

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

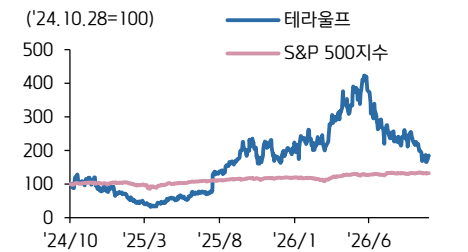
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	12.66 / 32.38
52주 최고/최저 (\$)	29.84 / 10.35
시가총액 (백만\$)	6,317
유통주식 수 (백만)	499
일평균거래량 (3M)	33,439,982

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.

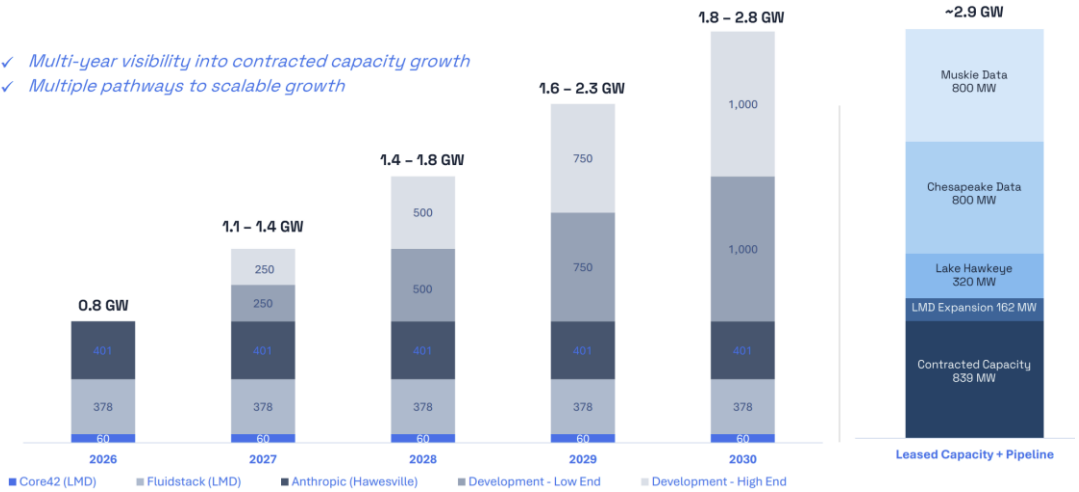
업사이드 조건과 체크포인트

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 요금 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

- ✓ Multi-year visibility into contracted capacity growth
- ✓ Multiple pathways to scalable growth



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

1 GW+

UTILITY POWER

345 / 765 kV

TRANSMISSION BACKBONE

Q4 2028

INITIAL RAMP TARGET

SITE OVERVIEW

- 1+ GW Eastern Kentucky AI / HPC development campus
- Within EastPark Industrial Park with ~300 owned / controlled acres
- Initial 500 MW ramp targeted for Q4 2028
- Second 500 MW phase targeted for 2030
- 345 kV substation tied to existing 765 kV transmission network



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

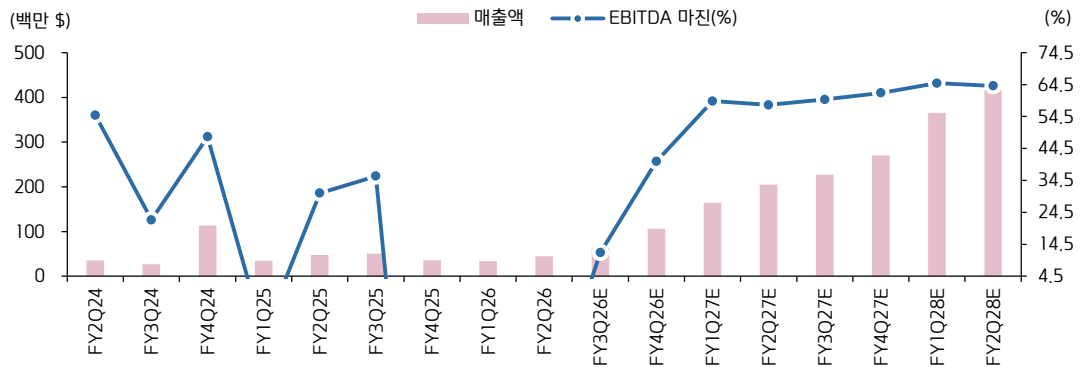
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

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