

[아이렌 26Q4 Preview] 채굴이 빠지는 속도를 AI 가 따라잡을까, 투자의견 매수 유지

26.08.19 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com



8 월 28 일, 전환의 저점을 지났는지 확인하는 자리

아이렌은 8 월 28 일 6 월 분기(회계연도 2026 년 4 분기) 실적을 발표한다. 원래 비트코인 채굴 회사였지만, 지금은 데이터센터 전력과 GPU 를 빌려주는 **AI 클라우드** 사업으로 몸을 바꾸는 중이다. 문제는 그 전환이 매끄럽지 않다는 점이다. GPU 를 놓기 위해 채굴 장비를 뜯어내면 채굴 매출이 먼저 빠지고, AI 매출은 나중에 붙는다. 그래서 3 월 분기 매출은 1 억 4,480 만 달러로 두 분기 연속 줄었고, 시장 평균 전망(컨센서스)을 34% 하회했다. 이번 분기의 질문은 단순하다. 그 저점을 지났는가, 아니면 한 분기 더 밀렸는가.

AI 클라우드 증가분이 채굴 감소분을 처음 넘어서는지가 관건

3 월 분기 기준 AI 클라우드는 3,360 만 달러, 비트코인 채굴은 1 억 1,120 만 달러였다. 채굴이 분기마다 1,000 만~2,000 만 달러씩 줄어드는 흐름이 이어진다면, AI 클라우드가 그보다 더 늘어야 총매출이 반등한다. 아직 덩치 차이가 커서 산술적으로 쉽지 않은 구도다. 다만 AI 클라우드 비중이 처음 20%를 넘었고 직전 1 년 사이 약 4.8 배로 커졌다는 점은 방향성 자체는 살아 있다는 신호다. 총매출 숫자보다 두 사업의 증감 폭을 나란히 놓고 보는 편이 이번 분기를 읽는 데 훨씬 유용하다.

마이너스로 돌아선 마진(이익률)의 복귀 여부가 진짜 시험대

3 월 분기 매출총이익률은 -11.31%로 여섯 분기 연속 하락 끝에 마이너스로 내려갔고, 영업이익률은 -67.77%였다. 순손실 2 억 4,780 만 달러에는 채굴 장비 해체에 따른 현금이 나가지 않는 손상차손 1 억 4,040 만 달러가 섞여 있지만, 그걸 빼도 시장 눈높이와의 거리는 남는다. 잉여현금흐름(회사가 실제로 손에 쥐는 현금)은 13 억 6,282 만 달러 유출로 아홉 분기 연속 마이너스, 최근 8 개 분기 누적으로는 34 억 7,400 만 달러가 나갔다. 마진이 플러스로 돌아온다면 AI 매출이 고정비를 흡수하기 시작했다는 뜻으로 읽을 수 있고, 현금 유출 폭이 정점을 지나는지도 같은 맥락에서 지켜볼 대목이다.



아이렌 주가와 12개월 선행 주당순이익의 추이



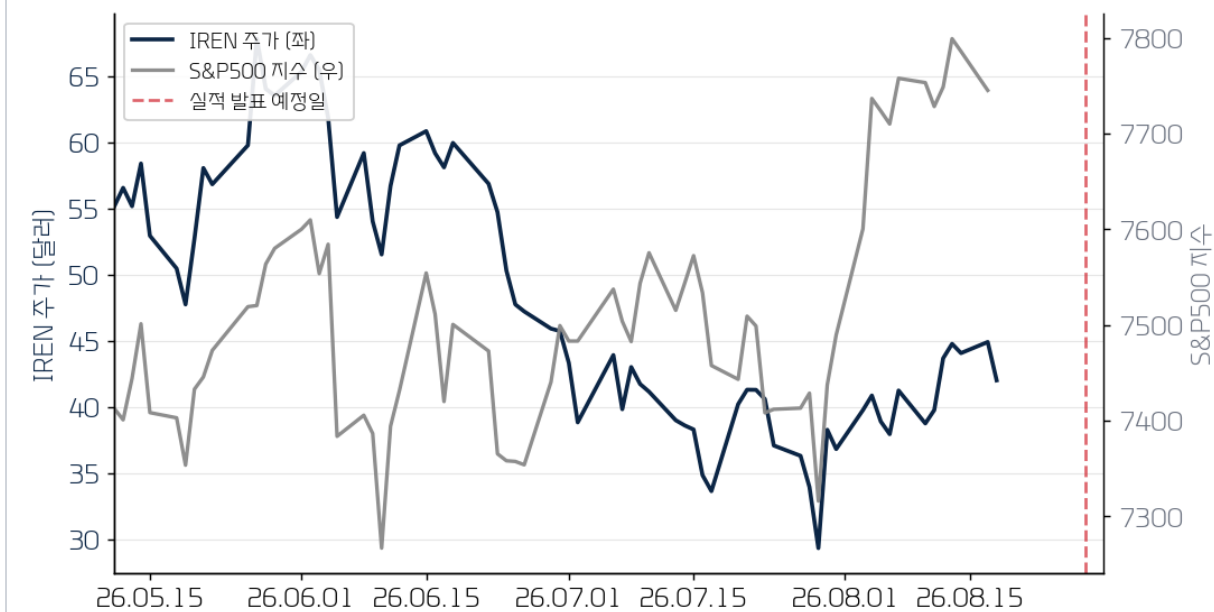
서사는 계속 커졌지만 인식 시점은 두 번 밀렸다

회사가 확보했다고 밝힌 계약 기준 연간반복매출은 31 억 달러, 확보 전력은 5 기가와트다. 엔비디아는 GPU 배치 진척에 연동해 21 억 달러를 집행했고, 8 월 13 일에는 호라이즌 1 을 마이크로소프트에 인도했다는 소식과 함께 2026 년 480 메가와트·2027 년 1.2 기가와트 목표가 다시 제시됐다. 그림 자체는 계속 넓어지는 중이다. 문제는 마이크로소프트 매출과 추가 GPU 5 만 대분 매출의 인식 개시 시점이 두 분기 연속 뒤로 밀려 달러 기준 2026 년 3 분기로 제시됐다는 점이다. 이번 콜에서 그 시점이 재확인되는지, 아니면 세 번째로 밀리는지가 이날 주가 반응의 갈림길이 될 공산이 크다.

주가는 이미 하반기 램프를 상당 부분 당겨 반영했다

3 월 분기 실적이 크게 하회했는데도 발표 당일 주가는 7.7% 올랐고, 직전 한 달 수익률은 66%에 달했다. 숫자보다 서사가 이겼던 셈이다. 그 결과 향후 12 개월 기준 주가수익비율은 100 배, 주가순자산비율은 6.9 배로 5 년 평균의 2~3 배 수준까지 올라왔다. 이연에 대한 가격의 관용도가 그만큼 얇아졌다는 뜻이기도 하다. 옵션시장이 반영한 예상 변동폭은 23.5%, 30 일 내재변동성은 98%로 이번 발표를 큰 이벤트로 보고 있다. 풋/콜 거래량 비율 0.43 은 콜 중심 포지셔닝을, 25 델타 스큐 -4.25 는 하방 보험 수요가 함께 얹혀 있음을 보여준다. 위를 보되 아래도 대비해 둔 배치다.

아이렌 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90 일



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

상회·부합·하회를 가르는 기준과 우리 입장

우리는 6 월 분기 매출을 1 억 5,000 만~2 억 1,000 만 달러, 조정 주당순이익을 -0.85~0.05 달러로 넓게 잡아뒀다. 손상차손과 평가손익 같은 현금이 오가지 않는 항목이 최근 손익을 지배해 왔기 때문이다. 상회로 읽을 조건은 매출총이익률의 플러스 복귀와 AI 클라우드 증가분의 채굴 감소분 초과가 동시에 나타나는 경우, 부합은 둘 중 하나만 개선되는 경우다. 하회는 마이크로소프트 매출 인식이 세 번째로 이연되거나 현금 유출이 더 커지는 경우로, 배수가 이미 높은 만큼 이번엔 서사가 숫자를 덮어주지 않을 여지도 있다. 계약과 전력, 자금은 채워졌고 FY27 매출 전망은 28 억 달러대로 훼손되지 않았다는 점에서 방향에 대한 판단은 바꾸지 않는다. 다만 실행 기록이 두 번 밀린 상태에서 가격은 앞서 나갔다. 발표를 앞둔 현재 투자 의견은 **매수**를 유지하되 확신도는 중간에서 낮음으로 조정한다.

한눈에 보는 관전 포인트

관전 포인트	시장 눈높이(컨센서스)	회사 가이드스	우리가 보는 초점
6 월 분기 매출	해당 분기 컨센서스 미제공, 9 월 분기 5 억 1,958 만·12 월 분기 7 억 3,773 만 달러 전제	분기 매출 가이드스 미제시	우리 추정 1 억 5,000 만~2 억 1,000 만 달러, 총매출 반등 여부
AI 클라우드 대 채굴	하반기 램프 집중을 전제	2026 년 말 연간반복매출 37 억 달러·GPU 15 만 대	AI 증가분이 채굴 감소분을 처음 넘어서는지
매출총이익률	흑자 전환 시점에 대한 명시 전망 부재	별도 마진 목표 미제시	-11.31%에서 플러스 복귀 여부
주당순이익	FY26 순이익 전망은 기계적 하향 불가피	미제시	우리 추정 -0.85~0.05 달러, 추가 손상차손 규모
현금흐름·설비투자	별도 컨센서스 없음	2026 년 480 메가와트·2027 년 1.2 기가와트	잉여현금 13 억 6,282 만 달러 유출의 정점 통과 여부
다음 분기 인식 시점	달력 2026 년 3 분기 램프 개시를 전제	마이크로소프트·추가 GPU 5 만 대분 매출 3 분기 반영	세 번째 이연이 나오는지 최대 변수

※ 투자 의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중 축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강제·중립·약세)과
확신도(높음·중간·낮음)를 결합해 부여하며, 목표주가 대비 기대수익률을 기준으로 산정한 등급이 아니다.
상향·유지·하향은 같은 종목 직전 발간물의 등급과 비교한 결과다.

Compliance Notice

- 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 정보를 제공할 목적으로 인공지능(AI) 기술을 활용하여 생성되었으며, 투자권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.
 - AI가 생성한 본 자료의 내용은 금융투자분석사가 최종 검수하였으나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.
-