

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

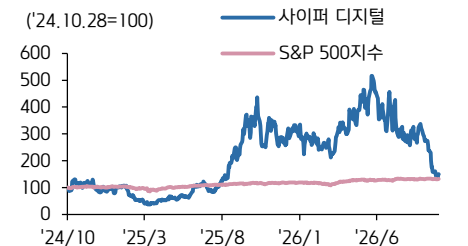
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (10/27)	7,722.60
현재주가/목표주가	8.48 / 28.70
52주 최고/최저 (\$)	30.14 / 7.46
시가총액 (백만\$)	3,519
유통주식 수 (백만)	415
일평균거래량 (3M)	38,664,359

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

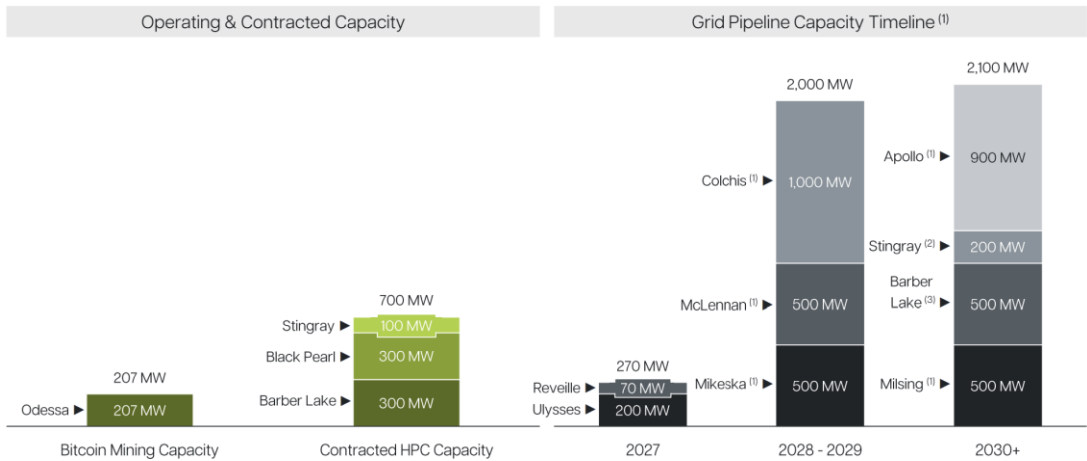
2분기 매출 \$24.8M은 전부 채굴이고 조정 EBITDA는 -\$30.0M이다. 회사가 8월 제시한 계약 NOI는 2026년 \$97M, 2027년 \$686M으로(Barber Lake 일정 변경 전), 실적은 세 사이트가 켜지는 2027년부터 계약을 따라온다.

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.

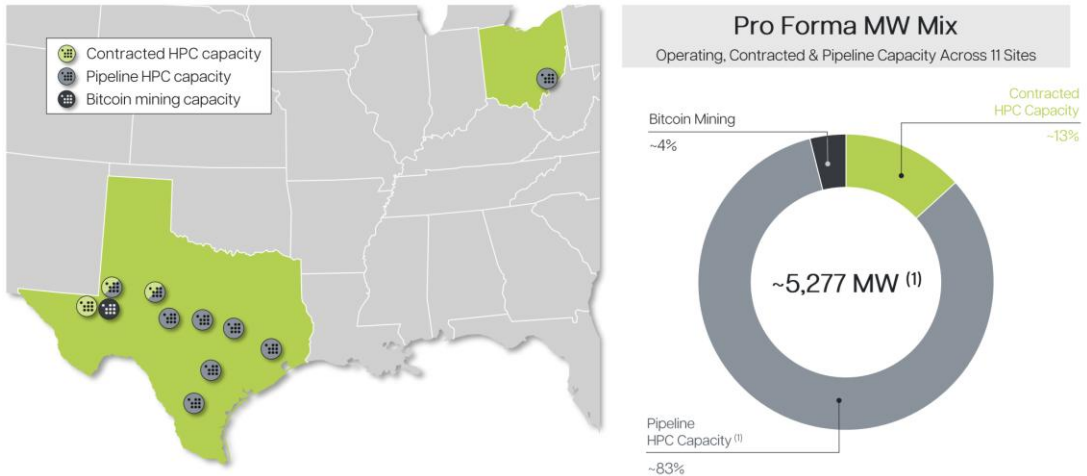
10월 조정이 일시적 자본비용 재산정이라면, 12월 결정 뒤 Colchis 임대 계약과 프로젝트 조달이 이어져 미계약 가치가 계약분으로 바뀐다. 구조적 디레이팅이라면 10월 전환사채에 이어 주식이나 전환사채로 돈을 더 마련해야 하고 Barber Lake 공사비 부담이 계약분 가치를 더 깎을 수 있다. 갈림길은 12월 결정과 그 뒤 첫 신규 계약의 조달 조건이다.

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

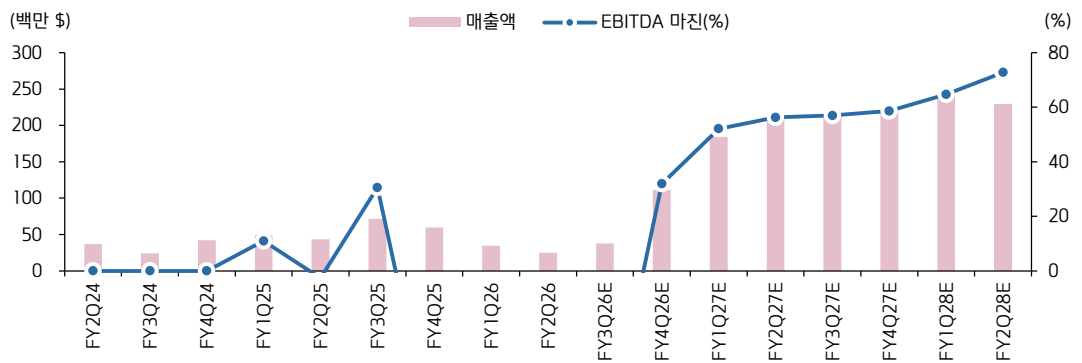
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-27 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

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