 점도 이 해석을 뒷받침한다. 같은 현금흐름을 더 높은 할인율로 평가했다는 뜻이지, 특정 기업의 신용이 깨졌다는 뜻이 아니다. 이 해석이 맞다면 금리 인상 우려가 진정되고 10 월 이후 첫 계약 담보 파이낸싱이 종전 조건(SOFR+213~300bp)에서 성사되는 순간 조정은 해소된다.
- 해석 ② (사업 모델 재평가):** 15~16%의 유통수익률은 시장이 CRWV 단독 신용의 자본 회수 가능성을 의심하기 시작했다는 뜻이다. 구조는 이렇다. GPU 는 4~6 년 안에 원금을 회수해야 하는데 고객 계약은 수개월~6 년이고 부채는 그보다 길다(만기 불일치). 계약이 끝나는 시점의 재계약 단가와 2031~2032 년 차환 금리, 두 변수가 모두 나빠지면 회수 기간이 계약을 넘어선다. 15~16%는 그 두 변수를 비관적으로 본 가격이다. 이 해석이 맞다면 주가가 반등해도 조달 조건이 회복되지 않는 한 신규 증설의 단위당 경제성(Unit Economics)은 성립하지 않으며, 담보 조달이 SOFR+400bp 이상에서 굳어지거나 재계약 단가가 MW 당 2,000 만 달러 아래로 내려오는 것이 확인 신호다.

[그림 0-1] CRWV 회사채 유통수익률 (미드 YTM, %) vs 주가



자료: LSEG, 키움증권 리서치

당사 판단: AI 버블인가 — 2000년 광섬유의 세 조건으로 점검

본 보고서의 질문은 AI 산업 전반의 버블 여부가 아니라 'AI 인프라가 버블 형태로 구축되고 있는가'다. 선례인 2000년 광섬유 버블의 징후는 셋이었다. 통신사들은 계약 없이 수요 예측만으로 선로를 깔았고, 자금은 자체 신용의 하이일드 채권으로 조달했으며, 내용연수 20년 자산의 원금 회수에는 수요가 수배 높아야 했다. 현재 지표를 이 세 조건에 대입한다.

- **첫째, 무계약 착공 여부다.** 네오클라우드 주요사는 설비투자의 절반가량을 선수금으로 받은 뒤 증설하고(NBIS·IREN 45~60%), 임대인의 기체결 물량은 10~20년 계약 위에서 건설된다. 미계약 선행 착공분은 V-7에서 옵션 가치로 평가한다.
- **둘째, 차입 주체의 신용도다.** 신규 조달의 주축은 IG 고객 계약 담보 금융(SOFR+213~300bp)이고, 잔액의 중심인 전환사채는 0~2% 쿠폰의 주식 연동 자본이라 2000년의 자기 신용 하이일드와 다르다. 10월에 조달 비용이 오른 곳은 CRWV 무담보채뿐이며, 담보부 조건이 달라진 신호는 아직 없다.
- **셋째, 자산 수명 내 투자금 회수 가능성이다.** 혼합 단가(MW당 연 1,000만 달러) 기준 회수 기간은 3.7년, 중기 계약 단가(2,000만 달러) 기준 1.5년으로 모두 계약 기간(5년)과 GPU 수명(4~6년) 안이다.

즉 세 조건 중 현재 부합하는 것은 없다. 10월 주가 하락은 외견상 버블 붕괴와 비슷했지만 세 조건은 훼손되지 않았다. 다만 광섬유 버블과 다른 결의 취약점이 있다. 최종 수요가 소수 하이퍼스케일러의 투자 기조와 비상장 AI 연구소의 조달 여력에 편중돼 있다. Anthropic이 그 예로, 계약 14GW 중 가동은 2.3GW뿐이고 잔여는 2027년에 집중 가동된다. 컴퓨트 약정은 가동 시점부터 사용 여부와 무관하게 지불되므로 약정 5,180억 달러의 지급도 2027년부터 본격화되며, 그 재원은 오는 11월 IPO다.

결국 수요처의 지불 능력이 주식시장 환경과 하이퍼스케일러의 신용보강(Backstop)에 의존한다. 현 구조가 흔들린다면 자산 가격 붕괴보다 거래상대방 신용 이벤트 형태일 가능성이 높다. 임대인의 신용 축(Google·Amazon 보증)과 네오클라우드의 IG 앵커 계약 여부를 중목 선별의 첫 기준으로 삼는 이유다. 당사 판단은 "아직 아니다"이며, 점검 지표는 담보부 조달 조건(SOFR+400bp 이상 고착 여부), 재계약 단가(MW당 2,000만 달러 방어 여부), 통전 일정(ERCOT 12월 결정과 기술 연구 마감)이다. 하나라도 벗어나면 판단을 변경한다.

[그림 0-2] 버블 조건 점검: 2000년 광섬유 vs 2026년 AI 인프라

버블의 조건	2000년 광섬유	2026년 AI 인프라	켜지는 신호
① 계약 없이 짓는가	수요 예측 기반 투기적 건설	선수금 설비투자의 45~60% (NBIS·IREN), 임대인은 장기 계약 후 착공	미계약 착공 비중 상승, 선수금 비중 하락
② 누구 신용으로 빌리는가	발행사 자기 신용 하이일드	신규 조달은 IG 계약 담보 SOFR+213~300bp, 잔액은 저쿠폰 전환사채: 자기 신용 무담보채는 CRWV(15~16%)	담보 금융 SOFR+400bp 이상 고착, 비IG 담보 비중 10% 초과
③ 회수가 수명 안에 끝나는가	20년 자산, 수요 수 배 증가 가정	회수 1.5~3.7년 < 계약 5년 < GPU 수명 4~6년	재계약 단가 MW당 2,000만 달러 하회

자료: 각사 공시, 키움증권 리서치 / 주: 광섬유 열은 서술형 비교이며 수치 비교가 아님

AI 산업의 연산 및 전력 결핍 현황

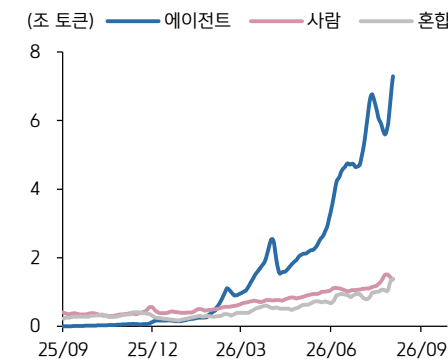
- **[수요]** 단순 유저 수보다 워크로드 집약도(Intensity)가 총수요를 견인한다. AI 에이전트는 단일 쿼리당 평균 9 회, 최대 71 회의 연속 모델 호출(Call)을 유발하며, 추론 비용이 연간 13 배 급감하는 동안 총 토큰 소비량은 이를 크게 상회하는 탄력적 증가세를 나타냈다. 다만 알고리즘 효율 개선과 프런티어 모델 성능 개선 정체가 맞물릴 경우 토큰 수요 증가율은 둔화될 여지가 있다.
- **[공급]** HBM 생산능력과 전력망 계통연계 대기열(Queue)이 공급 확대를 제한하고 있다. 계약 전력과 실제 과금(Billing) 용량의 괴리는 네오클라우드 3 사에 공통된다. 이러한 괴리는 구조적 인프라 공급 부족의 방증인 동시에, 데이터센터 설비 원가는 선투입되나 매출은 상업 통전 이후 인식되는 네오클라우드 고유의 시차(J-커브) 손실 구조를 드러낸다.

두 모델의 수익 구조와 위험

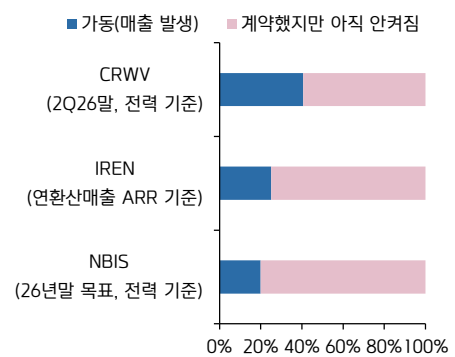
- **네오클라우드:** GPU 클러스터를 직접 확보해 수개월~6 년 확약 계약으로 임대한다(일부 온디맨드). 상방(Upside)은 인프라 부족 국면의 스팟 단가 프리미엄, 가동 전환에 따른 영업 레버리지, 선수금 및 우량 계약 담보 조달을 통한 자본비용 절감이다. 하방(Downside)은 재계약 단가 하락, 세대교체에 따른 GPU 잔존가치 하락, 차입 조달 여건 악화다.
- **파워드셀 임대인:** 암호화폐 채굴 과정에서 선점한 부지와 계통 용량 위에 건물을 신축하고, 전력이 인입된 인프라 공간을 10~20 년 장기 NNN 계약으로 공급한다. 상방(Upside)은 미계약 전력의 신규 수주화 및 완공 자산의 원가 대비 2~3 배 재평가이며, 하방(Downside)은 입주 테넌트의 신용 리스크, 준공 및 인도 지연, 시공 원가 상승이다.

요컨대 네오클라우드는 '현재의 단가(Pricing)', 파워드셀은 '미래의 기간(Duration)'에 민감하다. 두 모델 공히 상업운전 개시일(COD)이 매출 인식을, 테넌트 신용등급이 자산담보대출 및 프로젝트 본드의 조달 금리를 결정한다.

[그림 0-3] 에이전트 토큰 수요 반년 만에 14배 증가 [그림 0-4] 네오클라우드 계약 대비 가동률



자료: OpenRouter, a16z, 키움증권 리서치



자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

당사 판단과 3대 핵심 전제

수직통합 네오클라우드는 기통전 계통 안의 증설 일정을 자체 통제하고 우량(IG) 계약을 담보로 조달비용을 낮출 수 있어 공급 부족 장기화 국면에서 유리하며, 파워드셀 임대인은 미계약 전력을 우량 고객 장기 계약으로 락인(Lock-in)할 수 있어 병목 완화 이전 전환기 국면에서 상대적 우위를 점할 것으로 판단한다.

판단의 핵심 전제는 ① 투자등급(IG) 고객 계약 담보 GPU 금융이 종전 조건(SOFR+213~300bp)에서 유지, ② 하이퍼스케일러의 2027년 CapEx 가이드스 유지와 재계약 단계(중기 계약 기준)의 MW당 2,000만 달러 이상 유지, ③ ERCOT 12월 Base Load 잔류와 기술 연구 마감(2027년 상반기) 확정이다. 이 세 전제는 앞의 버블 조건 점검 지표와 같다. 상기 전제 중 하나라도 훼손될 경우 당사 판단 역시 재검토한다.

종목 선정(Top Picks)은 업황 개선과 부진 양쪽에서 상대 우위가 유지되는 자산을 중심으로 압축한다.

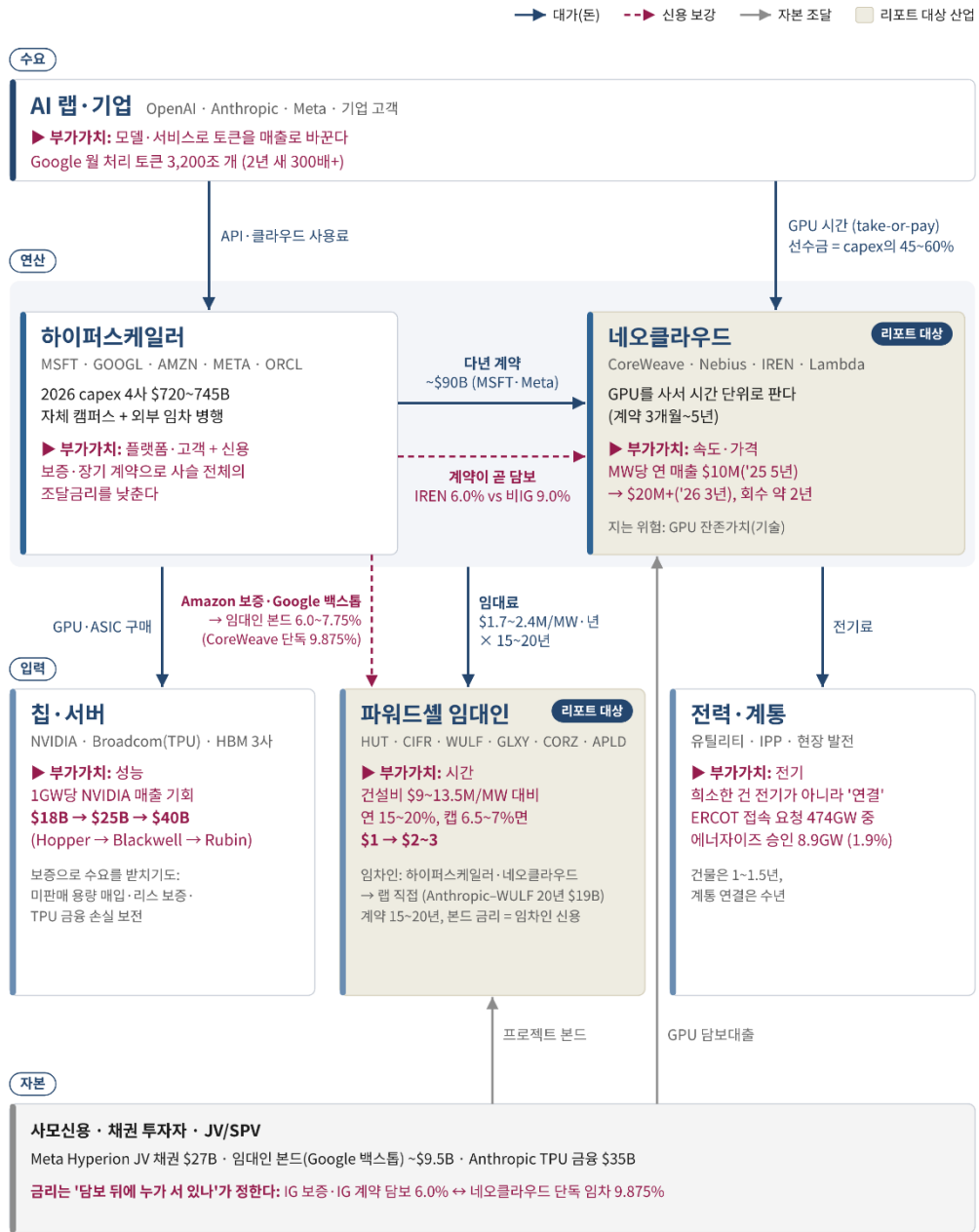
- **IREN(네오클라우드):** 자체 전력망 5GW 와 마이크로소프트(MSFT) 계약 기반 ARR 을 확보했다. 전환사채 및 주식보상(SBC)에 따른 희석과 커버리지 최대의 추가 조달 규모는 부담이나, 2027 년 증설의 과반이 기통전 계통 위에 있어 통전 일정의 외부 의존이 작다(Sweetwater 2GW 는 전제 ③에 종속).
- **WULF(파워드셀 임대인):** 기계약 전력의 계통 인입 확실성이 높다. Muskie 사이트 테넌트 미확정 리스크가 존재하나, 현 주가는 기계결 계약분 순자산가치(NAV)를 하회해 밸류에이션 하방 노출이 상대적으로 작다.

[그림 0-5] 네오클라우드 vs 파워드셀 임대인 비즈니스 모델 비교

분석 항목	네오클라우드 (Neocloud)	파워드셀 임대인 (Powered Shell Lessor)
대표 기업	NBIS, IREN (산업 벤치마크: CRWV, 비상장: Lambda)	WULF, CIFR, HUT, GLXY (비교 피어: APLD, CORZ)
수익화 대상	가속기 연산 시간 (Compute 파워 부족)	전력 인입 완료 공간 (전력망 및 부지 부족)
평균 계약 기간	수개월~6년 (단기 계약일수록 프리미엄 단가 적용)	10~20년 (초기 NNN 또는 수정총액 MG 계약)
자산 내용연수	가속기 서버 4~6년 (급격한 기술 감가)	건물 15년 이상, 변전소 및 계통 용량 수십 년
핵심 부담 위험	기술 위험 (재계약 단가 하락 및 GPU 잔존가치)	신용 위험 (10~20년 장기 임차인의 채무불이행)
자본 구조 성격	에쿼티(Equity)형 (높은 영업 레버리지 및 고베타)	크레딧(Credit)형 (고정금리 프로젝트 본드 중심)
조달금리 결정요인	최종 고객의 신용등급 (IREN: MSFT 담보 6.0% vs 비IG 9.0%)	최종 보증 및 백스톱 주체 (CIFR: Amazon 6.0% vs Google 백스톱 7.125%)
외형 성장 지표	실가동(Energized) 전력 x 단위 계약 단가	인도 완료(Delivered) Critical IT MW x 단위 임대료
주가 카탈리스트	신규 전력 에너지아이즈, 단기 단가 인상, 저리 조달 확정	계통 연구 단계 전환(Study → Base), 신규 장기계약
부족 해소 시 영향	스팟 단가 급락 및 구형 가속기 잔존가치 손상	미계약 부지 옵션가치 소멸 (기계결 임대료는 보존)
Sector Top Pick	IREN (IREN US)	TeraWulf (WULF US)

자료: 키움증권 리서치

[그림 0-6] AI 연산(Compute) 밸류체인 정리



자료: 각사 공시(8-K·10-Q·IR·실적 콜), ERCOT, 키움증권 리서치

주: 실선=대가(돈), 점선=신용 보강, 화색=자본 조달 방향. 연산층→전력 화살표는 하이퍼스케일러·네오클라우드 공통. MW는 IT 기준

· 하이퍼스케일러 CapEx는 2026년 4사 합산(MSFT는 역년 환산 추정)

· MW당 매출은 IREN-MSFT 5년 계약(\$9.7B·5년·200MW)과 IREN-Nebius 최근 계약 공시 기준

· 임대인 수익률·캡은 각사 계약 공시와 DLR 거래, NVIDIA 1GW당 매출 기회는 FY27 Q2 실적 콜(2026.8) 기준

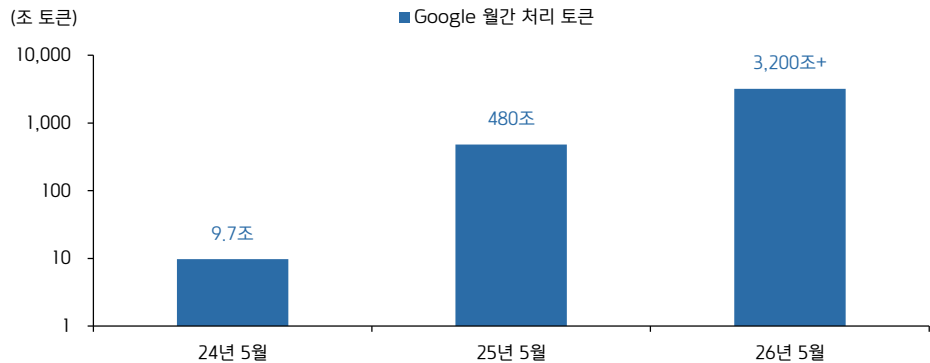
I. [시장 환경] AI 연산 수요와 전력망의 수급 불균형

I-1. 수요: 이용자 수보다 '사용 강도'가 연산 수요를 결정한다

에이전트 전환이 촉발한 토큰 소모 폭증

AI 수요를 가입자 수로 평가하면 현재의 공급 부족을 설명할 수 없다. 주요 챗봇의 MAU는 수익 명에 도달한 뒤 신규 유입세가 둔화됐으나, 컴퓨트 수요는 단위 자체가 바뀌었다. Google의 월간 처리 토큰은 2024년 5월 9.7조 개에서 2026년 5월 3,200조 개 이상으로 2년 만에 300배 넘게 늘었다. 수요 팽창의 동인은 이용자 수가 아니라 1인당·요청 1건당 연산 집약도의 상승이다.

[그림 I-1] 구글이 집계한 월간 토큰 사용량은 2년 만에 약 300배 증가



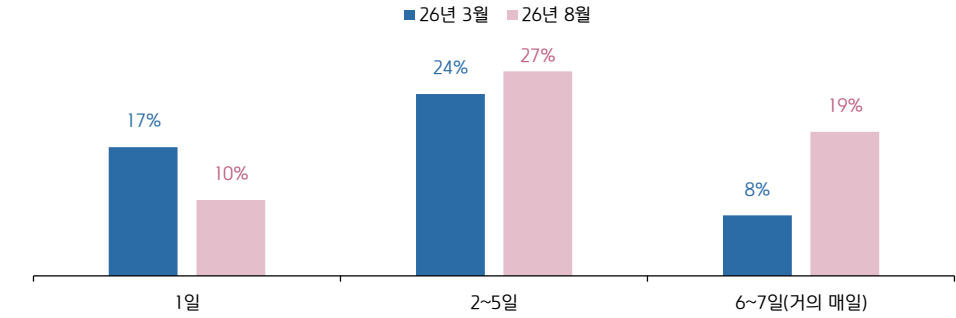
자료: Google I/O, 키움증권 리서치

수요의 질적 변화는 두 가지 축에서 관측된다.

- **(사용 빈도)** 최근 1주간 AI를 주 6~7일 사용한 미국 성인 비중은 2026년 3월 8%에서 8월 19%로 반년 만에 2배 이상 상승한 반면, 주 1일 사용자는 17%에서 10%로 줄었다. 간헐적 탐색자가 일상적 헤비 유저로 전환되는 양상이다.
- **(요청 1건당 연산량)** 추론·도구 호출·결과 검증을 반복하는 AI 에이전트는 요청 1건을 평균 9.2회, 최대 71회의 모델 호출로 분할 처리하며, 요청당 GPU 에너지 소모는 단일 턴 챗봇 대비 62~137배다. OpenRouter 기준 에이전트 토큰 소비는 2026년 2월 인간의 직접 사용량을 추월한 뒤 반년 만에 14배 늘어 인간 사용량의 5배에 도달했다. 프런티어 모델의 작업 지속 시간이 4개월마다 2배씩 늘고 있어 호출 강도는 더 높아질 전망이다.

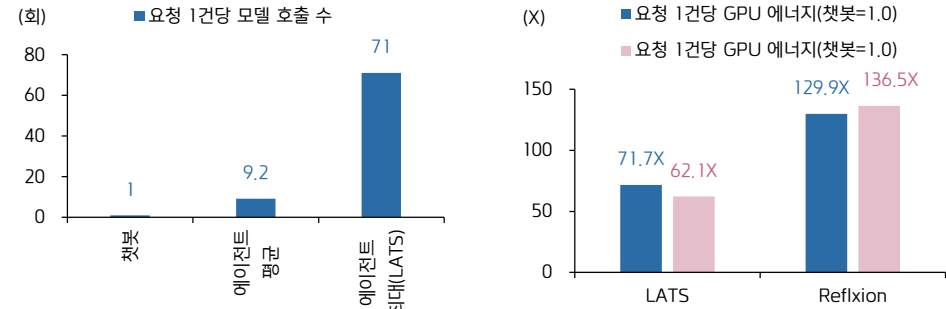
사용 강도의 증가는 가격 탄력성에서도 확인된다. 동일 성능 기준 추론 비용은 연간 약 13배 하락했으나, 비용 추정이 가능한 AI 기업 3사(Anthropic, MiniMax, Z.ai)의 비용 중 연산 지출 비중은 54~62%다. 연산 단가 하락이 모델 적용 범위를 넓히고 이것이 총 토큰 소모를 늘리는 '제번스의 역설(Jevons Paradox)'이 토큰 시장에서 재현되고 있다.

[그림 1-2] 사용자 1인당 AI 사용 빈도



자료: Epoch.ai, Ipsos 설문, 키움증권 리서치

[그림 1-3] 질문 1개당 모델 호출 수 및 GPU 에너지 활용 범위가 확대되는 중



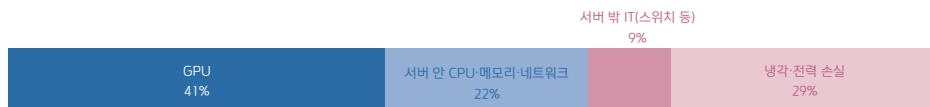
자료: "The Cost of Dynamic Reasoning" (KAIST), 키움증권 리서치

CPU 부하 가중: GPU를 대체하지 않는 추가 수요

에이전트 확산에 따른 CPU 수요는 GPU를 대체하는 것이 아니라 더해지는 수요다. 모델 추론은 GPU가 담당하고, 호출 사이의 도구 연동·샌드박스 코드 실행·데이터 파싱 등 오케스트레이션 부하가 CPU에 추가된다. 전력 측면에서도 부하는 커진다. AI 데이터센터 총 전력 가운데 GPU 몫은 41%이고, 나머지는 서버 내 컴포넌트(22%), 네트워크 스위치(9%), 냉각·손실(29%)이 차지한다. GPU 수요가 줄지 않는 상태에서 CPU가 더해지는 만큼, 전력이 인입된 부지에 대한 요구량은 늘어난다.

네오클라우드는 이 수요를 상품 라인업에 더하고 있다. 코어워브(CRWV)는 에이전트 코드 실행용 샌드박스를 제공하고 9월 30일 NVIDIA Vera CPU 도입을 발표했으며(회사 측 테스트 기준 x86 대비 샌드박스 기동 속도 3배 이상), 네비우스(NBIS)도 에이전트 오케스트레이션·도구 호출·메모리 작업용으로 Vera CPU를 포함한 범용 CPU를 GPU 옆에 늘리고 있다.

[그림 1-4] 데이터센터 전체 전력 중 GPU가 사용하는 비중



자료: Epoch AI, 키움증권 리서치

주) GB200 NVL72를 사용하는 데이터센터 피크 운용 시점 기준

I-2. 공급: 메모리·자본·전력의 3중 제약, 최종 병목은 전력

칩은 분기, 시설은 1년, 계통 인입은 수년 소요

AI 수요에 대응하는 공급망은 메모리, 자본, 전력 계통의 3대 제약에 직면해 있다. 가속기 칩은 수 분기, 데이터센터 건물은 1년 내외로 확충이 가능하나, 송전선로 연계와 수전에는 수년이 걸린다. 해소 주기가 짧은 순서대로 점검한다.

① 메모리: HBM 3사 2027년 물량 선계약 완료로 공급 상한 고착화

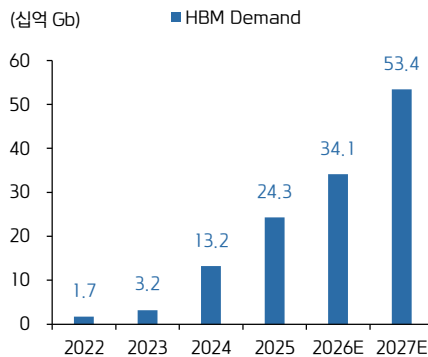
주요 AI 가속기는 예외 없이 HBM을 탑재하나 공급사는 3개사뿐이다. 3사 모두 2027년 공급 물량까지 대부분 장기 계약을 마쳤고, 신규 메모리 팹 증설에는 수년의 리드타임이 필요하다. 이에 따라 2027년 HBM 비트 출하 증가율은 50~60% 수준에 그칠 전망이다. 반도체 공급 상한은 GPU 보유 업체의 가격결정력을 지지하는 동시에, 가속기를 실장할 인프라 공간의 희소성을 키운다.

② 자본: 하이퍼스케일러 CapEx, 자체 영업현금흐름(OCF) 추월 임박

빅테크의 설비 투자는 2026년 기준 2023년 대비 약 5배 수준으로 확대될 전망이다. Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta 4사의 2026년 CapEx 가이드스 합산액은 7,200~7,450억 달러이며, 여기에 Oracle의 FY27 가이드스(900~950억 달러)가 더해진다. Alphabet과 Meta는 올해 가이드스를 연쇄 상향했다.

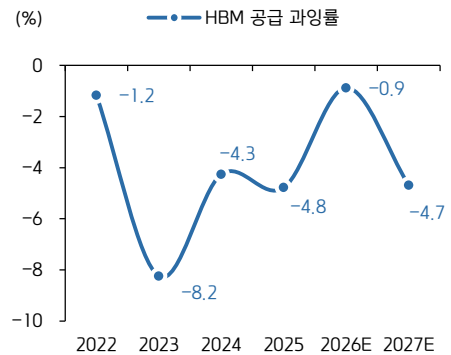
문제는 자체 창출 현금과 CapEx의 괴리다. CapEx가 연 70% 증가하는 동안 영업현금흐름은 연 23% 증가에 그쳐, 2026년 3분기 합산 기준 CapEx가 영업현금흐름을 추월할 것으로 추정된다. Oracle은 이미 역전됐고, Amazon은 2분기 TTM 잉여현금흐름(FCF)이 마이너스로 전환했다. Alphabet(2027년 1분기), Meta(2027년 3분기), Microsoft(2028년 3분기)도 순차 역전이 예상된다. 자체 현금흐름만으로 CapEx를 감당할 수 없다는 점이 2부에서 다루는 인프라 분업화와 외부 자본 조달 구조의 출발점이다. 공급망의 진단도 같다. Broadcom CEO는 자본 부족을 메모리·전력보다 앞선 최대 제약으로 꼽았고, Intel CEO는 당면 제약으로 자본과 자본비용을, 장기 과제로 ROI를 들었다(10/12 DBS 포럼). 전력이 공급의 최종 상한이라면 자본은 당면 제약이라는 뜻이다.

[그림 1-5] 꾸준히 증가하는 HBM 수요



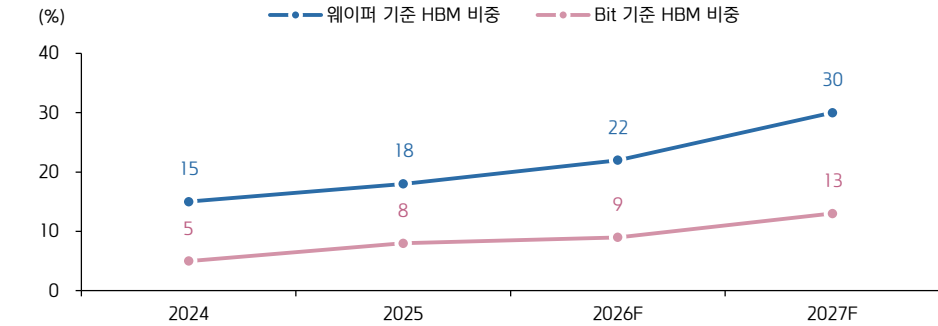
자료: 키움증권 리서치

[그림 1-6] HBM 공급은 수요에 비해 미달



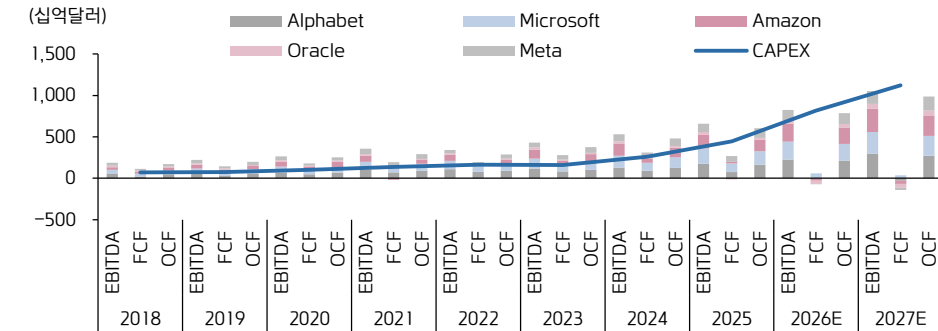
자료: 키움증권 리서치

[그림 1-7] 같은 웨이퍼에서 적은 유효 bit를 만드는 HBM



자료: TrendForce, 키움증권 리서치

[그림 1-8] 하이퍼스케일러 CapEx 및 현금흐름 추이

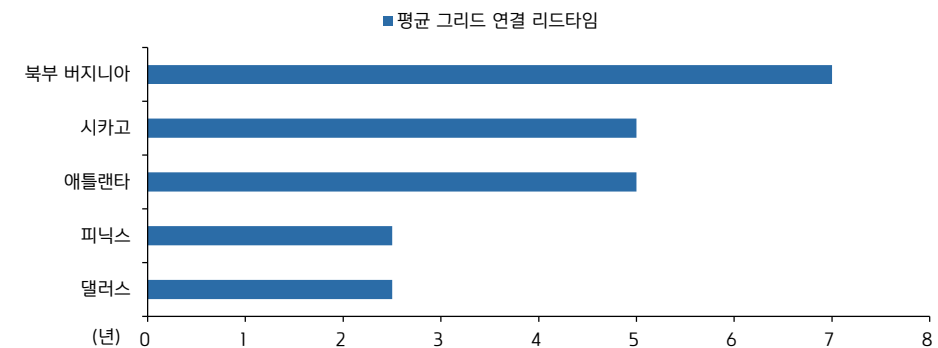


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

③ 전력: 가동 속도를 결정짓는 궁극적 병목은 '통전 완료 부지'

자본과 서버를 적기에 확보해도 전력망이 연계되지 못하면 상업 가동은 불가능하다. 서버 납품과 건물 준공은 1년 내외에 끝나지만, 유틸리티 계통 연계 승인에는 주요 거점 기준 수년이 걸리며 공급 확대의 최종 상한으로 작용한다.

[그림 1-9] 미국 평균 그리드 연결 리드타임



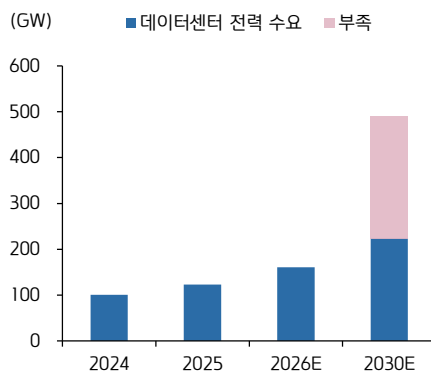
자료: JLL Research, 키움증권

1-3. 수급 전망과 시장 행동: 장기화되는 결핍의 증거들

2030년까지 이어지는 구조적 수급 불균형

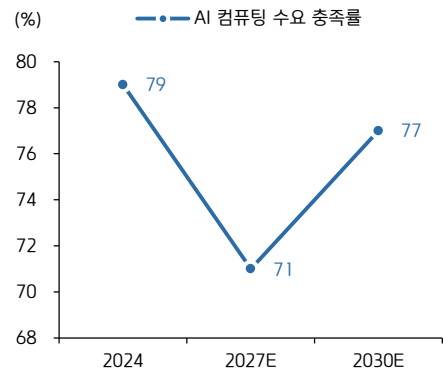
글로벌 AI 컴퓨팅 수요 충족률은 2024년 79%, 2027년 71%, 2030년 77%로 전망된다. 공급 증설에도 수요 팽창 속도가 이를 앞서 2027년까지 불균형이 심화되고, 2030년에도 수요의 23%는 미충족으로 남는다. 전력망 관점의 제약은 더 크다. 전 세계 데이터센터 전력 수요가 2025년 123GW에서 2026년 161GW, 2030년 491GW로 늘어나는 반면 계통 전력의 공급 가능량은 223GW에 그친다. 268GW(미국 170GW 이상)의 전력 결손은 국내 발전 등 계통 외 대안이 필요한 규모다.

[그림 1-10] 데이터센터 전력 부족 심화



자료: TrendForce, 키움증권 리서치

[그림 1-11] AI 연산 수요는 '30년까지 부족



자료: IDC, 키움증권 리서치

선수금과 경쟁 입찰: 수요자가 선행 자본을 대는 구조

수요처의 자금 집행 행태는 결핍의 심도를 보여준다. 네오클라우드 고객들은 총 CapEx의 절반 수준을 선수금으로 선지급하고 있으며(NBIS·IREN 기준), 공급자가 아닌 수요자가 선행 투자 자본을 조달해 용량을 선점하는 구조다. 단가 상승에도 NBIS는 2분기 건당 10억 달러 이상의 대형 계약 4건을 전량 경쟁 입찰로 수주했다고 밝혔다. Anthropic이 계획을 수배 상회한 수요로 컴퓨트 확보에 난항을 겪고 있다고 밝힌 것과 OpenAI가 제품 출시 순위를 배급제로 통제하는 것도 같은 맥락이다.

소결: 가격에 반영 중인 리스크는 공급 과잉이 아니라 인입 지연

네오클라우드와 파워드셀 임대인의 사업 구조는 바로 이 공급 결핍 위에서 성립한다. 결핍이 심할수록 네오클라우드의 판매 단가가 오르고, 결핍이 길어질수록 임대인의 장기 계약 자산 가치가 높아진다. 즉 업황 측에서 시장이 가격에 반영하고 있는 리스크는 설비 공급 과잉이 아니라, 송전망 인입이 늦어져 상업 가동이 축소되거나 밀릴 위험이다. 반면 수요 측 하방 리스크는 다른 양상으로 나타난다. Anthropic의 3분기 매출 성장률(QoQ)은 +140%에서 +46%로 둔화됐고 10월 초 토큰 가격도 3분기 평균보다 30% 이상 빠졌지만, 컴퓨트 약정 규모(14GW)는 줄지 않았다. 토큰 사용량은 늘고 단가는 떨어지는 국면이라, 연산 수요에는 플러스지만 연구소 매출에는 마이너스다. 결국 네오클라우드 수요를 제약하는 변수는 연구소의 확보 의지가 아니라 지불 능력이며, 이 지불 능력이 어디에 기대고 있는지는 II-3·V-4에서 다룬다.

II. [밸류체인] 빅테크의 한계와 인프라 분업화

II-1. 인프라 레이어 분화: 연산층과 공간·전력층의 독립

AIDC 가치사슬의 4단계 구조

AI 데이터센터 가치사슬은 ① 전력 생산(유틸리티·IPP, 현장 발전), ② 전력 인입 공간 제공(코로케이션 리츠, 파워드셀 임대인), ③ 연산 자원 공급(하이퍼스케일러, 네오클라우드), ④ 모델 및 서비스 개발(AI 랩, 기업)의 4개 레이어로 분화된다. 파워드셀 임대인은 전력과 건물을 제공하고 운영은 임차인에게 일임하며, 네오클라우드는 가속기 하드웨어를 직접 매입해 시간 단위의 연산 능력을 판매한다.

[그림 2-1] AIDC 인프라 가치사슬의 4단계 분화

가치사슬 레이어	주요 플레이어	수익화 대상	계약 기간	자산 내용연수	핵심 부담 위험
모델·서비스	OpenAI, Anthropic, Meta, 엔터프라이즈 고객	파운데이션 모델 및 생성형 AI 응용 서비스	종량제(Pay-as-you-go) 또는 연간 구독	해당 없음 (소프트웨어·IP)	최종 수요 변동성 및 모델 간 성능 경쟁
연산 (네오클라우드)	빅테크 하이퍼스케일러, 네오클라우드 (CRWV, NBIS, IREN)	가속기(GPU) 클러스터 연산 자원 (Compute Time)	수개월~6년 단·중기 (Take-or-pay)	가속기 서버 4~6년 (단기 기술 감가)	기술 진부화 위험 (재계약 단가 하락 및 중고 잔존가치 손상)
공간·전력 (파워드셀 임대인)	코로케이션 리츠 (DLR, EQIX), 파워드셀 임대인 (HUT, CIFR, WULF, GLXY)	통전 완료 부지 및 파워드셀 설비 (Energized IT MW)	10~20년 장기 (NNN 또는 수정총액 MG)	건축물 10~20년 이상, 변전소·수전 설비 수십 년	임차인 신용 위험 (10~20년 장기 임대료 지불능력 및 채무불이행)
전력 인프라	전력 유틸리티, 민자발전사(IPP), 구내 발전(BTM)	유틸리티 전력 공급 및 장기 송배전망 연계	유틸리티 표준 요금제 또는 장기 PPA	송배전망 및 변전 인프라 30년 이상	송전망 계통 혼잡, 전력 인허가 규제 및 연료비 변동

자료: 키움증권 리서치

시간과 자본 제약이 촉발한 수직계열화의 해체

과거 하이퍼스케일러는 부지 매입과 계통 연계, 건축, 서버 배치, 소프트웨어 판매까지 전 과정을 수직통합해왔다. 그러나 AI 수요 앞에서 내재화 모델은 한계에 직면했다. 계통 연계까지 수년이 걸리는 '시간(Time to Power)'의 병목과, CapEx가 자체 영업현금흐름(OCF)을 초과하는 '자본'의 제약이 동시에 발생했기 때문이다. 빅테크는 대차대조표 부담을 외부로 분산하고 즉각적인 용량을 확보하기 위해 분업을 수용했고, 이 공백에서 네오클라우드(연산)와 파워드셀 임대인(공간·전력)이 독립 산업으로 분화했다.

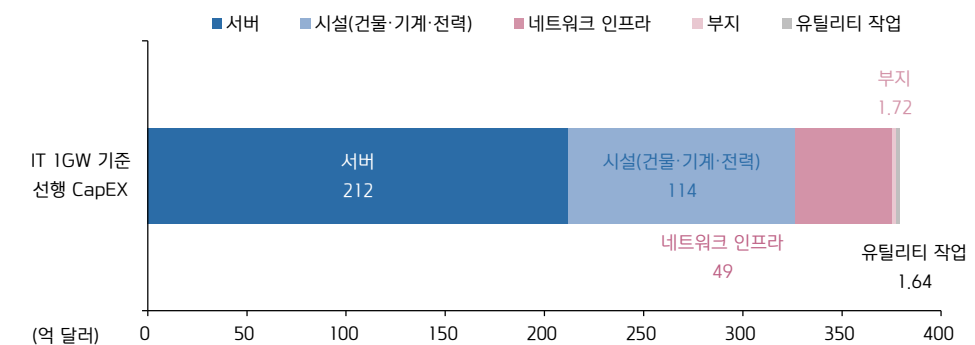
투자 규모와 회수 구조의 차이

두 레이어의 위험 성격(임대인의 신용 위험 vs 네오클라우드의 기술 위험)은 그림 0-5와 2-1에 정리했다. 투자 규모와 회수 구조는 다음과 같이 갈린다. IT 1GW 기준 선행 CapEx(379억 달러) 중 서버가 212억 달러로 시설 구축비(114억 달러)의 약 두 배이며, 네트워크에 49억 달러가 들어간다. 반면 IT MW당 연간 매출은 파워드셀 임대료가 약 140~270만 달러인 데 비해 네오클라우드(아이렌(IREN)-Microsoft)에서 최근 신규 계약 2,000만 달러 이상으로, 약 4~14배다. 네오클라우드가 대규모 현금흐름을 단기에 회수하는 고위험·고수익 비즈니스라면, 임대인은 장기 확정 임대료를 수취하는 인프라 크레딧 비즈니스다.

가치사슬 내부의 2차 분화 전개

인프라 분업화는 고정되지 않고 진화하고 있다. 네오클라우드 진영 내부에서도 토지와 건물을 직접 개발·소유하는지, 임대인의 공간을 빌려 연산 운영 스택만 제공하는지에 따라 자산 구조와 마진 프로파일이 갈린다. 이 소유 범위의 차이가 3부에서 다루는 네오클라우드 3대 사업 유형의 분기점이다.

[그림 2-2] 1GW 데이터센터에 들어가는 선행 CapEx



자료: Epoch AI, 키움증권 리서치

II-2. 하이퍼스케일러의 네오클라우드 활용 요인

GPU 워크로드에 특화된 전용 인프라 구조

네오클라우드에는 가속기(GPU) 워크로드에 최적화된 전용 클라우드다. 범용 클라우드가 수만 고객사에 수백 개 서비스를 분 단위로 쪼개 파는 '공공 유틸리티' 모델이라면, 네오클라우드에는 소수 엔터프라이즈와 AI 랩에 수천 개 규모의 GPU 클러스터를 수개월~수년 단위로 통째 임대하는 '민자 발전소' 모델에 가깝다. 고정비(CapEx)를 먼저 투입하고 높은 가동률과 장기 확약 계약(Take-or-pay)으로 회수하는 구조다.

① AI 랩 및 기업 고객: 가격보다 즉각적인 대규모 물량 확보가 핵심

첫 번째 수요처는 자체 모델을 연구·구동하는 프런티어 AI 랩과 엔터프라이즈다. 이들이 네오클라우드를 찾는 이유는 요금보다 '물량 납기'다. 네오클라우드에는 GPU 조달에 전사 역량을 집중해 공급이 빠르고, 수천 개 칩을 인피니밴드로 묶는 대규모 분산 학습에 특화돼 있다.

H100 온디맨드 리스트가는 네비우스(NBIS, GPU 시간당 4.50달러)가 AWS(6.88달러), Azure(12.29달러)보다 낮지만, 리스트가는 사업자별 전략적 호가 성격이 짙어 구매의 결정 변수는 아니다. 네오클라우드가 단가를 인상하는 국면에서도 계약 체결은 이어진다. Shopify는 하이퍼스케일러의 용량 부족과 가격을 이유로 NBIS를 선택했다고 밝혔고, OpenAI는 Microsoft와의 독점 공급 합의가 해제된 2025년 코어워브(CRWV)와 직접 공급 계약을 체결했다. 빅테크를 거치던 연산 수요가 네오클라우드로 직결되기 시작했다.

② 하이퍼스케일러: 자체 캠퍼스 완공 전 공백을 메우는 '가교(Bridge)'

두 번째 고객군은 하이퍼스케일러 자신이다. 데이터센터가 가장 공격적으로 신축하는 빅테크가 네오클라우드의 최대 임차인이기도 하다. 기술력 부족 때문이 아니다. 빅테크도 자체 GPU 클러스터와 신축 중인 대형 AI 캠퍼스가 있다.

제약은 '시간'이다. 신규 캠퍼스는 부지 매입, 계통 연계, 건축, 서버 실장까지 수년이 걸리는 반면, 네오클라우드 용량은 이미 가동 중이거나 더 빨리 통전된다. 기존 범용 데이터센터의 액체냉각 개조에도 신축에 준하는 비용과 시간이 든다. 자본 구조 이점도 있다. CapEx가 영업현금흐름을 추월하는 국면에서, 내용연수 5년의 GPU를 일시 매입하는 대신 사용료(Opex)로 처리하는 오프밸런스(Off-Balance) 효과가 생긴다. 네오클라우드에는 빅테크의 자체 캠퍼스가 가동되기 전까지 수요를 받는 가교다. 가교 수요의 실체는 하이퍼스케일러가 자기 수요도 다 채우지 못한다는 점이다. Google은 DeepMind의 컴퓨트 우선권을 위해 Google Cloud 단기 매출 일부를 포기했고, 신규 고객의 2027년 캐파 요청은 충족이 매우 어렵다고 밝혔다. Meta의 3분기 말 3차 클라우드 용량 등 비취소 약정은 4,545억 달러, 이 중 1,214억 달러가 2027년 지급분이다.

네오클라우드: 하이퍼스케일러 계약을 레버리지 조달 수단으로 활용

반대로 네오클라우드에게 하이퍼스케일러 계약은 증설 자금을 조달하는 지렛대다. NBIS는 투자등급 고객과의 장기 계약을 '설비 조달을 더 빠르고 효율적으로 해 주는 계약'이라 부르며, 7월 첫 담보대출(7억 7,500만 달러)도 이런 계약 하나를 담보로 받았다. 빅테크 앵커(Anchor) 계약의 신용도로 저리 조달을 집행하고, 그 인프라 위에 고마진 엔터프라이즈 직접 계약을 엮는 구조다. 이 구조가 10월 이후에도 유지되는지는 II-5에서 점검한다.

[그림 2-3] 범용 클라우드 vs 네오클라우드 비즈니스 모델 비교

비교 항목	범용 클라우드 (AWS · Azure · GCP)	네오클라우드 (CRWV · NBIS · IREN)
주요 제품	CPU·스토리지·데이터베이스 등 수백 종 서비스	GPU 가속기 연산 시간 중심
인프라 내 AI 비중	일부 (AI 전용 캠퍼스 확충 진행 중)	100% 전용 인프라
고객군 구조	수만 개 기업 고객이 서버 자원을 분할 공유	소수 선도 고객이 수천 대 단위 클러스터 전용 사용
과금 및 계약	초·분 단위 온디맨드 종량제 중심	수개월~수년 단위 전용 클러스터, Take-or-pay
서버 아키텍처	범용 가상화(Hypervisor) 기반 분할 설계	GPU 집약형 베어메탈 또는 경량 컨테이너 환경
내부 네트워크	범용 이더넷 기반 표준 패브릭	GPU 전용 초고속 패브릭 (NVLink, InfiniBand)
유사 산업 속성	공공 유틸리티 (사용량 기반 종량 과금)	기저부하 발전소 (고정비 선투자, 가동률·장기 계약 회수)

자료: 각사 자료, 키움증권 리서치센터 정리

[그림 2-4] 하이퍼스케일러 및 선도 AI 랩 → 네오클라우드 주요 수주 계약

발표 시점	발주처	네오클라우드	계약 규모	계약 기간
2025.03~09	OpenAI	CRWV	최대 224억 달러 (119억 달러 + 40억 달러 + 65억 달러)	~2031.05 (분할 만기)
2025.09	Meta	CRWV	최대 약 142억 달러	~2031.12
2025.09	Microsoft	NBIS	174억 달러 (최대 194억 달러)	5년
2025.10~11	Microsoft	Lambda · Nscale	Lambda 수십억 달러, Nscale GB300 약 20만 대	비공개
2025.11	Microsoft	IREN	97억 달러	5년
2025.11	Meta	NBIS	약 29억 달러	5년
2025.11	Anthropic	Fluidstack	500억 달러 (Anthropic 투자, TX·NY 신축)	비공개
2026.03	Meta	NBIS	최대 약 270억 달러 (확정 120억 달러 + 추가 150억 달러)	비공개
2026.04	Meta	CRWV	약 210억 달러	~2032.12
2026.04	Anthropic	CRWV	비공개	비공개
2026.08	Anthropic	Lambda	약 350억 달러 (미확인 보도치)	비공개

자료: 각사 공시, 키움증권 리서치센터 정리

주: 금액은 회사 공시 기준이며(Anthropic-Lambda는 언론 보도치), '최대'는 옵션 물량 포함. 2025년 기준 CoreWeave 매출의 약 3분의 2가 Microsoft 향이었음(CRWV 10-K)

II-3. 자본 흐름: 빅테크의 부외(Off-Balance) 파이낸싱 확산

하이퍼스케일러의 대차대조표 외부화 전략

빅테크가 외부에서 조달하는 것은 설비 납기(시간)만이 아니다. CapEx 부담을 분산하기 위해 대차대조표도 외부화하고 있다. AI 인프라 자산의 부채를 실수요자가 아닌 제3자가 부담하는 구조화 금융이 데이터센터 건물에서 가속기(칩)로 확산되는 추세다. 대표 사례 네 건으로 메커니즘을 정리한다.

① 건물: 합작법인(JV) 및 프로젝트 본드를 통한 부외화

Meta는 루이지애나 Hyperion 캠퍼스를 Blue Owl과의 합작법인(지분율 Blue Owl 80%, Meta 20%)으로 개발하며, 약 270억 달러의 조달 채권 발행 주체를 합작법인으로 분리했다. Meta는 책임 임차인으로서 초기 4년(연장 옵션 포함) 임대료 지급과 향후 16년간 상한부 잔존가치 보증만 제공하고, 차입금은 장부에서 제외했다. 파워드셀 임대인의 프로젝트 본드도 같은 구조다. 임대인이 사이트별 특수목적법인(SPV)으로 본드를 발행해 짓고 테넌트는 사용료만 내며, Google의 신용 백스톱을 확보한 Fluidstack 임차 부지가 대표적이다. 이 경로로 부외화된 건물 조달 자금은 약 150억 달러에 달한다.

② 가속기: 사모 대출 플랫폼과 벤더 신용보강의 결합

가속기도 같은 경로를 따른다. Anthropic의 TPU 조달 자금 약 350억 달러는 Broadcom이 Apollo, Blackstone과 조성한 금융 플랫폼을 통해 집행됐고, 거래 손실의 최대 약 290억 달러를 벤더인 Broadcom이 흡수하는 구조다(Broadcom 10-Q 주식). Anthropic은 부채를 계상하지 않고 리스료만 지급한다. NVIDIA는 Apollo, BlackRock 등 6대 사모운용사와 5,000억 달러 규모의 컴퓨트 펀딩 플랫폼 구축 MOU를 체결했고, OpenAI가 SB Energy로부터 임차하는 4.25GW 데이터센터 리스에 1,050억 달러 한도의 잔존가치 보증을 제공하며 벤더 금융을 맡고 있다.

규모: 장부에 아직 없는 임대 약정 8,305억 달러, 1년 새 3.5배

부외화의 크기는 4사의 미개시 리스 약정으로 잰다. 체결은 끝났지만 입주와 지급이 시작되지 않아 장부에 잡히지 않은 임대료 총액은 2Q26 8,305억 달러로 1년 전(2,380억 달러)의 3.5배다(그림 2-5). 같은 기간 CapEx 증가율(72~103%)을 크게 웃돌아, 증설의 임대 의존 비중이 커지고 있다. 이 약정은 임대인 전체의 수주잔고 상한이며, 4사가 선판매한 클라우드 백로그 1.69조 달러를 이행하기 위해 확보해 둔 외부 공간이다.

공통 본질: 최종 사용자의 Opex 전환과 최상위 신용의 위험 인수

거래 형태와 보증 대상(잔존가치·임대료·원리금)은 달라도 본질은 같다. 첫째, 최종 수요처는 직접 설비 차입금을 떠안지 않고 임대료와 사용료(Opex)만 지불한다. 둘째, 신용 리스크는 밸류체인 최상단의 우량 주체(Google, Amazon, Broadcom, NVIDIA)가 최종 방어선을 맡는다. 이 신용보강이 프로젝트의 조달 스프레드를 낮추는 동력이며, 이에 따른 금리 차별화는 2-4에서 다룬다. 다만 이 사다리의 꼭대기에도 한도는 있다. NVIDIA CEO는 네오클라우드에 "충분히 투자했다"며 추가 백스톱에 선을 그었다(10/22). 이제 남은 신용보강 주체는 하이퍼스케일러 (Google·Amazon)와 보험사 자금 뿐이다. 차입금의 부외(Off-balance) 처리 역시 회계 판정에 달렸다. 실제로 SpaceX는 xAI가 세일앤리스백으로 설계한 200억 달러 중 약 130억 달러를 '실패한 세일앤리스백'으로 판정받아 장부에 재계상했다. 10월 협의 중인 400억 달러 규모의 GPU 금융을 별도 SPV의 사모채로 구조화한 것도 이 때문이다.

[그림 2-5] 하이퍼스케일러 4사 미개시 리스 약정과 클라우드 백로그 (2Q26 말 기준, 억 달러)

회사	미개시 리스 약정	전년 동기	배수	개시 예정	리스 기간	구성	클라우드 백로그(RPO)
MSFT	3,291	927	3.6x	FY27~FY33	1~20년	주로 데이터센터	6,780
GOOGL	852	239	3.6x	2026~2031	1~26년	주로 데이터센터(일반 리스 포함)	5,139
AMZN	1,372	689	2.0x	2026 잔여~2030, 이후분 68%	미공시	리스 전체(물류센터 포함)	4,960
META	2,790	526	5.3x	2026 잔여~2036	1년 초과~30년	데이터센터·코로케이션·네트워크	미공시
합계	8,305	2,380	3.5x	-	-	-	16,879 (3사)

자료: 각사 10-K·10-Q(SEC EDGAR), 키움증권 리서치
주: 미개시 리스 약정 = 체결 후 미개시 리스의 미할인 미래 지급 총액(리스 기간 전체), 2026.6.30 기준(MSFT는 FY26 10-K), 전년 동기 = 2025.6.30. 포함 범위는 회사별 상이, AMZN은 데이터센터 분리 미공시. 백로그 = MSFT 상업용 RPO, Google Cloud RPO, AMZN 1년 초과 계약 RPO, META는 3Q26(9/30) 3,557억 달러로 증가(에너지 인프라 포함), 별도로 3자 클라우드 용량 등 비취소 약정 4,545억 달러 보유

[그림 2-6] AI 인프라 부위 파인낸싱 대표 사례 — 구조 비교

	Meta Hyperion	Fluidstack 파워드셀	Anthropic TPU	OpenAI-SB Energy
자산	건물	건물	가속기	건물
차입 주체	JV SPV (Blue Owl)	임대인 SPV	SPV (Apollo·Blackstone)	임대인
규모	273억 달러	약 150억 달러	350억 달러	—
신용보강	Meta	Google	Broadcom	NVIDIA
보증 대상	잔존가치	임대료	리스채무 ≤290억 달러	잔존가치 ≤1,050억 달러

자료: Meta IR, Broadcom 10-Q, NVIDIA 8-K, SB Energy S-1, 키움증권 리서치
주: 최종 사용자는 전 건 차입 없이 임대료·리스료만 부담

II-4. 조달금리 결정요인: 최종 고객 신용등급에 연동되는 자본비용

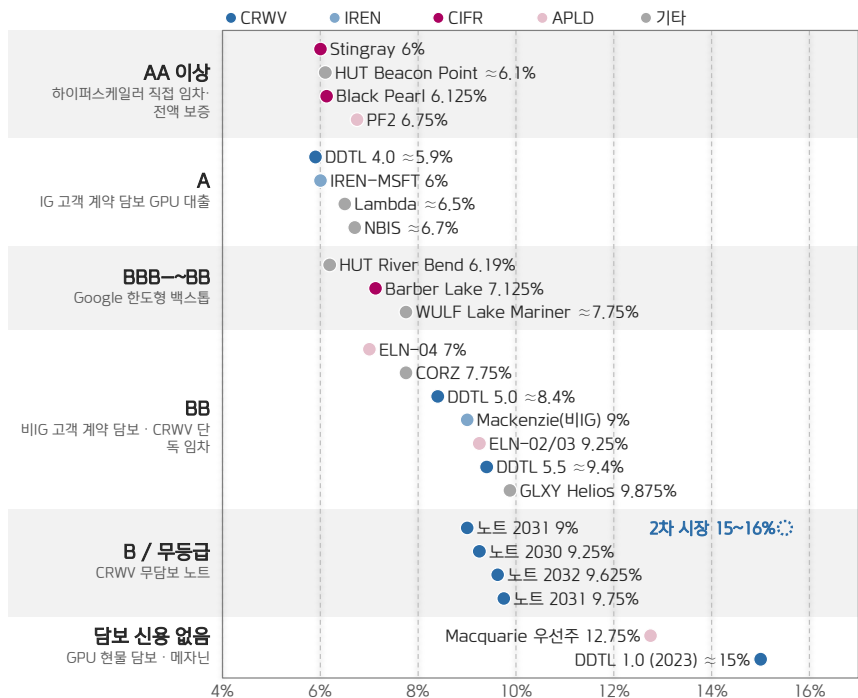
동일 기업 내에서도 고객 신용도에 따라 3%p 이상의 금리 차별화 발생

설비 금융의 조달비용을 결정하는 독립변수는 운영사 본체가 아니라 계약서 뒤에 선 최종 고객의 신용도다. 같은 기업이 같은 가속기를 담보로 차입해도 고객 신용에 따라 최대 3%p의 금리 차이가 난다. IREN은 2026년 6월 Microsoft 계약을 기초로 36억 5,000만 달러 규모의 GPU 파이낸싱을 SOFR+213~225bp(블렌디드 약 6.0%, Fitch A 등급)에 조달한 반면, 약 3개월 뒤 비투자등급(Non-IG) 고객 배치용 Mackenzie 증설분 24억 달러의 차입금리는 9.0%(고정)였다. 파워드셀 임대인인 사이퍼 디지털(CIFR)도 같다. Amazon이 임대료와 운영비 전액을 보증한 Black Pearl과 Stingray 사이트의 본드 쿠폰은 각각 6.125%, 6.0%였고, Google의 한도형 백스톱이 적용된 Barber Lake는 7.125%였다. 같은 회사의 텍사스 사이트 사이에서도 보증 주체와 보증 범위(Amazon 전액 보증 vs Fluidstack + Google 한도형 백스톱)의 차이가 스프레드를 가른 결과다.

'담보 배후의 신용도'에 따라 서열화된 인프라 조달금리 사다리

업계 전반의 조달금리는 차입 주체가 아니라 담보 배후의 신용도에 연동된 사다리 구조를 이룬다. 투자등급 고객 계약 담보 GPU 대출은 SOFR+213~300bp, 하이퍼스케일러 직접 임차·전액 보증 파워드셀 본드는 6.0~6.75%, Google 백스톱 파워드셀은 6.19~7.75%에서 결정됐다. 반면 모회사 보증이 없는 CRWV 단독 임차 본드는 7.0~9.875%이며, 그 상단은 CRWV 자체 무담보 시니어 노트 금리(9.0~9.75%)와 맞닿아 있다. 파워드셀 임대인의 자본비용이 본체의 재무구조보다 책임 임차인의 신용도에 크게 좌우된다는 뜻이다.

[그림 2-7] 담보 배후 신용도에 따라 결정되는 조달금리



자료: 각 사 공사·IR, 키움증권 리서치

주: ≈는 변동금리를 SOFR 3.88%(10/20) 기준 올인 환산 또는 추정치. 점선 원은 10월 CRWV 무담보 노트 2차 시장 수익률

무담보채 금리가 15~16%에 달하는 구조적 이유

차입 구조 또한 가격을 가른다. 6월 말 기준 CRWV의 조달 원금 355억 달러 중 89.5%는 모회사에 상환청구권(소구권)이 있는 부채이며, 비소구 프로젝트 부채는 DDTL 4.0(28억 달러, Moody's A3 — 모회사 Ba3)과 OEM 금융 9억 달러뿐이다. 반면 무담보 시니어 노트 100억 달러와 전환사채 66억 달러는 별도로 격리된 프로젝트 담보에 청구권이 없는 구조적 후순위다(10-Q). 10월 들어 담보부 발행 조건은 유지됐음에도 무담보채만 15~16%로 밀린 차별화는 바로 이 구조에서 비롯됐다.

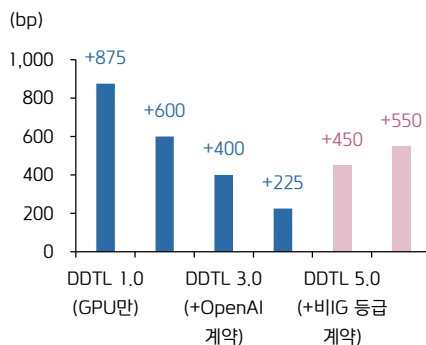
사다리 윗단의 가격은 매수자가 정한다

IG 고객 계약 담보 금융(SOFR+213~300bp)의 최종 투자자는 보험사와 사모크레딧이다. GPU ABS와 프로젝트 본드는 이들의 장기 부채에 맞춘 상품이고, 대주를 보증하는 신용보험이 그 뒤를 받친다. CRWV 공동창업자는 보험사 자금이 '무제한'이라고 했지만(FT, 10월), 신용보험 시장이 이미 한도에 다다르고 있다는 보도가 4월부터 있었다. 담보 가치가 그대로여도 사모크레딧 한매나 보험 자본규제 변화로 매수 여력이 줄면 윗단 스프레드가 벌어질 수 있다. VI-4의 전체 ①이 담보뿐 아니라 투자자 기반에도 걸려 있는 이유다. 같은 인물이 칩 담보 부채를 넘어 회사 전체를 IG로 만들겠다고 한 포부와 무담보 노트 15~16%의 간격이 10월의 전보다.

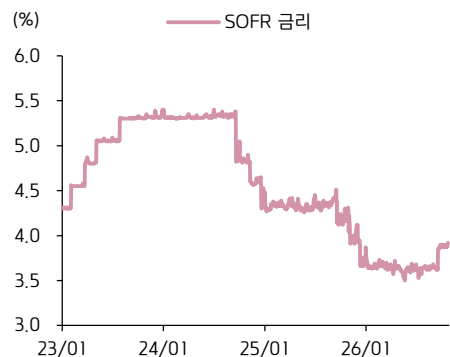
CRWV 차입 추이: 벤치마크 금리보다 담보의 질이 스프레드 견인

CRWV의 지난 3년 차입 이력은 자본시장이 거시금리보다 담보의 질적 변화에 민감하게 반응했음을 보여준다. 2023년 7월 GPU 현물 담보 당시 SOFR+875bp였던 가산금리는 고객 계약 결합(+600bp), OpenAI 계약 담보(+400bp)를 거쳐 2026년 3월 투자등급 고객 계약 담보(Moody's A3) 시점에 +225bp까지 약 650bp 축소됐다. 같은 기간(2023년 7월~2026년 3월) SOFR 하락폭이 약 1.6%p(5.31%→3.68%)였던 점을 감안하면, 조달비용 절감의 동인은 기준금리가 아니라 담보 뒤에 선 고객의 신용등급 상향이었다. 다만 같은 2026년에도 비투자등급 계약 담보 대출은 +450~550bp, 무담보 노트는 9.75%의 프리미엄을 요구받았고, 10월에는 2차 시장에서 이 무담보 노트의 수익률이 15~16%로 올라 사다리 하단이 다시 벌어졌다. 위 축소 추세는 1차 시장 발행 조건 기준이며, 10월 이후 첫 발행 조건이 이 추세의 지속 여부를 가른다.

[그림 2-8] SOFR 대비 스프레드 (bp)



[그림 2-9] 동기간 SOFR (-1.6%p)



자료: 코어위브 8-K/PR, 뉴욕연준(SOFR), 키움증권 리서치

주: 각 시점 최초 마진 기준. 2026년 비IG 계약 담보(주황)는 +450~550bp, 같은 해 무담보 노트 9.75%. SOFR 2025.7은 근사치

시사점: 계약 상대방의 신용도가 계약 단가 이상의 변수

이 메커니즘은 3부(네오클라우드)와 5부(파워드셀)를 관통하는 연결고리다. 네오클라우드의 이자비용과 임대인의 프로젝트 본드 쿠폰 모두 고객 신용이 결정한다. 양대 산업에서 '누구와 계약했는가'는 '단가가 얼마인가' 못지않은 변수다. 6부에서 종목을 볼 때 최종 고객의 신용도를 한 축으로 두는 이유도 여기에 있다.

[그림 2-10] 담보 유형별 조달금리 사다리 체계 (2023.07~2026.09)

담보 배후 신용도	대표 차입 및 프로젝트 본드 딜	적용 금리 수준	채권·대출 신용등급
① IG 고객 계약 + GPU 담보	IREN-MSFT (2026.06) / CRWV DDTL 4.0 (2026.03) / NBIS (2026.07) / Lambda (2026.08)	SOFR+213~300bp (실행 당시 ≈5.9~6.5%)	IREN: Fitch A / CRWV: Moody's A3 / Lambda: Moody's Baa2 (NBIS 미공시)
② 빅테크 보증 · IG 직접 입차 파워드셀	CIFR Stingray-Black Pearl (Amazon 보증) / HUT Beacon Point (AA- 이상 직접)	6.00~6.75% 고정 (APLD PF2 6.75% 포함)	CIFR: Ba2/BB- / HUT: Baa2 (APLD 미공시)
③ Google 백스톱 파워드셀 (임차인 Fluidstack)	HUT River Bend (전액형 6.192%) / CIFR Barber Lake / WULF Lake Mariner-Abernathy	6.19~7.75% 고정	HUT: BBB- / WULF: Ba2/BB / CIFR: Ba3/BB-
④ CoreWeave 단독 입차 파워드셀 (모회사 미보증)	APLD ELN-04 (7.0%) / CORZ (7.75%) / APLD ELN-02-03 (9.25%) / GLXY Helios I 2단계 (9.875%)	7.00~9.875% 고정	n/d (무등급 또는 사모 등급)
⑤ CoreWeave 자체 — 非IG 계약 + GPU	CRWV DDTL 5.0 (SOFR+450bp) / DDTL 5.5 (SOFR+550bp)	약 8.4~9.4% (SOFR 3.88% 기준)	대출 등급 Ba2 / BB+
⑥ CoreWeave 무담보 시니어 노트	CRWV 시니어 노트 (2025~2026)	9.00~9.75% (EUR 채권 8.5%)	n/d
⑦ 순수 GPU 현물 담보 (2023년 초기)	CRWV DDTL 1.0 (2023.07)	SOFR+875bp (실행 당시 약 14%)	n/d
⑧ 매자닌 자본 (영구우선주-PIK)	APLD Macquarie 영구우선주	12.75% (조건부 최대 16.75%)	—

자료: 각사 자료, 키움증권 리서치센터 정리

II-5. 10월 조정의 해부: 수요 둔화가 아닌 자본비용의 재산정

레버리지·테넌트와 무관한 일괄 디레이팅, 차별화는 GPU 보유 여부

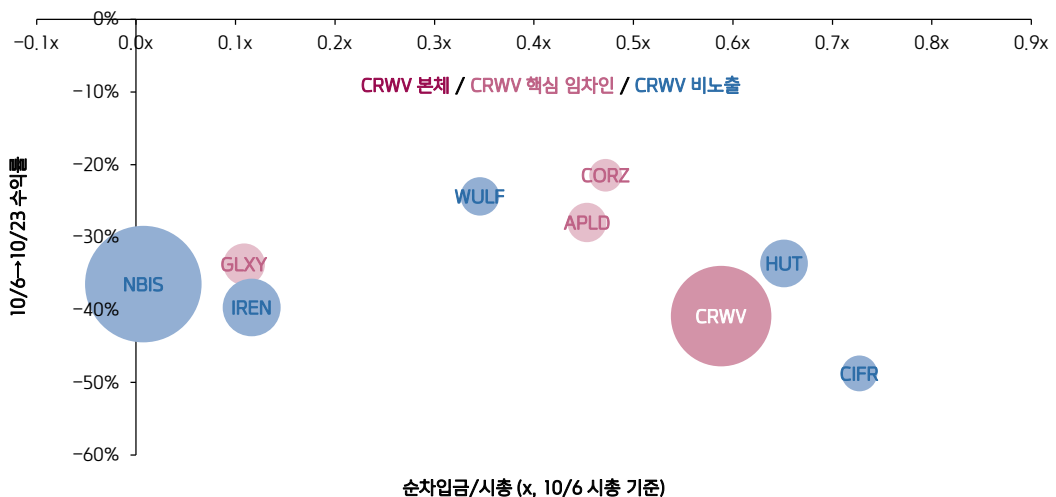
10월 6일부터 23일까지 네오클라우드 3사의 주가는 36~41% 급락했다. 코어워브(CRWV) -41%, 아이렌(IREN) -40%, 네비우스(NBIS) -36%로, 연초 대비(YTD) 수익률은 NBIS만 플러스를 유지했고 CRWV와 IREN은 마이너스다. 파워드셀 임대인도 21~49% 조정을 받았는데, 낙폭은 임차인(Tenant) 구성과 무관했다. CRWV를 핵심 임차인으로 둔 GLXY, CORZ, APLD(-21~-34%)가 Google 신용 보강(Backstop)을 받는 HUT(-34%)보다 오히려 덜 빠졌고, 주가 급락 와중에 대규모 자금 조달을 집행한 CIFR(-49%)만 예외적으로 컸다.

같은 기간 하이퍼스케일러와 반도체 업종의 조정 폭은 이보다 작았다(Oracle -13%·NVIDIA -12%, Oracle은 14일 하루 -9%). 시가총액 대비 순차입금 비율과 낙폭 사이에도 뚜렷한 관계가 없었다. 순차입금이 거의 없는 NBIS·IREN이 36~40% 빠진 반면 레버리지가 상대적으로 높은 CORZ·APLD는 20%대에 그쳤다. 차별화는 GPU를 직접 보유한 네오클라우드 3사(-36 ~ -41%)와 전력·부동산 임대인(CIFR 제외 -21 ~ -34%) 사이에서 나타났다. 개별 기업의 신용이 아니라 섹터 전체의 할인율이 재산정됐다는 뜻이다.

하락 배경: 채권시장 신호, 단기 수급 악재, 차입 구조

조정 발단은 주식시장이 아닌 채권시장이었다. 주가가 15% 급락한 10월 14일에 앞서, CRWV의 5년물 CDS 프리미엄은 이미 10월 6일 830bp대에서 13일 980bp대로 오르며 이상 징후를 보였다. 10월 13일 밤 SNS를 통해 CRWV 무담보채의 수익률 급등이 부각되자, 14~15일에 걸쳐 2031·2032년물 유통수익률은 15~16%(채권 가격 액면가 대비 80% 내외)까지 치솟았고 14일에는 CDS가 부실(Distress) 기준선인 1,000bp를 넘어섰다(1,118bp). 14일 발표된 9월 미국 CPI마저 예상치를 상회하며 12월 금리 인상 우려가 불거지자, 대규모 차입으로 설비를 선매입하는 사업 모델 전반의 차환(Refinancing) 비용 부담이 도마 위에 올랐다.

[그림 2-11] 10/6→10/23 낙폭 vs 순차입금/시총 (버블: 시총, 색: CRWV 노출)



자료: LSEG, 키움증권 리서치

주: 수익률은 10/6→10/23 증가 기준. 순차입금은 2Q26 말 총차입금(전환사채 포함, 리스부채 제외) - 현금·단기투자자산, 7월 이후 조달(CRWV 9월 전환사채, CIFR 10월 전환사채 등)은 미반영. 시가총액은 10/6 기준(x축 분모·버블 크기)

여기에 대규모 자금 조달과 내부자 매도 등 단기 수급 악재가 하락세를 부추겼다. 앞서 CRWV는 9월 17일 37억 달러 규모의 전환사채(2.875%, 2033년 만기) 발행과 함께 최대 3,500만 주 의 상시 유상증자(ATM) 한도를 설정했고, 창업자 3인의 상장 후 지분 매도 사실까지 알려졌다. 급락 당일인 10월 14일에는 CIFR이 8억 5,000만 달러 규모의 제로쿠폰 전환사채 발행을 확정했으며, 주요 리서치 기관의 네오클라우드 업계 통폐합 전망 보고서까지 맞물리며 투자심리가 급랭했다. 전염은 비상장 네오클라우드의 조달 실패에서 시작됐다. Firmus의 300억 달러 IPO가 무산되고 Nscale은 목표 밸류에이션을 낮추라는 압력을 받았으며, AirTrunk의 싱가포르 리츠 상장과 SB Energy IPO는 미뤄졌고 Volta의 50억 달러 레버리지론은 금리를 올려야 팔렸다(Bloomberg 10/21). 발행 창구가 닫히면 다음 조달이 급한 종목부터 팔린다. 반면 전방 하이퍼스케일러의 수주 계약이나 CapEx 가이드스에는 변화가 확인되지 않았고, 오히려 NBIS는 9월 17일 GPU 온디맨드 단가를, 10월 1일에는 추론 요금을 연이어 인상했다.

구조적 배경은 차입 구조(3부 상술)다. 금리 리스크의 핵심은 절대적인 금리 수준이 아니라 조달 구조에 있다. 변동금리 차입 비중이 높고, 대출 만기와 단기 재계약 주기가 겹치며, 비IG 고객 의존도가 높은 사업자일수록 금리 상승기에 취약할 수밖에 없다(III-5 만기 불일치, III-7 차환 집중). 다만 10월에 이 구조를 가격에 반영한 것은 채권시장이었다. CRWV 담보부 DDTL의 1차 발행 조건(약 8.4~9.4%, 그림 2-10 ㉔)과 무담보 노트의 2차 시장 수익률(15~16%) 사이 격차가 벌어진 반면, 주가는 조달 구조의 품질을 가리지 않고 일괄 하락했다. NVIDIA CEO가 CDS 급등 직후 “CRWV의 자본비용은 오히려 하락 중”이라 한 것(10/15)도 1차 담보 발행 조건을 두고 한 말이다. 조달 구조의 차이는 채권 스프레드를 같았지만 주가를 가리지는 못했고, 주가를 가른 것은 발행 물량이었다. 9종목이 모두 전환사채·ATM·증자로 증설 자금을 조달하는 주식 공급자라는 점에서, 자본비용 충격 국면의 낙폭은 펀더멘털이 아니라 발행 순서를 따랐다(CIFR -49%).

시나리오 분석: 일시적 자본비용 재산정 vs 사업 모델의 구조적 디레이팅

- **해석 ① (일시적 자본비용 재산정):** 전방 수요 지표와 신규 수주 흐름은 여전히 견조하다. 신규 단기 계약 단가는 MW 당 연 4,000 만 달러에 달하고, 신규 계약의 선수금이 설비투자의 45~60%를 충당한다(NBIS·IREN). 하이퍼스케일러의 자체 데이터센터 완공 지연에 따른 외주 수요도 지속되고 있다(II-2). 공급자이자 주주인 NVIDIA의 CEO도 10월 22일 네오클라우드의 제약은 수요가 아니라 자본이라고 말했다. 이 관점에서 최근 하락은 매크로 금리 및 수급 충격에 따른 섹터 할인율의 일시적 재산정이며, 개별 신용 이벤트가 아니다. 금리 인상 우려가 진정되고 10월 이후 첫 GPU·계약 담보부 조달이 종전 금리 조건으로 성사된다면 주가 역시 회복될 수 있다.
- **해석 ② (사업 모델의 구조적 디레이팅):** 15~16%까지 급등한 채권 수익률은 크레딧 시장이 CRWV 단독 신용의 원금 회수 가능성에 의구심을 품기 시작했음을 의미한다. 4~6년에 불과한 GPU 내용연수, 단기 임대 계약과 장기 차입금 간의 만기 불일치, **2031~2032년에 집중된 노트 차환 부담**이 고금리 환경과 맞물릴 경우 투자금 회수 기간이 계약 만기를 넘어설 수 있다. 이 경우 주가가 일시 반등하더라도 조달 금리가 정상화되지 않으면 단위당 경제성(Unit Economics)이 훼손되며, 그간 이어졌던 1차 발행시장의 조달 스프레드 축소 추세(III-4)도 막을 내리게 된다.
- **향후 방향성을 가를 핵심 기준은 세 가지다.** ① 10월 이후 진행될 첫 GPU·계약 담보부 조달의 발행 스프레드 수준(그림 2-10 구간 확인), ② 하이퍼스케일러의 2027년 CapEx 가이드스 유지 여부, ③ 재계약 단가(중기 계약 기준)의 MW 당 2,000만 달러 이상 방어 여부다.

핵심 모니터링 지표: 크레딧 안정화 → 빅테크 CapEx → 상업 가동 성과

- **크레딧 안정화:** 우선 CRWV 2031·2032 년물 채권 수익률이 12% 이하로, 5 년물 CDS 가 1,000bp 아래로 내려오는지가 관건이다. 10 월 27 일에도 2032 년물 수익률은 14.6%(2031 년물 14.8%), CDS 는 1,100bp 위(23 일 1,146bp)에 머물러 채권시장의 경계감은 해소되지 않았다. 아울러 AI 인프라 기업 채권 스프레드와 하이일드(HY) 지수 스프레드 간 격차 축소 여부, 차기 1 차 발행시장 조달 조건의 정상화 여부를 확인해야 한다.
- **전방 수요:** MSFT·AMZN(10/28~29)을 시작으로 발표되는 주요 하이퍼스케일러의 3 분기 실적에서 2027 년 CapEx 가이드스가 기존 확장 기조를 유지하는지 점검해야 한다.
- **개별 가동 및 실적:** NBIS 의 3 분기 실적 및 FY27 가이드스, CRWV 의 3 분기(11 월 10 일) CapEx 집행 실적(115~135 억 달러)과 수주잔고의 매출 전환율, IREN 의 12 월 목표 ARR(40 억 달러) 달성 여부 및 Horizon 2~4 사이트 인도, ERCOT Batch Zero 보고서(12/10)와 PUCT 결정(12/17), 12 월 FOMC 결과가 주요 확인 일정이다.
- **경계 요인(역신폭):** 추가적인 ATM 유상증자나 전환사채 발행, 내부자 지분 매도 지속, 설비 인도 지연 공시, 가이드스 하향 조정 등은 펀더멘털 훼손 신호로 간주한다. 크레딧 지표 개선이 수반되지 않은 주가 반등이나 시장의 저가 매수 의견만으로는 추세 전환을 단정할 수 없다. TSMC 가 3 분기 콜(10/15)에서 고객의 CSP CapEx·금융·전력 상황을 점검하러 미국 데이터센터 건설·전력 현장에 자체 인력을 파견 중이라고 밝힌 것도 같은 맥락이다. 공급망이 자본과 전력을 모니터링 변수로 삼기 시작했다.

시사점: 신용 메커니즘은 채권에서 작동, 주가의 변수는 조달 의존도

그림 2-11이 보여준 것은 애초 기대와 반대다. 낙폭은 재무 건전성이나 고객 신용도 순서를 따르지 않았고, 본 보고서(2부·5부)의 핵심 논리인 '고객 신용도가 곧 자본비용을 결정한다'는 메커니즘은 10월에 채권 가격에서만 작동했다. 이 메커니즘이 틀렸다는 뜻은 아니다. 담보부 조달 조건이 바뀌었다는 신호는 아직 없고(10월 이후 장기 담보 발행 미집행), 바뀐 것은 무담보 구간의 가격이다. 다만 자본비용 충격 국면에서 주가는 이 구조를 가리지 않는다는 점이 확인됐고, 그 국면의 차별화 변수는 향후 12개월의 추가 조달 규모와 주식 의존도다(VI-1).

GPU를 보유한 3사가 임대인보다 더 빠진 것도 같은 변수로 읽힌다. 향후 12개월 Capex, 즉 조달 필요액이 임대인보다 크기 때문이다. 2차 시장의 수익률 급등을 반영해 본 보고서의 두 가지 논거는 조건부 전제로 전환한다. 1차 발행시장의 스프레드 축소 기조(II-4)와 선수금 및 담보부 금융을 활용한 조달 선순환 구조(III-5)는 차기 신규 조달이 종전의 우호적 조건을 유지할 때만 유효하다. 종목 분석의 기업별 밸류에이션은 주가 조정 이후인 10월 27일 종가 기준으로 전면 재산출했다. 당사 판단의 핵심 전제와 반증 기준은 VI-4에서 상술한다.

III. [네오클라우드] 수익 구조와 영업 레버리지

III-1. 비즈니스 모델 3대 유형 비교: 인프라 소유 범위에 따른 분류

가속기 외 물리적 인프라 내재화 수준이 사업 유형을 결정

가속기(GPU) 하드웨어를 먼저 매입해 시간 단위로 임대한다는 본질은 모든 네오클라우드가 같다. 차별화 요인은 GPU 외에 전력 계통, 부지, 건물 등 물리적 인프라를 얼마나 직접 소유하느냐이며, 이에 따라 세 가지 사업 모델로 나뉜다.

① 임차 운영형(Asset-light Operator: CoreWeave, Lambda)

가동 인프라의 대부분을 파워드셀 임대인 소유 건물에 실장하는 방식이다. 초기 CapEx 부담이 가장 낮아 외형 확장이 가장 빠른 반면, 셀 임대료가 나가고 상업 가동 시점이 임대인의 준공 일정에 종속된다. 이익은 스팟 단가(P)와 가동 전력(Q)의 곱에 가장 민감하다. 최근에는 자산 소유로 선회하는 움직임이 있다. CRWV는 펜실베이니아 Lancaster 장비 투자(최대 60억 달러)와 뉴저지 Kenilworth 개발 JV 지분 참여로 자체 개발에 나섰다, Lambda도 캔자스시티 시설을 단독 임차해 AI 팩토리로 개조 중이다. 다만 상업 가동 중인 유효 용량 기준으로는 외부 임차 비중이 절대적이다.

② 직접 개발형 플랫폼(Direct Development Platform: Nebius)

직접 개발(미주리 Independence 1.2GW), 코로케이션 임차, 에셋라이트(Asset-light)를 동시에 운용하는 하이브리드 구조다. 에셋라이트는 파트너사가 데이터센터와 GPU 설비의 자본을 전액 조달하고 NBIS는 자체 클라우드 소프트웨어 스택과 글로벌 영업망을 제공하는 모델이다. 자체 개발 캠퍼스는 초기 CapEx와 건물 감가 부담이 크지만 임대료 유출을 막고 납기를 직접 통제할 수 있으며, 대신 송전망 인입 리스크를 직접 진다. 파트너 자본을 지렛대 삼는 에셋라이트가 작동하는 것은 NBIS의 오케스트레이션 스택과 고객 유지 능력을 시장이 독립된 무형자산으로 인정하기 때문이다.

③ 수직통합 소유자(Vertically Integrated Owner: IREN, Crusoe)

송전망 계통 연계부터 부지, 건축물, 가속기까지 밸류체인 전 단계를 일원화해 소유한다. 비트코인 채굴사 출신 IREN은 약 5GW의 전력을 확보했고, 텍사스 계통연결 2.75GW 중 Childress 0.75GW는 가동 중이며, Sweetwater 2GW는 조건부 Base Load로 분류돼 12월 ERCOT·PUCT 결정을 기다린다. 셀 임대료가 없어 구조적으로 마진이 두껍고 가동 일정을 스스로 통제하는 대신, 자본 부담이 가장 무겁고 앵커 고객 집중도가 높으며 시공과 채굴 철수를 동시에 집행해야 한다. 비상장 Crusoe는 플레어가스 발전 채굴에서 출발해 발전-데이터센터-클라우드를 수직통합했으며, OpenAI Stargate Abilene 1.2GW를 JV로 개발해 임대하는 디벨로퍼형을 넘어 Meta 계약처럼 연산 용량을 직접 파는 비중을 늘리고 있다(계약 6GW 이상, 가동 약 1GW).

출신 경로의 차이와 '인프라 소유'로의 수렴

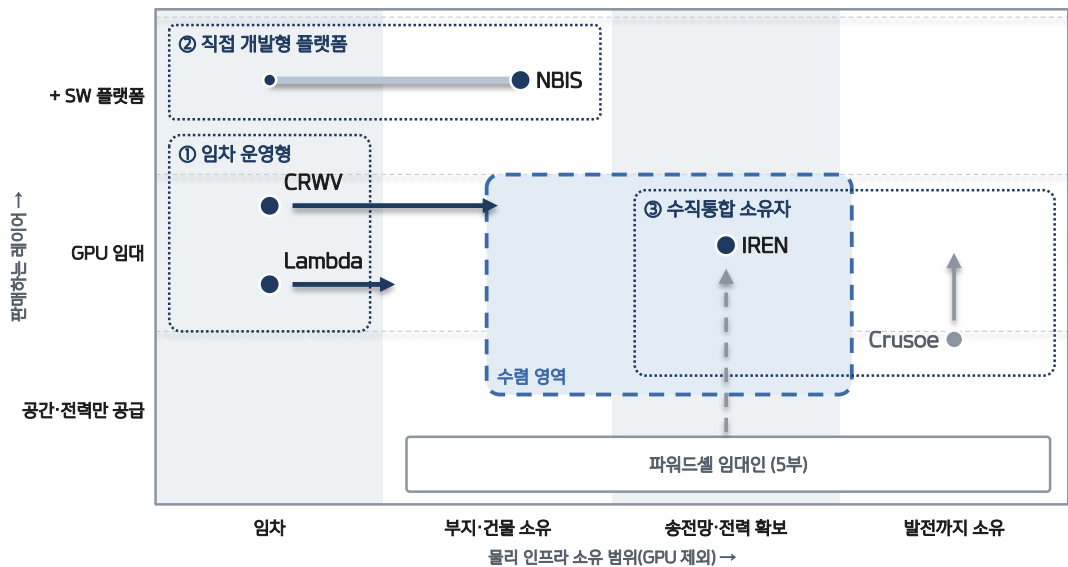
채굴 출신(CRWV, IREN 등)은 기 확보된 저가 전력과 대용량 수전 설비 운용 경험에서, 하드웨어·소프트웨어 출신(NBIS, Lambda)은 클라우드 스택과 엔터프라이즈 고객 풀에서 출발했다. Fluidstack이 Anthropic 투자 계획을 위탁받아 Abernathy JV 지분을 전량 인수하고 직접 시공으로 선회한 사례처럼 3대 유형은 고정된 틀이 아니라 진화 경로이며, 당사는 송전망 병목이 지속되는 한 네오클라우드가 '인프라 소유' 쪽으로 수렴한다고 본다.

[그림 3-1] 네오클라우드 3대 비즈니스 모델 비교

분석 항목	① 임차 운영형 (Asset-light Operator)	② 직접 개발형 플랫폼 (Platform)	③ 수직통합 소유자 (Integrated Owner)
대표 기업	CRWV, Lambda	NBIS	IREN, Crusoe
인프라 소유 범위	임대인으로부터 전량 임차 (자체 개발 추진: Lancaster, Kenilworth)	자체 개발(Independence 1.2GW) + 코로케이션 임차 + 에셋라이트	송전망 계통 연계, 부지, 건물, 가속기 100% 소유 (IREN: 약 5GW 확보, 텍사스 2.75GW)
비용 구조	셀 임대료 + 가속기 감가상각 + 이자비용	건물 감가·초기 CapEx(개발) + 임대료(임차)	셀 임대료 전무, 최고 수준의 EBITDA 마진, 설비 CapEx 부담 최대
자본 조달 방식	고객 계약 담보 대출(DDTL), 최고 레버리지	보유 현금 + 전환사채 + 선수금 + 담보대출	고객 선수금(45~55%) + 계약 담보 설비금융 (MSFT 6.0% vs BIIIG 9.0%)
핵심 리스크	조달금리 상승, 임대인 준공 지연, 재계약 단가	시공 실행력, 계통 연계 지연, 증자 희석	소수 고객 집중, 건설 실행력, 잔여 채굴 정리
이익 민감도	스팟 및 계약 단가(P) x 가동 전력(Q)	전력 파이프라인 확장 + 소프트웨어 수익	자체 전력망의 상업운전(통전) 속도
지속 가능한 해자	가속기 선배정 및 저리 조달 (가장 초기 소멸)	플랫폼 소프트웨어 스택 및 고객 락인 (중간)	기확보된 송전망 계통 용량 (가장 장기 지속)

자료: 각사 공시, 키움증권 리서치센터 정리

[그림 3-2] 네오클라우드 3대 유형의 현재 위치와 이동 방향



자료: 각사 공시, 키움증권 리서치센터 정리

주: 점은 가동 용량 기준 현재 위치, 화살표는 공시된 투자·계약에 따른 이동 방향. NBIS 막대는 에셋라이트·코로케이션·직접 개발을 동시 운용함을 표시. 음영은 '인프라 소유 + 연산 판매'로의 수렴 영역(당사 판단). Crusoe는 비상장

III-2. MW당 단위경제: 가격·가동 전력·자본비용의 3대 변수

IT 1MW당 원가 구조: 연간 고정·변동비 약 1,000만 달러 발생

네오클라우드의 손익은 가속기 임대 매출(가동 시간 × 계약 단가)에서 감가상각비, 이자비용, 셀 임대료, 전력·운영비를 차감해 산출된다. IT 1MW당 GPU 서버와 패브릭 네트워크 설비 CapEx는 약 2,600만 달러(GB200 기준)이다. 이를 연간 비용으로 환산하면 ① 가속기 감가상각비 연 약 500만 달러(5년 정액법), ② 차입이자 연 약 200만 달러(조달금리 8.0% 가정), ③ 전력·현장 운영비 연 약 100만 달러, ④ 파워드셀 임차 시 임대료 연 약 200만 달러이다. 셀을 외부에서 임차하는 운영사 기준 IT 1MW당 연간 총원가는 약 1,000만 달러이다.

[그림 3-3] IT 1MW당 연간 단위경제 추정 (GB200 랙 기준)

항목 (백만 달러)	5년 장기 계약 (2025 하반기 수준)	중기 계약 (2026 2분기 수준)	단기 3~6개월 (2026 3분기 연환산)
연간 매출	10	20	40
전력 및 운영비	-1.0	-1.0	-1.0
파워드셀 임대료 (임차 시)	-2.0	-2.0	-2.0
EBITDA (마진율)	7.0 (70.0%)	17.0 (85.0%)	37.0 (92.5%)
가속기 감가상각비 (5년)	-5.0	-5.0	-5.0
금융비용 (조달금리 8%)	-2.0	-2.0	-2.0
세전이익 (EBT)	약 0.0	약 10.0	약 30.0
GPU CapEx 회수 기간 (EBITDA 기준)	약 3.7년	약 1.5년	재계약 단가에 종속

자료: Epoch AI, 각사 공시, 키움증권 리서치센터 정리

주: 당사 추정치. GPU 서버·네트워크 CapEx 2,600만 달러 5년 정액 감가, 차입금리 8.0%, 셀 임대료 200만 달러 반영

(자체 개발·소유 시 셀 임대료 대신 시설 감가 연 약 140만 달러 반영)

① 가격(P): 단가 2배 상승 시 투자금 회수 기간은 절반 이하로 단축

계약 단가는 회수 기간과 세전이익을 크게 가른다. 25H2 체결된 5년 장기 계약 수준(IT 1MW당 연 약 1,000만 달러)에서는 세전이익이 손익분기에 수렴한다. EBITDA 기준 GPU 설비투자 회수 기간은 약 3.7년으로 5년 계약 기간 안에 원금을 겨우 회수하는 구조이며, 실질 주주이익은 계약 만료 후 잔존 GPU의 재임대 단가에 달린다. 반면 2026년 2분기 중기 계약 수준(MW당 연 2,000만 달러 이상)에서는 세전이익이 MW당 연 약 1,000만 달러로 늘고 회수 기간은 약 1.5년으로 짧아진다. NBIS가 제시한 설비투자 회수 기간(1년 10개월)도 이와 부합한다. 단가가 2배 오를 때 회수 기간은 절반 이하로 줄어든다. 가격(P)이 단위경제의 제1 독립변수인 이유다.

② 가동 전력(Q): 총원가의 70%가 상업 통전 이전부터 선반영

비용의 70% 이상인 감가상각비와 이자비용은 매출 발생 시점이 아니라 설비 입고와 차입 실행 시점부터 계상된다. 상업 가동 전 분기에도 MW당 분기별 약 175만 달러의 고정비가 나간다. 주요 3사가 모두 영업·순적자인 이유다. CRWW는 2분기 매출 25억 8,000만 달러와 조정 EBITDA 마진 59%에도 감가상각비 13억 9,000만 달러, 순이자비용 6억 4,000만 달러, 주식보상비용을 반영해 6억 2,600만 달러 순손실을 냈고, NBIS도 조정 EBITDA 마진 41%에 영업손실 1억 7,600만 달러였다. 분기마다 수백 MW씩 증설하는 국면에서는 미가동 자산이 쌓이며 고정비가 먼저 인식되고, CRWW 감가상각비가 1년 만에 2.5배 늘어난 배경도 같다. 적자의 주된 원인은 수요 부진보다 선행 증설의 비용 선반영이며, 수주잔고(Contracted MW)가 아니라 과금이 시작된 가동 전력(Energized MW)이 실적을 좌우하는 제2 변수다.

③ 자본비용: 비즈니스 모델 및 고객 신용에 따른 마진 차별화

인프라를 직접 소유하는 사업자는 셀 임대료(-200만 달러) 대신 연 약 140만 달러의 자체 시설 감가상각비만 부담해 원가 통제력이 높다. 또 투자등급(IG) 고객 계약을 담보로 차입하면 비투자등급 대비 이자비용을 MW당 연 약 80만 달러 줄일 수 있다. 고객 신용에 연동되는 자본비용이 제3의 마진 변수다.

흑자 전환의 전제 조건: 금리·재계약 단가 및 차세대 원가 인플레이션

설비 증설 속도가 둔화된다고 자동으로 흑자 전환되지는 않는다. CRWV의 4분기 가이드스(조정 영업이익률 10%대 초반)를 대입해도 분기 영업이익은 3분기 순이자비용 가이드스(8억 6,000만~9억 4,000만 달러)에 미치지 못한다. 구조적 흑자에는 차입 스프레드 축소와 재계약 단가 방어가 함께 필요하다. 현 마진율에는 일시적 시차 수혜도 포함돼 있다. IREN은 FY26 어닝콜에서 진행 중·신규 배치의 데이터센터·GPU CapEx가 약 15~20% 늘겠지만 매출 증가가 이를 웃돌 것이라고 밝혔다. 현재 판매 중인 계약은 부품가 인상 이전에 매입한 장비로 공급돼 '원가 고정-단가 상승'의 스프레드를 누리고 있으나, 차세대 가속기 세대부터는 선행 CapEx 원가도 함께 오른다.

[그림 3-4] 네오클라우드 주요 3사 2026년 2분기 실적 요약

항목 (백만 달러)	CRWV	NBIS	IREN (FY26 Q4)
매출액	2,575 (+112% YoY)	582 (+454% YoY)	137 (-5% QoQ; AI 클라우드 71)
조정 EBITDA (마진율)	1,510 (58.6%)	236 (40.5%)	19 (13.9%)
감가상각비	1,393 (2Q25: 559)	260	112
영업손익	-49	-176	-620 (채굴 자산 손상 450 포함)
순금융비용 (이자)	순이자 640 (3Q 가이드스 860~940)	119 (2Q25: 4.8)	25 (Finance expense)
당기순손익	-626	-190 (계속영업)	-684

자료: 각사 10-Q, 6-K 및 실적 보도자료, 키움증권 리서치센터 정리

강세론이 답해야 할 세 가지 질문: '항공기 좌석' 비유에 대한 단위경제의 답

Citadel의 켄 그리핀은 10월 20일 블룸버그 인터뷰에서 GPU를 항공기 좌석에 비유하며 세 가지 회의론을 제기했다. ① 한계비용이 거의 없는 자산은 공급이 수요를 넘는 순간 가격이 붕괴하고(2000년 광섬유), ② 5~6년 된 구형 칩은 현재의 임대료를 유지할 수 없으며, ③ 기업의 AI 도입 효용(ROI)이 고르지 않다는 점이다. 앞서 분석한 단위경제를 바탕으로 답하면 다음과 같다.

① 가격 붕괴 리스크는 '팔리지 않은 좌석', 즉 미계약 물량에 국한된다.

네오클라우드 매출의 대부분은 계약 기간 동안 단가가 고정되는 의무사용계약(Take-or-pay) 기반이다(IREN은 2027년 매출 컨센서스의 약 87%가 기계약, VI-3). CRWV도 확약 계약 매출 비중이 98%(FY2025, 10-K)이고 백로그가 부채 전액을 덮는다고 밝혔다. 세 단계 단가 중 가장 낮은 2025년 하반기 장기 계약 수준(연 1,000만 달러)을 적용해도 회수 기간은 3.7년으로 5년 계약 안에 들어온다. 가격 붕괴에 노출된 영역은 미계약 현물(Spot) 용량과 계약 만료 후의 재임대 물량이다.

② 구형 칩의 임대료 하락보다 중요한 것은 임대료가 떨어지기 전에 그 칩을 산 부채를 갚느냐다.

중기 계약 단가(연 2,000만 달러) 기준 EBITDA 회수 기간은 1.5년이다. 5년 앵커 계약을 담보로 한 DDTL은 대출 만기가 계약에 맞춰져 계약 현금흐름으로 상각되고, 단기 계약 담보분은 비는 기간만큼 스프레드를 더 낸다(III-5). 반면 2031~2032년 만기 무담보 노트는 계약과의 연결 자체가 없어 상황이 계약 만료 이후의 재임대 단가와 차환 시장에 달린다. 지난 10월 담보부 조달 조건은 유지된 반면 무담보채만 15~16%로 밀린 것(II-5)은 크레딧 시장이 계약 기간과 부채 만기의 불일치 리스크를 정확히 그 구간에 가격을 매긴 결과다. 2000년 광섬유와의 차이도 여기에 있다. 내용연수 20년 이상인 광섬유는 과잉 해소에 10년이 걸렸지만, 5년 감가 자산인 GPU는 세대교체와 함께 유효 공급에서 빠르게 빠진다. 다만 잔존가치도 같은 속도로 소멸하므로, 회수 기간을 넘겨 만기가 오는 부채는 잔존가치에 기댈 수 없다.

③ 기업의 AI 수익화 여부는 단위경제가 아닌 하이퍼스케일러 CapEx의 영역이다.

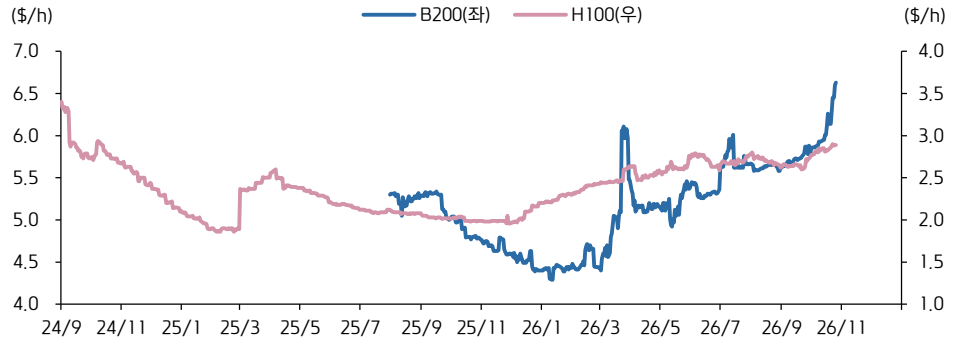
네오클라우드의 주된 수요처는 일반 기업이 아니라 소수 하이퍼스케일러와 AI 연구소이므로(II-2), 전방 기업의 AI ROI 부진은 네오클라우드의 계약 단가에 직접 반영되는 것이 아니라 연구소의 토큰 가격 인하(10월 초 3분기 평균 대비 -30%)와 하이퍼스케일러의 차기 CapEx 의사결정을 거쳐 시차를 두고 전달된다. 모델층의 가격 디플레이션이 그 전달 경로다(III-3). 이것이 당사 핵심 전제이자 거래상대방 집중 리스크(VI-4)로 귀결되는 이유다.

III-3. 가격(P)의 역학: 계약·온디맨드·스팟의 3단계 전면 상승 국면

가격 체계 전반의 동반 상승 국면 진입

네오클라우드의 가격 구조는 온디맨드 리스트가, 마켓플레이스 스팟 시세, 중장기 계약 단가의 3개 층으로 나뉜다. 과거에는 온디맨드가 사업자별 전략적 호가에 불과하고 스팟 가격의 변동성이 높아 중장기 계약 단가만이 가격결정력의 지표였다. 2026년 들어서는 3개 가격층이 함께 오르고 있다.

[그림 3-5] GPU 시간당 렌탈 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

① 중·단기 계약 단가: 잔여 기간 단축에 따른 단위 단가 프리미엄

계약 단가는 주요 3사 전반에서 오르고 있으며, 계약 기간이 짧을수록 단위 프리미엄이 크다. IREN은 2025년 11월 Microsoft와 체결한 GB300 5년 계약(IT MW당 연 약 970만 달러) 대비 최근 3년 계약 단가가 125%, 5년 계약 단가가 70% 올랐다고 공시했다. NBIS는 2분기 중기 계약을 MW당 연 2,000만 달러 이상에 체결한 데 이어 3분기 초 3~6개월 단기 계약을 연환산 4,000~5,000만 달러에 확보했고, CRWV도 3~6개월 단기 계약을 MW당 약 4,000만 달러에 체결했다. CRWV는 7월 전 제품군 가격을 25% 인상한 뒤 유지 중이며, 회사 측은 고객의 추가 인상 수용 여력을 확인했고 구세대 GPU 가격도 수년 전 수준 이상이라고 밝혔다. NBIS는 첫 Blackwell 연간 용량 경매에서 직전 최고가 대비 15% 프리미엄을 받았다.

② 온디맨드 및 추론 요금: 인하 추세에서 인상으로

장기간 인하 추세였던 온디맨드·추론 종량제 요금도 반등했다. NBIS는 9월 17일 H100(3.85달러→4.50달러) 등 주요 가속기 온디맨드 가격을 17~21% 인상했고, 10월 1일에는 토큰 기반 추론 서비스 'Token Factory' 요금을 16~20% 올리며 인상 기조를 추론 영역으로 넓혔다.

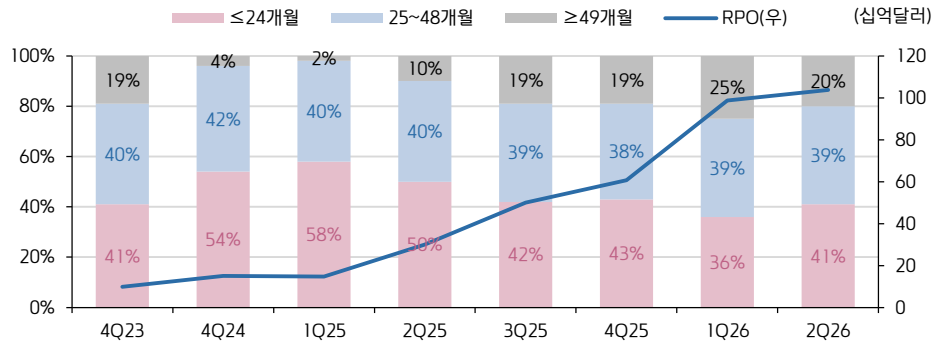
③ 스팟 시세: 2026년 봄 저점 통과 후 견고한 반등세

시장 실거래 시세도 저점을 지났다. Silicon Data 지수 기준 B200 임대료는 9월 초 시간당 5.62달러로 연초 대비 28% 올랐다. H100은 5월 저점(2.57달러)을 지나 9월 말 2.70달러까지 반등했고, 구형 A100(2020년 출시)도 1.57달러 선을 유지하고 있다. B200 호가 상승에는 초기 공급 부족이 일부 기여했다.

공급자 우위 지속: 단기화 전략에도 수주잔고와 확약 계약 동반 증가

가격결정권을 쥔 공급자들은 잔여 용량 판매를 이연하고 계약 기간을 단기화하고 있다. 기체결 장기 계약은 가격이 고정된 하단이고, 업사이드는 새로 켜지는 용량의 현 시세 판매, 미판매 용량의 단기 계약, 만기 뒤 재계약에서 나온다. NBIS는 2027년 용량을 지금 조건에 모두 팔 수 있지만 즉시 수요 대응용으로 일부를 남겨 뒀다고 밝혔고, IREN은 고객에게 독점권이 붙은 추가 물량 옵션을 주지 않아 왔다. NBIS의 3월 Meta 계약(최대 약 270억 달러)도 확정분 120억 달러와, 제3자에게 먼저 팔고 남은 용량만 Meta가 사는 최대 150억 달러로 나뉜다. CRWW는 잔여이행의무(RPO) 내 49개월 이상 장기 비중을 1분기 25%에서 2분기 20%로 줄이고 2년 이내 단기 비중을 36%에서 41%로 늘렸다. 이 선별 수주에도 수주잔고는 전년 대비 3배 이상 늘었고, 매출의 98%가 고객 가동률과 무관하게 과금되는 Take-or-pay 약정이다. 단기 4,000만 달러는 한계 물량의 가격이다. 가동 전체의 혼합 단가는 장기 계약 비중 때문에 5년 계약 수준(1,000만 달러)에 가깝고, 단기 물량이 늘어나 따라 오른다.

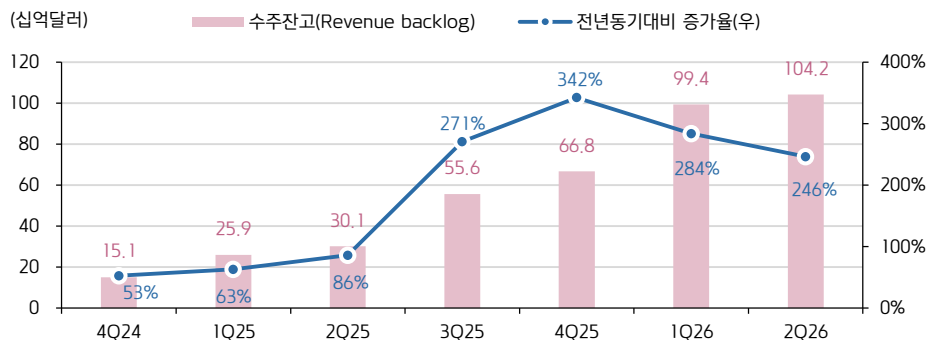
[그림 3-6] CRWW 잔여이행의무(RPO) 잔존만기별 구성



자료: CRWW 10-Q/10-K, 키움증권 리서치

주: 10-Q/10-K는 '24개월 이내 %'와 '25~48개월 %'만 공시 → '≥49개월'은 100%에서 차감한 계산값

[그림 3-7] CRWW 수주잔고 추이



자료: CRWW 10-Q/10-K, 키움증권 리서치

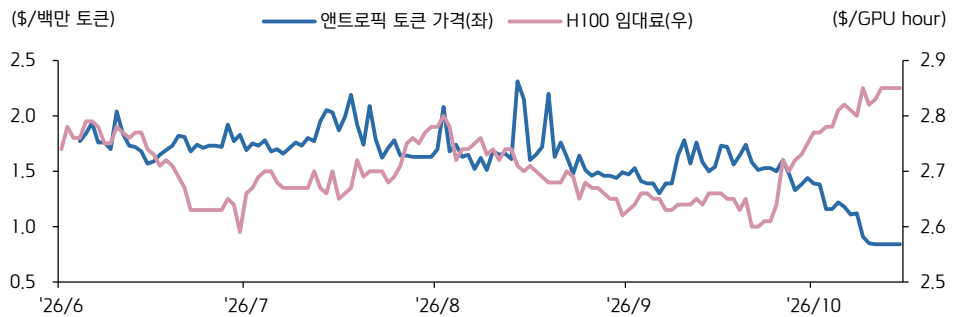
주: Revenue backlog = RPO + 확약 계약 중 RPO에 아직 반영되지 않은 추정 매출 (=기타 확약분)

- 1Q25 기타 확약분 112억 달러는 OpenAI 계약(최대 119억 달러) 중 RPO 미반영분; 3Q25 56억 달러는 NVIDIA 용량 계약 등
- 2Q26 backlog은 보도자료 '약 1,040억 달러', IR 자료 1,042억 달러(= RPO 1,037억 달러 + 기타 5억 달러)
- 2Q26 수치는 3분기 초 추가 체결된 250억 달러 이상 신규 확약 미포함
- '확약계약 매출비중' = 10-Q Note 2 'revenue recognized related to customer commitments' 분기(3개월) 비중
- 4Q는 분기 공시 없음 — 연간치 FY2023 88%, FY2024 96%, FY2025 98% (10-K)

가격의 천장: 고객의 연산 마진

임대 단가의 천장은 결국 고객사의 연산 마진에 달려 있다. 3분기 Anthropic의 연산 원가율은 59%로, 연산 지출 1달러당 1.70달러의 매출을 냈다. 여기에 10월 초 토큰 가격이 3분기 평균보다 30% 이상 빠지고 H100 임대료는 8% 오른 점을 그대로 대입하면, 1달러당 매출은 1.1~1.2달러까지 내려앉는다. 모델단의 가격 하락(소형 티어 3사 0.20달러 수렴)이 임대료 재협상 압력으로 고스란히 넘어가는 구조다. 단기 단가인 4,000만 달러가 지속되기 어려운 이유이자, VI-4에서 2,000만 달러를 기준선으로 삼은 수요 측 이유다. 한편 NVIDIA CEO가 1GW AI 팩토리의 연매출 기회를 약 400억 달러로 제시한 것(10/22) 역시 환산하면 MW당 연 4,000만 달러로, 현재의 단기 계약 상단과 일치한다. 공급자가 보는 천장도 결국 여기서다.

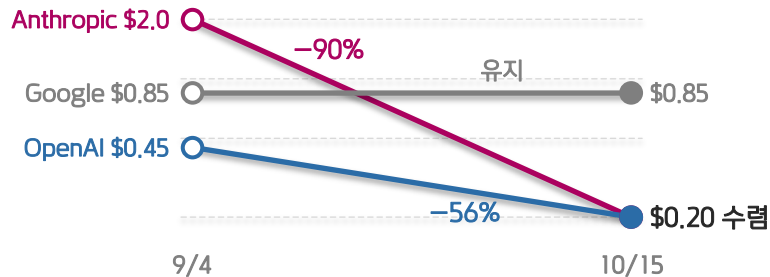
[그림 3-8] 엔트로픽 토큰 가격 및 H100 GPU 임대료 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 엔트로픽 토큰 가격(Ornn Anthropic Token Price Index) / H100 임대료(Silicon Data H100 Rental Index)

[그림 3-9] 소형 티어 API 가격, 한 달 만에 \$0.20으로 수렴



자료: OpenAI·Google·Anthropic 공식 가격표(2026-10-15), 키움증권 리서치

주: 블렌디드 = (입력 × 3 + 출력) ÷ 4, 로그 축. Anthropic Haiku 4.5 → 5.5, OpenAI GPT-5.6 Luna → GPT-6 Luna, Google Gemini 3.5 Flash-Lite(변동 없음). 10만 토큰 이하 프롬프트 기준

III-4. 물량(Q)의 본질: 단순 수주잔고가 아닌 실가동 전력의 속도

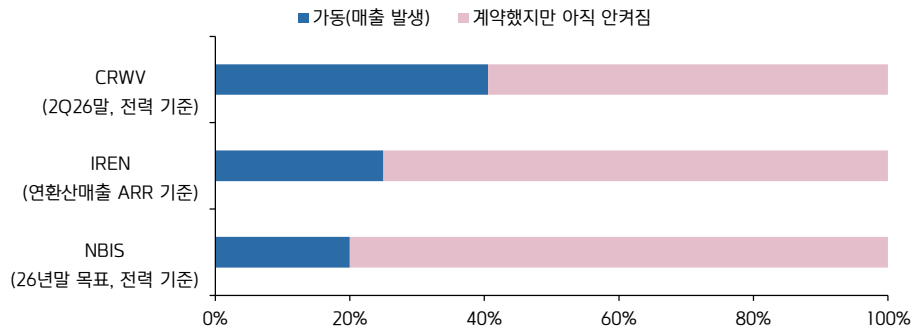
외형 성장의 독립변수는 계약 용량이 아닌 통전 전력

Q의 본질은 서류상의 계약 전력이 아니라 상업 통전돼 과금이 시작된 실가동 전력이다.

주요 3사 공통: 확보 물량과 실가동 간의 구조적 괴리

주요 3사 모두 수주잔고와 실가동 전력의 격차가 크다. CRWV는 6월 말 기준 3.7GW 계약 용량(8월 기준 4.2GW) 중 가동 전력이 1.5GW이며, 실가동 전환 비율은 지난 2년간 50%를 밀돌았다. NBIS는 연말 계약 목표를 5GW로 올리고 연내 800MW~1GW 계통 연계를 추진 중이나, 2분기 신규 계약분은 2026년 실적에 기여하지 못하고 2027년부터 반영된다(2분기 말 ARR 30억 달러). IREN은 계약 ARR 40억 달러 중 가동 기준 ARR이 10억 달러 수준이다.

[그림 3-10] 네오클라우드 3사의 수주잔고와 실가동 전력 간의 격차



자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

핵심 평가 지표는 계약 잔고가 아닌 '전력 통전 퍼널'

따라서 네오클라우드 밸류에이션의 핵심 지표는 수주잔고의 절대 규모가 아니라 '전력 가동 퍼널'이다. 계약 체결 → 전력망 연결 → 매출 인식의 3단계에서 각 사가 위치한 단계가 향후 12~18개월 실적 성장 속도를 정한다. 회사 가이드스 기준 IREN의 가동 매출은 기체결 물량이 상업 운전해 들어가는 것만으로 연말까지 4배 늘어난다. 퍼널의 병목이 반도체 칩이 아니라 전력 계통 인입에 있다는 점은 4부에서, 유형별 퍼널 위치와 실적 레버리지는 종목 분석에서 다룬다.

III-5. 자본비용: 고객 선수금과 계약 담보부 파이낸싱 구조

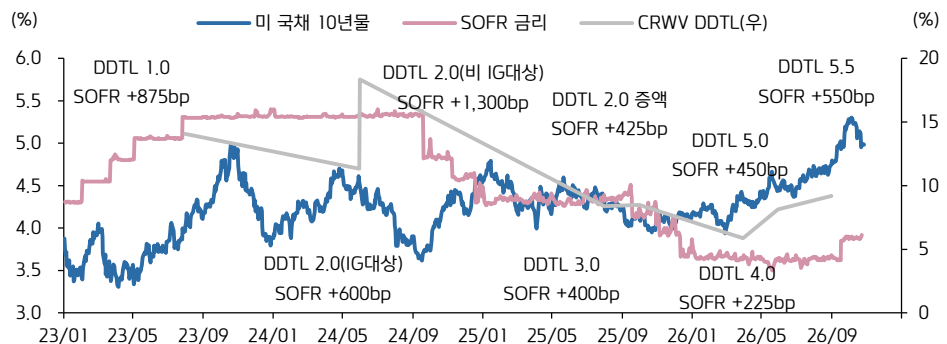
가속기 설비 조달 축의 이동: 고객 선수금과 장기 계약 담보부 차입

가속기 CapEx의 조달 원천은 세 가지다. ① 고객 선수금, ② 고객 계약을 담보로 한 자산 단위 대출(GPU 금융), ③ 전환사채·증자·무담보채 같은 회사 단위 조달이다. 누적 잔액은 ③이 가장 크지만, 신규 조달은 ①·②로 옮겨가고 있다. IREN은 최근 3개월간 GPU 금융으로 65억 달러를 조달했고, Nebius는 7월 첫 담보대출 이후 400억 달러 규모 고객 약정으로 이를 반복하겠다고 밝혔으며, CoreWeave는 설비투자의 대부분을 자산 단위 금융으로 조달한다고 설명한다. 설비 재원이 공급자 자본이 아니라 수요처의 자금과 신용에서 나오는 구조로 이동하고 있다. NBIS의 10월 Citi 대출은 364일 만기라 장기 자산담보 금융은 아직 7월 한 건이다. 다만 ③은 여전히 가장 큰 재원이고(CRWV 9월 전환사채 37억 달러·ATM 3,500만 주, NBIS 전환사채 원금 약 134억 달러), 10월 조정이 보여준 대로 자본비용 충격 국면에서 주가를 가르는 변수다(II-5).

① 선수금 유입: CapEx 선제 충당을 통한 투자 회수 기간 단축

고객 선수금은 공급사의 현금흐름을 개선하고 투자금 회수(Payback) 기간을 줄인다. 단, 공시 기준이 다르다. NBIS(신규 계약 CapEx의 50~60%)와 IREN(가속기 CapEx의 45~55%)은 설비투자 대비이고, CRWV는 계약총액 대비 15~25%(2025년 말 가중평균)로 2분기 계약의 약 70%에 선수금이 붙었다. 본 보고서의 "설비투자의 45~60%"는 앞 두 회사 기준이다. NBIS가 제시한 회수 기간이 1년 만에 2~3년에서 1년 10개월로 짧아진 데는 단가 상승과 선수금 선유입이 함께 작용했다. IREN은 선수금과 GPU 금융을 합한 조달액이 설비 원가의 90~96%에 이르고(MSFT 계약 건 약 96%, 비투자등급 Mackenzie 증설분 약 90%), 회사는 이를 '펀딩 플라이휠(Funding Flywheel)'로 부른다. 회수 기간이 2년 미만으로 통제되는 구조는 'ROIC가 WACC에 미달한다'는 우려에 대한 반론 근거다.

[그림 3-11] 시장금리가 아닌 담보의 질(Quality)에 따라 달라지는 조달 금리



자료: Bloomberg, CRWV IR, 키움증권 리서치

② 가속기 설비금융(GPU Financing): 10월의 시험

1년여 만에 순수 GPU 현물 담보 시장(SOFR+875bp)을 넘어 우량 계약 담보의 투자등급 시장(SOFR+213~300bp)이 형성됐다. IREN은 사모 부채의 두 자릿수 금리에서 6.0%까지 자본비용을 낮췄고, Lambda는 Baa2 등급을 받았으며, NBIS는 첫 담보대출을 SOFR+250bp에 성사시켰다. 다만 이 조건은 1차 시장 발행 기준이다. 10월 2차 시장에서 CRWV 무담보채가 15~16%에 거래되며 사다리 하단이 다시 벌어졌고, 10월 이후 첫 GPU·계약 담보 금융의 발행 조건이 이 시장의 지속성을 가른다. 10월 Citi 대출(SOFR+275bp)은 금리는 비슷하지만 만기 1년이고 담보가 공개되지 않아, 계약 담보 장기 금융이 이어질지는 아직 미지수다.

만기 불일치에 따른 딜레마: 고마진 단기 계약과 저리 장기 조달 간의 상충

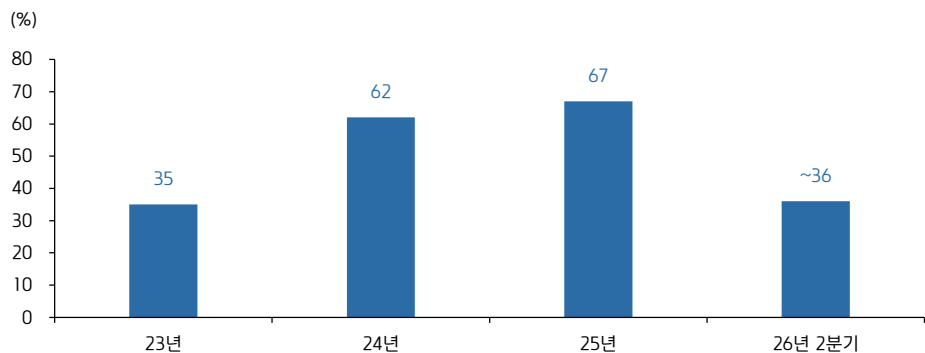
단기 계약 확대는 조달 측면에서 긴장을 낳는다. 단기 계약은 판매 단가가 높지만 담보 가치 인정 범위는 제한적이다. CRWV가 8월 단기 계약 수요 대응을 위해 설정한 DDTL 5.5는 대출 만기가 약 5년인 반면 담보 계약의 평균 잔여 기간은 약 3년이었다. 잔여 2년의 상환 불확실성이 반영돼 5년 IG 계약 담보 대출(SOFR+225bp)의 2배가 넘는 SOFR+550bp가 책정됐다. **계약 담보 대출은 담보 계약의 현금흐름으로 계약 기간 안에 상환되도록 설계되는데, 담보 계약이 대출보다 짧으면 그 차이만큼 재계약 리스크를 대주가 떠안고 스프레드로 받는 구조다.** 2031~2032년 만기 무담보 노트는 이 연결 자체가 없어 상황이 만기 시점의 재임대 단가와 차환 시장에 전적으로 달려있다. **10월 2차 시장에서 무담보채만 15~16%로 밀린 것도 이 때문이다.** 마진은 단기 계약에서, 저리 조달은 장기 계약에서 나오는 만큼, 5년 앵커 계약으로 하방 현금흐름을 확보하고 그 위에 고마진 단기 물량을 엮는 포트폴리오 관리가 필요하다.

고객 다변화 진전과 신용 리스크의 분리 평가

수요처는 프런티어 AI 랩을 넘어 전통 산업 전반으로 넓어지고 있다. NBIS는 2분기에 Reflection, Cohere, 쿼트 헤지펀드 등 중기 경쟁 입찰 4건을 따내며 신규 고객 수주액을 전분기 대비 9배 늘렸고, Shopify·Mastercard·Brave 등으로 엔터프라이즈 레퍼런스를 확장했다. IREN도 Cohere, Perplexity, Fal AI를 신규 고객으로 추가했다. CRWV 역시 피지컬 AI(Caterpillar), 바이오(Isomorphic Labs), HFT(Flow Traders), 공공·국방(Leidos)으로 영역을 넓히며 최대 고객사(Microsoft)의 매출 비중을 2025년 약 3분의 2 수준에서 올 2분기 36%까지 낮췄다.

이러한 다변화는 1부에서 짚은 토큰 수요 확산과 궤를 같이한다. 다만 고객군이 넓어진다고 해서 조달 비용까지 낮아지는 것은 아니다. IREN의 비투자등급 고객 배치분 차입금리가 9.0%에 달했듯, 고객 기반 확장(Volume)과 거래상대방 신용도(Credit)는 별개의 변수로 나눠 봐야 한다. 한편 앞으로는 반대 방향의 힘도 작용한다. META와 MSFT가 자체 모델 개발로 무게중심을 옮기면(당사 10/16), AI 랩의 연산 수요는 약해지고 하이퍼스케일러 자체 수요가 늘어 연산 수요의 주체가 비투자등급(Non-IG) AI 랩에서 투자등급(IG) 하이퍼스케일러로 기울 수 있다. 우량 고객이 늘면 자금 조달 여건은 좋아지지만, AI 랩과 직접 계약할 때 누리던 높은 마진은 줄어드는 양면성이 있다.

[그림 3-12] CRWV의 고객 다변화(MSFT 향 매출 비중 감소)



자료: CRWV IR, 키움증권 리서치

III-6. 중장기 전망: P와 Q, 잔존가치 및 구조적 해자 점검

이중 공급 제약(HBM·송전망) 지속에 따른 계약 단가 지지력

단가(P)와 가동 전력(Q)의 동반 성장이 이어질지는 공급 제약 해소 시점에 달렸다. 가속기 생산은 HBM 생산능력에, 실장 인프라는 전력 계통 연계(4부)에 막혀 있어, 당사는 두 상한이 풀리기 전까지 고단가 계약이 이어질 가능성이 높다고 본다. 수주잔고를 감안하면 향후 1~2년 실적은 추가 수주보다 상업 통전 속도가 좌우한다. 남은 과제는 5년 약정 만료 후 구형 가속기의 재계약 가치(잔존가치)와, 결핍 해소 이후에도 남는 해자의 실재 여부다.

쟁점 ① 가속기 잔존가치

잔존가치 하락은 4~6년 감가 자산에 매년 신규 아키텍처가 나오는 본질적 위험이지만, 최근 데이터는 우려보다 양호하다. CRWV는 2020년 출시 A100을 2029년까지 3년 재계약하며 1년 계약 수준 가격을 받았다고 밝혔고, 구형 모델 스팟 임대료 지수도 연초 수준이다. 구형 가속기가 사전 학습에서 추론으로 옮겨가며 수명이 늘기 때문으로, NBIS도 2분기 구형 GPU 가격이 1분기보다 30% 이상 올랐다고 밝혔다. Silicon Data H100 임대 지수도 1년간 30% 이상 올랐고 10월에도 8% 상승했다. 다만 저지연 에이전트 추론 등 성능 민감 작업은 최신 랙을 찾아 구형과 최신 수요는 병행 관계다. 이 경직성은 공급 결핍에 기댄 것이기도 하다. 칩의 달러당 성능이 연 49% 개선돼 동일 연산 단가는 약 2년마다 반감하며, 병목이 풀리면 구형부터 단가 디플레이션에 노출된다. 재계약 단가는 전력·네트워크·소프트웨어가 결합된 플랫폼 가치라 담보 청산가와 다르다. 임대료 지수(영업 수익력)와 중고가(담보 회수 가치)의 괴리 확대가 핵심 리스크 지표다.

쟁점 ② 유형별 해자의 지속성

범용 연산 자원의 중개에 불과해 ROIC가 WACC를 넘기 어렵다는 비판은 일부 타당하다. 네오클라우드의 차별화는 시간과 신용의 우위에서 나오므로 해자의 지속성은 유형별로 갈린다. 임차 운영형의 가속기 우선 배정권과 저리 조달은 공급 부족 국면에서만 유효하고, 플랫폼형의 소프트웨어 스택과 고객 기반은 그보다 오래가며, 수직통합형의 기 확보 송전망 계통은 신규 승인 없이도 자체 최적화로 IT 전력을 늘릴 수 있어 가장 오래간다. 선수금과 2년 미만의 원금 회수는 현 국면의 수익성을 보여줄 뿐 결핍 해소 이후의 해자를 담보하지 않는다. OpenAI CEO가 9월 "무작위로 생겨나는 신규 네오클라우드의 지속 불가능성"을, 머스크가 10/26 "200개 넘는 네오클라우드의 구피급(guppy-level) 소멸·통폐합"을 말한 것도 같은 결이다. 통폐합은 시간과 신용 중 어느 우위도 없는 소규모·자기 신용 의존 사업자에서 일어난다.

[그림 3-13] 구형 가속기 재계약·가격 인상 사례

회사	내용	시점·출처
CRWV	2020년 출시 A100을 2029년까지 재계약(attractive price)	2Q26 실적 콜
	구세대 SKU 가격은 수년 전 수준 이상(CEO), 만기 도래 물량 ASP는 1년 전 수준 이상	2Q26 실적 콜
	7월 전 SKU 약 25% 인상, 신규 계약 공헌이익률 최근 분기 대비 +5~10%p	2Q26 실적 콜
	3~6개월 단기 계약, MW당 연환산 매출 약 4,000만 달러	보도자료(9/17)
NBIS	구세대 GPU 계약 가격 1Q 대비 30% 이상 상승	2Q26 주주서한
	2026년 초 MW당 ~1,200만 달러 → 2Q 2,000만~2,500만 달러 → 3Q 4,000만~5,000만 달러	2Q26 주주서한·콜
	가격표 인상: H100 3.85달러→4.50달러(+17%), B300 7.85달러→9.50달러(+21%)	가격표 개정(10/1)

자료: 각 사, 키움증권 리서치

주: CRWV 단기 계약 단가는 연환산 매출을 클러스터 소요 전력으로 나눈 값(회사 정의). NBIS 계약 단가는 연간 계약가치 기준

III-7. 핵심 리스크 점검: 투자 가설을 위협하는 4대 하방 변수

수요: 자체 ASIC 전환, 빅테크의 외부 수요 흡수, 과금 구조의 변화

① 빅테크의 자체 가속기(ASIC) 전환이다. Google TPU와 Amazon Trainium의 도입이 확대될수록 NVIDIA GPU 단일 아키텍처에 의존하는 네오클라우드의 잠재 고객군은 줄어들 수 있다. TPU를 대규모로 채택한 Anthropic이 대표 사례다. ② 하이퍼스케일러의 자체 인프라 수직통합에 따른 외주 수요 흡수다. 빅테크 자체 캠퍼스가 완공돼 전력 공급이 수요를 충족하면 네오클라우드의 '가교' 수요는 줄어들며, 하이퍼스케일러 CapEx의 피크아웃 시그널은 네오클라우드 밸류에이션에 가장 먼저 반영된다. ③ 계약 구조의 변경이다. 현행 Take-or-pay 확약이 실제 사용량 기반 종량제(Pay-as-you-go)로 바뀌면 설비 가동률 하락에 따른 공실 위험이 고객사에서 네오클라우드로 넘어온다.

공급: 수급 정상화에 따른 단가 디플레이션과 차세대 원가 인플레이션

가속기 수급 불균형이 해소되면 단가 하락 압력이, 차세대 아키텍처 도입 구간에는 선행 CapEx 원가 상승이 기다린다. 메모리(HBM) 공급 상한이 풀리고 빅테크 자체 캠퍼스가 상업 운전에 들어가면 단기 계약 단가부터 조정 압력을 받으며, 원가 측면의 마진 스프레드 압박은 III-2에서 다뤘다.

재무: 변동금리 차환 부담, 잠재적 주식 희석, 취약한 유동성

재무 측면의 뇌관은 변동금리 차환 리스크와 전환사채 누적에 따른 지분 희석이다. GPU 담보대출의 상당수가 SOFR 연동 변동금리이고 무담보 시니어 노트는 9%대 금리다. CRWV의 무담보 노트 만기(2031~2032년)와 담보 계약보다 만기가 긴 DDTL(5.5 등)의 잔여 상환분은 현재 매입한 가속기의 첫 재계약 주기와 맞물리며, 해당 시점에 설비 담보가치 하락과 재계약 단가 하향이 겹치면 자본 재조달의 병목이 현실화될 수 있다.

10월 2차 시장에서 CRWV 무담보채 수익률이 15~16%로 오른 것은 이 차환 리스크가 가격에 반영된 사례다. 0~3%대 금리로 발행된 전환사채(CB)는 잠재적 주식 희석 부담이다. 기업별 재무 건전성도 다르다. NBIS는 6월 말 현금 80억 달러를 보유했지만 2025년 6월 이후 발행한 전환사채 원금이 약 134억 달러(8월 발행분 포함)이고, 매년 1GW 이상 증설을 위한 추가 조달(ATM 잔여 1,230만 주)이 필요하며, IREN은 4.5억 달러의 채굴 자산 손상으로 적자 폭이 커졌다. CRWV의 유동비율은 0.46배이며, 주요 3사 모두 영업적자로 이자보상배율이 1배 미만이다.

관계: NVIDIA 순환 거래 구조

NVIDIA와의 순환 거래 구조도 점검 대상이다. NVIDIA는 네오클라우드의 벤더이자 지분 투자자이며 미판매 용량 매입 약정을 제공하는 주요 고객이다. 이는 가동률 하방 안전판으로 작용하는 동시에, 벤더 자금이 매출로 환류되며 최종 수요를 과대 계상시키는 착시 요인이 될 수 있다. 최근 NVIDIA가 직접 출자 대신 제3자 사모 펀딩 플랫폼과 잔존가치 보증으로 구조를 바꾸고 있으나, 이는 위험이 장부 밖 약정으로 옮겨갔다는 뜻이다. 이 리스크들이 현실화되는 시점을 정하는 변수는 통전 시점이며, 4부에서 전력 계통 병목을 계량화한다.

IV. [전력 병목] Time to Power의 계량화

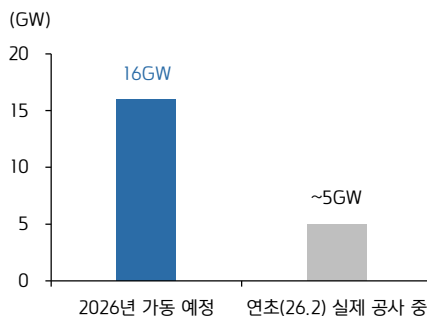
IV-1. 계통 대기 행렬: 접속 요청 474GW 대비 실통전 4GW의 병목

계약 용량과 실가동 격차의 본질은 유틸리티 계통 인입 지연

네오클라우드의 계약 용량과 실가동 용량의 격차는 유틸리티 설비가 아니라 유틸리티 계통 연계를 기다리는 부지 물량이다. 가속기 서버 조달과 데이터센터 건축은 1년 내외에 끝나지만, 송전망 연계에는 수년, 초고압 변압기 조달에는 2년 이상이 걸리고 가스터빈의 현재 발주분 인도 시점은 2030~2031년이다. SpaceX가 3분기 콜(10/20)에서 제약은 칩보다 전력·냉각·인프라에 있다고 한 것(당사 10/21 리뷰)도 같은 진단이다. 글로벌 데이터센터 파이프라인(2026~2030년)의 55%는 적기 준공이 불투명한 것으로 평가된다.

발전 설비 용량이 충분하다는 반론과는 구분이 필요하다. 총 발전 설비 용량과 최종 수전이 끝난 통전 부지(Energized Site)는 다른 개념이다. 가스터빈 생산능력(약 200GW)은 2030년까지 누적 공급되는 장기 수치고, 수년이 걸리는 변전 설비 연계와 10~15년이 걸리는 장거리 고압 송전선로(Transmission) 병목은 발전 설비가 늘어도 풀리지 않는다. 2030년 글로벌 데이터센터 전력 수요 491GW 중 유틸리티 계통이 감당 가능한 전력이 223GW에 그친다는 전망도 발전단위 아니라 계통의 제약을 반영한 것이다. 전력 요금이 인프라 전체 비용의 10% 안팎이라는 점은, 임차인이 지불하는 프리미엄이 전력 원가가 아니라 통전 시점에 붙는다는 뜻이다.

[그림 4-1] 2026년 데이터센터 공사 현황

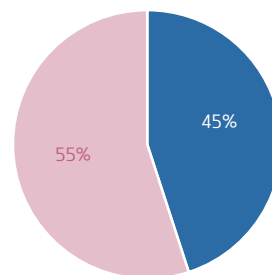


자료: Currence, 키움증권 리서치

주: 50MW~인 데이터센터 중 2024년 이후 발표한 363GW 대상

[그림 4-2] 데이터센터 가동 파이프라인('26~'30)

■ 제때 가동 가능 ■ 가동 어려움



텍사스 ERCOT의 계통 적체: 역대 최대 부하의 5배를 상회하는 대기열

전력망 접속 적체는 텍사스(ERCOT)에서 가장 뚜렷하다. ERCOT의 대형 부하(75MW 이상) 접속 신청은 2024년 말 63GW에서 2026년 6월 474GW로 1년 반 만에 7배 이상 급증했으며, 이 중 약 90%가 데이터센터다. 텍사스 역대 최대 전력 피크(91GW)의 5배가 넘는 규모로, 실수요 이상의 가수요가 대거 섞여 있음을 시사한다. 실제 통전 승인 누계는 8.9GW(신청의 1.9%), 실가동 피크치는 4.0GW(0.8%)에 그친다. 이에 ERCOT와 텍사스 유틸리티위원회(PUCT)는 개별 심사를 중단하고 일괄 선별 제도인 'Batch Zero'를 도입했다. 이를 통해 기승인 대상인 'Base Load'(66.4GW, 204건)와 재평가 대상인 'Studied Load'(127.9GW, 158건)를 추려냈고, 나머지 302GW는 심사에서 제외했다.

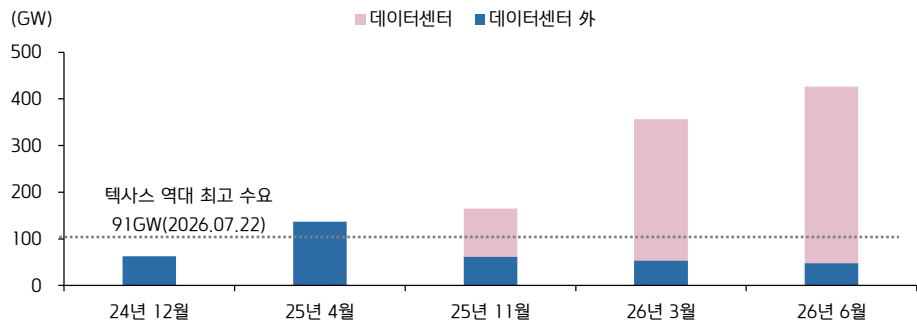
그러나 8월 3일 주지사 행정 지시로 75MW 이상 신규 시설의 통전 승인이 중단되면서, Base Load 물량을 포함해 통전 대기 중이던 17건(6.6GW)의 집행도 모두 멈춰 섰다. 각 프로젝트의 최종 잔류 여부는 12월 10일 ERCOT 검증 보고서와 12월 17일 PUCT 오픈미팅을 거쳐 결정된다.

앞서 11월 1일 계통 안정성 점검 결과가 나오지만, 잠정 승인 명단에 포함된다고 해서 곧바로 통전이 승인되는 것은 아니다. 설령 12월에 Base Load로 확정되더라도 실제 통전은 전체 기술 연구(Study)가 끝나야 가능한데, ERCOT 스스로 당초 마감인 2027년 4월 9일을 지키기 어렵다고 밝히며 새 일정은 추후 정하기로 했다(8/20 PUCT). 주지사 지시에 따라 각 프로젝트는 인프라 비용 부담 방식과 계통 영향, 용수 계획까지 검증받아야 한다. 결국 텍사스 사이트의 2027년 통전 일정은 12월의 대상 분류가 아니라, 일정이 미정인 기술 연구에 달려 있다.

개별 분류 공시의 불확실성과 동부 PJM 전력망의 용량 부족

ERCOT는 개별 프로젝트 분류를 공개하지 않아 기업 공시에 의존해야 한다. 아이렌(IREN)과 갤럭시 디지털(GLXY)은 보도자료, 코어 사이언티픽(CORZ)은 8-K로 공문화했으나 사이퍼 디지털(CIFR)과 허트 8(HUT)은 SNS(X) 게시물에 머물러 있어, Batch Zero 잔류 여부는 12월 결정 이후 확인이 필요하다. 동부 PJM 권역도 2027/28년(6.6GW 부족)과 2028/29년(6.8GW 부족) 용량 경매가 연속 미달 청산됐다. PJM의 미확보 대형부하 우선 차단 규정(IRAS)과 FERC의 신뢰도 백스톱(RBP) 시행 유예는 계통 연계 대기 기간을 늘리는 요인이다.

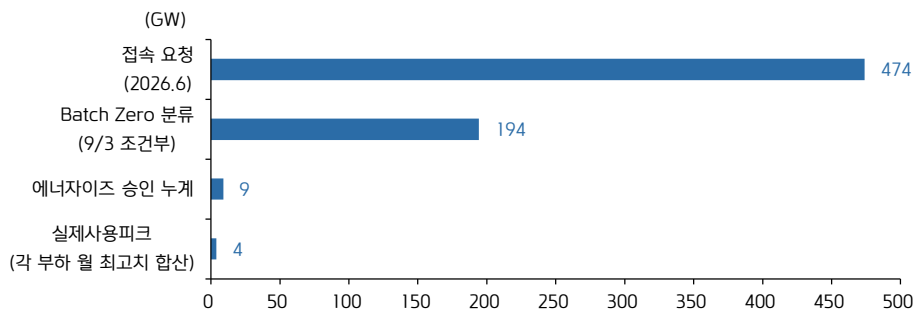
[그림 4-3] 텍사스가 소재한 ERCOT의 대형 부하 접속 요청, 1년 반 만에 7배 이상 급증



자료: ERCOT, 키움증권 리서치

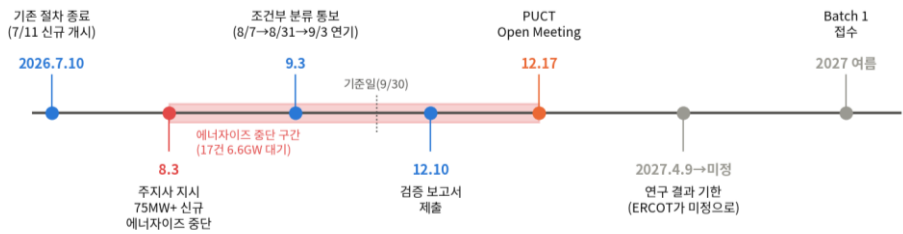
주: 75MW 대형부하 접속 요청 누적. 24년 12월과 25년 4월은 데이터센터 비중 미공시

[그림 4-4] ERCOT 접속 요청 대비 승인 누계



자료: ERCOT, 키움증권 리서치

[그림 4-5] ERCOT 승인 향후 타임라인



자료: ERCOT 마켓노티스(M-B062326-01, M-A080326-01~04), ERCOT→PUCT 발표(2026-08-20), 키움증권 리서치
주: 날짜는 ERCOT 마켓노티스 기준. 2027.4.9 연구 결과 기한은 ERCOT가 미정으로 변경

[그림 4-6] ERCOT Batch Zero 주요 기업별 조건부 분류 현황 (2026.09 기준)

기업	사업 사이트	계통 용량 (MW)	심사 분류	비고 및 공시 출처
IREN	Sweetwater 1·2	2,000 (1,400 + 600)	Base Load (조건부)	Sweetwater 1 변전소 에너지자이츠 완료
GLXY	Helios I-II	1,630 (800 + 830)	Base Load (조건부)	Helios II 830MW 미임차
GLXY	Caspian · Selene · Helios III	2,600 (700 · 900 · 1,000)	Studied Load	재연구 대상
HUT	Beacon Point	미공시	Base Load (조건부)	-
CIFR	Colchis	1,000	Base Load (조건부)	JV 지분 76%(목표 ~95%)
CIFR	Stingray	100	Base Load (조건부)	AWS 임대분 (IT 70MW)
CIFR	Mikeska · McLennan · Apollo 등	2,100 (500 · 500 · 900 등)	Studied Load	-
CIFR	Reveille · Ulysses	270 (70 + 200)	Batch Zero 제외	기승인 완료 (Ulysses는 오하이오 소재)
CORZ	Denton · Pecos · Hunt	1,028 (297 · 300 · 431)	Base Load (조건부)	-
CORZ	Pecos 추가 증설분	300	Studied Load	-
(참고)	AEP Texas 계약 부하	Base 16GW / Studied 29GW	-	유틸리티 전체 접수 기준

자료: 각사 8-K, PR, ERCOT, 키움증권 리서치센터 정리

주: ERCOT는 개별 프로젝트 분류를 공식 발표하지 않으므로 각사 공시 및 커뮤니케이션 기준 작성. Batch Zero 잔류 여부는 12월 10일 ERCOT 검증 보고서 제출과 12월 17일 PUCT 오픈미팅을 거쳐 정해짐

IV-2. 정책 개입: 대기열 장기화와 선순위 프리미엄 확대

전력요금 정치 쟁점화에 따른 주정부의 행정 규제 본격화

계통 대기열 지연은 송전망의 물리적 한계에만 기인하지 않는다. 주거용 전기요금 상승이 유권자 이슈로 부각되면서 주정부의 행정 규제가 잇따르고 있다. 뉴욕주는 7월 행정명령(EO 62)으로 주정부 검토 완료 시점까지 50MW 이상 데이터센터의 신·증설 환경 인허가를 무기한 유예했다(7월 14일 이전 기신청분 제외). 버지니아주는 Dominion 관할 25MW 이상 대형 부하에 의무 최소 요금을 부과하는 전용 요금제를 2027년 1월부터 시행한다. 텍사스주는 Batch Zero 일괄심사와 에너지아이스 승인 동결에 이어 9월 21일 주지사 지시로 TCEQ(환경품질위원회)의 데이터센터 관련 대기·수질 인허가 발급을 중단했다. 용량 규모와 무관하게 적용되며 계통 외(Off-grid) 단독 자가발전 시설까지 포함한다. 동부 PJM의 신규 대형 부하 우선 차단 규정(IRAS) 추진도 같은 연장선에 있다.

규제 강화가 촉발하는 부지 양극화: 기확보 선순위 자산의 희소성

일련의 행정 규제는 신규 계통 신청 부지의 불확실성을 키우는 반면, 이미 통전 권리를 확보한 기인입 사이트의 상대적 가치를 높인다. 신규 진입 프로젝트는 인허가 중단과 대기열 적체에 직접 노출되지만, 추가 송전망 승인이 불필요한 기확보 부지는 규제 리스크에 덜 노출되기 때문이다. 다만 4-1에서 본 대로 Base 분류 물량의 통전 집행도 정지된 상태라 '덜 노출'이지 '무관'은 아니다. IREN은 텍사스의 계통 연결 절차가 엄격해질수록 "실체 있고 자본력 있는 프로젝트가 유리해진다"고 언급했다(회사 측 발언). 정책 개입은 대기열 전체의 상업 운전 리드타임을 늘리는 동시에, 전력을 선점한 선순위 부지와 후순위 대기 부지 간의 가치 격차를 넓히는 동력이다.

[그림 4-7] 2026년 주정부·계통운영자의 데이터센터 규제 조치 일람

관할·조치(시점)	대상	내용	해제 조건·시행	기확보 부지 영향
뉴욕주 / 행정명령 EO 62 (7/14)	50MW 이상 데이터센터 신·증설	DEC 환경 인허가(대기·수질·습지 등) 발급 유예. EO 전 완결성 판정을 받은 신청과 제조·연구·교육·의료 시설은 제외	DPS의 포괄 환경영향평가(GEIS) 완료까지, 기한 없음	기완결 신청·기가동 부지 유리. 계류 접속 신청 12GW+ 대기
버지니아주 / 전용 요금제 GS-5 (SCC 승인 2025.11)	Dominion 관할 25MW 이상 대형 부하	전용 요금 등급 신설, 계약 용량 기준 최소 요금(minimum demand) 의무화로 주거용 요금 전가 차단	2027.1 시행	기확보·신규 모두 고정비 부담, 투기적 신청 억제
텍사스주 / 주지사 지시 (8/3)	ERCOT 대기열 전체, 75MW 이상 신규 시설	PUCT·ERCOT에 대기열 전수 감사 지시, 통전(에너지아이스) 승인 중단	ERCOT 검증 보고(12/10), PUCT 오픈미팅(12/17)	Base 분류 물량 포함 17건 6.6GW 집행 정지
텍사스주 / 주지사 지시 (9/21)	모든 데이터센터(규모 무관, Off-grid 자가발전 포함)	TCEQ 대기(NSR)·수질(TPDES) 등 인허가 발급 전면 중단, 데이터센터 전용 발전설비 건설 주체도 포함	ERCOT 감사 완료(12월 중순 예상)까지, TCEQ 이행 보고 10/19	기확보 부지도 증설·BTM 우회 막힘
PJM / IRAS (FERC 제출 8/13)	50MW 이상 신규 대형 부하 중 자체 공급 미확보분	비상시(EEA1 단계) 주거용보다 먼저 감축, 대형 부하 등록부 신설, 2029/30 경매부터 수요예측에서 제외	FERC 심사 중	기존 부하 보호, 자체 발전 없는 신규 부지 불리

자료: 각 주정부·SCC·PUCT·ERCOT·PJM, 키움증권 리서치

주: 텍사스 8/3 지시의 집행 정지 물량(17건 6.6GW)은 4-1 참조, PJM IRAS는 FERC 제출안으로 승인 전 변경 가능

IV-3. 계통 대기열의 우회 경로: BTM과 기확보 부지의 숨은 전력

우회로 ①: Behind-the-Meter의 확산과 설비 조달 병목의 상존

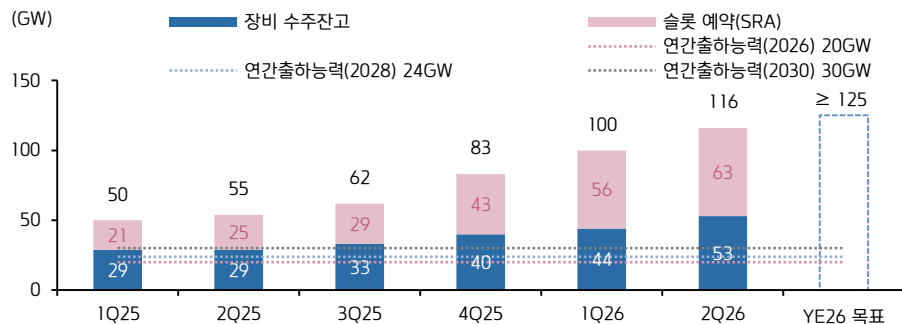
송전망 계통 대기열을 우회하는 첫 번째 방안은 부지 내 가스터빈이나 왕복동 엔진, 연료전지를 직접 설치하는 구내 발전(Behind-the-Meter) 방식이다. OpenAI와 Oracle이 추진하는 Stargate 사이트 중 Abilene 캠퍼스는 현장 가스터빈과 유틸리티 계통을 병용하며, 일부 프로젝트는 순수 가스발전 기반으로 초기 가동을 개시한다. 네비우스(NBIS) 역시 뉴저지 Vineland 캠퍼스(300MW, Microsoft향)의 주 전력원을 Bloom Energy 연료전지로 변경하여 인허가 재취득을 추진 중이다.

이러한 우회로는 유틸리티 계통 심사 지연을 회피할 수 있으나 제약 요인 또한 뚜렷하다. 대형 가스터빈 역시 현재 발주 시 인도 시점이 2030~2031년에 달해, 우회로 내부에도 기기 조달 대기열이 형성되어 있다. 발전 설비의 직접 도입에 따른 추가 CapEx 부담도 불가피하다. 더욱이 텍사스주의 TCEQ 환경 인허가 중단 조치로 인해 독립형 구내 발전조차 승인이 정체된 상태다. 자체 전력 공급원이 결여된 대형 부하를 비상시 우선 차단하겠다는 동부 PJM의 방침은 역설적으로 이러한 분산형 발전의 필요성을 방증한다. 임대인이 공급하는 상품의 정의가 단순 '계통 확보'에서 '실질 전력 확보'로 확장되는 추세는 앞으로의 점검 과제다.

우회로 ②: '숨은 전력(Hidden Power)', 기가동 부지의 고밀도 효율화

두 번째 대안은 기존 기가동 사이트의 수전 효율 개선을 통한 '숨은 전력'의 확충이다. 이미 통전이 완료된 부지는 신규 송전선로 증설 없이도 IT 실효 전력을 확장할 수 있다. 총 수전 용량(Gross MW) 중 순수 연산 칩으로 공급되는 IT 전력 비중은 냉각 아키텍처와 부하 제어 알고리즘에 의해 좌우되기 때문이다. 기존 공랭 방식을 고효율 수랭(액체냉각)으로 전환하고 전력 피크를 평활화하면, 동일한 전력 인입 용량 하에서 가동 가능한 가속기 밀도를 극대화할 수 있다. IREN은 기존 사이트의 가용 전력 여력이 계획치를 상회하며, 기공표된 PUE(총 300MW 기준 IT 200MW 배정)는 보수적 수치라고 밝혔다. 이는 추가 계통 연계 승인에 소요되는 시간과 자본 없이도 상위 마진의 매출 성장을 견인할 수 있음을 의미한다. 이는 5부에서 사이트별 IT 용량 미공시 부지에 일괄 적용하는 환산 계수(Gross → IT 약 0.7배) 역시 고정된 상한이 아님을 뜻한다.

[그림 4-8] GE 버노바 가스 설비 수주잔고+슬롯 예약 vs 연간 출하 능력



자료: GE 버노바, 키움증권 리서치

주: 슬롯 예약(SRA)은 생산 슬롯만 확보한 미수주 물량. 출하 능력은 회사가 제시한 연간 가스터빈 출하 목표(2026년은 3Q26 달성 기준). 2026년 말 목표는 2Q26 실적 발표 기준(1Q26 발표 시 110GW 이상 → 125GW 이상으로 상향)

IV-4. 상업 가동 1년 지연 기회비용: IT MW당 700만~1,900만 달러

통전 지연의 본질적 손실: 설비 감가상각 누적과 매출 기회 상실

송전망 대기열 병목을 계량화하면 5부에서 다룰 파워드셀 임대인의 본질적 자산 가치가 도출된다. 가속기(GPU)를 선제 확보했음에도 데이터센터 건물 통전이 1년 지연되는 시나리오를 가정한다. 공실 기간 동안 전력비와 현장 운영 Opex는 지출되지 않으나, 하드웨어의 물리적·기술적 진부화는 즉각 진행된다. IT 1MW당 GPU 서버 및 네트워크 설비 원가는 약 2,600만 달러(GB200 기준)이며 5년 정액 상각을 적용한다. 반도체 진부화는 실가동 여부와 무관하게 발생하므로, 상업 가동 1년 지연은 자산 유효 수명의 20%가 공중 분해됨을 의미한다.

손실 규모 산정: IT MW당 최소 700만 달러에서 최대 1,900만 달러

지연에 따른 경제적 손실은 두 가지 기준으로 산출된다. 최소 손실은 하드웨어 원가 소진 기준으로, 연간 상각액(MW당 약 500만 달러)과 해당 설비에 묶인 자본비용(WACC 8.0% 가정 시 약 200만 달러)을 합산한 약 700만 달러다. 반면 현 시세의 중기 계약이 체결된 상태라면 1년간 미인식된 연 매출(2,000만 달러)에서 미발생 전력·운영비(-100만 달러)를 제외한 약 1,900만 달러의 영업현금흐름이 영구 소멸한다. 매출액 내에 감가상각과 차입이자 회수분이 이미 포함되어 있으므로, 두 수치는 합산 대상이 아닌 손실의 상·하단 범위로 해석해야 한다. 가속기를 사전 발주하지 않은 경우라도 1년 치 매출 상실과 선점 고객 이탈 위험은 동일하게 발생한다.

기회비용이 규명하는 파워드셀 임대료 프리미엄의 원천

IT MW당 700만~1,900만 달러에 달하는 기회비용은 곧 임대인이 받을 수 있는 장기 임대료의 상한선이 된다. 전력망이 이미 연결된 부지를 1년 일찍 확보할 수만 있다면, 임차인은 그 기간의 잠재 손실분 범위 안에서 임대료 프리미엄을 지불할 유인이 있다. 결국 5부에서 다룰 파워드셀 임대인이 파는 상품의 본질은 단순한 부동산 공간이 아니라 '앞당긴 1년의 시간(Time to Power)' 그 자체다. 이를 보여주는 실제 사례가 10월에 나왔다. Microsoft는 전력망 연결이 2030년대로 밀리자 영국 Nscale Loughton 사이트에서 철수한 것으로 보도됐다(10/18~19, MSFT 논평 없음). 같은 주 NVIDIA CEO 역시 특정 사이트가 지연되면 연산 물량(Compute)을 다른 고객에게 재배정할 수 있고, 고객이 기대하는 납기도 3년에서 6개월로 짧아졌다고 언급했다. 전력 공급이 늦어지면 임차인은 기다리지 않고 떠나며, 그 수요는 이미 전력이 확보된 사이트로 옮겨간다. 임대인 입장에서는 미통전 사이트의 리스크가 곧 통전 사이트의 프리미엄이 되는 구조다.

[그림 4-9] 상업 가동 1년 지연 시 IT 1MW당 경제적 손실 추정

평가 항목	산출 근거 및 산식	IT 1MW당 손실액
GPU 서버·네트워크 원가	GB200 NVL72 아키텍처 기준 선행 CapEx	약 2,600만 달러 (\$26M)
① 자산 내용연수 1년 소진	2,600만 달러 ÷ 5년 정액 상각	약 500만 달러 (\$5M)
② 1년간 자본 락인(Lock-up) 비용	2,600만 달러 x 조달금리 8.0%	약 200만 달러 (\$2M)
A. 최소 손실 (① + ②)	단순 원가 회수 시장 기준 (EBITDA BEP 가정)	약 700만 달러 (\$7M)
B. 현 계약 단가 기준 손실	연 매출 2,000만 달러 - 미지출 전력·운영비 약 100만 달러	약 1,900만 달러 (\$19M)
(참고) 파워드셀 연간 임대료	2026년 신규 마스터 리스 계약 체결 기준	연 170만~240만 달러

자료: Epoch AI, 각사 공시, 키움증권 리서치센터 추정

주: 5년 정액 감가상각, 자본비용 8.0% 적용 기준 당사 추정치

IV-5. 채굴 업체의 전환: 네오클라우드와 임대인을 가른 두 갈림길

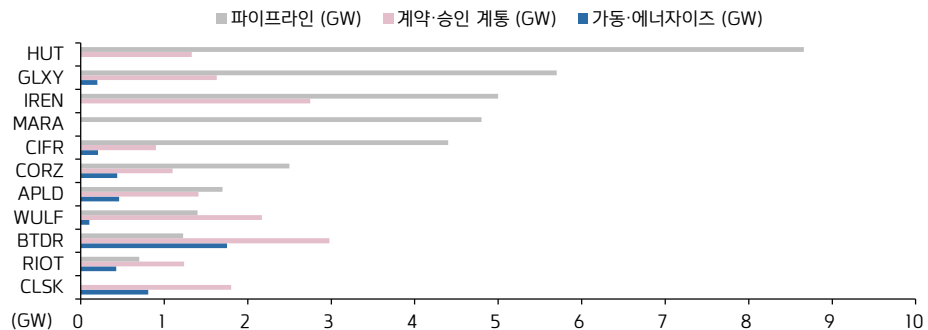
기 확보된 송전망 계통: 수년의 인입 대기열을 선제 통과한 실물 자산

전력 인입이 인프라 공급의 궁극적 병목이라면, 해법은 이미 대기열을 통과한 사업자에게 있다. 암호화폐 채굴 기업들은 2018~2022년 저가 전력을 확보하기 위해 텍사스, 노스다코타, 뉴욕 북부 등지에서 부지를 선점하고 변전소 준공 및 계통 연계를 완료했다. 당시 저비용 수전을 목적으로 외곽 변전소 인근에 구축했던 부지가 현재 가장 희소한 AIDC 핵심 자산으로 격상된 것이다. 주요 채굴 출신 11개사가 미국 전역에서 확보한 계약 및 승인 완료 계통 용량은 합산 약 17GW에 달한다.

제1 분기점: 하드웨어 아키텍처(GPU vs ASIC)에 따른 전환 경로 분기

출발점은 동일했으나 전환 경로는 명확히 갈렸다. 첫 번째 분기점은 채굴 하드웨어의 아키텍처였다. 이더리움을 GPU로 채굴하던 기업들은 기 확보된 하드웨어 운용 인력과 클러스터링 소프트웨어를 바탕으로 네오클라우드로 직행했다. 2019년 사명 변경 후 선제 전환한 코어위브(CRWW)와 2022년 지분증명(PoS) 전환(The Merge) 이후 GPU 자원을 AI 인스턴스로 전용한 Northern Data, Hive 등이 대표적이다. 반면 비트코인을 채굴하던 기업들(CORZ, CIFR, 테라울프(WULF), HUT, GLXY, IREN)은 용도 전환이 불가능한 전용 반도체(ASIC)를 보유했기에 유의미한 잔존 자산이 전력망과 토지뿐이었다. 연산 스택 전환이 제한된 상황에서 기 확보 계통을 통째로 대여하는 파워드셀 임대업으로의 진입은 구조적 필연이었다.

[그림 4-10] 채굴 출신 11개사, 기 확보 계통만 17.3GW



자료: 각사 2Q26 공시(8-K·PR), ERCOT, 키움증권

주: 회사 정의 그대로(gross/IT/utilized 혼재). WULF 계약 = LM 688 + Justified 480 + Muskies 1,000MW, IREN 계약 = West Texas 2.75GW, APLD 가동 = Polaris Forge 1 175 + 호스팅 286MW, RIOT 가동 = Corsicana 400 + Rockdale 25MW. 파이프라인은 중복·비ERCOT 포함

제2 분기점: 가속기 CapEx 조달력과 자체 데이터센터 엔지니어링 역량

두 번째 분기점은 수십억 달러 규모의 가속기(GPU) CapEx 조달 능력과 고밀도 인프라의 자체 운용 역량 유무다. IREN은 비트코인 채굴사로 출발했음에도 자체 GPU를 직접 실장해 연산 자원을 공급하는 수직통합 모델을 선택했다. Microsoft 앵커 계약을 기반으로 투자등급 수준의 설비비용을 조달할 수 있었고, 설립 초기부터 데이터센터를 직접 설계·시공해온 자체 엔지니어링 역량이 뒷받침되었기 때문이다. 반면 HUT 등 대다수 사업자는 서버 투자 부담을 배제하고 10~20년 장기 임대차 계약(연장 옵션 포함 시 최대 25년 이상)과 투자등급 프로젝트 본드 조달을 통한 파워드셀 모델을 택했다. 이는 우열의 문제가 아닌 비즈니스 타킷의 차이이다. 네오클라우드가 현재의 고단가(P) 레버리지를 판매한다면, 파워드셀 임대인은 장기 확정 현금흐름의 듀레이션(Duration)을 판매한다.

V. [파워드셀 임대인] 신용과 잔여 전력의 두 축

V-1. 비즈니스 모델: 통전 인프라의 확정 인도 약정

본질적 상품: 단순 부동산이 아닌 '통전 완료 공간'의 적기 인도 확약

파워드셀 임대는 표면상 통전된 건물의 10~20년 임대이나, 실제 판매 대상은 기완공 건물이 아니라 '특정 기일까지 통전 완료된 공간을 인도하겠다'는 확약이며, 대다수 계약은 준공 전 예상 통전일(Energization Date) 기준으로 선체결된다. 기간은 15년 기본에 임차인 5년 단위 2~3회 연장 옵션이 표준이었으나, 최근에는 처음부터 20년 확정 만기가 늘고 있다(임대료는 5~2). 연간 인상률(Escalator)을 둔 트리플넷(NNN, 세금·보험·유지보수 임차인 부담)이 주류이나, 운영비 일부를 임대인이 부담하는 수정총액(MG) 계약(Barber Lake, 테라울프(WULF)-Fluidstack, 코어 사이언티픽(CORZ) 등)도 있다. 내부 운영은 임차인 몫이다.

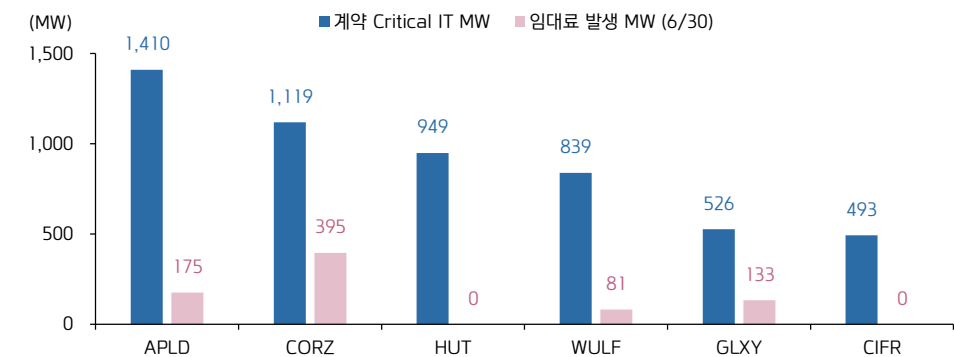
테넌트 다변화: 네오클라우드 경유에서 프런티어 AI 랩 직계약으로의 진화

임차인은 하이퍼스케일러·네오클라우드·AI 랩으로 나뉘며, 최근 네오클라우드를 거치지 않는 최종 수요처(프런티어 AI 랩) 직계약이 늘어 계약 장기화와 임차인 신용도 향상이 동시에 진행 중이다. WULF는 7월 켄터키 Justified 캠퍼스(401MW)를 Anthropic과 20년 직계약했고, 사이퍼 디지털(CIFR)도 9월 Fluidstack 임대 Barber Lake 계약을 10년에서 20년으로 늘리고 잔여 10년의 확약 주체를 '선도 AI 랩'으로 직결시켜 수주 매출을 38억 달러에서 90억 달러 이상으로 키웠다(뒤 10년은 리스가 아닌 구속력 있는 약정, 5-4).

수주잔고 대비 실과금 비중은 1/7: 인도 순서를 결정짓는 선계약의 힘

계약부터 인도까지 통상 1년~1년 반이 걸려 인도 순서는 시공 속도보다 계약 선점 시점에 좌우된다. 6개사(허트 8(HUT), CIFR, WULF, 갤럭시 디지털(GLXY), CORZ, 어플라이드 디지털(APLD))의 누적 AI 계약 용량 5.3GW 중 6월 말 기준 실제 과금 중인 물량은 780MW(약 1/7)다(CORZ 2분기 평균 과금 기준). 7월 이후 WULF·CORZ 추가분과 8월 CIFR Black Pearl 가동분을 더해도 약 850MW이며, 잔여 대부분은 2027~2028년 순차 인도된다. 임대인이 파는 것은 '전력 현물'을 넘어 '계통 대기열 선순위 지위'다.

[그림 5-1] 6사 계약 전력 용량 중 임대료 발생 용량

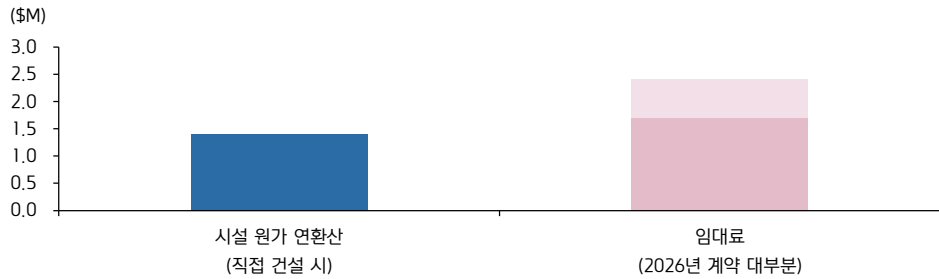


자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

V-2. 단위경제와 수익 구조: CapEx, 임대료, 완공 자산의 가치화

파워드셀 임대인의 손익 구조는 네오클라우드보다 직관적이다. 선행 자본으로 건물을 시공하고 장기 임대료를 수취하며, 준공 후에는 해당 자산이 확정 현금흐름이 담보된 인프라 자산으로 자본화(Capitalization)된다.

[그림 5-2] IT 1MW당 자체 시공 원가 vs 2026년 계약 임대료



자료: Epoch AI, 각 임대인 8-K, 키움증권

주: 시설 원가는 Epoch AI 1GW 연환산 총비용 85억 달러에서 서버·네트워크·운영비를 뺀 약 14억 달러(자체 계산). 에너지 외 운영비(MW당 약 30만 달러)는 트리플넷이면 임차인 부담이라 제외. 임대료는 임대인 공시 계약 매출 ÷ 기간 ÷ IT MW.

시공 CapEx: IT MW당 900만 ~ 1,500만 달러

단위 시공비는 사업자와 입지에 따라 IT MW당 900만~1,500만 달러에서 형성된다(WULF 실적치 910만 달러부터 Galaxy Helios I 2단계 약 1,540만 달러까지). Epoch AI의 1GW급 AIDC 모델 기준 건물·수전 시설 선행 CapEx는 114억 달러(IT MW당 1,140만 달러)로 추정되며, 자본비용을 포함한 연환산 시설 원가는 약 14억 달러(IT MW당 연 약 140만 달러)다(Epoch 연환산 총비용 85억 달러에서 서버·네트워크와 운영비를 뺀 당사 추정치). 전력비를 제외한 현장 운영비(유지보수·인건비·재산세 등 MW당 연 약 30만 달러)는 트리플넷(NNN) 구조에서 테넌트가 부담하므로 임대인 원가에서 제외한다.

임대료 체계: IT MW당 연 140만~240만 달러, YoC 15~20% 확보

파워드셀 임대료는 IT MW당 연간 140만~240만 달러 선에서 형성되고 있다. 2026년 신규 체결 건의 대다수는 연 170만~240만 달러 수준이며, 최근 체결되는 20년 만기 계약은 연 200만 달러를 상회한다(예외적으로 GLXY Helios I 2단계는 연 265만 달러 기록). 테넌트는 자체 시공 원가를 상회하는 프리미엄 임대료를 지불하고 있으며, 사이트 연간 EBITDA를 시공비로 나눈 투자수익률(Yield on Cost)은 15~20%에 달한다.

협상의 중심은 임대료가 아니라 인도 날짜

임차인이 높은 임대료를 수용하는 배경은 납기 지연에 따른 막대한 기회비용에 있다. IV-4에서 규명했듯 준공이 1년 지연될 경우 임차인이 부담하는 연간 손실은 IT MW당 700만~1,900만 달러에 달하며, 연간 임대료(170만~240만 달러)는 해당 잠재 손실의 10~30% 수준에 불과하다. 네오클라우드 테넌트 관점에서도 IT 1MW당 창출되는 연간 매출이 1,000만~2,000만 달러 이상인 점을 감안하면, 연 200만 달러 내외의 임대료는 총매출의 10~20% 수준에 그친다. 따라서 계약 협상의 초점은 임대료 삭감이 아닌 조기 인도 일정의 확정에 맞춰진다. 실제로 2026년 1~9월 계약 체결 건수는 7건으로 전년(14건) 대비 축소되었으나, 건당 용량은 대형화되고 계약 기간은 20년으로 장기화되었다.

완공 자산의 밸류에이션: 시공 원가 대비 2~3배의 자산 가치화

준공된 우량 하이퍼스케일 데이터센터는 Cap Rate 6.5~7.0%에 거래된다. 시공비 대비 15~20%의 현금흐름(YoC)을 내는 자산이 6.5~7.0% 캡레이트로 자본화되면 시공 단계에 투입된 1달러는 준공 즉시 약 2~3달러의 자산 가치로 재평가된다. 이 가치 스프레드가 '계통 대기열 선순위'의 경제적 실체이며, 이 개발 마진을 비상장 디벨로퍼가 아닌 상장 채굴 출신 임대인들이 취하고 있다.

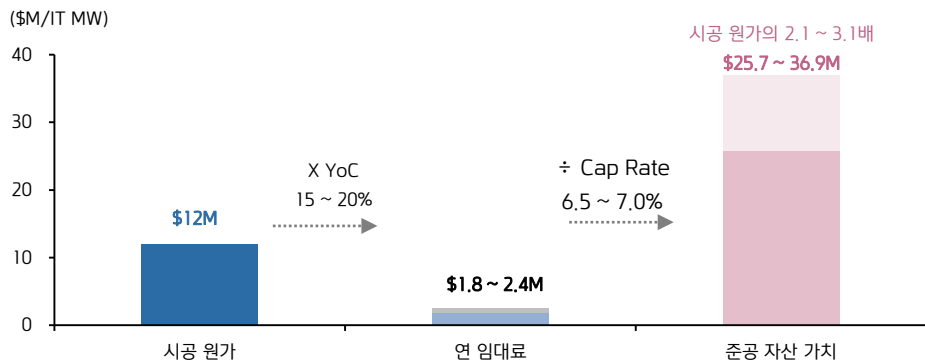
주식으로 읽는 부동산 지표:

Cap Rate(EV/EBITDA의 역수)와 YoC(신규 CapEx ROIC)

Cap Rate(자본환원율)는 연간 운영업소득(NOI)을 매매가(시가)로 나눈 값으로, 주식의 EV/EBITDA를 뒤집은 개념이다(6.5%는 15.4배, 7.0%는 14.3배에 해당하며 낮을수록 고밸류에이션). 반면 **YoC(개발원가 수익률)**는 동일한 NOI를 총투하원가(시공비)로 나눈 값으로, 신규 설비투자(CapEx)의 세전·감가상각 전 ROIC에 해당한다.

두 지표의 차이가 곧 개발 마진이다. 일반 상업용 부동산은 YoC 6.5~7.0%짜리 자산을 지어 Cap Rate 5.0~5.5%에 매각하므로 스프레드 100~200bp, 원가 대비 20~40%의 차익을 남긴다. 반면 파워드셀은 YoC가 15~20%에 달해, 완공 후 Cap Rate 6.5~7.0%로 평가받으면 스프레드가 800~1,350bp로 벌어지며 원가 대비 100~200%의 개발차익(원가의 2~3배)이 발생한다. 여기서 파워드셀의 Cap Rate(6.5~7.0%) 자체는 미국 넷리스(6.0~7.5%), 물류창고(5.0~6.0%) 등 Peer 자산이나 장기 인프라 요구수익률(미 10년물 국채+200~300bp)에 부합하는 통상적 수준이다. 즉, Peer 대비 차별화되는 지점은 매각 멀티플(Cap Rate)이 아니라 높은 개발 수익률(YoC)이며, 이 격차가 곧 전력 계통을 선점한 '계통 선순위 프리미엄'이다.

[그림 5-3] IT 1MW당 시공 원가 → 임대료 → 준공 자산 가치



자료: 키움증권 리서치

주: 시공 원가 \$12M(본문 \$9~15M 중간값), YoC 15~20%, Cap Rate 6.5~7.0% 가정. 배수 2.1~3.1배

V-3. 리츠와의 비교: 같은 사업 형태, 다른 리스크와 업사이드

비즈니스 모델의 유사성과 3대 핵심 차이점

파워드셀 임대인은 물리적 건물과 수전 설비를 기반으로 장기 마스터 리스 임대료를 받는다는 점에서 코로케이션 리츠(Equinix, Digital Realty)와 같은 맥락에 있다. 세부 프로파일에서는 세 가지가 다르다.

- **(테넌트 다변화 및 랙 전력 밀도의 차이)** 전통 리츠가 수천 개 기업에 kW~MW 단위로 분할 임대하는 반면, 파워드셀 임대인은 단일 캠퍼스를 단일 테넌트에 통째로 빌려준다. 랙당 수십 kW에 맞춘 리츠의 기존 건물은 100kW를 넘는 고밀도 수랭식 AI 랙을 수용하기 어렵고, 리츠의 신규 캠퍼스도 같은 송전망 대기열에 서 있다. 리츠 진영의 결핍도 빈 건물이 아니라 통전 전력이다.
- **(자산 현금흐름의 시점)** 전통 리츠가 기가동 자산의 확정 순영업소득(NOI)을 파는 반면, 파워드셀 임대인은 시공 중인 인프라의 미래 확정 임대료를 선판매한다.
- **(부채의 만기 구조)** 파워드셀 시설 조달에 쓰이는 대다수 프로젝트 본드는 마스터 리스 만기(10~20년)보다 짧아 차환 리스크에 노출된다.

성장 잠재력: 공실률이 아닌 '미임차 기승인 전력'이 핵심 변수

전통 리츠는 기존 건물에 공실이 나와 신규 테넌트를 유치할 수 있으나, 파워드셀 임대인은 계통 연계 승인 일정에 맞춰 사전에 대형 장기 계약을 맺는다. 따라서 파워드셀의 성장 지표는 공실률이 아니라 '아직 테넌트가 배정되지 않은 기승인 계통 용량'이다. 미임차 승인 전력이 많을수록 리츠와 같은 기저 현금흐름 위에 신규 수주라는 비대칭적 콜옵션이 더해진다.

고유 리스크: 단일 테넌트 집중도, 파산법상 청구 한도, 시공 리스크

반면 전통 리츠 대비 세 가지 고유 리스크가 있다. 첫째, 비(非)리츠 일반 법인 구조로 배당 의무가 없다. 둘째, 사이트당 단일 테넌트 구조라 개별 임차인의 신용 부실이 캠퍼스 전체의 부실로 이어진다. 미국 파산법(Section 502(b)(6))상 테넌트가 리스를 거부하면 임대인의 손해배상 청구액은 '1년 치 임대료' 또는 '잔여 임대료의 15%(최대 3년 치)'로 제한되며, 모회사 보증이 없는 15년 계약은 테넌트 파산 시 계약 총가치가 약 2.25년 치 임대료로 줄어든다. 이 위험은 프로젝트 본드 표면금리에 반영돼 있고(코어워브(CRWV) 단독 9.875% vs Amazon 보증 6.00%), 통전된 부지의 회소성에 따른 재임대 가능성은 5~7의 리스 DCF에 재임대율 90%로 반영했다. 셋째, 공기 지연 시 임대료 수취가 늦어지는 시공 리스크(Completion Risk)다. 한편 비상장 디벨로퍼(Vantage, STACK 등)가 부지 매입 후 신규 계통을 신청하는 대기열 끝단에서 출발하는 것과 달리, 채굴 출신 임대인은 이미 승인된 전력망을 가진 채 출발했다는 차이가 있다.

리츠 멀티플이 아닌 테넌트 신용도에 종속되는 밸류에이션

이 구조적 특성은 결국 '최종 임차인의 신용도'로 귀결된다. 파워드셀 임대인의 기업가치는 전통 부동산 리츠 멀티플(P/FFO)보다 고객의 크레딧 스프레드로 산정하는 것이 맞다. 여기에 성장 잠재력을 결합하면 임대인 분석의 핵심 질문은 두 가지다. 이미 계약된 전력의 10~20년 임대료를 완납할 수 있는 우량 신용 테넌트인가, 그리고 추가 수주로 이어질 미계약 승인 전력을 얼마나 보유하고 있는가.

V-4. 신용의 축: 임대료 상환을 최종 담보하는 거래상대방 신용도

프로젝트 본드 구조상 임대인의 자본비용은 최종 테넌트의 신용도에 수렴

파워드셀 임대인은 부지 개발 CapEx를 사실상 전액 타인자본으로 조달한다. 사이트별로 특수목적법인(SPV)을 세우고 마스터 리스 계약을 기초자산으로 프로젝트 본드를 발행하는 구조라, 앞서 2-4에서 짚은 신용 사다리 논리가 그대로 반영된다. 이에 따라 당사는 테넌트 신용도를 하이퍼스케일러 보증·투자등급(IG) 직계약(강), Google 백스톱(중), 네오클라우드 단독 계약(약)으로 분류한다. 한편 Oracle 임차 부지는 외형상 빅테크 물량이지만, 상위 3사 대비 낮은 신용등급과 높은 차입 의존도를 감안할 때 '강'에 일괄 편입하기는 어렵다.

IG 임차인이라도 완공·지연 리스크가 있는 프로젝트 부채는 할인된다. Oracle Jupiter의 선순위 대출(SOFR+250bp, 2029.11 만기)은 6월 말 액면의 약 94에 평가됐고(OHA 펀드 N-CSRS), 10월 은행 호가는 90 아래다(FT). 포스 마주어 통지와 1H27 마감 미달 시 임대료 이연 가능성을 반영한 가격이다. 담보 금융 조건(전제 ①)은 통전 일정(전제 ③)을 지키는 프로젝트에만 유효하다.

'중' 구간의 실질 신용 주체는 Google이다. Fluidstack이 임차한 HUT River Bend·CIFR Barber Lake·WULF Lake Mariner의 최종 사용자는 Anthropic으로 알려져 있다. Anthropic S-1 초안의 자체 DC 리스 주석에 Fluidstack 리스가 TPU 랙 수용 설비로 포함돼 있기 때문이다. Anthropic의 총 약정액은 5,180억 달러에 달하지만 2025년 연산 지출은 73억 달러에 그쳤고, 실제 대금 지급은 10GW가 가동되는 2027년부터 급증한다. 최종 수요처의 지급 능력이 아직 검증되지 않았기에 Google의 백스톱이 이 사이트들의 실질 신용을 뒷받침하며, 백스톱 없이 Anthropic 단독 신용에 노출된 곳은 커버리지 안에서는 WULF Justified뿐이다.

신용 분류는 서열이 아닌 방향성: 계약 기간 연장을 통한 담보 가치 제고

이 분류는 고정된 절대 서열이 아니라 구조적 방향성이다. 본드별 발행 시점, 듀레이션, 상각 방식, 백스톱 한도에 따라 APLD Polaris Forge (2강, 6.75%)의 표면금리가 HUT River Bend(중, 6.19%)를 웃도는 역전도 있다. 그림 5-4의 분류는 개별 금리 서열이 아니라 신용보강 강도로 읽어야 한다. 계약 기간 연장도 신용 개선 이벤트다. CIFR의 Barber Lake는 초기 10년간 Fluidstack(Google 백스톱)이 임대료를 내고 연장된 10년은 선도 AI 랙이 직접 확보하는 구조로 바뀌었다. 2030년 본드 차환 시점의 지급 주체는 같지만, 뒤 10년이 리스로 체결되면 담보로 쓸 수 있는 잔여 계약 기간이 10년 늘어난다.

원금 상각 및 만기 구조: HUT의 완전상각 vs 타사의 만기 차환 리스크

같은 신용 범주 안에서도 원금 상각과 만기 구조에 따라 리스크가 다르다. HUT의 River Bend·Beacon Point 1단계 본드는 15년 임대차 기간 내 원금을 전액 분할 상환하는 완전상각(Fully-amortizing, 2042년 만기) 구조로 만기 차환 위험을 없앴다. 반면 CIFR, WULF, GLXY의 본드는 부분 분할 상환 후 마스터 리스 만기 이전(2030~2031년)에 만기가 와서, 잔존 원금을 당시 금리와 임차인 신용도로 재조달해야 한다. 쿠폰만 보면 CIFR의 Amazon 보증 본드(6.00~6.13%)가 HUT(6.13~6.19%)보다 낮지만, HUT의 우위는 최장기 만기로 차환 불확실성을 제거한 데 있다. 완전상각은 원금 상환 부담으로 주주 귀속 잉여현금흐름(FCFE) 인식이 늦어지는 트레이드오프가 있다. 프로젝트 본드는 대부분 고정금리라 단기 금리 익스포저는 네오클라우드보다 작지만, CRWV 단독 임차 사이트의 2030~2031년 차환 금리는 그 시점의 CRWV 독자 신용도에 달려 있다. 이 시기는 CRWV 대출 만기·첫 재계약 주기와 겹치는 모니터링 구간이다.

[그림 5-4] 파워드셀 임대인 주요 프로젝트 본드 조달 현황 (발행 쿠폰금리 순)

임대인	개발 사이트	테넌트 및 신용보장	신용 구분	표면금리	신용등급	만기	원금 상각 구조	발행 규모
CIFR	Stingray	Amazon 지급보증	강	6.000%	Ba2 / BB-	2031	부분 분할상각	8.1억 달러
CIFR	Black Pearl	Amazon 지급보증	강	6.125%	Ba2 / BB-	2031	부분 분할상각	20억 달러
HUT	Beacon Point 1단계	AA- 이상 테넌트 직계약	강	6.129%	Baa2 / BBB-	2042	완전 분할상각	42.5억 달러
HUT	River Bend	Fluidstack + Google 전액 백스톱	중 (실질 강)	6.192%	BBB- (S&P-Fitch)	2042	완전 분할상각	32.5억 달러
APLD	Polaris Forge 2	IG 하이퍼스케일러 직계약	강	6.750%	n/d	2031	부분 분할상각	21.5억 달러
APLD	Polaris Forge 1 ELN-04	CRWV 단독	약	7.000%	n/d	2031	부분 분할상각	15.9억 달러
CIFR	Barber Lake	Fluidstack + Google 한도형 백스톱	중	7.125%	Ba3 / BB-	2030	부분 분할상각	17.3억 달러
(WULF 매각)	Abernathy	Fluidstack + Google 한도형 백스톱	중	7.250%	n/d	2030	부분 분할상각	13억 달러
WULF	Lake Mariner	Fluidstack + Google 한도형 백스톱	중	7.750%	Ba2 / BB	2030	부분 분할상각	32억 달러
CORZ	Finance I (5개 사이트)	CRWV + 완공보증	약	7.750%	n/d	2031	부분 (연 11.5%)	33억 달러
APLD	Polaris Forge 1 ELN-02/03	CRWV (스프링링 보증-LC)	약	9.250% @97	n/d	2030	부분 분할상각	23.5억 달러

자료: 각사 8-K, 보도자료, 주요 신용평가사, 키움증권 리서치센터 정리

주: Abernathy 부지는 2026년 7월 WULF가 Fluidstack CS I 컨소시엄에 매각 완료

V-5. 잔여 전력의 축: 계통 확실성에 따른 4단계 분류 체계

계약 자산은 신용도, 잔여 전력은 계통 확실성이 핵심

기계약 전력의 가치가 임차인의 신용도(Credit)에 달렸다면, 미체결 잔여 전력의 가치는 계통 연계의 실현 시점(Time)과 확실성이 정한다. 당사는 사업자별 잔여 전력 파이프라인을 계통 인입 확정도에 따라 4단계로 나눈다.

- ① **접속 승인(Approved)**: 송전망 연계 승인과 유틸리티 전력 공급 계약(ESA)이 끝나 테넌트 유치 즉시 착공 가능한 물량(비텍사스 권역은 유틸리티 공급 확약 기준)
- ② **전력 확정·미계약(ERCOT 조건부 Base Load 와 비 ERCOT 규제 승인 대기)**: Batch Zero 에서 기존 배분이 인정된 물량이나 12 월 잔류 결정 전까지는 조건부 지위
- ③ **Studied Load**: 계통 일괄 재연구를 거쳐 연계 용량과 인입 일정이 재산정되는 후순위 물량
- ④ **확장 옵션(Option)**: 부지와 송전 경로는 확보했으나 추가 증설 협상이 전제된 잠재 물량. 부지 통제권이 없는 실사 단계 후보지(HUT 5.4GW, CORZ 2GW+, APLD 파이프라인 2GW+)는 잔여 전력 집계에서 제외한다(APLD 마케팅 공시 1.7GW 와 집계 기준 상이)

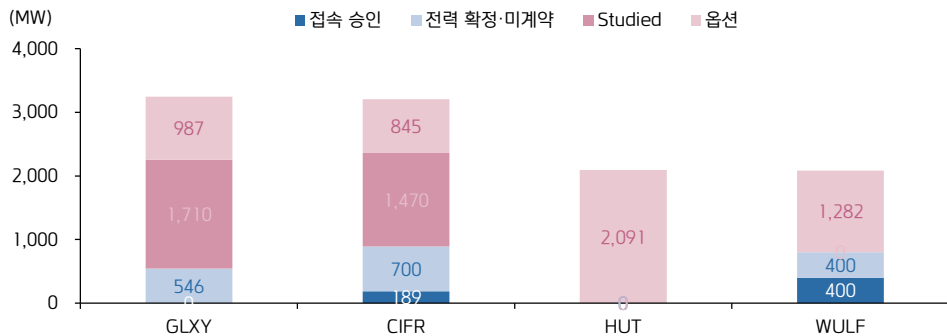
단계별 상업화 확률 차등화

각 단계의 상업 계약 전환 확률은 계통 리스크를 반영해 계약 100%, 접속 승인 90%, 전력 확정·미계약 80%, Studied Load 25%, 옵션 10%로 가정한다. 접속 승인 부지는 테넌트 매칭 외 변수가 적으나 동부 PJM 부지는 미계약 부하 우선 차단 규정(IRAS, 4-1)을 감안했고, 전력 확정·미계약 단계는 Batch Zero 잔류 여부와 텍사스의 에너지이즈·환경 인허가(TCEQ) 동결 리스크를 고려해 80%를 적용했다.

총수전(Gross)에서 IT 실효 용량으로의 환산

기업이 공표하는 전력은 총수전 용량(Gross MW) 기준이므로 실제 임대 대상인 유효 IT 전력(Critical IT MW)으로 바꾸려면 변전·냉각 손실을 빼야 한다. 사이트별 IT 비율 공시가 있으면 우선 반영하고(GLXY 0.66, HUT 0.71, APLD 0.66), 미공시 부지에는 PUE 1.4 기준 환산 계수 0.7배를 일괄 적용한다. 4-3에서 본 대로 액체냉각과 수전 제어 최적화로 실효 IT 비율이 오를 수 있으므로 이 환산은 보수적 하단이며 상향 여지가 있다.

[그림 5-5] 대표 파워드셀 기업 미계약 전력 용량 (IT MW, 단계별)



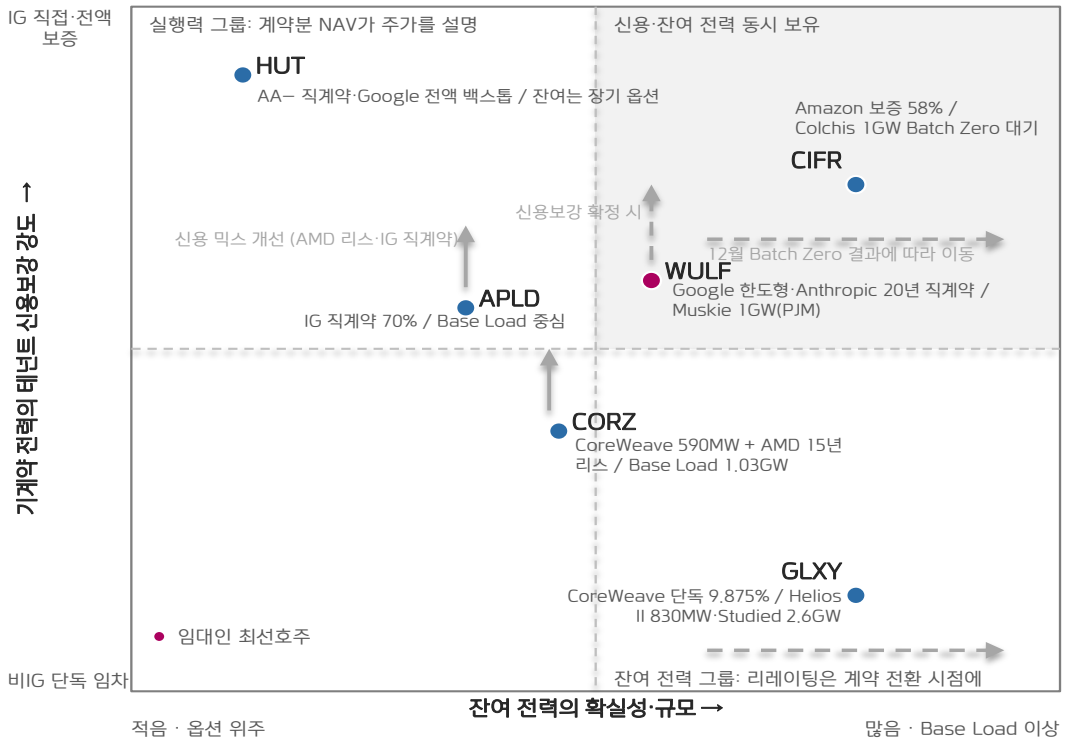
자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

V-6. 포지셔닝 매트릭스: 신용 x 잔여 전력

신용(기계약 전력의 테넌트 신용보강 강도, V-4)과 잔여 전력 확실성(기계약 전력의 단계별 확률가중치, V-5)을 두 축으로 6개사를 배치하면 그림 5-6과 같다. 사이트별 용량·일정·NAV 수치는 6부와 중목 분석에서 다룬다.

- **HUT**: 신용 측 최상(기계약 전량 AA- 직계약 또는 Google 전액 백스톱, 완전상각 본드), 잔여 측은 즉시 상업화 가능한 미임차 전력이 없고 장기 옵션 중심. 현금흐름 안정성이 가장 높고 단기 수주 촉매는 적다.
- **GLXY**: 신용 측 최하(CRWW 단독, 9.875%), 잔여 측은 조건부 Base Load 830MW와 Studied 2.6GW로 가장 크다. 두 측이 정반대인 프로파일이다.
- **CIFR**: 두 측 모두 중상위(계약 IT 용량의 약 58%가 Amazon 보증, Barber Lake 20년 연장). 잔여 가치의 대부분이 12월 Batch Zero 결정에 걸쳐 있다.
- **WULF**: 신용 측 중위(Google 한도형 백스톱·Anthropic 20년 직계약), 잔여 측은 텍사스 밖 캔터키 Muskies(인도 2028~2029년, PJM 관할)로 ERCOT 결정과 분리돼 있다.
- **CORZ·APLD**: 신용 믹스가 개선 중(CORZ는 AMD 15년 리스 추가, APLD는 IG 직계약이 계약 매출의 약 70%), 잔여 측은 Base Load 중심이다.

[그림 5-6] 파워드셀 6개사 포지셔닝 매트릭스: 신용 x 잔여 전력



자료: 각사 8-K·IR, ERCOT, 키움증권 리서치센터 정리

주: 세로축은 기계약 전력의 테넌트 신용보강 구조, 가로축은 기계약 전력을 단계별 확률(90/80/25/10%)로 가중한 규모. 화살표는 공시된 이벤트에 따른 이동 방향. 사이트별 수치는 중목 분석 참조

V-7. 밸류에이션 프레임워크: 계약분과 잔여 전력 가치의 분해

임대인 기업가치: 기체결(신용)과 미계약(시간)의 합산

파워드셀 임대인의 기업가치는 기체결 계약 부지의 자산 가치(신용 축)와 미계약 잔여 전력이 계약으로 바뀔 때의 기대 가치(시간 축)의 합이다. 당사는 주당 NAV를 계약분과 미계약분으로 나눠 주가가 어느 쪽을 이미 반영하고 있는지, 그리고 계약 한 건이 주당 가치를 얼마나 바꾸는지를 본다. 주당 NAV는 목표주가가 아니라 주가가 어떤 가치를 이미 반영하고 있는지 보는 잣대다.

기준 배수 14배: 실거래·DCF 평균치 대비 보수적 산정

출발점은 준공된 하이퍼스케일 데이터센터의 시장 매각 배수($1 \div \text{Cap Rate}$)다. 북미 완공 자산의 실거래 캡레이트는 6.0~7.0%다. Digital Realty(DLR)가 2023년 이후 거래한 안정화 자산 5건의 평균 캡레이트는 6.5%(배수 15.4배)였고, 2026년 6월 Blackstone으로부터 매입한 북버지니아 3개 캠퍼스(288MW, AA- 등급, 15년 만기)도 6.5% 이상이었다. 2019년 거래 2건을 더한 DLR 실거래 7건의 평균은 6.4%(15.6배)다. 당사는 이 실거래 7건 평균(15.6배), 요구수익률 빌드업(13.6배), 리스 DCF(14.6배, 재임대율 90%)의 평균치(14.6배)에서 할인한 14.0배를 기본 배수로 쓴다. 테넌트 신용보강 구조에 따라 ① 하이퍼스케일러 보증·IG 직계약·Google 전액 백스톱 14.0배 유지, ② Google 한도형 백스톱·G42 모회사 보증·신용보강 주체 미정 직계약(WULF Justified) 0.5배 할인, ③ 네오클라우드 단독 임차(AMD가 치유권만 가진 CORZ 네오클라우드 임차 포함) 1.0배 할인, ④ 미임차 잔여 부지 0.5배 할인으로 가감한다. 신평사의 CMBS 하이퍼스케일 캡레이트(7.5~10.0%)는 약세 시나리오 하단, 상장 데이터센터 리츠의 FY28 EV/EBITDA(DLR 17.2배, EQIX 18.1배)는 개발 플랫폼 가치가 반영된 상한으로만 참조한다.

종목 간 차이는 미계약분에서

같은 틀을 6개사에 적용하면, 10월 조정 이후 종목 간 차이는 계약분보다 미계약분에서 난다. 임대인 4사의 계약분 NAV는 주가의 0.89~1.42배로 CIFR를 빼면 주가를 웃돈다. 반면 성사 확률을 반영한 미계약 가치는 주가의 17%(HUT)에서 235%(CIFR)까지 벌어지고, 그 가치가 걸린 관문도 다르다. CIFR는 미계약 가치의 약 77%가 12월 ERCOT 결정에, GLXY는 절반 가까이가 이미 Base Load로 분류된 Helios II에, WULF는 텍사스 밖 켄터키 PSC 승인에 있고, HUT는 단계가 공시되지 않은 옵션이다. 종목별 수치는 10월 27일 종가 기준으로 그림 6-4·6-6에 정리한다.

계약 1건이 바꾸는 주당 가치

이 틀의 쓸모는 계약 1건의 크기를 재는 데 있다. 미계약 사이트에 임차인이 붙으면 확률이 100%가 되면서 사이트 가치가 계약분으로 옮겨온다. 확률 반영 전 주당 가치(현 주가 대비)는 그림 5-9와 같다. 전력이 확보된 사이트만 보면 Colchis 139%, Helios II 76%, Muskie 1·2단계 42%·38%다. 이것이 파워드셀 임대인의 주가를 분기 실적이 아니라 계통 단계 전환과 장기 리스 공시가 움직이는 이유다. 기업별 내역은 종목 분석에서 다룬다.

NAV 산출 주요 가정

- 사이트 가치 = {영업이익(평균 임대료 × 리스 마진) × 배수(신용별 13~14 배, 미계약 13.5 배) - 건설비} × 지분율, 가동 시점까지 연 10% 할인. 미계약 부지는 통전 이듬해 가동 가정, 단계별 성공 확률(100/90/80/25/10%) 가중
- 계약분 NAV = 계약 사이트 가치 합 - 본사비용 × 14 배(반복 경비, 동일 배수 차감) + 6 월 말 순자산(워런트·CB 회계 조정 후). 희석 주식수는 워런트·RSU·내가격 CB 포함
- 전체 NAV = 계약분 NAV + 확률 가중 미계약 사이트 가치
- 미반영: 향후 증자 희석, 이자비용, 축소되는 채굴 매출(채굴 사업은 장부가만 반영, 부지는 전환 공사비 차감). GLXY 본업(트레이딩·운용)·HUT American Bitcoin 지분은 시가 아닌 장부가 → 두 회사 NAV 는 보수적
- 해석 기준: 절대 수치보다 종목 간 서열. 할인율 0%에서도 미계약 가치 순위(CIFR > GLXY > WULF > CORZ > APLD > HUT) 불변

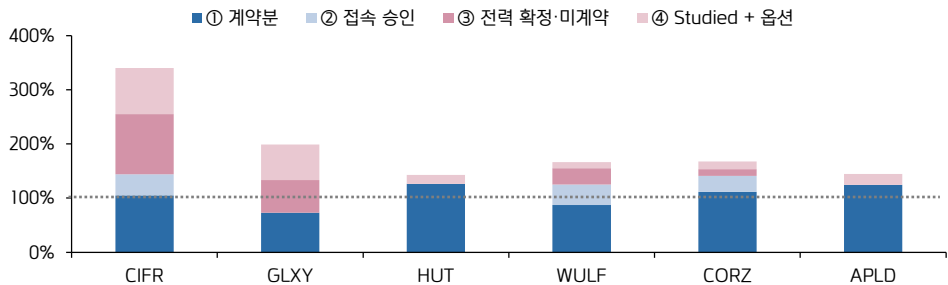
[그림 5-7] 신용보강 구조별 적용 배수와 민감도

구분	적용 배수	근거·예시
기본 배수	14.0배	DLR 실거래 7건 15.6 · 요구수익률 빌드업 13.6 · 리스 DCF 14.6의 평균(14.6배)에서 할인. 캡레이트 7.1% 상당
강: 하이퍼스케일러 보증·IG 직계약·Google 전액 백스톱	14.0배	CIFR Stingray·Black Pearl, HUT Beacon Point·River Bend, CORZ AMD 직접임차, APLD Polaris Forge 2
중: Google 한도형 백스톱·G42 보증·신용보강 주체 미정 직계약	13.5배	WULF Lake Mariner·Justified, CIFR Barber Lake, APLD Polaris Forge 1(ELN-02-03)
약: 네오클라우드 단독 임차	13.0배	GLXY Helios, CORZ CoreWeave·Neocloud 임차(AMD가 치유권만 가진 Neocloud 임차 포함), APLD Polaris Forge 1(Building 4)
미임차 잔여 부지	13.5배	단계별 전환 확률(90/80/25/10%)은 별도 가중
캡레이트 +50bp / +100bp	13.1배(-6.5%) / 12.3배(-12%)	사이트 가치 = 영업이익 × 배수 - 건설비 → 주당 NAV 하락 폭은 배수 하락률보다 큼
+100bp 시 계약분 NAV + 추가		HUT 1.42→1.15배, WULF 1.13→0.93배, GLXY 1.10→0.87배, CIFR 0.89→0.63배

자료: Digital Realty 보도자료·실적 발표, 각사 8-K, 키움증권 리서치

주: 배수 = 1 ÷ 캡레이트(사이트 영업이익 기준). 세 접근법 평균 14.6배에서 할인한 14.0배가 기본, 신용보강 구조별로 가감. 민감도는 배수 기준이며 주당 NAV는 건설비 차감 구조상 더 크게 변동

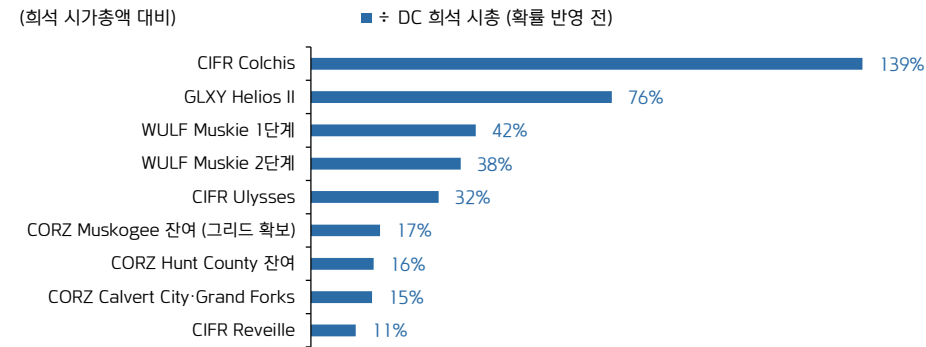
[그림 5-8] 주요 파워드셀 기업 희석 시가총액 대비 데이터센터 옵션 가치



자료: 각사 IR, 키움증권 리서치

주: 2026-10-27 종가 기준

[그림 5-9] 계약 1건의 무게: 주요 프로젝트별 시총 대비 순가치



자료: 각 사 공시(8-K·10-Q·IR), 블룸버그, 키움증권 자체 모델
주: 가치 = (계약 기간 평균 임대료 × 리스 구조별 마진 × 배수(신용별 13~14배, 미계약 13.5배) - 건설비) × 지분, 임대 개시 연도까지 연 10% 할인, 확률 반영 전. 주가는 10월 27일 종가.

[그림 5-10] 데이터센터 실거래 캡레이트 및 밸류에이션 배수

거래 자산 및 주체	거래 시점	캡레이트	내재 배수	계약 조건 및 세부 스펙
DLR ← Blackstone 64% 지분 인수 (북버지니아 3개 동)	2026.06	6.5% 이상	≤ 15.4배	288MW, 15년 만기, 평균 AA- 등급, 연 3.6% 에스컬레이터
DLR → GI Partners 75% 매각 (시카고)	2024.1Q	6.50%	15.4배	기가동 안정화 자산, 현금 NOI 기준
DLR → GI Partners 65% 매각 (시카고 2개 동)	2023.07	6.50%	15.4배	67MW, 임대율 90%, 투자등급(IG) 테넌트 중심
DLR → TPG 80% 지분 매각 (애쉬번 3개 동)	2023.07	6.00%	16.7배	104MW 하이퍼스케일 캠퍼스
DLR · Realty Income BTS JV 설립	2023.11	6.90%	14.5배	16MW, 10년 마스터 리스, S&P 100 IG 테넌트
DLR → Mapletree 80% 매각 (애쉬번 하이퍼스케일)	2019.10	6.00%	16.7배	임대율 100% 안정화 자산
DLR → Mapletree 매각 (파워드 베이스 빌딩 10개)	2019.10	6.60%	15.2배	임대율 100% 자산
2023년 이후 DLR 거래 5건 평균	—	6.50%	15.4배	—
(참고) Digital Core REIT IPO 상장	2021.12	4.25%	23.5배	저금리 국면 밸류에이션
(참고) DLR 노후 비핵심 자산 매각 (Watford 등)	2023	9.3~9.8%	약 10.0배	비핵심 코로케이션 자산
(참고) 주요 신평사 하이퍼스케일 CMBS 기준 캡	2026.02	7.5~10.0%	10.0~13.3배	S&P, Moody's, Fitch 등 보수적 자산 평가 기준
당사 기준 밸류에이션 배수	—	7.10%	14.0배 (신용별 13.0~14.0배, 미계약 13.5배)	실거래 7건 (15.6배), 요구수익률(13.6배), DCF(14.6배) 평균치에서 보수적 할인

자료: Digital Realty 보도자료 및 실적 발표, CREFC, 키움증권 리서치센터 정리

V-8. 리스크 점검: 임대인 고유의 핵심 쟁점

ASIC 전환의 영향: 임대인에게는 구조적 중립

가속기 아키텍처 전환은 파워드셀 임대인에게 중립 변수다. 가속기 규격과 무관하게 모든 연산 칩은 전력이 인입된 물리적 공간을 필요로 하며, Anthropic의 TPU 인프라도 WULF와 HUT의 캠퍼스에 수용되고 있다. 마스터 리스 임대료는 탑재되는 반도체 품팩터에 영향을 받지 않는다.

15~20년 내구성과 진부화: 건물이 아닌 계통의 지속성

랙당 전력 밀도가 공랭식 10kW에서 GB200 NVL72(약 130kW), Vera Rubin(약 230kW), Rubin Ultra(600kW)로 오르면서, 15년 만기 시설이 3세대 이후의 랙을 수용할 수 있는지 의문이 제기된다. 당사는 세 가지 이유로 하방 리스크가 제한적이라고 본다.

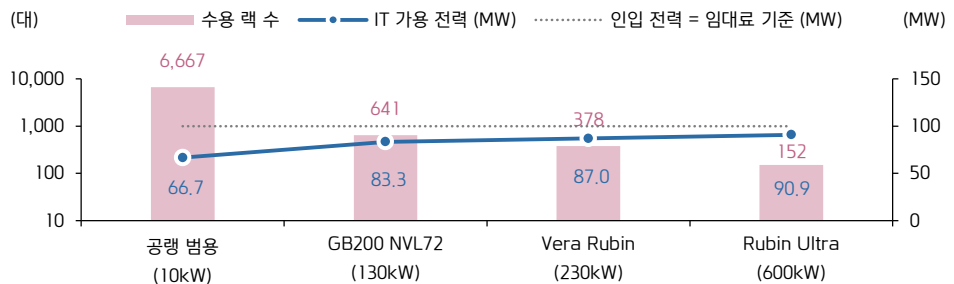
- 첫째, 임대인이 공급하는 자산은 건물이 아니라 '송전망 계통 용량'이다. 초기 냉각·전력 인프라는 임대인이 구축해 임대료에 산입하지만, 차세대 가속기 도입에 따른 내부 랙 설비 교체 비용은 NNN 계약상 테넌트가 부담한다.
- 둘째, 최신 데이터센터는 800V DC 배전과 고효율 수랭 구조로 세대 적응력을 확보했고, 액체냉각 전환은 같은 계통 안에서 IT 가용 전력을 늘린다.
- 셋째, 계약이 MW 용량 단위라 테넌트의 내부 랙 규격과 무관하게 임대료가 확정되므로 기술 진부화에 따른 공실 손실은 임차인에게 귀속된다.

남는 변수인 만기 후 재임대 리스크는 리스 DCF에 재임대율 90%로 반영했고, 먼 미래 현금흐름의 현재가치가 기업가치에서 차지하는 비중은 10% 안팎이다.

잔여 채굴 부문: 비트코인 변동성과 전환 시 매출 공백

HUT(American Bitcoin 연결), CIFR(Odessa 207MW), WULF(Lake Mariner 145MW), CORZ(2개 사이트)는 비트코인 채굴을 병행 중이다(GLXY와 아이렌(IREN)은 철수 완료 또는 진행 중). 채굴 부문이 남아 있으면 가상자산 시세 변동성이 전사 실적과 주가 멀티플에 섞이고, 해당 전력을 AIDC로 전환하는 과정에서 기존 채굴 매출이 사라진다. NAV 모델의 처리 기준은 V-7 Box에서, 세부 영향은 기업별 분석에서 다룬다.

[그림 5-11] 100MW 계통의 세대별 랙 수용 — 랙은 줄고 IT 전력은 늘고, 임대료 기준은 불변



자료: NVIDIA, 키움증권 리서치

주: 인입 100MW 가정, IT 가용 전력 = 인입/PUE(공랭 1.5, 수랭 1.1~1.2 키움 가정)

Ⅵ. [투자전략] 포트폴리오 전략 및 종목별 의견

Ⅵ-1. 상이한 자산 성격과 2대 투자 익스포저

인프라 결핍 3대 시나리오와 비대칭적 반응

두 섹터의 금융적 성격(에퀴티형 네오클라우드 vs 크레딧형 임대인)은 그림 0-5-2-1에 정리했다. 전력 공급 병목의 전개 양상에 따라 양대 섹터의 수익 반응은 다르게 나타난다.

- 첫째, 병목 지속 국면에서 네오클라우드는 P와 Q의 동반 확장으로 마진이 커지고, 임대인은 잔여 전력의 계약 단가를 높여 체결한다.
- 둘째, 병목 완화 국면(하이퍼스케일러 자체 완공, CoWoS 공급 제약 완화)에서 네오클라우드는 단기 현물 렌탈 단가 하락 압력에 먼저 노출된다. 임대인은 기체결 현금흐름이 유지되고 신규 계약 단가만 점진적으로 조정된다.
- 셋째, 병목 해소 국면에서 네오클라우드는 단기 도래 칩의 재계약 단가 하락과 잔존가치 손상을 직접 반영한다. 임대인은 미계약 전력의 옵션 프리미엄이 사라지지만, 기체결 부지의 확정 임대료는 테넌트가 존속하는 한 10~20년간 유지된다.
- 넷째, 자본비용 충격 국면이다. 업황 지표가 그대로인데 섹터 할인율이 일괄 재산정되는 국면으로, 2026년 10월이 그 예다. 네오클라우드와 임대인이 함께 빠지고(-36~41% / -21~49%), 레버리지·테넌트 신용·조달 구조의 품질은 채권 스프레드를 가릴 뿐 주가를 가르지 못한다(Ⅲ-5). 주가를 가르는 변수는 업황이 아니라 향후 12개월의 추가 조달 규모와 주식 의존도이며, 조정 중 8.5억 달러 전환사채를 발행한 CIFR(-49%)이 가장 크게 빠진 이유다.

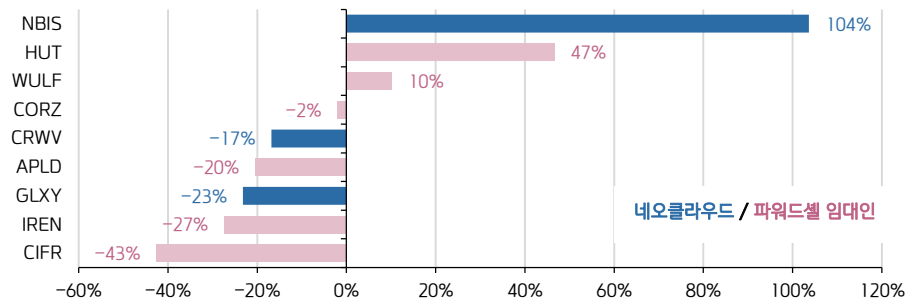
파워드셀 임대인이 업황 세 시나리오에서 기체결 현금흐름을 유지한다면, 네오클라우드는 공급 부족 지속 시 상방 레버리지가 크다. 포트폴리오 관점에서 양 섹터를 혼합 편입하는 바벨 구성은 업황 시나리오의 분산 수단이다. **다만 네 번째 국면에서는 두 섹터의 상관성이 1에 가까워져 바벨이 분산 효과를 내지 못하며, 이 국면의 방어는 섹터 배분이 아니라 종목별 조달 필요액에서 나온다(Ⅵ-3).** 네오클라우드로 AIDC 사이클의 업황 레버리지를, 파워드셀 임대인으로 계통 확정과 신규 수주에 따른 단계적 리레이팅을 취하는 구조다.

[그림 6-1] 네오클라우드 및 파워드셀 네 국면별 반응

국면	네오클라우드	파워드셀 임대인	차별화 변수
① 병목 지속	P·Q 동반 확장, 마진 확대	잔여 전력 고단가 계약	기 확보 전력·가동 속도
② 병목 완화	현물 단가 하락 압력 먼저 노출	기체결 유지, 신규 단가만 조정	계약 비중(기계약 vs 스팟)
③ 병목 해소	재계약 단가 하락·잔존가치 손상	미계약 옵션 소멸, 확정 임대료 유지	테넌트 존속·잔존가치
④ 자본비용 충격(26.10)	-36~41%, 품질 무관	-21~49%, 테넌트 무관	추가 조달 규모·주식 의존도

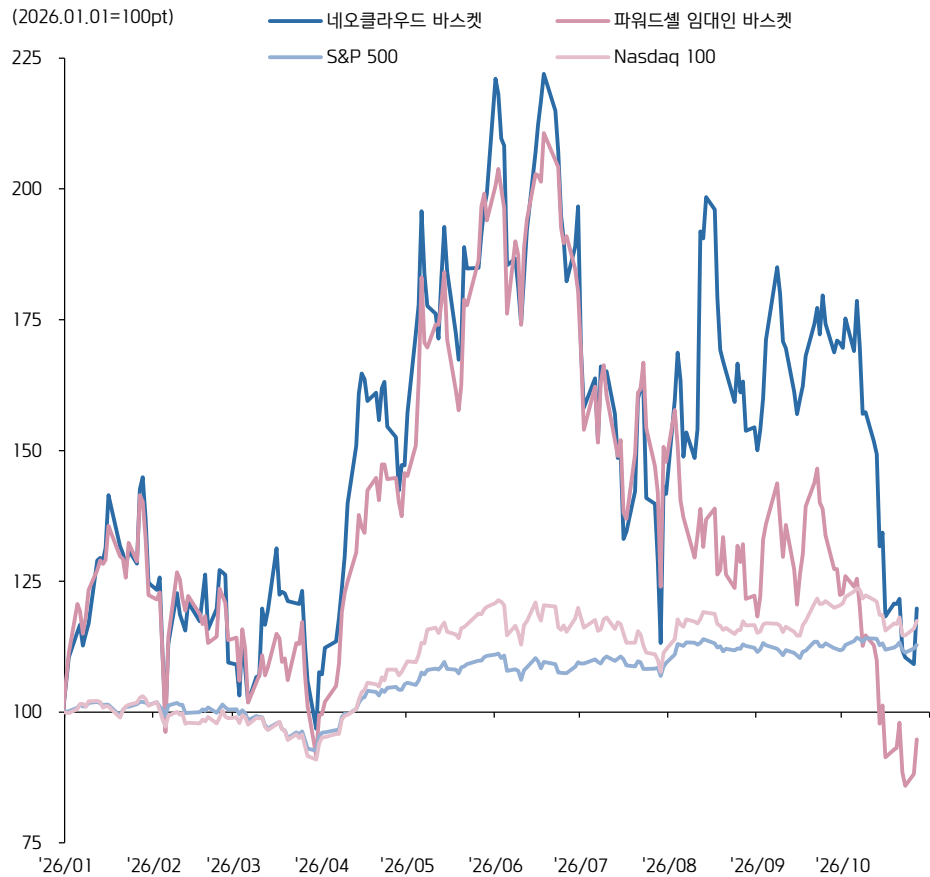
자료: 키움증권 리서치

[그림 6-2] 네오클라우드 및 파워드셀 임대인 연초 대비 종목별 주가수익률



자료: LSEG, 키움증권 리서치

[그림 6-3] 네오클라우드 및 파워드셀 임대인 바스켓 연초 대비 주가수익률



자료: LSEG, 키움증권 리서치

주: 동일 가중(기준일 동일 금액 매수 후 보유) = 구성종목 지수값 단순평균

네오클라우드: 코어위브(CRWW)·네비우스(NBIS)·아이렌(IREN) / 파워드셀 임대인: 허트 8(HUT)·사이퍼 디지털(CIFR)·갤럭시 디지털(GLXY)·어플라이드 디지털(APLD)·테라울프(WULF)·코어 사이언티픽(CORZ)

VI-2. 주가 국면과 단계별 밸류에이션: 수주 잔고 vs 실가동

밸류에이션 잣대: 왜 24MF EV/EBITDA와 가동 ARR인가?

네오클라우드 3사는 모두 영업적자라 당기 P/E가 성립하지 않고, 감가상각비가 비용의 70% 이상을 차지해 상업 가동 전환 속도에 따라 이익이 비선형으로 움직인다. 당사는 ① 가동 전환 이후의 수익력을 보는 24MF EV/EBITDA(블룸버그 컨센서스), ② 계약 ARR과 가동 ARR의 격차, ③ 2027년 매출 컨센서스 중 기계약 비중을 함께 본다. 파워드셀 임대인은 리츠 멀티플 대신 5~7의 주당 NAV(계약분·전체)를 쓴다. 어느 쪽도 목표주가가 아니라 주가가 어떤 가치를 이미 반영하고 있는지 보는 잣대다.

시장 반응 함수: 단순 수주 잔고보다 실가동과 조달 확정에 주목

2026년 연초 이후 주가는 계약 잔고(Backlog)의 총량보다 실질 상업 가동(Energization)과 프로젝트 조달 확정 이벤트에 반응해왔다. 2분기 매출이 전년 대비 5.5배 늘며 가동 확대 국면에 들어간 NBIS가 연초 이후 수익률 상위를 유지한 반면, 계약 ARR 40억 달러 중 가동분이 10억 달러인 IREN과 계약 대비 가동 전환율이 50%를 밀도는 CRWV는 하위에 머물렀다. 10월 조정은 여기에 두 번째 변수를 더했다. CIFR를 빼면 낙폭은 GPU 보유 여부로만 같겠고 레버리지·데넌트 신용과는 무관했다(II-5). 전환을 버티는 조달 조건의 차이는 채권 가격에만 반영됐을 뿐 주가에는 아직 들어오지 않았고, 이 반영 여부가 다음 국면의 변수다. 임대인은 계약분 NAV가 대체로 주가를 웃돌고 차이는 미계약 가치에서 나며, 채권시장은 프로젝트 본드 쿠폰으로 거래상대방 신용 격차를 이미 가격에 반영했다(HUT 6.1~6.2% vs GLXY 9.875%).

[그림 6-4] 커버리지 7종목의 주가 설명 지표와 다음 확인 이벤트

종목	시총 (억 달러)	밸류에이션	전환·읍선 지표	확인이 필요한 다음 이벤트
네오클라우드 — 밸류에이션: 선행 EV/EBITDA 12MF · 24MF / 전환 지표: 계약 vs 가동				
CRWV	329	6.5배 · 4.5배	4.2GW vs 1.5GW (36%)	3Q 실적(11월): CapEx 집행·백로그 전환
NBIS	490	13.4배 · 7.0배	ARR 30억(2Q 말) → 연말 70~90억 달러 목표	3Q 실적·FY27 가이드스(11월) vs 2027 컨센 122억 달러
IREN	111	12.4배 · 6.3배	계약 ARR 40억 vs 가동 10억 달러 (25%)	12월 ARR 40억 달러·Horizon 2~4 인도, Batch Zero·기술 연구
파워드셀 임대인 — 밸류에이션: 계약분 NAV ÷ 주가 / 읍선 지표: 미계약 가치 ÷ 주가(확률 가중)				
HUT	83	1.42배	17% (읍선 10% 일괄)	Beacon Point 2단계 금융 조건, Anthropic S-1 수정본의 약정 총액·계약 의무 표
WULF	63	1.13배	79% (Muskie 1GW, 12월 결정 무관)	Muskie PSC 승인, Justified 신용보강 주체, Anthropic S-1 수정본의 약정 총액·계약 의무 표
CIFR	35	0.89배	235% (약 77%가 Colchis·12월 결정)	Colchis Batch Zero(12/10·12/17)·기술 연구, Anthropic S-1 수정본의 약정 총액·계약 의무 표
GLXY	67	1.10배	126% (절반이 Helios II)	Helios II 830MW 임차인, CRWV 2031 차환

자료: Bloomberg, 각사 공시·IR, 키움증권 리서치

주: 주가·시총은 10/27 종가. 네오클라우드 밸류에이션은 블랜디드 선행 EV/EBITDA(향후 12개월·13~24개월, 블룸버그 컨센서스).

임대인은 당사 NAV 모델(할인을 10%, V-7 Box 가정)의 주당 가치를 10/27 종가로 나눈 값. 비교 피어 CORZ·APLD는 계약 가치만 산출(V-7)해 제외

VI-3. 커버리지 6종목의 포지셔닝과 최선후주

선정 기준: 시간 축(조기 가동)과 신용 축(테넌트)

종목 선정의 기준은 시간 축과 신용 축의 교집합이다. 시간 축에서는 전력을 얼마나 조기에 통전시킬 수 있는지를, 신용 축에서는 거래상대방의 지급보증 능력을 본다. 네오클라우드 부문에서는 자체 전력망과 건물 인프라를 직접 통제하는 사업자가, 파워드셀 부문에서는 기계약분에 신용보강(IG 직계약·하이퍼스케일러 백스톱)이 있고 미계약 잔여 전력의 계통 확실성이 높은 사업자가 우선 대상이다. 10월 조정 이후에는 여기에 조달 조건이 종전 수준을 유지하는지가 더해진다.

네오클라우드 최선후주: IREN (수직통합의 우위)

네오클라우드 섹터 최선후주로 IREN을 제시하며, 근거는 네 가지다.

- **첫째, 커버리지 내 최대 규모의 자체 소유 전력망이다.** 인프라 공급 부족이 완화된 이후에도 남은 자산은 부지 소유권이다. IREN 은 텍사스 Childress 750MW(가동·승인)와 Sweetwater 2GW(조건부 Base Load, 12 월 Batch Zero 잔류 여부 결정 대기)를 포함해 약 5GW(계통 접속 계약·LOA 포함)의 전력을 확보했다. 셀 임대료 지출이 없어 디벨로퍼 마진까지 내재화하며, 기통전 계통 안의 증설은 가동 일정을 자체 통제할 수 있다. 연간 공기 지연 비용이 MW 당 700 만~1,900 만 달러인 시장 환경에서의 납기 우위다.
- **둘째, 테넌트 신용을 최저 조달금리로 치환한 선례다.** Microsoft 장기 공급계약을 기반으로 조달한 GPU 설비비용은 Fitch A 등급을 받았고, 조달금리는 블렌디드 약 6.0%로 확정됐다. 비투자등급(9.0%) 대비 MW 당 연 약 80 만 달러의 이자비용을 줄이는 구조이며, Microsoft 프로젝트는 선수금을 합한 조달 비율이 가속기 원가의 약 96%다. 10 월 이후 이 조건이 유지되는지가 첫 확인 지표다.
- **셋째, 가동 램프업 구간 진입이다.** 계약 ARR 40 억 달러 중 실가동분은 10 억 달러로 전환 퍼널의 초입에 있으며, 연말 전량 상업 가동 시 FY27 Q3(2027 년 1~3 월)부터 실적 레버리지가 가시화된다. IREN 은 연산 자원과 전력망 양대 병목을 단일 플랫폼 안에서 동시에 과금하는 수직통합 모델이다.
- **넷째, 계약분 비중과 컨센서스에 잡히지 않은 용량이다.** 2027 년 매출 컨센서스 약 50 억 달러(6 월 결산 FY27·FY28 평균)의 약 87%는 이미 계약된 매출이고, 컨센서스가 2027 년에 켜는 Childress·Canal Flats 증설분(IT 약 0.25GW)에 기대하는 매출은 약 7 억 달러다. 이 용량이 최근 5 년 계약 단가(IT MW 당 연 약 1,600 만 달러, Microsoft 계약의 약 1.7 배)로만 팔려도 연환산 매출은 약 40 억 달러다. 12MF·24MF EV/EBITDA 는 12.4 배·6.3 배로 CRWV(6.5 배·4.5 배)보다 높고 NBIS(13.4 배·7.0 배)보다 낮다(블룸버그 컨센서스, 10/27). 확인 이벤트는 Horizon 2~4 인도와 12 월 분기말 ARR 이다.

IREN의 리스크: 수직통합에 따른 양방향 리스크

수직통합 구조상 자본 지출 부담이 크다. 조달 원금 77억 달러 중 전환사채가 68억(쿠폰 0.88%, 2029~33년 만기)이다. FY27·FY28 CapEx 컨센서스 214억·204억 달러로 추가 조달 규모는 커버리지에서 가장 크며, 당사 선호는 이 조달이 IG 계약 담보 조건에서 이어진다는 첫째 전제에 걸려 있다. 전환사채·NVIDIA 지분 매입권·주식보상을 합한 희석은 발행주식의 최대 약 51%(캡드콜 상쇄 전)다. 단일 Microsoft 계약(연 약 19억 달러)이 계약 ARR의 절반에 가까워 빅테크 자체 AIDC 조기 완공 리스크에 노출되고, 채굴 완전 철수(2026년 12월)와 대규모 시공을 병행해야 한다. 비투자등급 고액 설비는 9.0%로 조달됐는데, 10월 이후 이 조건이 9.0%를 넘어 고착되면 둘째 근거가 약해진다.

NBIS: 확실한 성장, 기대도 가이던스 상단

NBIS는 클러스터링 소프트웨어와 프린티어 고객 풀이라는 플랫폼 해자를 갖췄고, 에셋라이트 모델로 자본 효율을 높이고 있다. 다만 6월 말 조달 원금 100억 달러는 전부 모회사 무담보 전환사채(가중 쿠폰 1.92%, 연 이자 약 1.9억 달러)로 2029년 6월 이전 만기가 없고, 2026~28년 CapEx 컨센서스 236~288~356억 달러(3년 881억)는 6월 말 현금 80억 달러의 11배다(3~7). 리스크는 차환이 아니라 희석이다. 10월 22일 Citi 주선 35억 달러 담보 대출(364일, SOFR+275bp→최대 +350bp)은 고객 계약 담보가 아닌 회사 단위 단기 차입이라, 다음 재원으로 든 '400억 달러 이상 IG 고객 약정 기반 자산담보 금융'의 조건이 II-5의 확인 지표다. 2027년부터 연 1GW 이상 상업화하는 실행력 검증도 남았고, 5GW 대부분은 3~3.5년에 걸쳐 들어온다.

블룸버그 컨센서스 기준 12MF·24MF EV/EBITDA는 13.4배·7.0배로 IREN(12.4배·6.3배), CRWV(6.5배·4.5배)보다 높다. 2027년 매출 컨센서스 약 127억 달러는 연말 ARR 목표(70억~90억 달러)의 1.4~1.8배다. 연말까지 연결하는 0.8~1GW가 신규 단가(MW당 연 2,000만 달러)로 모두 가동돼도 연매출은 약 115억~145억 달러여서, 컨센서스는 이 시나리오를 이미 대부분 반영하고 있다. 확인 이벤트는 3분기 실적(11월 11일 예정)과 연내 발표될 FY27 가이던스가 2027년 매출 컨센서스를 넘는지다.

파워드셀 최선후주: WULF (실행력과 확실성)

파워드셀 섹터의 핵심 논제는 공급 부족이 해소되기 전 미계약 잔여 전력을 우량 테넌트와의 초장기 계약으로 전환하는 데 있다. 기체결 계약의 안정성을 확보한 기업이 HUT라면, 전환 사이클의 한가운데에서 차기 마일스톤이 가장 확실한 기업은 WULF다. 선정 근거는 세 가지다.

- **첫째, 기체결 계약만으로 시가총액 하방을 설명한다.** Lake Mariner(Core42 60MW, Fluidstack 378MW)와 Anthropic 20년 직계약인 Justified(401MW, WULF 지분 93.2%)가 창출하는 가치는 본사비용을 차감하고 주당 약 11.1달러(주가의 약 87%)이며, 기존 순자산을 더한 계약분 NAV는 주당 약 14.4달러로 주가의 약 1.13배다. Justified는 네오클라우드를 거치지 않은 최종 수요자 직계약이나, 신용보강 주체 공시 전까지는 무등급 Anthropic 단독 신용이다(리스크 ⑤). 통전 용량은 7월 기준 102MW(Core42 60MW, Fluidstack CB-3 42MW)이며, CB-4(하반기)와 CB-5(2027년 초)가 순차 인도된다.
- **둘째, 미계약 잔여 전력의 높은 인입 확실성이다.** 미계약 전력 기대가치(주당 약 10.0달러, 주가의 약 79%)의 핵심인 켄터키 Muskie 캠퍼스는 텍사스 규제망과 무관하다. 1단계 500MW는 유틸리티 공급 계약(ESA)을 마쳤고(2028년 램프 목표), 2단계 500MW는 10월 1일 변경 계약으로 켄터키 PSC 승인을 기다린다(2029년 목표). Muskie 1단계에 임차인이 붙으면 주당 약 5.3달러(주가의 약 42%, 확률 반영 전)가 계약분으로 확정되고, 2단계도 약 4.8달러(약 38%)다. 미계약 기대가치의 절대 규모는 CIFR(주가의 약 235%)이 더 크지만, WULF의 잔여 부지는 텍사스 단일 규제 결정에 종속되지 않는다. 사이트별 독립 확률 모델은 복수 캠퍼스가 하나의 행정 결정에 연쇄 노출되는 리스크를 다 반영하지 못하며, 반대로 12월 Batch Zero 결정이 우호적이면 단기 주가 탄력성은 CIFR이 클 수 있다.
- **셋째, 양대 측의 리레이팅 이벤트가 가까이 있다.** Justified 부지의 신용보강 구조가 확정되면 신용 축이 '중'에서 '강'으로 오르고, Muskie 테넌트가 붙으면 접속 승인 전력이 확정 계약으로 바뀐다. 계약만으로 주가가 설명되는 현 구간에서 Muskie 임차인 공시가 첫 번째 확인 이벤트다.

WULF의 5대 주요 리스크 점검

- 첫째, Lake Mariner 본드(7.75%, 32 억 달러)의 조기 차환 부담(2030 년 만기)과 Google 백스톱의 조건부 효력(총 32 억 달러 중 기발효분은 6 억 달러)이다.
- 둘째, 주식 희석 위험이다. Google 부여 워런트(기본 발행주식수의 약 15%)와 대규모 내가격 전환사채는 주당 가치 상승을 제한한다(당사 주당 NAV 는 워런트와 내가격 전환사채를 주식수에 넣었다). 다음 조달도 주식이면 주당 가치는 더 낮아진다.
- 셋째, 뉴욕주 행정명령(EO 62) 인허가 리스크다. 기확보된 Lake Mariner 외에 Lake Hawkeye 등 후속 증설 사이트는 규제 영향권에 있다.
- 넷째, Muskie 캠퍼스의 PJM 대형 부하 우선 차단 규정(IRAS) 익스포저다.
- 다섯째, Justified 부지의 최종 신용보강 주체 미공시다. 공시 전까지는 신용등급이 없는 Anthropic 의 단독 신용에 의존한다.

CIFR: 업사이드는 가장 크지만 12월 결정에 집중

CIFR은 성사 확률을 반영한 미계약 가치가 주당 약 20.0달러(주가의 약 235%)로 커버리지 중 가장 크다. 핵심인 Colchis(1GW, 조건부 Base Load, 현재 JV 지분 76%-목표 약 95%)에 임차인이 붙으면 주당 약 11.8달러(주가의 약 139%, 확률 반영 전)가 계약분으로 확정된다. 계약 IT 용량의 약 58%가 Amazon 보증이라 신용 기반도 견고하다. 다만 미계약 가치의 약 77%가 12월 Batch Zero 결정(12월 10일 ERCOT 검증 보고서, 12월 17일 PUCT 오픈미팅)에 걸려 있고, 그 전까지 주가를 받칠 계약분 NAV는 주가의 0.89배다. 2027년에 전력이 들어오는 Reveille·Ulysses(270MW)는 이 결정과 무관하지만 둘을 합친 크기는 주당 약 3.7달러(약 43%)로 작다. Barber Lake 원가 초과분(첫 3.6억 달러) 부담과 Odessa(207MW) 잔여 채굴, 10월 14일 발행한 8.5억 달러 제로쿠폰 전환사채의 희석도 변수다. 확인 이벤트는 Batch Zero 결정이며, 결정 이후에도 Colchis 임차인 공시라는 두 번째 이벤트가 남는다.

HUT(방어적 안정성) 및 GLXY(신규 임차인 확인)

HUT는 계약 물량(949MW) 전량이 AA- 이상 직계약 또는 Google 전액 백스톱이라 신용도가 가장 높다. 계약 사이트 가치는 주당 약 85.0달러로 주가의 약 1.26배이고, 기존 순자산을 더한 계약분 NAV는 주가의 약 1.42배로 커버리지 임대인 중 가장 높다. 미계약 가치는 모두 옵션(확률 10%)으로 주당 약 11.1달러(약 17%)에 그친다. 임대료가 2027년 약 2.34억 달러에서 2028년 약 8.62억 달러로 뛰므로(채권 발행 자료 예시) 확인 이벤트는 2027년 상반기 첫 인도와 2028년 임대료 램프고, River Bend 확장(임차 시 주당 약 38.0달러, 약 57%) 같은 신규 리스 공시는 추가 요인이다.

GLXY는 미임차 사이트 Helios II(830MW)에 임차인이 붙으면 주당 약 13.0달러(주가의 약 76%)가 계약분으로 확정된다. 그러나 계약 물량이 모두 CRWV 단독 신용(Helios I 2단계 채권 9.875%)이고 디지털자산 사업이 섞여 있어 변동성이 크다. 10월 낙폭은 다른 임대인과 비슷했지만(II-5), CRWV 신용이 주가에 반영되면 가장 먼저 노출된다. 계약분 NAV가 주가의 약 1.10배라 하방 지지력은 있지만 Helios II 임차에는 날짜가 없다. 노보그라츠 CEO는 10월 AI를 "생애 최대의 버블"이라면서도 상승 국면이 남았다고 했다(10/19 보도). 버블을 믿는 경영진의 합리적 선택은 GPU 운영이 아니라 15년 임대이며, Helios가 그것이다. 같은 이유로 임차인을 서둘러 붙일 유인이 있어, 체결 공시 때 신용과 보증 구조를 임대료보다 먼저 봐야 한다.

[그림 6-5] 네오클라우드 커버리지 종합 포지셔닝 및 밸류에이션 비교

종목코드	IREN	NBIS
사업 모델	- 수직통합 네오클라우드 - 기존 계통 위 중설	- AI 클라우드 + 추론 플랫폼 - 자가·임차·파트너 혼합
시간: 전력·가동	- 2026년 목표 전량이 가동 중 사이트 - 2027년 중설 730MW 중 430MW 기존 계통 - Sweetwater만 12월 결정 대기	- 계약 전력 5GW - 연말 연결 0.8~1GW - Vineland 현장 발전 인허가
신용: 고객·조달	- MSFT건 IG 6.0%(선수금 합쳐 96%) - Mackenzie 9.0%/모회사 보증(90%) - 데이터센터 금융 미체결	- 선수금이 설비투자 50~60% - 담보대출 \$775M(장기) + Citi \$3.5B(364일) - 재원 중심은 CB(약 \$13.4B)
일시적 재산정이라면	- DC 금융 합리적 조건 체결 - 2027년 미계약분 신규 단가 판매	- IG 계약 담보대출 확대 - 남겨 둔 2027년 용량 고단가 판매
구조적 디레이팅이라면	- 공백 \$3~8B를 주식·CB로 조달 - 고객 없이 착공한 건물 부담	- CB 차환·회식 부담 - 남겨 둔 용량 단가 하락 노출
밸류에이션	12MF EV/EBITDA: 12.4 24MF EV/EBITDA: 6.3	12MF EV/EBITDA: 13.4 24MF EV/EBITDA: 7.0
센티 개선 시 부각될 강점	- 계약분 비중·마진 높고 멀티플 낮음 - 2027년 미계약 용량 단가	- 계약 잔고 RPO \$37.5B·선수금 - 남겨 둔 2027년 용량

자료: 각사 공시(8-K, 10-Q), Bloomberg, 키움증권 리서치센터 정리

[그림 6-6] 파워드셀 임대인 커버리지 종합 포지셔닝 및 밸류에이션 비교

종목코드	WULF	CIFR	HUT	GLXY
사업 모델	- 파워드셀 임대인 - 계약 IT 839MW, 텍사스 밖	- 파워드셀 임대인 - 계약 IT 493MW, 텍사스 중심	- 파워드셀 임대인 - 계약 IT 949MW, 전량 IG	- 디지털자산 금융 + 임대 계약 IT - 526MW(CoreWeave)
시간: 전력·가동	- Lake Mariner 2027년 상반기 완료 - Justified 2027년 하반기~ 미계약 첫 전력 2028년(Muskie)	- 2027년 미계약 0.27GW(Reveille·Ulysses) - 나머지 3.1GW는 12월 Batch Zero	- Beacon Point 2027년 1분기 첫 전력 - River Bend 2027년 2분기 - 다음 전력 시점 미정	- Helios I 2027~2028년 단계 인도 - Helios II 830MW 2028년 전력
신용: 고객·조달	- Lake Mariner Fluidstack분 구글 백스톱 채권 7.75% - Justified 신용보강·금융 미정	- 계약 58% 아마존 보증(6.0~6.125%) - Barber Lake 구글 백스톱(7.125%) - 증액분은 0% CB \$8.5억	- AA- 직접 임차 + 구글 백스톱 - 비소구 IG 채권 \$7.5B(6.1~6.2%) - 남은 조달은 BP 2단계	- 전량 CoreWeave, 신용보강 없음 - 2단계 채권 9.875% - 1단계 대출 2028년 만기
일시적 재산정이라면	- Justified IG 신용보강·금융 체결 - Muskies 임차 = 추가 업사이드	- 12월 결정 후 Colchis 미계약 → 계약분 전환	- 영향 작음(조달 대부분 완료) - 신규 리스 공시 = 업사이드	- CoreWeave 신용 안정·1단계 재조달 - Helios II 임차 = 업사이드
구조적 디레이팅이라면	- Justified 금리 상승·주식 조달 - Muskies 임차 지연	- CB·주식 추가 조달 Barber Lake 비용이 계약분 잠식	- 계약분은 IG가 받쳐 영향 작음 - 변수: BP 2단계 금리·Anthropic 수요	- CoreWeave 신용 → 임대료·재조달 전이 - Helios II 임차 지연
밸류에이션	계약 주당 NAV / 주가: 1.13배 전체 주당 NAV / 주가: 1.92배	계약 주당 NAV / 주가: 0.89배 전체 주당 NAV / 주가: 3.24배	계약 주당 NAV / 주가: 1.42배 전체 주당 NAV / 주가: 1.59배	계약 주당 NAV / 주가: 1.10배 전체 주당 NAV / 주가: 2.36배
센티 개선 시 부각될 강점	- 계약분 NAV > 주가 - 12월 결정 무관 미계약 2.1GW	- 2027년 전력 미계약 부지(유일) - 최대 미계약 가치	- 계약 전량 IG 신용 - River Bend 확장 등 신규 리스	- 승인받은 830MW 미임차 블록 - Helios II 임차 여부

자료: 각사 공시(8-K, 10-Q), Bloomberg, 키움증권 리서치센터 정리

주: 가치 구성비는 각사 회계 시가총액 대비 기계약 순가치 및 미계약 전력 단계별 기대가치 비율

VI-4. 반증 조건: What Would Change Our View

당사 판단은 2부에서 정리한 세 가지 전제 위에 서 있다.

- 첫째, 10 월 이후 처음 집행되는 GPU·계약 담보 금융이 종전 조건(IG 고객 계약 담보 기준 SOFR+213~300bp)에서 발행돼 조달 사다리가 유지된다.
- 둘째, 하이퍼스케일러의 2027 년 CapEx 가이드스가 유지되고 재계약 단가(중기 계약 기준)가 MW 당 2,000 만 달러(회수 기간 1.5 년의 기준선) 이상을 지킨다.
- 셋째, 텍사스 사이트의 통전 일정이 지켜진다. 12 월 ERCOT Batch Zero 결정(12/10 보고서, 12/17 PUCT)의 Base Load 분류는 필요조건일 뿐, 통전은 전체 기술 연구가 끝나야 가능하고 그 마감(당초 2027.4.9)은 미정이다(IV-1).

10월 조정을 수요 둔화가 아닌 자본비용 재산정으로 보는 시각과 IREN·WULF 선호는 이 세 전제에 기반한다. 자본 병목의 해소 여부는 공급망 내에서도 의견이 갈리는 만큼(NVIDIA "해결될 것" vs Broadcom "최대 제약"), 당사는 이를 예단하지 않고 전제 ①로 조건화했다. 실제로 10월 이후 첫 대형 GPU 금융은 네오클라우드가 아닌 SpaceX(부외 SPV)의 144A 사모채 400억 달러였다. 머스크는 '마감'을 언급했으나(10/26) 여전히 가격 협의가 진행 중이고(Bloomberg), IG 등급임에도 CDS는 10월 23일 266bp로 신고점을 찍었다(27일 245bp). "AI 데이터센터 외 실질 매출이 없는 기업엔 채권시장이 사실상 닫혔다"는 머스크의 말처럼, IG 모회사와 비AI 매출을 갖춘 윗단만 열리고 자체 신용 아랫단은 닫힌 '조달 사다리(II-4)'의 현주소가 그대로 드러난다. 따라서 전제 ①을 검증할 진짜 시험대는 SpaceX가 아닌 네오클라우드의 차기 담보부 발행이다.

아래 조건 가운데 하나라도 확인되면 해당 전제에 기반 판단을 수정한다.

- **조달:** IG 고객 계약을 담보로 한 GPU 금융이 SOFR+400bp 이상에서 굳어지거나, 네오클라우드 신규 조달 가운데 비 IG 고객 담보 비중이 10%를 넘어 투자 회수 기간이 계약 기간보다 길어지는 경우, 또는 GPU ABS·프로젝트 본드 발행이 연기·축소되는 경우. 이때는 3 부의 단위경제(III-2)와 선수금·담보 금융의 선순환이 성립하지 않는다.
- **수요:** 하이퍼스케일러가 2027 년 CapEx 가이드스를 낮추거나, 재계약 단가(중기 계약 기준)가 MW 당 2,000 만 달러 아래로 내려오는 경우, 또는 연구소의 토큰 가격이 추가 인하되거나 컴퓨터 약정 이행 속도 조정이 공시되는 경우. 3 부가 전제한 가격(P)의 지지력이 무너진다.
- **전력·규제:** ERCOT Batch Zero 에서 Base 분류 물량이 탈락하거나 통전 동결이 연장되는 경우, 또는 전체 기술 연구 마감이 2027 년 하반기 이후로 공시되는 경우. 텍사스 비중이 큰 IREN(Sweetwater 2GW)·CIFR·GLXY·CORZ 의 가동 일정 전제가 흔들린다.
- **종목별:** IREN 은 비 IG 고객 설비의 조달 금리가 9%를 넘어 고착되거나 Horizon 2~4 인도가 두 분기 이상 늦어질 때, NBIS 는 FY27 가이드스가 2027 년 매출 컨센서스에 미치지 못할 때, WULF 는 Justified 의 신용보강 주체가 계속 공시되지 않는 가운데 Muskie 2 단계의 PSC 승인까지 불발될 때, CIFR 은 Colchis 가 Batch Zero 에서 탈락할 때, HUT 는 Beacon Point 2 단계의 장기 금융 조건이 1 단계(6.13%)보다 두릿이 나빠질 때, GLXY 는 Helios II 임차가 지연되는 사이 CRWW 의 신용 악화로 2031 년 차환 조건이 나빠질 때 판단을 수정한다.



종목 분석

아이렌 (IREN.US)

기존 계통 위의 증설, 자금은 숙제

네비우스 그룹 (NBIS.US)

단가는 올랐다, 남은 것은 켜는 속도

테라울프 (WULF.US)

하방은 계약이, 열쇠는 신용보강

사이퍼 디지털 (CIFR.US)

계속 필요한 조달

허트 8 (HUT.US)

가장 단단한 계약의 소유자

갤럭시 디지털 (GLXY.US)

승인받은 830MW, 무거운 단일 임차인

아이렌 (IREN.US)

기존 계통 위의 증설, 자금은 숙제

- 이미 연결된 전력 위에 데이터센터와 GPU까지 직접 갖춘 수직통합 네오클라우드
- 연말 ARR \$4B 목표는 계약됐지만, 인도는 4분기에 집중
- 계약분 비중·마진은 상대 우위, 센터 회복 시 2027년 증설분 부각

자체 전력 위에 GPU 까지 소유한 네오클라우드

아이렌(IREN)은 부지와 전력을 직접 확보하고 데이터센터를 지어 GPU 클라우드를 파는 수직통합형 네오클라우드 기업이다. 비트코인 채굴로 출발했고, 마이크로소프트 계약 이후 사업을 AI 클라우드로 옮겨 연말까지 채굴을 정리한다.

빠른 전력은 강점, 남은 질문은 인도와 자금

텍사스 Childress 와 캐나다 British Columbia 사이트는 채굴 시절부터 계통에 연결돼 있어, 새 접속 승인 없이 건물만 AI 용으로 바꾸면 된다. 올해 말 목표 용량은 이미 계약된 물량이라, 기존 계통의 장점은 판매보다 인도를 확실하게 하는 데 있다. 판매 측면의 강점은 2027년 물량에 있다. 2027년 증설 IT 0.5GW(gross 730MW) 가운데 gross 430MW 가 기존 계통 사이트(Childress·Canal Flats)에서 나오고, Horizon 5~6 등 일부는 고객 없이 착공됐다.

전력이 빨리 들어오는 부지를 찾는 고객이 많아진 지금, 접속 대기 없이 2027년에 켤 수 있는 미계약 용량은 단가 협상력이 된다. 다만 연말 ARR \$4B 초과 목표를 채우려면 4분기에 인도를 몰아서 끝내야 한다. GPU는 고객 신용과 선수금으로 조달했지만 데이터센터는 아직 별도 금융 없이 회사 자금으로 짓고 있다. 따라서 남은 투자 공백을 무엇으로 메우느냐가 중요하다.

블류에이션: 마진은 높고 멀티플은 NBIS 보다 낮다

블룸버그 컨센서스 기준 동사의 24MF EV/EBITDA 는 6.3 배로 NBIS(7.0 배)보다 낮고 CRWV(4.5 배)보다 높으며, 2027년 EBITDA 마진 컨센서스는 74.2%로 CRWV(62.6%)와 NBIS(54.6%)보다 높다. 2027년 증설 IT 0.5GW 가운데 계약이 공시된 것은 엔비디아 약 60MW 뿐이다. 나머지 약 0.44GW 가 최근 5년 계약 단가(IT MW 당 연 약 \$16.5M)로 팔리면 연환산 매출이 약 \$7B 늘 수 있지만, 대부분 2027년 4분기부터 켜져 효과는 주로 2028년 실적에 반영된다. 반대로 협의가 길어지면 이미 착공한 건물이 부담이 된다. 동사의 2027년 매출 컨센서스 중 약 87%는 이미 계약된 매출이고, 큰 두 건의 GPU 투자비는 금융과 선수금으로 거의 마련됐다(마이크로소프트 건 96%, Mackenzie 증설분 90%). 시장センチ가 개선되면 남은 2027년 용량의 단가 협상력이 부각될 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$27.44

목표주가 컨센서스: \$79.32

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
76%	24%

Stock Data

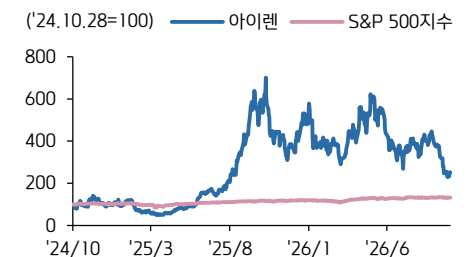
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	27.44 / 79.32
52주 최고/최저 (\$)	76.87 / 23.72
시가총액(백만\$)	11,103
유통주식 수(백만)	405
일평균거래량(3M)	45,886,298

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	501	707	2,732	7,496
EBITDA(adj.)	270	246	1,714	5,469
EBITDA 마진(%)	53.8	34.8	62.7	73.0
순이익	87	-703	-708	-840
EPS	0.39	-2.22	-1.80	-0.72
증가율(%)	흑전	적전	적지	적지
PSR(배)	6.2	20.4	4.1	1.5
PBR(배)	2.1	2.8	3.7	7.8
ROE(%)	6.0	-23.4	-32.2	-167.7
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

추가수익률(%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-27.3	-37.8	-43.3	-57.8
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약과 단가: 신규 단가는 마이크로소프트의 두 배

2025년 11월 마이크로소프트 계약(5년, \$9.7B, IT 200MW)은 IT MW당 연 약 \$9.7M이다. 이후 신규 계약 단가는 3년 계약이 125%, 5년 계약이 70% 올랐고, 최근 3년 계약은 IT MW당 연 \$20M을 넘는다. 회사는 이 단가면 GPU 투자비를 약 2년 만에 회수한다고 밝혔다. 다만 최근 계약은 예전에 주문해 둔 GPU로 공급하는 물량이고, 신규 구축 물량은 데이터센터·GPU 투자비가 15~20% 더 든다. 또한 기간이 짧은 계약일수록 단가가 높다는 점도 함께 봐야 한다. 따라서 단기 단가 상승이 계속되는지는 다음 계약 단가로 확인해야 한다.

고객 기반은 ① 마이크로소프트(\$9.7B, 5년)에 더해 ② 엔비디아(\$3.4B, 5년, Childress 공랭 약 60MW, 2027년 초 가동), ③ Prometheus·Perplexity·Together AI 등 AI 개발사(7월, 총 \$2.8B), ④ 이름을 밝히지 않은 프린티어 랩(8월, 다년 계약)으로 넓어졌다. 회사는 2026년 용량이 대부분 팔렸고 2027년 용량의 상당 부분은 막바지 협의 중이라고 밝혔다. 관건은 이 용량을 언제 켜느냐다.

전력과 사이트: 연결된 사이트부터 켜고, 텍사스 신규분은 조건부

확보 전력은 6월 말 약 5GW(gross, 계통 접속 계약·LOA 포함), 가동 중인 데이터센터는 Childress 650MW와 BC 160MW다. AI 용량은 누적 2026년 말 IT 0.3GW(gross 0.5GW), 2027년 말 IT 0.8GW(gross 1.2GW)가 목표다.

2026년 말 목표(gross 480MW)는 모두 가동 중인 사이트에서 나온다. 구성은 Childress 350MW(마이크로소프트용 수랭 Horizon 1~4 300MW, 기존 건물 공랭 개조 50MW)와 BC의 Mackenzie 80MW, Prince George 50MW다. 남은 용량은 모두 4분기 가동 목표라, 연말 인도는 접속이 아닌 설치 속도의 문제다.

2027년 증설분(IT 0.5GW, gross 730MW) 가운데 430MW도 기존 계통 위에 있다. Childress의 채굴 건물 공랭 개조 250MW가 1분기부터, 신축 수랭 Horizon 5~6 150MW가 4분기부터 켜지고, Canal Flats는 수랭 전환으로 30MW를 더한다. 새로 계통에 붙는 것은 Sweetwater 1(수랭 300MW, 4분기부터)뿐이다. 2027년 증설분 중 계약이 공시된 것은 엔비디아 약 60MW뿐이고, Horizon 5~6과 Sweetwater 1은 고객 없이 착공했다. 2027년에 켤 미계약 용량을 쥐고 있는 셈이다.

변수는 Sweetwater 1이다. 이 사이트는 1.4GW 계통 접속을 확보하고 5월에 변전소를 통전했다. 다만 공급은 단계적으로 늘어나며, 12월 ERCOT Batch Zero 결정을 기다리는 조건부 Base Load다. 확보 전력의 약 49%(Childress 750MW, Sweetwater 2GW)가 텍사스에 있고, 그중 Sweetwater 2GW의 증설 속도는 12월 결정(필요조건)과 그 뒤 기술 연구 일정에 달려 있다.

자금: GPU는 고객이, 데이터센터는 아직 회사 자금으로

이 용량을 켜 돈은 아직 다 모이지 않았다. FY27 설비투자 가이드스 약 \$25~30B 가운데 확보 자원(현금·확정 GPU 금융·선수금)은 \$14B이고, GPU 금융·선수금으로 약 \$8B를 더 확보할 계획이다. 이를 빼면 약 \$3~8B가 남는다. 이 공백을 메우는 방식은 GPU와 데이터센터가 다르다.

GPU는 고객 계약을 담보로 빌리고 선수금을 받아 산다. 그래서 금리도 고객 신용이 정한다. 마이크로소프트 계약분은 5월 29일 약 \$3.6B를 가중 약 6.0%에 조달했고(5.96% 고정금리 노트 \$2.1B, 변동금리 대출 \$1.545B), 선수금(계약가치의 20%)과 합쳐 관련 GPU 투자비의 약 96%를 덮었다. 비투자등급 고객의 Mackenzie 증설분은 8월 약 \$2.4B를 9.0% 고정금리로 조달해, 고객 신용 하나로 금리가 3%p 갈렸다. 9.0%는 10월 비투자등급 신용 재평가 전 금리라, 2027년 고객이 비투자등급이면 격차는 더 벌어질 수 있다.

데이터센터는 회사 자체 신용으로 지어 왔다. 자금은 전환사채(원금 \$6.75B), 신주 발행(ATM, 8월 14일까지 약 \$2.5B), 선수금에서 나왔고, 데이터센터는 아직 담보로 잡히지 않았다. 2월부터 데이터센터 금융을 추진했지만 아직 체결 공시가 없는 상황이다. 향후 데이터센터 금융의 조달 금리는 시장이 동사와 비투자등급 AI 인프라 기업에 매기는 리스크 프리미엄을 가늠할 잣대가 될 것으로 판단한다.

FY26 Q4 실적: 채굴에서 AI로 넘어가는 골

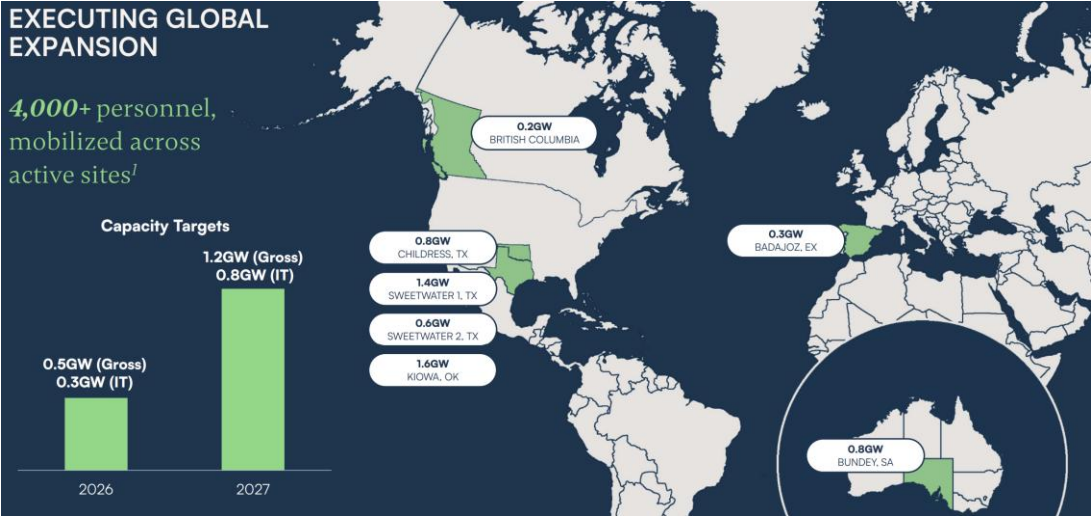
FY26 Q4(4~6월) AI 클라우드 매출은 \$70.5M, 전사 조정 EBITDA는 \$19.2M(마진 14%)으로 1년 전 \$121.9M에서 크게 줄었다. FY26 전체로는 채굴 장비가 대부분인 손상차손 \$638.8M 때문에 순손실 \$702.6M을 냈다. 회사는 가이드스 대신 분기말 ARR을 제시하는데, ARR은 8월 Horizon 1(IT 약 50MW) 인도로 9월 말 목표 \$1.0B에 이미 닿았고 12월 말 목표는 \$4.0B 초과다. 2027년 초부터는 엔비디아 계약이 연 약 \$0.7B를 더한다. 다만 12월 분기 증설분 매출은 주로 3월 분기에 잡혀, 실적이 계약을 따라오는 첫 분기는 FY27 Q3(2027년 1~3월)이 될 것이다.

리스크 요인과 체크포인트

① 연말 인도: AI 가동을 6월 말 약 40MW에서 연말 IT 0.3GW로 늘려야 한다. 마이크로소프트용 Horizon 2~4가 유예기간(2027년 2분기 초)까지 인도되지 않으면 해지될 수 있다. ② 데이터센터 금융: 체결 여부와 금리가 희석 규모를 정한다. 신규 채권이 시장이 우려하는 만큼 높은 금리로 발행되는지 확인할 필요가 있다. ③ 단가: 투자비가 오르는 다음 계약에서도 계약 단가 상승 추세가 유지되는지, ④ 고객: 마이크로소프트·엔비디아에 몰린 매출이 신규 고객으로 분산되는지 지켜봐야 한다. 또한 ⑤ 텍사스: Sweetwater의 Batch Zero 잔류 여부(12월 10일 ERCOT 보고서 제출, 12월 중 확정)로 향후 신규 파이프라인의 가시성도 점검해야 한다.

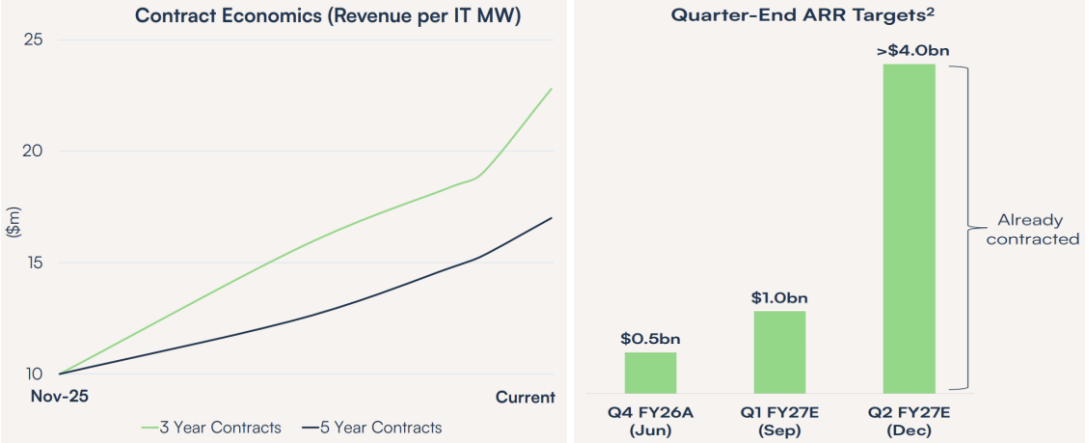
10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면 데이터센터 금융이 합리적 조건으로 체결돼 공백을 희석 없이 메우고, 2027년 미계약분도 신규 단가에 팔 수 있다. 구조적 디레이팅이라면 공백은 주식·전환사채로 메워야 하고, 미계약분 단가가 꺾이면 이미 착공한 건물이 부담이 된다. 첫 가능자는 데이터센터 금융 조건과 연말 인도다.

IREN의 향후 데이터센터 증설 파이프라인



자료: 아이렌, 키움증권 리서치

모두 상승 중인 IREN의 3년 계약, 5년 계약 단가 및 분기말 ARR 목표



자료: 아이렌, 키움증권 리서치

2027년 증설 예정인 IREN의 데이터센터 용량

사이트	gross MW	계통	가동 목표	고객(공시 기준)
Childress 공랭	250	기존	1Q27	엔비디아 약 60MW, 나머지 미계약
Childress 수랭	150	기존	4Q27	미계약
Canal Flats	30	기존	2027년 중	미계약
Sweetwater 1	300	신규	4Q27	미계약
합계	730 (IT 0.5GW)	기존 430		

자료: 아이렌, 키움증권 리서치

아이렌 FY26 Q4 ('26.04.01~06.30)

구분	FY26 Q4	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 Q4	성장률	FY26 Q3	성장률
매출액	137	139	-1.0%	187	-26.7%	145	-5.2%
EBITDA(adj.)	19	53	-64.1%	121	-84.2%	60	-67.8%
EBITDA 마진(%)	14.0%	38.5%	-24.5%p	64.7%	-50.7%p	41.1%	-27.1%p
순이익	-684	-150	하회	177	적전	-248	적지
EPS (USD)	-1.29	-0.44	하회	0.66	적전	-0.75	적지

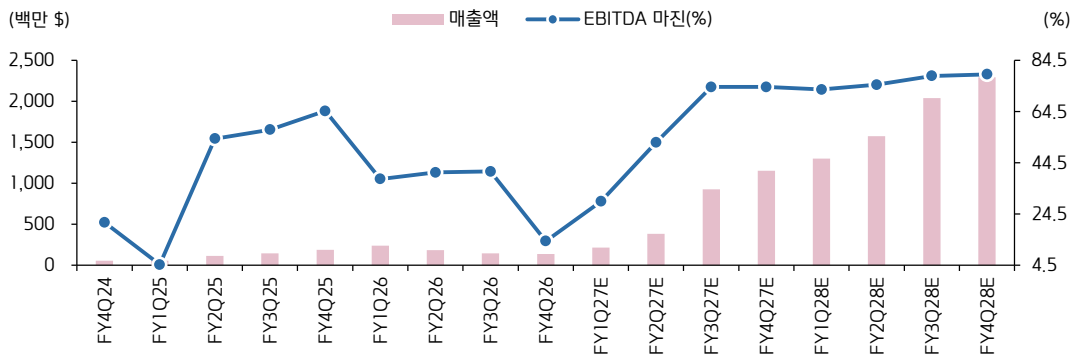
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

아이렌 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY27 Q1	YoY 성장률	FY27 Q2	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률	FY28	YoY 성장률
매출액	217	-9.6%	383	107.4%	2,732	286.4%	7,496	174.4%
EBITDA(adj.)	64	-30.6%	201	167.1%	1,714	597.5%	5,469	219.1%
EBITDA 마진(%)	29.5%	-8.7%p	52.5%	11.7%p	62.7%	28.0%p	73.0%	10.2%p
순이익	-199	적전	-279	적지	-708	적지	-840	적지
EPS (USD)	-0.71	적전	-0.73	적지	-1.80	적지	-0.72	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

아이렌 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

아이렌 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q4	FY26 Q3	FY26 Q4	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	187	145	137	-26.7	-5.2
비트코인 채굴	180	111	67	-63.0	-40.0
AI 클라우드	7	34	71	912.7	109.6
매출원가	53	40	33	-37.0	-16.5
매출총이익	134	105	104	-22.7	-0.9
판매관리비	53	82	128		
감가상각비	64	121	112		
자산손상	0	140	450		
기타 영업비용(수익)	-1	-5	34		
영업이익	18	-234	-620	적전	적지
금융비용	-5	-15	-24		
이자수익	2	22	36		
금융상품 평가·처분손익	148	-24	24		
매각예정자산 공정가치 변동	0	-2	-102		
기타 영업외손익	12	-2	-5		
세전이익	174	-254	-692	적전	적지
법인세비용(수익)	-3	-6	-8		
순이익	177	-248	-684	적전	적지
회석 EPS (달러)	0.82	-0.74	-2.16	적전	적지
회석 가중평균주수 (백만)	215	334	316		
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
Adjusted EBITDA	121	60	19	-84.2	-67.7
Adjusted EBITDA 마진(%)	65	41	14		

자료: 아이렌, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 (NBIS.US)

단가는 올랐다, 남은 것은 켜는 속도

- GPU 클라우드와 추론 플랫폼을 파는 독립 AI클라우드, 매출의 약 98%가 AI 클라우드
- 신규 계약 단가는 상승 중, 선수금이 설비투자의 50~60%를 먼저 채움
- 계약 잔고-선수금은 상대 우위. 센터 회복 시 남겨둔 2027년 용량 부각

GPU 임대 위에 추론 소프트웨어를 얹는 AI 클라우드

네비우스 그룹은 GPU를 빌려주는 클라우드와, 고객 대신 AI 모델을 돌려주는 추론 서비스를 파는 AI 클라우드 기업으로, 매출의 약 98%가 AI 클라우드에서 나온다. 데이터센터는 자가 건설, 임차, 파트너 설비를 함께 쓴다. 올해는 추론 소프트웨어 기업을 잇달아 인수하며 GPU 임대 위로 영역을 넓히고 있다.

단가와 선수금은 확인, 남은 질문은 켜는 속도

신규 계약 단가는 MW 당 연 \$12M에서 \$20M 이상으로 올랐고, 3~6개월 단기 계약은 \$40M을 넘는다. 2분기 계약의 약 70%에는 선수금이 붙었고, 이 선수금이 해당 설비투자의 50~60%를 먼저 채운다.

남은 질문은 이 계약을 얼마나 빨리 켜느냐다. 계약 전력 목표는 1년 만에 다섯 배인 5GW로 늘었으나 연말 연결 목표는 0.8GW~1GW 수준에 불과하다. 또한 목표 5GW 중 대부분이 3~3.5년에 걸쳐 들어온다. 마이크로소프트 계약이 걸린 Vineland에서는 현장 발전 인허가가 변수로 작용하고 있다. 켜는 데 드는 돈도 아직 다 고객 신용에서 나오지는 않는다. 선수금이 붙은 계약에서는 설비투자의 절반 이상을 미리 받지만 고객 계약 담보대출은 7월 첫 건뿐이고, 그동안 자원의 큰 축은 전환사채(원금 약 \$13.4B)였다.

밸류에이션: 기대는 이미 가이던스 상단

블룸버그 컨센서스 기준 동사 12MF EV/EBITDA는 13.4배, 24MF는 7.0배로 24MF 기준 CRWV(4.5배)와 IREN(6.3배)보다 높다. 2027년 EBITDA 마진 컨센서스는 54.6%로 IREN(74.2%, CY27 기준), CRWV(62.6%)보다 낮다. 높은 멀티플은 성장 속도에 대한 기대를 반영한다. 2027년 매출 컨센서스 약 \$12.7B는 연말 ARR 목표(\$7~9B)의 1.4~1.8배로, 연말 연결분이 모두 신규 단가로 가동되는 경우(약 \$11.5~14.5B)를 반영한다. 커버리지 안에서 동사의 강점은 계약 잔고(RPO \$37.5B)와 선수금의 규모다. 다만 컨센서스가 이미 가이던스 상단을 반영하고 있어, 시장 센터가 개선될 때 부각될 부분은 기존 계약보다 남겨둔 2027년 용량의 단가가 될 것이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$170.47

목표주가 컨센서스: \$282.76

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
68%	29%	4%

Stock Data

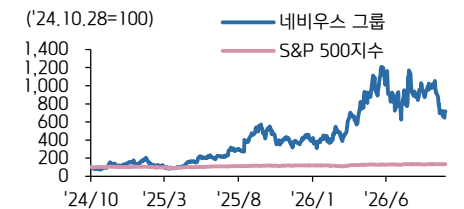
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	170.47 / 282.76
52주 최고/최저 (\$)	299.86 / 73.52
시가총액 (백만\$)	49,037
유통주식 수 (백만)	254
일평균거래량 (3M)	21,214,470

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	118	530	3,458	12,704
EBITDA(adj.)	-266	-65	1,425	6,868
EBITDA 마진(%)	-226.7	-12.2	41.2	54.1
순이익	-247	-447	-700	-823
EPS	-0.83	-1.77	-2.01	-2.64
증가율(%)	적전	적지	적지	적지
PSR(배)	85.1	38.3	14.2	3.9
PBR(배)	2.0	4.6	4.6	4.8
ROE(%)	-19.5	2.1	-3.9	-4.0
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	103.7	-28.2	17.6	35.9
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약과 단가: 단가는 올랐고, 지속성은 장기 계약에서 확인

MW당 연간 계약가치(ACV)는 2026년 기준 계약 기준 약 \$12M이었다. 2분기 대형 계약 4건은 \$20~25M이었고, 3분기 첫 3~6개월 단기 계약은 \$40M을 넘었다. 이 계약들은 대부분 2026년 말 이후 가동분이라 2027년 매출의 가격 기준선이 된다. 동사는 2분기 계약의 투자 회수 기간이 종전 2~3년에서 1년 10개월로 짧아졌다고 밝혔다. 구형 GPU 가격도 1분기보다 30% 이상 올려, 새 세대가 나오면 구형 장비의 가치가 먼저 사라진다는 오랜 우려를 덜었다. 다만 회사는 단기 계약을 급하고 기간이 정해진 수요에 고객이 큰돈을 지불하는 상품이라고 설명한다. 그 높은 단가가 공급 부족 때문인지, 고객이 장기 약정을 피해서인지는 다음 장기 계약 단가로 확인해야 한다.

고객도 넓어졌다. 마이크로소프트는 Vineland 전용으로 2031년까지 \$17.4B(배치·가용성 조건부, 추가 옵션 포함 최대 \$19.4B)를 계약했다. 메타는 1차 \$2.88B에 이어 2차로 \$27B 규모 계약을 맺었다. 그중 확정 구매는 \$12B(2027년 초 개시)이고, 나머지 \$15B는 동사가 용량을 메타에 미리 정한 조건으로 팔거나 다른 고객에게 시장가로 팔 수 있는 계약이다. 2분기에는 Reflection·Cohere 등 AI 랩 3곳, 쿼트 펀드 1곳과 건당 평균 \$1B이 넘는 계약을 맺었다. 잔여이행의무(RPO)는 \$37.5B이고, 이중 36%(약 \$13.5B)가 24개월 안에 매출로 잡힌다. 이는 연평균 약 \$6.8B로 6월 ARR의 두 배를 넘는다. 다만 2027년 용량을 모두 판 것은 아니다. 회사는 2분기 주주서한에서 "2027년 용량을 지금 조건으로 다 팔 수 있지만 일부러 그러지 않는다"며, 당장 필요한 고객을 위해 일부를 남겨 두는 편이 더 가치 있다고 밝혔다. 남겨 둔 규모는 공시하지 않았다. 단가가 더 오르면 업사이드, 수요가 꺾이면 부담이 되는 선택이 될 수 있다.

전력과 사이트: 약정은 5GW, 연결은 1GW 안팎

동사는 전력을 세 단계로 공시한다. 계약 전력(토지·전력 약정)의 연말 목표는 1년 사이 1GW 초과에서 5GW로 늘었다. 연결 전력(완공돼 장비를 갖춘 데이터센터)의 연말 목표는 0.8~1GW이고, 가동 전력(매출을 내는 IT 장비 전력)은 2025년 말 약 170MW가 마지막 공시다. 계약과 가동 사이의 이 간격이 동사의 시간 변수다. 동사는 2027년부터 매년 1GW 이상을 배치할 계획이다.

그 증설은 자가 대형 사이트가 맡는다. 미주리 Independence(1.2GW)는 5월 착공했고, 펜실베이니아(최대 1.2GW)는 2027년부터 단계적으로 들어온다. 앨라배마도 2027년 가동이 목표이고, 핀란드에 310MW 자가 사이트를 더했다. 미국 사이트는 모두 텍사스 밖이라 ERCOT 대기열과 무관하다.

올해 남은 변수는 마이크로소프트 계약이 걸린 뉴저지 Vineland다. 회사는 지금까지 도래한 트랜치를 모두 인도했고, 남은 용량은 대부분 하반기에 컨다고 밝혔다. 문제는 전원이다. 이 사이트는 계통 연결 없이 현장 발전으로 돌아가고, 건물주 DataOne은 전원을 가스 엔진에서 연료전지로 바꾸는 중이다. 9월 뉴저지 환경보호국은 DataOne이 허가 없이 가스 발전기 62대를 돌렸으며 약 \$107만의 벌금과 함께 허가를 받거나 운전을 멈추라는 명령을 내렸다.

자금: 선수금은 커졌고, 담보대출은 이제 시작

연간 설비투자 가이드스 \$20~25B에서 상반기 집행액 \$8.13B를 빼면 하반기 몫은 약 \$11.9~16.9B다. 6월 말 현금 \$8.04B와 8월 전환사채 순수령액 약 \$5.68B를 합한 약 \$13.7B는 가이드스 하단이면 하반기 몫을 모두, 상단이어도 대부분을 덮는다. 나머지는 고객 선수금이 메운다.

선수금은 고객 신용으로 투자비를 미리 받는 돈이다. 2분기 계약의 약 70%에 선수금이 붙었고, 그 선수금이 해당 설비투자의 50~60%를 덮는다. 6월 말 선수금(이연수익) 잔액은 \$5.98B 이고, 상반기 영업현금흐름 \$4.50B 가운데 \$4.40B 가 선수금 증가분이다. 회사는 올해 선수금이 \$9B 를 넘을 것으로 본다. 다만 선수금에는 환불될 수 있는 금액이 포함돼 있다.

고객 계약을 담보로 한 대출도 열렸다. 7월 투자등급 고객 계약을 담보로 첫 담보부 대출(약 \$775M)을 SOFR+2.50%에 조달했다. 다만 담보대출은 아직 이 한 건이다. 1분기에 예고한 수십억 달러 규모의 부채 조달은 자산담보 금융과 회사 차원 부채를 함께 뜻했고, 그 뒤 가장 큰 조달은 8월 전환사채(원금 \$5.75B)였다. 전환사채는 2025년 6월 이후 네 차례 발행해 원금이 약 \$13.4B 이고, 8월 발행분 중 2034년물의 금리는 4.50%다. 10월 조정에서 시장이 다시 매긴 것이 바로 이런 자체 신용 조달의 비용이다. 그래서 다음 담보대출이 같은 조건으로 이어지는지가 향후 자금 구조를 정한다.

FY26 Q2 실적: 매출 다섯 배, 올해 실적은 하반기에 몰려

FY26 Q2 매출은 \$582.3M으로 전년 대비 454%, 전분기 대비 46% 늘었고, 이 중 AI 클라우드가 \$574.9M(약 98%)다. 6월 말 ARR은 \$3.0B로 전분기 대비 56% 늘었다. 그룹 조정 EBITDA는 \$236.2M(마진 41%), AI 클라우드 조정 EBITDA 마진은 49.7%다. 감가상각이 커서 영업손실은 \$175.9M, 순손실은 \$190.4M이다. 영업손실(\$175.9M)에도 분기 영업현금흐름이 \$2.25B 흑자였던 것은 선수금 덕분이다. 다만 분기 설비투자 \$5.66B가 이를 크게 웃돌아 잉여현금흐름은 약 -\$3.4B였다. 회사는 연간 가이드스(매출 \$3.0~3.4B, 조정 EBITDA 마진 약 40%, 설비투자 \$20~25B, 연말 ARR \$7~9B)를 유지했다. 상반기 매출은 연간 가이드스 중간값의 31%이고 연말 ARR 목표는 6월의 2.3~3배라, 올해 실적은 하반기에 몰려 있다.

업사이드 조건과 체크포인트

① 시간: 연말 연결 0.8~1GW 달성과 연결·가동 MW 공시. 가동 전력은 2025년 말 이후 공시가 없어 진척을 밖에서 확인하기 어렵다. ② 조달: 다음 담보부 대출의 규모와 금리. 전환사채가 모두 주식으로 바뀌고 주식보상까지 더하면 주식 수는 최대 약 27% 늘어난다. ③ Vineland: 연료전지 전환 인허가와 주정부 명령 대응. 인도가 늦어지고 대체 용량도 없으면 마이크로소프트는 해당 물량을 해지할 수 있다. ④ 단가: 장기 계약 단가가 단기 웃돈을 따라오는지, 남겨 둔 2027년 용량이 더 높은 값에 팔리는지. ⑤ 고객 집중: 상위 3개 고객이 2분기 매출의 59%를 차지한다.

10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, 다음 담보대출이 투자등급 고객 계약을 바탕으로 이어지고 선수금과 함께 증설을 받는다. 남겨 둔 2027년 용량도 오른 단가에 팔 수 있다. 구조적 디레이팅이라면 전환사채 원금 약 \$13.4B의 차환·회석 부담이 커지고, 남겨 둔 용량은 단가 하락에 그대로 노출된다. 판단 근거는 다음 담보대출 조건과 연말 연결 MW가 될 것이다.

네비우스 그룹 계약 단가(ACV/MW) 추이 및 수주 유닛 이코노믹스 지표



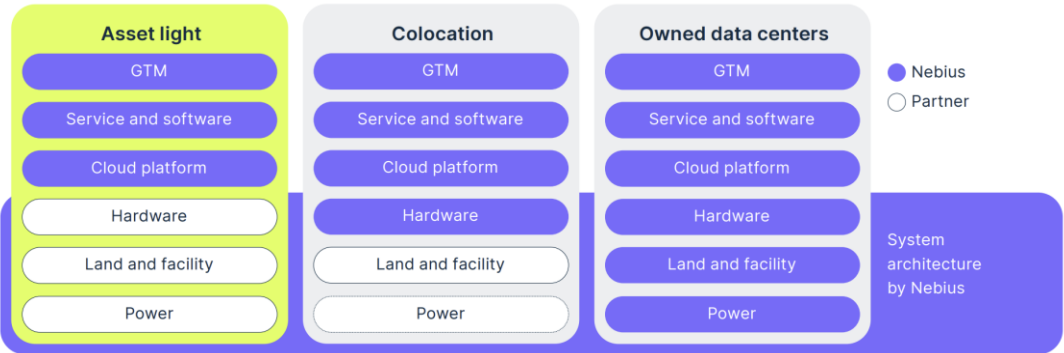
자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 대형 랜드마크 수주(평균 \$1B+)와 연계된 5GW 전력 로드맵



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹의 인프라 파트너십 구조 (Asset-Light vs. Colocation vs. Owned)



자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

네비우스 그룹 FY26 Q2 ('26.04.01~06.30)

구분	FY26 Q2	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 Q2	성장률	FY26 Q1	성장률
매출액	582	557	4.5%	105	454.0%	399	45.9%
EBITDA(adj.)	236	158	49.6%	-21	흑전	130	82.4%
EBITDA 마진(%)	40.6%	28.3%	12.2%p	-20.0%	60.5%p	32.5%	8.1%p
순이익	-33	-191	상회	-92	적지	-100	적지
EPS (USD)	-0.12	-0.70	상회	-0.38	적지	-0.32	적지

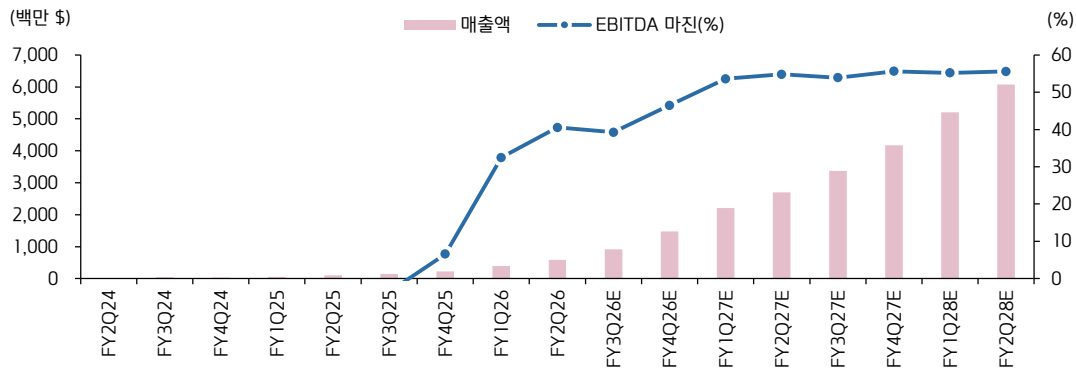
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q3	YoY 성장률	FY26 Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	912	524.0%	1,473	547.0%	3,458	552.6%	12,704	267.4%
EBITDA(adj.)	358	흑전	685	흑전	1,425	흑전	6,868	381.8%
EBITDA 마진(%)	39.3%	42.8%p	46.5%	39.9%p	41.2%	53.5%p	54.1%	12.8%p
순이익	-252	적지	-338	적지	-700	적지	-823	적지
EPS (USD)	-0.73	적지	-1.08	적지	-2.01	적지	-2.64	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

네비우스 그룹 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q2	FY26 Q1	FY26 Q2	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	105	399	582	454.0	45.9
AI 클라우드	94	390	575	513.6	47.5
기타(내부거래 제거)	11	9	7	-35.1	-20.4
매출원가(감가상각 제외)	30	104	134	343.9	28.7
매출총이익	75	295	449	498.3	52.0
제품개발비	43	67	191		
판매관리비	68	144	174		
감가상각비	75	212	260		
영업이익	-111	-128	-176	적지	적지
이자수익	4	14	24		
이자비용	-5	-64	-119		
지분증권 평가이익	597	781	0		
지분법손익	-6	-8	13		
기타 영업외손익	25	20	82		
세전이익	503	615	-177	적전	적전
법인세비용(수익)	1	-6	14		
계속영업순이익	503	621	-190	적전	적전
중단영업순이익	82	0	0		
순이익	584	621	-190	적전	적전
회석 EPS (달러)	2.38	2.11	-0.68	적전	적전
회석 가중평균주수 (백만)	247	309	280	13.4	-9.3
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
Adjusted EBITDA	-21	130	236	흑전	82.4
AI 클라우드 Adjusted EBITDA	10	174	286	2907.4	64.2
조정 순이익	-92	-100	-33	적지	적지

자료: 네비우스 그룹, 키움증권 리서치

테라울프 (WULF.US)

하방은 계약이, 열쇠는 신용보강

- 부지·전력·건물을 장기 리스로 빌려주는 파워드셀 임대인, 리스가 매출의 약 71%
- 계약분 NAV는 현 주가 수준을 뒷받침하나 Anthropic 계약 신용보강 및 조달 확인 필요
- 미계약 2.1GW는 모두 텍사스 밖, 향후 Muskie 신규 입차 여부 부각

채굴에서 리스로 넘어온 파워드셀 임대인

테라울프는 부지와 전력을 확보하고 데이터센터 건물을 지어 장기 리스로 빌려주는 파워드셀 임대인이다. 비트코인 채굴로 출발했지만 2 분기 매출의 약 71%가 이미 리스에서 나왔다. 계약 용량은 IT 839MW 로, 뉴욕 Lake Mariner 438MW(Core42·Fluidstack)와 켄터키 Justified 401MW(Anthropic)다. 리스 개시 용량(통전 기준)은 2025 년 말 18MW 에서 7 월 102MW 로 늘었다. Lake Mariner 의 나머지 336MW 는 2026 년 하반기부터 2027 년 초까지, Justified 는 2027 년 하반기부터 2028 년 초까지 순차적으로 들어온다.

하방의 질은 Justified 가 정한다

당사 추정으로 계약분 NAV 는 주가의 약 1.13 배다. 계약만으로 지금 주가가 설명된다는 뜻이다. 다만 그 계약 가치의 약 52%가 Justified 에 몰려 있다. Justified 는 Anthropic 과 직접 맺은 20 년 리스인데, 회사가 예고한 투자등급 신용보강의 주체가 아직 공개되지 않았고 장기 프로젝트 금융도 체결 전이다. 그런데 Anthropic 의 신용도는 투자등급 바로 아래로 알려졌고, 10 월 칩 금융의 후순위 대출에는 10%가 넘는 금리가 제시됐다. 신용보강 없이 조달하면 금리가 오르고, 그만큼 계약분 가치도 줄어 들 수 있다.

밸류에이션: 계약분이 하방, 미계약 전력이 업사이드

미계약 파이프라인은 IT 약 2.1GW 로 계약 용량의 두 배를 넘고, 모두 텍사스 밖이라 12 월 ERCOT 결정과 무관하다. 사이트별 성사 확률을 반영한 미계약 가치는 주당 약 \$10.0 수준이다. 첫 후보인 켄터키 Muskie 는 10 월 전력 계약이 1GW(gross)로 늘었다. 다만 공급이 2028 년부터라, 빠른 전력을 찾는 임차인을 두고 다른 2028 년 공급과 경쟁해야 한다. 계약분 NAV 가 주가를 웃돌고 미계약 전력도 12 월 결정과 무관하다는 점이 커버리지 임대인 가운데 동사의 상대적 강점이다. 시장センチ가 개선되면 Justified 신용보강과 Muskie 입차가 이 강점을 부각시킬 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$12.66

목표주가 컨센서스: \$32.38

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
96%	4%

Stock Data

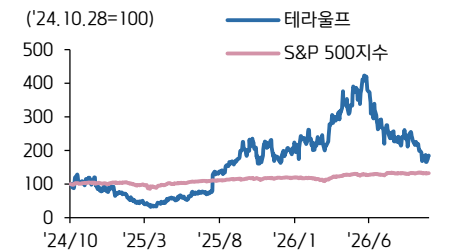
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	12.66 / 32.38
52주 최고/최저 (\$)	29.84 / 10.35
시가총액 (백만\$)	6,317
유통주식 수 (백만)	499
일평균거래량 (3M)	33,439,982

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	140	168	253	858
EBITDA(adj.)	60	-23	27	508
EBITDA 마진(%)	43.1	-13.7	10.7	59.2
순이익	-72	-661	-1,454	-219
EPS	-0.21	-1.66	-2.93	-0.27
증가율(%)	적지	적지	적지	적지
PSR(배)	14.2	27.1	25.0	7.4
PBR(배)	9.4	34.4	115.1	-
ROE(%)	-32.7	-355.3	-1282.2	-277.3
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	10.2	-19.6	-40.9	-7.2
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약: 839MW, 두 계약의 신용 구조가 다르다

회사는 계약 839MW가 기본 계약 기간에 \$27B+의 매출과 연평균 약 \$1.5B의 NOI를 낸다고 제시한다. 다만 Lake Mariner와 Justified는 신용을 받치는 방식이 다르다.

Lake Mariner의 Fluidstack 378MW는 10년 리스이고, 구글이 임대료를 받친다. 리스 개시 후 첫 6년 안에 Fluidstack이 부도나면 구글은 리스를 넘겨받아야 하고, 그 뒤에는 해지수수료를 내는 선택지도 생긴다. 이 장치는 건물별 리스가 시작될 때 발효되는데, 7월 CB-3 인도로 총 \$3.2B 가운데 \$600M 규모가 발효됐다.

Justified 401MW(IT)는 네오클라우드를 거치지 않고 Anthropic과 직접 맺은 20년 리스로, 기본 계약 기간 매출은 약 \$19B다. 회사는 이 계약이 투자등급 신용의 뒷받침을 받을 것으로 예상한다고 밝혔지만, 그 주체는 아직 공개하지 않았다. 일정 쪽에서는 진전이 있었다. 켄터키 전력 규제당국(PSC)이 8월 21일 Justified의 최대 482MW 전력공급계약(건설 완료 후 15년)을 승인했다. 다만 계약 발효에는 MISO·RUS 승인과 송전권 확보 등 조건이 남아 있다.

당사 추정: 계약분 NAV는 주가의 약 1.13배

당사 가치모델(할인율 10%, 10/27 종가) 기준 계약 839MW가 만드는 가치는 주당 약 \$11.1이다. 기존 순자산 주당 약 \$3.3을 더한 계약분 NAV는 주당 약 \$14.4로 주가의 약 1.13배다. 이 숫자는 목표주가가 아니라, 지금 주가가 무엇을 반영하고 있는지 보는 잣대다. 주식 수에는 전환가를 넘은 2030·2031년물 전환사채를 넣었고, 전환가가 주가보다 높은 2032년물은 부채로 반영했다. 계약 가치의 약 52%가 Justified에 있어, 이 계약의 신용과 조달이 하방의 질을 정한다.

전력과 사이트: 미계약 2.1GW, 첫 전력은 2028년

텍 기준 플랫폼은 IT 2,921MW이고, 계약분을 뺀 약 2,082MW가 미계약 파이프라인이다. 모두 텍사스 밖이라 12월 ERCOT 대형 부하 일괄 심사(Batch Zero) 결정과는 무관하다. 대신 일정은 켄터키·메릴랜드·뉴욕의 인허가와 유틸리티 공사가 정한다.

첫 후보는 켄터키 Muskie(IT 약 800MW)다. 10월 Kentucky Power와의 계약을 500MW에서 1GW(gross)로 늘리고, 2단계 500MW를 2030년에서 2029년으로 앞당겼다(켄터키 PSC 승인 조건). 1단계 500MW는 2028년부터 단계적으로 전력을 받는 것이 목표다. 회사는 Muskie를 실사 중인 잠재 임차인이 역대 가장 많고 그중에는 신용도가 최상급인 기업도 있다고 밝혔다. 또 시장의 2027년 용량은 대부분 팔려 이제 2028년 전력이 남은 뭍이라고 본다. 다만 임차인이 찾는 것은 더 빠른 전력이다. 2028년 말 공급인 갤럭시 디지털 Helios II가 아직 임차인을 찾지 못한 것도 같은 흐름이다. 그 뒤로는 자체 발전 1GW와 배터리를 함께 짓는 메릴랜드 Chesapeake(IT 약 800MW, 2030년, 인수 종결·인허가 대기), 뉴욕 Lake Hawkeye(약 320MW, 2029년), Lake Mariner 잔여분(162MW, 2029년)이 있다.

기다리는 데도 비용이 든다. 동사는 7월 Muskie 전력·송전 계약의 담보로 신용장 \$360.7M을 냈고, 송전 계약에는 2028년 3분기까지 담보가 더 쌓인다(최대 \$320.2M 중 \$50M 납부). 2028년 4분기 공급이 시작되면 쓰지 않아도 최소 요금을 내야 한다.

자금: Lake Mariner는 마무리, Justified는 지금부터

Lake Mariner는 자금 조달이 거의 끝났다. 텍 기준 6월 말까지 공사비 \$2.3B를 썼고, 남은 \$1.7B는 프로젝트 법인 현금 약 \$1.5B로 대부분 메울 수 있다. 재원은 Lake Mariner 자산과 Fluidstack 임대료를 담보로 한 7.75% 담보채 \$3.2B다. 7월 리스 변경으로 일정과 임대료도 함께 조정됐다. 임차인 설계와 맞춤 내부 공사(핏아웃)에 맞춰 건물당 인도가 약 1분기씩 늦춰졌고(임차인 승인, 지연 페널티 없음), 동사가 내부 공사 비용 약 \$150M을 대는 대신 임대료가 올라 리스 기간 매출이 약 \$500M 늘었다.

Justified는 이제 시작이다. 회사 발표 자료에도 Justified의 자금 조달 구조는 아직 '미정'으로 나와 있고, 3월 브리지 대출(\$500M 한도 중 \$100M 인출)은 4월 증자 대금으로 상환·해지돼, Anthropic 계약을 담보로 한 장기 금융은 아직 없다. 회사는 8월 부지 개발과 초기 데이터홀에 약 \$4.0~4.5B(IT MW당 \$10~12M 가정, 고객 장비 제외)가 들 것으로 추정했다. 6월 말까지 넣은 자기자본은 부지 인수비 \$200M을 포함해 약 \$353M이라, 약 \$3.6~4.1B가 더 필요하다. 회사는 남은 자기자본 몫을 모회사 유동성(7월 받은 Abernathy 합작사 지분 매각 대금 첫 회 \$250M 포함 약 \$1.45B)과 나머지 매각 대금(2026년 말까지 \$150M, 2027년 4월까지 약 \$130M)으로 주식 발행 없이 댈 수 있다고 밝혔다. 장기 차입은 원금을 나눠 갚는 프로젝트 금융으로 하되, 서두르지 않겠다는 입장이다. 임대료를 담보로 빌리는 구조라 금리는 신용보강의 질을 따라간다. 같은 업계에서 아마존이 보증한 CIFR 채권은 6.0%, 구글 백스톱을 받은 Lake Mariner 채권은 7.75%였다. Justified는 아직 그 신용보강 자리가 비어 있어, 2027년 하반기 첫 인도를 맞추려면 이 금융부터 체결돼야 한다.

FY26 Q2 실적: 임대료를 내는 용량이 7개월 새 다섯 배 이상

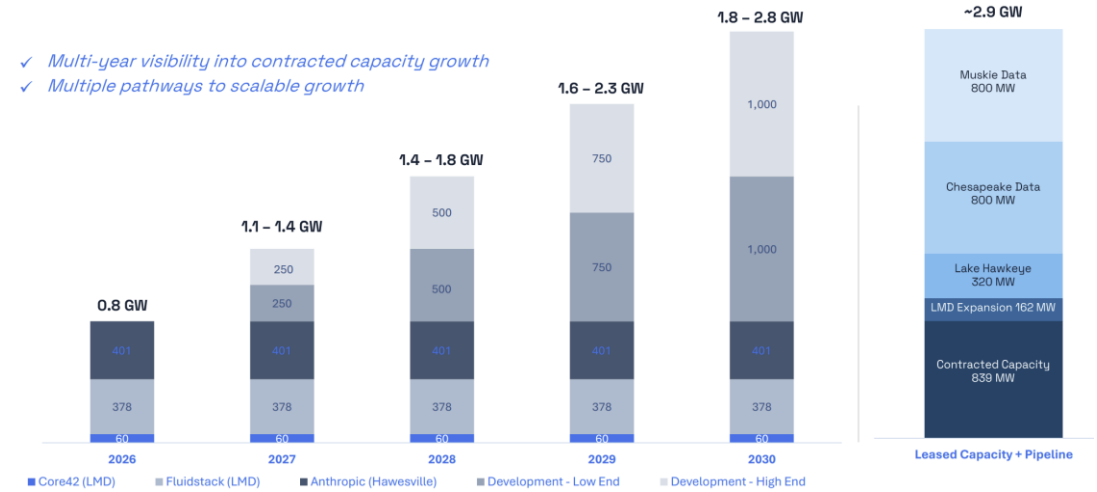
FY26 Q2 매출 \$44.8M 가운데 HPC 리스가 \$31.9M(약 71%)다. 임대료를 내는 IT 용량은 2025년 말 18MW에서 7월 102MW로 늘었고, Lake Mariner의 나머지 336MW(CB-4·CB-5)는 2027년 상반기까지 켜는 것이 목표다. 조정 EBITDA는 아직 -\$18.3M이고, 회사 조정 기준 HPC 마진 약 80%도 계약 목표 NOI 마진 약 85%에 못 미친다. 리스 매출이 실적을 끌고 가는 시점은 Lake Mariner가 다 켜지는 2027년 상반기 이후로 본다.

업사이드 조건과 체크포인트

① 신용보강: Justified 투자등급 신용보강 주체 공시. ② 조달: Justified 프로젝트 금융의 규모와 금리, 다음 조달이 주식인지 여부. 주식 수는 연초보다 약 19% 늘었고, 구글 워런트 73.58M주는 리스 개시에 맞춰 행사할 수 있게 된다. ③ 인도: CB-4(2026년 하반기)·CB-5(2027년 초) 임대료 개시와 그에 따른 구글 백스톱 확대. ④ Musk: 임차인 확보와 2단계 PSC 승인. 늦어지면 담보와 최소 요금이 부담이 된다. ⑤ Anthropic: 계약 용량의 48%가 한 고객에 몰려 있어, Anthropic의 성장과 조달 여건이 곧 동사의 신용 변수다.

10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, Justified 장기 금융이 투자등급 신용보강을 바탕으로 체결돼 계약분 가치가 확정되고, Musk 임차인 확보가 추가 업사이드가 된다. 구조적 디레이팅이라면 신용보강이 늦어져 Justified 조달 금리가 오르거나 주식 조달이 늘고, 2028년 전력인 Musk는 임차인 확보가 더 늦어질 수 있다. 첫 신호는 Justified 신용보강 공시와 금융 조건이다.

테라울프의 향후 개발 타임라인



자료: 테라울프, 키움증권 리서치

테라울프의 차기 업사이드를 이끌 켄터키 Muskie 사이트

MUSKIE DATA: NEXT PHASE OF PLATFORM GROWTH

Grayson, KY | 1,000 MW Campus in PJM



자료: 테라울프

테라울프 FY26 Q2 ('26.04.01~06.30)

구분	FY26 Q2	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 2Q	성장률	FY26 1Q	성장률
매출액	45	45	-1.2%	48	-6.0%	34	31.6%
EBITDA(adj.)	-18	4	하회	15	적전	-4	적지
EBITDA 마진(%)	-41.0%	8.5%	-49.4%p	30.5%	-71.5%p	-12.0%	-29.0%p
순이익	-941	-120	하회	-18	적지	-428	적지
EPS (USD)	-1.94	-0.25	하회	-0.05	적지	-1.01	적지

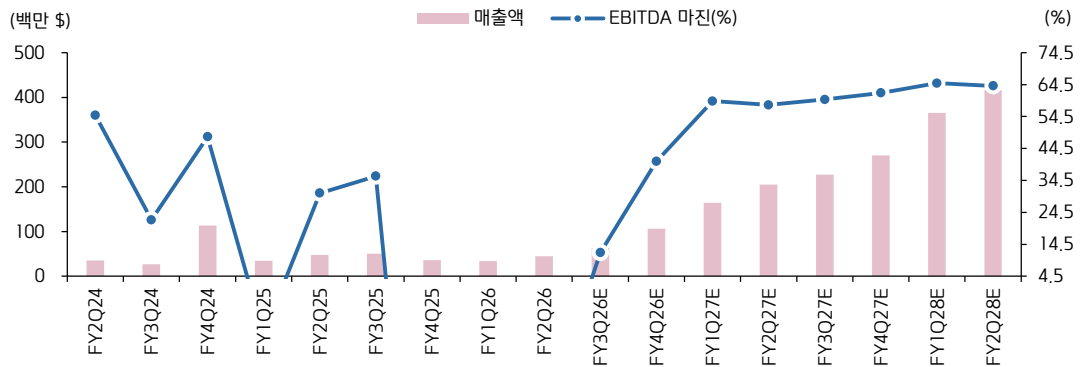
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

테라울프 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q3	YoY 성장률	FY26 Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	65	25.2%	107	197.3%	253	50.1%	858	239.3%
EBITDA(adj.)	8	-58.5%	43	-184.4%	27	-216.5%	508	1784.4%
EBITDA 마진(%)	11.9%	-24.0%p	40.4%	183.0%p	10.7%	24.4%p	59.2%	48.5%p
순이익	-85	적지	-91	적지	-1,454	적지	-219	적지
EPS (USD)	-0.17	적지	-0.17	적지	-2.93	적지	-0.27	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

테라울프 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

테라울프 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q2	FY26 Q1	FY26 Q2	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	48	34	45	-6.0	31.6
디지털자산(채굴) 매출	48	13	13	-73.1	-1.2
HPC 리스 매출	0	21	32		51.9
매출원가(감가상각 제외)	22	2	12	-43.9	425.2
매출총이익	26	32	32	26.7	2.3
운영비용(관계사 포함)	4	11	23	567.0	109.2
판매관리비(관계사 포함)	14	128	127	788.4	-0.6
감가상각비	19	28	21	13.1	-25.4
기타 영업비용	5	26	1	-73.6	-95.5
영업이익	-16	-162	-140	적지	적지
이자비용	-4	-67	-56		
이자수익	1	29	29		
워런트 공정가치 변동	0	-216	-756		
기타 영업외손익	0	0	-6		
세전이익	-18	-416	-930	적지	적지
법인세비용	0	0	0		
지분법손실	0	-12	-11		
순이익	-18	-428	-941	적지	적지
지배주주 순이익	-18	-428	-940	적지	적지
희석 EPS (달러)	-0.05	-1.01	-1.94	적지	적지
희석 가중평균주수 (백만)	387	423	486	25.5	14.8
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
HPC 리스 부문이익	n/a	10	9		-12.0
채굴 부문이익	22	10	0	적전	적전
Adjusted EBITDA	15	-4	-18	적전	적지

자료: 테라울프, 키움증권 리서치

사이퍼 디지털 (CIFR.US)

계속 필요한 조달

- 채굴에서 출발해 텍사스 중심으로 데이터센터를 빌려주는 파워드셀 임대인
- 계약 용량의 58%를 아마존이 보증, 미계약 전력의 가치는 커버리지 중 가장 큼
- 미계약 가치는 커버리지 최대, 샌티 회복 시 2027년 전력 부지 부족

아마존의 임대인이 된 채굴 회사

사이퍼 디지털(CIFR, 舊 사이퍼 마이닝)은 비트코인 채굴로 출발해 텍사스에서 전력과 데이터센터 건물을 장기 임대하는 파워드셀 임대인이다. 계약 용량은 IT 493MW(gross 700MW)다. Black Pearl·Stingray 는 아마존이, Barber Lake 는 Fluidstack 이 빌리고 IT 기준 58%에 대해서는 아마존 모회사가 임대료와 운영비를 보증한다. 8 월 Black Pearl 에서 예정보다 두 달 빨리 첫 임대료가 들어왔고 세 사이트가 차례로 켜지는 2027 년부터 임대료가 실적을 끌고 간다.

빠른 전력은 작고 큰 전력은 12 월에 있다

동사는 커버리지 임대인 가운데 유일하게 2027 년에 전력이 들어오는 미계약 부지를 갖고 있다. 이미 계통 접속 승인을 받은 Reveille(텍사스, 70MW)와 Ulysses(오하이오, 200MW)다. 빠른 전력을 찾는 임차인에게는 강점이지만, 규모는 회사가 꼽는 가까운 파이프라인 3.4GW 가운데 0.27GW 로 작고 임대 계약도 아직 없다. 큰 덩어리는 12 월 ERCOT 대형 부하 일괄 심사(Batch Zero) 결정을 기다리는 텍사스 3.1GW 다. 자금 부담도 커졌다. 10 월 Barber Lake 공사비가 늘어 자기자본 약 \$750M 이 더 필요해졌고 동사는 같은 주 전환사채 \$850M 으로 이를 메웠다. 다음 계약의 자기자본은 새로 조달해야 한다.

밸류에이션: 12 월 ERCOT 결정과 조달이 관건

당사 추정 계약분 NAV 는 주당 약 \$7.6 로 주가의 약 0.89 배다. 이 배수는 커버리지 임대인 중 가장 낮지만 사이트별 성사 확률을 반영한 미계약 가치는 주당 약 \$20.0 으로, 추가 대비로는 가장 크다. 다만 그 약 77%가 12 월 결정에 걸린 Colchis 와 추가 연구 대상 사이트에 있다. 커버리지 임대인 가운데 2027 년에 전력이 들어오는 미계약 부지를 가진 곳은 동사뿐이고, 미계약 가치도 가장 크다. 시장センチ가 개선되면 12 월 결정보다 먼저 Reveille·Ulysses 임대 계약이 이 강점을 부각시킬 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$8.48

목표주가 컨센서스: \$28.70

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
92%	8%

Stock Data

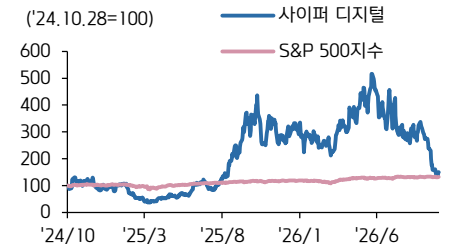
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	8.48 / 28.70
52주 최고/최저 (\$)	30.14 / 7.46
시가총액 (백만\$)	3,519
유통주식 수 (백만)	415
일평균거래량 (3M)	38,664,359

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	151	224	209	835
EBITDA(adj.)	-	40	-256	623
EBITDA 마진(%)	-	18.0	-122.1	74.6
순이익	107	22	-518	-90
EPS	0.33	0.06	-1.07	-0.16
증가율(%)	80.3	-81.8	-1888.3	-85.1
PSR(배)	9.9	25.2	16.8	4.2
PBR(배)	2.4	7.4	8.9	14.3
ROE(%)	-7.6	-110.6	-87.7	-15.7
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-42.5	-52.2	-53.3	-58.7
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약: 493MW, 아마존 보증과 구글의 백스톱

회사는 9월 말 기준 계약 매출 약 \$16.6B, 2041년 7월까지 연평균 NOI 약 \$840M을 제시한다. 다만 세 계약은 신용을 받치는 방식이 다르다.

Black Pearl(IT 216MW)과 Stingray(70MW)는 아마존과 맺은 15년 NNN 리스다. 아마존 모회사가 임대료와 운영비 전액에 해당하는 금액을 보증하고 공사비가 IT MW당 \$9.5M(Black Pearl)·\$10.5M(Stingray)을 넘으면 초과분도 아마존이 낸다. 단, 보증은 임대료가 시작된 뒤에만 효력이 있다. Black Pearl은 인도가 120일 넘게 늦어지면 임차인이 해지할 수 있어 일정을 지키는 것이 중요하다.

Barber Lake(207MW)는 Fluidstack의 10년 리스(약 \$3.9B)로, 구글이 최대 \$1.73B를 백스톱한다. Fluidstack이 부도나면 구글은 첫 6년 안에는 리스를 넘겨받아야 하고 그 뒤에는 해지수수료를 내고 해지할 수도 있다. 9월에는 이름을 밝히지 않은 AI 랩이 그 뒤 10년(약 \$5.2B)을 빌리기로 구속력 있는 약정을 맺어 총 계약 기간이 20년이 됐다. 뒤 10년은 아직 리스가 아니고 신용보강도 공시되지 않았다. 같은 변경으로 인도는 2026년 4분기~2027년 1분기로 나뉘었고 최초 예산을 넘는 공사비 첫 \$360M은 동사가 부담하게 되었다.

당사 추정: 계약분 NAV는 주가의 약 0.9배

당사 가치모델(할인율 10%, 10/27 종가) 기준 계약 493MW가 만드는 가치는 주당 약 \$8.9다. 기존 순자산은 주당 약 -\$1.3이다(Barber Lake 추가 공사비, 구글 워런트 가치 보전 의무, 부채로 둔 2031~2032년물 전환사채 반영). 둘을 더한 계약분 NAV는 주당 약 \$7.6로 주가의 약 0.89배다. 이 숫자는 목표주가가 아니라, 지금 주가가 무엇을 반영하는지 보는 잣대다. 주가에는 미계약 전력 가치가 거의 반영돼 있지 않다는 뜻이다.

전력과 사이트: 2027년의 270MW, 나머지 3.1GW는 12월 결정

회사가 꼽는 가까운 파이프라인 3.4GW(gross) 가운데 2027년 전력은 0.27GW다. Reveille(70MW)는 ERCOT 접속 승인을 받아 일괄 심사와 무관하고 2027년 3분기 전력이 목표이며, 오하이오 Ulysses(200MW)는 AEP Ohio 접속 승인을 받아 4분기 전력이 목표다. 둘 다 8월 기준 임대 협상 중이다. 계약되면 그 가치는 주당 약 \$3.7로 추정된다(확률 반영 전). 이미 채굴 중인 Odessa(207MW)도 임대 협상 대상이지만 전환 일정은 없다.

나머지 3.1GW는 12월 결정에 달렸다. 핵심인 Colchis(1GW)는 AEP와 직접 접속 계약이 체결됐고 2028년 전력이 목표다. 회사는 Colchis가 ERCOT 검증 절차에서 조건부로 공급 확정 물량(Base Load)에 들었다고 밝혔다. Mikeska·McLennan(각 500MW), Apollo(900MW), Stingray 인접(200MW) 2.1GW는 공급 여부를 더 연구할 물량(Studied)이라, 받을 용량은 그 뒤 연구에서 정해진다. 잔류 여부는 12월 10일 ERCOT 검증 보고서 제출 뒤 12월 중 확정된다. 임차인이 불을 경우 가치는 주당 Colchis 약 \$11.8, Apollo 약 \$9.2, Mikeska·McLennan 각 약 \$6.2로 추정된다(확률 반영 전).

자금: 계약분은 고객 신용, 공사비 증가와 다음 사이트는 자체 신용

계약된 세 사이트의 차입은 임차인 신용에 기댔다. 프로젝트 채권 \$4.54B 가운데 아마존이 받치는 Stingray(6.0%)·Black Pearl(6.125%)과 구글 백스톱의 Barber Lake(7.125%)는 금리가 1%p 남짓 같았다. 부담은 모회사로 왔다. 회사는 10월 13일 Barber Lake 완공 예상 비용을 최초 예산 \$2.16B에서 \$2.94~2.97B로 올렸다. 임차인 요구 변경과 추가 공사비 때문이다. 늘어난 비용은 일단 동사가 모두 내고, 일부만 임차인과 나눈다. 첫 \$360M은 동사가 온전히 떠안는다. 그 위로 더 늘어난 \$380~400M 가운데 절반인 \$190~200M은 임차인이 20년간 임대료를 더 내는 방식으로 돌려준다. 이렇게 해서 동사가 새로 넣어야 할 자기자본은 약 \$750M이다. 동사는 10월 14일 0% 전환사채 \$850M(2032년 만기, 전환가 약 \$15.31)을 발행해 이를 메웠다. 10월에 시장이 다시 매긴 것이 바로 이 구간의 조달 비용이다. 앞으로 새로 자금을 조달하려면 현재 시장의 눈높이에 맞게 높은 금리를 지불하거나 전환사채를 통한 희석을 감수해야 한다. Reveille·Ulysses나 Colchis가 계약되면 그 투입 비용도 채권이나 자기자본으로 새로 조달해야 한다.

FY26 Q2 실적: 매출은 아직 채굴, 임대료는 8월부터

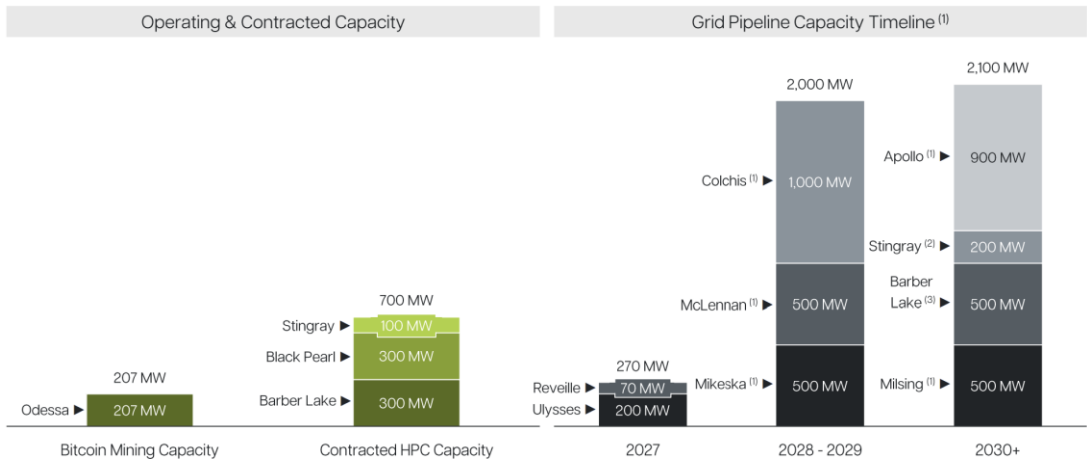
2분기 매출 \$24.8M은 전부 채굴이고 조정 EBITDA는 -\$30.0M이다. 회사가 8월 제시한 계약 NOI는 2026년 \$97M, 2027년 \$686M으로(Barber Lake 일정 변경 전), 실적은 세 사이트가 켜지는 2027년부터 계약을 따라온다.

업사이드 조건과 체크포인트

① 12월 Batch Zero: Colchis 잔류와 추가 연구 대상 사이트의 용량. 미계약 가치의 약 77%가 여기에 있다. ② Reveille·Ulysses 임대 계약과 단가. ③ 조달: 신규 계약 사이트에 넣을 돈을 프로젝트 차입·전환사채·주식 가운데 무엇으로 마련하는지. 최초 전환비율로 보면 6월 말 전환사채만 유통주식의 약 29%, 워런트·RSU까지 약 39%였고 10월 2032년물(전환 시 상한 약 5,550만 주)이 더해졌다. 2030년물 대부분은 이미 4,070만 주로 바뀌었다. ④ 인도: Barber Lake 첫 임대료(4분기)와 구글 워런트 정산. 리스 개시 직전 워런트 가치가 \$435M에 못 미치면 부족분(10/27 증가 기준 약 \$230M)을 주식이나 현금으로 메운다. Black Pearl 남은 단계의 일정은 임차인과 다시 짜는 중이고 Stingray는 2027년 4~5월 임대료가 시작된다. ⑤ 임차인: 사실상 아마존과 Fluidstack 두 곳. Barber Lake 뒤 10년은 AI 랩의 약정이다.

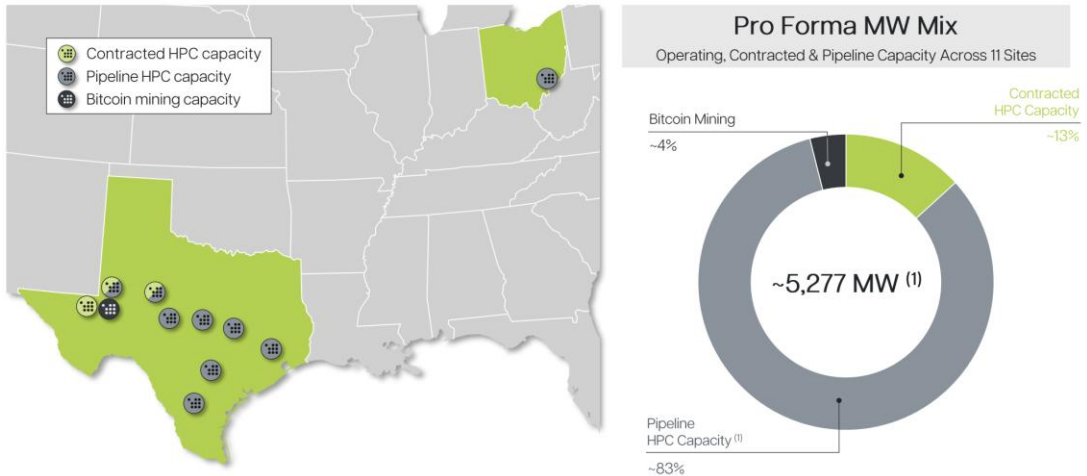
10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, 12월 결정 뒤 Colchis 임대 계약과 프로젝트 조달이 이어져 미계약 가치가 계약분으로 바뀐다. 구조적 디레이팅이라면 10월 전환사채에 이어 주식이나 전환사채로 돈을 더 마련해야 하고 Barber Lake 공사비 부담이 계약분 가치를 더 깎을 수 있다. 갈림길은 12월 결정과 그 뒤 첫 신규 계약의 조달 조건이다.

사이퍼 디지털의 현재 운영&계약 물량과 향후 개발 타임라인



자료: 사이퍼 디지털

향후 약 5.3GW까지 확장 가능한 사이퍼 디지털 데이터센터 사이트



자료: 사이퍼 디지털

사이퍼 디지털 FY26 Q2 ('26.04.01~06.30)

구분	FY26 Q2	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 Q2	성장률	FY26 Q1	성장률
매출액	25	33	-24.0%	44	-43.0%	35	-28.7%
EBITDA(adj.)	-30	-23	29.8%	-1	적지	-48	적지
EBITDA 마진(%)	-120.7%	-70.7%	-50.0%p	-2.7%	-118.1%p	-274.3%	153.6%p
순이익	-81	-79	하회	30	적전	-95	적지
EPS (USD)	-0.20	-0.21	상회	0.08	적전	-0.24	적지

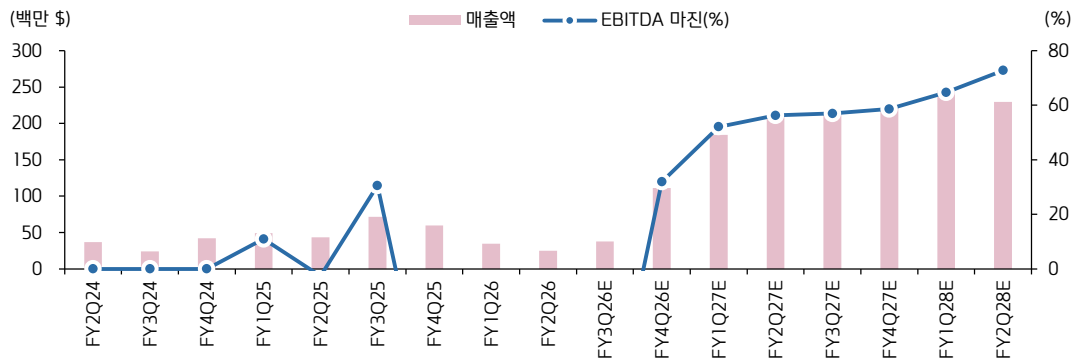
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

사이퍼 디지털 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q3	YoY 성장률	FY26Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	38	-47.5%	111	86.1%	209	-6.5%	835	299.0%
EBITDA(adj.)	-25	-214.6%	36	-191.2%	-256	-734.7%	623	-343.9%
EBITDA 마진(%)	-66.7%	-97.3%p	31.9%	97.1%p	-122.1%	-140.1%p	74.6%	196.7%p
순이익	-99	-343.5%	-60	10.4%	-518	-2429.1%	-90	-82.7%
EPS (USD)	-0.24	-344.0%	-0.15	9.3%	-1.07	-1888.3%	-0.16	-85.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

사이퍼 디지털 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

사이퍼 디지털 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q2	FY26 Q1	FY26 Q2	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액(비트코인 채굴)	44	35	25	-43.0	-28.7
매출원가	15	18	15	-1.9	-15.0
인건비	16	35	42		
일반관리비	9	12	16		
감가상각비	44	19	19		
전력구매계약 공정가치 변동	15	28	6		
비트코인 평가·처분 손실(이익)	-14	20	7		
기타 영업비용(수익)	3	17	-2		
영업이익	-45	-115	-79	적지	적지
이자수익	0	32	36		
이자비용	-1	-59	-67		
워런트 공정가치 변동	0	44	-151		
기타 영업외손익	1	-15	-7		
세전이익	-45	-114	-267	적지	적지
법인세비용	1	0	0		
순이익	-46	-114	-268	적지	적지
희석 EPS (달러)	-0.12	-0.28	-0.65	적지	적지
희석 가중평균주수 (백만)	375	405	409	9.2	1.1
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
EBITDA	0	-67	-217	적전	적지
Adjusted EBITDA	32	-48	-30	적전	적지

자료: 사이퍼 디지털, 키움증권 리서치

허트 8 (HUT.US)

가장 단단한 계약의 소유자

- 부지·전력을 확보해 데이터센터를 짓고 15년 임대하는 파워드셀 임대인
- 계약 949MW(IT) 전부 AA- 이상 신용, 추정상 계약분만으로 현 주가 수준을 상회
- 계약 신용은 커버리지 최상, 센티 회복 시 River Bend 확장 부각

채굴 부지 개발사에서 데이터센터 임대인으로

허트 8(HUT)은 부지와 전력을 확보해 AI 데이터센터를 짓고 15년 장기 리스로 빌려주는 파워드셀 임대인이다. 약 7 개월 사이 루이지애나 River Bend 와 텍사스 Beacon Point 에서 리스 세 건을 맺었고, 첫 데이터센터는 2027 년 2 분기 가동 예정이다. 지금 매출은 대부분 연결 자회사 아메리칸비트코인(ABTC)의 채굴에서 나온다.

신용은 커버리지 최상, 조달도 고객 신용으로

계약 용량은 전부 투자등급 상대방이 빌리거나 받는다. Beacon Point(704MW)는 신용등급 AA- 이상의 기술 기업이 직접 빌렸고 River Bend(245MW)는 Fluidstack 이 빌리고 구글이 임대료를 받는다. River Bend 의 최종 사용자는 Anthropic 이다. 이 신용 덕분에 River Bend 와 Beacon Point 1 단계 건설비는 모회사 보증 없는 투자등급 채권 \$7.5B(금리 6.1~6.2%)로 모두 조달됐다. 동사는 자체 신용으로 조달한 비중이 커버리지에서 가장 작아, 10 월 신용 시장 흔들림의 영향도 가장 적다. 남은 장기 조달은 Beacon Point 2 단계 하나다.

밸류에이션: 계약분이 하방, 다음 리스 공시가 업사이드

당사 추정 계약분 NAV 는 주당 약 \$95.8 로 주가의 약 1.42 배다. 반면 미계약 가치는 주당 약 \$11.1 로, 주가 대비로는 커버리지 임대인 가운데 가장 작다. 회사가 미계약 전력의 위치와 단계를 공시하지 않아, 당사가 부지 확보 사이트 1.88GW 를 모두 성사 확률 10%의 옵션으로만 넣었기 때문이다. 가장 가까운 다음 계약은 Fluidstack 이 우선협상권을 가진 River Bend 확장(최대 1,000MW)이지만 현장 전력 확장이 먼저이고 일정은 공개되지 않았다. 대신 한 건의 크기는 커서, 확장분에 임차인이 붙으면 주당 약 \$38.0(확률 반영 전)이 계약분이 된다. 업사이드가 단계적으로 쌓이기보다 리스 공시로 한 번에 드러나는 구조다. 동사의 상대적 강점은 계약 전량을 투자등급 상대방이 빌리거나 받친다는 점이다. 시장 센티가 개선되면 River Bend 확장 같은 신규 리스가 부각될 수 있으나, 그전까지 주가를 움직일 새 재료는 많지 않다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$67.34

목표주가 컨센서스: \$151.74

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
96%	4%

Stock Data

산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	67.34 / 151.74
52주 최고/최저 (\$)	140.8 / 31.67
시가총액 (백만\$)	8,300
유통주식 수 (백만)	123
일평균거래량 (3M)	5,280,942

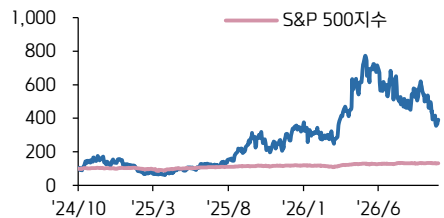
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	162	235	297	557
EBITDA(adj.)	556	-135	-186	337
EBITDA 마진(%)	342.2	-57.6	-62.6	60.5
순이익	332	-226	-602	-578
EPS	3.40	-2.14	-4.79	-4.17
증가율(%)	흑전	적전	적지	적지
PSR(배)	11.5	21.7	27.9	14.9
PBR(배)	2.1	3.6	5.4	9.5
ROE(%)	66.1	-18.9	-43.1	-47.8
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	46.6	-30.4	-11.1	35.2
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3

('24.10.28=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약: 949MW, 두 캠퍼스의 신용 구조가 다르다

세 리스는 모두 15년 기본 기간에 연 3% 임대료 인상이 붙고 운영비를 임차인이 내는 NNN 구조다. 회사는 기본 계약가치 \$26.6B, 연평균 NOI \$1.75B 이상을 제시한다. 다만 신용 구조는 캠퍼스마다 다르다.

Beacon Point 1·2단계(각 IT 352MW, 계약가치 각 약 \$9.8B)는 신용등급 AA- 이상, 시가총액 수조 달러의 기술 기업이 보증 없이 직접 빌렸다. 1단계 리스를 맺은 같은 임차인이 7월 거의 같은 조건으로 2단계를 더해, 계통 1GW 캠퍼스가 모두 계약됐다.

River Bend(IT 245MW, 계약가치 \$7.0B)는 임대 구조에 한 단계가 더 있다. 동사가 지은 데이터센터를 네오클라우드 Fluidstack이 15년간 빌려 연산 장비를 들고, 그 용량을 Anthropic이 쓴다. 회사도 이 캠퍼스를 Anthropic을 위해 짓는다고 밝혔다. Fluidstack이 임대료를 못 내는 경우에 대비해 구글(S&P AA+)이 15년 기본 기간의 임대료와 관련 부대 비용을 받쳐 준다. 다만 구글이 책임지는 것은 임대료이고, River Bend 채권 자체는 회사·Fluidstack·구글 누구의 보증도 받지 않는다. 결국 동사 계약 용량의 약 26%는 Anthropic 수요에 기대고 있다.

당사 추정: 계약분 NAV로 현재 주가 수준 커버

당사 가치모델(할인율 10%, 10/27 종가) 기준 계약 949MW가 만드는 가치는 주당 약 \$85.00이다. 기존 순자산 주당 약 \$10.8을 더한 계약분 NAV는 주당 약 \$95.8로 주가의 약 1.42배다. 이 숫자는 목표주가가 아니라, 지금 주가가 무엇을 반영하고 있는지 보는 잣대다. ABTC 지분은 장부가로 넣었다.

전력과 사이트: 계약분 일정은 지켜지고 다음 전력은 시점 미정

계약분 일정은 리스 체결 이후 바뀌지 않았다. Beacon Point 1단계는 2027년 1분기 첫 전력과 3분기 첫 데이터홀 인도, 2단계는 2028년 2분기 첫 데이터홀 인도가 목표다. River Bend는 2027년 2분기 첫 데이터홀을 시작으로 연중 차례로 인도된다. 두 캠퍼스 계통 1,330MW가 모두 공사 중이다.

문제는 그다음이다. 회사는 미계약 전력을 단계별 합계로만 공시해, 그 가운데 빨리 켤 수 있는 용량은 드러나지 않는다. 토지·전력 확정 계약을 맺은 개발 단계 사이트는 일리노이 약 50MW 한 곳뿐이고(2단계 리스 반영 기준), 부지를 확보하고 전력 검토를 마친 사이트가 1,880MW다. 사이트 이름과 계통 신청 여부가 나오지 않아 당사는 옵션으로만 넣었다. 2분기에는 부지 확보 단계의 정의가 '독점 계약 또는 계통 연계 계약 제출'에서 '부지 통제와 전력 검토 완료'로 바뀌어, 진척을 비교하기도 어렵다.

가장 가까운 후보는 River Bend 확장이다. Fluidstack이 최대 1,000MW에 대한 우선협상권을 갖고 있고 조건은 현장 전력 확장이다. 경영진은 2분기 콜에서 River Bend 다음 건물의 용량이 2027년 말께 켜질 수 있다고 언급했지만, 우선협상권 1,000MW의 공식 일정은 없다. 회사는 Anthropic과 River Bend 밖에서 최대 1,050MW를 함께 검토·개발할 수 있다는 합의도 맺었다. 임차인이 붙으면 River Bend 확장만으로 주당 약 \$38.0(확률 반영 전)이 계약분이 된다. 다만 빠른 전력을 찾는 임차인이 늘어난 지금, 시점이 정해지지 않은 전력은 협상에서 불리하다.

자금: 계약분은 고객 신용으로, 남은 건 Beacon Point 2단계

River Bend는 6.192% 채권 \$3.25B로 건설비의 약 95%가 채워졌고, 동사는 이미 넣은 자기자본 가운데 \$184M을 돌려받아 추가 투입이 없다. Beacon Point 1단계는 무디스 Baa2를 받은 6.129% 채권 \$4.25B로 조달됐다. 두 채권 모두 모회사에 상환 청구가 없고 리스 기간에 맞춰 2042년까지 원금을 나눠 갚는다.

남은 숙제는 Beacon Point 2단계다. 회사가 제시한 건설비(MW당 \$9~11M)는 MW 기준이 공개되지 않아, 2단계 비용은 IT 기준 약 \$3.2~3.9B, 계통 기준 약 \$4.5~5.5B다. 회사는 조달 구조를 검토 중이다. 그동안 개발 자금은 9월 맺은 4년 만기 모회사 리볼버(\$1.07B, 체결 시 미인출, SOFR+1.75%)로 댈 수 있는데, 이는 모회사 자산을 담보로 한 자체 신용이다. River Bend처럼 건설비의 약 95%를 채권으로 조달한다면 동사 자기자본 몫은 약 \$0.2~0.3B다. 동사 몫 비트코인 약 9,314개와 ATM 잔여 한도 약 \$0.7B를 감안하면 부담은 크지 않다. 그래서 관건은 금액보다 금리다. 2단계 금리가 1단계(6.129%)와 얼마나 다른지가 10월 이후 신용 시장이 투자등급 임차인 계약을 어떻게 보는지 보여 줄 것이다.

FY26 Q2 실적: 매출은 아직 채굴, 임대료는 2027년부터

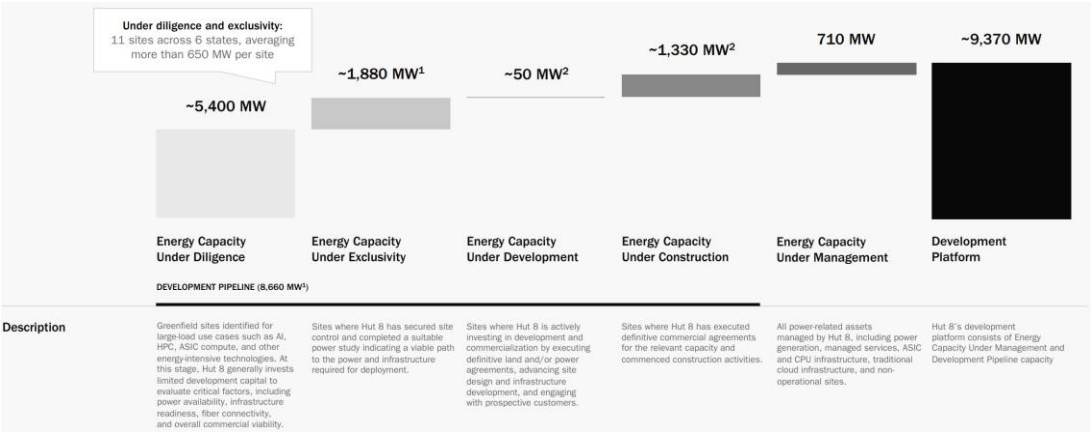
FY26 Q2 연결 매출 \$74.9M 가운데 \$67.0M이 ABTC 매출로, 대부분이 채굴이다. 회사가 새로 쓰는 비트코인 평가손익 제외 기준 조정 EBITDA는 \$10.4M이었다. 임대료는 2027년부터 잡힌다. 채권 발행 자료의 예시 현금흐름으로 River Bend와 Beacon Point 1단계 매출을 합하면 2027년 \$234M, 2028년 \$862M이고, 2단계까지 모두 안정화되면 회사 제시 NOI는 연평균 \$1.75B를 넘는다. 데이터센터 실적은 2028년부터 본격적으로 드러날 것으로 본다.

리스크 요인과 체크포인트

① 인도: 아직 인도 이력이 없다. Beacon Point 첫 전력(2027년 1분기)과 River Bend 첫 데이터홀(2027년 2분기)이 일정대로 오는지. ② 조달: Beacon Point 2단계 장기 금융의 구조와 금리. 고객 신용 채권으로 이어지면 계약분 가치가 확정된다. ③ 신규 리스: River Bend 확장이나 부지 확보 사이트의 개발 단계 전환. ④ Anthropic: River Bend의 최종 사용자이자 다음 후보(확장 우선협상권, 1,050MW 공동 검토)의 상대방이라, Anthropic의 수요가 곧 다음 리스의 속도다. ⑤ 텍사스 규제와 ABTC: 텍사스 규제당국·전력망 운영자의 대형 부하 규정이 Beacon Point에 미칠 영향은 공시되지 않았고 연결 실적에는 비트코인 가격이 섞인다.

10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면 동사가 받는 영향은 작다. 계약분은 이미 고객 신용 채권으로 조달됐고 신규 리스 공시가 업사이드가 된다. 구조적 디레이팅이라도 계약분은 투자등급 상대방이 받쳐 영향이 상대적으로 작다. 변수는 Beacon Point 2단계 조달 금리, 그리고 Anthropic 수요 둔화로 River Bend 확장이 늦어지는 경우다. 확인 지점은 Beacon Point 2단계 금융 조건이다.

허트 8의 현재 운영&계약 물량과 향후 개발 타임라인



자료: HUT 8

허트 8 FY26 Q2 ('26.04.01~06.30)

구분	FY26 Q2	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 Q2	성장률	FY26 Q1	성장률
매출액	75	79	-5.7%	41	81.4%	71	5.5%
EBITDA(adj.)	10	27	-61.9%	221	-95.3%	-251	흑전
EBITDA 마진(%)	13.9	34.5	-20.5%p	535.6	-521.7%p	-352.7	366.7%p
순이익	-177	-58	하회	137	적전	-220	적지
EPS (USD)	-1.27	-0.52	하회	1.18	적전	-1.98	적지

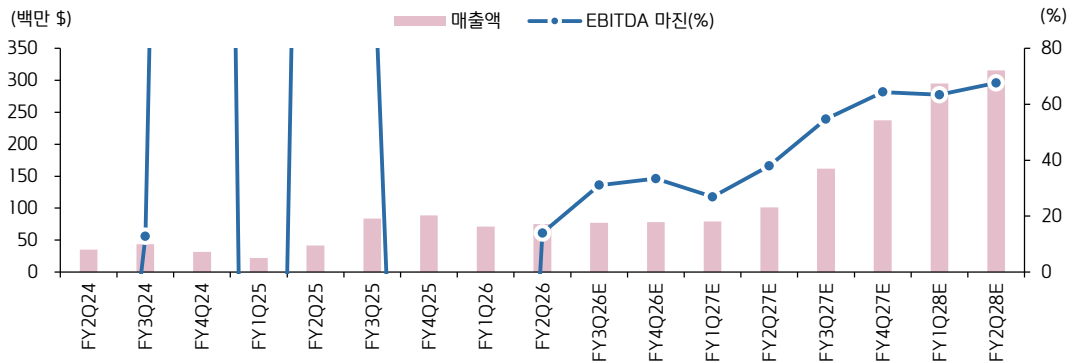
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

허트 8 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q3	YoY 성장률	FY26 Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	77	-7.6%	78	-11.8%	297	26.3%	557	87.6%
EBITDA(adj.)	24	-78.2%	26	-107.5%	-186	적지	337	흑전
EBITDA 마진(%)	31.1	-99.4%p	33.4	426.5%p	-62.6	-5.0%p	60.5	123.1%p
순이익	-74	적전	-128	적지	-602	적지	-578	적지
EPS (USD)	-0.61	적전	-1.06	적지	-4.79	적지	-4.17	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

허트 8 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

허트 8 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q2	FY26 Q1	FY26 Q2	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	41	71	75	81.4	5.5
전력(Power)	5	4	1	-78.6	-68.6
디지털 인프라	2	1	1	-15.0	-1.4
컴퓨터(ABTC 채굴 포함)	34	66	72	111.3	9.8
매출원가	22	26	27	23.5	5.3
매출총이익	20	45	48	146.1	5.7
감가상각비	19	38	40		
일반관리비	30	82	76		
디지털자산 손실(이익)	-218	296	139		
유형자산 처분손실(이익)	0	0	0		
영업이익	188	-370	-206	적전	적지
이자비용	-8	-9	-51		
이자수익	0	0	27		
파생상품 손익	-18	41	18		
Far North 매각이익	0	34	1		
지분법이익	1	6	6		
기타 영업외손익	3	-3	-3		
세전이익	165	-302	-209	적전	적지
법인세비용(수익)	28	-49	-31		
순이익	137	-253	-177	적전	적지
지배주주 순이익	137	-220	-150	적전	적지
회석 EPS (달러)	1.18	-1.98	-1.27	적전	적지
회석 가중평균주수 (백만)	119	111	118	-0.4	6.7
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
Adjusted EBITDA (BTC 평가손익 제외)	4	-251	10	149.3	-

자료: 허트 8, 키움증권 리서치

갤럭시 디지털 (GLXY.US)

승인받은 830MW, 무거운 단일 임차인

- 디지털자산 금융과 데이터센터 임대를 함께하는 회사
- 첫 전력 블록 800MW는 모두 임대, 추정상 계약분 NAV가 현 주가를 웃돌
- 규제 통과한 Helios II 830MW, 센터 회복 시 임차인 확보 여부 부각

디지털자산 회사 안의 데이터센터 임대인

갤럭시 디지털(GLXY)은 디지털자산 트레이딩·자산운용과 데이터센터 임대를 함께 하는 회사다. 비트코인 채굴장이던 텍사스 Helios 부지를 AI 데이터센터로 바꿨, 첫 전력 블록 Helios I(IT 526MW)을 세 단계로 나눠 CoreWeave에 15년간 임대했다. 1단계(IT 133MW)는 2분기에 인도돼 3분기에 첫 온기 리스 매출이 잡혔다. 2단계는 2027년, 3단계는 2028년에 임대가 시작된다. 다만 자본이 디지털자산 사업 약 33%, 데이터센터 약 48%, 자체 자금 운용(트레저리) 약 19%로 나뉘어, 연결 실적은 아직 디지털자산 시장의 영향을 받는다.

하방의 질은 CoreWeave 신용이 정한다

당사 추정으로 계약분 NAV 는 주가의 약 1.1 배다. 계약만으로 지금 주가가 설명된다는 뜻이다. 그런데 그 계약은 모두 CoreWeave 한 곳이고 제 3 자 보증 같은 신용보강은 공시되지 않았다. 데이터센터 부채도 모두 이 임대료를 담보로 한다. 1 단계 대출은 2028 년 8 월 만기라 재조달이 필요하고, 2 단계는 연 9.875% 채권으로 조달됐다. 10 월에는 CoreWeave 무담보채 수익률이 15%를 넘었다. CoreWeave 신용이 흔들리면 임대료와 재조달이 함께 흔들릴 수 있다.

밸류에이션: Helios II 신규 임차인이 관건

사이트별 성사 확률을 반영한 미계약 가치는 주당 약 \$21.7로, 주가 대비로는 커버리지 임대인 중 CIFR 다음으로 크다. 그 절반 가까이가 Helios II(830MW)다. Helios II는 ERCOT 일괄 심사가 생기기 전에 승인받아 9월 조건부 Base Load에 분류됐다. 동사는 여름 협상을 조건이 맞지 않아 접었고, 2028년 이후 전력 수요가 강해졌다고 밝혔다. 현재는 투자등급 하이퍼스케일러나 투자등급 신용보강을 받은 임차인과 협상 중이다. 다만 일부 임차 후보는 12월 감사 결과와 2027년 4월 ERCOT 배분을 확인한 뒤 계약하려 해 시점을 제시하지 않았다. 동사의 상대적 강점은 규제 승인을 이미 받은 830MW 미임차 블록(Helios II)을 갖고 있다는 점이다. 시장 센터가 개선되고 CoreWeave 신용 스프레드가 안정되면, Helios II 임차 성사가 이 강점을 부각시킬 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.27): \$17.18

목표주가 컨센서스: \$37.00

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
94%	6%

Stock Data

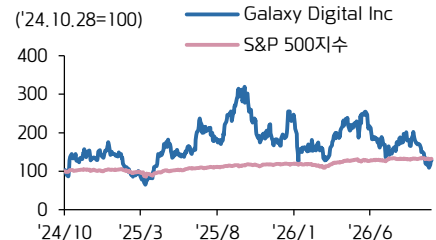
산업분류	캐피탈 시장
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	17.18 / 37.00
52주 최고/최저 (\$)	41.25 / 14.19
시가총액 (백만\$)	6,674
유통주식 수 (백만)	192
일평균거래량 (3M)	6,228,837

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,155	60,407	36,005	38,280
EBITDA(adj.)	-	34	-11	478
EBITDA 마진(%)	-	0.1	0.0	1.2
순이익	347	-224	-179	-86
EPS	1.02	-0.61	-0.38	-0.23
증가율(%)	13.3	적전	적지	적지
PSR(배)	0.0	0.1	0.2	0.2
PBR(배)	2.7	4.5	3.3	3.9
ROE(%)	17.4	-11.7	-2.2	31.8
배당수익률(%)	-	-	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-23.2	-29.1	-31.4	-57.6
S&P Index	12.8	-0.3	7.6	12.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

계약: IT 526MW 모두 CoreWeave, 제3자 신용보강은 없다

Helios I(800MW gross, IT 526MW)은 세 단계로 나눠 모두 CoreWeave에 임대됐다. ① 1단계(IT 133MW)는 2분기 안에 일정대로 인도돼 임대료가 나오기 시작했고 연평균 기본 매출은 \$315M이다. ② 2단계(IT 260MW)는 2027년 2분기에 첫 데이터홀이 인도된다. 연평균 기본 매출은 \$690M, 15년 최소 리스료는 \$10.4B다. 첫째 임대료는 추정 공사비 \$4.0B의 연 13.7% 수준이고 이후 소비자물가에 맞춰 연 3~5% 범위에서 오른다. 동사는 2단계가 들어오는 2027년 말 연환산 리스 매출을 \$800~850M 수준으로 제시했다. ③ 3단계(IT 133MW)는 2028년 임대가 시작된다.

약점은 신용이 한 곳에 묶여 있다는 점이다. 임차인은 CoreWeave 본사이고 그 위에 하이퍼스케일러 백스톱 같은 제3자 신용보강은 공시되지 않았다. 채권 계약서가 이 위험을 보여준다. 2단계 채권 조건은 리스가 중간에 효력을 잃으면 6개월(조건 충족 시 12개월) 안에 자격을 갖춘 대체 임차인과 새 리스를 맺도록 요구한다. 자격은 엔비디아·애플 등 대형 테크 6개사, 시가총액 \$500억 이상 상장 테크, 이들이나 BBB- 이상 주체의 보증을 받은 회사 등이다. 동사는 채권 투자자에게 CoreWeave의 계약 잔고 \$994억과 엔비디아의 지분(약 11.5%)·잔여 용량 매입 약정을 신용 근거로 제시했다. 또한 현재 Helios I 1단계는 CoreWeave의 투자등급 하이퍼스케일러 고객 계약에 배치되어 있다고 밝히며 데이터센터의 엔드 고객에는 고신용의 고객이 배치되어 있다는 사실을 확인했다. 다만 2·3단계 고객은 아직 알 수 없다고 밝혔다.

당사 추정: 계약분 NAV가 웃도는 현 주가

당사 가치모델(할인율 10%, 10/27 종가) 기준 계약 IT 526MW가 만드는 가치는 주당 약 \$12.5다. 기존 순자산 주당 약 \$6.4를 더한 계약분 NAV는 주당 약 \$18.9로 주가의 약 1.1배다. 이 숫자는 목표주가가 아니라, 지금 주가가 무엇을 반영하고 있는지 보는 잣대다. 순자산에는 디지털자산과 트레이딩·자산운용 사업이 장부가로만 들어가 있다. 반대로 계약분 가치는 CoreWeave 임대료가 15년간 들어온다는 가정 위에 있어, CoreWeave 신용이 나빠지면 가장 먼저 축소될 수 있다.

전력과 사이트: 승인받은 830MW, 첫 전력은 2028년

회사가 밝힌 잠재 전력은 텍사스 캠퍼스 네 곳(Helios·Merlin·Caspian·Selene)의 5,730MW(gross)이고 이 중 ERCOT 승인을 받은 것은 Helios I·II의 1,630MW다. Helios II(830MW)는 1월 ERCOT 승인과 함께 송배전 사업자 AEP Texas와 서비스 계약을 맺었다. 이 블록은 ERCOT가 대형 부하 접속을 한꺼번에 심사하는 절차(Batch Zero)보다 먼저 승인받아, 9월 조건부 Base Load로 분류됐다. 회사는 이 절차가 Helios I·II의 일정과 임차에 큰 영향을 주지 않을 것이라 밝혔다. 장납기 전력 장비도 \$230M 수준으로 미리 주문해둔 상태다.

남은 변수는 시간과 조건이다. 회사는 Helios II 통전을 빨라야 2028년 중반으로 본다. 여름 협상은 막바지까지 갔으나, 미래 전력이 더 귀해지고 조달 시장이 까다로워지자 조건을 다시 보기로 했다. 비투자등급 임차인에 보증을 씌운 구조도 검토했지만, 회사 부채와 지분을 모두 투자등급 수준으로 보호하지 못하면 받지 않겠다는 입장이다. 이런 보증이 붙으면 조달 금리는 낮아지지만 임대료도 CoreWeave보다 낮아질 수 있다.

그 뒤는 12월 결정에 걸려 있다. Helios III(1,000MW)·Caspian(700MW)·Selene(900MW) 합계 2.6GW는 계통 여력에 따라 받을 용량이 나중에 정해지는 Studied Load로 분류됐다. 일괄 심사 결과는 12월 10일 ERCOT 보고서 제출 뒤 12월 중 확정될 예정이다.

자금: 데이터센터 부채는 모두 CoreWeave 임대료가 담보

세 단계는 단계별 법인의 차입으로 건설된다. 1단계 공사비 \$1.8B에는 도이치뱅크 대출(\$1.4B 한도 중 \$1.3B 인출, SOFR+4.75%)이 쓰였고 이 대출은 2028년 8월 만기다. 2단계는 추정 공사비 \$4.0B의 대부분이 7월 9.875% 담보채 \$3.5B로 조달됐다. 회사 예시 상환표로는 2031년 만기 때도 원금 약 \$3.0B가 남아, 두 단계 모두 재조달이 전제다. 3단계는 자기자본 몫이 이미 확보돼 있고 차입은 2027년 상반기에 추진한다는 것이 회사 설명이다.

형식은 고객 신용에 기댄 조달이지만 그 고객이 투자등급 아래인 CoreWeave다. 두 차입 모두 프로젝트 자산과 CoreWeave 임대료가 담보라, 금리도 그 신용을 따라간다. 같은 업계에서 아마존이 보증한 CIFR 채권은 6.0%, 구글 백스톱을 받은 WULF Lake Mariner 채권은 7.75%였다. 10월에 다시 매겨진 비투자등급 신용의 가격이 동사에는 곧 임차인 신용의 가격이다. 회사는 기존 대출·채권은 텍사스 규제와 무관하다고 밝혔다. 다만 통전 권리가 확정되기 전에 자금을 넣는 데 대해 대주가 보수적이라, 외부 자금이 필요해지는 2027년 1~2분기 전까지 12월 결과를 보고 판단하겠다고 했다.

FY26 Q3 실적: 데이터센터는 첫 온기 분기, 연결은 디지털자산 평가익이 좌우

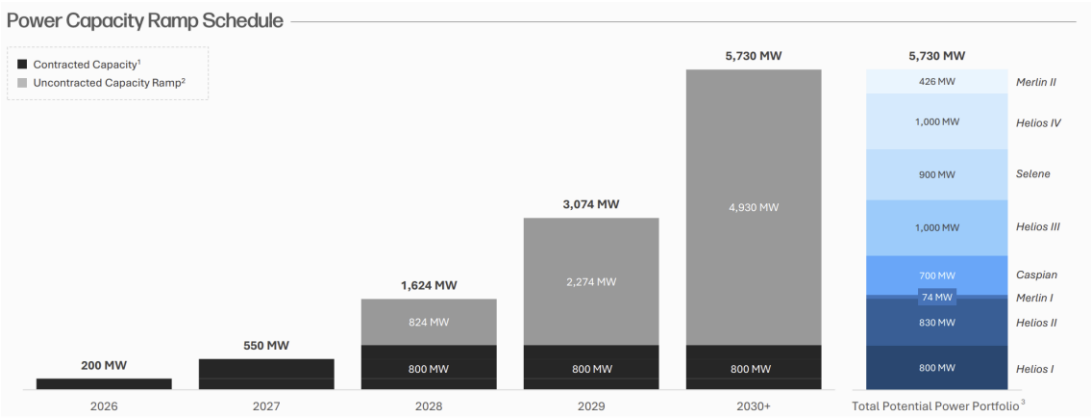
3분기 데이터센터 부문 매출은 \$89.0M(리스 \$79.1M), 조정 EBITDA는 \$69M이었다. 리스 매출은 회사가 제시한 분기 약 \$80M과 맞고, 15년 임대료 인상분을 고르게 나눠 잡은 회계상 매출이다. 설비투자는 \$757M(2분기 \$448M)이고, 남은 2단계 공사비의 상당 부분은 2027년 상반기에 나간다. 공사가 진행될수록 이자비용은 자산으로 더 많이 잡히고, 조달 대금에서 나오는 이자수익은 줄어든다. 연결 순이익은 \$323M(회석 EPS \$0.66)으로, 디지털자산과 비상장 투자의 평가익이 컸다.

업사이드 조건과 체크포인트

① CoreWeave 신용: 계약 100%가 한 임차인이라, CoreWeave 무담보채 수익률과 신규 조달 금리가 곧 동사의 하방 변수다. ② Helios II 임차인: 투자등급 하이퍼스케일러 또는 투자등급 신용보강 여부, 임대료와 리스 조건. ③ 조달: 2028년 8월 만기 1단계 대출의 재조달 조건, 2027년 상반기 3단계 차입, 연내 교환사채 \$445M 상환. ④ 인도: 2027년 2분기 2단계 첫 데이터홀. 일정을 못 맞추면 해지 사유가 될 수 있다. ⑤ ERCOT: 12월 Batch Zero 감사 결과, 2027년 4월 Studied Load 2.6GW 배분.

10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, CoreWeave 신용이 안정되면서 1단계 대출 재조달이 순조롭게 이뤄지고 계약분 가치가 지켜진다. 여기에 Helios II 임차인 확보가 추가 업사이드가 된다. 구조적 디레이팅이라면 CoreWeave 신용 악화가 임대료와 재조달에 곧바로 전이되고 2028년 전력인 Helios II의 임차도 더 늦어질 수 있다. 먼저 볼 것은 CoreWeave 조달 금리와 1단계 대출 재조달 조건이다.

갤럭시 디지털 전력 램프업 일정



자료: 갤럭시 디지털

갤럭시 디지털이 코어위브와 체결한 리스 계약 상세

CoreWeave Lease Overview		CoreWeave Lease by Phase			
\$30B+	Total Potential Contract value ²	Phase I	133 MW Delivered Critical IT Load ³	Q2 2026 Delivery Date	\$1.8B Construction Cost
25 years	Total Potential Lease Term ²	Phase II	260 MW Contracted Critical IT Load ³	Q2 2027 Initial Rent Commencement	\$4.0B Est. Construction Cost ⁴
800 MW	Gross Power Capacity	Phase III	133 MW Contracted Critical IT Load ³	2028 Initial Rent Commencement	\$315M Avg. Annual Base Revenue ⁵
526 MW	Contracted Critical IT Load ³				\$690M Avg. Annual Base Revenue ⁵

자료: 갤럭시 디지털

갤럭시 디지털 FY26 Q3 ('26.07.01~09.30)

구분	FY26 Q3	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 Q3	성장률	FY26 Q2	성장률
매출액	8,057	7,866	2.4%	28,402	-71.6%	8,557	-5.8%
EBITDA(adj.)	455	121	274.9%	629	-27.7%	-77	흑전
EBITDA 마진(%)	5.6%	1.5%	4.1%p	2.2%	3.4%p	-0.9%	6.5%p
순이익	212	47	355.8%	505	-58.0%	-85	흑전
EPS (USD)	0.83	0.19	339.2%	1.01	-17.8%	-0.09	흑전

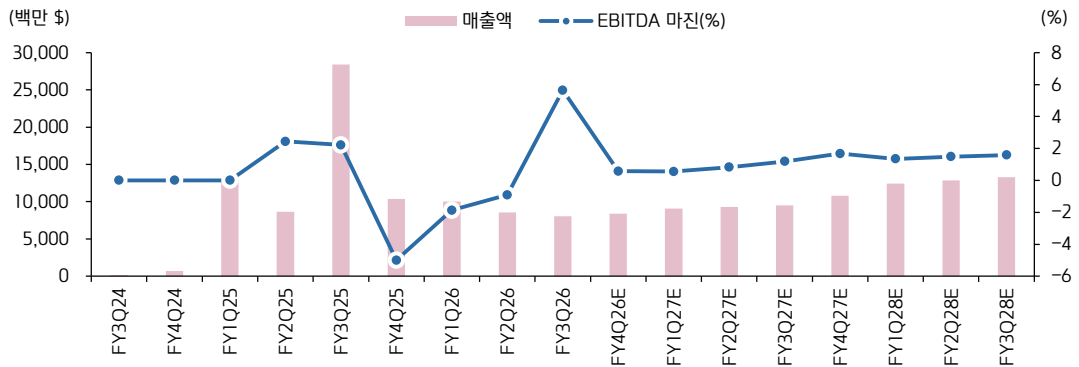
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

갤럭시 디지털 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26 Q4	YoY 성장률	FY27 Q1	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	8,379	-19.2%	9,085	-9.5%	36,005	-40.4%	38,280	6.3%
EBITDA(adj.)	48	-109.3%	51	-127.0%	-11	적전	478	흑전
EBITDA 마진(%)	0.6%	5.6%p	0.6%	2.4%p	0.0%	-0.1%p	1.2%	1.3%p
순이익	-28	-94.2%	-22	-89.9%	-179	-20.0%	-86	-51.9%
EPS (USD)	-0.13	적지	-0.06	적지	-0.38	적지	-0.23	적지

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

갤럭시 디지털 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

갤럭시 디지털 상세실적표

(백만 달러)	FY25 Q3	FY26 Q2	FY26 Q3	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출 및 운영손익	28,402	8,557	8,057	-71.6	-5.8
매출(디지털자산 매각 포함)	817	134	552	-32.5	310.7
운영 손익	0	19	79		318.9
데이터센터 리스 매출	29,219	8,711	8,688	-70.3	-0.3
거래비용(디지털자산 매각원가 등)	28,293	8,486	8,016	-71.7	-5.5
디지털자산 손상	198	181	102		
인건비	85	84	82		
일반관리비	51	19	25		
감가상각비	7	9	22		
기술 전문가 비용	26	35	31		
사채 이자비용	14	25	93		
영업이익	545	-129	315	-42.1	흑전
기타 영업외손익	1	1	29		
세전이익	545	-128	344	-36.9	흑전
법인세비용(수익)	40	-43	22		
순이익	505	-85	323	-36.1	흑전
Class A 귀속 순이익	208	-18	154	-26.2	흑전
회석 EPS (달러)	1.01	-0.09	0.66	-34.7	흑전
회석 가중평균주수 (백만)	221	193	256		
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
조정 매출총이익(Adjusted Gross Profit)	729	43	569	-21.9	1,212.8
Adjusted EBITDA	630	-77	455	-27.8	흑전
DC 부문 매출	3	26	89	3,243.2	242.8
DC 부문 Adjusted EBITDA	4	11	69	1,778.8	498.4

자료: 갤럭시 디지털, 키움증권 리서치