

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.

블루에이션: 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

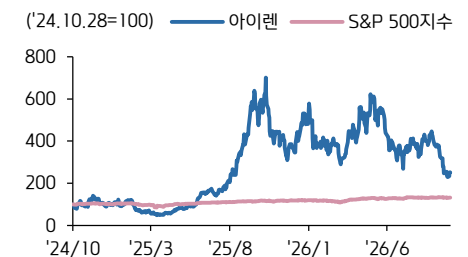
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	27.44 / 79.32
52주 최고/최저 (\$)	76.87 / 23.72
시가총액(백만\$)	11,103
유통주식 수(백만)	405
일평균거래량(3M)	45,886,298

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

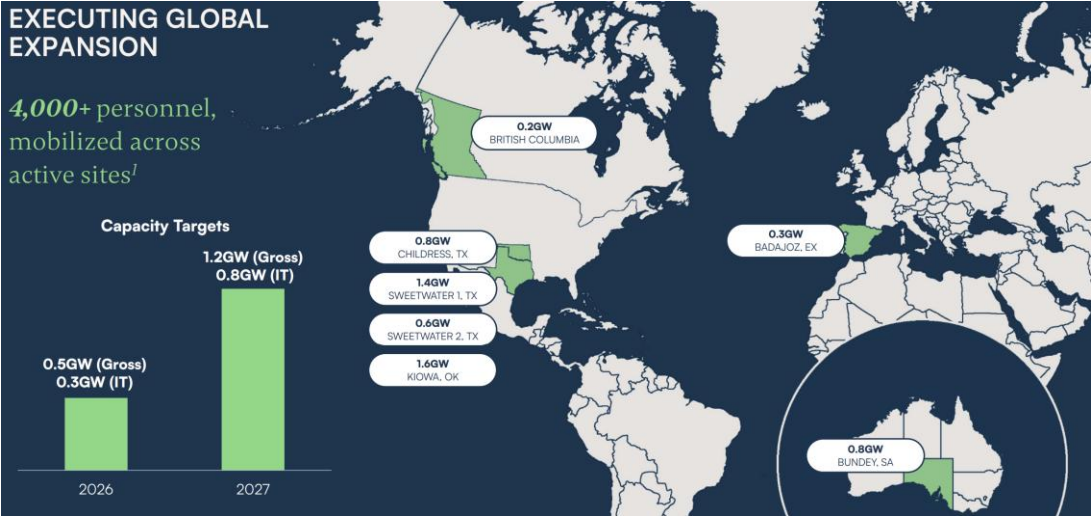
FY26 Q4(4~6월) AI 클라우드 매출은 \$70.5M, 전사 조정 EBITDA는 \$19.2M(마진 14%)으로 1년 전 \$121.9M에서 크게 줄었다. FY26 전체로는 채굴 장비가 대부분인 손상차손 \$638.8M 때문에 순손실 \$702.6M을 냈다. 회사는 가이드스 대신 분기말 ARR을 제시하는데, ARR은 8월 Horizon 1(IT 약 50MW) 인도로 9월 말 목표 \$1.0B에 이미 닿았고 12월 말 목표는 \$4.0B 초과다. 2027년 초부터는 엔비디아 계약이 연 약 \$0.7B를 더한다. 다만 12월 분기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

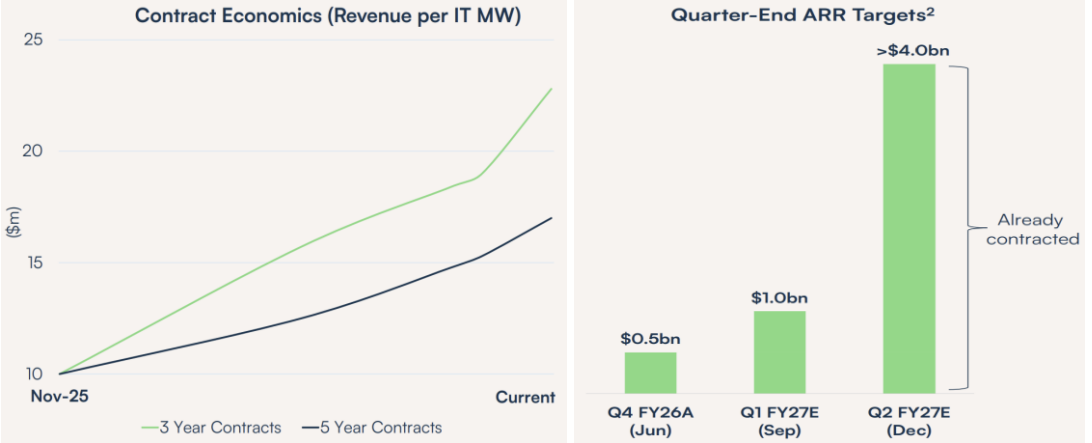
10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면 데이터센터 금융이 합리적 조건으로 체결돼 공백을 희석 없이 메우고, 2027년 미계약분도 신규 단가에 팔 수 있다. 구조적 디레이팅이라면 공백은 주식·전환사채로 메워야 하고, 미계약분 단가가 꺾이면 이미 착공한 건물이 부담이 된다. 첫 가능자는 데이터센터 금융 조건과 연말 인도다.

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

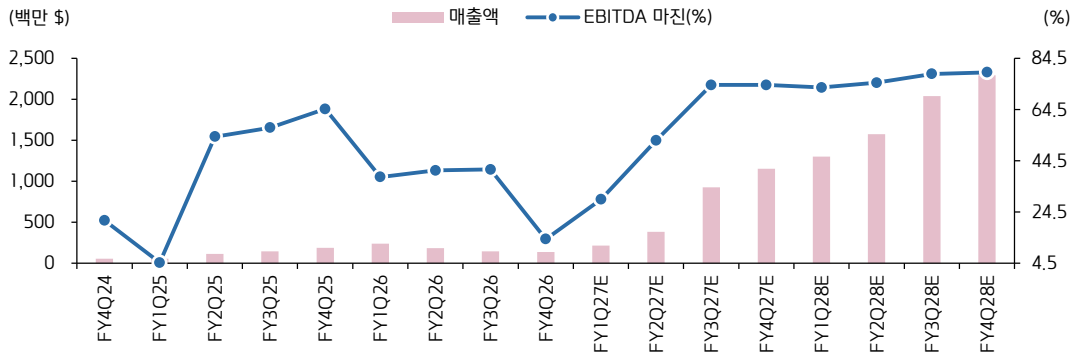
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

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