Credit Weekly

| 크레딧 | 조수희 | shcho@ls-sec.co.kr

Hyperscaler의 Debt Financing 관련 소고(feat. Oracle)

Nvidia의 3분기 실적 발표(어닝 서프라이즈)와 Oracle의 CDS(신용부도스와프)

최근 빅테크는 대규모 Debt Financing 등의 여파로 CDS(신용부도스와프, 부도위험 헷지 가격(보험료))가 소폭 상승하였으나, 11/19일 Nvidia가 실적발표에서 어닝 서프라이즈를 보인 가운데 CDS 하향세를 나타내었다. 더불어, 빅테크의 AI 관련 투자도 확대 기조가 지속될 것으로 예상되는 상황이다. 반면, Oracle은 9월 이후 높은 CDS 수준이 이어지고 있는데, 자체 규모 대비 과다한 차입금과 향후의 부채 증가 및 자금 소진 리스크가 펀더멘털의 약화 요인으로 작용하고 있기 때문이다. 신용등급 BBB인 Oracle은 Open AI, Softbank와 스타게이트 컨소시엄을 구성하며 AI 패권 경쟁의 핵심 축으로 자리잡았으나, 데이터센터 건설/운용 등 대규모 설비투자가 동반되는 사업 특성상 향후 외부 자금조달이 지속될 예정이어서 취약한 재무구조와 자금조달력이 부담으로 작용하고 있다. 신평사(Moody's, S&P) 등급 전망도 7월에 'Negative(등급 하향 가능성)'로 변경되었다.

HyperScaler의 투자 및 외부조달 규모 확대 전망

'25.7월 Google의 2분기 실적 발표를 계기로 Google을 비롯한 주요 Hyperscaler의 AI 관련 투자 가이드라인이 확대되었는데, 1) Google의 AI에 대한 수요 확대로 AI투자의 수익창출력과 투자수익성 확보에 대한 가능성 확인, 2) Google의 CAPEX 전망 대폭 상향 등이 모멘텀이 되었다. 다만, 데이터센터 관련 투자 규모가 커서 신용등급 AA- 이상의 우수한 현금창출력을 확보하고 있는 빅테크들도 투자 자금을 일부 회사채 발행 및 구조화 펀드(사모 크레딧 등) 활용 등 외부자금조달을 통해 진행하고 있다. Meta, Google, Amazon 등 그간 낮은 차입규모를 유지하던 빅테크들은 10월 이후 $10bln 이상의 대규모 회사채 발행 계획을 발표하였으며, 데이터센터향 GPU 칩 수요의 견고함 등으로 미루어 향후에도 동 기조가 이어질 것으로 전망된다.

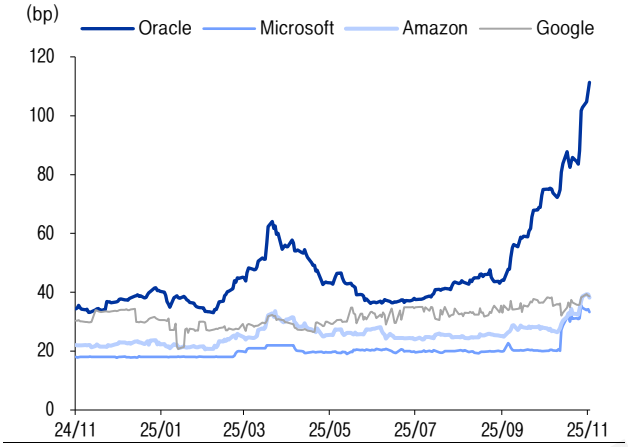
최근 발표된 HyperScaler의 대규모 CAPEX 계획과 Debt Financing 관련, 초기 단계인 AI 산업에서 개발 속도 및 점유율 확보가 중요한 포인트이며 그 과정에서 외부자금조달 확대는 당연한 수순으로 빅테크의 경우 아직 펀더멘털 부담이 확대되는 수준은 아니라고 생각된다. 다만, Oracle은 OCI(Oracle Cloud Infrastructure, 클라우드 인프라 서비스) 등 관련 대규모 투자가 진행될 예정인데, 등급 하향 압력에 따른 비용 증가 가능성 등을 감안할 때 재무안정성도 주요 관리 사항이라는 판단이다.

선도자 '스타게이트(Open AI·Oracle·Softbank)'와 추격자 빅테크의 경쟁 양상

AI 시장의 60% 이상을 점유하고 있는 ChatGPT를 운영하는 Open AI는 점유율 면에서 타 경쟁사 대비 압도적 우위를 구축한 가운데 스타게이트 컨소시엄(Open AI, Oracle, Softbank)을 통해 대규모 투자계획(5년간 $500bn)을 발표하고 자체 GPU 칩을 개발하고 있는 빅테크보다 Nvidia와 견고한 관계를 형성하는 등 선도자 입지를 유지하고 있다. 다만, Gemini(Google, 13%), Llama(Meta, 7%), Copilot(Microsoft, 12%), Claude(Anthropic(Amazon 투자)) 등 빅테크의 추격도 지속되고 있는데, 빅테크는 스타게이트와 달리 '자금조달-투자-인프라 운영 – AI 플랫폼 운영'을 단일 체제에서 자체적으로 할 수 있고, AI 자체칩 개발 여력과 기존 사업을 활용한 AI생태계 확장력 등을 갖추고 있는 점이 긍정적인 요인이다.

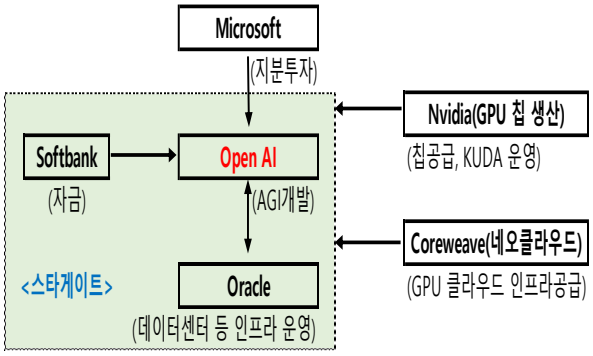
스타게이트는 재무여력 확보도 중요한 사항인데, 주요 자금조달원인 Softbank(비전펀드) 와 Hyperscaler인 Oracle 외에도 MGX(UAE 국부펀드), Blue Owl Capital, Brookfield 등 금융 및 인프라 파트너와 협업하는 부분도 있다. 투자 규모의 방대함과 추격자 대비 우위의 기술력 유지 등의 과제가 있으나, AI 산업에서 Open AI가 갖는 위상과 입지, 중국 AI 산업의 성장세 등을 고려할 때 사업 및 재무구조 구축에 있어서 저력이 있다고 생각된다.

그림1 Hyperscaler 의 CDS(5Y) 추이



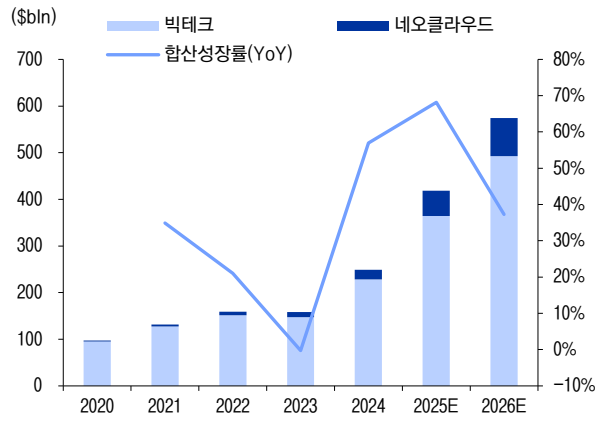
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림2 스타게이트 컨소시엄 및 관련 기업 (간략화)



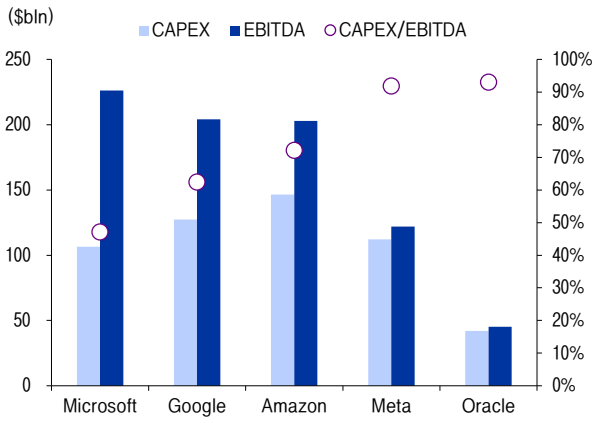
자료: LS증권 리서치센터
주: Open AI 주주 구성: Microsoft 27%, Open AI Foundation 26%, 기타 47%

그림3 HyperScaler 의 Capex 추이



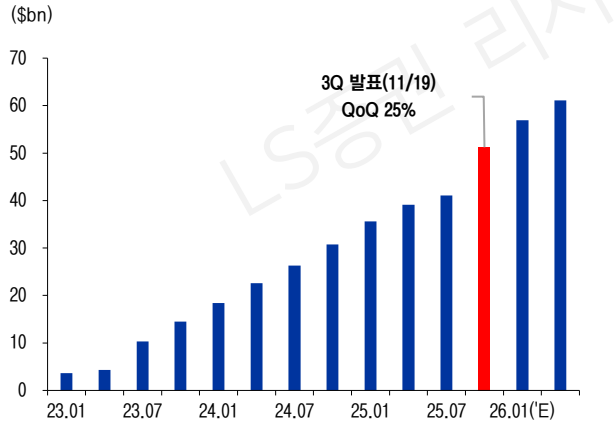
자료: LS증권 리서치센터
주) 빅테크: Microsoft, Google, Amazon, Meta
네오클라우드: Oracle, Coreweave, Nebius, IREN

그림4 Hyperscaler 의 CAPEX/EBITDA 비율



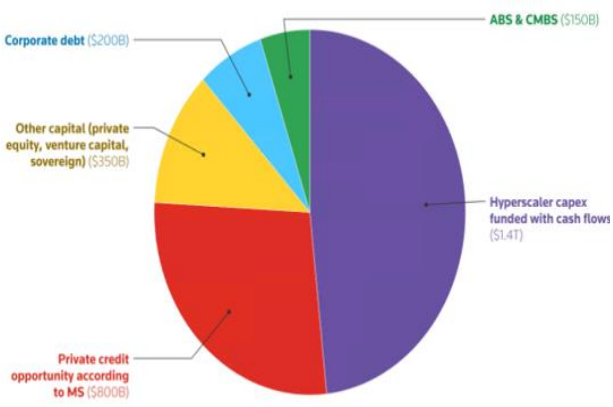
자료: LS증권 리서치센터
주: '26년 Guideline 기준, CAPEX 회사공시 자료, EBITDA는 Bloomberg 예측치

그림5 Nvidia 의 데이터센터 매출액 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림6 Hyperscaler 의 자금조달 전망(Morgan Stanley)



자료: Reuters (Morgan Stanley Research), LS증권 리서치센터

표1 빅테크 및 스타게이트 관련 신용등급 및 재무지표

(단위: $bln)		Microsoft	Google	Amazon	Meta	Oracle	Softbank
신용등급		AAA	AA+	AA-	AA-	BBB/N	BB
매출액	24	282	350	638	165	57	48
	25('E)	326	358	714	199	67	49
EBITDA	24	168	132	133	88	26	35
	25('E)	196	171	166	102	35	21
총차입금	24	112	26	143	50	102	107
	25.09	120	37	153	51	105	136
현금성자산	24	95	96	101	78	11	27
	25.09	102	98	94	44	11	46
자산총계	24	619	450	625	276	168	300
	25.09	636	536	728	304	180	333
CAPEX	24	65	53	94	37	21	11
	25('E)	76	92	126	70	32	10

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표2 Hyperscaler의 Debt Financing

발행사	등급	발행시기	발행금액	발행 개요 및 수요 등	기타 특이사항
최근 대규모 발행 사례					
Meta	AA-	'25.10 월	$30bn	역대 최대 규모 발행, 6 개 트랜치(5/7/10/20/30/40), $125bn 까지 주문	데이터센터 프로젝트 자금조달
			$27 bn	Blue owl Capital (사모 크레딧 운용사)와 구조화금융	데이터센터(Hyperion)
Google	AA+	'25.11 월	$25bn	견조한 투자자 수요, 유럽에서 대규모 발행(미국 $17.5bn, EU $7.5bn)	AI/클라우드 투자 등 대규모 인프라 확대
Oracle	BBB/N	'25.09~10 월	$18bn	40 년물 포함, 수요 견고	AI 데이터센터 인프라 자금 등
			$20bn	Loan Hybrid(JPM, MUFG 등)	
Amazon	AA-	'25.11 월	$15bn	40 년물 포함, 수요 견고	
기존 발행은 $10bn 이내					
APPLE	AA+	'25.5 월	$4.5bn	3,5,7,10 년물	
Microsoft	AAA	'25.2 월	$3bn	25 년 만기, 2.7%	
Amazon	AA-	'25.4 월	$4.75bn	$1.25bn(4.6%, 25 년)/$3.5bn(4.05%, 47 년)	
Broadcom	A-	'25.9 월	$5bn	$1bn(4.2%, 5 년)/$2.25bn(4.8%, 11 년) /$1.75bn(4.9%, 13 년)	
AMD	A1/A	'25.3 월	$1.5bn	$0.8bn(4.2%, 1 년)/ $0.6bn(4.3%, 3 년)	open AI 등 대형 AI 관련 신규 파트너십

자료: 언론취합, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.