

공개 · PUBLIC

산업 분석

감가하는 칩, 감가하지 않는 전력

비트코인 채굴기업의 AI 전환: 누가 감가를 떠안는가

발행

Bitplanet 리서치랩

발행일

2026 · 07 · 28

핵심 결론: 두 모델은 감가를 기준으로 나뉜다

WHAT HAPPENED

AI 연산의 핵심인 GPU는 18~24개월이면 다음 세대에 밀리고, 직전 세대 H100의 임대 단가는 2024년 말 피크(약 \$8/시간) 대비 2026년 중반 약 \$2.5~2.9/시간으로 60~70% 하락했다^[1]. 채굴에서 AI로 전환한다는 같은 흐름 속에서, Hut 8은 전력과 건물만 임대하는 15년 트리플넷(세금·보험·유지비를 임차인이 부담하는 임대) 계약가치 **\$16.8B**를 확보했고^[3], IREN은 GPU를 직접 사서 자기보유 장부가를 반년 만에 \$76M에서 **\$551M**로 늘렸다^[6].

WHY IT MATTERS

진짜 희소하고 오래가는 자산은 칩이 아니라 그리드에 연결된 전력과 데이터센터 건물이다. 감가하는 칩을 임차인에게 넘기는 임대 모델(Hut 8)과 직접 떠안는 운영 모델(IREN)은 수익의 성격, 부채 구조, 손익 변동성이 전혀 다르며, 어느 쪽이 우월한지는 무엇을 우선하느냐의 문제다.

WHAT TO WATCH

전력 부족이 얼마나 오래 지속되는지가 두 모델의 우열을 가른다. 모건스탠리 등 주요 기관은 전력 공급 불균형이 적어도 2027~2028년까지 이어질 것으로 본다^[11]. 확보한 전력·임대 계약이 실제 가동 매출로 바뀌는 속도, 즉 Hut 8 개발 플랫폼 9,085MW 중 가동 710MW^[3], 업계 리스 용량 인도율 약 25%^[10]가 판정 지표다.

\$16.8B

Hut 8 확보 계약가치
(갱신옵션 포함 \$42.8B)

[3]

약 -65%

H100 임대 단가 하락
(2024말 피크 대비 2026중반)

[1]

\$551M

IREN 자기보유 GPU 장부가
(2025-12-31, 반년 전 \$76M)

[6]

2.6×

IREN 분기 감가상각비 증가(YoY)
(\$47.3M→\$121.2M, QoQ
+22%)

[8]

710MW

Hut 8 가동(상업화) 용량
(개발 플랫폼 9,085MW 중)

[3]

CONTENTS

01 칩은 정말 녹아내리는 자산인가

02 두 갈래 길: 임대와 직접 운영

03 콜로케이션 리스: 감가를 임차인에게 넘긴다

04 클라우드 운영: 감가를 직접 떠안는다

05 어느 모델이 더 강점이 있나

06 국내 상황: 전력 병목과 계약 구조

C 결론

R 출처

A 부록

01 THE QUESTION

칩은 정말 녹아내리는 자산인가

AI 데이터센터 붐의 한가운데에는 불편한 질문이 하나 있다. AI 연산의 핵심인 GPU는 18~24개월이면 다음 세대에 밀려 값이 급격히 떨어진다. 실제로 직전 세대 H100의 임대 단가는 2024년 말 피크(약 \$8/시간) 대비 2026년 중반 약 \$2.5~2.9/시간으로 60~70% 하락했다(복수 GPU 가격 추적 기준)^[1]. 수백억 달러를 칩에 쏟아붓는 이 투자자는, 사실 빠르게 녹는 얼음 위에 지은 집이 아닐까?

이 의심은 막연한 것이 아니다. AI 칩을 대량으로 매입하는 인물로 꼽히는 마이크로소프트 최고경영자(CEO) 사티아 나델라조차 한 기술 팟캐스트 대담에서, 특정 세대 칩에 수년치 감가상각 부담이 묶이는 상황을 경계하며 새 엔비디아 칩의 가장 큰 경쟁자가 직전 세대 칩이라는 취지로 설명한 것으로 전해졌다(언론 보도 기준, 2차 인용)^[2].

그런데 같은 자리에서 나델라는 정반대 이야기도 했다고 전해진다. 정작 회사의 발목을 잡는 건 칩이 부족해서가 아니라, 칩을 꽂을 전기와 건물(warm shell, 전력·설비가 준비돼 칩만 넣으면 되는 데이터센터 공간)이 없어서라는 것이다. 창고에 칩은 쌓여 있지만 전력이 들어온 데이터센터가 없어 그 칩을 방치한다는 취지였다^[2].

여기서 이 글의 출발점이 분명해진다. 칩은 분명히 감가한다. 그건 사실이다. 하지만 그게 핵심 질문은 아니다. 진짜 희소하고 오래가는 자산은 칩이 아니라 그리드에 연결된 전력과 그 위에 세운 데이터센터 건물이다. 칩은 2~3년이면 갈아끼우지만, 전력 계약과 건물은 10년, 15년을 간다. 그렇다면 투자자가 따져야 할 핵심은 "칩이 감가하느냐"가 아니라, "그 감가하는 칩을 누가 장부에 들고 있느냐"다. 그리고 바로 이 질문이, 똑같이 "채굴에서 AI로 간다"고 말하는 회사들을 완전히 다른 두 종류로 갈라놓는다.

두 갈래 길: 콜로케이션 리스와 클라우드 운영

시장은 보통 이 회사들을 두고 아직 채굴기업인지 이미 AI 기업인지를 따진다. 하지만 그 구분만으로는 부족하다. 회사를 실제로 가르는 축은 칩을 누가 사고, 누가 그 감가를 떠안느냐다. 이 기준으로 보면 길은 둘로 갈린다(표 1). 개별 계약의 규모만 놓고 보면 Hut 8의 Beacon Point(\$9.8B)가 가장 크고, IREN의 Microsoft 계약(\$9.7B)이 그 뒤를 잇는다(그림 1). 다만 콜로케이션의 15년 리스 가치와 클라우드의 5년 계약 가치는 계약 기간·수익 성격이 달라, 같은 축에 놓고 크기만 비교하는 데는 한계가 있다.

콜로케이션 리스(임대 모델). 회사는 전력과 건물(셀)만 구축하고, 칩은 임차인이 직접 반입한다. 회사는 임대료를 받는다. 비유하자면 건물주다. 세입자가 자기 가구(칩)를 가져오고 관리비·전기료까지 다 내는, 이른바 트리플넷(NNN) 임대다. 칩이 구형이 되든 말든 그 위험은 세입자 몫이다. Hut 8, Cipher, TeraWulf가 이러한 모델에 속한다.

클라우드 운영(직접 운영 모델). 회사가 칩을 직접 매입해 운용하고, 그 연산 능력(GPU 사용시간)을 판매한다. 비유하자면 건물주가 아니라 PC방 사장이다. 가동률이 높으면 수익이 커지지만, 컴퓨터가 구형이 되면 그 손해도 사장이 진다. 감가는 회사 장부에 그대로 남는다. IREN이 여기에 해당한다.

다만 건물주와 PC방 사장이라는 비유에는 한계가 있다. 건물주가 안정적이라고 해서 우월하다는 뜻은 아니다. 직접 운영 모델은 감가를 떠안는 대신, 임대 모델은 갖지 못하는 것들을 줘다. GPU 클러스터를 효율적으로 운영하는 기술 노하우, 데이터센터 관리·자원 배분 소프트웨어, 고객과 직접 맺는 관계와 그로부터 쌓이는 운영 데이터, 그리고 임대료가 아니라 연산 마진 전체를 가져가는 상방이 그것이다. 건물주는 정해진 임대료 이상을 벌 수 없지만, 운영자는 수요가 몰릴 때 그 초과 수익을 온전히 취한다. 요컨대 임대 모델이 위험을 줄이는 구조라면, 운영 모델은 기술 스택과 마진 전부를 쥐려는 구조다. 어느 쪽이 옳은지는 뒤에서 다시 따진다.

두 모델의 차이는 회계에서 분명하게 드러난다. "전력은 감가하지 않는다"는 명제가 회계적으로 깨끗하게 성립하는 쪽은 임대 모델이다. 건물주는 오래가는 자산만 팔고, 기술적으로 빠르게 진부화하는 칩은 손에 쥐지 않는다. 반대로 직접 운영 모델은 그 진부화 위험을 자기가 들고 있다. 그 대신 그 자산이 버는 연산 마진을 임대료가 아니라 전부 가져간다. 어느 쪽이 우월한지는 회계만으로 정해지지 않는다.

구분	콜로케이션 리스 (임대)	클라우드 운영 (직접 운영)
대표 기업	Hut 8, Cipher, TeraWulf	IREN
칩(GPU) 소유	임차인이 보유	회사가 직접 보유·부채조달
감가 위험	임차인에게 이전	회사 장부에 잔류
수익 형태	15년 트리플넷 임대료 (take-or-pay)	GPU 사용시간 × 가동률
부채 매칭	장기 자산에 장기 부채 (16.5년)	기술 수명이 짧은 칩에 부채
비유	건물주	PC방 사장

개별 계약 기준 최대 규모인 Beacon Point

단위: \$B(기본 확정 계약가치, 갱신옵션 제외) · 남색=콜로케이션 리스, 연보라=클라우드 운영

Beacon Point (Hut 8)

\$9.8B

콜로 리스가치 · 352MW · 15년

IREN(Microsoft)

\$9.7B

클라우드 계약가치 · 5년

River Bend(Hut 8)

\$7.0B

콜로 리스가치 · 245MW · 15년

Cipher(AWS)

\$5.5B

콜로 리스가치 · 15년

TeraWulf (Fluidstack)

\$3.7B

콜로 리스가치 · 10년

IREN(NVIDIA)

\$3.4B

클라우드 계약가치 · 5년

BITPLANET

출처: 각 사 공시·보도[3][7][10]

03 MODEL A

콜로케이션 리스: 감가를 임차인에게 넘긴다

임대 모델의 교과서는 Hut 8이다.

트리플넷 리스란 세금·보험·유지비 세 항목(net)을 모두 임차인이 부담하는 임대 방식이다. 일반적인 임대에서는 건물주가 이 세 가지를 책임지지만, 트리플넷에서는 임차인이 전부 떠안는다. 건물주는 사실상 "땅·건물·전력만 빌려주고 정해진 임대료를 정기적으로 받는다" 구조다. 데이터센터에서는 여기에 더해, 칩이라는 가장 비싸고 빨리 낡는 설비까지 세입자가 들고 온다. 건물주(Hut 8)의 장부에는 감가하는 칩이 아예 없다.

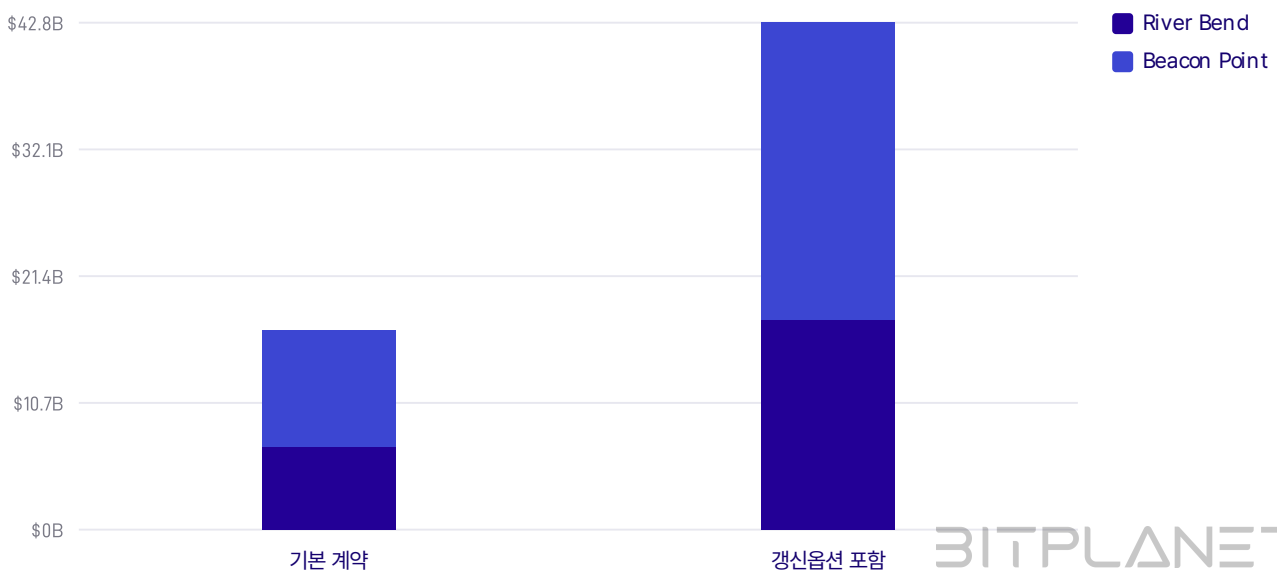
Hut 8은 지금까지 두 곳과 임대 계약을 체결했다. 텍사스의 Beacon Point(352MW)와 루이지애나의 River Bend(245MW)로, 둘 다 15년 트리플넷이며 임차인은 모두 투자적격 등급 중에서도 상위권(고투자등급)의 신용을 갖췄다. 두 계약의 기본 확정 임대가치는 총 **\$16.8B**(IT 용량 597MW)다^[3]. 다만 이 확정 계약가치를 읽을 때는 인도·가동 단계를 함께 봐야 한다. Beacon Point는 1단계를 상업 가동(commercialized)했고, River Bend는 건설 중으로 초기 인도가 2027년 2분기로 예정돼 있다^[3]. 즉 \$16.8B는 계약으로 확정됐지만, 대부분은 아직 가동 전 단계다.

여기에 더해, 세입자가 계약에 내장된 갱신옵션을 모두 행사할 경우 총 계약가치는 **\$42.8B**까지 늘어날 수 있다(그림 2)^[3]. 이 수치는 확정 매출이 아니라 갱신을 전제한 잠재 가치이므로, 확정 계약가치와는 구분해야 한다.

임차인의 신용도 이 모델의 강점을 뒷받침한다. Beacon Point의 세입자는 회사가 "시가총액 \$1T+의 고투자등급 기술 기업"이라고만 밝힌 익명의 빅테크다. River Bend는 클라우드 스타트업 Fluidstack이 빌렸는데, 그 뒤에는 임차 용량을 보정한 고투자등급 기업(언론 보도상 구글)이 있다^[4]. 즉 임대료를 갚을 주체의 신용이 빅테크급이다.

기본 \$16.8B에서 갱신옵션 포함 시 \$42.8B로 확대

단위: \$B(계약 리스가치) · 기준일 2026-05-06 · River Bend 245MW, Beacon Point 352MW

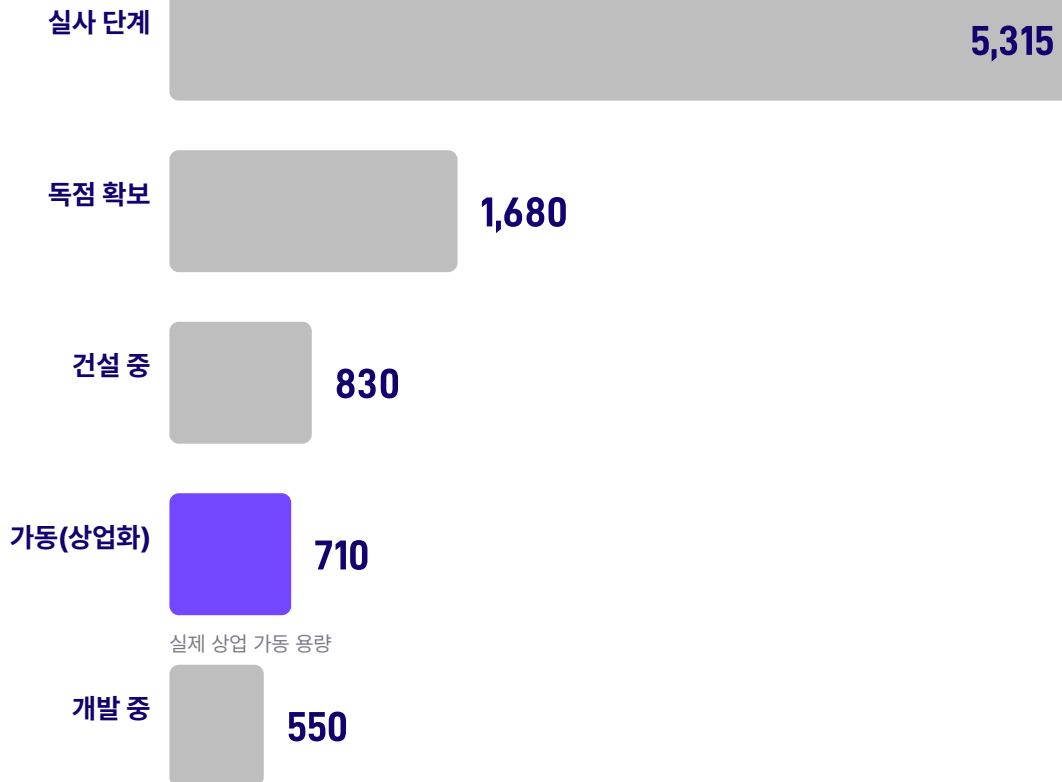


출처: Hut 8 Q1 2026 실적자료[3]

자금 조달 구조가 특히 이 모델의 핵심을 드러낸다. Hut 8은 River Bend 건설자금을 **\$3.25B, 16.5년 만기, 완전상환(fully amortizing) 투자등급 선순위 담보채**로 조달했다. 모회사에 청구권을 행사하지 않고(non-recourse), 주식 희석도 없는(non-dilutive) 구조다. 여기서 눈여겨볼 것은 만기다. 16.5년 만기 부채를 15년 임대와 내용연수가 긴 건물·전력 자산에 대응시켰다. 빨리 녹는 칩이 아니라 오래가는 자산에 장기 부채를 매칭한 것이다. 이것이 가능한 이유는 단순하다. **Hut 8은 칩을 안 샀기 때문이다.**

개발 플랫폼 9,085MW 중 상업 가동 710MW

단위: MW(전력용량), 기준일: 2026-05-06(Q1 2026 실적자료)



BITPLANET

출처: Hut 8 Q1 2026 실적자료[3]

물론 이 모델에도 그늘은 있다. 두 가지다.

첫째, 대부분이 아직 "약속"이다. Hut 8의 개발 플랫폼은 9GW가 넘지만, 실제로 전기가 들어와 상업 가동 중인 용량은 710MW뿐이다. 나머지 8.4GW는 실사·독점·개발·건설 단계의 파이프라인이다. 전력을 확보했다는 것과, 거기에 실제로 전기를 넣고 임차인을 붙여 임대료를 받는 것은 다른 문제다.

둘째, 비트코인이라는 변수가 존재한다. Hut 8은 채굴과 비트코인 보유를 병행한다. 2026년 1분기 회사는 \$253.1M의 순손실을 냈는데, 보유 비트코인의 평가손이 이 순손실 규모를 상회했다^[5]. 즉 깨끗해 보이는 임대 모델도, 비트코인 가격이 흔들리면 손익계산서가 같이 흔들린다. (이 점은 §5에서 다시 본다.)

04 MODEL B

클라우드 운영: 감가를 직접 떠안는다

반면 IREN은 정반대 경로를 택했다.

IREN은 GPU를 직접 매입해 "AI 클라우드"라는 이름으로 그 연산을 임대한다. 고객은 마이크로소프트와 엔비디아다. PC방 사장처럼 가동률이 높으면 임대료 이상을 벌 수 있다. 대신 컴퓨터(칩)가 구형이 되는 손해도 직접 진다.

실제로 IREN의 장부에 잡힌 GPU 자산(그로스)은 반년 만에 **\$76.0M(2025-06-30)**에서 **\$550.6M(2025-12-31)**로 불어났다^[6]. 분기 감가상각비(D&A)는 2026 회계연도 3분기(2026-03-31 종료)에 **\$121.2M**으로, 전년 동기 \$47.3M 대비 약 2.6배, 직전 분기 \$99.2M 대비로는 약 22% 늘었다^[8]. 증가 폭은 전년 대비로 보면 크지만, 최근 추세를 보는 데는 직전 분기 대비(+22%)가 더 적절하다. 다만 이 D&A는 GPU만이 아니라 채굴설비·데이터센터·건물 등 전체 유형자산의 감가를 합친 값이라, GPU 장부가 증가가 곧바로 이 증가분 전체의 원인이라고 단정하기는 어렵다(그림 4).

반년 만에 \$76M에서 \$551M로 늘어난 GPU 장부가

단위: \$M(GPU hardware 그로스 장부가, 감가상각차감 전) · 기준일: 2025-06-30과 2025-12-31

2025-06-30



\$76.0M

2025-12-31



\$550.6M

출처: IREN Form 10-Q Note 9[6]

전년 대비 2.6배, 직전 분기 대비 22% 증가

단위: \$M(분기 D&A) · 당분기=2026 회계연도 3분기(2026-03-31 종료) · 전 유형자산 합산(GPU 외 채굴설비·건물 포함)

전년 동기(2025-03분기)



\$47.3M

YoY 기준

직전 분기(2025-12분기)



\$99.2M

QoQ 기준

당분기(2026-03분기)



\$121.2M

+156% YoY · +22% QoQ

출처: IREN Q3 FY26 실적자료[8]

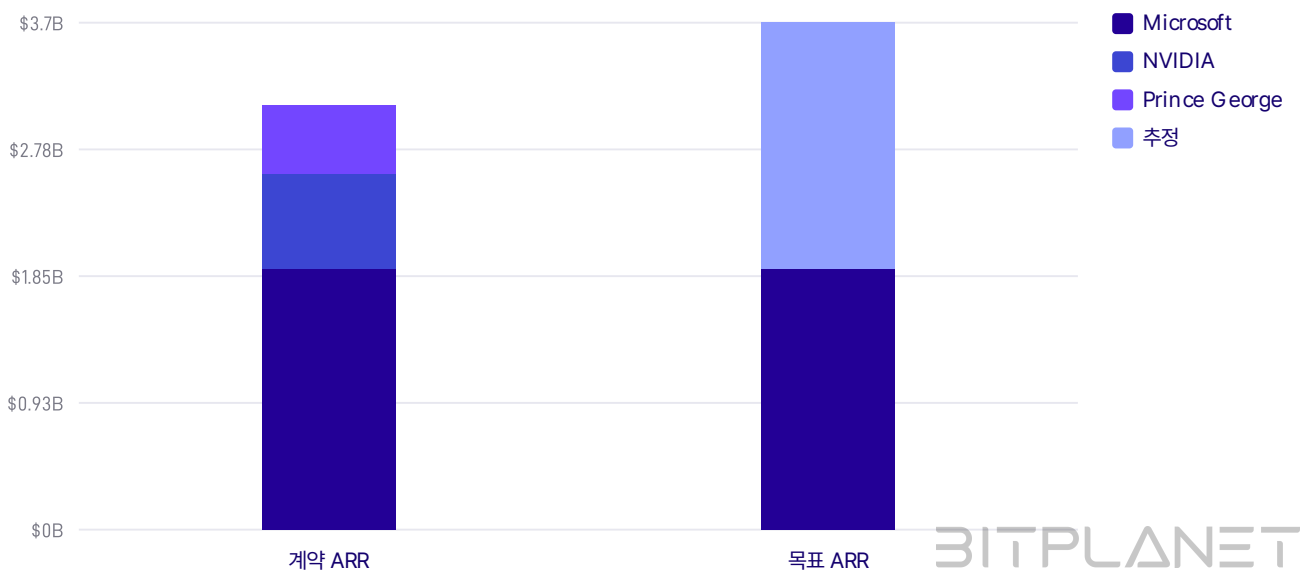
흥미로운 건 IREN의 대규모 손상(자산가치 상각)이 사실 GPU가 아니라 옛 채굴기에서 나온다는 점이다. 2025년 말 IREN은 비트코인 채굴기 S21 Pro·T21을 AI 전환 과정에서 조기 대체했다며 손상 처리하고, 이들의 내용연수를 2026년 중반·하반기까지로 단축했다^[6]. GPU에서는 아직 대규모 손상이 나오지 않았지만, 회계적으로 자산 수명을 줄이는 처리가 손익을 더 악화시킨다는 점은 IREN이 보여준 셈이다.

그렇다면 IREN의 손익은 왜 그렇게 출렁일까. 2026 회계연도 9개월 순손실이 \$18.6M로 작아 보이는 건, 영업이 좋아서가 아니라 **금융상품 평가이익(순 +\$533.9M)** 덕분이다. 이 평가손익은 IREN이 발행한 다섯 종류(2029~2033년 만기) 전환사채에 함께 딸린 파생상품을 매 분기 시장가격으로 다시 평가하면서 생긴다. 이 파생상품은 전환사채 때문에 주식 수가 늘어나는 것을 막으려고 미리 맺어둔 계약으로, 주가가 오르내리면 그 평가액도 함께 움직인다. 주가가 전환행사가를 크게 밀들면서 이 계약의 평가액이 크게 변동했고, 그 결과가 손익을 좌우했다. 영업 실체와는 거리가 먼, 자본구조에서 비롯된 숫자다.

고객 구성도 한 꺼풀 벗겨볼 필요가 있다. IREN의 두 축은 마이크로소프트와 엔비디아인데, 엔비디아 거래는 구조가 특이하다. 엔비디아는 IREN에 (1) \$3.4B짜리 클라우드를 발주한 고객이자, (2) IREN 주식을 최대 \$2.1B어치 살 수 있는 워런트를 받은 투자자이며, (3) 그 클라우드에 들어가는 칩을 만든 공급자다^[7]. 칩을 팔고, 그 회사에 투자하고, 그 칩을 다시 빌려 쓰는, 고객·투자자·공급자 역할이 중첩된 거래구조다. 이런 구조에서는 "계약 매출"을 순수한 외부 수요와 같은 기준으로 보기 어렵다. (마이크로소프트 계약은 순수 외부 수요라 성격이 다르다.)

상당 부분이 가동 전이거나 가정에 기댄 IREN의 ARR

단위: \$B(연환산매출) · IREN Q3 FY26 기준 · Microsoft 만 가동 중이고 NVIDIA는 램프 예정, 추정은 GPU 배치 가정



출처: IREN Q3 FY26 자료[8]

회사가 내세우는 연환산매출(ARR) 숫자도 뜯어보면 결이 다르다. "계약 ARR \$3.1B"는 마이크로소프트(\$1.9B, 가동 중) + 엔비디아(\$0.7B, 2027년 초 램프 예정 → 현재 기여 0에 가까움) + Prince George(약 \$0.5B, 파이프라인)로 구성된다. "목표 ARR \$3.7B"에서 마이크로소프트를 뺀 \$1.8B는 약 7.4만 개 GPU를 깎는 내부 가정에 기댄 추정치이지, 확정 계약이 아니다(그림 5)^[8].

■ 균형: IREN도 임대 모델 쪽으로 한 발을 옮기고 있다

IREN도 한 방향으로만 가는 건 아니다. IREN은 "AI 클라우드를 넘어 콜로케이션용 데이터센터 개발로 수익원을 다변화한다"고 밝혔다. 감가를 임차인에게 넘기는 임대 모델 쪽으로 무게추를 옮기고 있다.

05 HEAD TO HEAD

어느 모델이 더 강점이 있나

두 모델을 나란히 놓고 보자(표 2).

	콜로케이션 리스	클라우드 운영
장점	감가가 장부에 없음 · 빅테크급 신용의 15년 임대료 · 장기자산에 장기부채 매칭	상방(업사이드)이 큼 · 임대료가 아니라 연산 마진 전부를 수취
단점	상방 제한(건물주) · 9GW 중 가동은 710MW뿐(실행 위험) · 비트코인 보유가 손익 변동	녹는 칩 + 6% 부채를 직접 보유 · 고객 사실상 둘 · 엔비디아 거래의 역할 중첩(고객·투자자·공급자)
요약	내용연수가 긴 자산만 쥐고 감가는 넘긴다	감가까지 떠안고 상방을 노린다

표 2. 모델별 장단점. 출처: 저자(Bitplanet Research) 정리.

임대 모델의 장점은 분명하다. 감가하는 칩이 장부에 없고, 신용도가 높은 임차인으로부터 15년간 임대료를 안정적으로 수취하며, 그 임대료 흐름에 장기 부채의 만기를 맞출 수 있다. 단점 역시 임대 사업의 구조에서 비롯된다. 수익 상한이 임대료로 제한되고, 9GW 규모 파이프라인을 실제 가동과 임대까지 끌고 가야 하는 실행 위험이 남으며, Hut 8의 경우 비트코인 보유가 손익 변동성을 키운다.

직접 운영 모델의 장점은 수익 상한이 열려 있다는 점이다. 임대료가 아니라 연산 마진 전부를 취하므로, GPU 사업의 채산성이 받쳐주면 수익 규모가 더 커진다. 단점은 그 반대편에 있다. 기술적으로 진부화하는 칩과 그 칩을 매입하며 조달한 연 6% 부채^[9]를 회사가 직접 떠안고, 고객이 사실상 마이크로소프트와 엔비디아 둘뿐이며, 그중 하나는 고객·투자자·공급자 역할이 중첩된 거래여서 계약의 성격을 순수한 외부 수요와 구분해 볼 필요가 있다.

다만 소수 고객에 대한 의존(고객 집중)은 임대 모델에도 똑같이 적용해야 공정하다. Hut 8의 확정 계약가치 \$16.8B도 사실상 두 임차인(Beacon Point의 익명 빅테크, River Bend의 Fluidstack)에 집중돼 있고, 각 계약은 단일 임차인과의 15년 장기 계약이다. IREN의 고객이 둘이라는 점을 위험으로 짚는다면, Hut 8이 두 계약·두 임차인에 의존한다는 점, 그리고 그 임차인 중 하나(Fluidstack)의 신용이 배후 보증 기업에 기댄다는 점도 같은 무게로 봐야 한다. 두 모델 모두 소수 대형 거래상대방에 대한 집중, 계약 만기 도래 시점의 갱신 위험을 공유한다.

그렇다면 이 우위는 얼마나 지속될까. 지금 콜로 모델이 두꺼운 수요와 높은 수익성을 누리는 1차 원인은 전력이 희소하다는 데 있다. 그리고 이 희소성은 단기에 풀릴 성질이 아니다. 송전망 증설은 인허가에만 수년이 걸리고, 고압 변압기

리드타임은 3~5년으로 늘었다. 모건스탠리 등 주요 기관은 전력 수급의 불균형이 적어도 2027~2028년까지 이어질 것으로 본다^[11]. 북미 콜로케이션 공실률은 사실상 사상 최저(약 1%대)이고, 건설 중인 용량의 90% 이상이 이미 선(先) 계약 상태다^[14]. 즉 Hut 8의 "전력 선점" 우위는 앞으로도 최소 수년은 이어질 근거가 있다.

해석 문제는 그 다음이다. 이것은 구조적 해자라기보다, 일시적 수급 불균형이 만든 프리미엄에 가깝다. 전력망이 따라잡고(2020년대 후반) 자가발전(BYOP)이 확산되거나 하이퍼스케일러 capex가 정상화되면, "전력+셀"이라는 상품의 희소성은 줄고 임대료 협상력도 평범한 부동산 경제로 수렴할 수 있다. 게다가 콜로 수요는 소수 하이퍼스케일러의 단일 임차 계약에 집중돼 있어, 갱신 절벽(renewal cliff)과 거래상대방 집중 위험을 안는다^[12]. Hut 8의 두 계약(익명 빅테크·Fluidstack)도 여기서 자유롭지 않고, 9GW 중 가동은 710MW뿐이라(그림 3) 파이프라인을 임대료로 바꾸려면 수요가 인도 시점(River Bend 2027년 2분기 등)까지 버텨줘야 한다. 즉 관건은 전력을 쥐었느냐가 아니라 그것을 실제로 가동 매출로 바꿔내느냐다^[10].

반대로 IREN이 감가를 떠나는 대가로 기대하는 수요 증가가 실제로 일어날 가능성도 따져볼 만하다. GPU를 직접 보유해 연산 자원을 임대하는 사업자, 이른바 네오클라우드에 대한 수요는 빠르게 커지고 있다. 동종 선두 CoreWeave의 수주잔고(backlog)는 2026년 1분기 실적 기준(2026-05-07 발표) 약 \$100B에 이르렀고, 가동 전력 1GW를 넘어 2030년 8GW를 목표로 한다^[13]. 이런 목표·잔고 수치는 분기마다 크게 변할 수 있어 발표 시점을 함께 봐야 한다. 업계 전반도 "수요 부족"이 아니라 "전력 부족" 상태이며, 2026년 3월 시점 집계로 최근 6개월간 하이퍼스케일러가 네오클라우드와 맺은 컴퓨트 임대만 \$100B을 넘었고, 북미 콜로케이션 공실률은 사실상 사상 최저였다^[14]. AI 워크로드의 무게중심이 학습에서 추론(inference)으로 옮겨가면서, 칩·소프트웨어·고객을 함께 확보한 운영 모델이 담당하는, 수익성이 높은 연산 서비스 영역 자체가 커지는 흐름이다. IREN의 베틱은 마진과 수요가 구조적으로 이동하는 바로 그 영역을 직접 가져가려는 시도다. 물론 가동률이 받쳐주고, 고객 집중(MSFT·NVDA)과 역할이 중첩된 거래구조라는 위험을 넘긴다는 전제에서다.

정리하면, 현재 시점에서 전력 병목 덕분에 Hut 8의 임대 모델이 더 높은 수익성과 두꺼운 수요를 누리는 것이 맞다. 다만 그 우위가 병목이 풀린 뒤에도 IREN을 능가할 구조적 우위인지는 단정하기 어렵다. 전력이 흔해지는 국면에서 프리미엄이 전력을 보유한 쪽에서 실제 연산을 공급하는 쪽으로 옮겨간다면, 오늘의 서열은 얼마든지 뒤바뀔 수 있다. 두 모델의 우열은 결국 "전력이 언제까지, 얼마나 희소인가"라는 시점(timing) 변수에 크게 좌우된다.

여기서 한 가지 공통점이 두 모델을 관통한다. 두 회사의 GAAP 순손실은 영업이 아니라 평가·손상에서 나온다(그림 6). Hut 8의 2026년 1분기(2026-03-31 종료) 순손실 \$253.1M은 대부분 비트코인 평가손 \$295.7M에서 비롯됐다^[5]. IREN의 2026 회계연도 3분기(같은 2026-03-31 종료) 순손실 \$247.8M은 채굴설비·데이터센터 장비 손상 \$140.4M과 감가상각비 \$121.2M이 키웠다^[8]. 최종 순손실만 보고 두 회사 모두 사업이 부진하다고 읽으면 실제와 다르다.

기간을 구분해 읽는 것도 중요하다. 방금의 \$247.8M은 IREN의 **단일 분기(3분기)** 순손실이고, 본문 앞에서 언급한 9개월 누적 순손실 \$18.6M과는 기준 기간이 다르다. IREN의 분기별 순손익은 1분기 +\$384.6M, 2분기 -\$155.4M, 3분기 -\$247.8M으로, 이를 더하면 9개월 누적이 -\$18.6M 부근에 수렴한다^[8]. 1분기의 큰 흑자와 이후 두 분기의 적자를 만든 공통 항목이 바로 금융상품 평가손익이다. 9개월 누적으로 보면 이 평가이익이 순 +\$533.9M으로 커서 누적 손실을 \$18.6M까지 줄였지만, 3분기만 떼어 보면 같은 평가손익이 오히려 -\$23.7M(미실현 손실)으로 분기 적자를 키웠다. 동일한 항목이라도 집계 기간에 따라 손익 방향이 달라지는 것이다. 요컨대 IREN의 최종 순손익을 개선한 9개월 누적 평가이익도, 3분기 적자를 키운 평가손실도 모두 영업 실적이 아니라 자본구조에서 나온 숫자다.

영업이 아니라 비현금 평가·손상에서 나온 분기 순손실

단위: \$M · 둘 다 2026-03-31 종료 분기(Hut 8 Q1 2026, IREN Q3 FY26) · 연보라=순손실 안의 비현금 항목

Hut 8 순손실

\$253.1M

2026년 1분기

Hut 8 디지털자산 평가손

\$295.7M

주로 미실현 · 순손실 상회

IREN 순손실

\$247.8M

2026 회계연도 3분기

IREN 자산 손상

\$140.4M

채굴·데이터센터 장비

BITPLANET

출처: 각 사 공시[5][8]

결국 두 모델의 구분이 핵심이다. 진짜 내용연수가 긴 자산은 전력과 건물이고, 기술적 진부화에 빠르게 노출되는 자산은 칩이다. 다만 여기서 어느 한쪽이 일방적으로 "이긴다"고 잘라 말하기는 어렵다. 투자자가 무엇을 원하느냐에 따라 정답이 갈리기 때문이다. **거대 자본으로 인프라(전력·건물)를 선점하고 장기 계약으로 감가 위험을 신용 좋은 임차인에게 넘기는 안정형 진화를 원한다면 콜로케이션 임대(Hut 8)가, 칩을 직접 들고 연산 마진의 상방과 기술 스택 전부를 쥐는 기술 헤게모니형 진화를 원한다면 클라우드 운영(IREN)이 각각의 답에 가깝다.** 실제로 칩을 직접 들고 있는 IREN조차 콜로케이션으로 수익원을 다변화하기 시작했다는 점은, 두 모델의 경계가 고정된 것이 아니라 유연하게 조정되고 있음을 보여준다.

미국 자산운용사 VanEck의 진단이 이를 요약한다. 채굴기업을 AI 인프라로 평가할 때는 두 가지를 본다. 전기가 실제로 들어온 전력(MW)과 임차인의 신용이다. 리스를 손에 쥔 기업은 가동 전력 대비 10배 넘는 가치를, 파이프라인만 가진 기업은 2~6배를 받는다(표 3, 그림 7). 업계 전체로는 리스된 AI 용량의 약 25%만 실제로 인도됐고, 단기 \$50B의 자금 공백이 남아 있다^[10]. 다음 프리미엄은 계약을 따냈는지가 아니라, 확보한 전력을 실제로 가동했는지에서 나온다.

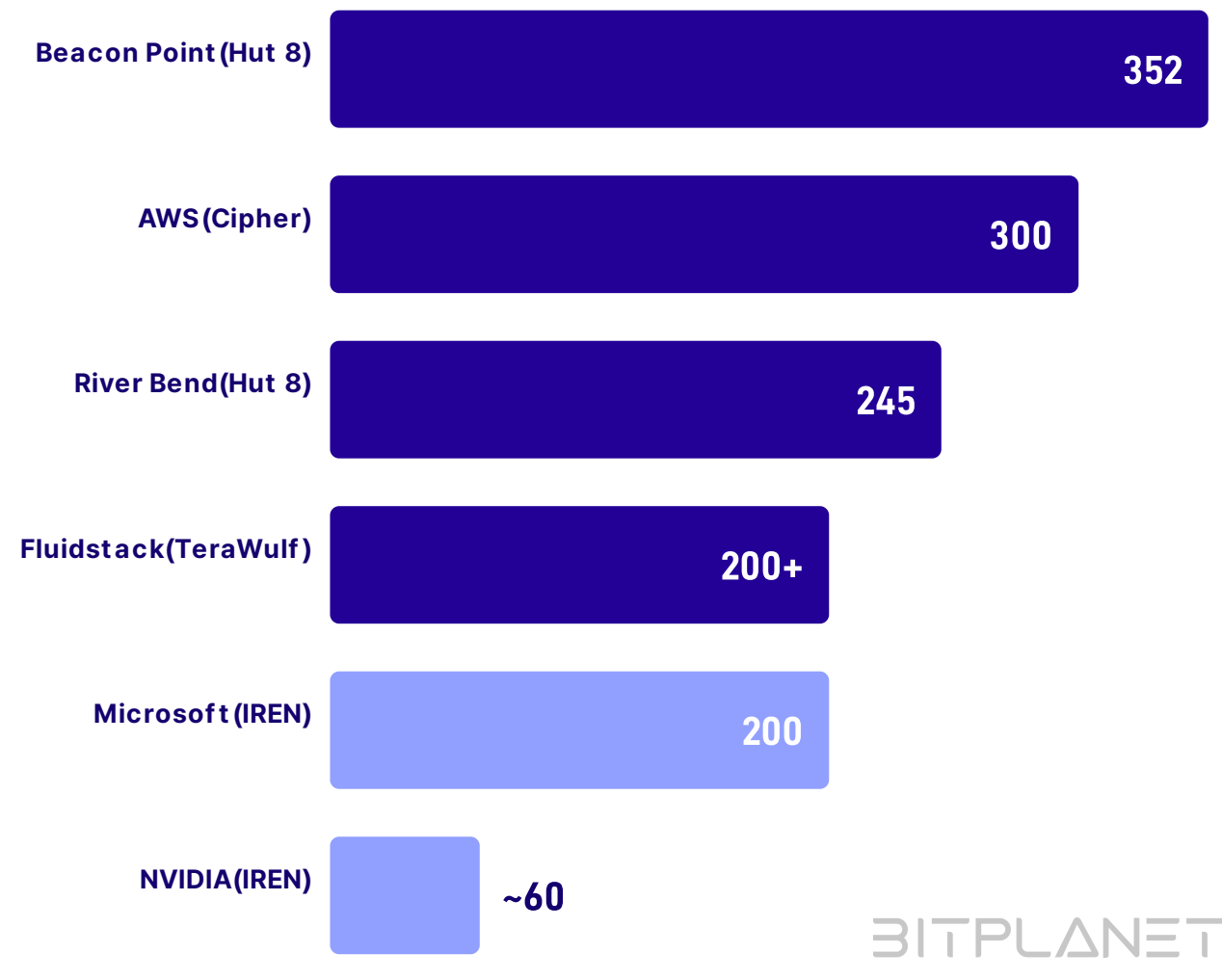
핵심 계약 비교

회사	모델	대표 계약	용량	기간	임차인 (신용)
Hut 8	콜로	Beacon Point (TX) \$9.8B	352 MW	15년	익명 빅테크 (고투자등급)
Hut 8	콜로	River Bend (LA) \$7.0B	245 MW	15년	Fluidstack (구글 백킹)
Cipher	콜로	AWS \$5.5B	300 MW	15년	AWS (투자등급)
TeraWulf	콜로	Fluidstack \$3.7B	200+ MW	10년	Fluidstack + 구글 백스톱
IREN	클라우드	Microsoft ~\$9.7B	200 MW	5년	Microsoft (투자등급)
IREN	클라우드	NVIDIA \$3.4B	~60 MW	5년	NVIDIA (고객·투자자·공급자)

표 3. 주요 계약의 모델·규모·기간·용량·임차인 신용 비교. 출처: 각 사 공시 및 VanEck^[10].

클라우드 계약보다 큰 콜로케이션 계약의 IT 부하 용량

단위: MW(핵심 IT 부하), TeraWulf와 IREN(Microsoft)은 핵심 IT 부하 기준, 색: 남색=콜로케이션, 연보라=클라우드



출처: 각 사 공시·SEC, VanEck[3][7][10]

BITPLANET

06 KOREA

국내에서도 전력이 병목이지만, 감가는 임대인이 떠안는다

국내에서도 전력이 데이터센터 사업의 성패를 가른다. 계약전력 신청은 데이터센터가 한국전력에 전력망 사용을 미리 요청하는 절차다. 신청량은 2020년 이전 60MW에서 2023년 3,091MW로 3년 만에 50배 넘게 늘었다. 같은 기간 신청 건수도 2건에서 47건이 됐다^[15]. 반면 공급은 막혀 있다. 전력계통영향평가는 전력망이 새 수요를 받아낼 수 있는지 미리 심사하는 제도다. 2026년 3월 누적 기준 수도권 1차 기술검토 신청은 522건, 33,592MW였다. 이 가운데 279건 (53.4%)이 공급불가 판정을 받았다. 1차를 통과한 243건 중 본심사에 오른 것은 24건이고, 최종 승인은 10건 1,010MW였다. 신청 건수 기준 승인율은 1.9%, 용량 기준으로는 3%다^[16](그림 8).

희소해진 만큼 값이 올랐고, 계약은 앞당겨졌다. 수도권 상면임대료는 2019년 kW·월당 약 14만원에서 2025년 약 25만원으로 올랐다. 6년 사이 70%가 넘는 상승이다. 공급물량이 임차로 채워진 비율은 2024년 99.7%, 2025년 99.4%였다. 아직 준공되지 않은 2027년과 2028년 물량도 각각 16%, 23.5%가 미리 임차됐다. 임차 수요는 글로벌

클라우드 사업자가 약 170MW로 54%를 차지했다. 네이버·카카오·쿠팡·NHN 등 국내 기업은 110MW로 34%였고, 둘을 합치면 88%다^[16]. 앞서 본 북미의 선계약 편중과 같은 양상이다.

그런데 계약을 뜯어보면 방향이 다르다. 국내 콜로케이션은 건물뿐 아니라 전력·냉각 설비까지 임대인이 갖춰 제공하는 완전설비형(Fully Fitted) 계약이 많다. 이 구조에서는 기술이 바뀔 때 생기는 설비 감가와 재투자 부담이 임대인에게 남는다. 임차인이 설비 투자와 유지관리를 지는 트리플넷과 반대다(2차 인용, 원 보고서 미확보)^[16]. 시간의 길어도 어긋난다. 건물은 30~40년을 쓰지만 GPU는 2~3년이면 세대가 바뀐다. 랙 하나가 쓰는 전력도 기존 15~25kW에서 AI 서버 기준 40~100kW로 올라가고 있다. 준공할 때 최신이던 설비가 5~10년 만에 수요를 받지 못할 수 있다^[16].

제도는 바뀌는 중이지만 전력 문제는 남았다. 인공지능 데이터센터산업 진흥에 관한 특별법(법률 제21759호)은 2026년 6월 9일 공포됐고 2027년 3월 10일 시행된다. 비수도권 데이터센터에 대한 전력계통영향평가 특례와 인허가 일괄 처리 등이 담겼다. 다만 면제 용량과 적용 기준은 시행령으로 넘겨져 아직 정해지지 않았다^[17]. 논의되던 액화천연가스(LNG) 직접 전력구매계약 특례도 최종 법안에서 빠졌다^[15].

신청 522건 중 최종 승인 10건

단위: 건수(수도권 전력계통영향평가) · 2026년 3월 누적 · 최종 승인 용량 1,010MW로 신청 용량 33,592MW의 3%

1차 기술검토 신청

522

1차 통과

243

본심사 진입

24

최종 공급 승인

10

신청 건수의 1.9%

BITPLANET

출처: CBRE코리아 자료[16]

해석

국내에는 비트코인 채굴에서 AI로 옮겨간 상장기업 사례가 사실상 없다. 그래서 이 절에서 확인되는 것은 채굴 기업의 전환 경로가 아니다. 전력 제약이 데이터센터의 입지와 계약 구조를 규정한다는 데까지다. 눈여겨볼 대목은 감가가 어느 쪽에 남는지가 북미와 반대라는 점이다. 국내 임대인은 전력이라는 희소한 자산을 쥐는 동시에 설비 감가도 함께 떠안는다. 이 리포트의 두 모델 구분을 국내에 옮기려면 계약 구조부터 확인해야 한다. 어느 국내 사업자의 전략이 나은지는 이 리포트가 판단할 범위가 아니다. 발행기관은 국내에서 디지털자산·AI 인프라 사업을 하고 있어, 이 절의 서술은 발행기관의 사업 환경과 겹친다.

C CONCLUSION

결론: 누가 그 칩을 손에 들고 있는가

칩은 녹고, 전력은 녹지 않는다. 그래서 "칩이 감가하지 않을까?"라는 처음의 질문은 사실 잘못된 질문이었다. 칩은 당연히 감가한다. 관건은 칩이 구형이 될 때 **누가 그 칩을 손에 들고 있느냐**다. 건물주처럼 전력과 셀만 주고 감가를 세입자에게 넘긴 쪽(Hut 8·Cipher)과, PC방 사장처럼 칩과 그 빛을 직접 떠안은 쪽(IREN)의 길은, 같은 AI 전환이라는 흐름 속에서도 서로 갈라진다.

그러나 나델라의 그 지적은 이 글의 답이 아니라 질문의 출발점일 뿐이다. 그가 강조한 전력 병목, 그러면서도 경계한 칩 감가, 결국 그 감가를 누가 떠안느냐가 두 모델을 갈랐다. 그리고 어느 쪽이 옳은지는 "전력이 얼마나 오래 희소인가"가 판가름한다. 전력이 귀한 동안은 감가를 넘긴 임대 모델(Hut 8)이 앞서지만, 그 희소성이 풀리는 순간 프리미엄은 "전력을 쥔 자"에서 "연산을 돌리는 자"로 옮겨간다. 그래서 이 질문에 단 하나의 정답은 없다. 무엇을 우선하느냐의 문제일 뿐이다.

■ 핵심 결론

진짜 내용연수가 긴 자산은 칩이 아니라 전력과 건물이다. 감가를 임차인에게 넘기고 안정적 임대수익을 택할 것인가(Hut 8), 감가를 떠안고 연산 마진의 상방을 택할 것인가(IREN)는 정답이 하나로 정해진 문제가 아니며, 그 우열은 전력이 언제까지 희소인가라는 시점 변수에 크게 좌우된다.

R REFERENCES

출처

#	제목 · URL	발행처	발행일
[1]	GPU 내용연수·H100 임대단가 하락 분석. 피크 대비 60~75% 하락은 복수 GPU 가격 추적이관(Silicon Data H100 Rental Index, CloudZero, Spheron 등)이 교차 확인 https://www.stanleylaman.com/signals-and-noise/gpus-how-long-do-they-really-last	Stanley Laman Group 외	2025-11
[2]	나델라 발언 보도: 감가 회피·warm shell 부족 (팟캐스트 발언의 언론 보도. 2차 인용이며 원 발언 타임스탬프 직접 대조는 미확보) https://techcrunch.com/2025/11/03/altman-and-nadella-need-more-power-for-ai-but-theyre-not-sure-how-much/	TechCrunch	2025-11-03
[3]	Hut 8 Q1 2026 실적자료·8-K: 확정 계약가치 \$16.8B(597MW IT), 갱신 포함 \$42.8B, 플랫폼 9,085MW(가동 710MW), Beacon Point 상업가동·River Bend 2027 Q2 인도, \$3.25B 선순위담보채 1차 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001964789/000110465926055894/hut-20260506xex99d1.htm	Hut 8 · SEC	2026-05-06

#	제목 · URL	발행처	발행일
[4]	Hut 8 IR 자료(River Bend 확장 1GW ROFO 주식) 및 VanEck 섹터 노트(2026-06) 1차 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001964789/000110465926019393/hut-20260225xex99d1.htm	Hut 8 · SEC	2026-02-25
[5]	Hut 8 Q1 2026 실적자료: 순손실 \$253.1M(비트코인 평가손 약 \$295.7M 포함), 매출 \$71.0M 1차 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001964789/000110465926055894/hut-20260506xex99d1.htm	Hut 8 · SEC	2026-05-06
[6]	IREN Form 10-Q(2025-12-31 기준) Note 9 유형자산: GPU hardware 그로스 장부가 \$76.0M(2025-06-30)→\$550.6M(2025-12-31), 채굴기 내용연수 단축·손상 1차 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001878848/000187884826000015/iren-20251231.htm	IREN · SEC	2026-02
[7]	IREN Secures \$3.4 bn AI Cloud Contract with NVIDIA (5년 관리형 클라우드 + 워런트 30M주·\$70·최대 \$2.1B) 1차 https://iren.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/iren-secures-34bn-ai-cloud-contract-nvidia	IREN	2026-05-07
[8]	IREN Q3 FY26 실적자료(2026-03-31 종료 분기): 분기 순손실 -\$247.8M, 손상 \$140.4M, 분기 D&A \$121.2M(전년 \$47.3M·직전 분기 \$99.2M), 분기 순손익 꺾적 +\$384.6M→-\$155.4M→-\$247.8M, 9개월 순손실 -\$18.6M(평가이익 순 +\$533.9M·3분기 평가손 -\$23.7M), 계약 ARR \$3.1B, 목표 ARR \$3.7B 중 \$1.8B 은 ~74k GPU 배치 가정 1차 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001878848/000187884826000025/irenreportsq3fy26results.htm	IREN · SEC	2026
[9]	IREN Closes \$3.65bn Investment-Grade GPU Financing (블렌디드 6.00%, 담보 GPU+Microsoft 현금흐름) 1차 https://www.globenewswire.com/news-release/2026/06/01/3304211/0/en/IREN-Closes-3-65bn-Investment-Grade-GPU-Financing.html	IREN · GlobeNewswire	2026-06-01
[10]	A Framework for Valuing Bitcoin Miners as AI Infrastructure (리스 용량 약 25% 인도, 단기 ~\$50B 공백, 리스 10배+ vs 파이프라인 2~6배) 1차 https://www.vaneck.com/us/en/blogs/digital-assets/matthew-sigel-a-framework-for-valuing-bitcoin-miners-as-ai-infrastructure/	VanEck (Sigel-MacMaster)	2026-06
[11]	Energy Markets Race to Solve the AI Power Bottleneck (전력 제약 2027~2028년, 자가발전 부상) 1차 https://www.morganstanley.com/insights/articles/powering-ai-energy-market-outlook-2026	Morgan Stanley	2026
[12]	The AI Bubble: Hidden Risks and Opportunities (단일 하이퍼스케일러 임차 의존, 갭·절벽·드레이션 위험) 1차 https://www.man.com/insights/the-ai-bubble	Man Group	2026
[13]	CoreWeave Q1 2026 실적 8-K: 수주잔고 약 \$100B, 가동 전력 1GW 돌파, 2030년 8GW 목표 1차 https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001769628/000176962826000220/coreweave1q26earningspress.htm	CoreWeave · SEC	2026-05-07

#	제목 · URL	발행처	발행일
[14]	AI Data Center Build Advances at Full Speed (컴퓨터 임대 \$100B 초과, 콜로케이션 공실 사상 최저, 건설 용량 90%+ 선계약) 1차 https://about.bnef.com/insights/commodities/ai-data-center-build-advances-at-full-speed-five-things-to-know/	BloombergNEF	2026-03
[15]	국내 데이터센터 계약전력 신청량(2020년 이전 60MW→2023년 3,091MW, 신청 2건→47건), AIDC 특별법 LNG 직접 전력구매계약 특례 제외 경위. 기후에너지환경부 자료를 인용한 보도(2차 인용) https://www.mt.co.kr/tech/2026/05/23/2026052210211399740	머니투데이	2026-05-23
[16]	「한국 데이터센터 투자」 보고서: 수도권 전력계통영향평가 승인을 1.9%, 상면임대료 6년간 70% 상승, 선임차 비중, 완전설비형 계약의 감가 귀속, 물리적 진부화. 원 보고서 미확보로 보도 경유(2차 인용) https://www.kharn.kr/news/article.html?no=31267	CBRE코리아 · KHARN	2026-07-12
[17]	인공지능 데이터센터산업 진흥에 관한 특별법(법률 제21759호) — 2026-06-09 공포, 2027-03-10 시행. 비수도권 전력계통영향평가 특례·인허가 일괄처리·특구 지정 근거 1차 https://www.law.go.kr	국가법령정보센터	2026-06-09

A APPENDIX

데이터 한계 및 자체 산출 산식

① 한계점

- ◆ **Beacon Point 임차인 신원:** Hut 8은 임차인을 "시가총액 \$1T+의 고투자등급 기술기업"으로만 밝혀 신원이 공개돼 있지 않다^[3].
- ◆ **River Bend 배후 보증 기업:** Fluidstack의 임차 용량을 보증한 기업은 언론 보도상 구글로 전해졌으나 2차 인용이며, 당사자의 공식 확인은 확보하지 못했다^[4].
- ◆ **IREN 목표 ARR의 성격:** "목표 ARR \$3.7B" 중 \$1.8B는 약 7.4만 개 GPU 배치라는 내부 가정에 기댄 추정치로 확정 계약이 아니다. 계약 ARR \$3.1B에서도 엔비디아분(\$0.7B)은 2027년 초 램프 예정이라 현재 기여가 0에 가깝다^[8].
- ◆ **파이프라인의 실행 위험:** Hut 8 개발 플랫폼 9,085MW 중 상업 가동은 710MW다. 확보 전력이 임대 매출로 이어질지는 인도 시점(River Bend 2027년 2분기 등)까지의 수요 지속에 달려 있다^{[3][10]}.
- ◆ **표본의 비대칭:** 콜로케이션 모델은 Hut 8·Cipher-TeraWulf 3개 사례로 짚었으나 직접 운영 모델은 사실상 IREN 1개 사례에 의존한다. 따라서 "직접 운영 모델은 이렇다"는 서술은 IREN의 특성에 크게 좌우되며, 이를 직접 운영 모델 전반으로 일반화하는 데는 한계가 있다. CoreWeave 등은 산업 맥락 보강용으로만 인용했다.

- ◆ **분석 프레임의 출처:** "가동 전력(MW)과 임차인 신용으로 채굴기업의 AI 인프라 가치를 본다"는 분석 측은 VanEck의 프레임을 차용한 것이다^[10]. 본 보고서는 여기에 "감가를 누가 장부에 떠안는가"라는 관점을 더해 두 모델을 구분했다.
- ◆ **배후 보증의 2차 성격:** River Bend 임차인 Fluidstack의 신용을 뒷받침한다는 배후 기업(구글)은 언론 보도에 기반한 2차 정보이며 당사자 공식 확인은 미확보^[4].

② 자체 산출 산식

해당 없음(이번 호 기준). 본문에 "자체 산출"로 표기한 수치가 없다. 본문의 배율·증감 표현(전년 대비 약 2.6배, 직전 분기 대비 +22%, 60~70% 하락 등)과 분기 순손익을 더해 9개월 누적에 대조한 계산은 모두 인용 출처의 공시 수치를 그대로 나누거나 더한 값으로, 별도 가격·환율 가정이나 추정을 쓰지 않았다.

발행 Bitplanet 리서치랩

작성 김태원

감수 김수영

면책 본 자료는 공개된 기업 공시와 기관 리서치에 기반한 정보 제공 목적의 산업 분석이며 투자 권유가 아닙니다. 특정 증권 매매를 권하지 않으며 가격 전망·목표가를 제시하지 않습니다. 모든 수치는 작성 시점 기준이며 이후 변동될 수 있습니다.

이해상충 고지 발행기관(Bitplanet)은 디지털자산·AI 인프라 사업을 영위하며 전력·연산 인프라를 핵심 자산으로 보는 사업 관점을 갖고 있습니다. 본 보고서의 핵심 논지("진짜 내용연수가 긴 자산은 칩이 아니라 전력·건물")는 발행기관의 사업 서사와 방향이 일치할 수 있으므로, 독자는 이 점을 감안해 판단하시기 바랍니다. 또한 발행기관은 비트코인을 보유하고 있어, 본문에서 지정한 Hut 8의 비트코인 평가손익 변동성은 발행기관 자신에게도 유사하게 적용될 수 있습니다. 본 보고서에 언급된 기업(Hut 8, IREN 등)과 발행기관의 지분·계약 관계는 작성 시점 기준 없습니다.