

[아이렌 26Q4 Review] AI 클라우드가 채굴을 처음 추월, 투자의견 매수 유지

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



핵심 요약

- AI 클라우드가 채굴 매출 첫 주월, 비중 51.4%
- 조정 EBITDA 1,920 만 달러로 67.7% 감소
- FY27 capex 250 억~300 억, 확약 재원은 140 억

6 월 분기 매출은 1 억 3,720 만 미국 달러로 전분기 대비 5.2% 줄었지만, 매출의 성격이 바뀌었다. AI 클라우드 7,050 만 달러가 비트코인 채굴 6,670 만 달러를 처음으로 넘어서며 비중 51.4%를 차지했다. FY26 연간 매출은 7 억 700 만 달러로 전년 대비 41.1% 늘었고, 발표 직전 시장 평균 전망(컨센서스) 7 억 170 만 달러를 0.8% 상회했다. 반면 분기 순손실은 6 억 8,400 만 달러로 사상 최대인데, 이 가운데 4 억 5,040 만 달러가 채굴 장비 해체에 따른 비현금 손상차손이다. 발표 당시 주가는 39.58 달러로 3 개월간 37.7% 밀린 자리였다.

전환의 실체는 계약 지표에서 확인된다. 경영진은 "2026 년 용량에 대해 연간반복매출 40 억 달러가 계약됐고, 그중 10 억 달러는 이미 가동 중"이라고 밝혔다. 직전 분기까지 하나의 숫자로만 제시하던 연간반복매출을 계약 기준과 실제 가동 기준으로 쪼갠 것이 이번 분기의 변화다. 계약 기준은 3 월 분기의 37 억 달러에서 올라왔고, 회사는 이 수치가 회계 매출과 다르며 인식 매출은 크게 낮을 수 있다고 못 박았다. 6 월 분기 매출을 단순 연환산하면 5 억 4,880 만 달러이니 가동 기준 10 억 달러와도 두 배 가까운 간격이 남아 있다. 마이크로소프트 向 호라이즌 1 이 8 월 인도됐고 호라이즌 2 3 4 가 12 월 분기를 겨냥한다는 설명이 이 간격을 메울 일정표다.

수익성은 반대 방향이다. 조정 EBITDA(상각전 영업이익)는 분기 1,920 만 달러로 직전 5,950 만 달러 대비 67.7% 줄었고, 마진(이익률)도 41.1%에서 14.0%로 내려왔다. 연간으로도 2 억 4,570 만 달러로 전년보다 8.9% 감소했다. 매출이 41% 늘어난 해에 이익 지표가 뒷걸음질한 셈인데, 회사는 인력 증가와 매출 램프에 앞선 플랫폼 투자를 이유로 들었다. 채굴 쪽은 정리 국면이다. 경영진은 "채굴 사업은 2026 년 12 월 말까지 사실상 해체될 것"이라고 못 박았다. 손상차손을 제외한 연간 손실은 약 6,380 만 달러로, 컨센서스 순손실 2 억 3,687 만 달러보다 오히려 작다. 손실의 무게가 영업 훼손보다 자산 정리에 실려 있다는 뜻이다.

관건은 조달이다. 쿨에서 FY27 자본지출이 250 억~300 억 달러로 제시됐고, GPU 관련 지출은 15~20% 늘어난다는 안내가 붙었다. 현금과 확약된 GPU 파이낸싱, 고객 선수금을 다 합쳐도 140 억 달러여서 간격이 크다. 경영진은 "65 억 달러 규모 GPU 금융을 조달했고 그중 28 억 달러는 투자등급 오프테이크 없이도 한 자릿수 금리에 가격이 매겨졌다"며 조달 능력을 강조했다. 마이크로소프트 계약용 36 억 달러가 6.0%인 데 비해 비투자등급 고객 대응분은 9.0% 고정이다. 3%포인트 격차는 고객 믹스가 회수 경제성에 그대로 반영된다는 의미다. 골드만삭스는 이 자본지출이 계약된 800 메가와트만을 위한 것인지, 140 억 달러 이후의 조달 계획은



무엇인지를 직접 물었다. 계약을 따내는 것보다 GPU 를 실제로 가동시키는 것이 병목이라는 경영진의 표현대로, 서사의 축은 수주에서 실행과 자금으로 옮겨갔다.

펀더멘털은 **보통**이다. 매출 구성 전환과 2026 년 용량 완판은 확인됐지만 이익 지표가 아직 따라오지 못했다. 밸류에이션은 **적정**이다. 향후 12 개월 예상 EV/EBITDA 8.94 배는 직전 14.56 배에서 5 년 평균 7.0 배 근처까지 내려왔고, 매출 대비 주가배수 4.40 배만 5 년 평균 3.2 배 대비 프리미엄이 남아 있다. 투자 의견은 **매수**를 유지하되 확신도는 낮음에서 중간으로 조정한다. 계약 잔여 갭이 해소되고 단가가 메가와트당 연 2,000 만 달러 초과로 수치화되며 잉여현금 유출이 1 억 6,710 만 달러까지 줄어든 점은 개선이지만, 매출의 아홉 배에 달하는 FY27 자본지출과 미확정 조달분이 그만큼의 할인을 요구한다.

항목	이번 분기 실적	시장 전망(컨센서스)	실적 vs 시장	회사 전망(가이던스)
FY26 매출	7 억 700 만 달러	7 억 170 만 달러	+0.3%	—
6 월 분기 매출	1 억 3,720 만 달러	—	—	—
FY26 영업손익(GAAP)	손상차손 6 억 3,880 만 달러 반영	-6 억 8,015 만 달러	+200.0%	—
FY26 순손익(GAAP)	-7 억 260 만 달러	—	—	—
FY26 순손익(손상차손 제외)	-6,380 만 달러	-2 억 3,687 만 달러	+100.0%	—
FY26 주당순손익 컨센	—	-0.696 달러	—	—
분기 조정 EBITDA	1,920 만 달러 (전분기 -67.7%)	—	—	—
잉여현금흐름	-1 억 6,710 만 달러	—	—	—
FY27 자본지출	—	—	—	250 억~300 억 달러 (확약 자원 140 억)

이번 분기 실적 (컨센서스 대비)

항목	25 Q4	26 Q3	26 Q4 컨센	26 Q4 실적	26 Q4 서프라이즈	27 Q1(E)
매출	0.19	0.14	0.14	0.14	+0.32%	0.28
순이익	0.17	-0.25	-0.20	—	—	-0.16
EPS	0.66	-0.74	-0.52	—	—	-0.39

서프라이즈 = (실적-컨센)/컨센 · 단위: 십억 USD (EPS 제외) · 출처: LSEG I/B/E/S

※ 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.

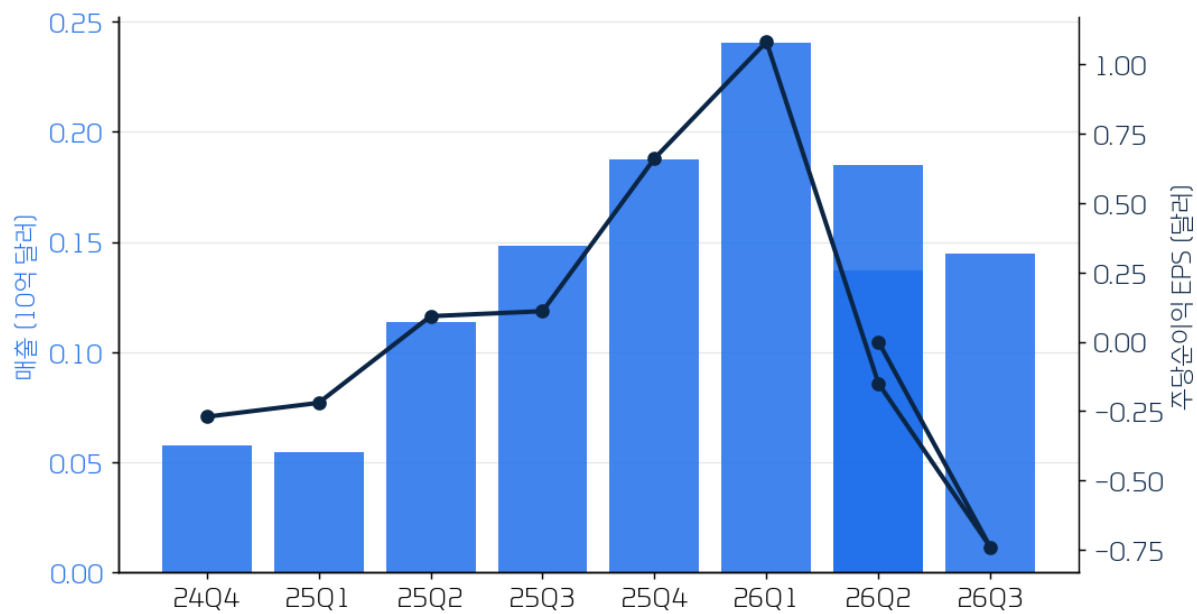
재무 요약 (I/B/E/S 컨센서스)

항목	FY Jun-25	FY Jun-26	FY Jun-27 (E)	FY Jun-28 (E)	FY Jun-29 (E)
매출 (Revenue)	0.50	0.71	2.90	5.82	11.08
↳ 증가율	165.43%	41.11%	310.27%	100.63%	90.47%
매출총이익	0.34	0.07	2.47	5.12	10.69
↳ 마진	68.26%	9.84%	85.25%	87.98%	96.41%
EBITDA	0.27	—	2.09	4.83	7.16
↳ 마진	53.82%	—	71.88%	83.06%	64.63%
영업이익 (EBIT)	0.02	—	0.30	1.14	1.24
↳ 마진	3.46%	—	10.49%	19.53%	11.15%
순이익	0.08	—	-0.03	0.65	0.72
↳ 마진	15.56%	—	-1.18%	11.14%	6.52%
EPS	0.35	—	-0.59	1.49	1.31
↳ 증가율	-220.69%	—	—	-353.75%	-12.08%
잉여현금흐름 (FCF)	-0.33	-2.34	-7.12	-3.38	-7.43
P/E	—	37.4x	—	27.3x	31.0x

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

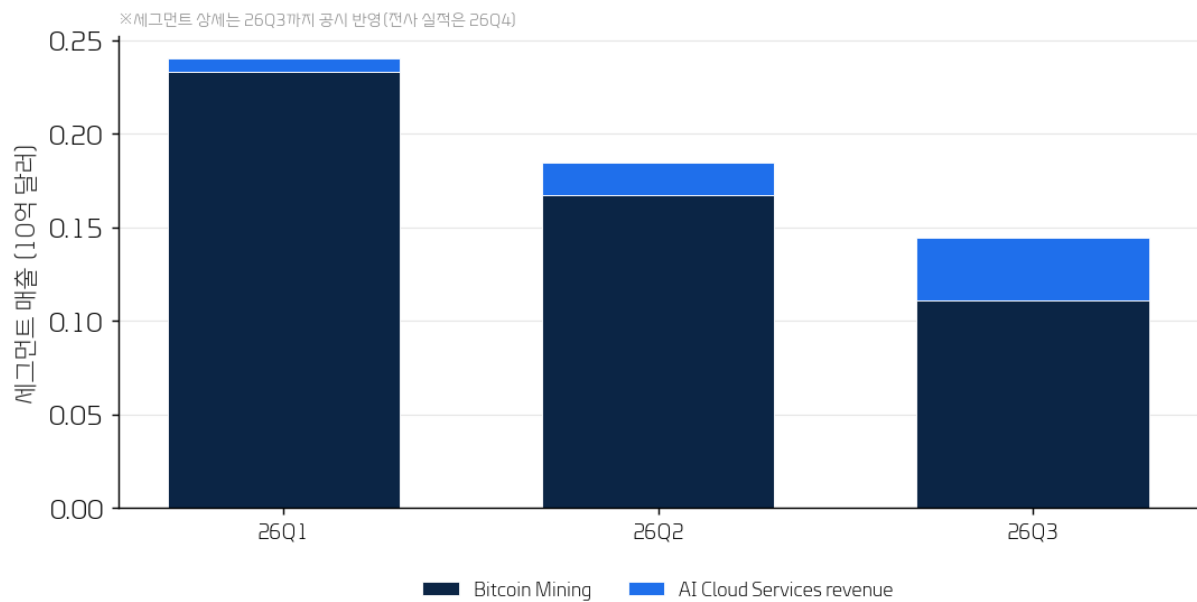
주: 증가율은 YoY, 단위는 십억 USD

분기 매출·주당순이익(EPS) 추이



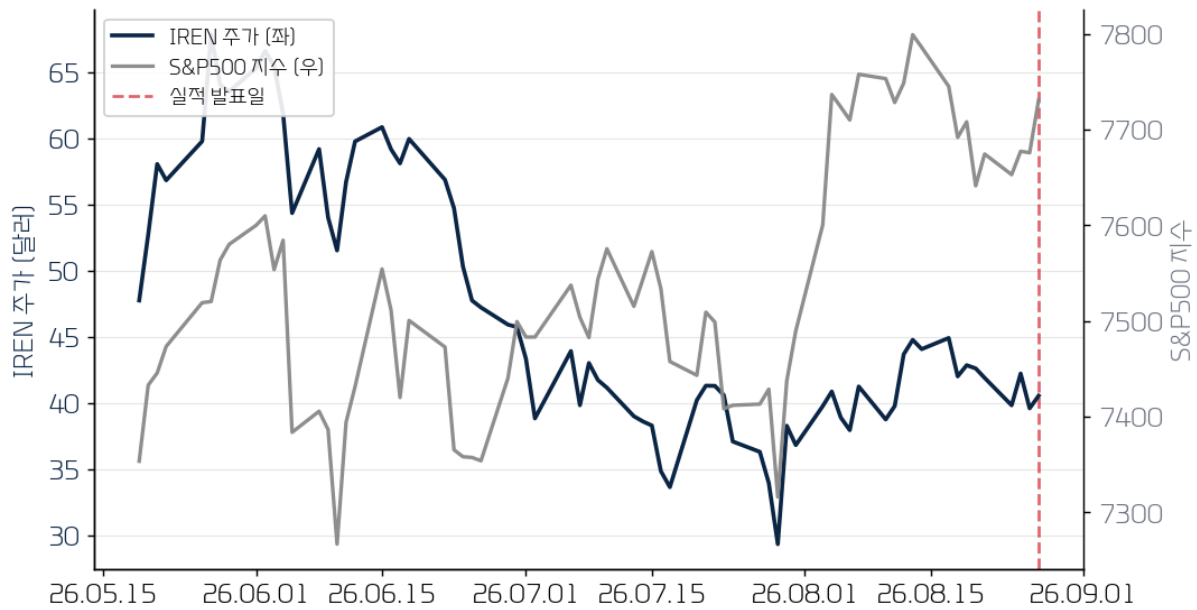
자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



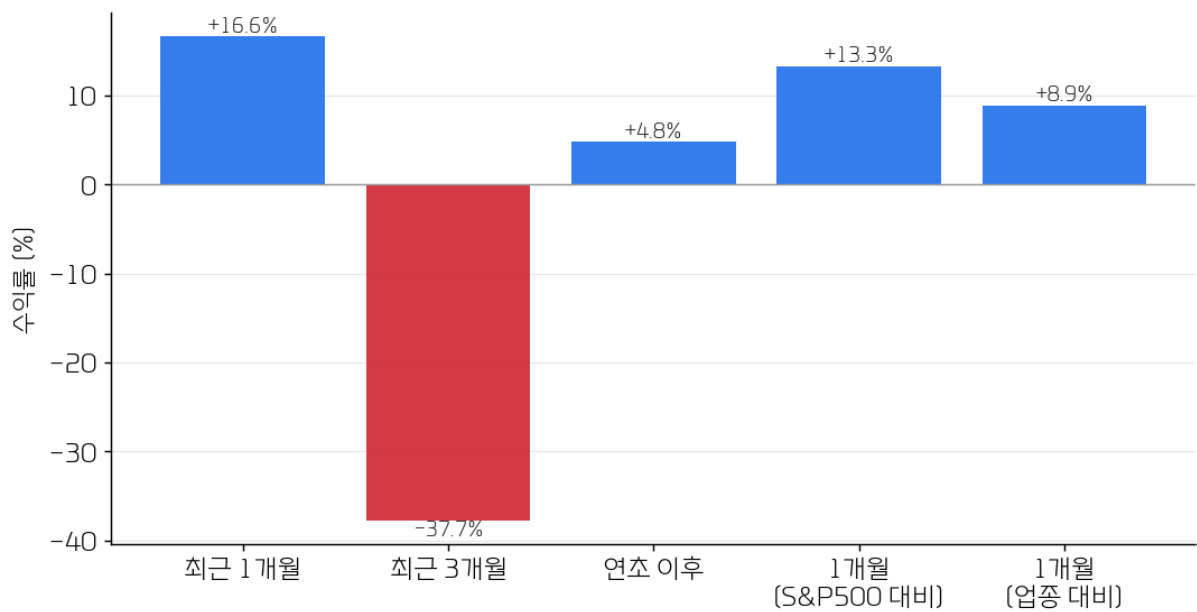
자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

실적 발표 전후 주가 추이



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

수익률 (절대·시장/업종 대비)



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

6 대 팩터 점수



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

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.