Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외 크레딧

‘아폴로의 AI 신용 노출 축소’가 의미하는 것

아폴로 조정에 대한 해석: 기술 논의 뒤에 숨겨진 신용 부담 재평가

AI를 둘러싼 논의는 그동안 기술 경쟁력과 주가 흐름에 집중돼 있었다. 모델 성능, 반도체 수요, 빅테크의 Capex 계획이 시장의 주요 관심사였다. 그러나 AI가 연구개발 단계를 넘어 대규모 인프라와 자본 투입이 필요한 산업으로 전환되면서, 기술과 수요 외에 또 하나의 축이 중요해졌다. 바로 그 성장을 가능하게 만든 신용의 속도와 조건이다.

AI 투자는 데이터센터, GPU, 전력, 클라우드로 이어지는 자본집약적 구조를 동반했다. 이 과정에서 신용은 별도의 논쟁 대상이라기보다는 성장의 전제로 자연스럽게 받아들여졌다. 장기 계약과 반복 매출 구조를 근거로, 과거 대비 높은 레버리지와 완화된 신용 조건이 정당화됐다. 다만 투자 규모와 집행 속도가 확대되면서, 이러한 신용 전제가 앞으로도 그대로 유지될 수 있는지에 대한 재점검 필요성이 점차 부각됐다.

이런 맥락에서 Apollo Global Management가 최근 AI·기술 관련 신용 노출을 축소하겠다고 밝힌 결정은, AI 성장성 자체에 대한 평가라기보다 AI 성장을 전제로 형성돼 온 신용 구조와 레버리지에 대한 재평가로 해석할 수 있겠다.

그렇다면 아폴로는 무엇을 조정했는가

아폴로의 판단은 선언에 그치지 않고 구체적인 포트폴리오 조정으로 나타났다.

첫째, 사모대출 포트폴리오 내 소프트웨어·AI 연관 기업 대출 비중을 기존 약 20% 내외에서 단일 자릿수(10% 미만)로 축소하는 방침을 설정했다. 신규 딜 편입을 제한하는 한편, 만기 도래 및 상환을 통한 자연 감축을 병행했다.

둘째, 보험 계정 (Athene)을 포함한 장기 신용 포트폴리오에서는 AI·테크 연관 구조화 신용(CLO 등) 익스포저를 중기적으로 약 50% 축소하는 방향을 제시했다. AI 비중이 높은 기초자산 풀에 대해서는 신규 편입 기준을 강화했다.

셋째, 신규 AI·테크 관련 딜에 대해서는 집행 속도를 낮추고, LTV 및 EBITDA 멀티플 상단을 제한했으며, 현금 및 단기국채 비중을 확대했다. 이는 AI 투자를 중단하겠다는 의미가 아니라, 과거와 동일한 신용 조건으로는 더 이상 집행하지 않겠다는 기준 변화를 의미했다.

재평가의 대상은 AI가 아니라, AI를 전제로 누적된 신용 구조였다

아폴로의 이번 조정은 AI 수요나 기술 경쟁력에 대한 판단이 아니다. 핵심은 AI 투자 확대 과정에서 허용돼 온 레버리지 수준과 신용 조건이 실제 현금흐름의 변동성과 비교해 과도해졌다고 본 데 있었다. 다시 말해, AI 성장이 지속된다는 전제 아래 설정된 신용 구조가 현재 국면에서는 충분히 안전하지 않을 수 있다고 판단한 것이다.

AI·소프트웨어 및 관련 서비스 기업들은 장기 계약과 반복 매출을 근거로 높은 EBITDA 멀티플과 LTV를 허용받아 왔다. 동시에 Cov-lite 확산으로 순차입금 비율이나 이자보상배율

과 같은 전통적인 재무 트리거의 기능이 약화됐다. 이로 인해 현금흐름이 악화되더라도 신용 위험이 즉각적으로 반영되지 않는 구조가 형성됐다. 또한 동일한 AI 투자 흐름을 기반으로 한 대출이 CLO, 보험 계정, 펀드 레벨 레버리지를 통해 반복적으로 편입되면서, 포트폴리오 차원에서는 동일한 수요 둔화에 동시에 노출되는 구조가 확대됐다. 이는 리스크가 분산된 것이 아니라, 형태만 바뀐 채 중첩된 구조로 해석할 수 있다.

여기에 더해 off-balance 구조의 확산도 두드러졌다. 빅테크는 직접 차입 대신 SPV, 프로젝트 파이낸스, 장기 사용 계약을 통해 AI 인프라 자금을 조달했으며 이 과정에서 부채는 재무제표 밖으로 이동했다. 다만, 상환 재원은 여전히 동일한 AI 투자 수요와 현금흐름에 의존하고 있다. 그 결과 개별 기업의 재무제표는 안정적으로 보일 수 있었지만, AI 투자 수요가 둔화될 경우 동시에 영향을 받는 현금흐름 기반의 신용이 시스템 외곽에 누적되는 구조가 형성됐다. 이는 단일 기업 분석만으로는 시스템 전반의 신용 민감도를 파악하기 어려워졌음을 의미한다.

아이러니가 담긴 선제적 방어 전략

아폴로의 AI 신용 노출 축소는 우선 자체 포트폴리오 리스크를 관리하기 위한 선제적 방어 조치로 해석할 수 있다. 그러나 이 결정은 아폴로의 과거 이력을 함께 고려할 때, 단순한 보수화 이상의 의미를 지닌 것으로 보인다.

Apollo Global Management는 과거 Serta Simmons Bedding 사례 [11/6, 신용의 카나리아, 첫 경고음은 이미 울렸다 참고]에서처럼 cov-lite 환경에서 업티어링이라는 신용 재배열 구조를 적극적으로 활용해 온 운용사이다. 그런 아폴로가 이제는 그 환경 자체에 대해 경계의 시선을 보내고 있다는 점은 아이러니하지만, 그만큼 시사하는 바도 작지 않다.

다만 관건은 이러한 재평가가 아폴로에 국한될지, 아니면 다른 대형 사모대출 운용사들로 확산될지 여부에 있다. 유사한 비중 조정과 조건 강화가 동시에 나타날 경우, AI 및 관련 밸류체인 전반에서 신용 공급 속도 둔화 가능성도 배제할 수 없다. 단기적으로는 자금 조달 비용 상승과 투자 집행 지연이라는 부정적 파장이 불가피할 수도 있는 것이다.

그럼에도 보다 바람직한 시나리오는 신용 공급의 급격한 단절이 아니라 점진적인 속도 조절이었다. 정책적 완충 장치와 유동성 지원, 그리고 빅테크의 재무 여력이 함께 작동한다면, 이번 재평가는 위기의 전조라기보다 과열을 식히는 조정 과정, 즉 소프트 랜딩으로 이어질 여지도 남아 있어 보인다.