The Credit

LS Edge | Investment Strategy | 투자코멘트 | 2026. 04. 15

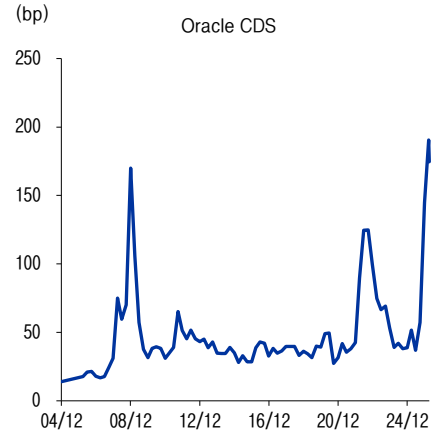
사모신용과 AI인프라 투자의 접점
- Oracle 미시간 캠퍼스 딜 구조 분석

Credit 조수희
shcho@ls-sec.co.kr

AI 인프라 레버리지 투자와 관련 센티먼트의 바로미터인 Oracle

Oracle은 대표적인 AI 인프라 레버리지 기업으로 시장의 투자심리와 AI 수익성 체크의 바로미터로 여겨짐. Hyperscaler를 빅테크와 네오클라우드로 분류한다면, 경계선에 위치한다고 볼 수 있음. Oracle은 Meta(AA-), Alphabet(AA+), Amazon(AA, A+), Microsoft(AAA) 등 최상위권 신용등급을 보유한 빅테크와 달리 신용등급 BBB/Negative로 투자등급(IG) 하단에 위치함. 반면, Coreweave, Nebius 등 네오클라우드 기업과 비교하면 규모 및 신용도 면에서 훨씬 상위 Tier. 실적 개선 추세이나 CAPEX 및 Debt의 증가 속도도 빠른 만큼, 크레딧 시장에서는 기대와 우려가 공존하는 국면. 작년 하반기 이후 Oracle의 CDS는 금융위기('08년) 당시를 상회하는 수준까지 상승했음(최근 소폭 축소, 174.6).

그림1 Oracle CDS(5Y) 추이

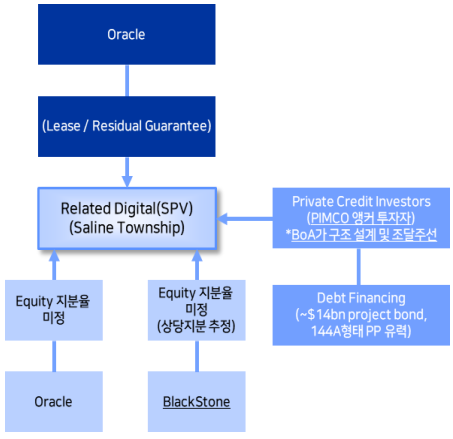


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Oracle 데이터센터에 PIMCO, BoA, Blackstone 등 참여 추정

Oracle의 미시간주 소재 대규모 AI데이터센터 캠퍼스(Saline Township) 건립 관련, PIMCO, Bank of America, Blackstone 등 주요 기관투자자 및 금융기관이 참여하는 형태로 재구성되고 있는 것으로 추정됨(당초 Blue Owl Capital이 자금지원 예정이었으나 중단됨). 기사 등에 따르면, Meta의 Hyperion 케이스와 유사한 구조로, SPC가 소유한 데이터센터를 오라클이 장기 임차하고(Book off) 임차료를 지급하는 형태. SPC가 발행하는 144A(사모 회사채) 장기채권을 PIMCO가 앵커투자자로 인수하고 일부를 셀다운할 예정이며, Blackstone이 Equity의 상당부분을 투자하고 BoA가 구조 설계 및 조달 주선 등을 진행할 예정인 것으로 추정됨. ①데이터센터 Book Off(SPC) 및 장기 임차 구조, ② PIMCO가 앵커투자자로 참여(First lien 상당부분 확보 예정), ③글로벌 주요 자산운용사나 대형은행이 지분투자자 및 주선자로 참여 등이 Hyperion과 공통점. Book Off 회계처리가 어떻게 진행될지는 관전 포인트.

그림2 Oracle 미시간 데이터센터 구조(추정)



자료: 신문기사 취합 등, LS증권 리서치센터

사모신용 시장 내 자금흐름이 선별적인 양상으로 판단됨

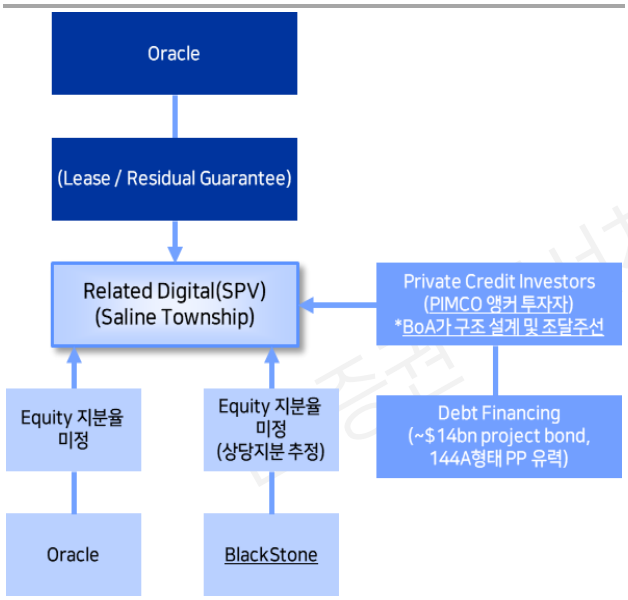
BoA는 '26.2월 사모신용 투자 계획 공식화(약 $25B), 조직 확대 등을 진행. 금번 딜 참여도 그 연장선에 있는 것으로 추정됨. 사모신용 시장 전반에 대한 경계감은 여전하지만, 담보가 존재하고 장기 수요가 기대되는 AI인프라 영역에는 여전히 대규모 자금이 유입되고 있다는 점이 확인됨. 즉, 사모신용이 전반적으로 위축되었다기 보다는 자금이 보다 선별적으로 흘러가고 있는 것으로 판단됨.

표1 Oracle 데이터센터 예정 딜 관련사항 요약 (기사 취합)

구분	내용
조달규모	$16B 수준의 부채금융 패키지(PF) 논의 중(Debt $14B, Equity $2B)
프로젝트 유형	Meta 하이페리온과 유사한 Off-balance 데이터센터 PF 딜
프로젝트	-미시간주 워시터나 카운티의 Saline Township(살린 타운십) 소재 대규모 AI 데이터센터 캠퍼스 -Open AI 애플리케이션 구동(Power Application for Open AI)을 위한 인프라
주요 참가자 (미확정, 주요 후보군)	- Related Digital(SPC): Oracle 데이터센터 캠퍼스를 개발하는 데이터센터 개발사, 본 $16B 의 PF 딜 조달하는 Legal Entity '-Blacksone: Equity $2B 에 상당 지분(컨트롤 또는 공동 컨트롤 수준) '-PIMCO: Debt(144A 유력)의 앵커 인베스터 '- BoA: 구조 설계 및 조달 주선, PIMCO 와 함께 딜을 설계하는 핵심 은행 '-장기 임차인: Oracle(필요시 장기사용계약/최소사용료/take-or-pay 성 약정 통해 간접적인 크레딧 서포트 제공 가능성 있음) '-일부기사 언급) Debt(PP) 19.5 년 만기, 14 년 WAL, 6 년은 이자만(interest-only)+이후 13 년간 상환 등
조달 구조 (추정, 미확정)	-Debt($14B)은 Private Placement(회사채) 구조 가능성 있으며, SEC Rule 144A 활용 사모 형식 유력 추측 '-공개 공모채가 아닌, QIB(기관투자자)대상 사모채로 공시/규제 절차를 단순화하면서도 규모 있는 자금 조달 가능 '-PIMCO 가 앵커로 인수 후, 일부 물량을 다른 기관투자자에게 재판매(신디케이션)하는 구조 검토 중인 것으로 전해짐 '- 추정 금리: 7.5% 수준 (Oracle 공모채 대비 약 +100bp, Oracle 공모채 10Y 6.1%(최근))
히스토리	-'25 년말 Blue Owl Capital 이 이탈하며 본 프로젝트의 자금 조달이 잠시 주춤했다는 보도 '-Blue Owl 이탈배경으로는 Oracle 의 공격적인 CAPEX 와 부채 확대에 대한 우려, 대출/리스 조건 강화 하려는 대주단과의 이견 등 거론됨
	'-이후 Related Digital 이 16B$ 자금 패키지를 거의 완성 단계에 두고 있다는 소식과 이번 PIMCO 의 14B$ 부채 참여 검토가 연속선상에 나오면서, "미시간 캠퍼스 자금구조를 은행, 사모채/자산운용사 중심으로 리스트럭처링하는 과정으로 해석
시장 분위기	- Meta 딜과 유사한 구조로 회계처리 논쟁 가능성 존재 '- PIMCO 는 IG 급 선순위 트랜치 위주로 두껍게 들고가며 일부 셀다운하는 전략 활용하고 있어, 프로젝트 채권 자체는 상대적으로 안정적인 인프라채권으로 설계되는 모습 관측

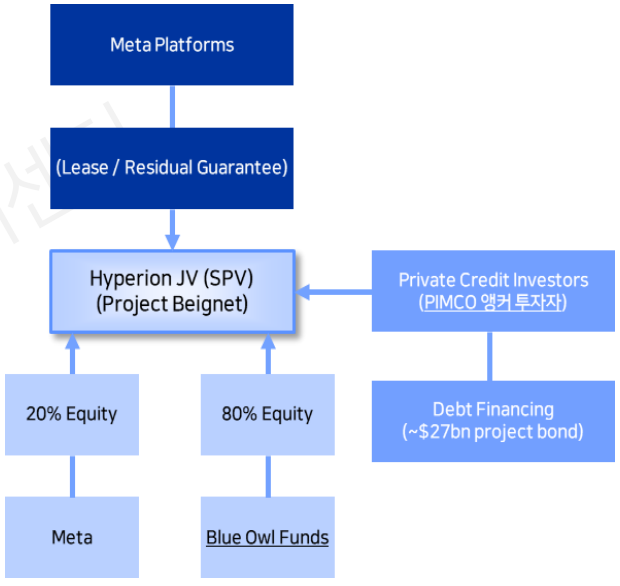
자료: 신문기사 취합 등, LS증권 리서치센터

그림3 Oracle 미시간 데이터센터



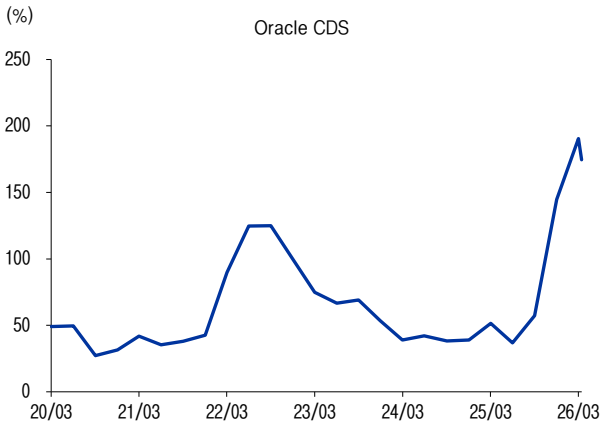
자료: 신문기사 취합 등, LS증권 리서치센터
주) PIMCO가 Related Digital의 Debt($14B) 앵커로 인수 후, 일부 물량 셀다운 예정으로 전해짐(First Lien은 대부분 PIMCO가 매입 가능성 높을 듯)

그림4 Meta Hyperion 데이터센터



자료: 신문기사 취합 등, LS증권 리서치센터
주) PIMCO가 Hyperion JV의 Debt($27B) 중 $18B 매입(First Lien)

그림5 Oracle CDS(5Y) 추이

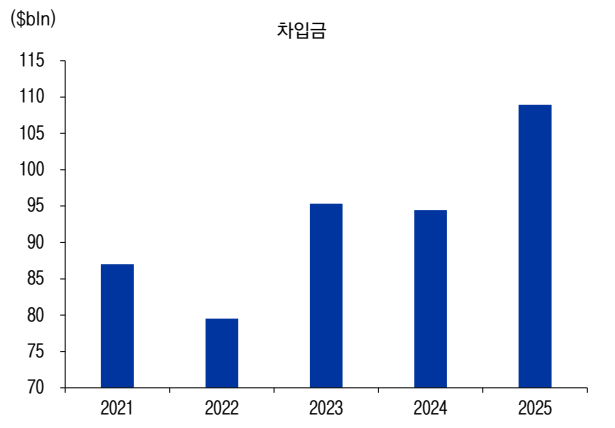


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림6 Oracle 주가 추이

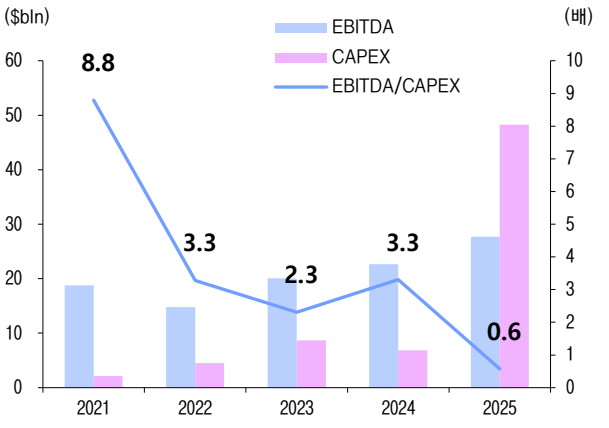
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림7 Oracle 차입금 추이



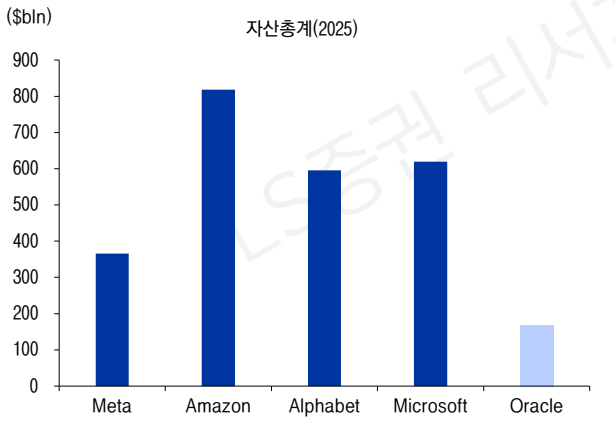
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림8 Oracle EBITDA/CAPEX 추이



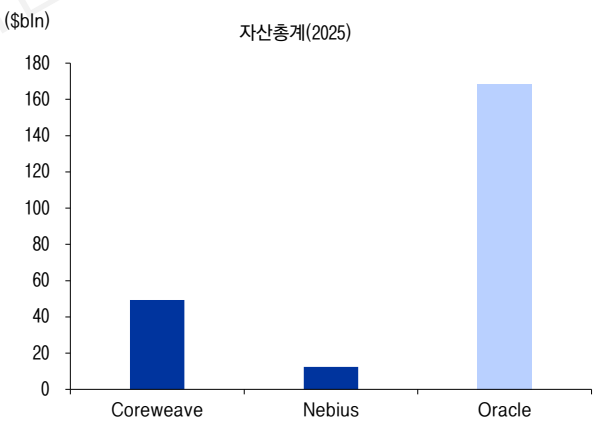
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림9 빅테크 기업 규모 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림10 네오클라우드 기업 규모 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

APPENDIX

표2 Meta-Blue Owl 의 Hyperion 데이터센터 관련 요약

구분	내용
조달 규모	$27B~30B
JV 구조	•루이지애나 Hyperion 데이터센터 캠퍼스 개발/소유 •Meta: 지분 20%+개발/운영/단독 테넌트 •Blue Owl: 지분 80%
Off B/S	•데이터센터 캠퍼스 개발/운영에 필요한 부채를 SPV 가 PF 방식 조달 (약 $27B 의 프로젝트 채권을 Private Placement 형태로 발행, 일부는 PIMCO 등 기관이 매입) •Meta 는 장기 lease 계약 체결, 대규모 프로젝트 채무를 Off B/S (Meta 는 JV 체결하며 현금유입 발생($3B, 토지 및 기존 설비 매각 성격) •Blue Owl 은 Equity 투입(약 $7B)
계약기간	Meta 는 4 년 단위 non-cancellable lease, 최대 20 년까지 갱신 옵션
RVG	Meta 는 16 년 RVG(Residual Value Guarantee) 제공 (Meta PR) Meta would make a capped cash payment to the JV based on the then-current value of the campus……
회계 이슈	•(회계처리) 데이터센터/프로젝트 채무는 SPV 에 귀속, Meta 리스/보증만 인식 •Meta 의 외부감사인이 동건(Hyperion Off B/S) 관련 'Critical Audit Matter'로 'Highly judgmental'로 언급
신평사(S&P)	•SPV(Beignet Investor LLC)에 "A+"등급 부여 •Meta 신용등급 AA- 유지 •Meta 재무부담 계산시, '29 년 리스계약 시작되면 8 년치 리스료 PV 반영 예정 •RVG 관련 조정부채 반영은 하지 않았으나, Debt-Like 로 간주, 추후 조정가능성 언급
신평사(Moody's)	•Hyperion 을 "그림자 부채"사례로 언급 •GPU 와 데이터센터 하드웨어의 수명이 짧아지는 반면, Financing 만기는 긴 점 주목
시사점	•빅테크는 Off Balance 통해 회계비율 관리 •실질은 빅테크가 주요 Risk Taker(실질 장기계약, RGV 등) •신평사는 회계적으로 Off-balance 처리되어도, De facto Debt 으로 감안 •AI 인프라 투자 과정에서 유사 케이스[SPV+장기리스+RVG 구조] 발생 가능성 존재하며, 회계/신용/규제 측면에서의 해석 논쟁 여지 있음

자료: LS증권 리서치센터

주) 당사 발간자료 "사모대출 순항에서 난항으로(2026.3.24)"

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.