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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 2월 23일 | Global Asset Research

해외 크레딧

Meta와 Hyperion, 그리고 신용시장

AI 인프라의 금융화: Hyperion은 무엇을 보여주는가

Meta가 루이지애나에서 추진 중인 Hyperion AI 데이터센터는 약 270~300억 달러 규모로 추정되는 초대형 프로젝트다. 겉으로 보면 대규모 설비 투자처럼 보이지만, 실제로는 AI 인프라 확장이 신용 자본과 어떻게 결합되고 있는지를 보여주는 대표적 사례이기도 하다.

구조는 전형적인 프로젝트 파이낸스 (PF)이다. 특수목적법인 (SPV)이 자산을 보유하고 프로젝트 부채를 조달하며, 지분 투자자가 자본을 투입한다. 지분은 Meta 약 20%, Blue Owl Capital이 운용하는 펀드가 약 80%를 보유한다. 총 270~300억 달러는 지분과 프로젝트 부채를 합친 전체 투자 규모이다.

누가 진짜 빚을 지는가: 회계 연결 여부가 핵심

이 구조에서 중요한 질문은 '누가 빚을 지는가'다. Hyperion 프로젝트의 부채는 Meta 본체가 아니라 SPV 차원에서 조달된다. 따라서 핵심은 해당 SPV가 Meta의 재무제표에 연결되는지 여부다. 회계상 연결 판단은 단순 지분율이 아니라 통제권과 경제적 노출을 기준으로 이루어진다.

Meta가 SPV를 단독 통제하지 않고 손실 보전 의무가 없다면, 수백억 달러 규모의 프로젝트 부채는 Meta 재무제표에 직접 반영되지 않을 수 있다. 이는 대규모 AI 인프라 투자를 수행하면서도 기업 본체의 레버리지 지표를 일정 수준에서 관리할 수 있게 하는 설계 방식이다.

이와 같은 구조가 완전히 새로운 것은 아니다. 과거 데이터센터 확장은 전문 운영사 중심 모델이 주류였으며, 운영사가 자산과 부채를 보유하고 빅테크는 장기 임차 계약을 통해 설비를 사용하는 방식이 일반적이었다. 다만 전략적 필요에 따라 지분 참여가 병행된 사례도 존재했다.

Hyperion의 특징은 이러한 지분 참여가 AI 전용 인프라 확보와 장기 용량 통제를 위해 보다 적극적이고 대규모로 활용되고 있다는 점이다. Meta는 단순 임차인을 넘어 20% 지분 투자자로 참여하며 자산의 자본 구조 일부에 직접 들어가 있다. 이는 전통적 임차 모델을 넘어, 전략적 통제와 금융 구조가 결합된 형태라는 점에서 의미가 있다.

다층 레버리지 구조: 지분에서 NAV Loan 까지

SPV의 수익 구조는 인프라 금융에 가깝다. Meta의 장기 사용 계약에서 발생하는 현금으로 운영비를 지출하고 이자와 원금을 상환한 뒤, 잔여 금액이 지분 투자자에게 배분된다. 부채가 활용될수록 자기자본 수익률은 확대된다. 그러나 현금흐름 가정이 약화될 경우 조정은 채권보다 지분 가치에서 먼저 발생한다.

중요한 점은 레버리지가 SPV 단계에서 끝나지 않을 수 있다는 점이다. Blue Owl이 보유한 SPV 지분은 펀드 자산이며, 해당 펀드는 지분 가치를 담보로 NAV Loan (순자산가치 담보대출)을 설정할 수 있다. 이 경우 동일 자산 위에 프로젝트 부채와 펀드 차입이 동시에 얹

히는 구조가 형성된다. 즉, SPV 프로젝트 부채 → 지분 가치 형성 → 펀드 NAV 산정 → NAV Loan을 통한 추가 차입이라는 다층 레버리지 체계가 만들어질 수 있다. 현금흐름이 약화될 경우 충격은 기업 본체보다 이러한 금융 구조에서 먼저 증폭될 가능성이 있다. SPV 부채 안정성이 흔들리면 지분 가치가 하락하고, 이는 펀드 NAV 하락과 LTV 상승으로 이어질 수 있기 때문이다.

물론, Blue Owl의 지분 투자는 기본적으로 장기 계약 기반 인프라 자산에서 안정적인 현금흐름과 목표 IRR을 확보하기 위한 사모 인프라 투자 성격이 강하다. Hyperion과 같은 구조는 전통적인 인프라 투자와 유사한 측면을 갖고 있으며, 프로젝트 레버리지는 이러한 수익 구조를 보조하는 역할을 한다. Meta 역시 지분 투자자로서 동일한 금융 구조 안에 있다. 다만 Blue Owl이 금융적 수익을 추구하는 투자자라면, Meta는 전략적 인프라 확보와 장기적 통제력 유지라는 목적이 더 크다는 점에서 성격이 다르다.

AI 인프라의 짧은 자산 수명: 전통 인프라와 다른 시간 구조

전통 인프라는 20~40년 상각을 전제로 하지만, AI 데이터센터는 GPU와 서버 교체 주기가 3~5년에 불과하다. 기술 진화 속도가 빠르고 잔존가치 추정의 불확실성도 크다.

현재 프로젝트는 건설 단계에 있어 감가상각이 본격 반영되지 않는다. (회계 기준 US GAAP·IFRS 공통) 대신, 본격 가동이 예상되는 2028년 전후부터 상각이 시작될 가능성이 있다. 만약 그 시점에 연결 판단이 보수적으로 변경된다면 자산·부채·감가상각이 동시에 재무제표에 반영될 가능성도 배제할 수 없다.

최근 외부 감사인이 해당 SPV의 비연결 처리와 관련해 판단의 중요성을 강조하며 이를 중요 감사 사항 (CAM)으로 언급했다는 보도가 있었다. 이는 즉각적인 연결 변경을 의미하지는 않지만, 연결 여부가 단순한 형식 문제가 아니라는 점을 보여준다. 회계 처리 방식과 관계없이 GPU 교체 주기와 수요 둔화 가능성은 경제적 리스크로 남게 된다.

진짜 위험: 기업 아닌 금융 구조에서 먼저 나타날 가능성

Meta는 특히 지난해부터 장기부채가 크게 증가하고 있음에도 자산 대비 부채 수준과 현금창출력을 고려할 때 재무 건전성은 양호해 보인다. 따라서 이번 글을 통해 Meta의 부채 확대를 경고하려는 것이 아니다. 다만, 신용시장에서 주목하는 포인트는 분명 다르다.

Hyperion 프로젝트 자체의 진짜 위험은 무엇이며, 그것이 다른 유사 프로젝트에도 나타날 수 있는지를 묻고 있다.

첫째, 동일한 SPV 구조가 반복될 경우, 연결 판단과 공시 기준은 계속해서 검증 대상이 된다. 이는 특정 기업 문제를 떠나 AI 인프라 투자를 가능케 하는 금융 모델 전반에 적용될 수 있는 만큼 경계감이 크다.

둘째, SPV 부채, 지분 투자, 그리고 경우에 따라 펀드 차원의 추가 차입까지 이어지는 레버리지 체계가 우려된다. 동일 자산 위에 여러 금융 노출이 쌓이는 구조인데, 자산 가치가 재평가될 경우 충격은 기업 본체보다 이러한 금융 구조에서 먼저 나타날 가능성이 있다.

셋째, 최근 차입자 우위 환경 속에서 약정 조건 완화 (cov-light)와 구조적 유연성이 확대되고 있는 점도 변수이다. 자금 공급이 풍부할수록 보호 장치는 약화되는 경향이 있으며, 이는 스트레스 국면에서 손실 인식 시점을 늦추는 대신 조정의 폭을 키울 수 있기 때문이다.

AI 인프라와 신용시장 결합의 의미

시장은 Hyperion 한 건만을 바라보는 것이 아니다. 데이터센터 및 AI 인프라 전반에서 자본 집약적 확장이 신용시장과 결합하며 얼마나 빠르게 레버리지를 축적하고 있는지를 보고 있다. 우려는 상위 기업의 재무제표보다, 그 아래에 형성되는 금융 설계 (PF, 지분 구조, NAV Loan, 펀드 차입)에 있다.

이제 투자자들은 단일 기업의 부채 규모를 넘어, AI 인프라 확장이 신용시장에서 어떻게 다층적으로 쌓이고 있는지, 그리고 그 구조에 대한 투자 수요가 얼마나 지속 가능할지를 판단해야 하는 단계에 와 있다.

도표 1. Meta 이자수익·이자비용·순이자수익

Interest and other income, net

	Year Ended December 31,				
	2025	2024	2023	2025 vs 2024 % change	2024 vs 2023 % change
	(in millions, except percentages)				
Interest income	$ 2,123	$ 2,517	$ 1,639	(16)%	54 %
Interest expense	(1,165)	(715)	(446)	(63)%	(60)%
Foreign currency exchange gains (losses), net	352	(690)	(366)	151 %	(89)%
Other income (expense), net	1,346	171	(150)	NM	214 %
Total interest and other income, net	$ 2,656	$ 1,283	$ 677	107 %	90 %

** 메타의 이자비용은 25년 YTD $11.6억, 이자수익은 $21.2억으로 공시. 그 결과 순이자수익은 $9.59억.
단, 이번 이자비용은 10월 채권 발행 $300억에 대한 이자가 포함되지 않은 상태

자료: SEC 10K, 하나증권

도표 2. Meta, 장기부채 $300억 추가 (25.10월)

PRICING TERM SHEET
META PLATFORMS, INC.

October 30, 2025

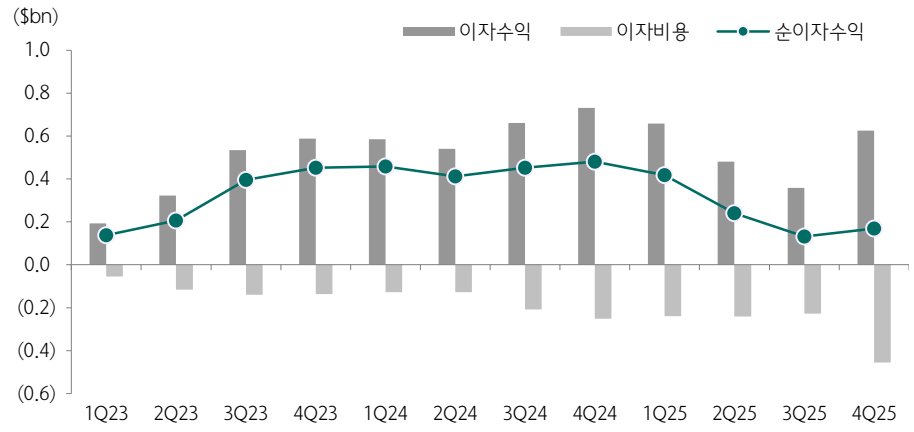
$4,000,000,000 4.200% Senior Notes due 2030
$4,000,000,000 4.600% Senior Notes due 2032
$6,500,000,000 4.875% Senior Notes due 2035
$4,500,000,000 5.500% Senior Notes due 2045
$6,500,000,000 5.625% Senior Notes due 2055
$4,500,000,000 5.750% Senior Notes due 2065

** 메타는 10월에 약 $300억 부채가 추가됨 (25년말 기준, 장기차입금은 $600억으로 공시)
** 26년 이자비용 또한 $15.4억 증가하여 총 $27억을 기록할 것으로 예상 (가중평균 쿠폰금리 5.135%)
** 우선은 26년 메타의 이자 손익분기는 지켜질 수 있을 것이란 컨센서스가 형성되어 있음

자료: SEC 10K, 하나증권

*** Meta, 아직 이자비용보다 이자 수익이 더 많은 상황**
*** 단 10월 부채 발행 $300억 비용은 반영되어 있지 않음**

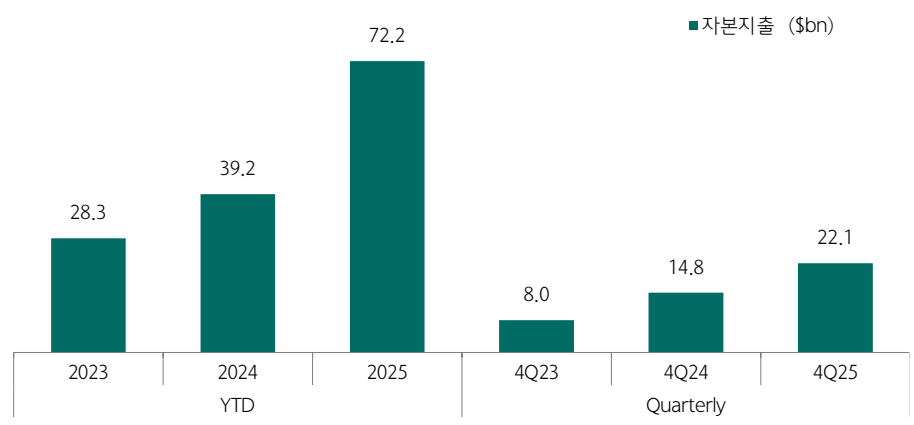
도표 3. Meta 이자수익·이자비용·순이자수익



자료: Bloomberg, 하나증권

*** 공격적 투자 국면 진입**
- 26년 Capex 가이던스 제시 ($1,150~1,350억)
- 25년 $722억 대비 큰 폭 증가 게다가 25년 Capex 또한 24년 대비 2배 가까운 증가를 기록

도표 4. Meta 자본지출



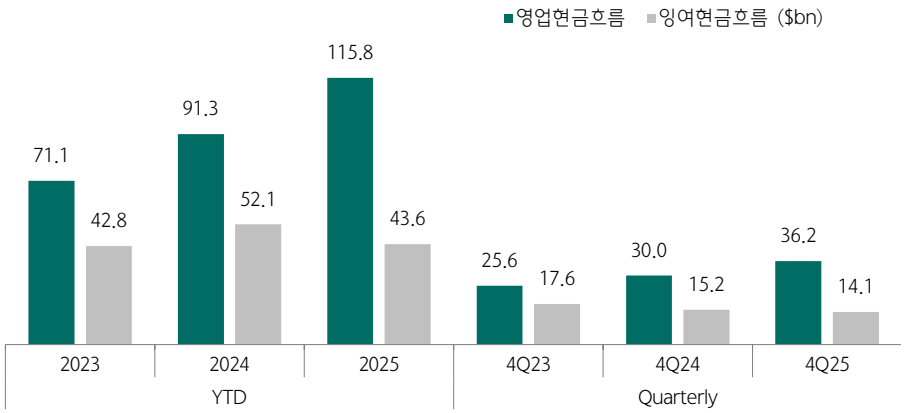
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. Meta 영업현금흐름과 잉여현금흐름

* Capex 가이던스 고려 시, 26년 잉여현금흐름은 마이너스로 전환될 가능성 제기

* 만약 메타가 유동성 확보를 위해 부채 시장에 진출하지 않았다면 주주환원 정책에 타격이 컸을 것

* 향후 2~3년간 대규모 Capex를 반영하면 잉여현금흐름이 갖는 의미가 크지 않음. 오히려 영업현금흐름 추이를 눈여겨볼 필요

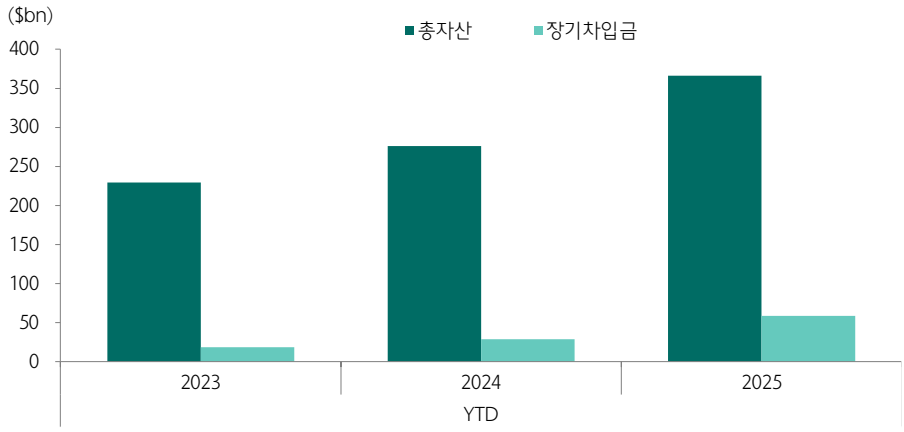


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. Meta 총자산·장기차입금

* 장기차입금 (25.4Q, 약$600억)
* 장기차입금/총자산 = 16%

* 아직은 현금흐름이 풍부한 메타의 사업 특성을 고려할 때 충분히 관리 가능한 수치이기도 함



자료: Bloomberg, 하나증권