



미국 **AI** 인프라

Time To Power

데이터센터 병목과 세 가지 해법

PMDC, 온사이트, Powered shell



2026.9.17

선진국기업분석 강재구 jaekoo.kang@hanafn.com

선진국기업분석 김시현 sihyun_kim@hanafn.com

RA 이재은 jaeeunlee@hanafn.com

하나증권

미국 AI 인프라 Overweight

Time to power: 데이터센터 병목과 세 가지 해법 (PMDC, 온사이트, Powered shell)

Summary

- ✓ AI 데이터센터 전력 문제의 핵심은 원하는 부지에서 실제 전력 사용 가능 여부
- ✓ 계통연결, 발전·전력장비, 숙련인력과 인허가 등의 병목이 동시에 길어지는 상황
- ✓ 모듈형 건설, 현장발전, 기존 확보 전력 활용의 가치가 높아질 것

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(Bloomberg)	현재주가(9월15일)
이턴코퍼레이션 (ETN.US)	N/R	490.70	392.40
블룸에너지 (BE.US)	N/R	289.90	259.35
EROCK (EROC.US)	N/R	22.50	11.04
Galaxy Digital (GLXY.US)	N/R	40.62	22.29
Cipher Digital (CIFR.US)	N/R	32.17	15.09

목차

Summary	2
I. AI 데이터센터, 전력보다 시간이 부족하다	5
II. 전력 확보 시간을 결정하는 네 가지 병목	9
III. 세 가지 해법: PMDC, 온사이트, 가상자산 채굴시설	15
IV. 투자아이디어: 전력 확보 시간을 어디서 살 것인가	21
기업분석	
이턴코퍼레이션 (ETN.US)	36
협력과 인수로 모듈형 포트폴리오 강화 중	
블룸에너지(BE.US)	40
납기와 상대적 수용성의 강점	
EROCK (EROC.US)	44
계통을 기다리는 시간을 판매하는 기업	
Galaxy Digital (GLXY.US)	48
핵심은 승인 받은 전력의 판매	
Cipher Digital (CIFR.US)	52
이미 계약된 700MW + 추가 수주 가시성	

2026년 9월 17일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

* CP는 2026년 9월 15일

이턴코퍼레이션 (ETN.US)

시장 TP 392.90 USD | CP 490.70 USD

블룸에너지 (BE.US)

시장 TP 259.30 USD | CP 289.90 USD

EROCK (EROE.US)

시장 TP 22.50 USD | CP 11.04 USD

Galaxy Digital (GLXY.US)

시장 TP 40.62 USD | CP 22.29 USD

Cipher Digital (CIFR.US)

시장 TP 32.17 USD | CP 15.09 USD

미국 AI 인프라

Time to power: 데이터센터 병목과 세 가지 해법 (PMDC, 온사이트, Powered shell)

AI 데이터센터 전력 문제의 핵심은 공급량보다 사용 가능한 시점

AI 데이터센터를 중심으로 전력 수요가 공급능력보다 빠르게 늘고 있다. ERCOT의 대규모 부하 전력연계 신청은 2024년 12월 약 63GW에서 2026년 8월 474GW 이상으로 약 20개월 만에 7배 이상 증가했다. 2026년 3월 전체 410.6GW 가운데 데이터센터 관련 신청은 355.8GW로 87.6%를 차지했지만, 신청 증가가 실제 전력 사용으로 같은 속도로 이어지는 것은 아니다. 2025년 6월부터 2026년 3월까지 2028년 목표 대형부하 신청은 102% 증가했으나, 계통 검토를 마친 이후 단계의 전력은 42% 증가하는 데 그쳤다. AI 데이터센터의 문제는 미국에 전기가 없다는 것보다 필요한 위치에서 필요한 시점에 사용할 수 있는 전력이 부족하다는 것이다.

전력망·장비·인력·인허가, 가장 늦는 병목이 데이터센터 가동일을 결정

전력 확보 시간은 계통연결만의 문제가 아니다. 수백MW의 신규 부하를 수용하기 위해 송전망과 변전소를 검토해야 하고, 계통을 우회해 자체 발전을 선택해도 가스터빈·가스엔진·변압기 등 발전·전력기기의 공급 병목을 다시 만난다. 현장에서는 전기기사와 정비공 등 숙련 인력이 부족하고, 전력과 장비가 준비돼도 지역사회 반대와 인허가를 해결하지 못하면 가동이 늦어진다. 데이터센터의 실제 상업가동일은 전력망, 장비, 시공, 인허가 가운데 가장 늦게 해결되는 병목에 맞춰진다.

시간을 줄이는 세 가지 방법: 모듈화·현장발전·이미 확보한 전력

Time-to-Power가 길어질수록 데이터센터 사업자는 기다리는 대신 시간을 사게 된다. 첫 번째는 데이터센터를 현장에서 처음부터 건설하지 않고 공장에서 사전 제작해 조립하는 PMDC다. Vertiv가 제시한 PMDC의 배포기간은 10~18개월로 전통 데이터센터의 최대 6년보다 짧다. 두 번째는 계통연결을 기다리지 않고 부지에서 직접 전력을 생산하는 현장발전이다. 세 번째는 신규 전력 확보 대신 가상자산 채굴업체 등이 이미 확보한 계통연결과 변전소·부지를 AI 데이터센터로 전환하는 방식이다. 데이터센터 경쟁력이 얼마나 많은 전력을 신청했는가에서 얼마나 빨리 실제 사용할 수 있는가로 이동하고 있다.

Time-to-Power 수혜주

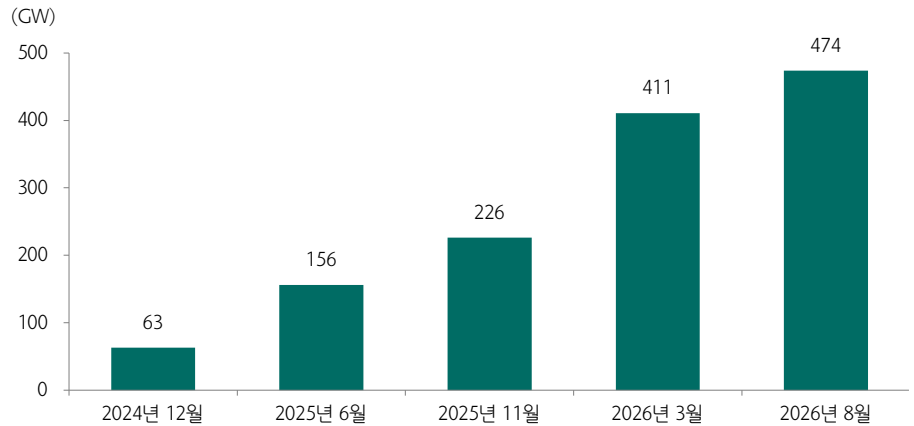
전력 확보 시간을 단축하거나 확보한 전력의 가치가 높아지는 기업에 주목한다. 모듈형 데이터센터의 ETN, 빠른 현장발전의 BE·EROE, 확보 전력을 AI 데이터센터로 전환하는 GLXY·CIFR를 추천·관심종목으로 제시한다.

Analyst 강재규 jaekoo.kang@hanafn.com
Analyst 김시현 sihyun.kim@hanafn.com
RA 이재은 jaeeunlee@hanafn.com

Key Chart

전력 수요는
약 20개월 만에
7배 이상 증가한 수준

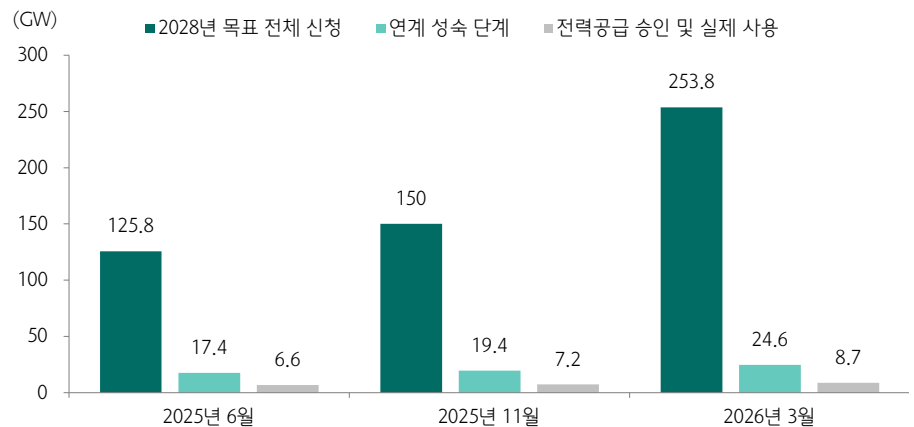
도표 1. ERCOT 대규모 부하 전력연계 신청과 데이터센터 비중 추이



자료: ERCOT, 하나증권

전력 수요는
20개월 동안
약 102% 증가
Vs.
계통 검토를 마친
이후 단계 전력(공급 예정)은
동일 기간
약 42% 확대

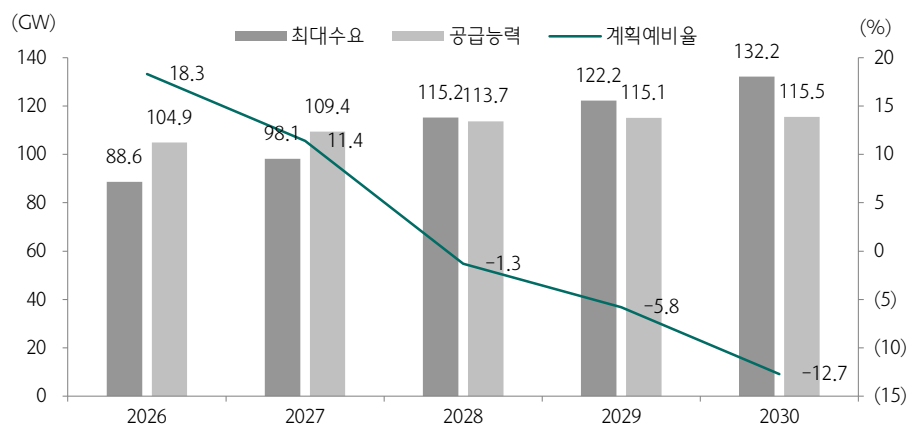
도표 2. 2028년 목표 대형부하의 계통연계 단계별 물량 추이



자료: ERCOT, 하나증권

낮아지는 ERCOT의
여름 최대부하 시간 기준
계획 예비율:
2026년 20.9%
→ 2028년 -1.3%
→ 2030년 -12.7%

도표 3. ERCOT 여름 최대부하 시간 기준 계획예비율 전망



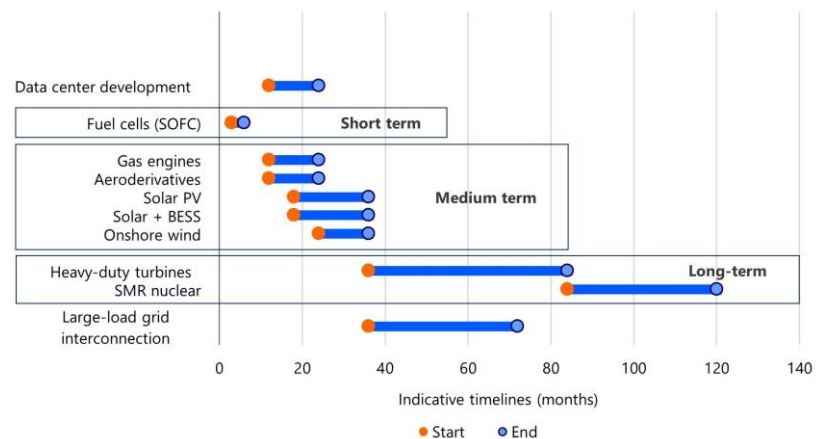
자료: ERCOT, 하나증권

도표 4. PMDC와 전통 데이터센터 비교

항목	PMDC	전통 데이터센터
배포 기간	10~18개월	최대 6년
비용 효율성	낭비 감소, 운영비(OpEx) 관리 용이	높은 초기 자본지출(CapEx) 필요
확장성	적층·반복 가능한 구조	부지별 맞춤 설계로 확장 제한적
기술 갱신 주기	36~72개월마다	드물고 긴 업그레이드 주기
컴플라이언스	사이트 간 사전 인증 완료	단계별 개별 검증 필요
보안 표준	FISMA, FedRAMP, ICD 705 요건 충족	사이트별 맞춤 구축

자료: Vertiv, 하나증권

도표 5. 발전원별 발주부터 상업운전까지 소요되는 개월 수 비교



자료: BNEF, Lazard, EIA, 하나증권

도표 6. 확보한 전력의 수익화 방식은 임대형과 컴퓨팅형으로 나뉜다

구분	데이터센터 임대형	수직계열형 AI Cloud
대표기업	CIFR, GLXY	IREN
보유자산	전력, 부지, 건물, 냉각	전력, 부지, 건물, 냉각 + GPU
판매	데이터센터 용량	GPU 컴퓨팅
주요 현금흐름	임대료, NOI, 임대 EBITDA	AI Cloud 매출
주요 자본부담	데이터센터 건설	데이터센터+GPU
평가기준	COD, NOI, 잔여 CapEx	ARR, GPU 회수기간, SOTP

자료: 하나증권

1. AI 데이터센터, 전력보다 시간이 부족하다

1) 전력연계 신청 20개월 만에 7배 이상 증가

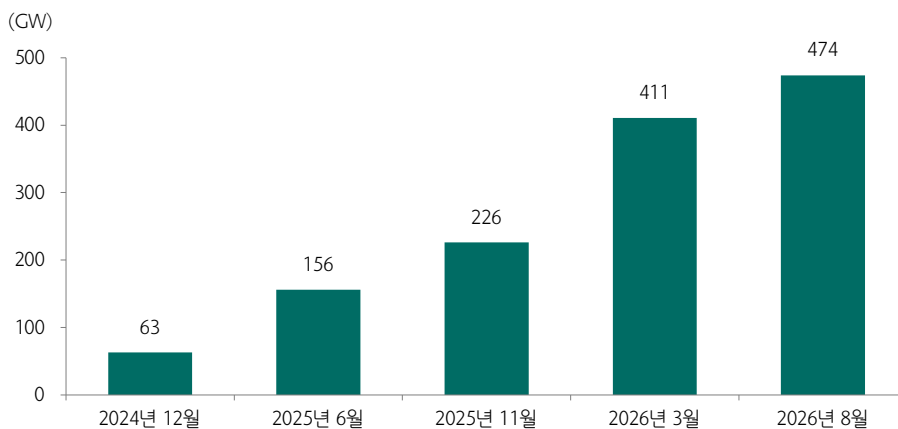
AI 데이터센터를 중심으로
텍사스의
대규모 전력연계 신청이
빠르게 증가

AI 데이터센터를 중심으로 텍사스의 대규모 전력연계 신청이 빠르게 늘고 있다. 텍사스 에너지 신뢰성 위원회(Energy Reliability Council of Texas, ERCOT)가 집계한 대규모 부하 신청은 2024년 12월 약 63GW에서 2025년 6월 약 156GW로 증가했다. 같은 해 11월에는 약 226GW, 2026년 3월에는 410.6GW까지 늘었다. 2026년 8월에는 474GW를 넘어섰다. 약 20개월 만에 7배 이상 증가한 규모다.

전력 수요 증가는 데이터센터가 주도했다. 2025년 11월 전체 대규모 부하 신청 가운데 데이터센터 비중은 72.9%였다. 2026년 3월에는 87.6%까지 상승했다. ERCOT는 약 410.6GW의 대규모 부하 가운데 355.8GW가 데이터센터 관련 수요라고 집계했다. 2026년 여름에는 전체 신청의 약 90% 수준을 데이터센터가 차지했다. 신청 전력이 모두 계통에 접속되지 않을 수도 있지만, 짧은 기간에 수백GW의 신규 대형부하가 전력망에 진입하려 하고 있다는 점과 데이터센터 비중이 크다는 점이 중요하다.

도표 7. ERCOT 대규모 부하 전력연계 신청과 데이터센터 비중 추이

전력 수요는
약 20개월 만에
7배 이상 증가한 수준



자료: ERCOT, 하나증권

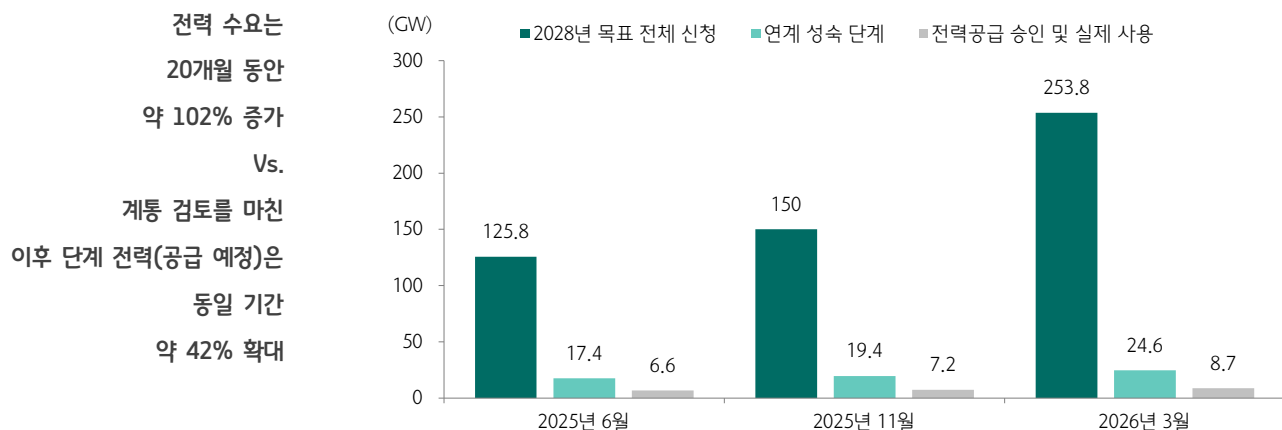
2) 신청 증가속도가 실제 전력 사용에 가까운 물량보다 빨라

텍사스의
전력 수요 확대 속도를
공급이
따라가지 못하는실정

전력연계 신청이 늘어난다고 같은 속도로 데이터센터가 전력을 사용할 수 있는 것은 아니다. IT 기업이 많은 텍사스의 전력 수요 확대 속도를 공급이 따라가지 못하는 실정이다. ERCOT는 신규 대형부하가 기존 송전망과 변전소에 미치는 영향을 검토한다. 주요 계통에 대한 검토를 완료한 후 전력공급을 승인한다. 모든 과정이 완료돼야 데이터센터 등 수요처가 실제로 전력을 사용할 수 있다.

2028년까지 전력 사용을 신청한 대형 부하는 2025년 6월 125.8GW에서 2025년 11월 150.0GW, 2026년 3월 253.8GW로 증가했다. 2025년 6월 대비 약 102% 늘었다. 같은 기간 계통 검토를 마친 이후 단계의 전력은 17.4GW에서 19.4GW, 24.6GW로 확대됐다. 증가는 약 42%다. 전력공급 승인을 받았거나 이미 전력을 사용하고 있는 물량은 6.6GW에서 약 7.2GW, 8.7GW로 약 33% 증대됐다. 2026년 3월 2028년 목표 물량 253.8GW 가운데 주요 계통 검토 완료는 15.9GW, 전력공급 승인은 2.9GW, 실제 사용은 5.8GW였다.

도표 8. 2028년 목표 대형부하의 계통연계 단계별 물량 추이



자료: ERCOT, 하나증권

3) 보수적으로 수요를 반영해도 전력망 여유는 줄어들어

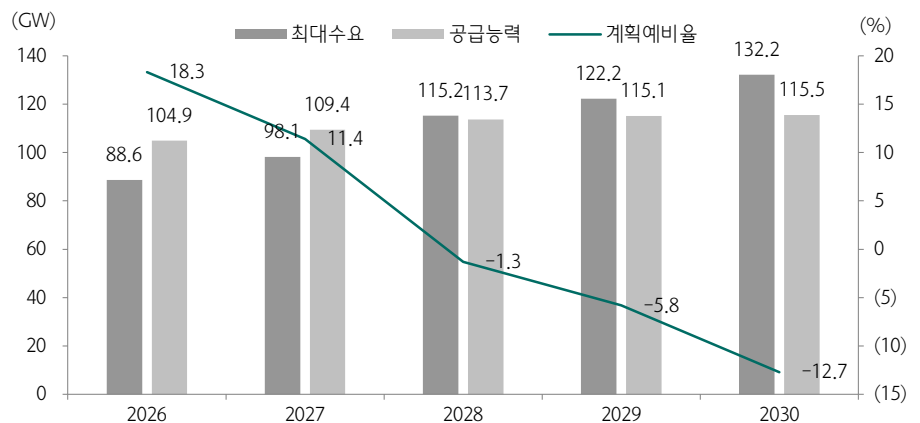
ERCOT가
보수적으로 수요를
산정함에도 불구하고
여름 최대 부하 기준
계획 예비율은 감소:
제한적인 공급 여력 시사

신청 전력을 모두 수요로 가정하지 않아도 중기 전력 공급여력은 빠르게 줄어든다. ERCOT는 신규 데이터센터가 신청한 전력을 그대로 미래 전력 수요에 반영하지 않는다. 과거의 실제 가동률과 일정 지연 등을 반영해 데이터센터 신청 물량을 큰 폭으로 할인해 전망한다. 2025년 12월 전력수급 전망에서는 신규 데이터센터 신청량의 49.8%를 반영했다. 과거 신청 대비 실제 가동 수준과 프로젝트 지연 가능성을 고려한 방식이다.

ERCOT의 여름 최대부하 시간 기준 계획예비율은 2026년 20.9%에서 2027년 11.4%로 하락한다. 2028년에는 -1.3%, 2029년 -5.8%, 2030년 -12.7%까지 낮아진다. (-) 계획예비율이 실제 정전을 의미하는 것은 아니지만, 데이터센터의 급격한 수요 증가를 감당하기 위해 신규 공급능력이나 수요 유연성이 추가로 필요하다는 것을 시사한다.

도표 9. ERCOT 여름 최대부하 시간 기준 계획예비율 전망

낮아지는 ERCOT의
여름 최대부하 시간 기준
계획 예비율:
2026년 20.9%
→ 2028년 -1.3%
→ 2030년 -12.7%



자료: ERCOT, 하나증권

4) 데이터센터 전력 비중이 높아지면 연결 조건도 강화

데이터센터가
지역 전력수요에서
차지하는 비중이 높아질수록

데이터센터가 지역 전력수요에서 차지하는 비중이 높아질수록 자체발전, 저장, 부하유연성 등이 선택적 보완책에서 데이터센터 연결 전략의 일부가 될 가능성이 높다. 현재 AI 산업 및 투자를 주도하고 있는 미국에서 나타나고 있으며, 소버린 AI 등 전 세계 국가들이 AI 인프라를 본격적으로 도입할 경우 전 세계적으로 나타날 수 있는 현상이다.

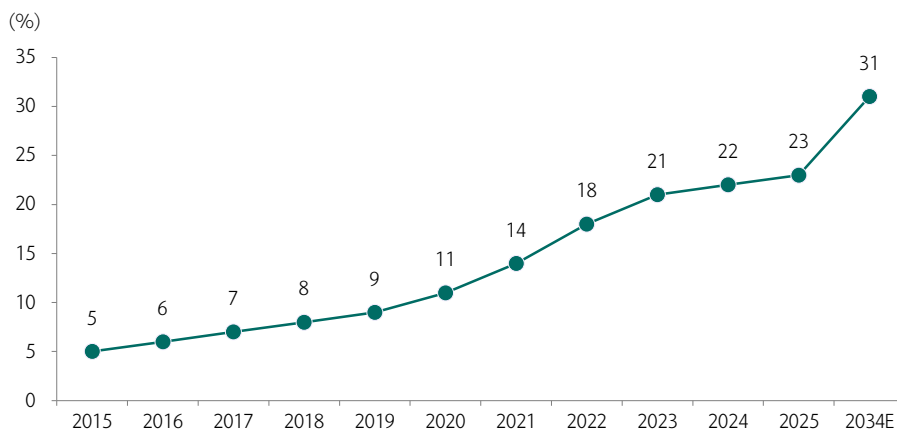
자체발전, 저장, 부하유연성 등이
선택적 보완책에서
데이터센터 연결 전략의
일부가 될 가능성

미국의 연방 에너지 규제 위원회(Federal Energy Regulatory Commission, FERC)는 2026년 6월 6개 지역계통운영기관에 대형부하 연결규칙을 정당화하거나 개편하도록 요구했다. 검토 대상에는 계량기 후단 발전, 유연한 대형부하 서비스, 대형부하와 인접 발전원을 함께 검토하는 방식 등이 포함됐다.

전력망에서 데이터센터 비중이 커지고 있는 아일랜드도 전력 공급책임을 데이터센터 사업자에게 지게 하고 있다. 아일랜드의 데이터센터 전력사용 비중은 2015년 5%에서 2024년 22%, 2025년 23%까지 상승했다. 아일랜드 공공서비스규제위원회(Commission for Regulation of Utilities, 이하 CRU)는 2025년 12월 신규 데이터센터가 요청한 최대 수입전력에 대응하는 발전 또는 저장설비를 현장이나 인근에 확보하도록 연결정책을 확정했다. 계약된 수요를 기준으로 데이터센터 전력사용 비중은 2034년 31%까지 높아질 것으로 전망된다.

도표 10. 아일랜드 전체 계량 전력사용량 중 데이터센터가 차지하는 비중

빠르게 늘고 있는
아일랜드의
데이터센터 전력 사용 비중



자료: 아일랜드 통계청(CRU), 하나증권

2. 전력 확보 시간을 결정하는 네 가지 병목

1) 첫 번째 병목: 전력망

필요한 발전 전력이
존재해도

필요한 발전 전력이 존재해도 데이터센터가 위치한 부지까지 전력을 전달할 수 없으면 사용할 수 없다. 수백MW의 전력을 사용하는 AI 데이터센터는 특정 지역에 신규 부하를 집중시킨다. 기존 송전선과 변전소가 이를 감당할 수 있는지 검토해야 하고, 여러 대형 프로젝트가 동일한 계통에 연결되면 프로젝트 간 영향도 함께 확인해야 한다.

데이터센터가 위치한 부지까지
전력을 전달할 수 없으면
사용할 수 없다

전력 사용 신청 급증은 계통연계 절차의 변화로도 이어지고 있다. ERCOT는 2026년 75MW 이상 대규모 부하를 대상으로 Batch Zero를 도입해 일정 수준의 사업 준비도와 계통연계 요건을 충족한 프로젝트를 묶어 계통 안정성 영향을 검토하기 시작했다. 대규모 부하 신청이 급증하면서 신청한 MW보다 실제 추진 가능성과 전력 사용 시점을 선별하는 과정이 중요해지고 있다는 것을 시사한다.

미국의 최대 지역송전기구(Regional Transmission Organization, RTO)인 PJM Interconnection(이하 PJM)도 ERCOT와 방향은 같다. PJM은 대형부하 증가를 기존 발전자원과 전력망이 안정적으로 수용할 수 있도록 별도의 절차(Large Load)를 검토하고 있다. 데이터센터 수요예측의 정확성도 다시 점검하고 있다. 대규모 데이터센터 요청이 급증하면서 단순 수요예측을 넘어 실제 건설 가능성이 높은 프로젝트를 구분하는 작업 자체가 계통 운영의 중요한 문제가 됐다.

AI 데이터센터의 핵심 문제는 “미국에 전기가 부족하다”보다 필요한 위치에서 필요한 시점에 확정적으로 사용할 수 있는 전력이 부족하다는 표현이 더 정확하다. 데이터센터 사업자 입장에서는 몇 년 뒤 추가 발전소가 건설되는 것보다 자신의 부지가 언제 전력을 받을 수 있는지가 중요하기 때문이다.

도표 11. AI 데이터센터 전력 글로벌 가치사슬

구분	내용
2025년	대형부하 신청 급증
2026년 상반기	Batch Zero 도입
2026년 7월	분기 안정성 평가 요건 구체화
2026년 8월	데이터센터 추가 검증
이후	검증을 거친 프로젝트 중심으로 계통평가 진행

자료: ERCOT, 하나증권

2) 두 번째 병목: 발전 설비와 전력기기

계통을 우회해 자체 발전소를
건설한다고 해서
시간 문제가
완전히 해결되진 않는다

계통을 우회해 자체 발전소를 건설한다고 해서 시간 문제가 완전히 해결되진 않는다. 현장 발전에서도 가스엔진, 가스터빈, 변압기, 스위치기어 및 각종 전력기기 등이 필요하다. 전 세계적으로 AI 데이터센터 투자와 함께 전력망 및 발전설비 투자가 동시에 늘고 있다. 관련 장비 및 부품들의 생산능력의 병목이 해결되지 못하고 있는 실정이다.

글로벌 **가스터빈** 시장은 소수 기업들이 과점하고 있는 상황이다. 가스터빈 생산을 위해 막대한 설비투자를 해야하지만, 생산량이 투자 대비 적기 때문에 진입장벽이 높다. 2026년 2분기 기준 GE버노바의 가스터빈 수주잔고와 예약물량은 116GW이며, 연말까지 최소 125GW 수준까지 늘어날 것으로 전망했다. 강력한 수주잔고에 비해 공급 능력은 제한적이다. 신규 주문 장비의 납품 시점은 2031년으로 예상된다. 지멘스에너지의 인도대기기간도 3년 이상이다.

또다른 핵심 장비 중 하나인 **변압기**는 발전소, 변전소, 주요 송전망 구간에서 전압 변환과 전력 분배를 담당한다. 미국 노동통계국에서 매달 발표하는 변압기 생산자 물가지수(PPI)도 심각한 병목을 반영하고 있다. 2026년 7월 기준 434.3(YoY +7%)으로 역사상 최고치를 경신하고 있다. 글로벌 최대 변압기 제조사인 히타치에너지는 숙련된 기술 인력의 부족, 주요 소재의 글로벌 공급 병목이 동시에 제약 요인이 되고 있다고 설명했다.

변압기에서 권선을 감는 코일 와인딩 과정은 기계가 아니라 사람이 직접 배치하고 고정한다. 변압기 권선공들의 병목이 심하다. 전기 제조업 생산의 해외 이전 과정에서 인력이 줄었고, 고령화됐기 때문이다. 공정 과정에서 작은 실수가 치명적인 결함으로 이어질 수 있다는 점에서 숙련공 육성에 오랜 시간이 걸린다는 문제가 있다. 미국은 변압기 병목을 극복하기 위해 일본뿐만 아니라 멕시코, 한국, 브라질, 네덜란드 등의 다양한 국가에서 대형 변압기를 수입하고 있다.

도표 12. 미국 변압기 PPI 추이

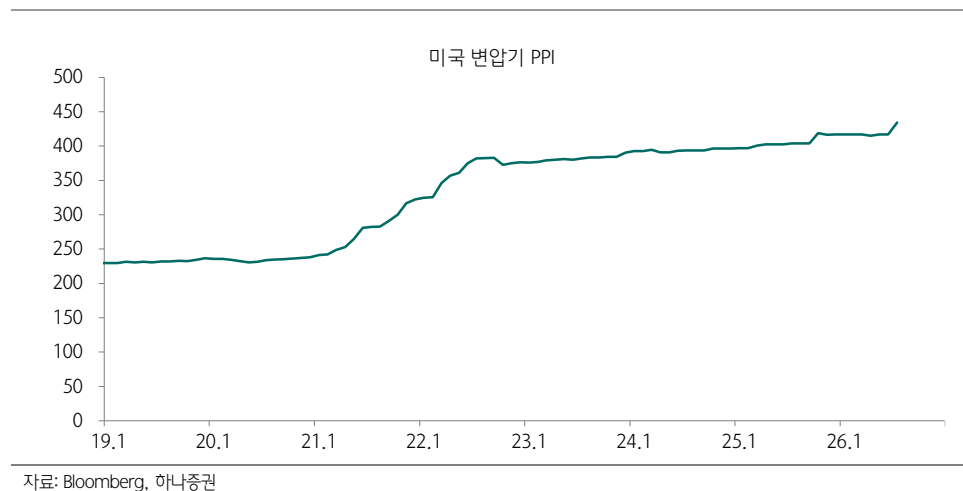
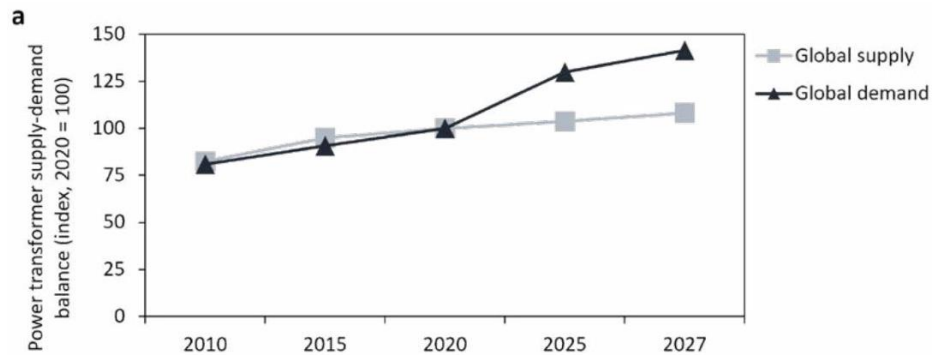


도표 13. 2020~2027년 글로벌 변압기 수요-공급 용량 추이 및 전망



자료: Rystad Energy, 하나증권

향후 800V DC 전환 과정에서 필수적인 SST(반도체 변압기)도 병목이 불가피하다. SST는 기존 변압기가 철심에 구리선을 감아 전압을 변환하는 방식을 반도체 소자로 대체한다. 고전압단에서는 실리콘카바이드(SiC) 반도체, 저전압단에는 갈륨나이트라이드(GaN)가 주로 사용된다.

SiC는 미국 지질조사국(USGS)과 에너지부(DOE)가 주요 핵심 광물 목록(Critical Minerals List)에 선정했을 정도로 공급망 리스크가 큰 품목이다. 높은 주파수로 스위칭하는 과정에서 발생하는 열은 기존 방식보다 까다로운 관리가 필요해 아직 추가적인 연구가 필요한 분야다.

기존 변압기의 철강 원자재 병목을 피해가더라도 반도체 웨이퍼 생산능력, 고전압 소자 기술의 한계, 열관리 등의 공학적 난제가 새로운 형태의 병목을 만들어낼 가능성이 높다고 판단한다. 버티브는 9월 중순 진행한 컨퍼런스(GS Communacopia+Technology)에서 완전한 End-to-end 800V DC 파워트레인의 상업화 시점을 2027년 말로 전망했다. 양산 본격화는 2028년으로 예상했다.

도표 14. 미국 지질조사국(USGS)과 에너지부(DOE)가 정의하는 비원소성 핵심광물

NON-ELEMENTAL CRITICAL MINERALS (USGS)	NON-ELEMENTAL CRITICAL MATERIALS (DOE)
Natural Graphite	Natural Graphite
Metallurgical Coal	Metallurgical Coal
Phosphate	Electrical Steel
Potash	Silicon Carbide
Synthetic Graphite	

자료: DOE, 하나증권

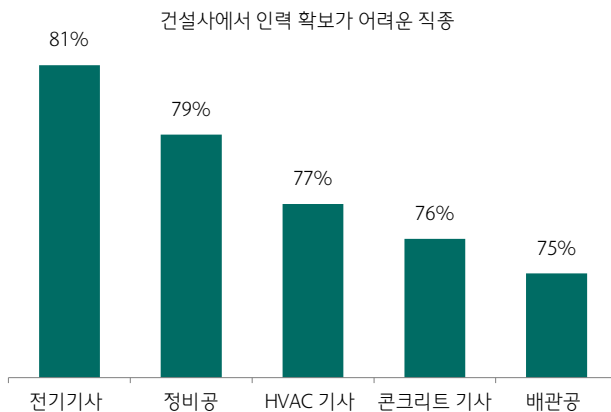
3) 세 번째 병목: 데이터센터 건설 현장에서 병목(인력 부족)

데이터센터 건설
현장에서도
병목이 발생:
인력 부족 문제

전력망, 장비뿐만 아니라 데이터센터 건설 현장에서도 병목이 발생한다. 주로 현장 인력 부족 문제다. 2026년 9월, 미국 건설업협회(AGC)의 설문조사에 따르면 프로젝트 지연을 겪은 응답자는 전체의 74%였으며, 가장 많은 응답자들이 지적인 프로젝트 지연 원인은 인력부족이었다. 데이터센터 건설에 참여한 기업들은 인력 또는 하도급업체 확보를 가장 큰 어려움이라고 답했다. 데이터센터에 참여한 응답자 중 88%가 숙련된 인력의 채용이 작년보다 어려워졌다고 했고, 직종별로는 전기기사와 정비공의 채용이 가장 어려웠다.

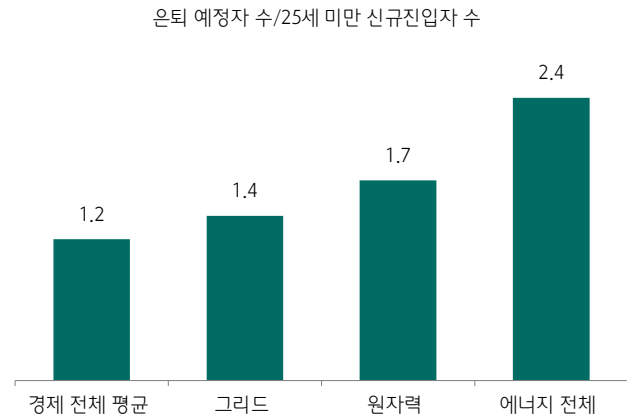
데이터센터가 전력, 냉각, 보안 등 핵심 인프라가 고도로 집중된 시설이라는 점이 인력 문제가 나타나는 근본적인 원인이다. 미국의 기계, 전기설비 전문 시공사인 Comfort Systems는 수주 대비 매출 비율 악화에 대해 '수요 악화가 아닌 공급 제약 탓'이라고 설명했다. 인력을 충분히 확보할 수 있다면 일감은 얼마든지 더 수주할 수 있다고 말했다.

도표 15. AGC 설문상 전기기사와 정비공 채용이 가장 어려워



자료: AGC, 하나증권

도표 16. 에너지 분야별 은퇴 예정 인력 대 청년 신규 근로자 비율



자료: IEA(2025), 하나증권

4) 네 번째 병목: 지역사회와 인허가

데이터센터의 실제 가동일은
전력망, 장비, 현장 시공, 인허가
가운데 가장 늦게 해결되는
병목에 맞춰진다.

전력과 장비가 준비돼도 지역사회와 인허가 문제를 해결하지 못하면 데이터센터 가동일은 늦어진다. Data Center Watch에 따르면 1Q26 미국에서 최소 75개, 약 1,300억달러 규모의 데이터센터 프로젝트가 지역사회 반대로 지연되거나 차단됐다. 활동 중인 반대단체는 2025년 말 396개에서 1Q26 833개로 증가해 49개 주로 확산됐다.

주민 반대의 원인은 전력요금뿐 아니라 물 사용, 소음, 토지이용과 주변 환경으로 다양하다. 소음과 현장 공사량은 설계와 모듈화로 일부 완화할 수 있지만 주거지와의 거리와 토지이용 문제는 사후 기술변경만으로 해결하기 어렵다. 현장 자체발전도 예외가 아니다. 자체발전은 계통 대기시간을 줄일 수 있지만 연소식 발전설비가 추가되면 가스 공급, 소음과 배출 관련 인허가가 새로운 변수가 된다. 데이터센터의 실제 가동일은 전력망, 장비, 현장 시공, 인허가 가운데 가장 늦게 해결되는 병목에 맞춰진다.

도표 17. 데이터센터가 지역사회에 야기하는 문제와 대처

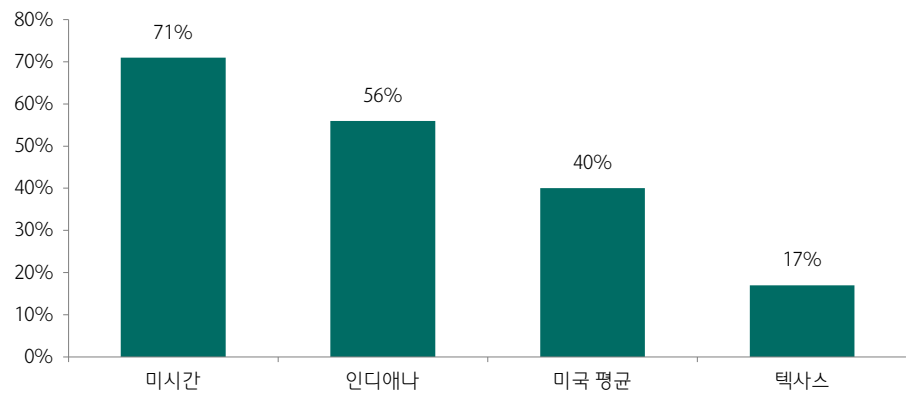
문제	기술·설계로 완화	입지 선택으로 회피 가능	내용
소음	높음	높음	방음차폐 가능
공사기간·차량	높음	일부	모듈화로 현장 작업 축소
물 사용	중간~높음	높음	냉각기술·지역 수자원 모두 중요
현장발전 배출	중간	높음	발전방식·인허가 영향
주거지 근접	낮음	높음	입지 자체의 문제
토지이용	낮음	높음	지방정부 권한 중요

자료: 하나증권

지역사회의 데이터센터 건설 반대는 ‘전력 사용이 승인된 부지’의 가치를 높이는 요인이 될 수 있다. 지역사회 반대의 강도보다 실제 개발을 제한할 수 있는 권한이 중요하다. Heatmap Pro에 따르면 지역사회와 갈등을 겪은 데이터센터의 취소율은 미시간 71%, 인디애나 56%, 미국 평균 약 40%, 텍사스 17%로 큰 차이를 보였다.

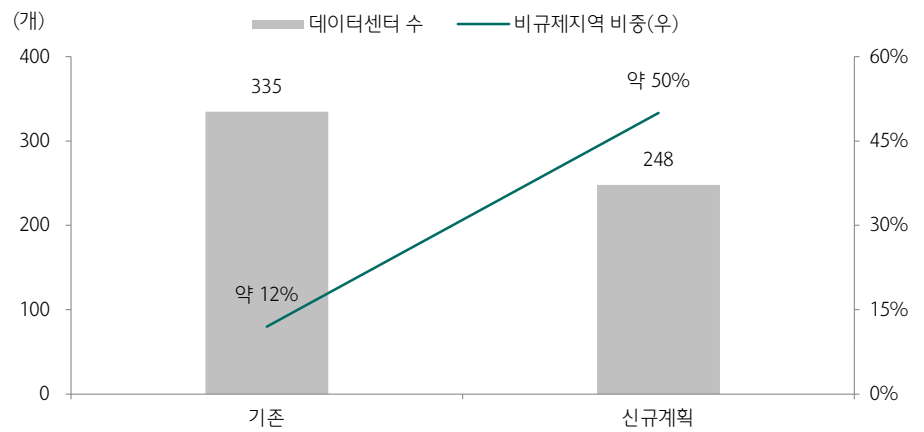
텍사스는 도시 밖 지역에서 카운티의 토지이용 규제권한이 상대적으로 제한적이지만 미시간은 지방정부가 토지용도(Zoning)를 결정할 수 있다. 주민들 개입이 용이하다. 텍사스의 Hood County의 경우 주민들의 반대는 컸으나, 신규 개발 일시 중단 조치가 두 차례 무산되기도 했다. 지역 정부의 규제 권한이 없으며, 조례 강행 시 소송 위험이 높기 때문이다. 텍사스의 신규 데이터센터는 상대적으로 규제가 자유로운 지역으로 이동하고 있다는 점도 지역별 데이터센터 인허가 차이를 만드는 요인이다.

도표 18. 주민 반대에도 미국의 지역별 데이터센터 취소율 차이 존재



자료: Heatmap Pro, 하나증권

도표 19. 비규제 지역 비중이 높은 신규 텍사스 데이터센터



자료: Texas Tribune, 하나증권

3. 세 가지 해법: PMDC, Powered Shell

1) PMDC, 모듈형 데이터센터

(1) 배포 기간 10~18개월로 전통 데이터센터(최대 6년) 대비 우위

모듈형 데이터센터(PMDC):
사전제작(Prefabrication)과
모듈화(Modularity)라는
두 가지 접근 방식을 결합

PMDC(Pre-fabricated Modular Data Center)는 전력 분배, UPS, 열관리 등의 인프라를
현장이 아닌 공장에서 미리 테스트하고 현장이 준비되는 시점에 맞춰 운송하고 설치하는
방식의 데이터센터다. 사전제작(Prefabrication)과 모듈화(Modularity)라는 두 가지 접근
방식을 결합했다.

기존 데이터센터가 땅을 다진 뒤 인프라를 채워 넣는 ‘건설’ 과정이었다면 PMDC는 이미
완성된 방들을 ‘조립’하는 과정이라는 점에서 차이가 있다. 부지 공사와 공장 내 컨테이너
제작을 병렬로 동시 진행 가능하다는 점에서 공기를 크게 단축할 수 있다는 장점이 있다.
기존 데이터센터가 맞춤형 RFP(제안요청서) 절차를 필요로 하는 것과 달리 PMDC는 사전
에 재고관리코드(SKU)가 부여된 표준화된 모듈형 구성요소를 사용한다. 데이터센터 사업
자들의 빠른 구매와 배포를 가능하게 하는 요인이다.

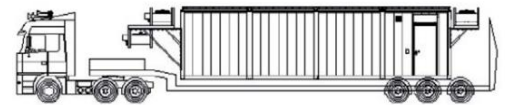
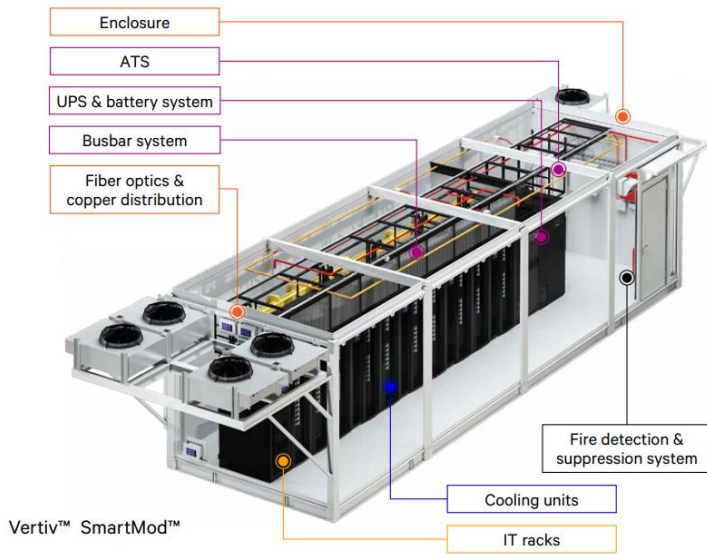
Vertiv는 PMDC의 배포기간을 10~18개월로 명시했다. 전통데이터센터는 실제 가동까지
최대 6년이 소요될 수 있다는 점에서 강점이 있다. 기존 데이터센터 프로젝트의 90%가
프로젝트 지연을 겪고 있으며, 실제 가동까지 걸리는 기간은 당초 계획보다 평균 34% 길
어지고 있다. 초대형 프로젝트는 평균적으로 20개월 지연되고 있다. 부지별 맞춤 설계로
확장이 제한적인 전통 데이터센터와 달리 PMDC형 데이터센터는 적층과 반복이 가능한
구조를 활용해 더 용이하게 확장할 수 있다.

도표 20. PMDC와 전통 데이터센터 비교

항목	PMDC	전통 데이터센터
배포 기간	10~18개월	최대 6년
비용 효율성	낭비 감소, 운영비(OpEx) 관리 용이	높은 초기 자본지출(CapEx) 필요
확장성	적층·반복 가능한 구조	부지별 맞춤 설계로 확장 제한적
기술 갱신 주기	36~72개월마다	드물고 긴 업그레이드 주기
컴플라이언스	사이트 간 사전 인증 완료	단계별 개별 검증 필요
보안 표준	FISMA, FedRAMP, ICD 705 요건 충족	사이트별 맞춤 구축

자료: Vertiv, 하나증권

도표 21. 버티브의 PMDC, 'SmartMod'



©2025 Vertiv Group Corp.

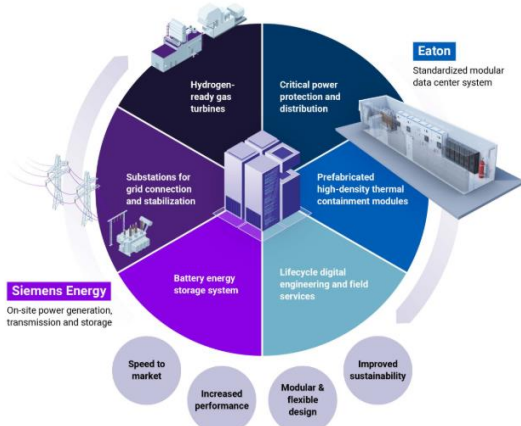
자료: LG CNS, 하나증권

(2) 기업별 PMDC 공개 현황

이턴코퍼레이션은 2025년 6월, 지멘스에너지와 협력해 모듈형 데이터센터를 구축하고 있다. 표준 구성은 500MW이며 이턴이 배전, 지멘스가 SGT-800 가스터빈(최대 62MW)과 BESS를 제공하는 방식이다. 데이터센터 가동 시점을 최대 2년까지 단축할 수 있다고 설명했다. 이중화 구조를 통해 백업 디젤발전기를 필요로 하지 않는다는 특징도 있다.

버티브는 2024년 4월, 소규모 IT 부하지원을 필요로 하는 곳을 대상으로 마이크로모듈형 데이터센터 Smart Aisle3를 공개했다. 랙과 UPS, 모니터링 장치를 포함하고 있다. 2025년 8월에는 용량을 좀 더 키워 10~50MW까지 확장 가능한 턱니 방식의 모듈형 프리팹 솔루션을 공개했다. 800V DC 기반 랙 아키텍처를 지원해 차세대 AI 프로세서에 대응할 수 있다. 액체 냉각을 지원하기 때문에 고밀도 랙 환경에 적합하다는 장점이 있다.

도표 22. 이턴과 지멘스에너지의 모듈형 데이터센터 협력



자료: Eaton Corp, 하나증권

도표 23. 이턴코퍼레이션이 인수한 Firebond의 단일 모듈



자료: Eaton Corp, 하나증권

국내에선 LG CNS가 2026년 3월 데이터센터에 모듈형 방식을 도입한 'AI Box'를 공개했다. 컨테이너 하나에 GPU 576장, 1.2MW를 수용하는 방식으로 약 6개월 내에 빠른 구축이 가능하다는 장점이 있다. AI Box는 전기실(UPS, 변압기, 수배전반)과 전산실(서버 및 GPU, 냉각설비)로 구성되며, 발전기, 배터리실, 냉동기를 갖춰 효율적인 열 관리가 가능하다. 2026년 9월 LG유플러스는 PMDC 얼라이언스를 구축했다. GS건설, 자이 C&A 등이 참여해 설계, 시공, 인프라 구축 등의 역할을 맡아서 진행할 예정이다.

도표 24. LG CNS 'AI 박스' 투시도



자료: LG CNS, 하나증권

도표 25. 부산 글로벌 클라우드 데이터센터 부지 AI 박스 캠퍼스 구상도



자료: LG CNS, 하나증권

2) 온사이트

총 소유비용(Total Cost of Ownership)의 강점

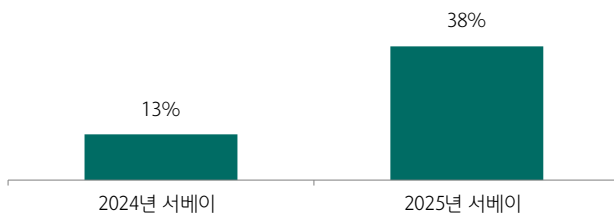
단기적인 관점에서
비용이 기존 전원 대비
클 순 있으나,
중장기 더 큰 매출과 이익을
발생시킬 수 있는
핵심 설비

온사이트 전력 공급 방식은 비싸다는 단점이 있으나, 빠른 전력 공급이 가능해 데이터센터 사업자의 빠른 투자 회수를 지원한다. 수요가 강한 AI 산업에서 빠른 컴퓨팅 용량 공급은 경쟁력이 된다. 단기적인 관점에서 설비 비용이 기존 전원 대비 클 순 있으나, 중장기 더 큰 매출과 이익을 발생시킬 수 있는 핵심 설비다. 데이터센터 규제에도 유연한 대처가 가능하다는 강점이 있다.

데이터센터는 전력 공급 중단으로 운영이 끊길 경우 수익도 바로 끊기기 때문에 신뢰성 측면에서 전력망 연결과 무관하게 백업 전원(현장 발전원)을 설치한다. 유틸리티 기업들의 계획에만 의존하면 실제 연결이 이루어지지 않거나 지연되는 경우가 많기 때문이다. 아직 현장 발전은 보조 발전원에 그치고 있지만 블룸에너지의 Project Jupiter 처럼 주전원으로 활용되는 사례가 다수 공개되고 있다.

도표 26. 2030년까지 일부 온사이트 도입 비중

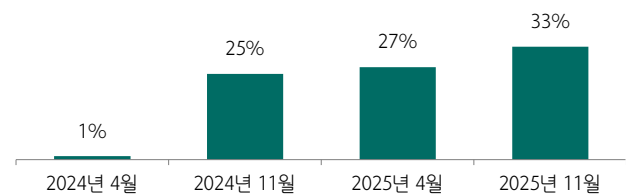
2030년까지 일부 온사이트 도입 비중



자료: Bloom Power Survey, 하나증권

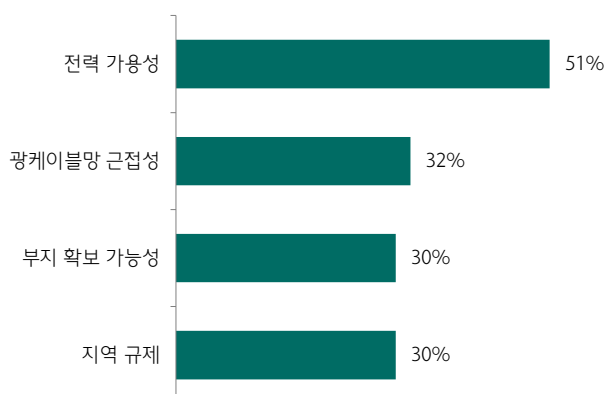
도표 27. 서베이 시점에 따른 2030년까지 100% 온사이트 발전 비중

2030년까지 100% 온사이트 발전 비중



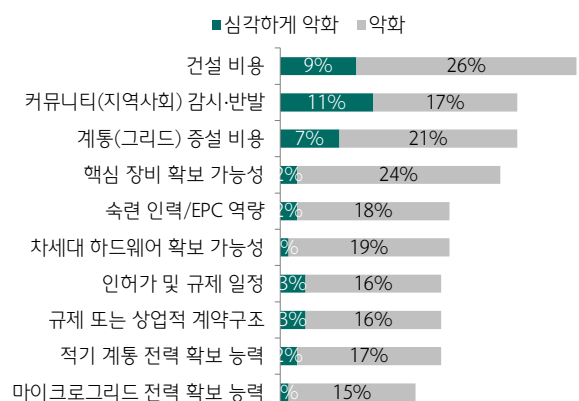
자료: Bloom Power Survey, 하나증권

도표 28. 데이터센터 부지 선정에 중요 요소(top3 답변자의 비율)



자료: Bloom Power Survey, 하나증권

도표 29. 악화되는 데이터센터 건설의 장애물



자료: Bloom Power Survey, 하나증권

3) 확보한 전력을 활용(전력 확보형 데이터센터)

(1) 가상자산 채굴시설: 핵심 자산은 건물보다 전력 기반

계획된 시점에
데이터센터를
가동하기 위한
신규 전력 확보에
시간이 오래 걸린다면
전력 사용 승인을 받은 부지를
활용하는 것도 대책

계획된 시점에 데이터센터를 가동하기 위한 신규 전력 확보에 시간이 오래 걸린다면 **전력 사용 승인을 받은 부지를 활용하는 것도 대책**이다. **가상화폐 채굴기업들의 AI 데이터센터 전환이 늘고 있는 이유**다. 가상화폐 채굴시설의 AI 데이터센터 전환은 과거에 확보한 전력 기반을 활용하는 데 의미가 있다.

가상화폐 채굴장과 AI 데이터센터의 설비는 다르다. AI 데이터센터는 더 높은 전력 안정성과 고성능 네트워크, 고밀도 냉각설비가 필요하다. 기존 채굴 건물을 그대로 AI 데이터센터로 바꾸는 것만으로는 충분하지 않다. 채굴업체들은 낮은 전력 가격과 대규모 전력을 확보하기 위해 산업용 토지, 계통연결과 변전설비를 과거에 구축해 냈다. **신규 AI 데이터센터 개발에서 오래 걸릴 수 있는 기반을 이미 보유한 셈**이다.

도표 30. 채굴 인프라에서 AI 데이터센터로 전환 시 유지되는 자산

구분	채굴시설	AI 데이터센터	전환 가치
대규모 전력	필요	필요	높음
계통연결 변전소	필요	필요	높음
산업용 부지	필요	필요	높음
건물	단순 구조 가능	고도화 필요	제한적
고성능 네트워크	요구 낮음	필수	신규 투자
고밀도 냉각	요구 낮음	중요	신규 투자

자료: 하나증권

(2) 전력 확보형 데이터센터, 전력의 시간가치를 장기 임대료로 바꾼다

전력 확보형 데이터센터의 핵심 자산은 컴퓨팅보다 실제 사용할 수 있는 전력과 데이터센터 기반시설이다. 전력과 데이터센터 용량을 고객에게 장기간* 임대하는 사업이다. 고객은 그 안에 GPU와 서버를 설치해 최종 컴퓨팅 서비스를 제공한다. **네오클라우드**는 GPU와 네트워크, 소프트웨어를 직접 보유하고 고객에게 컴퓨팅을 판매한다. 연산가격과 가동률, GPU 세대교체에 직접 노출된다.

* Galaxy Digital의 CoreWeave 계약은 기본 15년, TeraWulf의 Anthropic 계약은 20년이다. 장기 계약을 통해 현재의 전력 희소성을 장기간의 임대 현금흐름으로 고정한다.

도표 31. 주요 전력 확보형 데이터센터 장기 임대계약

기업	주요 고객	계약 용량	기본 계약기간	주요 현금흐름
Galaxy Digital(GLXY)	CoreWeave	526MW IT	15년	임대료
Cipher Digital(CIFR)	AWS, Fluidstack	600MW+ gross	10~15년	임대료-NOI
TeraWulf(WULF)	Fluidstack 등, Anthropic	401MW+ IT	10~20년	HPC 임대료

자료: 각 사 IR, 하나증권

네오클라우드는 **확보한 전력 자체보다 GPU 연산능력을 판매**한다. GPU와 서버, 네트워크를 직접 확보하고 고객에게 AI 학습·추론용 컴퓨팅을 판매한다. 고객은 GPU 사용시간이나 장기 컴퓨팅 등에 대한 계약 비용을 지불한다. 핵심 자산과 투자지표도 달라진다. 전력 확보형 데이터센터는 가동 MW와 계약기간, 임대료와 순운영이익 등이 중요하지만 네오클라우드의 GPU 규모, 컴퓨팅 가격, 가동률, 계약 ARR과 투자회수기간이 중요하다.

도표 32. 전력 확보형 데이터센터와 네오클라우드 비교

구분	전력 확보형 데이터센터	네오클라우드
핵심 자산	전력·부지·건물·냉각	GPU·네트워크·소프트웨어
고객에게 판매	데이터센터 용량	AI 컴퓨팅
주요 수익	장기 임대료·NOI	AI Cloud 매출
대표 계약기간	10~20년	최근 IREN 사례 약 3년
GPU 투자	주로 고객	사업자
핵심 지표	가동 MW·계약 MW·COD·NOI	ARR·GPU·가동률·마진
주요 위험	건설·COD·자금조달	GPU 세대교체·가격·재계약

자료: 하나증권

IREN은 전력 확보형 자산 위에 네오클라우드 사업을 직접 구축하고 있다. 전력과 부지, 변전소, 데이터센터 건물과 냉각설비뿐 아니라 GPU, 서버, 네트워크와 소프트웨어까지 직접 보유한다. 2026년 6월 말 실제 AI Cloud 운영용량은 약 40MW였다. IREN은 같은 전력을 임대료보다 높은 컴퓨팅 매출로 전환할 수 있다.

도표 33. 확보한 전력의 수익화 방식은 임대형과 컴퓨팅형으로 나뉜다

구분	데이터센터 임대형	수직계열형 AI Cloud
대표기업	CIFR, GLXY	IREN
보유자산	전력, 부지, 건물, 냉각	전력, 부지, 건물, 냉각 + GPU
판매	데이터센터 용량	GPU 컴퓨팅
주요 현금흐름	임대료, NOI, 임대 EBITDA	AI Cloud 매출
주요 자본부담	데이터센터 건설	데이터센터+GPU
평가기준	COD, NOI, 잔여 CapEx	ARR, GPU 회수기간, SOTP

자료: 하나증권

4. 투자아이디어: 전력 확보 시간을 어디서 살 것인가

1) 모듈화 데이터센터: 이턴코퍼레이션(ETN)

(1) 지멘스에너지와 모듈형 데이터센터 구축

이턴은 지멘스에너지와
통합 온사이트 전력 기반
모듈형 데이터센터
파트너십을 구축

2025년 6월, 이턴은 지멘스에너지와 통합 온사이트 전력 기반 모듈형 데이터센터 파트너십을 맺었다. 핵심은 데이터센터 건물과 전력 발전소를 동시에 구축하는 것이다. 온사이트 발전을 통해 그리드에 대한 의존하지 않는다.

표준 구성은 500MW이며 지멘스에너지의 SGT-800 가스터빈을 이용하며 ETN은 중전압/저전압 스위치기어, UPS, 버스웨이 등 전력 인프라를 제공하는 방식이다. 일반적인 그리드 연결 방식 대비 최대 2년의 기간 단축이 가능할 것으로 기대되며 디젤 발전기의 필요성도 사라진다. 2026년 1월에는 모듈형 플랫폼 기업인 Flexnode(비상장)와의 추가적인 협력을 발표했다. 설계도의 표준화를 통해 배치 자동화가 가능하며 배치 일정을 평균 35% 단축하는 효과가 있다.

(2) 모듈형 데이터센터 Firebond를 복미전력사업부로 인수

Firebond로
턴키 방식을 통해
숙련공 부족 문제 해결

이턴코퍼레이션은 Grid to chip 포트폴리오 완성을 위해 최근 2-3년 공격적인 M&A를 진행하고 있다. Boyd(냉각), Resilient Power Systems(SST) 등이 대표적이다. 모듈형 데이터센터 관련해서는 2025년 4월 14억 달러에 Firebond 인수를 완료했다. 턴키 방식을 통해 현장 시공에서 발생할 수 있는 숙련공 부족 문제를 해결할 수 있다. 변동성이 큰 전기장비의 통합 작업을 통제된 환경인 공장으로 옮김으로써 전통적인 현장 시공 대비 인건비도 최대 50% 절감할 수 있을 것으로 기대한다. Firebond의 2025년 2월 결산 연간 매출은 3억 7,800만 달러로 추산되며 복미 전력 사업부로 모두 인수되었다.

(3) 데이터센터 수주잔고 307GW

15년치 수주잔고 확보 중:
가격 인상 진행하고 있으며,
하반기로 갈수록
가격 인상 효과 확대 전망

이턴의 미국 데이터센터 수주잔고는 307GW다. 2025년 건설 속도를 기준으로 했을 때 15년치 수주잔고다. 확보한 수주 중 20%는 단기적으로 전환, 나머지는 2028년 이후 인도될 예정이다. 전력 부문은 데이터센터뿐 아니라 리쇼어링과 전력망 현대화 포트폴리오에 대한 효과로 상업/기관, 유틸리티 수요가 모두 견고하다. 북미와 글로벌 전력 사업부 호조로 FY2026년 연간 Organic 매출 성장을 가이드를 기존 대비 200bp 상향한 +12%로 조정했다. 개별적인 가격 인상을 추가로 진행하고 있어 가격 인상 효과는 하반기로 갈수록 증가할 전망이다.

2. 온사이트 발전: 블룸에너지(BE)

(1) 빠른 납품의 강점으로 상대적으로 약한 경제성을 극복

전 세계 최고 수준의
SOFC 수소연료전지 기업:
빠른 납기로 고객의 신속한
투자 회수 지원(TCO 향상).
다른 발전원 대비
열위에 있는 경제성 극복 가능

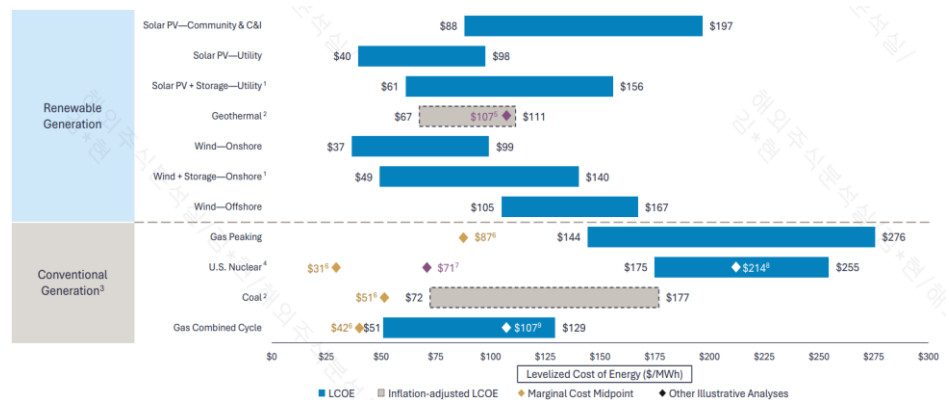
블룸에너지는 전 세계 최고 수준의 SOFC 기술을 보유한 수소연료전지 기업이다. 블룸에너지의 제품은 모듈화에 강점이 있어 빠른 납품이 가능하다. 블룸에너지의 수소연료전지는 경제성 측면에서 다른 발전원 대비 열위에 있지만 모듈화, 빠른 납기, 주민 수용성 등의 측면의 강점으로 극복 가능하다. 제품의 성능이 향상되면서 경제성 문제도 점진적으로 해소될 것으로 예상된다.

Lazard는 발전원별 경제성 비교 자료를 제공하는 데, 올해 처음으로 SMR에 대한 LCOE를 포함시켰다는 점에 주목할 필요가 있다. \$214/MWh로 원자력 발전(\$175~255/MWh)의 중간 정도이며, Clinch River, Darlington, Natrium의 공개된 자본비용 추정치를 기반으로 했다. 2030년 이후 예상되는 상업운전개시일(COD)을 고려했을 때 다른 기술들과 직접적 비교에는 한계가 있다.

연료전지도 2019년에 한번 LCOE 산출에 포함된 적은 있으나, 이후 산출부터는 모두 제외됐다. 당시 기준 \$103~152/MWh로 가스터빈(\$41~74/MWh) 대비 최소 2배 이상 비싼 수준이다. 대표 연료전지 기업인 블룸에너지의 시리즈 10의 5년 PPA 가격이 \$99/MWh다. GE버노바 가스터빈이 \$60~70/MWh임을 감안할 때 여전히 경제성을 갖추었다고 보긴 어렵다.

도표 34. 발전원별 LCOE 비교 (2026년 버전)

2026년부터
Nuclear 안에 SMR을 신규 편입
(214달러/MWh)



자료: Lazard, 하나증권

도표 35. 발전원별 LCOE 비교 (2019년 버전)

2019년 기준 연료전지 LCOE
103달러~152달러/MWh



자료: Lazard, 하나증권

도표 36. 블룸에너지 시리즈 10 (10MW) 연료전지 솔루션

2023년 출시된 시리즈 10의
공급가격은 99달러/MWh

현재 생산능력 1GW 수준
2026년 2GW로 확대 계획

Proven Technology

Bloom Energy has deployed over 1GW of on-site primary power generation solutions for hundreds of customers.

Our proven technology is now available in the Series 10 offering for rapid shipment in an industry leading 5-year term, at competitive costs.

95% of all stationary fuel cells installed in the US since 2018 are Bloom Energy Servers.

Series 10 Highlights

Bloom Energy will ship its on-site power solution in as little as 50 days from order to meet your rapidly growing power needs.

With zero upfront costs and a short 5-year contract, the Series 10 offers the most flexibility available in the market today.

Series 10 provides ultimate control of your power costs at a flat rate as low as 9.9 cents.

Series 10 will be installed, operated, and maintained at zero additional cost and with zero hassle to you.

10MW
AlwaysOn Power

Shipped in
50
Days

5
Year Term

99.99%
Availability

Flat Rate
as Low as
9.9¢
/kWh

Zero
Maintenance
Costs

자료: Bloomenergy, 하나증권

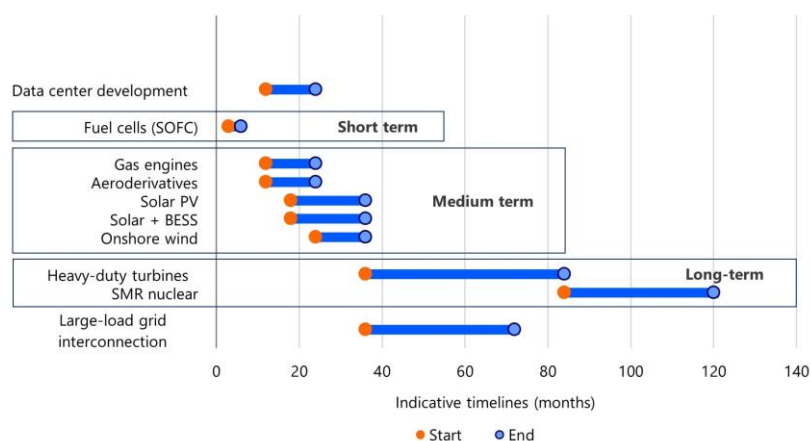
(2) 온사이트 내에서도 가장 빠른 발전원

전 세계 최고 수준의
SOFC 수소연료전지 기업:
빠른 납기로 고객의 신속한
투자 회수 지원(TCO 향상).
다른 발전원 대비
열위에 있는 경제성 극복 가능

블룸에너지는 상대적으로 열위에 있는 경제성을 빠른 전력 공급으로 극복할 것으로 예상한다. 블룸에너지는 2025년 8월 오라클과의 계약을 공개할 당시 설치와 가동까지 90일 이내 가동할 수 있다고 발표했는데, 예상보다 빠른 55일만에 시스템을 완전 가동하는데 성공하며 온사이트 내에서도 가장 빠른 발전원임을 증명했다.

BNEF 기준으로도 연료전지는 경쟁 발전원(가스엔진, 항공파생형 가스터빈, 태양광 등)이 발주되기도 전에 상업운전 개시가 가능한 유일한 단기 발전원이다. 연료전지는 데이터센터 프로젝트에 사용될 경우 대형 가스터빈 대비 절대적인 용량은 여전히 작은 편이다. 납기라는 기준에서는 연료전지뿐 아니라 가스왕복엔진이나 항공파생형 터빈까지도 고려대상이 될 가능성이 높다고 전망한다.

도표 37. 발전원별 발주부터 상업운전까지 소요되는 개월 수 비교



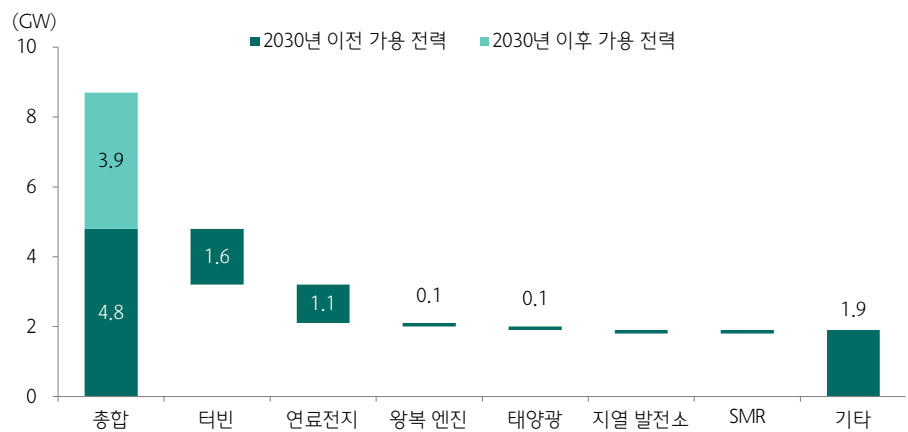
자료: BNEF, Lazard, EIA, 하나증권

도표 38. 주요 데이터센터 발전원의 건설 기간 및 탄소 배출 비교

전원 종류	건설 기간	변동형/조정 가능	글로벌 평균 CO ₂ 배출강도 (g CO ₂ /kWh)	글로벌 평균 발전단가 (LCOE, USD/MWh)
유틸리티 태양광	1~4년	변동형	0	60
육상 풍력	2~5년	변동형	0	50
해상 풍력	3~7년	변동형	0	110
수력 발전소	5~15년	변동형(런오브리버) / 조정 가능(저수지)	0	80
지열	3~8년	조정 가능	0	80
원자력 (신규)	5~15년	조정 가능	0	90
원자력 (재가동)	2~5년	조정 가능	0	60
석탄	3~6년	조정 가능	960	80
가스 복합화력 (CCGT)	2~4년	조정 가능	390	80
가스 단순화력 (GT)	1~3년	조정 가능	620	220

자료: IEA, 하나증권

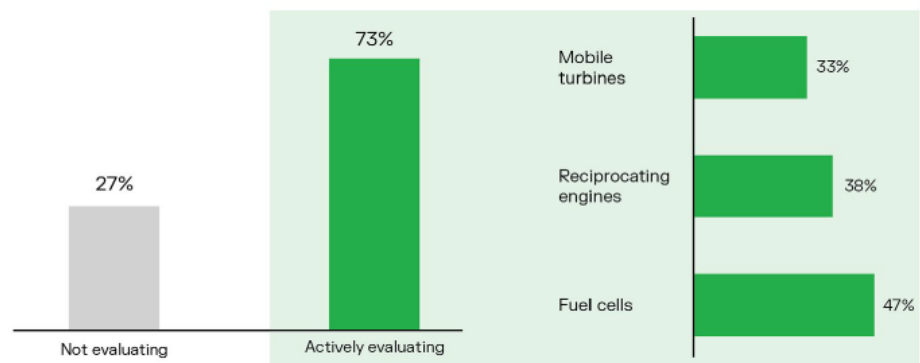
도표 39. 2030년까지 계약된 온사이트 발전



자료: Bloomenergy, 하나증권

도표 40. 온사이트 발전원별 선호 비율

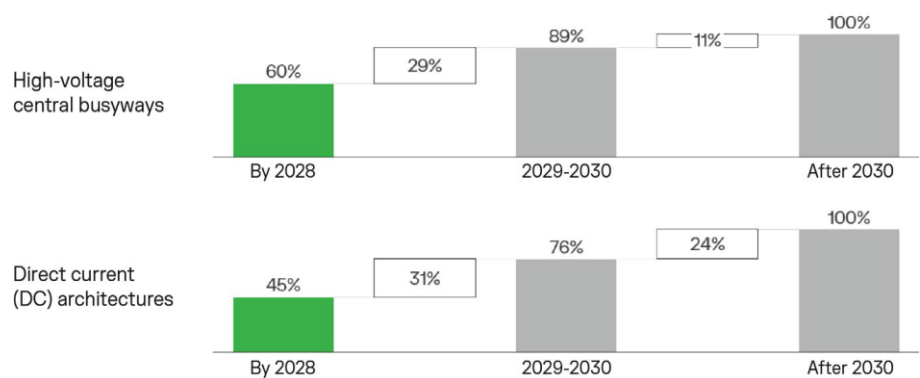
연료전지 47%
왕복엔진 38%
소형터빈 33%



자료: 블룸에너지, 하나증권

도표 41. 2028년 말까지 45%가 DC 아키텍처 도입 전망

Developers prioritizing or planning to adopt next-generation architectures, %



자료: 블룸에너지, 하나증권

3) 계통을 기다리는 시간을 판매하는 기업: ERock(EROC)

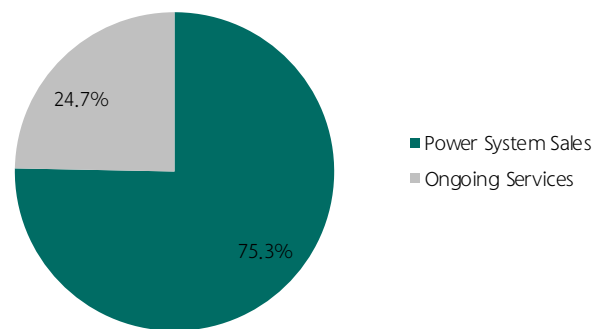
데이터센터와 유틸리티,
산업시설 등에
현장 자체발전 설비를
공급하고 설치·운영하는
전력 인프라 기업

EROCK은 데이터센터와 유틸리티, 산업시설 등에 현장 자체발전 설비를 공급하고 설치·운영하는 전력 인프라 기업이다. 매출은 크게 발전시스템 판매와 설치에서 발생하는 Power System Sales, 설치 이후 유지보수와 운영서비스를 제공하는 Ongoing Services 등으로 구성된다.

Power System Sales는 발전설비와 관련 장비를 공급하고 현장에 설치하는 사업이다. Ongoing Services는 설치된 발전설비의 운영·유지보수와 관련 서비스를 제공한다. 현재 매출의 대부분은 장비와 설치에서 발생하지만 설치기반이 늘어날수록 반복적으로 발생하는 서비스 매출도 함께 확대되는 구조다.

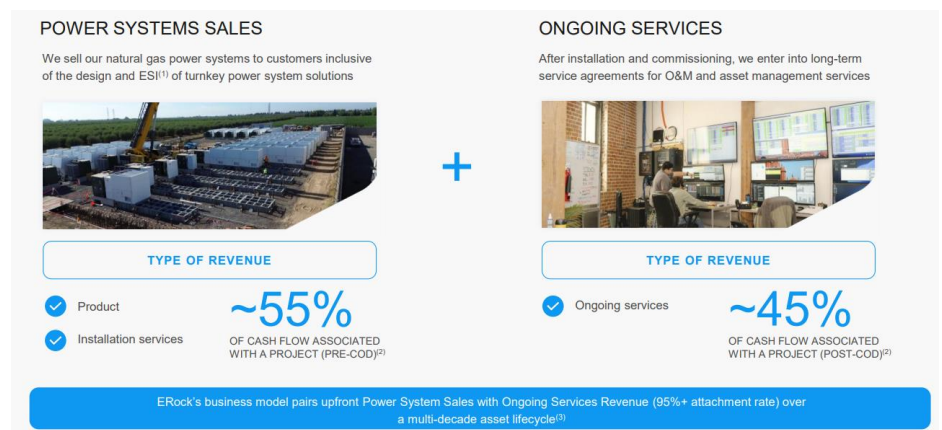
2025년 매출은 1.83억달러다. 발전시스템 장비 매출이 9,014만달러로 49.2%, 설치서비스가 4,781만달러로 26.1%를 차지했다. 두 항목을 합친 Power System Sales 비중은 75.3%다. Ongoing Services 매출은 4,520만달러로 24.7%였다.

도표 42. FY 2025 EROCK의 사업부별 매출 구성



자료: EROCK, 하나증권

도표 43. 사업모델: 파워시스템 판매, 지속적인 서비스



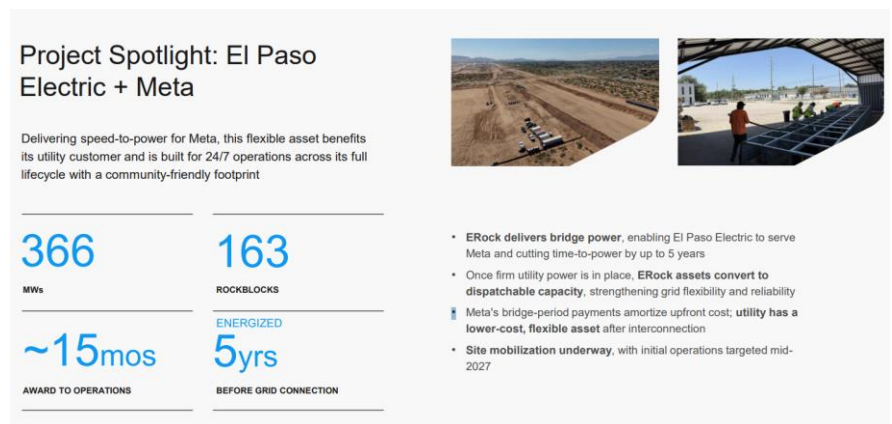
자료: EROCK, 하나증권

수주 증가를 이끄는
핵심 고객이 AI 데이터센터로
바뀌고 있음

첫 번째 투자포인트는 ERock의 수주 증가를 이끄는 핵심 고객이 AI 데이터센터로 바뀌고 있다는 점이다. 2Q26 계약 수주잔고는 약 17억달러로 전년 대비 10배 증가했다. Anthropic과는 470MW 규모의 장비 구매계약을 체결했고, 해당 계약으로 생산 약정은 2028년까지 확대됐다. Meta 데이터센터 캠퍼스를 지원하는 366MW El Paso Electric 발전시설 건설도 시작했다.

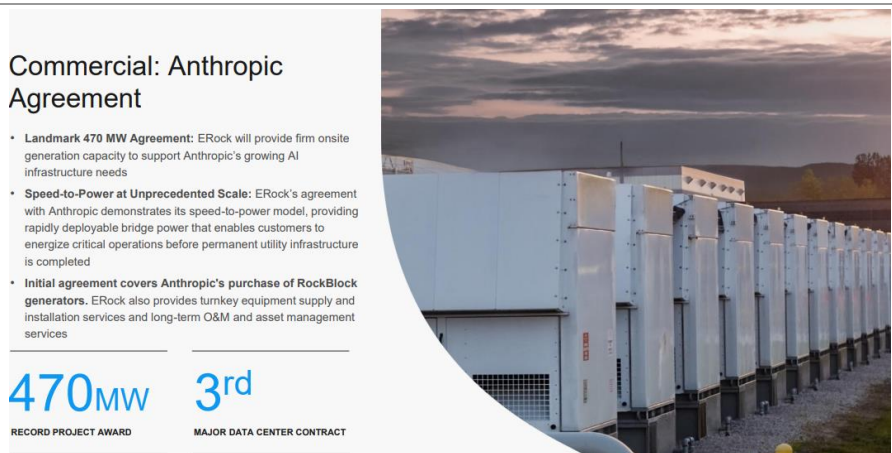
2025년 말 수주잔고가 약 12억달러였던 점을 감안하면 수주 확대가 일회성 프로젝트에 그치지 않고 있다. 데이터센터 사업자가 계통연결을 기다리는 대신 현장발전을 활용하기 시작하면서 ERock이 제공하는 가치도 단순 발전기 판매에서 가동시점을 앞당기는 전력 솔루션으로 확대되고 있다.

도표 44. 메타의 엘 파소 프로젝트 시작



자료: EROCK, 하나증권

도표 45. 앤트로픽 수주 확보

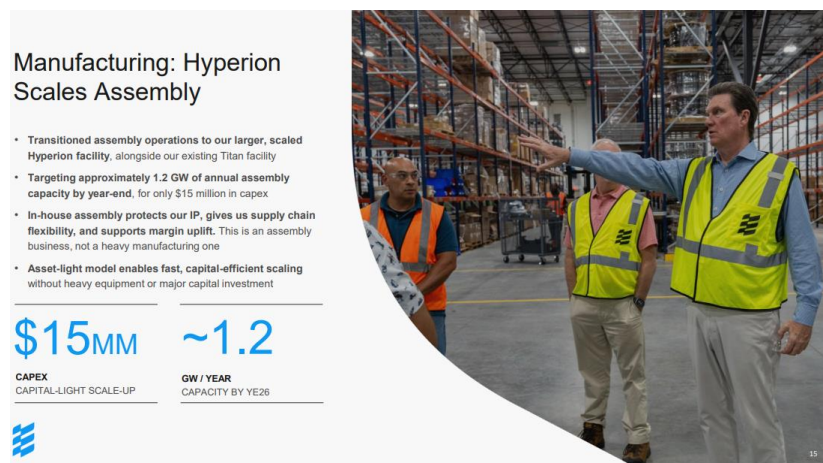


자료: EROCK, 하나증권

두 번째 투자포인트는 확보한 수주잔고를 실제 매출로 전환하는 능력이다. 1H26 매출은 7,160만달러였지만 FY26 회사 가이드는 4.35억~4.65억달러다. 중간값 4.50억달러를 달성하려면 하반기 매출이 약 3.78억달러로 상반기의 약 5.3배까지 확대돼야 한다. 회사는 Hyperion 생산시설 가동을 시작했고 생산능력을 확대하고 있다. 공격적인 가이드를 제시했다는 것은 매출 가시성에 대한 자신감일 것이다.

Hyperion 가동은 단순한 생산능력 확대보다 수주잔고를 매출로 바꾸는 속도와 이익 개선에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대한다. EROCK은 기존 Titan에 더해 Hyperion 조립공장을 확대하고 있으며 2026년 말 연간 조립능력을 약 1.2GW까지 늘리는 것을 목표로 하고 있다. 장비의 표준화와 사전조립 확대, 일부 고마진 부품의 내재화도 추진한다. 수주잔고를 실행하면서 매출 증가율이 원가 증가율을 웃돌아 마진이 개선될 것으로 예상한다.

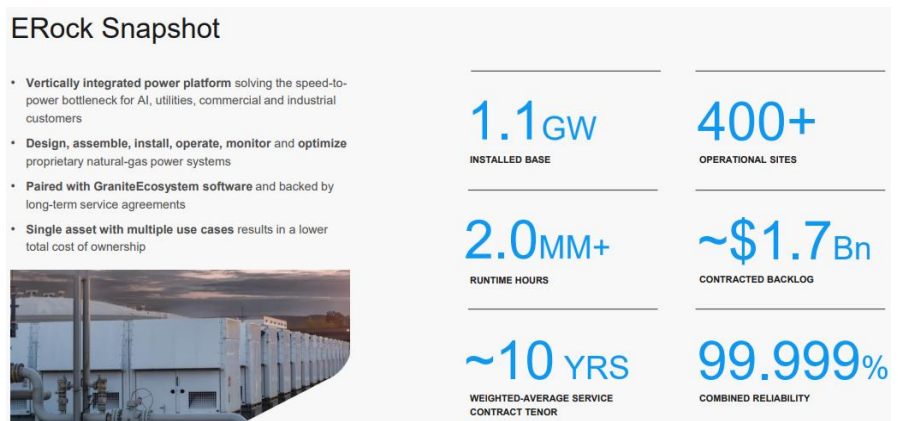
도표 46. 하이페리온 규모 조립공장 가동으로 생산능력 확대



자료: EROCK, 하나증권

세 번째 투자포인트는 발전설비 판매가 늘어날수록 일회성 장비매출뿐 아니라 설치 이후 서비스 매출 기반도 커진다. 2025년 Ongoing Services 매출은 4,520만달러로 전년 대비 25% 증가했고, 1H26에도 2,918만달러로 전년 대비 38% 증가했다. Power System Sales 매출이 프로젝트 일정에 따라 변동성이 큰 반면 서비스 매출은 설치기반 확대에 따라 상대적으로 안정적인 반복매출이 될 수 있다.

도표 47. 1.1GW 설치 기반과 400개+ 운영 사이트를 확보한 온사이트 발전 플랫폼



자료: EROCK, 하나증권

Base 15.69 달러 / Bear 10.06 달러 / Bull 21.09 달러

EROC은 DCF를 주 밸류에이션 방법으로 사용했다. EROC의 기업가치는 수주잔고가 출하 전력 용량부터 시스템, 설치, 서비스 매출 등으로 이어질 때 발생한다. EBITDA와 FCF가 증가하는 과정에서 발생하기 때문에 장기 현금흐름을 추정하는 것이 사업구조를 더 잘 반영할 것이라고 판단했다.

Base 시나리오에서는 현재 수주잔고가 정상적으로 출하되고 생산능력 확대에 따른 규모의 경제가 나타나는 것을 가정했다. 2028년 매출은 약 19.4억달러, 주식보상비용 차감 후 EBITDA는 약 3.06억달러로 추정한다. 이후 현금흐름을 정상화해 현재가치로 할인한 결과 Base 적정가는 15.69달러다.

Bear 시나리오에선 생산능력 확대가 계획보다 늦고 고객 인도도 지연되는 상황을 가정했다. 출하량과 매출이 Base보다 낮아지고, 생산설비의 고정비 흡수가 늦어져 EBITDA 마진도 낮다. 할인율도 실행위험을 반영해 높게 적용한다. 이 경우 적정가는 10.06달러다.

Bull Case에서는 AI 데이터센터향 수주가 예상보다 강하게 유지되고 생산능력 확대가 조기에 안착하는 상황을 가정한다. 출하량이 Base보다 높아지고 고용량·고부가 프로젝트 비중 상승으로 마진도 개선된다. 실행 가시성이 높아지는 만큼 할인율도 낮아진다. 이 경우 적정가는 21.09달러다.

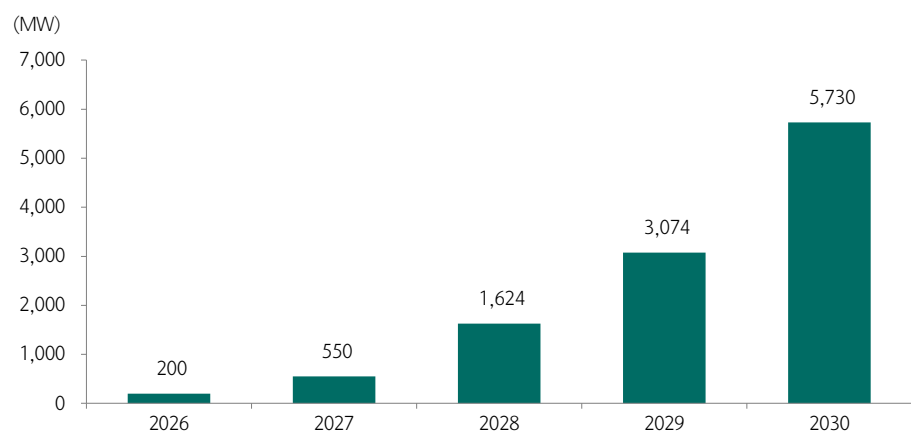
3. 전력확보형 데이터센터(Powered Shell) : Galaxy Digital(GLXY). Cipher Digital(CIFR)

(1) Galaxy Digital(GLXY): 핵심은 승인 받은 전력의 판매

Galaxy Digital은 디지털자산 금융과 전력 확보형 데이터센터를 함께 영위한다. 디지털자산에서는 기관 대상 거래, 대출, 자산운용과 스테이킹 등을 제공하고, 데이터센터에서는 텍사스 Helios를 중심으로 대규모 전력을 AI 컴퓨팅 고객에게 장기 임대한다.

2026년 2분기 디지털자산 사업의 Non-GAAP 매출총이익은 6,600만달러, 데이터센터는 2,000만달러였다. 디지털자산이 약 77%, 데이터센터가 약 23%다. 데이터센터는 이제 본격적으로 실적에 기여하기 시작했다. 데이터센터 사업에서는 2분기 말 CoreWeave와 계약된 Phase I의 133MW IT 용량이 모두 가동에 들어갔다. 회사는 3분기부터 해당 용량에서 분기 약 8,000만달러의 임대매출과 90% 이상의 프로젝트 EBITDA 마진을 예상하고 있다. 향후 이익구성은 데이터센터 쪽으로 빠르게 이동할 가능성이 있다.

도표 48. Galaxy Digital의 HPC 사업 용량 계획



자료: SEC, Factset, 하나증권

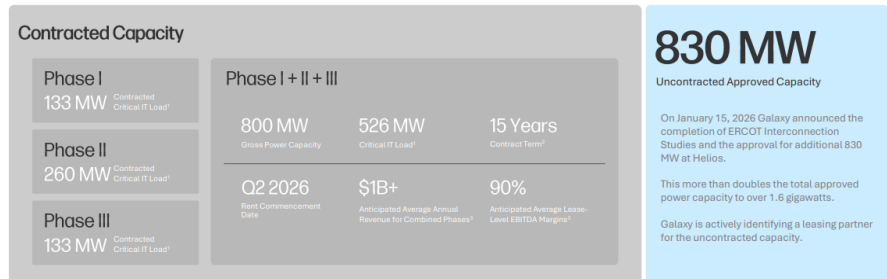
추가 830MW 확보된 부지의 가치

Galaxy Digital이 텍사스에서 승인받은 추가 830MW의 가치가 부각될 것으로 기대한다. Galaxy Digital의 가치 할증 모멘텀 중 하나는 확보한 전력의 판매 여부다. Helios II 830MW는 2026년 1월 ERCOT 승인을 받았으며 2028년 가압을 목표로 하고 있다. AI 데이터센터의 전력 확보 경쟁이 심화되는 상황에서 고객계약이 체결될 경우 현재 승인전력의 가치가 계약 자산 가치로 전환될 수 있다.

도표 49. 텍사스로부터 전력 사용 승인 받은 830MW의 부지 보유

AI and HPC Infrastructure

CoreWeave has leased 526 MW of critical IT capacity for a period of 15 years, generating anticipated average annual revenue of over \$1B for the combined three phases. In April 2026, Galaxy successfully delivered the first data hall to CoreWeave at the Helios data center campus, marking the transition from construction to revenue-generating operations under the Phase I lease agreement.



자료: Galaxy Digital, 하나증권

검증된 데이터센터 개발 및 운영 능력

기존 CoreWeave 계약을 통해 데이터센터 개발·운영 능력은 이미 검증됐다. Helios I은 CoreWeave와 15년 계약을 맺었고 Phase I의 133MW IT 용량은 2분기 말 모두 가동에 들어갔다. 회사는 Phase I만으로 3분기부터 분기 약 8,000만달러의 임대매출과 90% 이상의 프로젝트 EBITDA 마진을 예상한다. 추가 830MW의 가치를 인정할 수 있는 근거도 기존 Helios를 실제 건설하고 계획대로 인도한 경험에 있다.

Galaxy Digital은 8월 실적 발표에서 Helios II 공급 관련 여러 고객들과 협상을 하고 있다고 밝혔다. 협상 후보에는 하이퍼스케일러, 네오클라우드, AI 연구소 및 모델 업체 등을 언급했다. Helios II의 전력 공급 일정이 2028년이라는 점에서 단기 실적에 반영되진 않지만, 초대형 기술 기업과 계약을 한다면 가치 할증 요인이다.

도표 50. 코어위브와 계약한 헬리오스 데이터센터

The Helios Data Center Campus

Galaxy is positioned to be a leader in developing and operating high-performance computing infrastructure, anchored by Helios – one of the largest data center campuses under development in North America.



Galaxy's Helios Data Center campus, April 2026.

Galaxy's Flagship Campus

The Helios Data Center Campus is Galaxy's flagship facility, spanning over 2,200 contiguous acres in Dickens County, West Texas, approximately 60 miles from Lubbock. At 1.6 GW of approved grid capacity, and a path to 3.6 GW of total potential power, Helios represents the foundation of Galaxy's broader data center platform.

3,600+ MW
Total Potential Power Capacity

1,630 MW
Total Approved Power Capacity

800 MW
Gross Leased Capacity

2,200+ Acres
Campus Acreage

자료: Galaxy Digital, 하나증권

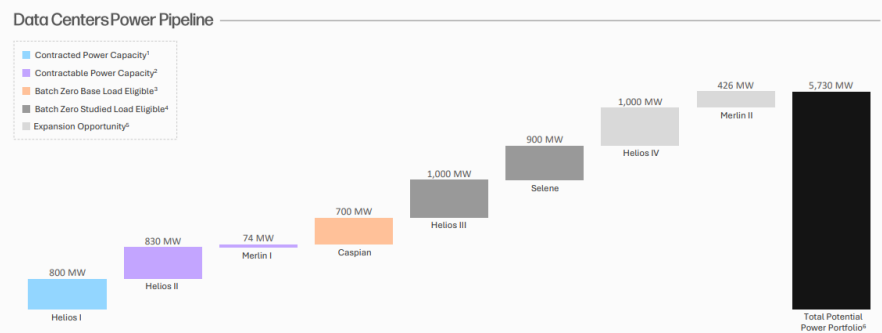
830MW 이후에도 5.7GW의 후속 성장경로

Galaxy의 잠재 전력 포트폴리오는 Helios, Merlin, Caspian, Selene을 합쳐 5.7GW를 넘어섰다. Caspian 700MW, Selene 900MW, Helios III 1GW는 Batch Zero에서 Studied Load로 분류돼 다음 전력 배정 절차를 밟고 있다. Helios에서 검증한 개발·임대 모델을 다른 전력부지에서도 반복할 수 있다면 Galaxy는 단일 데이터센터가 아니라 대형 데이터센터 개발 플랫폼으로 재평가될 수 있다.

도표 51. 최대 5.7GW의 잠재 포트폴리오

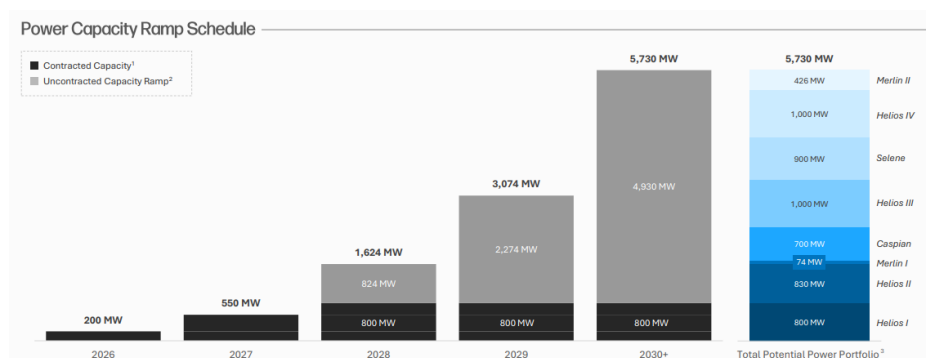
The Path to Multi-Gigawatt Scale

Galaxy continues to build out a multi-gigawatt power pipeline across Texas, now totaling over 5.7 GW of potential capacity, as it expands beyond Helios to meet accelerating demand for AI and HPC infrastructure.



자료: Galaxy Digital, 하나증권

도표 52. 전력 용량 Ramp Schedule

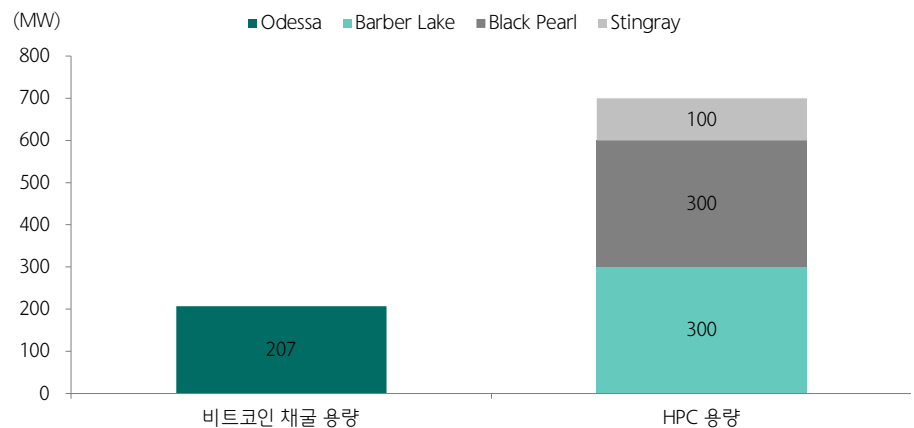


자료: Galaxy Digital, 하나증권

(2) Cipher Digital(CIFR): 이미 계약된 700MW + 추가 수주 가시성

Cipher Digital은 비트코인 채굴용 전력과 부지를 AI/HPC 데이터센터로 전환하고 있다. 2026년 2분기 매출은 사실상 전부 비트코인 채굴에서 발생했다. 현재 손익계산서만 보면 여전히 채굴기업이지만 이미 대규모 HPC 계약을 확보하면서 신규 투자와 미래 기업가치는 데이터센터 중심으로 이동하고 있다.

도표 53. 실행 및 계약 용량



자료: Cipher Digital, 하나증권

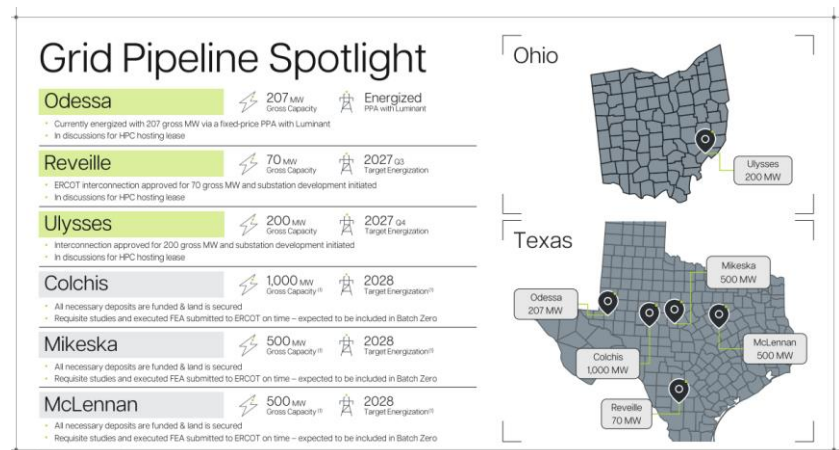
2026년 3~4분기 추가 데이터센터 수주 가시성

첫 번째 투자포인트는 2026년 3~4분기에 추가 데이터센터 수주 가능성이 높아질 수 있다는 점이다. Reveille과 Ulysses 등 주요 후속 프로젝트는 단순 초기 개발단계를 넘어 전력 관련 절차를 상당 부분 통과했고 고객과 HPC 임대계약을 논의하고 있다. Reveille은 2027년 3분기, Ulysses는 2027년 4분기 가압을 목표로 하고 있어 건설과 고객 준비기간을 감안하면 계약이 그보다 상당히 앞서 구체화될 필요가 있다.

2026년 3~4분기는 신규 계약 발표 가능성을 확인해야 하는 구간이다. 실제 계약이 발표되면 현재 할인된 파이프라인 가치가 계약자산 가치로 빠르게 올라갈 수 있다. CIFR 추가의 단기 재평가에는 기존 700MW보다 다음 신규 고객계약이 더 중요한 촉매가 될 가능성이 높다.

도표 54. 주요 파이프라인

2027년 하반기
Reveille와 Ulysses
가동 시점과 데이터센터 공기
감안하면
2026년 하반기엔 관련된
수주 발생 가능성



자료: Cipher Digital, 하나증권

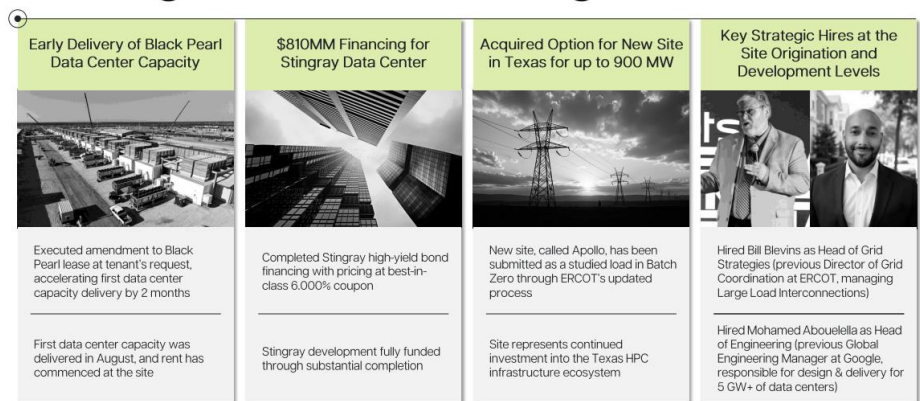
조기 가동과 자금조달로 개발 실행력 입증

CIFR는 데이터센터 개발계획을 실제 가동으로 전환하기 시작했다. Black Pearl은 첫 데이터센터 용량 공급을 기존 계획보다 2개월 앞당겼고, 8월부터 임대료 수취를 시작했다. Stingray는 8.1억달러 규모의 자금조달을 완료해 상당 부분 완공까지 필요한 개발자금을 확보했다. 여기에 텍사스에서 최대 900MW 규모 Apollo 부지 옵션을 추가하고, ERCOT과 Google 출신 핵심 인력을 영입했다. 단순히 전력과 부지를 확보하는 단계에서 벗어나 계통연결·건설·가동까지 실제로 수행하는 실행력을 보여주고 있다는 점이 긍정적이다.

도표 55. 2분기 구축한 성장 모멘텀

Black Pearl 가동·임대료 발생 →
Stingray 자금조달 완료 →
Apollo 900MW 파이프라인 추가
→ ERCOT·Google 출신
인력 영입으로 실행 역량 강화

Building Momentum Through Q2 2026



자료: Cipher Digital, 하나증권

이미 계약된 700MW가 기업가치의 하방을 제공

CIFR는 전체 가치가 미래 수주에만 의존하는 초기 개발업체가 아니다. 약 700MW의 HPC 용량에 대해 장기계약을 확보하고 있어 후속 프로젝트가 예상보다 늦어져도 핵심 자산가치는 유지될 수 있다. 계약된 데이터센터 자산은 채굴사업보다 장기간 안정적인 임대 현금흐름을 만들 수 있다는 점에서 사업의 질도 개선시킨다. 향후 해당 용량이 계획대로 가동되면 매출구조도 비트코인 가격 중심에서 장기계약 기반으로 이동한다. 계약된 700MW는 단순한 성장자산이 아니라 CIFR 기업가치의 하방을 지지하는 핵심 자산이다.

도표 56. Cipher Digital이 확보한 700MW 용량

Cipher Digital

Leading HPC Development Platform Built for Hyperscale



	Vertically Integrated Developer & Operator In-house power origination, engineering, procurement, construction, and operations built to deliver hyperscale capacity at speed and at scale
	Current Portfolio 907 MW ⁽¹⁾ of operating and contracted capacity today, including three data center campus leases with world's leading hyperscalers
	Pipeline Capacity Current ~4.4 GW ⁽²⁾ portfolio of grid pipeline capacity expected to be energized across 2027-2030+

700 MW Contracted Gross HPC Capacity	~\$11.4 Bn Contracted Revenue	10-15 Years Base Lease Terms	~\$793 MM Avg. Annualized NOI ⁽³⁾

자료: Cipher Digital, 하나증권

기업분석

이턴코퍼레이션(ETN)	36
블룸에너지(BE)	40
ERock(EROC)	44
Galaxy Digital(GLXY)	48
Cipher Digital(CIFR)	52

2026년 9월 17일 | Global Equity

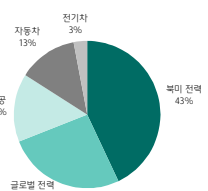
미국

TP(컨센서스) 490.70 USD
CP(9.15) 392.40 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕거래소
산업 분류	산업재
주요 영업	전기 장비
홈페이지	www.eaton.com
시가총액(십억USD)	165.2
시가총액(조원)	221.6
52주최고/최저(USD)	478.4/311.9
주요주주 지분율(%)	
뱅크	10.27
블랙록	7.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.4) 19.6 18.1
상대	(6.5) 6.6 1.9

매출구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	27,448	27,448	32,572	36,266
영업이익	5,209	5,209	6,371	7,463
순이익	4,087	4,087	4,294	5,550
EPS(USD)	12.1	11.1	13.5	15.9
EPS(YOY, %)	0.0	(8.2)	18.0	17.8
ROE(%)	20.2	21.6	23.3	25.1
PER(배)	33.3	28.7	31.5	26.7
PBR(배)	7.1	6.4	7.6	6.7
배당률(%)	1.1	1.3	1.1	1.1

주: 조정 기준

자료: Eaton, Bloomberg 시장 예상치, 마나증권



Analyst 김시현 sihyun_kim@hanafn.com

이턴코퍼레이션 (ETN.US)

협력과 인수로 모듈형 포트폴리오 강화 중

지멘스에너지와 모듈형 데이터센터 구축

2025년 6월, ETN은 지멘스에너지와 통합 온사이트 전력 기반 모듈형 데이터센터 파트너십을 구축했다. 핵심은 데이터센터 건물과 전력 발전소를 동시에 구축하는 것이며 온사이트 발전을 통해 그리드에 대한 의존하지 않는다. 표준 구성은 500MW이며 지멘스에너지의 SGT-800 가스터빈을 이용하며 ETN은 중전압/저전압 스위치기어, UPS, 버스웨이 등 전력 인프라를 제공하는 방식이다. 일반적인 그리드 연결 방식 대비 최대 2년의 기간 단축이 가능할 것으로 기대되며 디젤 발전기의 필요성도 사라진다. 2026년 1월에는 모듈형 플랫폼 기업인 Flexnode(비상장)와의 추가적인 협력을 발표했다. 설계도의 표준화를 통해 배치 자동화가 가능하며 배치 일정을 평균 35% 단축하는 효과가 있다.

모듈형 데이터센터 Firebond를 북미전력사업부로 인수

이턴코퍼레이션은 Grid to chip 포트폴리오 완성을 위해 최근 2-3년 공격적인 M&A를 진행하고 있다. Boyd(냉각), Resilient Power Systems(SST) 등이 대표적이며 모듈형 데이터센터 관련해서는 2025년 4월 14억 달러에 Firebond 인수를 완료했다. 턴키 방식을 통해 현장 시공에서 발생할 수 있는 숙련공 부족 문제를 해결할 수 있다. 변동성이 큰 전기장비의 통합 작업을 통제된 환경인 공장으로 옮김으로써 전통적인 현장 시공 대비 인건비도 최대 50% 절감할 수 있을 것으로 기대했다. Firebond의 2025년 2월 결산 연간 매출은 3억 7,800만 달러로 추산되며 북미 전력 사업부로 모두 인수되었다.

데이터센터 수주잔고 307GW

동사의 미국 데이터센터 수주잔고는 307GW다. 2025년 건설 속도를 기준으로 했을 때 15년 치 수주잔고이며 이 중 20%는 단기적으로 전환, 나머지는 2028년 이후 인도될 예정이다. 전력 부문은 데이터센터뿐 아니라 리쇼어링과 전력망 현대화 포트폴리오에 대한 효과로 상업/기관, 유틸리티 수요가 모두 견고하다. 북미와 글로벌 전력 사업부 호조로 FY2026년 연간 Organic 매출 성장을 가이던스를 기존 대비 200bp 상향한 +12%로 조정했다. 개별적인 가격 인상을 추가로 진행하고 있어 가격 인상 효과는 하반기에 갈수록 증가할 전망이다.

도표 1. 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	5,943	6,350	6,345	6,240	6,377	7,028	6,988	7,055	7,451	8,531
YoY	8.4%	8.3%	7.9%	4.6%	7.3%	10.7%	10.1%	13.1%	16.8%	21.4%
Electrical Americas	2,690	2,877	2,963	2,905	3,010	3,350	3,410	3,506	3,600	3,951
YoY	17.3%	13.4%	14.2%	8.7%	11.9%	16.4%	15.1%	20.7%	19.6%	17.9%
매출 비중	45.3%	45.3%	46.7%	46.6%	47.2%	47.7%	48.8%	49.7%	48.3%	46.3%
Electrical Global	1,500	1,606	1,573	1,569	1,610	1,753	1,724	1,728	1,945	2,517
YoY	0.0%	2.4%	4.7%	3.8%	7.3%	9.2%	9.6%	10.1%	20.8%	43.6%
매출 비중	25.2%	25.3%	24.8%	25.1%	25.2%	24.9%	24.7%	24.5%	26.1%	29.5%
Aerospace	871	955	946	971	979	1,080	1,079	1,111	1,139	1,222
YoY	8.5%	12.6%	9.1%	8.5%	12.4%	13.1%	14.1%	14.4%	16.3%	13.1%
매출 비중	14.7%	15.0%	14.9%	15.6%	15.4%	15.4%	15.4%	15.7%	15.3%	14.3%
Mobility*	882	912	863	794	779	845	775	711	766	841
YoY	-0.5%	0.0%	-5.8%	-10.6%	-11.7%	-7.3%	-10.2%	-10.5%	-1.7%	-0.5%
매출 비중	14.8%	14.4%	13.6%	12.7%	12.2%	12.0%	11.1%	10.1%	10.3%	9.9%
매출원가	3,725	3,940	3,899	3,811	3,930	4,431	4,313	4,457	4,799	5,676
YoY	3.5%	5.2%	5.8%	2.1%	5.5%	12.5%	10.6%	17.0%	22.1%	28.1%
원가율	62.7%	62.0%	61.4%	61.1%	61.6%	63.0%	61.7%	63.2%	64.4%	66.5%
매출총이익	2,218	2,410	2,446	2,429	2,447	2,597	2,675	2,598	2,652	2,855
YoY	17.7%	13.7%	11.4%	8.7%	10.3%	7.8%	9.4%	7.0%	8.4%	9.9%
매출총이익률	37.3%	38.0%	38.6%	38.9%	38.4%	37.0%	38.3%	36.8%	35.6%	33.5%
영업비용	1,214	1,217	1,235	1,204	1,246	1,341	1,308	1,212	1,480	1,463
YoY	12.1%	3.8%	8.7%	4.1%	2.6%	10.2%	5.9%	0.7%	18.8%	9.1%
SG&A	1,025	1,021	1,028	1,003	1,048	1,149	1,105	1,009	1,269	1,236
R&D	189	196	207	201	198	192	203	203	211	227
조정 영업이익	1,372	1,502	1,544	1,542	1,522	1,682	1,749	1,760	1,690	1,974
YoY	26.8%	18.8%	11.3%	13.4%	10.9%	12.0%	13.3%	14.1%	11.0%	17.4%
OPM	23.1%	23.7%	24.3%	24.7%	23.9%	23.9%	25.0%	24.9%	22.7%	23.1%
Electrical Americas	785	859	892	918	904	987	1,034	1,046	922	1,088
YoY	49.5%	28.4%	24.1%	20.3%	15.2%	14.9%	15.9%	13.9%	2.0%	10.2%
OPM	29.2%	29.9%	30.1%	31.6%	30.0%	29.5%	30.3%	29.8%	25.6%	27.5%
Electrical Global	274	305	294	277	300	353	330	340	373	499
YoY	0.0%	5.2%	10.4%	2.5%	9.5%	15.7%	12.2%	22.7%	24.3%	41.4%
OPM	18.3%	19.0%	18.7%	17.7%	18.6%	20.1%	19.1%	19.7%	19.2%	19.8%
Aerospace	201	206	230	222	226	240	280	268	304	278
YoY	11.7%	7.9%	10.0%	11.0%	12.4%	16.5%	21.7%	20.7%	34.5%	15.8%
OPM	23.1%	21.6%	24.3%	22.9%	23.1%	22.2%	25.9%	24.1%	26.7%	22.7%
Mobility*	112	132	128	125	92	103	105	106	89	109
YoY	8.7%	15.8%	-2.3%	10.6%	-17.9%	-22.0%	-18.0%	-15.2%	-3.3%	5.8%
OPM	12.7%	14.5%	14.8%	15.7%	11.8%	12.2%	13.5%	14.9%	11.6%	13.0%
조정 순이익	966	1,096	1,132	1,120	1,070	1,155	1,199	1,297	1,094	1,228
YoY	28.3%	23.7%	13.9%	9.4%	10.8%	5.4%	5.9%	15.8%	2.2%	6.3%
순이익률	16.3%	17.3%	17.8%	17.9%	16.8%	16.4%	17.2%	18.4%	14.7%	14.4%
조정 EPS	2.40	2.73	2.84	2.83	2.72	2.95	3.07	3.33	2.81	3.15
YoY	27.7%	23.5%	15.0%	11.0%	13.3%	8.1%	8.1%	17.7%	3.3%	6.8%

주: 1Q26부터 Vehicle과 E-mobility를 Mobility로 통합

자료: Eaton, 하나증권

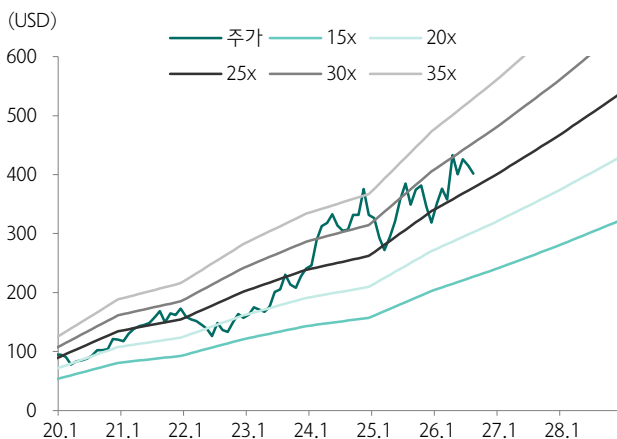
도표 2. 연간 실적 추이

(단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	23,196	24,878	27,448	32,216	35,527
YoY	11.8%	7.3%	10.3%	17.4%	10.3%
Electrical Americas	10,098	11,436	13,276		
YoY	18.8%	13.3%	16.1%		
Electrical Global	6,084	6,248	6,815		
YoY	4.0%	2.7%	9.1%		
Aerospace	3,413	3,744	4,249		
YoY	12.3%	9.7%	13.5%		
Vehicle	2,965	2,790	2,505		
YoY	4.8%	-5.9%	-10.2%		
E-Mobility	636	662	605		
YoY	18.2%	4.1%	-8.6%		
매출원가	14,762	15,375	17,131	19,918	21,536
원가율	63.6%	61.8%	62.4%	61.8%	60.6%
YoY	6.5%	4.2%	11.4%	16.3%	8.1%
매출총이익	8,434	9,503	10,317	12,298	13,991
매출총이익률	36.4%	38.2%	37.6%	38.2%	39.4%
YoY	22.5%	12.7%	8.6%	19.2%	13.8%
영업이익	4,446	5,959	6,713	6,536	7,736
영업이익률	19.2%	24.0%	24.5%	20.3%	21.8%
YoY	20.3%	34.0%	12.7%	-2.6%	18.4%
순이익	3,657	4,314	4,720	5,220	6,140
순이익률	15.8%	17.3%	17.2%	16.2%	17.3%
YoY	20.6%	18.0%	9.4%	10.6%	17.6%
EPS (조정)	9.12	10.80	12.07	13.41	15.75
YoY	20.5%	18.4%	11.8%	11.1%	17.4%

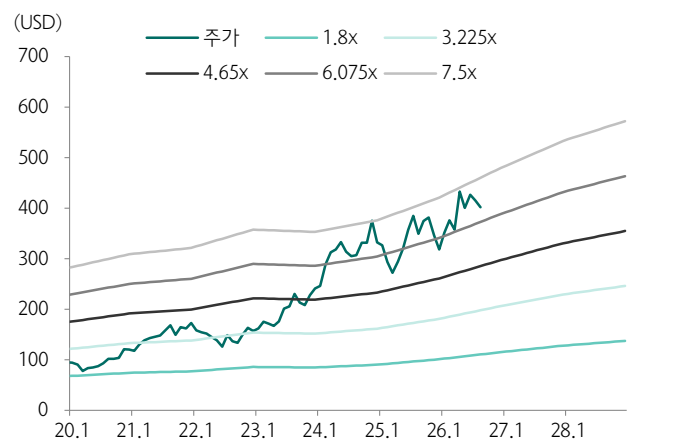
자료: Eaton, LSEG 시장 예상치, 하나증권

도표 3. 이턴코퍼레이션 12M 선행 PER 밴드



자료: Eaton, 하나증권

도표 4. 이턴코퍼레이션 12M 선행 PBR 밴드



자료: Eaton, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	23,196	24,878	27,448	31,813	35,139
매출총이익	8,434	9,503	10,317	11,964	13,643
판매비	4,549	4,871	5,108		
영업이익	3,885	4,632	5,209	6,299	7,456
이자 비용	151	130	241		
기타영업손익	(93)	(64)	36		
세전이익	3,827	4,566	4,932		
법인세	604	768	842		
소수주주이익	5	4	3		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,218	3,794	4,087	5,120	6,049
성장율(YoY)					
매출	11.8	7.3	10.3	15.9	10.5
영업이익	28.7	19.2	12.5	20.9	18.4
순이익	30.7	17.9	7.7	25.3	18.1
수익성(%)					
매출총이익률	36.4	38.2	37.6	37.6	38.8
영업이익률	16.7	18.6	19.0	19.8	21.2
순이익률	13.9	15.3	14.9	16.1	17.2

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

투자지표	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	9.1	10.8	12.1	13.3	15.5
BPS	47.7	47.1	50.1	57.4	65.5
SPS	58.1	62.6	70.4	82.6	90.2
DPS	3.4	3.8	4.2	4.4	4.6
주가지표(배)	28.9	33.3	27.8	30.6	26.2
PER	5.1	7.1	6.4	7.1	6.2
PBR	20.7	23.9	20.6	23.6	20.2
EV/EBITDA	4.1	5.3	4.5	5.0	4.5
PSR	1.4	1.1	1.3	1.1	1.1
배당수익률(%)	17.8	20.2	21.6	23.4	24.4
재무비율(%)	8.8	9.9	10.3	9.4	10.6
ROE	14.1	16.3	18.1	-	-
ROA	52.1	53.9	54.9	-	-
ROIC	1.5	1.5	1.3	-	-
부채비율	25.7	35.6	21.6	-	-
유동비율					
이자보상배율(배)	9.1	10.8	12.1	13.3	15.5

주: EPS Bloomberg 조정치. 예상치 Bloomberg 시장 컨센서스.
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	7,511	8,746	11,675	11,801	12,355
현금성자산	297	294	488	555	622
매출채권	3,297	4,076	4,475	4,619	5,387
비유동자산	26,516	26,269	26,757	26,580	28,896
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	3,506	3,717	4,178	4,535	5,084
자산총계	34,027	35,015	38,432	38,381	41,251
유동부채	7,212	6,360	7,747	9,370	9,370
비유동부채	10,364	11,580	11,616	11,994	12,412
부채총계	17,576	17,940	19,363	19,850	21,782
자본금	12,453	12,516	12,638	12,735	12,841
이익잉여금	3,960	4,521	6,398	5,753	6,584
자본총계	16,451	17,075	19,069	18,531	19,469

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2,163	2,533	3,624	4,327	4,472
감가/무형상각비	922	954	926	921	1,006
비현금자본증감	(309)	(688)	(149)	(219)	(718)
투자활동	(1,764)	(1,200)	(2,575)	(271)	(1,101)
유형자산처분	0	0	0	85	80
유형자산취득	(575)	(598)	(757)	(808)	(919)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(540)	(1,336)	(855)	(3,988)	(3,304)
배당금	(1,219)	(1,299)	(1,379)	(1,500)	(1,626)
단기부채증감	N/A	N/A	N/A	0	0
장기부채증감	805	300	488	61	342
자본금증감	(59)	(258)	78	(2,423)	(1,823)
잉여현금흐름	1,588	1,935	2,867	3,519	3,553

2026년 9월 17일 | Global Equity

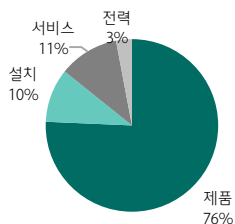
미국

TP(컨센서스) 289.90 USD
CP(9.15) 259.35 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	유틸리티
주요 영업	전기 공익 사업체
홈페이지	www.bloomenergy.com
시가총액(십억USD)	81.2
시가총액(조원)	108.9
52주최고/최저(USD)	351.28/61.37
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	9.11
아메리프라이즈 파이낸셜	6.18
주가상승률	1M 6M 12M
절대	30.6 73.2 309.8
상대	31.5 60.2 293.6

매출구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	1,474	2,024	4,095	6,690
영업이익	108	221	842	1,569
순이익	65	198	864	1,622
EPS(USD)	0.28	0.76	2.705	4.8025
EPS(YOY, %)	3.8	1.7	2.6	0.8
ROE(%)	22.2	22.2	42.5	42.9
PER(배)	N/A	N/A	103.6	56.3
PBR(배)	9.0	31.7	40.1	24.3
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: BE, Bloomberg 시장예상지, 하나증권



Analyst 김시현 sihyun_kim@hanafn.com

블룸에너지(BE.US)

납기와 상대적 수용성의 강점

데이터센터向 연료전지 점유율 90% 후반대

데이터센터向 연료전지 점유율 90% 후반대로 압도적 1위인 블룸에너지의 현재 부지에서 가시적인 연간 생산능력은 5GW다. 현재 공개된 타임라인 2026년 말까지 2GW로 2025년 대비 2배 확대하는 것이며 이를 빠르게 초과달성하고있는 것으로 보인다. 주문 제약과 캐파 제약이 없으며 매출 성장은 이제 고객사가 부지를 얼마나 빨리 지을 수 있느냐에 달려있다. 앞으로는 캐파 한번에 크게 늘리는 방식이 아닌 수요를 고려해 분기마다 수백MW를 점진적으로 늘리는 방식으로 전환했다.

Project Jupiter, 지연 우려에도 주전원과 주민 수용성을 증명

연료전지 캐파 2.45GW로 블룸에너지 프로젝트 중 가장 규모가 큰 Project Jupiter는 오라클이 BorderPlex Digital Assets와 뉴멕시코주에 짓고 있는 초대형 데이터센터 캠퍼스다. 2026년 4월, 오라클은 기존 계획했던 가스터빈과 디젤 발전기를 모두 블룸에너지의 연료전지로 교체한다고 발표했다. 오라클은 프로젝트 주피터의 모든 에너지 비용을 부담하며 이 사업이 주민들의 전기요금과 전력망 안정성에 영향을 미치지 않는다는 점을 강조했다. 블룸에너지 연료전지가 그리드를 보완하는 역할이었던 Equinix 프로젝트와 달리 최근 발표되는 프로젝트는 더 이상 백업전력이 아닌 주전력으로 설계되고있으며 디젤 발전기 대비로도 신뢰도도 높게 평가된다. 9월 11일 발표된 오라클의 실적발표에서도 Project Jupiter를 언급했다. 현재 대기오염 허가를 취득하는 절차를 진행 중이며 블룸에너지 SOFC는 물 소비량과 배출량이 다른 어떤 현장 발전보다 가장 환경 친화적이라고 설명했다.

인허가와 지연 우려 vs S&P500 편입

구체적인 수주잔고를 공시하고 있지 않으나 성장률이 제품 매출 증가율(YoY +215.4%)을 상회하고 있다고 코멘트에 탑라인 가시성은 상당히 높은 편이다. 6월~8월 사이 여러 프로젝트 지연 관련 우려가 부각되며 주가상 부침이 있었다. 6월에는 900MW 연료전지 공급 예정이었던 Project Jade는 고객 요청으로 일시 중단되었으며 7월에는 Project Jupiter가 가스 파이프라인 허가 관련 승인 지연 우려가 부각되었다. 다만 최근에는 다시 9월 21일부터 S&P 500 편입에 따른 자금 유입 효과가 예상보다 강할 것으로 추정되며 다시 더 부각되고 있다.

도표 1. 블룸에너지 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	235	336	330	572	326	401	519	778	751	1,065
YoY	-14.5%	11.5%	-17.5%	60.4%	38.6%	19.5%	57.1%	35.9%	130.4%	165.5%
제품	153	226	234	472	212	297	384	638	655	935
YoY	-20.8%	5.4%	-23.3%	80.2%	38.1%	31.1%	64.4%	35.4%	209.3%	215.4%
매출 비중	65.2%	67.4%	70.8%	82.4%	65.0%	73.9%	74.0%	82.1%	87.3%	87.8%
설치	11	43	32	36	34	37	66	67	26	51
YoY	-44.2%	75.7%	46.2%	38.6%	194.0%	-12.5%	105.2%	86.4%	-22.9%	36.4%
매출 비중	4.9%	12.7%	9.7%	6.3%	10.3%	9.3%	12.7%	8.7%	3.5%	4.8%
서비스	56	53	51	54	54	54	59	62	62	69
YoY	38.8%	24.2%	6.8%	2.3%	-5.2%	3.7%	15.5%	14.7%	15.6%	26.8%
매출 비중	24.0%	15.65%	15.36%	9.40%	16.42%	13.57%	11.29%	7.93%	8.24%	6.48%
전력	14	14	14	11	27	13	10	10	10	10
YoY	-30.7%	-28.2%	-46.5%	-34.5%	92.1%	-9.8%	-25.1%	-5.3%	-63.3%	-22.3%
매출 비중	6.0%	4.2%	4.2%	1.9%	8.3%	3.2%	2.0%	1.3%	1.3%	0.9%
매출원가	194	267	252	347	233	288	361	538	526	700
YoY	-10.5%	11.5%	-8.1%	34.0%	19.8%	7.7%	43.6%	54.8%	126.0%	143.1%
원가율	82.5%	79.6%	76.2%	60.7%	71.3%	71.8%	69.6%	69.2%	70.0%	65.7%
매출총이익	41	69	83	225	93	113	158	240	226	365
YoY	-29.4%	11.6%	-34.1%	130.2%	126.8%	65.4%	89.2%	6.6%	141.3%	222.3%
매출총이익률	17.5%	20.4%	25.2%	39.3%	28.7%	28.2%	30.4%	30.8%	30.0%	34.3%
영업비용	72	92	88	115	108	86	111	152	153	173
YoY	-39.0%	-17.3%	-10.3%	44.3%	49.8%	-6.0%	26.0%	32.9%	42.3%	101.2%
조정 영업이익	-31	-3	8	133	13	29	46	133	130	240
YoY	9.8%	87.7%	-84.4%	386.7%	142.9%	998.5%	470.7%	-0.3%	884.5%	736.7%
OPM	NA	NA	2.5%	23.3%	4.0%	7.1%	8.9%	17.1%	17.3%	22.5%
조정 순이익	-38	-14	-1	118	6	22	35	134	138	248
YoY	15.4%	61.7%	-103.5%	510.1%	116.7%	258.3%	2493.9%	13.1%	2050.4%	1022.0%
순이익률	-16.3%	-4.2%	-0.4%	20.7%	2.0%	5.5%	6.8%	17.2%	18.4%	23.3%
조정 EPS	-0.17	-0.06	-0.01	0.43	0.03	0.10	0.15	0.45	0.44	0.78
YoY	22.7%	64.7%	-106.7%	514.3%	117.6%	266.7%	1600.0%	4.7%	1366.7%	680.0%

자료:BloomEnergy, 하나증권

도표 2. 블룸에너지 연간 실적 추이 (조정 기준)

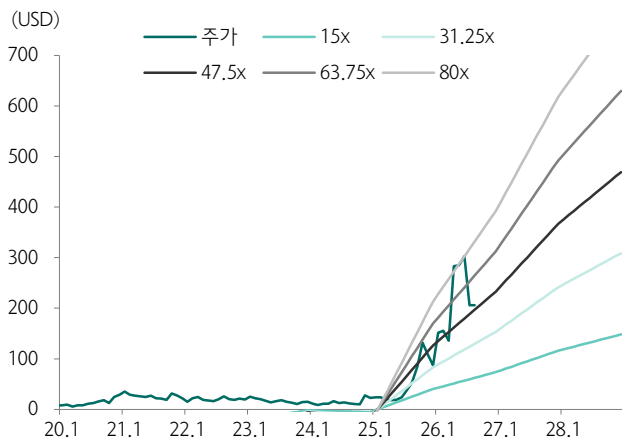
(단위: 백만USD, %, USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,333	1,474	2,024	4,095	6,690
YoY	11.2%	10.5%	37.3%	102.3%	63.4%
매출총이익	344	423	599	1,370	2,398
YoY	24.6%	22.9%	41.7%	128.7%	75.0%
매출총이익률	25.8%	28.7%	29.6%	33.5%	35.9%
영업이익	19	108	221	842	1,569
YoY	157.3%	461.0%	105.4%	281.0%	86.3%
영업이익률	1.4%	7.30%	10.92%	20.56%	23.45%
순이익	-21	65	198	864	1,622
YoY	72.6%	411.7%	1.0%	336.1%	87.8%
순이익률	-1.6%	-4.4%	-9.8%	-21.1%	-24.2%
EPS	-0.10	0.28	0.76	2.71	4.80
YoY	75.6%	380.0%	171.4%	255.9%	77.5%

주: 조정 기준

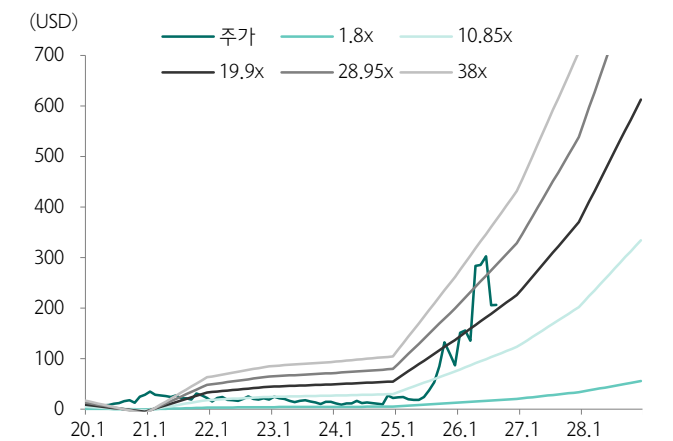
자료: 블룸에너지, LSEG 시장 예상치, 하나증권

도표 3. 블룸에너지 12M 선행 PER 밴드



자료: 블룸에너지, 하나증권

도표 4. 블룸에너지 12M 선행 PBR 밴드



자료: 블룸에너지, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	1,333	1,474	2,024	4,090	6,834
매출총이익	344	423	587	1,357	2,468
판매비	251	233	329	536	680
영업이익	(209)	23	73	644	1,377
이자 비용	108	63	54	42	41
기타영업손익	-	-	34	75	64
세전이익	(306)	(26)	(84)	667	1,462
법인세	2	1	3	25	113
소수주주이익	-	-	-	-	-
특별손실	-	-	-	-	-
당기순이익	(302)	(29)	(88)	626	1,394
성장율(YoY)					
매출	11.2	10.6	37.3	102.1	67.1
영업이익	19.9	흑전	217.4	782.2	113.8
순이익	(0.3)	90.4	- 흑전		122.7
수익성(%)					
매출총이익률	25.8	28.7	29.0	33.2	36.1
영업이익률	(15.7)	1.6	3.6	15.7	20.1
순이익률	(22.7)	(2.0)	(4.3)	15.3	20.4

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표

(단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	806	1,056	1,645	1,984	3,698
현금성자산	396	349	711	914	2,456
매출채권	88	251	390	486	564
비유동자산	-	-	-	-	-
투자자산	-	-	41	41	100
유형자산	-	-	633	526	507
자산총계	1,726	1,947	2,414	2,721	4,463
유동부채	335	542	470	637	624
비유동부채	-	-	-	-	-
부채총계	-	-	1,893	2,136	3,670
자본금	-	-	-	-	-
이익잉여금	-	-	-	-	-
자본총계	82	360	521	585	793

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	-0.10	0.28	0.76	2.70	4.95
BPS	2.24	2.47	2.89	6.95	11.46
SPS	5.93	6.43	7.23	-	-
DPS	-	-	-	-	-
주가지표(배)					
PER	-	79.3	114.3	96.1	52.4
PBR	6.6	9.0	30.1	37.3	22.6
EV/EBITDA	47.8	35.4	79.0	91.2	46.0
PSR	2.5	3.4	10.2	18.7	11.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	-4.5	11.3	26.3	38.8	43.2
ROA	-12.5	-1.1	-2.0	10.5	18.5
ROIC	(8.4)	0.9	1.5	-	-
부채비율	236.1	211.2	342.1	122.6	75.4
유동비율	2.7	3.3	3.2	1.8	2.5
이자보상배율(배)	(1.9)	0.4	1.4	-	-

주: EPS Bloomberg 조정치. 예상치 Bloomberg 시장 컨센서스.
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표

(단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	(61)	(192)	(373)	92	114
감가/무형상각비	63	62	63	53	51
비현금자본증감	88	249	313	140	368
투자활동	(47)	(126)	(77)	(55)	(93)
유형자산처분	0	3	7	4	0
유형자산취득	(50)	(117)	(84)	(59)	(57)
투자자산증감	0	0	0	0	(36)
재무활동	306	221	676	171	1,508
배당금	0	0	0	(2)	(1)
단기부채증감	-	-	-	-	-
장기부채증감	14	(159)	358	160	1,450
잉여현금흐름	(110)	(309)	(456)	33	57

2026년 9월 17일 | 기업분석_Update

EROCK (EROC.US)

계통을 기다리는 시간을 판매하는 기업

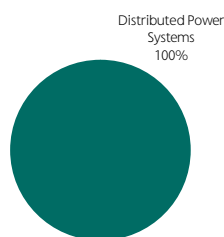
미국

TP(컨센서스) 22.50 USD
CP(09.15) 11.04 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	산업재
주요 영업	전기 장비
홈페이지	www.erock.com
시가총액(십억USD)	2.5
시가총액(조원)	3.4
52주최고/최저(USD)	20.7/8.88
주요주주 지분율(%)	
EP FLAGSHIP FUND I HLDG LLC	40.17
T.로우 프라이스	4.72
주가상승률	1M 6M 12M
절대	19.6 - -
상대	21.2 - -

FY 2Q26 매출 구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	1Q26	2Q26	2Q26F	4Q26F
매출	32	40	170	214
영업이익	(16)	(20)	1	10
순이익	(18)	(68)	(4)	7
EPS(USD)	(0.37)	(1.42)	(0.02)	0.01
EPS(YOY, %)	-	-	-	흑전
ROE(%)	-	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	-	12.8
배당률(%)	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 강재구 jaekoo.kang@hanafn.com
RA 이재은 jaeunlee@hanafn.com

천연가스 기반 온사이트·브리지 전력 기업

ERock은 천연가스 발전기를 이용해 데이터센터와 산업시설에 현장 전력을 공급하는 기업이다. 자체 발전기와 마이크로그리드를 설계·조립해 전력망이 준비되기 전에는 Bridge Power를 공급하고, 전력망 연결 이후에는 피크 대응이나 백업전원으로 전환할 수 있다. 데이터센터 입장에서는 변전소와 송전망 완공을 기다리지 않고 먼저 시설을 가동할 수 있다는 것이 가장 큰 장점이다.

대표 사례는 Meta의 엘패소 데이터센터다. ERock은 El Paso Electric을 통해 366MW 규모의 발전설비를 공급해 신규 변전소가 완공될 때까지 데이터센터에 전력을 공급하고 이후에는 전력망의 피크 발전설비로 활용할 예정이다. 2026년에는 Anthropic으로부터 470MW 규모의 발전기 주문도 확보했다. 2026년 6월 기준 설치된 발전설비는 1.1GW이며 계약된 발전설비 수주잔고는 약 \$17억으로 전년 대비 10배 증가했다.

매출 구성

2026년 2분기 ERock의 매출은 \$3,990만으로 발전시스템 판매가 \$2,650만으로 전체의 약 66%, 유지보수 등 지속 서비스 매출이 \$1,340만으로 약 34%를 차지한다. 발전시스템 판매에는 천연가스 발전기와 관련 전력장비 판매뿐 아니라 현장 설치와 시운전 등이 포함된다. 지속 서비스 매출은 이미 설치된 발전설비의 유지보수, 부품 교체, 모니터링 등에서 발생한다. 발전설비 판매가 늘어날수록 설치 기반이 확대되고 이후 반복적으로 발생하는 서비스 매출도 함께 증가하는 구조다.

현재 매출 규모보다 중요한 것은 빠르게 증가하고 있는 수주잔고다. ERock은 AI 데이터센터를 중심으로 대규모 발전설비 계약을 확보하면서 기존에 설치된 발전용량과 향후 공급해야 할 물량의 차이가 크게 벌어진 초기 성장 단계에 있다. 특히 Meta와 Anthropic 등 대형 AI 데이터센터 프로젝트가 본격적으로 공급 단계에 들어가면서 발전시스템 매출이 빠르게 증가할 가능성이 높다. 회사는 이를 기반으로 2026년 매출 \$4.35~4.65억을 전망하고 있어 하반기로 갈수록 매출 규모가 크게 확대되는 구조다.

ERock의 성장 배경에는 AI 데이터센터의 전력망 연결 지연이 있다. 대규모 데이터센터는 시설 건설이 끝나더라도 송전망이나 변전소 증설이 완료되지 않으면 실제 가동이 어렵다. ERock은 이 기간 동안 데이터센터 부지에 천연가스 발전설비를 설치해 필요한 전력을 먼저 공급하는 브리지 전력 역할을 한다. 이후 전력망 연결이 완료되면 해당 설비를 백업전원이나 피크 대응용으로 활용할 수도 있다. 따라서 AI 데이터센터의 건설 속도와 전력망 확충 속도 사이의 격차가 커질수록 ERock의 발전시스템 판매와 장기 서비스 매출 기반도 함께 확대될 수 있다.

투자포인트

(1) AI 데이터센터 수요가 실제 대형 수주로 전환되고 있다

첫 번째 투자포인트는 ERock의 수주 증가를 이끄는 핵심 고객이 AI 데이터센터로 바뀌고 있다는 점이다. 2Q26 계약 수주잔고는 약 17억달러로 전년 대비 10배 증가했다. Anthropic과는 470MW 규모의 장비 구매계약을 체결했고, 해당 계약으로 생산 약정은 2028년까지 확대됐다. Meta 데이터센터 캠퍼스를 지원하는 366MW El Paso Electric 발전시설 건설도 시작했다.

2025년 말 수주잔고가 약 12억달러였던 점을 감안하면 수주 확대가 일회성 프로젝트에 그치지 않고 있다. 데이터센터 사업자가 계통연결을 기다리는 대신 현장발전을 활용하기 시작하면서 ERock이 제공하는 가치도 단순 발전기 판매에서 가동시점을 앞당기는 전력 솔루션으로 확대되고 있다.

(2) 수주잔고의 실적 전환이 본격화 된다

두 번째 투자포인트는 확보한 수주잔고를 실제 매출로 전환하는 능력이다. 1H26 매출은 7,160만달러였지만 FY26 회사 가이드는 4.35억~4.65억달러다. 중간값 4.50억달러를 달성하려면 하반기 매출이 약 3.78억달러로 상반기의 약 5.3배까지 확대돼야 한다. 회사는 Hyperion 생산시설 가동을 시작했고 생산능력을 확대하고 있다. 공격적인 가이드를 제시했다는 것은 매출 가시성에 대한 자신감일 것이다.

Hyperion 가동은 단순한 생산능력 확대보다 수주잔고를 매출로 바꾸는 속도와 이익 개선에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대한다. EROCK은 기존 Titan에 더해 Hyperion 조립공장을 확대하고 있으며 2026년 말 연간 조립능력을 약 1.2GW까지 늘리는 것을 목표로 하고 있다. 장비의 표준화와 사전조립 확대, 일부 고마진 부품의 내재화도 추진한다. 수주잔고를 실행하면서 매출 증가율이 원가 증가율을 웃돌아 마진이 개선될 것으로 예상한다.

(3) 설치기반 증가는 반복 서비스 매출로 이어진다

세 번째 투자포인트는 발전설비 판매가 늘어날수록 일회성 장비매출뿐 아니라 설치 이후 서비스 매출 기반도 커진다. 2025년 Ongoing Services 매출은 4,520만달러로 전년 대비 25% 증가했고, 1H26에도 2,918만달러로 전년 대비 38% 증가했다. Power System Sales 매출이 프로젝트 일정에 따라 변동성이 큰 반면 서비스 매출은 설치기반 확대에 따라 상대적으로 안정적인 반복매출이 될 수 있다.

도표 1. 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
매출액	32	40	170	214
QoQ		25.7%	327.3%	25.5%
매출원가	27	32	136	172
QoQ		20.6%	324.1%	26.7%
원가율	83.6%	80.2%	79.6%	80.4%
매출총이익	5	7	33	46
QoQ		43.1%	348.1%	37.8%
매출총이익률	16.4%	18.6%	19.5%	21.5%
영업비용	20	25	24	27
QoQ		25.0%	-4.0%	12.5%
조정 영업이익	-16	-20	1	10
QoQ		-	흑전	-
OPM	-50.4%	-50.2%	0.1%	4.2%
조정 순이익	-18	-68	-4	7
QoQ		-	-	흑전
순이익률	-56.7%	-171.0%	-2.1%	3.3%
조정 EPS	-0.37	-1.42	-0.02	0.01
QoQ		-	-	흑전

자료: Factset, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(백만 USD)			
	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
매출	32	40	170	214
매출총이익	5	7	33	46
판매비	20	25	24	28
영업이익	(16)	(20)	0	9
이자 비용	1	3	1	1
기타영업손익	-	-	-	-
세전이익	(17)	(68)	(6)	4
법인세	1	0	0	0
소수주주이익	-	-	-	-
특별손실	-	-	-	-
당기순이익	(18)	(68)	(4)	7

대차대조표	(백만 USD)			
	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
유동자산	792	882	906	935
현금성자산	592	627	614	614
매출채권	107	102	92	74
비유동자산	63	96	104	104
유형자산	31	34	43	46
기타장기자산	8	38	41	41
자산총계	855	978	998	1,030
유동부채	544	621	618	639
비유동부채	39	101	101	101
부채총계	582	721	719	741
자본금	-	-	-	-
이익잉여금	-	-	-	-
자본총계	273	257	284	292

투자지표	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
주당지표(USD)				
조정 EPS	(0.37)	(1.42)	(0.02)	0.01
BPS	-	-	-	-
SPS	-	-	-	-
DPS	-	-	-	-
주가지표				
PER	-	-	-	-
PBR	-	-	-	12.8
EV/EBITDA	-	-	-	40.0
PSR	-	-	-	6.2
배당수익률(%)	-	-	-	-
재무비율(%)				
ROE	-	-	-	-
ROA	-	-	-	(7.9)
ROIC	-	-	-	-
부채비율	-	-	-	-
유동비율	-	-	-	-
이자보상배율(배)	-	-	-	-

현금흐름표	(백만 USD)			
	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F
영업활동 현금흐름	197	72	(24)	29
감가/무형상각비	2	3	2	3
비현금자산증감	209	26	14	(9)
투자활동	(4)	(5)	(13)	(10)
유형자산처분	-	-	-	-
유형자산취득	(4)	(5)	(13)	(10)
투자자산증감	-	-	-	-
재무활동	(1)	293	-	-
잉여현금흐름	193	65	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 9월 17일 | 기업분석_Update

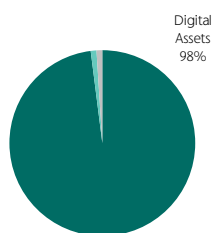
미국

TP(컨센서스) 40.62 USD
CP(09.15) 22.29 USD

Key Data

국가	UNITED STATES		
상장거래소	NASDAQ GS		
산업 분류	금융		
주요 영업	캐피탈 시장		
홈페이지	www.galaxy.com		
시가총액(십억USD)	9.4		
시가총액(조원)	12.9		
52주최고/최저(USD)	45.92/16.43		
주요주주 지분율(%)			
Capital Group Cos Inc/The	9.44		
FMR	9.14		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	34.1	31.6	1.8
상대	35.2	17.7	(16.1)

FY 2Q26 매출 구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	1,155	61,356	37,439	46,872
영업이익	206	(238)	(431)	(165)
순이익	533	(222)	(248)	146
EPS(USD)	1.05	-0.61	-0.82	-0.49
EPS(YOY, %)	16.7	적전	-	-
ROE(%)	15.4	-	-	-
PER(배)	17.0	-	-	-
PBR(배)	2.6	3.6	4.9	5.7
배당률(%)	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 강재구 jaekoo.kang@hanafn.com
RA 이재은 jaeunlee@hanafn.com

Galaxy Digital (GLXY.US)

핵심은 승인 받은 전력의 판매

디지털자산에서 AI 데이터센터로 확장 중인 전력 인프라 기업

Galaxy Digital은 디지털자산 거래·운용사업과 AI 데이터센터 개발사업을 동시에 운영하는 기업이다. 기존에는 암호화폐 거래, 대출, 자산운용과 비트코인 채굴이 핵심 사업이었지만 텍사스 Helios의 대규모 전력 인프라를 AI 데이터센터로 전환하면서 사업구조가 크게 바뀌고 있다. 이미 확보한 토지와 전력망 연결을 활용해 데이터센터를 건설한 뒤 장기간 임대하는 방식이다.

핵심 자산은 텍사스 Helios 데이터센터다. Helios는 1.63GW 이상의 전력 사용 승인을 확보했으며 CoreWeave와 총 526MW의 IT 부하에 대해 15년 장기계약을 체결했다. 2026년 2분기 1단계 133MW가 모두 가동되면서 데이터센터 임대수익이 발생하기 시작했다. 전체 계약이 가동되면 연평균 매출이 \$12억을 넘고 임대단위 조정 EBITDA 마진은 90% 이상으로 예상된다. Galaxy는 신규 부지를 포함해 텍사스에서 5.7GW 이상의 잠재 전력 파이프라인도 확보하고 있다.

매출 구성

Galaxy Digital은 디지털자산 사업의 회계 특성상 일반적인 제조업이나 데이터센터 기업처럼 단순 매출만으로 사업구조를 판단하기 어렵다. 암호화폐 가격 변동과 거래손익이 실적에 크게 반영되기 때문에 회사도 사업부별 수익성을 비교할 때 조정 매출총이익을 주요 지표로 사용한다.

2026년 2분기 Digital Assets 부문의 조정 매출총이익은 \$6,600만으로, 이 가운데 기관투자자 대상 거래·파생상품·대출 등을 담당하는 Global Markets가 \$4,900만, 자산운용과 블록체인의 인프라 관련 사업이 \$1,700만을 기록했다. 같은 기간 데이터센터 사업의 조정 매출총이익은 \$2,000만으로 아직 기존 디지털자산 사업보다 규모가 작다.

데이터센터는 2026년 2분기가 사실상 첫 매출 발생 분기다. 133MW가 모두 가동된 3분기부터 Helios 1단계에서만 분기 약 \$8,000만의 임대매출이 발생할 것으로 회사는 예상한다. 향후 526MW의 CoreWeave 계약이 순차적으로 가동되면서 Galaxy의 이익구조는 비트코인 가격에 민감한 디지털자산 사업에서 장기 데이터센터 임대사업으로 이동할 전망이다.

향후에는 CoreWeave와 계약한 총 526MW가 순차적으로 가동되면서 데이터센터 매출과 이익 비중이 빠르게 확대될 전망이다. 계약기간도 15년으로 길어 향후 수익의 가시성이 높다. 기존 Galaxy의 실적은 암호화폐 가격과 거래량, 시장 변동성에 따라 크게 움직였지만 데이터센터 사업이 확대될수록 장기계약을 기반으로 한 반복적인 임대수익이 실적의 한 축을 담당하게 된다. 결국 Galaxy의 사업구조는 디지털자산 시장에 대한 높은 민감도를 유지하면서도, 확보한 전력과 토지를 AI 데이터센터로 전환해 장기 현금흐름을 추가하는 방향으로 변화하고 있다.

투자포인트

(1) 추가 830MW 확보된 부지의 가치

Galaxy Digital이 텍사스에서 승인받은 추가 830MW의 가치가 부각될 것으로 기대한다. Galaxy Digital의 가치 할증 모멘텀 중 하나는 확보한 전력의 판매 여부다. Helios II 830MW는 2026년 1월 ERCOT 승인을 받았으며 2028년 가압을 목표로 하고 있다. AI 데이터센터의 전력 확보 경쟁이 심화되는 상황에서 고객계약이 체결될 경우 현재 승인전력의 가치가 계약 자산 가치로 전환될 수 있다.

(2) 검증된 데이터센터 개발 및 운영 능력

기존 CoreWeave 계약을 통해 데이터센터 개발·운영 능력은 이미 검증됐다. Helios I은 CoreWeave와 15년 계약을 맺었고 Phase I의 133MW IT 용량은 2분기 말 모두 가동에 들어갔다. 회사는 Phase I만으로 3분기부터 분기 약 8,000만달러의 임대매출과 90% 이상의 프로젝트 EBITDA 마진을 예상한다. 추가 830MW의 가치를 인정할 수 있는 근거도 기존 Helios를 실제 건설하고 계획대로 인도한 경험에 있다.

Galaxy Digital은 8월 실적 발표에서 Helios II 공급 관련 여러 고객들과 협상을 하고 있다고 밝혔다. 협상 후보에는 하이퍼스케일러, 네오클라우드, AI 연구소 및 모델 업체 등을 언급했다. Helios II의 전력 공급 일정이 2028년이라는 점에서 단기 실적에 반영되진 않지만, 초대형 기술 기업과 계약을 한다면 가치 할증 요인이다.

(3) 830MW 이후에도 5.7GW의 후속 성장경로

Galaxy의 잠재 전력 포트폴리오는 Helios, Merlin, Caspian, Selene을 합쳐 5.7GW를 넘어섰다. Caspian 700MW, Selene 900MW, Helios III 1GW는 Batch Zero에서 Studied Load로 분류돼 다음 전력 배정 절차를 밟고 있다. Helios에서 검증한 개발·임대 모델을 다른 전력부지에서도 반복할 수 있다면 Galaxy는 단일 데이터센터가 아니라 대형 데이터센터 개발 플랫폼으로 재평가될 수 있다.

도표 1. 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	260	54	143	698	12,856	9,057	29,219	10,224	10,213	8,711
YoY	77.0%	-50.6%	4699.4%	96.4%	4849.7%	16760.2%	20329.5%	1364.6%	-20.6%	-3.8%
Contracts with Customers	-	-	-	-	-	-	-	10,319	10,015	8,521
Digital Assets	-	-	-	-	-	-	-	10,237	10,349	8,716
Fees	-	-	-	-	-	-	-	26	22	18
Blockchain Rewards	-	-	-	-	-	-	-	55	28	18
Lending	-	-	-	-	-	-	-	46	27	29
Data Centers	-	-	-	-	-	-	-	5	3	26
매출원가					13,060	8,757	28,491	10,622	10,301	8,667
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-21.1%	-1.0%
원가율	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	101.6%	96.7%	97.5%	103.9%	100.9%	99.5%
매출총이익					-204	299	728	-398	-88	43
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-56.8%	-85.5%
매출총이익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.6%	3.3%	2.5%	-3.9%	-0.9%	0.5%
영업비용	49	45	48	321	153	96	156	125	119	119
YoY	221.89%	197.15%	55.13%	1931.61%	215.07%	113.99%	226.22%	-61.03%	-22.58%	24.50%
조정 영업이익	110	-119	-43	258	-392	166	544	-557	-235	-129
YoY	97.7%	-613.7%	-56.0%	0.4%	-455.0%	-239.6%	-1362.6%	-316.0%	-39.9%	-177.5%
OPM	42.5%	-222.0%	-30.1%	36.9%	-3.0%	1.8%	1.9%	-5.4%	-2.3%	-1.5%
조정 순이익				175	-295	31	505	-482	-216	-85
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-376.0%	-26.8%	-377.9%
순이익률	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	-2.3%	0.3%	1.7%	-4.7%	-2.1%	-1.0%
조정 EPS	1.23	-0.52	-0.16	0.49	-0.86	0.08	1.12	-1.08	-0.49	-0.18
YoY	200.0%	271.4%	-44.8%	-46.7%	-169.9%	-115.4%	-800.0%	-320.4%	-43.0%	-326.7%

자료: Factset, 하나증권

도표 2. 연간 실적 추이

(단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	614	1,155	61,356	37,439	46,872
YoY	-	88.1%	5214.2%	-39.0%	25.2%
매출총이익	-	89	426	363	1,008
매출총이익률	-	-	377.6%	-14.9%	178.1%
YoY	-	7.7%	0.7%	1.0%	2.2%
영업이익	238	206	-238	-431	-165
영업이익률	-408.0%	-13.4%	-215.7%	81.1%	-61.7%
YoY	38.7%	17.8%	-0.4%	-1.2%	-0.4%
순이익	-	533	-222	-248	146
YoY	-	-	-141.6%	11.8%	-158.9%
순이익률	-	46.1%	-0.4%	-0.7%	0.3%
EPS (조정)	0.90	1.05	-0.61	-0.82	-0.49
YoY	-128.8%	16.7%	-158.1%	34.0%	-40.0%

자료: Factset, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(백만 USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	614	1,155	61,356	37,439	46,872
매출총이익	-	89	426	363	1,008
판매비	77	376	183	110	148
영업이익	238	206	(238)	(431)	(165)
이자 비용	25	110	59	122	243
기타영업손익	10	29	33	-	-
세전이익	314	350	(271)	(429)	(148)
법인세	18	(15)	(29)	(52)	(28)
소수주주이익	0	0	0	-	-
특별손실	0	0	0	-	-
당기순이익	296	365	(241)	(297)	(80)
성장율(YoY)					
매출	46.5	88.1	5,211.7	(39.0)	25.2
영업이익	흑전	(13.4)	적전	(81.1)	84.9
순이익	흑전	23.3	적전	(23.2)	73.1
수익성(%)					
매출총이익률	-	7.7	0.7	1.0	2.1
영업이익률	38.8	17.8	(0.4)	(1.2)	(0.4)
순이익률	48.2	31.6	(0.4)	(1.2)	(0.2)

투자지표	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	0.90	1.02	(0.61)	(0.82)	(0.49)
BPS	5.47	6.63	6.16	5.17	4.41
SPS	1.90	3.40	157.00	95.80	119.90
DPS	-	-	-	-	-
주가지표					
PER	8.7	17.0	-	-	-
PBR	1.4	2.6	3.6	4.9	5.7
EV/EBITDA	1.6	12.6	98.3	-	43.5
PSR	4.1	5.2	0.1	0.3	0.2
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
재무비율(%)					
ROE	16.5	15.4	-	-	-
ROA	8.1	5.1	(2.1)	(2.3)	(0.5)
ROIC	11.4	8.3	(2.1)	-	-
부채비율	56.1	170.5	237.3	-	-
유동비율	1.7	1.5	1.6	-	-
이자보상배율(배)	9.5	1.9	(4.0)	(3.5)	(0.7)

자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(백만 USD)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	3,941	1,343	2,483	5,927	8,516
현금성자산	811	542	317	462	1,246
매출채권	27	11	16	30	34
비유동자산	1,155	1,003	1,192	1,239	2,832
투자자산	1,070	595	735	809	1,035
유형자산	29	222	260	237	1,423
자산총계	5,097	2,346	3,675	7,188	11,348
유동부채	1,984	479	1,433	3,891	5,312
비유동부채	514	428	452	1,038	3,002
부채총계	2,498	907	1,885	4,911	8,313
자본금	2,598	1,439	1,790	2,194	1,584
이익잉여금	0	0	0	0	341
자본총계	2,598	1,439	1,790	2,277	3,035

현금흐름표	(백만 USD)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	(20)	(77)	(17)	(205)	(256)
감가/무형상각비	5	15	23	47	34
비현금자산증감	85	(113)	2	(317)	(14)
투자활동	12	107	7	(522)	(1,291)
유형자산처분	0	0	0	3	11
유형자산취득	0	0	0	(59)	(1,193)
투자자산증감	12	107	7	(382)	(5)
재무활동	34	(47)	0	872	2,391
잉여현금흐름	(20)	(77)	(17)	(264)	(1,449)

2026년 9월 17일 | 기업분석_Update

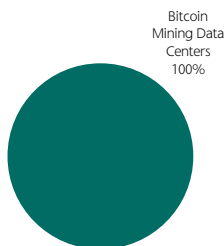
미국

TP(컨센서스) 32.17 USD
CP(09.15) 15.09 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	NASDAQ GS
산업 분류	정보기술
주요 영업	소프트웨어
홈페이지	www.cipherdigital.com
시가총액(십억USD)	6.5
시가총액(조원)	8.9
52주최고/최저(USD)	30.14/7.9
주요주주 지분율(%)	
Vanguard Group Inc/The	10.81
블랙록	10.61
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.7 35.9 100.8
상대	8.8 22.1 82.9

FY 2Q26 매출 구성



Financial Data

(백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	151	224	219	827
영업이익	(44)	(401)	(312)	77
순이익	(45)	(822)	(474)	(33)
EPS(USD)	0.33	0.06	(1.17)	(0.24)
EPS(YOY, %)	흑전	(81.8)	(2,053.3)	(79.3)
ROE(%)	-	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	2.4	7.4	23.3	16.3
배당률(%)	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 강재구 jaekoo.kang@hanafn.com
RA 이재은 jaeeunlee@hanafn.com

Cipher Digital (CIFR.US)

이미 계약된 700MW + 추가 수주 가시성

비트코인 채굴에서 AI 데이터센터 개발기업으로 전환

Cipher Digital은 전력을 확보한 비트코인 채굴부지를 AI-HPC 데이터센터로 전환하고 있는 기업이다. 2026년 2월 사명도 Cipher Mining에서 Cipher Digital로 변경하며 사업의 중심을 비트코인 채굴에서 데이터센터 개발·운영으로 이동했다. 전력망 연결과 토지가 이미 확보된 부지에 데이터센터를 건설한 뒤 AWS와 같은 하이퍼스케일러에 장기간 임대하는 것이 핵심 사업모델이다.

현재 약 700MW의 데이터센터 용량에 대해 장기계약을 확보했다. Barber Lake 300MW는 Fluidstack-Google, Black Pearl 300MW는 AWS, Stingray 100MW도 AWS와 계약되어 있다. Black Pearl은 2026년 8월 당초 계획보다 약 두 달 빠르게 일부 용량을 인도하면서 임대료가 발생하기 시작했다. Cipher는 추가로 최대 900MW 규모의 Apollo 부지를 확보했으며, 2026년 9월에는 여러 부지에 천연가스 파이프라인을 연결해 최대 2.5GW의 온사이트 발전 용량을 추가하는 계획도 발표했다.

매출 구성

2026년 2분기까지 Cipher Digital의 회계상 매출 \$2,480만은 전부 비트코인 채굴에서 발생했다. 당시에는 주요 AI 데이터센터 프로젝트가 아직 건설 단계에 있어 임대매출이 발생하지 않았기 때문이다. 따라서 현재 손익계산서만 보면 Cipher는 여전히 비트코인 채굴기업에 가깝지만, 실제 사업구조는 이미 데이터센터 중심으로 빠르게 전환되고 있다. 2026년 8월 Black Pearl의 일부 용량이 가동되면서 임대료가 발생하기 시작했고, 3분기부터는 데이터센터 매출이 처음으로 실적에 반영될 예정이다.

향후에는 이미 장기계약이 체결된 약 700MW의 데이터센터 용량이 순차적으로 가동되면서 매출구성도 크게 달라질 전망이다. 대표적으로 Black Pearl은 AWS와 300MW 규모의 15년 장기 임대계약을 체결했으며, 계약기간 전체 기준 약 \$55억의 매출을 확보하고 있다. 이외에도 Barber Lake와 Stingray 등 주요 프로젝트가 가동되면 데이터센터 임대료가 비트코인 채굴보다 더 안정적인 핵심 매출원으로 자리잡을 가능성이 높다.

사업모델의 변화는 실적의 성격도 바꾼다. 기존 비트코인 채굴은 비트코인 가격과 네트워크 난이도, 전력가격에 따라 수익성이 크게 변하지만 데이터센터 임대사업은 장기계약을 기반으로 일정한 임대료를 받는 구조다. 특히 Cipher는 기존 채굴사업을 위해 확보했던 대규모 전력망과 토지를 AI 데이터센터로 전환하고 있어 신규 개발업체보다 전력 확보 측면에서 유리하다. 결과적으로 Cipher의 사업구조는 변동성이 큰 비트코인 채굴에서 장기계약 기반의 AI 데이터센터 임대사업으로 이동하면서 현금흐름의 가시성과 안정성을 높이는 방향으로 변화하고 있다.

투자포인트

(1) 2026년 3~4분기 추가 데이터센터 수주 가시성

2026년 3~4분기에 추가 데이터센터 수주 가능성이 높아질 수 있다는 점이다. Reveille과 Ulysses 등 주요 후속 프로젝트는 단순 초기 개발단계를 넘어 전력 관련 절차를 상당 부분 통과했고 고객과 HPC 임대계약을 논의하고 있다. Reveille은 2027년 3분기, Ulysses는 2027년 4분기 가압을 목표로 하고 있어 건설과 고객 준비기간을 감안하면 계약이 그보다 상당히 앞서 구체화될 필요가 있다.

2026년 3~4분기는 신규 계약 발표 가능성을 확인해야 하는 구간이다. 실제 계약이 발표되면 현재 할인된 파이프라인 가치가 계약자산 가치로 빠르게 올라갈 수 있다. CIFR 주가의 단기 재평가에는 기존 700MW보다 다음 신규 고객계약이 더 중요한 촉매가 될 여지가 있다.

(2) 조기 가동과 자금조달로 개발 실행력 입증

CIFR는 데이터센터 개발계획을 실제 가동으로 전환하기 시작했다. Black Pearl은 첫 데이터센터 용량 공급을 기존 계획보다 2개월 앞당겼고, 8월부터 임대료 수취를 시작했다. Stingray는 8.1억달러 규모의 자금조달을 완료해 상당 부분 완공까지 필요한 개발자금을 확보했다. 여기에 텍사스에서 최대 900MW 규모 Apollo 부지 옵션을 추가하고, ERCOT과 Google 출신 핵심 인력을 영입했다. 단순히 전력과 부지를 확보하는 단계에서 벗어나 계통연결•건설•가동까지 실제로 수행하는 실행력을 보여주고 있다는 점이 긍정적이다.

(3) 이미 계약된 700MW가 기업가치의 하방을 제공

CIFR는 전체 가치가 미래 수주에만 의존하는 초기 개발업체가 아니다. 약 700MW의 HPC 용량에 대해 장기계약을 확보하고 있어 후속 프로젝트가 예상보다 늦어져도 핵심 자산가치는 유지될 수 있다. 계약된 데이터센터 자산은 채굴사업보다 장기간 안정적인 임대 현금흐름을 만들 수 있다는 점에서 사업의 질도 개선시킨다. 향후 해당 용량이 계획대로 가동되면 매출구조도 비트코인 가격 중심에서 장기계약 기반으로 이동한다. 계약된 700MW는 단순한 성장자산이 아니라 CIFR 기업가치의 하방을 지지하는 핵심 자산이다.

도표 1. 분기 실적 추이

(단위: 백만USD, %, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	48	37	24	42	49	44	72	60	35	25
YoY	119.9%	17.9%	-20.5%	-2.8%	1.7%	18.4%	197.5%	42.1%	-28.8%	-43.0%
Bitcoin Mining	-	-	-	-	-	44	72	60	35	25
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-43.00%
매출 비중	-	-	-	-	-	100%	100%	100%	100%	100%
매출원가	15	14	15	18	15	15	27	24	18	15
YoY	81.8%	-9.9%	16.1%	36.9%	0.7%	7.0%	76.9%	33.3%	18.8%	-2.0%
원가율	30.7%	38.9%	62.7%	43.1%	30.4%	35.1%	37.3%	40.4%	50.8%	60.4%
매출총이익	33	23	9	24	34	28	45	36	17	10
YoY	142.1%	46.5%	-48.0%	-20.3%	2.4%	25.3%	400.0%	47.9%	-49.9%	-65.2%
매출총이익률	69.2%	61.1%	37.3%	56.8%	69.7%	64.7%	62.8%	59.2%	49.1%	39.5%
영업비용	19	17	24	9	14	25	23	45	47	59
YoY	9.7%	-22.5%	-0.9%	-58.7%	-25.7%	50.1%	-4.4%	382.9%	229.2%	137.3%
조정 영업이익	50	-4	-18	27	-33	-24	-24	-	-47	-66
YoY	627.3%	-147.2%	-524.3%	6.7%	-165.7%	468.5%	32.5%	-	40.3%	173.4%
OPM	104.8%	-11.6%	-74.1%	64.8%	-67.7%	-55.5%	-33.0%	-	-133.5%	-266.1%
조정 순이익	63	-3	-3	51	6	30	41	-55	-40	-212
YoY	882.7%	-147.9%	-157.6%	83.5%	-90.3%	-968.6%	-1297.9%	-207.8%	-752.1%	-798.2%
순이익률	130.9%	-9.5%	-14.1%	120.8%	12.5%	69.6%	56.8%	-91.7%	-114.9%	-852.5%
조정 EPS	0.21	-0.01	-0.01	0.14	0.02	0.08	0.10	-0.14	-0.26	-0.16
YoY	586.6%	-125.0%	-150.0%	73.2%	-90.3%	-900.0%	-1100.0%	-200.0%	-1377.9%	-300.6%

자료: Factset, 하나증권

도표 2. 연간 실적 추이

(단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	127	151	224	215	801
YoY	4076.6%	19.3%	48.0%	-4.0%	272.8%
매출총이익	77	89	143	143	710
매출총이익률	3242.7%	16.2%	60.5%	0.1%	396.7%
YoY	60.3%	58.8%	63.7%	66.5%	88.6%
영업이익	29	4	-	-264	130
영업이익률	-146.8%	-85.5%	-	-	-149.1%
YoY	23.1%	2.8%	-	-122.6%	16.2%
순이익	46	107	22	-236	134
YoY	-172.2%	130.9%	-79.2%	-1159.3%	-156.8%
순이익률	36.4%	70.5%	9.9%	-109.6%	16.7%
EPS (조정)	0.19	0.33	0.06	-0.72	0.34
YoY	-171.2%	78.2%	-81.8%	적전	-146.7%

자료: Factset, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(백만 USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	127	151	224	219	827
매출총이익	77	89	143	126	566
판매비	94	133	543	-	-
영업이익	(18)	(44)	(401)	(312)	77
이자 비용	2	2	37	245	295
기타영업손익	3	(1)	388	-	-
세전이익	(22)	(44)	(826)	(555)	(111)
법인세	4	0	(3)	(6)	(9)
소수주주이익	-	-	-	-	-
특별손실	-	-	-	-	-
당기순이익	(26)	(45)	(822)	(474)	(33)
성장율(YoY)					
매출	4,076.6	19.3	48.0	(2.0)	276.8
영업이익	3,816.5	148.5	817.0	(22.0)	(124.8)
순이익	(34.0)	73.2	1,742.2	(42.3)	(93.1)
수익성(%)					
매출총이익률	60.3	58.8	63.7	57.4	68.5
영업이익률	(13.9)	(28.9)	(178.9)	(142.4)	9.4
순이익률	(20.3)	(29.5)	(367.2)	(216.3)	(3.9)

투자지표	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	(0.26)	0.33	0.06	(1.17)	(0.24)
BPS	1.69	1.94	1.99	0.79	1.14
SPS	0.50	0.47	0.59	0.54	6.16
DPS	-	-	-	-	-
주기지표					
PER	-	-	-	-	-
PBR	2.4	2.4	7.4	23.3	16.3
EV/EBITDA	26.9	27.6	16.1	10.5	23.1
PSR	8.2	9.9	25.2	35.0	9.3
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
재무비율(%)					
ROE	-	-	-	-	-
ROA	(5.2)	(6.3)	(31.9)	(8.7)	1.3
ROIC	(4.1)	(6.8)	(18.4)	-	-
부채비율	4.5	8.3	331.0	-	-
유동비율	4.6	1.3	6.6	-	-
이자보상배율(배)	(8.8)	(25.6)	(11.0)	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(백만 USD)				
	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	224	48	155	168	2,653
현금성자산	210	12	86	6	628
매출채권	0	1	1	3	1
비유동자산	131	371	411	687	1,639
투자자산	0	37	35	54	29
유형자산	5	197	251	493	634
자산총계	354	418	566	855	4,292
유동부채	0	40	34	699	699
비유동부채	0	35	41	42	2,757
부채총계	1	76	75	173	3,456
자본금	426	454	628	863	1,809
이익잉여금	(72)	(111)	(137)	(181)	(1,004)
자본총계	354	343	491	682	836

현금흐름표	(백만 USD)				
	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-	(21)	(94)	(88)	(208)
감가/무형상각비	-	5	60	102	199
비현금자산증감	-	(2,401)	(5)	638	(706)
투자활동	-	(174)	53	(192)	(549)
유형자산처분	-	-	-	-	-
유형자산취득	-	(228)	(54)	(303)	(493)
투자자산증감	-	(470)	38	0	0
재무활동	-	(3)	116	214	3,189
잉여현금흐름	-	-	(115)	(227)	(671)

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강재구, 김시현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2026년 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강재구, 김시현)는 2026년 9월 17일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.49%	5.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 9월 16일