US Equity Analyst 박기현
RA 조호준

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 웃돎
- 규제 통과한 Helios II 830MW, 센티 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 바꿔, 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 센티가 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

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
94%	6%

Stock Data

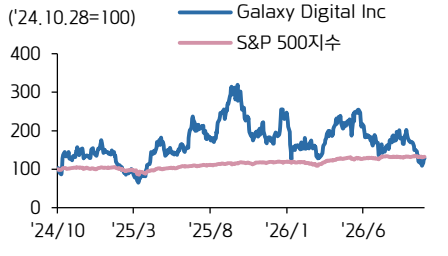
산업분류	캐피탈 시장
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	17.18 / 37.00
52주 최고/최저 ($)	41.25 / 14.19
시가총액 (백만$)	6,674
유통주식 수 (백만)	192
일평균거래량 (3M)	6,228,837

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

키움증권

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. 첫해 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 배정되어 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

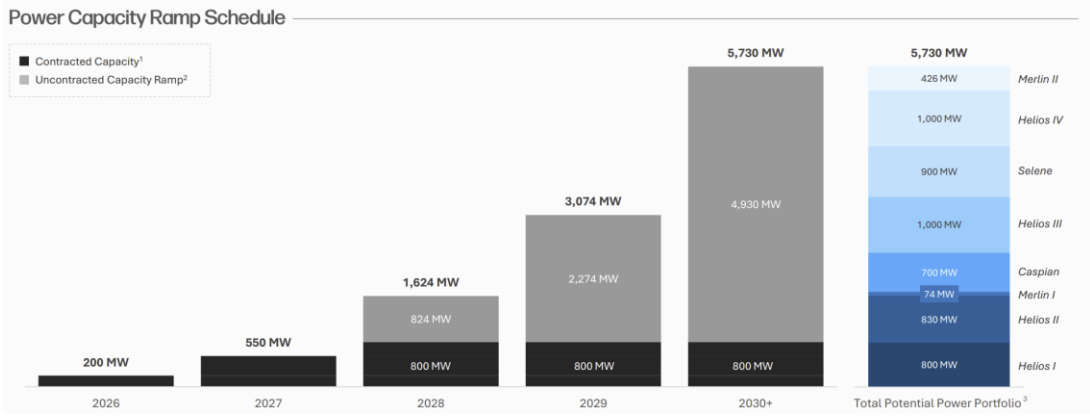
3분기 데이터센터 부문 매출은 $89.0M(리스 $79.1M), 조정 EBITDA는 $69M이었다. 리스 매출은 회사가 제시한 분기 약 $80M과 맞고, 15년 임대료 인상분을 고르게 나눠 잡은 회계상 매출이다. 설비투자는 $757M(2분기 $448M)이고, 남은 2단계 공사비의 상당 부분은 2027년 상반기에 나간다. 공사가 진행될수록 이자비용은 자산으로 더 많이 잡히고, 조달 대금에서 나오는 이자수익은 줄어든다. 연결 순이익은 $323M(희석 EPS $0.66)으로, 디지털자산과 비상장 투자의 평가익이 컸다.

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.

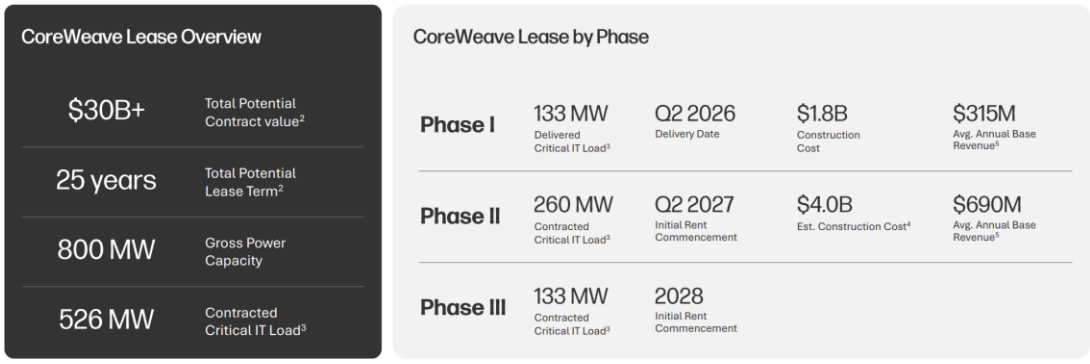
10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, CoreWeave 신용이 안정되면서 1단계 대출 재조달이 순조롭게 이뤄지고 계약분 가치가 지켜진다. 여기에 Helios II 임차인 확보가 추가 업사이드가 된다. 구조적 디레이팅이라면 CoreWeave 신용 악화가 임대료와 재조달에 곧바로 전이되고 2028년 전력인 Helios II의 임차도 더 늦어질 수 있다. 먼저 볼 것은 CoreWeave 조달 금리와 1단계 대출 재조달 조건이다.

갤럭시 디지털 전력 램프업 일정



자료: 갤럭시 디지털

갤럭시 디지털이 코어위브와 체결한 리스 계약 상세



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

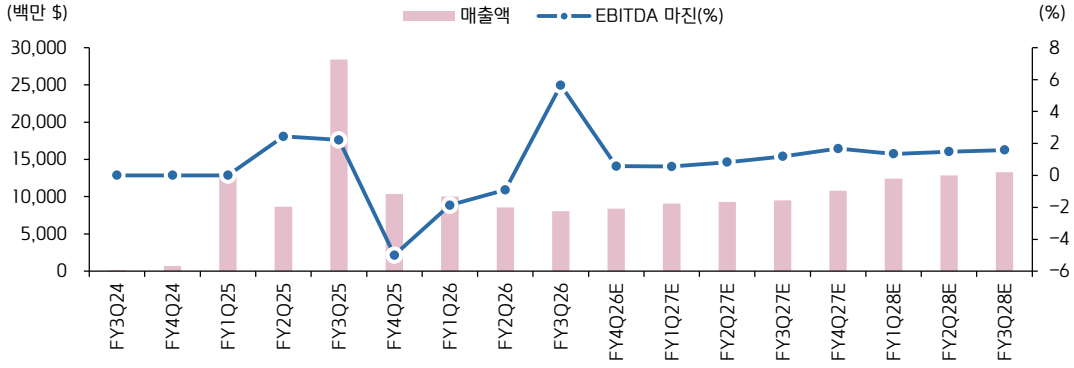
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

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
희석 EPS (달러)	1.01	-0.09	0.66	-34.7	흑전
희석 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