미국은 지금

3Q 네오클라우드 실적 Review: 젠슨 황 효과의 이면

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Equity 박기현 / RA 조호준



Issue Brief

젠슨 황은 복귀, 신용 위험은 상존

10 월 CRWV 의 CDS 스프레드가 뛰자 네오클라우드 3 사(CRWV, NBIS, IREN)와 파워드셸 4 사(WULF, HUT, CIFR, GLXY, 이하 7 개사) 주가가 함께 급락했다. 11 월에는 젠슨 황 엔비디아 CEO 의 사임과 복귀에 따라 급등락을 반복했다. 11/23 이사회가 만장일치로 젠슨 황을 복귀시키면서 리더십 공백은 해소됐지만, 7 개사 주가는 다음 날 상승분의 상당 부분을 반납했다. 또한 CRWV 5 년물 CDS 스프레드가 10 월 초 수준을 웃돌고 있어, 엔비디아 변수 외에도 조달 비용, AI 수요에 시장의 우려가 남아있다는 뜻으로 본다.

조달 부담은 완화, AI 수요 둔화 우려

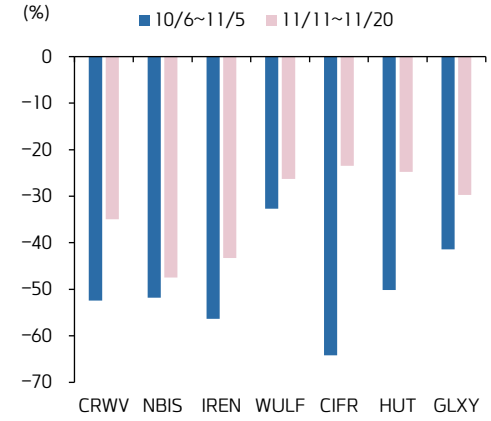
엔비디아의 용량 약정과 임차료 보증은 네오클라우드가 설비를 짓고 가동한 뒤에야 작동한다. 그래서 리더십 변화가 본업에 미치는 영향은 제한적이다. 3Q 실적에서 가격 지표는 강했지만 수주 지표는 엇갈렸다. CRWV 의 3Q 신규 수주는 분기 초에 몰렸고, NBIS 의 RPO 는 3% 느는 데 그쳤다. GPU 임대료 상승도 수요보다 전력 부족 때문일 수 있다.

CRWV 의 45 억 달러 규모의 추가 담보대출 조달 금리는 7.0~7.5% 수준일 것으로 예상되고 있다. 이는 CRWV 자체의 신용 위험은 확대되고 있으나 우량 고객사와의 계약을 기반으로 한 담보 금융은 여전히 작동하고 있음을 보여준다. 또한 최근 네오클라우드의 조달 구조는 무담보채에서 선수금과 계약 담보 금융으로 옮겨 가며 부담을 덜고 있어, 조달 측면에서의 우려는 일부 축소된 상황이다.

확인 지점: 4Q26 수주와 12 월 텍사스

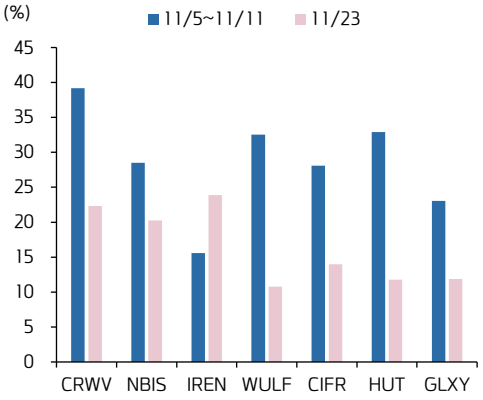
멀티플이 축소된 구간에서는 단순 실적 상회만으로 추세 반등을 기대하기 어렵다. CRWV CDS 스프레드의 회복을 전제로, 급락 이후 첫 투자등급 담보대출 금리, 4Q26 수주, 12 월 텍사스 분류 결과를 차례로 확인해야 한다. 그 전까지는 가동·조달 가시성이 가장 구체적인 CRWV 와 텍사스 정책 리스크에서 벗어나 Google 신용보강을 추가 확보한 WULF 중심의 선별 대응을 권고하며, IREN 은 자금 조달과 12 월 텍사스 변수 해소 확인 시 반등 탄력이 가장 클 것으로 본다.

CDS 스프레드 급등과 젠슨 황 사임에 급락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CRWV 실적과 젠슨 황 복귀에 반등



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주가 급등락과 젠슨 황 복귀: 리더십 공백은 해소, 남은 질문은 수요

(10 월 조달 경색에서 11 월 젠슨 황 쇼크까지) 10 월 들어 CRWV 의 부도 위험을 반영하는 5 년 CDS 스프레드가 뛰자 7 개사 주가가 함께 급락했다. 데이터센터 승인 중단을 공약한 후보가 중간선거에서 텍사스 주지사에 당선되면서 낙폭은 더 커졌다. 첫 반등의 계기는 CRWV 실적이었다. CRWV 는 예상을 넘는 실적과 함께, 계획보다 한 분기 빨리 10%대 조정 영업이익률을 내놓았다. 금리 부담이 커진 무담보채 대신 선수금과 담보 대출로 조달하겠다고도 밝혔다. 그러자 11/11 7 개사 주가가 일제히 반등했다.

반등은 오래가지 않았다. 11/12 젠슨 황이 사임을 발표하자, 엔비디아의 금융 지원이 흔들릴 수 있다는 우려에 주가는 다시 하락했다. 11/20 에는 AI 관련주 전반이 급락하며 낙폭이 커졌다. 11/23 엔비디아 이사회가 젠슨 황을 복귀시키자 7 개사 주가는 하루 만에 급등했다. 그러나 이후 관세 인상과 미-이란 전쟁 심화에 대한 우려, AI 수요를 둘러싼 회의론이 시장 전반의 하락을 이끌었고, 7 개사는 상승분의 상당 부분을 반납했다.

(엔비디아 이슈에 유독 민감했던 이유) 엔비디아는 네오클라우드에 GPU 를 공급하는 핵심 파트너다. 동시에 주주이자 고객이고, 임차료 보증인이기도 하다. 실제로 엔비디아는 CRWV 와 NBIS 의 주주이고, IREN 에는 34 억 달러 규모의 고객이다. 그래서 젠슨 황의 사임 발표는 곧바로 엔비디아의 생태계 지원이 약해질 수 있다는 우려로 번졌다.

(엔비디아의 지원은 설비 가동 이후에야 작동하는 구조) 엔비디아가 공시에서 네오클라우드 지원 항목으로 명시한 것은 크게 두 가지다. 첫째는 용량 약정(10 월 말 기준 320 억 달러)으로, 네오클라우드가 자체 조달한 자금으로 엔비디아 인프라를 매입·가동해 엔비디아의 인수 확인을 마치면 엔비디아가 해당 용량에 최소 이용 금액을 약정해 주는 방식이다. 직접 대출이나 채무 보증과는 성격이 다르다. 둘째는 네오클라우드가 데이터센터 임차료를 지급하지 못할 때 엔비디아가 대신 부담하는 임차료 보증으로, 한도는 최대 35 억 달러다.

두 장치 모두 설비를 짓고 가동한 뒤에야 효력이 생긴다. 즉, 데이터센터를 짓고 GPU 를 들여오는 건설 단계의 자금 조달은 처음부터 네오클라우드가 스스로 해결해야 할 몫이었다. CEO 대행을 맡았던 Kress CFO 역시 11/17 실적 발표 콜에서 기존 약정 조건은 유지하되 향후 신규 투자·약정·보증은 선별적으로 집행하겠다는 입장을 분명히 했다. 젠슨 황이 복귀했더라도 추가적인 금융 지원은 과거보다 보수적이고 선별적일 가능성이 높다.

(본업 영향은 제한적, 남는 연결고리는 지분과 고객 관계) 7 개사의 실제 조달 구조도 엔비디아에 크게 기대지 않는다. 네오클라우드 3 사의 조달은 선수금과 계약 담보 금융이 중심이 되고 있다. 파워드셸의 WULF, HUT 의 River Bend, CIFR 의 Barber Lake 는 엔비디아가 아닌 Google 의 신용보강을 받는 구조를 가지고 있다. 따라서 엔비디아 리더십 변화가 본업에 미치는 영향은 제한적일 것으로 본다.

(복귀 다음 날 주가와 채권 시장이 보여 준 진짜 숙제) 젠슨 황 복귀 당일 CRWV 주가는 22% 급등했다. 그러나 다음 날 7 개사는 상승분의 절반 넘게 반납했다. CRWV 의 5 년 CDS 스프레드 역시 1,400bp 를 넘으며 시장의 우려가 엔비디아 리더십보다 AI 수요와 투자 회수에 있다는 뜻으로 본다. 업종 주가의 방향은 결국 4Q26 부터 수주로 AI 수요가 다시 확인되느냐에 달려 있다. 이번 3Q 실적은 그 중간 점검이었다.

3Q 실적 발표: 수요, 조달, 인도 일정

(수요: 초과수요를 말하는 회사, 엇갈리는 수주 지표) CRWV 는 2027 년 말까지 검증된 수요가 가용 용량의 10 배라고 밝혔다. 네오클라우드 3 사 모두 3Q26 에도 GPU 가격을 올렸고, 구세대 GPU 도 원계약보다 높은 가격에 재계약되고 있다. CRWV 의 3Q26 Ampere·Hopper 가격은 전 분기보다 30~50% 올랐고, IREN 은 1QFY27(2026 년 7~9 월) 결산 이후 H100 을 기존 계약의 2 배 가격에 다년 재계약을 체결했다.

다만 수주 지표는 수요 둔화로 읽힐 여지가 있다. CRWV 의 3Q26 신규 수주 약 320 억 달러 중 250 억 달러 이상이 분기 초에 몰렸고, 나머지 기간의 계약은 약 70 억 달러 수준에 그쳤다. NBIS 의 RPO 는 전 분기보다 3%, 약 12 억 달러 느는 데 그쳤다. GPU 임대료 상승 역시 수요가 강해서라기보다 전력이 부족해 가용한 GPU 가 모자란 결과일 수 있다.

판단은 4Q26 실적부터 가려질 것이다. CRWV 는 신규 수주가 3Q 후반의 둔화에서 벗어나는지가 확인 대상이다. 단기 계약을 늘린 것이 수주잔고 둔화의 이유라면, 조정 영업이익률이 빠르게 올라가는지도 함께 봐야 한다. NBIS 는 3Q 초부터 실적 발표까지 120 억 달러 이상을 계약했다고 밝혔으므로, 분기 후 체결한 나머지가 4Q26 RPO 에 잡혀야 한다. 잡히지 않는다면 그 상당 부분이 RPO 에서 빠지는 1 년 이하의 단기 계약이라는 뜻이고, 그렇다면 2027 년 상반기 매출과 마진이 빠르게 좋아져야 한다. GPU 임대료의 경우에는 내년 가동 전력의 증가와 Vera Rubin 도입이 본격화되는 구간에서 구형 GPU 의 가격이 버티는지 확인이 필요하다.

(조달: 선수금과 계약 담보 금융 위주로) CRWV 는 지금 수익률 수준에서는 2027 년까지 모회사 무담보채를 더 발행하지 않고, 선수금과 DDTL(고객 계약을 담보로 필요 시점에 나눠 인출하는 대출) 등으로 조달하겠다고 밝혔다. NBIS 는 3Q26 계약(1 년 이상)의 선수금이 관련 CapEx 를 넘었고, IREN 은 분기 마감 후 체결한 5 년 계약에서 GPU 투자비의 90%를 선수금으로 받기로 했다. 고객 돈으로 짓는 비중이 커질수록 금리 상승과 조달에 대한 부담은 일부 줄어들 수 있다. 남은 부담은 네오클라우드 3 사의 전환사채 발행과 ATM 에 따른 희석, 그리고 IREN 의 추가 증설용 미조달분 60 억 달러다. 파워드셸에서는 WULF 가 Google 신용보강을 받으면서도 지분을 미리 내주지 않았다. 이는 전력을 확보한 사업자의 협상력이 커졌다는 신호로 판단한다.

(인도 일정: 통제하기 어려운 구간에서 터진 지연) NBIS 와 IREN 의 일정 지연은 대부분 제 3 자 코로케이션 사이트, 고객의 설계 변경 요청, 공급사 일정에서 비롯됐다. 이에 따라 NBIS 는 2026 년 매출을 가이던스 범위 하단으로 낮췄고, IREN 은 운영 ARR 40 억 달러 초과 목표 시점을 2026 년 말에서 2027 년 1 월(늦으면 2 월 말)로 늦췄다. 파워드셸은 대체로 계획대로지만, CIFR 은 테넌트 요구 변경에 맞춰 9 월 임대 계약을 고치며 Barber Lake 3·4 홀 임대 개시 시점을 4Q26 에서 4Q26~1Q27 로 조정했다. 텍사스는 12/10 까지 나올 ERCOT 감사 결과가 분기점이다. 결과가 늦어지거나 조건부로 나오면 텍사스 비중이 큰 HUT·CIFR·GLXY·IREN 과 텍사스 밖 WULF·NBIS 사이에 가동 일정 차이가 벌어질 것으로 판단한다.

텍사스 정책·전력 변수: 12 월 ERCOT 결과가 분기점

(무슨 일이 있었나: 474GW 신청 폭증에 걸린 규제 제동) 텍사스는 독립 전력망 운영기관인 ERCOT 이 계통을 관리하는 지역으로, 미국 내 AI 데이터센터가 가장 집중된 핵심 거점이다. 7 개사 가운데 다섯 곳(CRWV·IREN·HUT·CIFR·GLXY)이 이곳에 사이트를 두고 있다. 문제는 ERCOT 에 접수된 대형 부하 계통 연결 신청이 474GW 까지 폭증하면서 올해 하반기부터 규제와 정치 양면에서 강한 제동이 걸렸다는 점이다.

(텍사스 노출도: HUT·CIFR·GLXY·IREN 은 높고, WULF·NBIS 는 자유롭다) 7 개사 중 텍사스 정책 변수의 영향권에 깊숙이 들어와 있는 곳은 파워드셸 3 사(HUT·CIFR·GLXY)와 네오클라우드 중 IREN 이다.

- **HUT:** 전체 계약 IT 용량의 74.2%(Beacon Point 1·2 단계)가 텍사스에 몰려 있다. 12/17 분류 결과가 전력 투입과 2 단계 자금 조달 착수의 관문이다.
- **CIFR:** 계약된 700MW 전량이 텍사스에 있고, 계통 파이프라인(3,440MW)의 94.2%도 텍사스에 있다.
- **GLXY:** 모든 데이터센터 사이트가 텍사스에 위치한다. 회사는 Helios I·II 의 기승인 base load 가 ERCOT 절차의 영향권에서 대체로 벗어나 있다고 보지만, 후속 파이프라인인 Caspian·Selene·Helios III(총 2.6GW)는 조건부 studied load 로 분류돼 있다.
- **IREN:** 확보 전력 5GW 초과 물량 중 약 2.75GW(Sweetwater 2GW, Childress 약 0.75GW)가 텍사스에 집중돼 있으며, 현재 가동 중인 AI 클라우드 용량은 IT 기준 0.1GW 에 불과하다. Childress 와 Sweetwater 1 은 이미 전력망 연결을 마쳤지만, Sweetwater 1·2(2GW)의 base load 분류는 아직 조건부 상태다.

반면 NBIS 는 현재 텍사스에 사이트가 전혀 없다고 밝혔고, CRWV 역시 텍사스 전력의 대부분이 이미 가동 중이거나 인허가를 마치고 공사 단계여서 단기 리스크가 제한적이다.

(정치 변수: 금지보다 '어떻게 짓느냐'의 문제) Hinojosa 당선인은 의회가 새 법을 만들 때까지 모든 데이터센터 승인을 멈추겠다고 공약했고, 내년 1/19 취임한다. 기업들은 이 공약을 '건설 전면 금지'보다는 '어떤 조건으로 짓느냐'의 규제 강화 문제로 해석하는 분위기다. CRWV 는 수주잔고 사이트에 영향이 없을 것으로 봤고, IREN 도 선거를 직접 거론하지는 않았지만 텍사스·호주·스페인의 정치·지역사회 반응을 AI 인프라 시장이 그만큼 커졌다는 방증으로 풀이했다.

당사는 이미 가동 중이거나 인허가를 마치고 착공에 들어간 용량에 대한 정치적 타격은 제한적일 것으로 본다. 반면 조건부 분류에 묶여 있는 물량과 미계약 부지는 12 월 감사 결과와 내년 1 월 취임 후 조치를 확인하기 전까지 일정을 단정하기 어렵다.

(텍사스 밖 부지의 상대적 우위) 12 월 결과가 지연되거나 조건부로 남을 경우, 텍사스 비중이 큰 HUT·CIFR·GLXY·IREN 과 텍사스 밖에 거점을 둔 WULF·NBIS 사이에 가동 일정의 격차가 벌어질 수밖에 없다. 특히 파워드셸 중 WULF 는 텍사스 Abernathy 합작 지분을 매각하면서 가동·계약 사이트를 뉴욕과 켄터키로 완전히 재편했다. 뉴욕 주지사는 데이터센터를 막기보다 향후 제도적 틀을 정비하는 방향을 택해 인허가를 마친 Lake Mariner 에는 영향이 없다는 것이 회사 설명이다. 켄터키 Muskie 의 1GW 수정 전력계약에 대한 주 승인(KPSC)이 남아 있기는 하나, 당장의 일정이 12 월 텍사스 감사 결과에 묶여 있지 않다는 점에서 WULF 가 상대적으로 유리한 위치에 있다고 본다.

회사별 3Q26 실적 및 핵심 체크포인트

앞서 정리한 수요·조달·인도 일정과 텍사스 변수를 기준으로, 7 개사 각각의 실적 내용과 향후 핵심 관전 포인트를 짚어본다.

네오클라우드 3 사

(CRWV: 3 사 중 유일한 가이던스 상향, 구세대 GPU 재계약이 핵심 상방 요인) 3Q26 매출은 36.6 억 달러(+168% YoY), 조정 영업이익은 3.8 억 달러로 가이던스 상단과 컨센서스를 모두 넘었다. 계약 전력의 빠른 가동과 가격 상승 등으로 조정 영업이익률은 계획보다 한 분기 빨리 10%대에 올라섰고, 연간 매출 가이던스는 130~133 억 달러로 올렸다. 4~5 년 계약의 신규 인프라 단가는 MW 당 연 2,000 만~2,500 만 달러로 오르고 있고, 단기 계약은 MW 당 연 4,000 만 달러 넘게 팔리고 있다. 다만 3Q26 순이자비용 8.5 억 달러가 조정 영업이익의 2.2 배로 이자 부담은 여전히 크다. 회사는 조정 영업이익이 이자비용보다 빠르게 늘어 2028 년 상반기에 조정 순이익 흑자를 낼 것으로 제시했다. 4Q26 이자비용 가이던스가 10.5~11.5 억 달러로 더 늘어나는 만큼, 용량 가동과 가격 상승이 이자 증가보다 빨라야 한다.

이번 실적에서 가장 눈여겨볼 부분은 구세대 GPU 재계약이다. 첫 계약이 끝나는 GPU 는 2027 년 13 만 대 이상, 2028 년 약 17 만 대다. CRWV 는 이를 지금 가격 수준으로 재계약하면 추가 CapEx 없이 연환산 매출이 2027 년분만으로 40 억 달러 가까이, 2028 년분까지 더하면 100 억 달러 가까이 늘 수 있다고 밝혔다. 이 GPU 를 사는 데 쓴 DDTL 은 첫 계약 기간에 상환이 끝나, 재계약 매출에는 원리금 부담이 없다. 향후 3 개월 선수금·예치금 약 90 억 달러 중 30 억 달러 이상도 기존 인프라를 원래 가격보다 높여 재계약하며 받는 선수금이다. 다만 재계약 매출 전망은 지금 가격을 전제로 하므로, 전력이 늘어 구형 GPU 임대료가 내려가면 가장 먼저 줄어드는 부분이기도 하다. 지금 가격이 유지된다면, 관련 채무를 다 갚았고 내용연수 후반에 들어선 자산에서 매출이 나온다는 점에서, 재계약은 2027~2028 년 실적 상방 요인이자 회사 조달 계획을 뒷받침하는 근거가 될 것으로 판단한다.

(NBIS: 헤드라인은 컨센서스 상회, 일회성 매출 제외 시 성장 둔화 뚜렷) 3Q26 매출은 9.8 억 달러(+571% YoY)로 컨센서스를 6.8% 웃돌았지만, 그중 약 3.3 억 달러는 asset-light 파트너십(파트너가 마련한 용량에 NBIS 플랫폼을 깔아 주는 사업)의 비반복 매출이다. 이를 빼면 매출은 6.6 억 달러다. asset-light 사업이 커지면 이 매출이 더 정기적으로 나올 것으로 보지만, 아직 도입 초기에 성격상 비반복이고 시기·규모를 예측하기 어렵다. 반복이 확인되기 전까지는 파트너십을 뺀 매출로 보는 것이 맞다고 판단한다.

NBIS 는 2026 년 매출을 30~34 억 달러 범위의 하단으로 낮추고, ARR 목표를 '12 월까지 70~90 억 달러'에서 '2 월 70 억 달러 초과'로 늦춘 뒤 ARR 가이던스는 더 내지 않기로 했다. 뉴저지 잔여분을 포함한 여러 제 3 자 코로케이션 사이트의 납기가 2027 년 상반기로 밀린 탓이다. 자체 사이트는 일정대로이거나 앞서 있다고 밝혔지만, 2026 년 용량의 대부분이 코로케이션이어서 2027 년 자체 사이트가 가동되기 전까지는 파트너 일정이 실적을 좌우한다. 별개로 팔란티어가 NBIS 를 우선 AI 클라우드 파트너로 지정하는 등 고객 기반은 넓어지고 있다.

(IREN: AI 클라우드 매출 2.8 배, ARR 목표 고객 요청·공급사 지연으로 후퇴) 1QFY27(7~9 월) 매출은 2.3 억 달러(+66% QoQ)로 컨센서스를 5.1% 웃돌았다. AI 클라우드 매출이 2.0 억 달러로 88%를 차지했고, 8 월 Microsoft 가 Childress 의 첫 액체냉각 데이터센터인 Horizon 1 인도를 승인하면서 리스로 처리되는 AI 클라우드 매출 6,500 만 달러가 처음 잡혔다. 운영 ARR 40 억 달러 초과 목표가 2027 년 1 월(늦으면 2 월 말)로 밀린 것은 Horizon 1 인도 뒤 Microsoft 가 Horizon 전체(계약 200MW)의 네트워크 일부를 바꾸는 설계 변경을 요청했고, 공급사·제 3 자 일정 지연도 겹쳤기 때문이다.

코로케이션 구조였다면 고객이 이런 설계 변경을 요청하기 어려웠을 것이다. 지연은 부정적이지만, 데이터센터와 전력을 직접 가진 수직 계열화의 장점이 드러난 지연으로 본다. 남은 FY27 CapEx 약 150 억 달러 중 60 억 달러는 아직 조달 전이다. 다만 1QFY27 결산 이후 맺은 5 년 계약은 IT MW 당 연매출 약 2,200 만 달러에 GPU CapEx 의 약 90%를 선수금으로 받는 조건이고, 수주잔고의 약 3 분의 2 가 투자등급 고객 몫이다. IREN 은 지금까지 데이터센터를 담보 부채 없이 현금으로 지어 투자 속도를 스스로 조절할 수 있고, 이 데이터센터는 앞으로 50~70 억 달러 담보 금융의 기반이 될 수 있을 것으로 판단한다.

네오클라우드 3 사: 매출은 전 분기 대비 고성장, 수주잔고는 CRWV·IREN 중심 확대

구분	CRWV 3Q26	NBIS 3Q26	IREN 1QFY27
매출	$3,661M	$980.8M	$228M
증가율	YoY +168.2%, QoQ +42.2%	YoY +571%, QoQ +68%	QoQ +66.4%
매출 컨센 대비	+3.0%	+6.8%	+5.1%
조정 이익 (마진율)	조정 영업이익 $379M(10%)	조정 EBITDA $465.8M(47.5%)	조정 EBITDA $66M(29%)
조정 이익 컨센 대비	+54.2%	+30.3%	+3.1%
수주잔고	$132.5B(QoQ +27.2%)	RPO $38.7B(6 월 말 대비 +3%)	$20.3B(QoQ +22%)
가이던스	2026 매출 $13.0~13.3B(상향)	2026 매출 범위 하단, 2027 매출 $12~13B	운영 ARR $4B 초과 목표 2027 년 1 월(2 월 말 가능)

자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치 주) IREN 은 6 월 결산으로 1QFY27 은 2026 년 7~9 월

파워드셀 4 사

(공통: 비현금 평가이익보다 임대 매출 전환 속도에 주목) 파워드셀 4 사는 모두 비트코인 채굴 등 디지털자산 사업에서 AI 데이터센터 임대로 체질을 바꾸는 과도기에 있다. 임대 매출이 이제 막 잡히기 시작했거나(WULF·CIFR·GLXY) 아직 발생하지 않아(HUT), 4 사 모두 3Q GAAP 순이익은 워런트·디지털자산·투자자산의 비현금 평가이익이 만들어 냈다. 임대 사업만 떼어 놓고 보면 아직 건설·자금 조달에 따른 이자비용이 임대 이익보다 크다. 따라서 헤드라인 순이익에 일희일비하기보다, 기존 계약이 언제 실제 매출로 전환되는지, 신규 통전 승인이 계약으로 빠르게 전환되는지를 봐야 한다.

(WULF: 임대 매출 두 배 확대, 지분 희석 없는 Google 신용보강 확보) 3Q26 에는 7/13 Lake Mariner CB-3 임대 개시 등으로 HPC 임대 매출이 6,300 만 달러(+97% QoQ)로 늘며 매출은 컨센서스를 20.7% 웃돌았지만, 조정 EBITDA 는 -1,280 만 달러로 컨센서스(+1,630 만 달러)에 못 미쳤다. HPC 임대 부문 이익률은 보고 기준 약 17%였고, 회사는 테넌트 공사분, 매출 전 운영비, 개발비, 전력비 정산을 빼면 약 83%(장기 목표 약 85%)라고 밝혔다. WULF 는 1Q27 말 연환산 임대 매출 약 7 억 달러를 예상한다.

주목할 것은 켄터키 Justified 캠퍼스(Anthropic 20 년 임대)의 Google 신용보강 조건이다. Lake Mariner 때와 달리 Google 에 추가 지분을 미리 내주지 않고, 보강 비용은 임대 계약을 통해 Anthropic 에게서 회수한다. Anthropic 이 임대료를 못 내고, Google 이 해지수수료를 낼 때에만 사업 법인 지분을 취득할 권리를 가질 수 있는 구조로, 조달 비용이 오르는 국면에 얻어 낸 조건이라 협상력이 커졌다는 신호로 판단한다.

파워드셀 4 사: 임대 매출은 초기 단계, 계약 매출은 대규모

구분	WULF	HUT	CIFR	GLXY
헤드라인 실적 (컨센 대비)	매출 $76.2M(+20.7%)	매출 $71.1M(-7.1%)	매출 $26.7M(-30.2%)	조정 EBITDA $454.7M(+165.0%)
조정 EBITDA (컨센 대비)	-$12.8M(컨센 +$16.3M)	$33.0M(+25.6%)	-$10.0M(컨센 -$22.5M)	DC 부문 $68.7M
HPC·DC 임대 매출	$63.0M(QoQ +97.3%)	없음	$5.9M(첫 인식)	$79.1M(QoQ +319%)
순이익 중 평가이익	워런트·파생 평가이익 $728.4M	디지털자산 평가이익 $413.8M	워런트 평가이익 $127.2M	투자 미실현 이익 $411.9M
향후 매출	1Q27 말 연환산 임대 매출 약 $700M 예상	AI DC 기본계약가치 약 $26.6B, 첫 인도 2Q27	3 개 캠퍼스 기본 임대기간 계약 매출 $16.6B, WALT 17.3 년	2027 년 말 연환산 임대 런레이트 $800~850M 예상

자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치

향후 확인 일정 및 투자 전략

이번 3Q 실적이 남긴 네 가지 질문에 대한 답은 앞으로 석 달 안에 차례로 윤곽을 드러낼 전망이다.

- **조달:** 급락 이후 첫 투자등급 계약 담보 대출(CRWV DDTL)이 7%대에 성사되는지, NBIS 의 4Q 영업현금흐름으로 선수금이 실제 유입되는지, IREN 이 데이터센터 담보 금융을 체결하는지.
- **납기:** WULF 의 CB-4 인도(11~12 월), IREN 의 운영 ARR 40 억 달러 달성(내년 1 월 말, 늦으면 2 월 말), NBIS 의 ARR 70 억 달러 도달(내년 2 월).
- **수요:** 4Q26 실적에서 CRWV 의 대형 계약을 제외한 기저 신규 수주 반등 여부, NBIS 의 RPO 회복 여부, 구세대 GPU 재계약 단가 유지 여부.
- **텍사스:** 12/10 ERCOT 감사 보고서 제출, 12/17 PUC 공개회의 및 HUT 분류 결과, 1/19 신임 주지사 취임 후 행정 조치, 2027 년 4/9 studied load 배분 결과.

(투자 전략 및 종목별 시각) 당사는 단기적으로 업종 전반에 보수적인 시각을 유지한다. 섹터 멀티플이 석 달 새 절반 수준으로 축소됐고(NBIS FY27 EV/Sales 8 월 6.4 배 → 11 월 3.3 배), 이처럼 멀티플이 눌리는 구간에서는 단순한 실적 상회만으로 추세적인 주가 반등을 이끌기 어렵다. 멀티플을 되돌릴 본질적인 촉매는 **조달 비용의 하락**이다. 그러나 금리 방향이 꺾이기 전까지는 조달 금리가 쉽게 내려오기 어려운 만큼, 주가 반등이 추세로 이어지는지는 주식보다 채권 시장에서 먼저 확인해야 한다. 구체적으로는 CRWV 회사채 수익률과 5 년 CDS 가 10 월 초 수준(13.5%, 851bp) 아래로 내려오는지가 기준선이다.

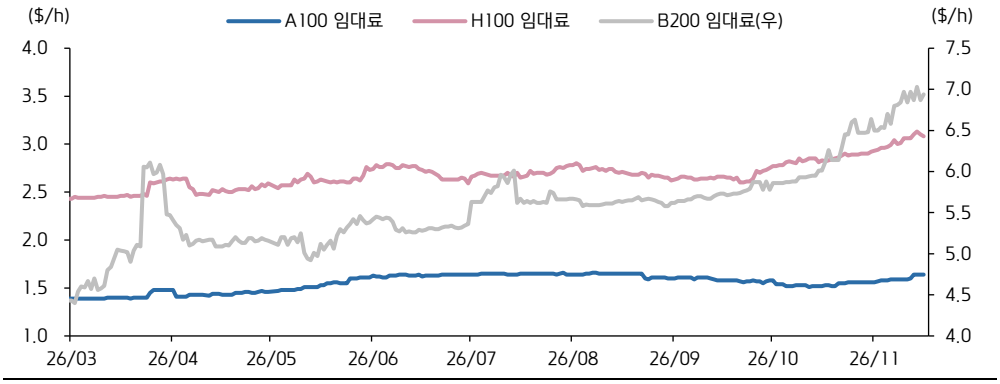
그 전까지는 종목별 선별 접근이 필요하다. 네오클라우드 중에서는 이미 설비를 가동해 매출을 일으키고 있으며 향후 1 년간의 조달 경로가 가장 구체적인 **CRWV** 를 우선순위로 본다. 물론 차입 규모가 가장 큰 만큼 재무적으로 안전하다는 뜻은 아니며, 단기 실행 가시성 측면에서의 상대적 우위다. 반면 **IREN** 은 데이터센터 담보 금융 체결, 내년 1~2 월 ARR 목표 달성, 12 월 텍사스 감사 결과가 순조롭게 확인될 경우 반등 탄력이 가장 클 수 있다. 파워드셸 4 사 중에서는 텍사스 정책 리스크에서 벗어나 있고 지분 희석 없는 Google 신용보강까지 확보한 **WULF** 가 상대적으로 유리하다.

주요 점검 일정은 12 월에 집중

날짜	이벤트	관련 기업
11/19	Anthropic 상장	네오클라우드, 파워드셸 전부
11~12 월	WULF CB-4 단계 인도	WULF
12/10·12/17	텍사스 감사 및 분류 결과	HUT·CIFR·GLXY·IREN
12 월	GLXY 교환사채 $445M 만기	GLXY
1/19	텍사스 Hinojosa 주지사 취임	텍사스 노출 기업
1/31	IREN 운영 ARR $4B 초과 목표(늦으면 2 월 말)	IREN
2 월	NBIS ARR $7B 초과 목표	NBIS

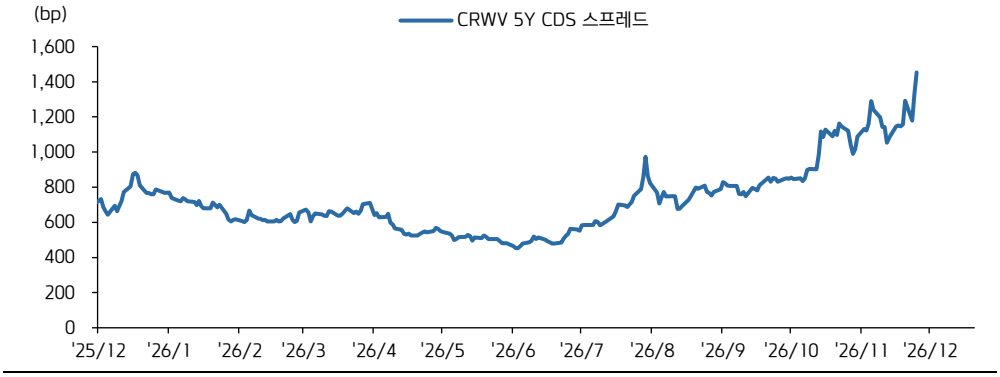
자료: 각 사, 키움증권 리서치

GPU 임대료는 우상향 추세 지속 중



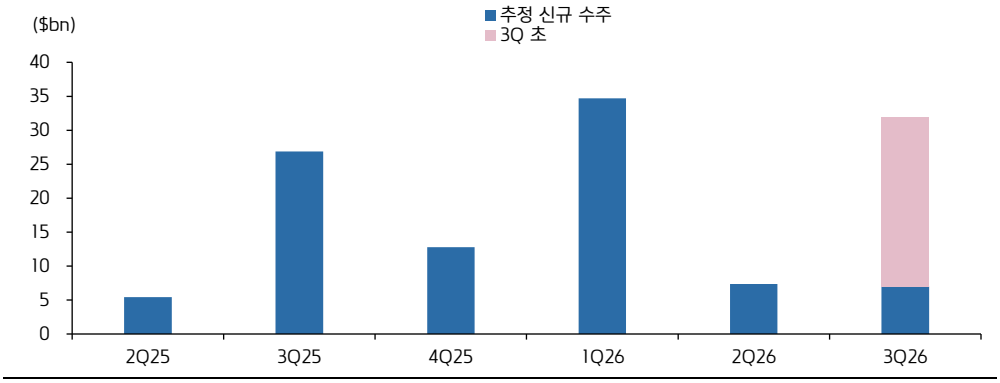
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CRWV 5 년 CDS 스프레드는 젠슨 황 복귀 이후에도 상승 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CRWV 3Q26 신규 수주는 분기 초에 집중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 추정 신규 수주 = 수주잔고 증분 + 분기 매출액

CRWV: 매출·조정 영업이익 모두 가이던스 상단을 넘었고, 백로그는 QoQ +27.2%

(백만 달러)	3Q26	2Q26	3Q25	QoQ	YoY
매출	3,661	2,575	1,365	+42.2%	+168.2%
조정 영업이익	379	128	217	+196.1%	+74.7%
조정 영업이익률	10%	5%	16%		
조정 EBITDA	2,256	1,510	838	+49.4%	+169.2%
조정 EBITDA 마진율	62%	59%	61%		
이자비용(순)	846	640	310	+32.2%	+172.9%
GAAP 순손실	(709)	(626)	(110)		
매출 백로그(십억 달러)	132.5	104.2	55.6	+27.2%	+138.3%
가동 전력	1.7GW+	1.5GW	약 590MW		
계약 전력	4.6GW+	약 3.7GW	약 2.9GW		

자료: CoreWeave, 키움증권 리서치

CRWV: 무담보채 대신 선수금·DDTL 로 — 조달 수단별 조건

조달 수단	조건·규모	회사 계획 및 경과
모회사 무담보채	유통수익률 15~16%(10 월)	현 수익률에서는 2027 년까지 추가 발행 안 함
투자등급 DDTL(예정)	수익률 7~7.5%(현 SOFR 기준), capex 90% 이상 조달	곧 출시
기존 DDTL(IPO 이후)	SOFR+225~550bp	확정 백로그 capex 의 대부분을 DDTL 로 조달
선수금·예치금	향후 3 개월 약 90 억 달러(기존 인프라분 30 억 달러 이상)	올해 계약의 70%에서 선수금 수령

자료: CoreWeave, 키움증권 리서치

NBIS: 매출 +571%·조정 EBITDA 마진율 47.5%, 매출의 3 분의 1 은 비반복 파트너십 매출

(백만 달러)	3Q26	2Q26	3Q25	QoQ	YoY
매출	980.8	582.3	146.1	+68%	+571%
└ 전략적 파트너십 매출(비반복)	325.1		—		
조정 EBITDA	465.8	236.2	(5.2)	+97.2%	
조정 EBITDA 마진율	47.5%	40.6%	-4%		
GAAP 영업이익	50.4	(175.9)	(130.2)	흑전	흑전
ARR(십억 달러, 기말)	6.4	3.0		+113%	
RPO(십억 달러)	38.7	37.5		+3%	

자료: Nebius, 키움증권 리서치

NBIS: 2026 매출은 하단으로 낮추고 capex 는 올렸으며, 2027 목표는 크게 제시

항목	새 가이던스·목표	이전
2026 매출	30~34 억 달러 범위 하단(콜: 30~32 억 달러)	30~34 억 달러
2026 capex	약 270 억 달러	200~250 억 달러
2026 조정 EBITDA 마진율	약 40%(유지)	약 40%
2027 매출	120~130 억 달러	신규
2027 capex	400~450 억 달러	신규
2027 고객 선수금	170~200 억 달러	신규

자료: Nebius, 키움증권 리서치

IREN: AI Cloud 매출이 3 배 가까이 늘며 매출의 88%로

(백만 달러)	1QFY27	4QFY26	1QFY26	QoQ	YoY
총매출	228	137	240	+66.4%	-5.0%
└ AI Cloud	200	71	7	+181.7%	n/m
└ 채굴	28	67	233	-58.2%	-88.0%
조정 EBITDA	66	19	92	+247.4%	-28.3%
조정 EBITDA 마진율	29%	14%	38%		
순손익	(263)	(684)	385		
운영 ARR(십억 달러)	1.0	0.5	-	+100%	
수주잔고(십억 달러)	20.3	16.6	-	+22%	

자료: IREN, 키움증권 리서치

IREN: 확보 전력 5GW 중 가동은 IT 0.1GW, 공사는 Childress·Sweetwater·BC 에 집중

사이트	규모	고객	상태·일정
Childress Horizon 1~4(텍사스, 액랭)	200MW(Microsoft 계약, 4 단계)	Microsoft(5 년 97 억 달러)	H1: 2026 년 8 월 인도·가동 / H2·H3: 전기·네트워크 완료, 냉각·GPU 배치 중 / H4: 전기·냉각 진행, GPU 몇 주 안에 입고. H2~4 목표 2027 년 1 월(늦으면 2 월 말)
Childress Horizon 5~6(액랭)	액랭 IT 100MW	공시 없음	변전 완료, 토목·구조 진행. 2027 년 증설분. Horizon 7~10 은 확장 후보로만 언급
Childress 공랭 Data Hall 1~15	공랭 개조 50MW + 250MW	NVIDIA(5 년 34 억 달러, 약 60MW)·선도 AI 연구소	DH1~3: 전기·냉각·GPU 진행 / DH4~9: 토목~냉각 진행 / DH10~15: 변전만 완료. 배치는 2027 년 한 해에 걸쳐 분산
Sweetwater 1(텍사스)	1.4GW, 첫 단계 IT 200MW	공시 없음	DH1·2: 구조·냉각 진행 / DH3·4: 토목 진행 / 2 단계 이후: 고압 변전 완료, 조달·토목 진행. 조건부 Base Load
Sweetwater 2(텍사스)	약 0.6GW(Sweetwater 1·2 합계 2GW gross)	공시 없음	설계 완료, 조달·토목·변전 진행. Batch Zero 조건부 포함
Prince George(BC)	50MW	이름 미공개 고객(H100 다년 재계약)	DH1~4 가동. DH4 액랭 확장은 토목·변전 완료, 조달 진행
Mackenzie(BC)	확보 전력 100MW(공랭 80MW)	비투자등급 고객	공랭 DH1~4: 전기·냉각·GPU 진행, 증설분 대부분 12 월 말~2027 년 초 도착 / 액랭 DH5~6: 설계·토목 진행
Canal Flats(BC)	기존 공랭 30MW	공시 없음	11 월 자료는 액랭 DH1~2 로 표기, 변전·토목 진행
스페인(Badajoz 등)	확보 전력 490MW / Badajoz 300MW 개발	공시 없음	Badajoz 설계 완료·조달 진행, 토목 허가 확보
Kiowa(오클라호마)	공시 없음	공시 없음	설계 진행, 전력은 2028 년부터 단계 투입
호주(Bundey, Redbank)	Redbank 900MW, Bundey 공시 없음	공시 없음	Bundey 설계 완료·조달 진행, Redbank 계통 신청 전 협의

자료: IREN, 키움증권 리서치

WULF: HPC 임대 매출은 QoQ +97%, 조정 EBITDA 는 적자 폭만 축소

(백만 달러)	3Q26	2Q26	3Q25	QoQ	YoY
매출	76.2	44.8	50.6	+70.3%	+50.7%
└ HPC 임대	63.0	31.9	7.2	+97.3%	+774.4%
└ 채굴	13.2	12.8	43.4	+3.2%	-69.5%
조정 EBITDA	(12.8)	(18.3)	18.1		
이자비용(손익)	53.6	56.4	9.8	-5.0%	+444.8%
워런트·파생 공정가치 변동	+728.4	(755.7)	(424.6)		
지배주주 순이익	709.9	(939.9)	(455.1)		

자료: TeraWulf, 키움증권 리서치 주) HPC 임대 매출은 임대료에 테넌트 공사·전력 정산·유지보수 수입을 더한 값

WULF: 가동은 Lake Mariner 102MW, 나머지 계약분은 4Q26~2Q28 가동 목표

사이트	지역·계통	규모	테넌트·신용	상태·일정
Lake Mariner 가동분	뉴욕 / NYISO	IT 102MW	Core42 60MW, Fluidstack CB-3(Google 백스톱)	가동 중(CB-3 7/13 임대 개시)
Lake Mariner CB-4	뉴욕 / NYISO	IT 168MW	Fluidstack / Google 백스톱	11~12 월 단계 인도 목표
Lake Mariner CB-5	뉴욕 / NYISO	IT 168MW	Fluidstack / Google 백스톱	1Q27 목표(10-Q 는 CB-4·5 잔여분을 4Q26~2027 년 상반기로 기재)
Lake Mariner 확장(CB-6)	뉴욕 / NYISO	IT 162MW	미계약	NYISO 계통 영향 검토 승인, 일정 공시 없음
Justified	켄터키 / MISO	IT 401MW	Anthropic 20 년 / Google 신용보강	CB-1 4Q27, CB-2 1Q28, CB-3 2Q28. 최대 482MW 전력계약 KPSC 승인(8/21)
Muskie	켄터키 / PJM	전력 1GW(IT 약 800MW)	미계약, 협의 중	첫 500MW 4Q28 공급 시작, 추가 500MW 2029 년 목표. 1GW 수정 전력계약 KPSC 승인 대기
Lake Hawkeye	뉴욕 / NYISO	IT 약 320MW(gross 최대 400MW)	미계약	인허가·부지 개발 완료 시 잠재 용량
Chesapeake	메릴랜드 / PJM	IT 약 800MW	미계약	인수 미종결(규제 승인·선행조건 남음)

자료: TeraWulf, 키움증권 리서치

HUT: 계약 3 개 단계 중 2 개는 비소구 채권 조달 완료, 남은 변수는 텍사스 승인

사이트	규모(유틸리티 / IT)	테넌트·계약	조달	일정
River Bend 1 단계(LA)	330 / 245MW	Fluidstack, Google 재무 백스톱, 최종 사용자 Anthropic. 약 70 억 달러	비소구 채권 32.5 억 달러	첫 데이터홀 2Q27
River Bend 확장(LA)	— / 잠재 1,000MW	Fluidstack 우선협상권(ROFO)	—	부지 전력 증설이 조건
Beacon Point 1 단계(TX)	500 / 352MW	고신용 기업, 트리플넷. 약 98 억 달러	비소구 채권 42.5 억 달러	첫 데이터홀 3Q27, 12/17 무조건부 분류 기대
Beacon Point 2 단계(TX)	500 / 352MW	1 단계와 같은 테넌트, 기간 15→17 년. 약 98 억 달러(연장 반영 여부 공시 없음)	프로젝트 조달 추진 중	첫 데이터홀 2Q28
Poolin 서텍사스 2 곳	최대 230MW / —	미계약. 인수 대가 최대 1.8 억 달러	—	12 월 종결 예정(매도인 연장권·잔여 조건). 230MW 는 최종 전력 승인·인프라 개발 조건
그린필드 파이프라인	약 6,480MW / —	미계약(ERCOT 비중 5% 미만)	—	—

자료: Hut 8, 키움증권 리서치 주) 계약가치는 기본계약가치. River Bend 는 포트폴리오 약 266 억 달러에서 Beacon Point 캠퍼스 약 196 억 달러를 뺀 값

CIFR: 계약 3 곳은 건설·인도 중, 파이프라인은 대부분 ERCOT 분류 대기

사이트	규모 (gross)	테넌트·계약	전력·ERCOT	일정
Barber Lake(TX)	300MW	Fluidstack 10 년(Google 지원) + AI 랩 10 년, 약 91 억 달러	공시 없음	4Q26~1Q27 데이터홀 단계 인도, 11/2 첫 51MW(IT) RFS
Black Pearl(TX)	300MW	IG 하이퍼스케일러 15 년, 55 억 달러	계통 전력	2026 년 8 월 첫 단계 임대 개시
Stingray(TX)	100MW	IG 하이퍼스케일러 15 년, 20 억 달러	base load	셀 4Q26 완공, 2027 년 단계 인도
Reveille(TX)	70MW	임대 협의 중	ERCOT 연계 승인, 배치 절차 밖	3Q27 목표
Ulysses(오하이오)	200MW	임대 협의 중	ERCOT 아님(PJM), 연계 승인	4Q27 목표
Horizon(TX)	70MW	없음(3Q26 인수)	연계 계약 체결, 75MW 미만이라 현재 배치 절차 밖	2029 년 전력 투입 예상
Colchis(TX)	1,000MW	다수 상대방과 협의	조건부 base load	최종 분류 12 월, 2028 년 목표
Mikeska / Apollo / Stingray 2 단계(TX)	500 / 900 / 200MW	없음	조건부 studied load + PCLR	Mikeska 2028~2029 년, 나머지 2030 년 이후 목표
McLennan(TX)	500MW	없음	조건부 studied load	2028~2029 년 목표

자료: Cipher Digital, 키움증권 리서치 주) 규모는 gross 기준. 계약 매출은 기본 임대기간 기준.
Colchis·Mikeska·Apollo·Stingray 2 단계·McLennan 의 목표 시점과 규모는 ERCOT 배치 연구 결과에 따라 바뀔 수 있음

GLXY: 계약된 전력은 Helios I 800MW 뿐, 나머지는 텍사스 승인·임차인 대기

사이트	규모	테넌트·계약	ERCOT	일정
Helios I Phase I	IT 133MW(gross 약 200MW)	CoreWeave 15 년	기승인 base load	2Q26 전량 인도, 3Q26 첫 full quarter
Helios I Phase II	IT 260MW(gross 약 400MW)	CoreWeave 15 년	기승인 base load 범위	데이터홀 인도 2Q27 시작
Helios I Phase III	IT 133MW(gross 약 200MW)	CoreWeave	기승인 base load 범위	임대 개시 2028 년, 부채 조달 1H27
Helios II	gross 830MW	임차인 없음(IG 상대와 협의)	기승인 base load(12 월 감사 결과 대상)	전력 투입 가장 이르면 2028 년 중반
Helios III	gross 1,000MW	없음	조건부 studied load	2027 년 4 월 배분 윤곽
Caspian	gross 약 700MW	없음	조건부 studied load(재심 기각)	2027 년 4 월 배분 윤곽
Selene	gross 약 900MW	없음	조건부 studied load	2027 년 4 월 배분 윤곽
Merlin I·II(TX)	gross 약 74MW / 426MW	없음	공시 없음	공시 없음
Helios IV	gross 1,000MW	없음	공시 없음	공시 없음(확장 기회)

자료: Galaxy Digital, 키움증권 리서치 주) Helios I·II 의 기승인 base load 1.6GW 이상도 조건부 Batch Zero 분류에 포함됨(회사: 대체로 영향 없음)

Compliance Notice

- 당사는 11 월 25 일 현재 보고서에 언급된 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 본 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에서 언급된 기업의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- "코어위브" 종목은 11 월 23 일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.

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.