



리서치센터 리포트
바로가기

K-증시 투자 전략 노트

Vol. 6: 하이퍼스케일러 회사채 조달 지속가능성 점검

- 美 하이퍼스케일러 크레딧 리스크 현실화 가능성은 낮은 것으로 생각
- 회사채 발행 이슈로 AI CAPEX 모멘텀 둔화를 우려하는 것은 다소 시기상조

• **하이퍼스케일러의 자본 조달 원천이 현금 자산에서 회사채로 이동:** 주요 하이퍼스케일러(마이크로소프트, 알파벳, 메타, 아마존, 오라클)의 CAPEX 자금 조달 원천이 현금에서 회사채로 변화 중. 이들의 잉여현금흐름(FCF)은 지속적인 수익 성장에도 불구하고 막대한 CAPEX 비용으로 인해 하락 추세. 배당금, 자사주 매입 등 주주 환원 재원을 고려한다면 감소 추세에 있는 현금 흐름에 대비해 해당 기업들이 회사채를 발행하는 것은 당연한 수순. 이에 따라 이들의 회사채 발행 금액은 '24년 201억달러 → '25년 1,084억달러 → '26년 7월 1,941억달러로 가파르게 증가. 이들이 지속적으로 회사채를 발행할 수 있을지, 그렇지 않다면 AI CAPEX 사이클은 지속될 수 있을지에 대한 시장의 의심은 커져가고 있음. 이에 따라 이익 모멘텀 대부분을 반도체가 차지하는 한국 증시 또한 하방 압력을 받고 있는 상황

• **회사채 발행에 따른 제반 비용 증가로 매크로 민감도는 더욱 커질 것:** 회사채 발행이 증가함에 따라 하이퍼스케일러의 이자 비용 또한 증가 추세. 아직 그 규모를 우려할 만한 수준은 아니지만, 회사채 발행 지속 시 이들 주가가 시장 금리에 더 큰 민감도를 보일 것이라는 점은 사실. 추가로, 이들의 회사채 발행이 늘어날수록 발행 비용 또한 증가할 것

• **그럼에도 불구하고 크레딧 리스크 우려는 시기상조:** 하이퍼스케일러의 크레딧 리스크 촉발 가능성은 이미 오라클의 사례에서 확인된 바 있음. 오라클의 회사채 발행액은 '24년 63억달러 → '25년 258억달러 → '26년 현재 250억달러로 크게 증가. 이에 따라, 신용 평가의 대표적 proxy인 '총차입금/EBITDA 비율'은 '24년 3.9배 → '26년 현재 5.6배로 빠르게 증가하였고 CDS 프리미엄도 급등

다만, 오라클의 총차입금/EBITDA 비율 5.6배는 타사 대비 매우 높다는 사실을 다시금 상기할 필요. '26년 3월 기준 마이크로소프트의 해당 비율은 0.6배에 불과하고, 알파벳(0.6배), 메타(0.8배), 아마존(1.3배) 또한 오라클 대비 매우 낮음. CDS 프리미엄이 통상적으로 '총차입금-EBITDA 비율'과 동행한다는 점을 고려하면 오라클 제외 하이퍼스케일러의 상황은 안정적인 것으로 보임.

이들의 크레딧 리스크 상황을 보다 구체적으로 점검하기 위해 시뮬레이션 모델을 제시. 해당 시뮬레이션에 따르면, 회사채 발행 임계치에 도달하기까지의 잔여 연수는 마이크로소프트 4.0년, 알파벳 4.9년, 메타 3.9년, 아마존 3.1년, 오라클 1.9년으로 예상 하이퍼스케일러의 크레딧 리스크가 현실화되기까지 최소 2년의 시간이 남은 것으로 산출. 또한, 하이퍼스케일러의 AI 관련 매출이 30%대 성장세를 이어가고 있는 만큼, 향후 수익성 개선(OCF 증가)과 함께 CAPEX 부담이 점차 완화될 가능성도 함께 고려할 필요가 있음. 결론적으로 현재 하이퍼스케일러의 회사채 조달 문제로 AI CAPEX 모멘텀 둔화(=KOSPI 이익 모멘텀 둔화)를 우려하는 것은 다소 이른 시점인 것으로 생각

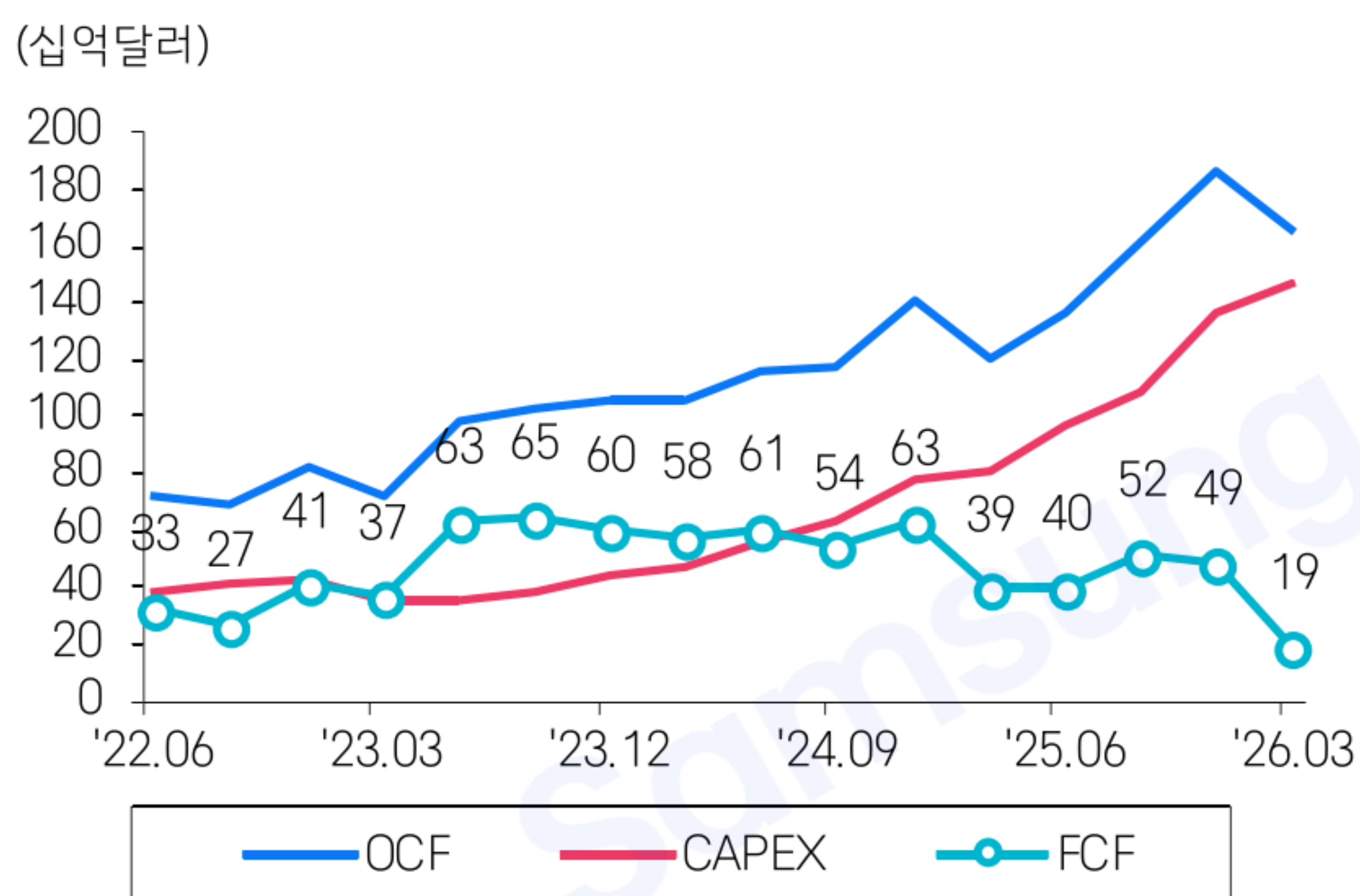
Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

하이퍼스케일러의 자본 조달 원천이 현금 자산에서 회사채로 이동

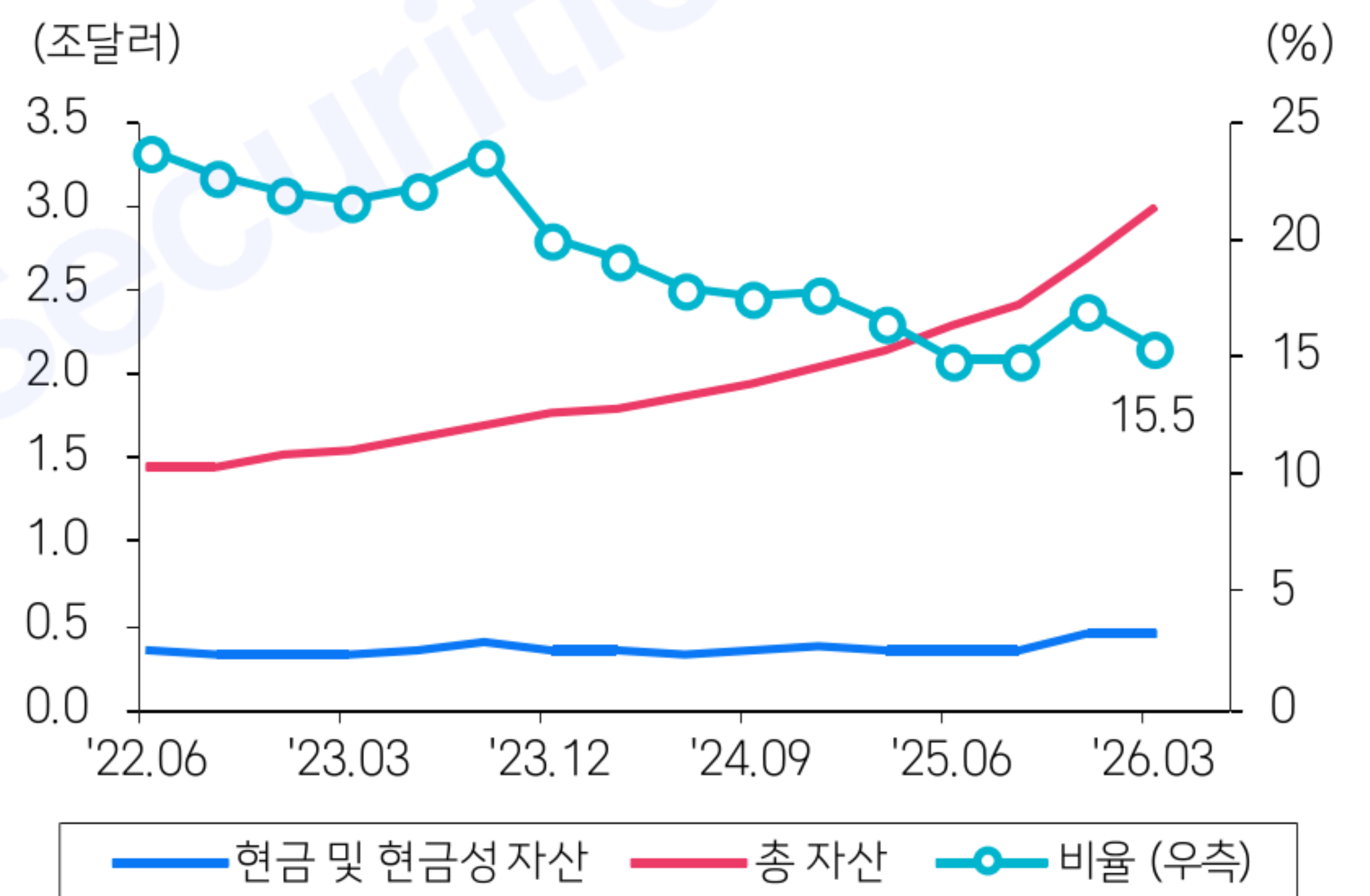
주요 하이퍼스케일러(마이크로소프트, 알파벳, 메타, 아마존, 오라클)의 CAPEX 자금 조달 원천이 현금에서 회사채로 변화 중. 영업현금흐름(OCF)에서 자본투자(CAPEX)를 차감한 잉여현금흐름(FCF)의 경우, 이들의 지속적인 수익 성장에도 불구하고 막대한 AI CAPEX 비용으로 인해 하락 추세에 있음. '24년 말 628억달러에 달했던 FCF는 최근 분기 기준 191억달러 수준으로 하락. 현금 및 현금성 자산은 '24년 말 기준 3,640억달러에서 현재 4,613억달러로 소폭 증가하였으나, 총자산 대비 비율로 본다면 17.8%→15.5%로 하락. 배당금, 자사주 매입 등 주주 환원 재원을 고려한다면 감소 추세에 있는 현금 흐름에 대비해 하이퍼스케일러 기업들이 회사채를 발행하는 것은 당연한 수순. 이에 따라 이들의 회사채 발행 금액은 '24년 201억달러 → '25년 1,084억달러 → '26년 7월 1,941억달러로 가파르게 증가. 이들이 지속적으로 회사채를 발행할 수 있을지, 그렇지 않다면 AI CAPEX 사이클은 지속될 수 있을지에 대한 시장의 의심은 커져가고 있음. 이에 따라 이익 모멘텀 대부분을 반도체가 차지하는 한국 증시 또한 하방 압력을 받고 있는 상황

그림 1. 하이퍼스케일러 OCF, CAPEX, FCF 추이



참고: 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클 합산; CY 기준; 오라클의 실적 기준은 타사 대비 2개월 지연 ex) '26년 5월 실적을 타사 '26년 3월 실적과 합산
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 하이퍼스케일러 총자산 대비 현금 및 현금성 자산 비율



참고: 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클 합산; CY 기준; 오라클의 실적 기준은 타사 대비 2개월 지연 ex) '26년 5월 실적을 타사 '26년 3월 실적과 합산
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. 하이퍼스케일러 회사채 발행 금액 추이



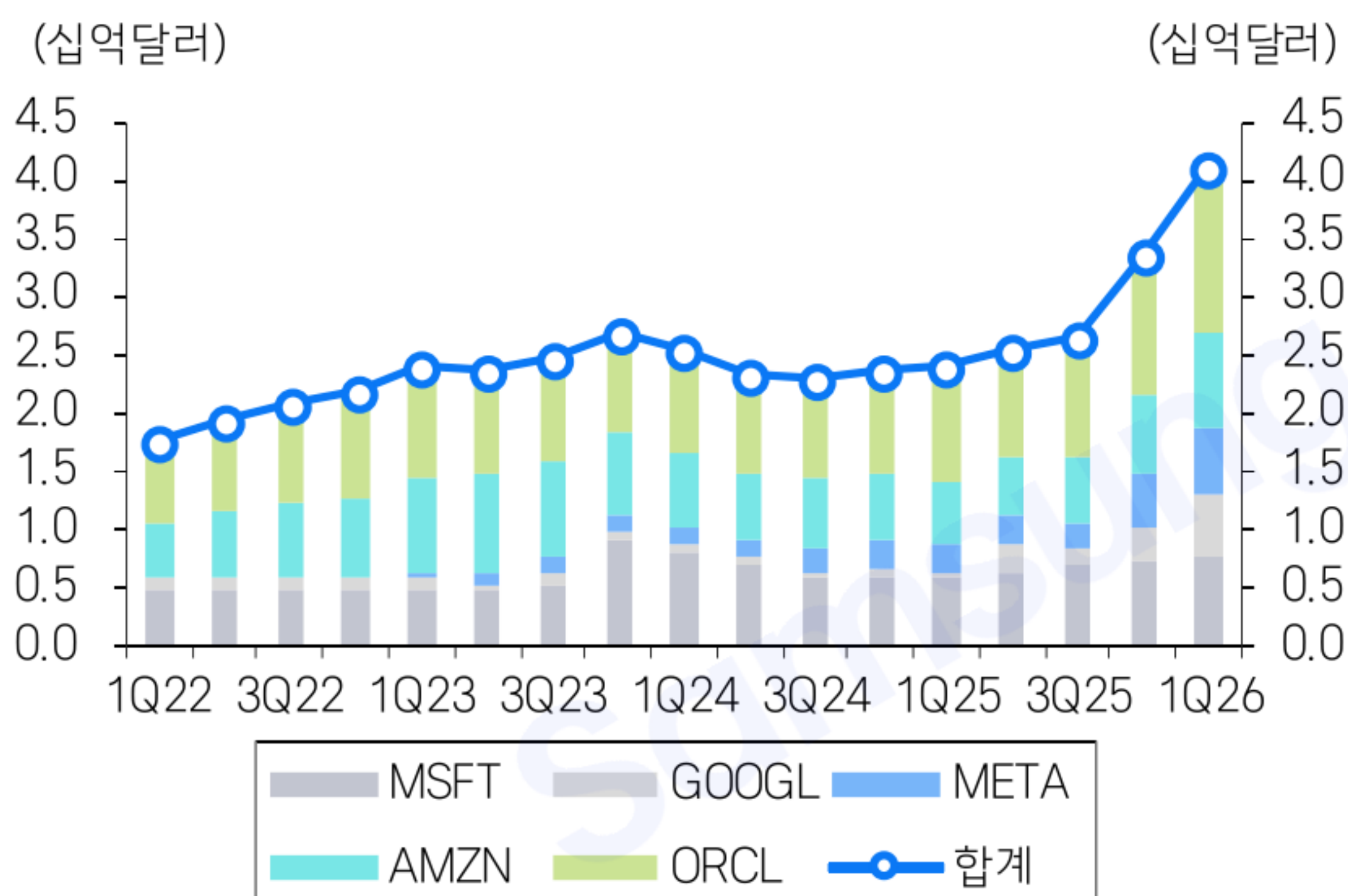
참고: 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클 합산; *7월 YTD 기준 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

회사채 발행에 따른 제반 비용 증가로 매크로 민감도는 더욱 커질 것

회사채 발행이 증가함에 따라 하이퍼스케일러의 이자 비용 또한 증가 추세. 이들 기업의 이자비용 합계는 '24년 말 23.6억달러에서 최근 분기 기준 41.1억달러까지 상승. 이들의 기업 규모를 고려한다면 아직까지 우려할 만한 사항은 아니지만, 회사채 발행이 지속된다면 이들 주가가 시장 금리에 더 큰 민감도를 보일 것이라는 점은 사실. 추가로, 이들의 회사채 발행이 늘어날수록 발행 비용 또한 증가할 것. 대표적으로 오라클의 경우 회사채 발행 시 스프레드가 2025년 104.1bp에 불과했으나 2026년 147.1bp까지 증가. 이러한 현상은 아마존, 구글, 메타의 케이스에서도 동일하게 관찰됨(그림 5)

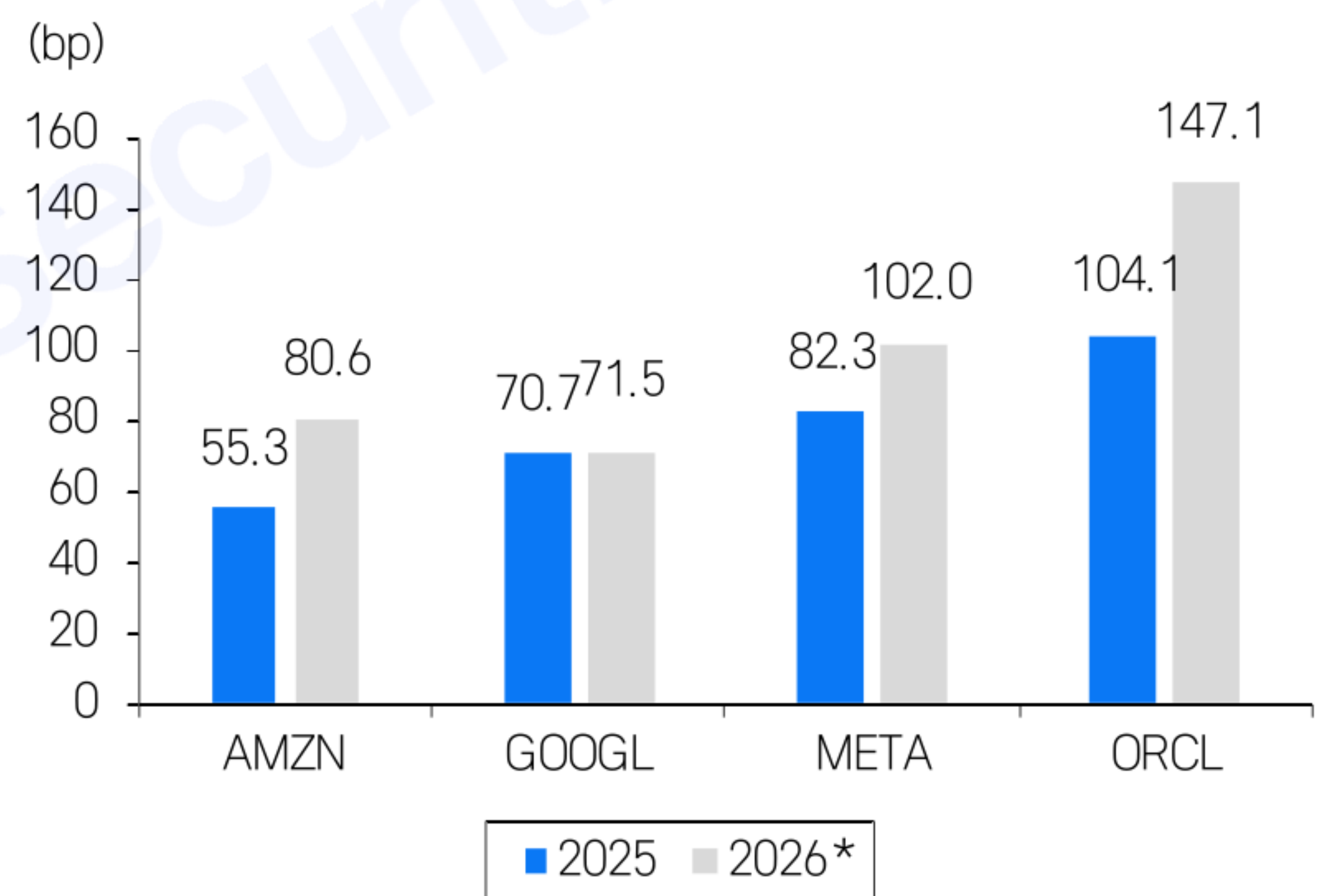
지난 자료(K-증시 투자전략 노트 - Vol. 3: 물가 리스크는 가격 전가력으로 대응, 5/20일 발간)에서 살펴봤듯이 현재 시장은 '주가-금리 디커플링 국면'에 위치해 있는 것으로 판단되며 장기적으로 시장금리 상승 압력은 이들 주가에 부담이 될 전망. 이들의 회사채 발행 속도가 가파르게 증가한다는 점은 추가 부담 요인

그림 4. 하이퍼스케일러 이자비용 추이



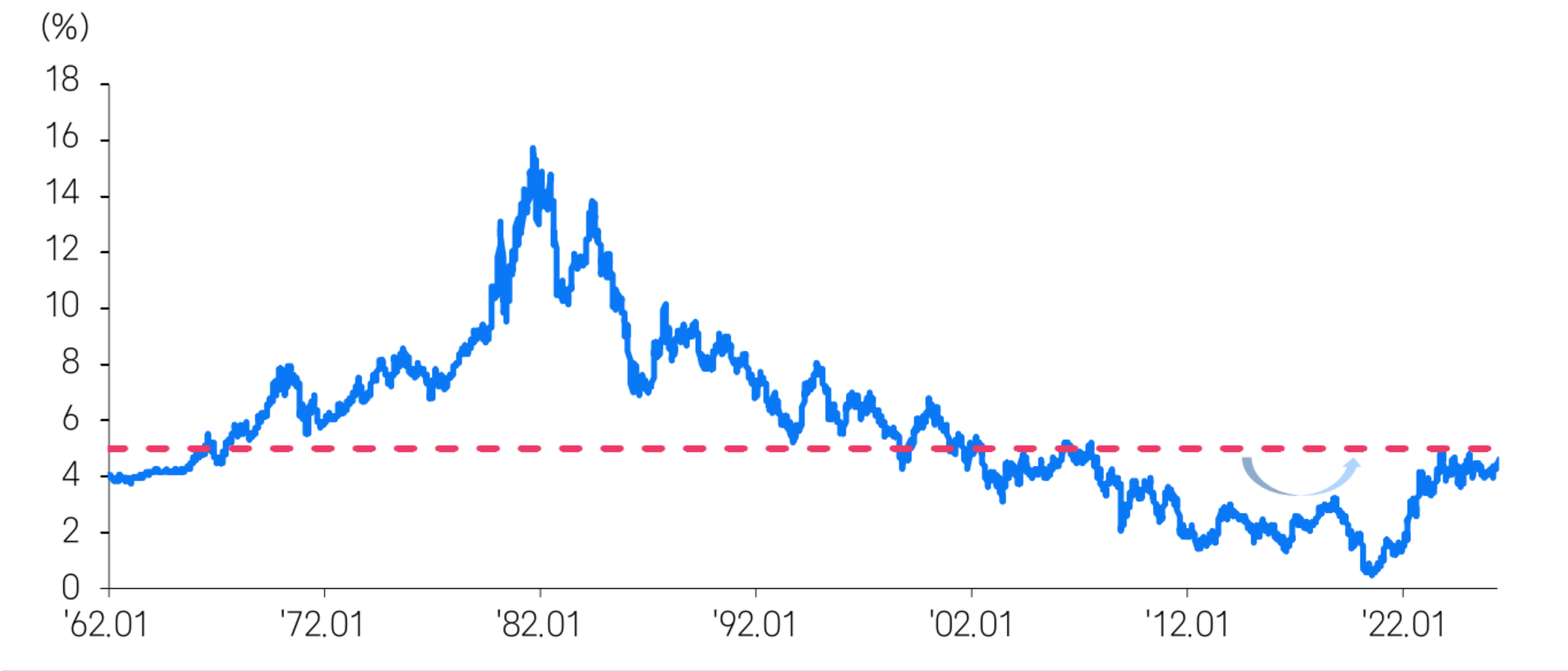
참고: 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클 합산; CY 기준; 오라클의 실적 기준은 타사 대비 2개월 지연 ex) '26년 5월 실적을 타사 '26년 3월 실적과 합산
점선은 추정치
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 5. 기업별 발행시점 스프레드 평균



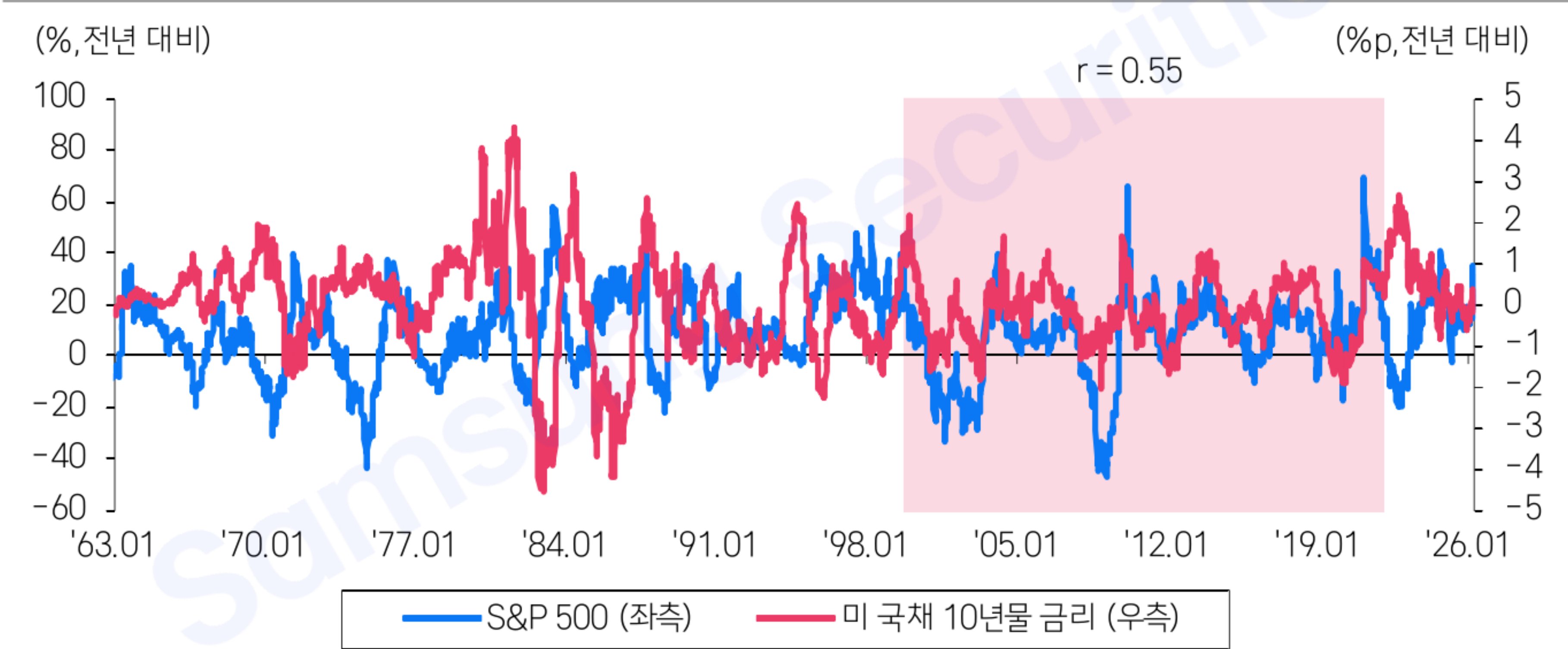
참고: USD, EUR, GBP, CAD 통화 대상; *7월 YTD 기준; 국채 대비
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 6. 미국채 10년물 금리 추이



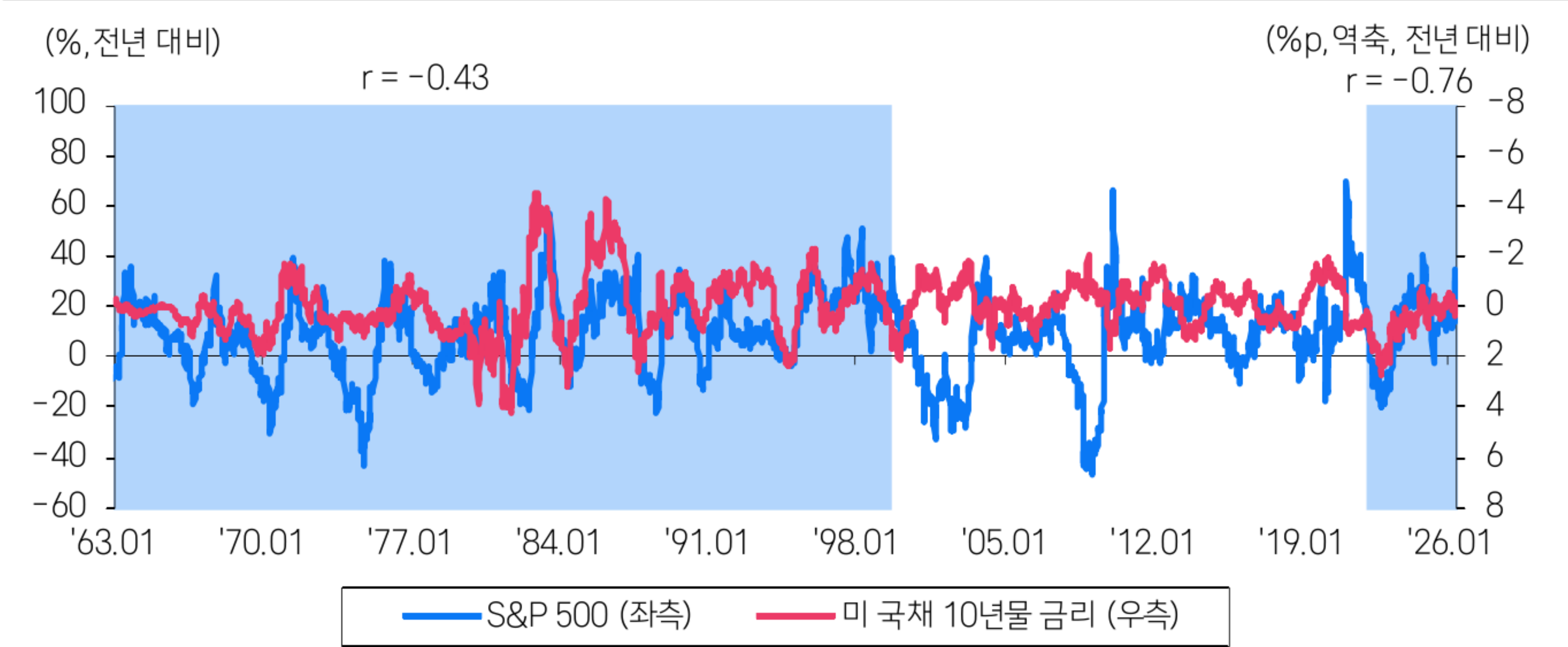
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 7. '주가-금리' 커플링 국면: '1999년 10월 ~ 2022년 2월'



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 8. '주가-금리' 디커플링 국면: '1963년 1월 ~ 1999년 9월' & '2022년 3월 ~ 현재'



자료: Bloomberg, 삼성증권

그럼에도 불구하고 크레딧 리스크 우려는 시기상조

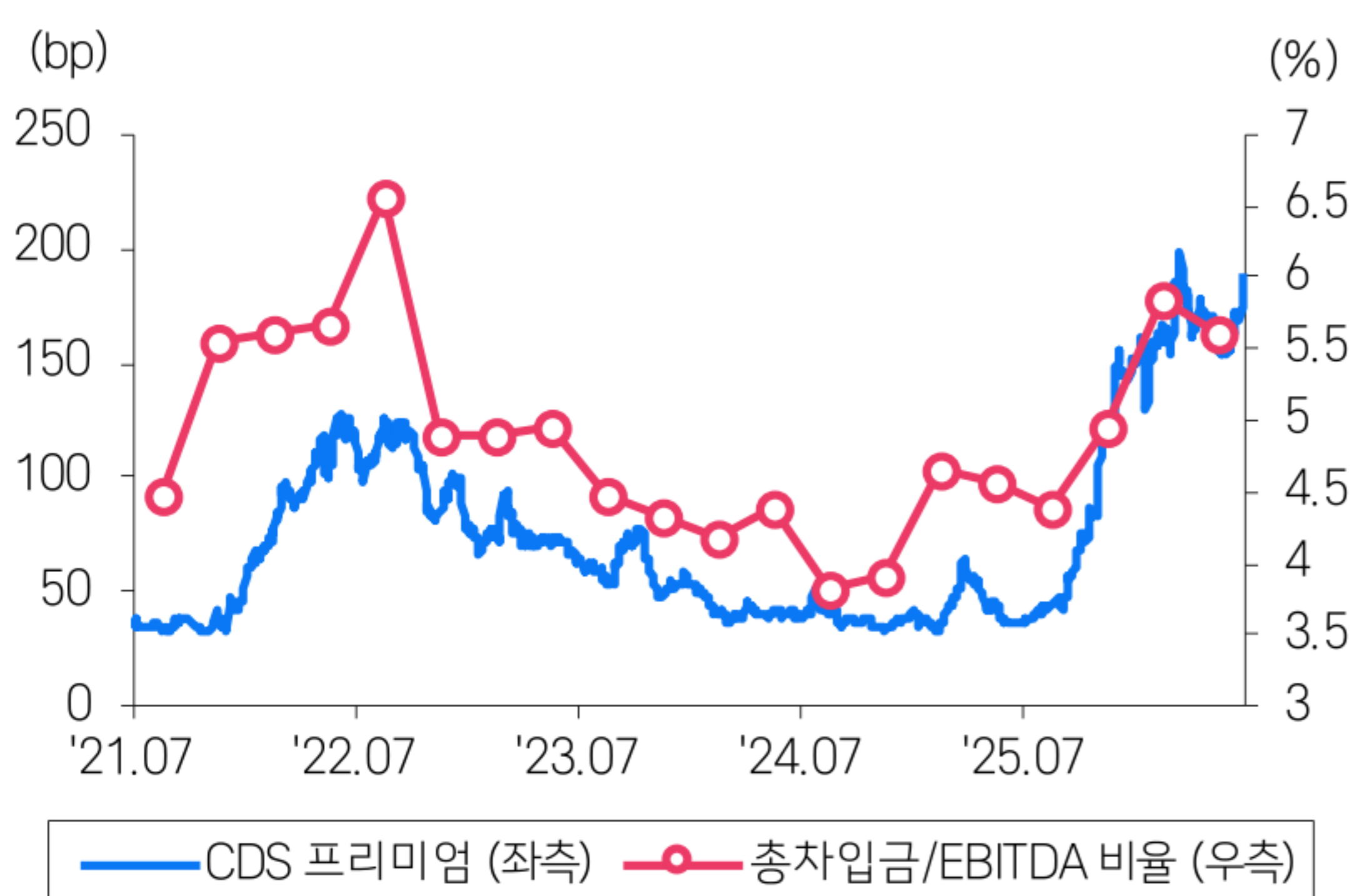
하이퍼스케일러의 크레딧 리스크 촉발 가능성은 이미 오라클의 사례에서 확인된 바 있음. 오라클의 회사채 발행액은 '24년 63억달러 → '25년 258억달러 → '26년 현재 250억달러로 크게 증가. 이에 따라, 신용 평가의 대표적 proxy인 '총차입금/EBITDA 비율'이 '24년 3.9배 → '25년 5.0배 → '26년 현재 5.6배로 빠르게 증가하였고 CDS 프리미엄도 급등(그림 9). 이러한 우려를 반영하여 7월 13일 현재 오라클의 YTD 수익률은 -32.8%를 기록. 참고로, '총차입금/EBITDA 비율'은 Moody's 기준 기업 및 소비자 서비스(아마존, 구글, 메타), 소프트웨어(마이크로소프트, 오라클) 기업의 신용 평가 시 고려되는 핵심 지표

다만, 오라클의 총차입금/EBITDA 비율 5.6배는 타사 대비 매우 높다는 사실을 다시금 상기할 필요. '26년 3월 기준 마이크로소프트의 해당 비율은 0.6배에 불과하고, 알파벳(0.6배), 메타(0.8배), 아마존(1.3배) 또한 오라클 대비 매우 낮음. CDS 프리미엄이 통상적으로 '총차입금-EBITDA 비율'과 동행한다는 점을 고려하면 오라클 제외 하이퍼스케일러의 상황은 안정적인 것으로 봄

이들의 크레딧 리스크 상황을 보다 구체적으로 점검하기 위해 시뮬레이션 모델을 제시(표 1~5). 산식의 구조는 다음 세 단계로 구성. 첫째, 시장이 용인하는 커버리지(총차입금/EBITDA 비율) 임계치에 예상 EBITDA를 곱해 '환산 차입금(a)', 즉 임계치에서 허용되는 최대 차입금 규모를 산출. 둘째, 여기서 '현재 차입금(b)'을 차감해 '추가 차입 여력(a-b)'을 도출. 셋째, '추가 차입 여력'을 '연간 회사채 발행금액 가정(i)'으로 나누어 '임계치 도달 잔여 연수((a-b)/(i))'를 계산 (자세한 설명은 page 8 참고).

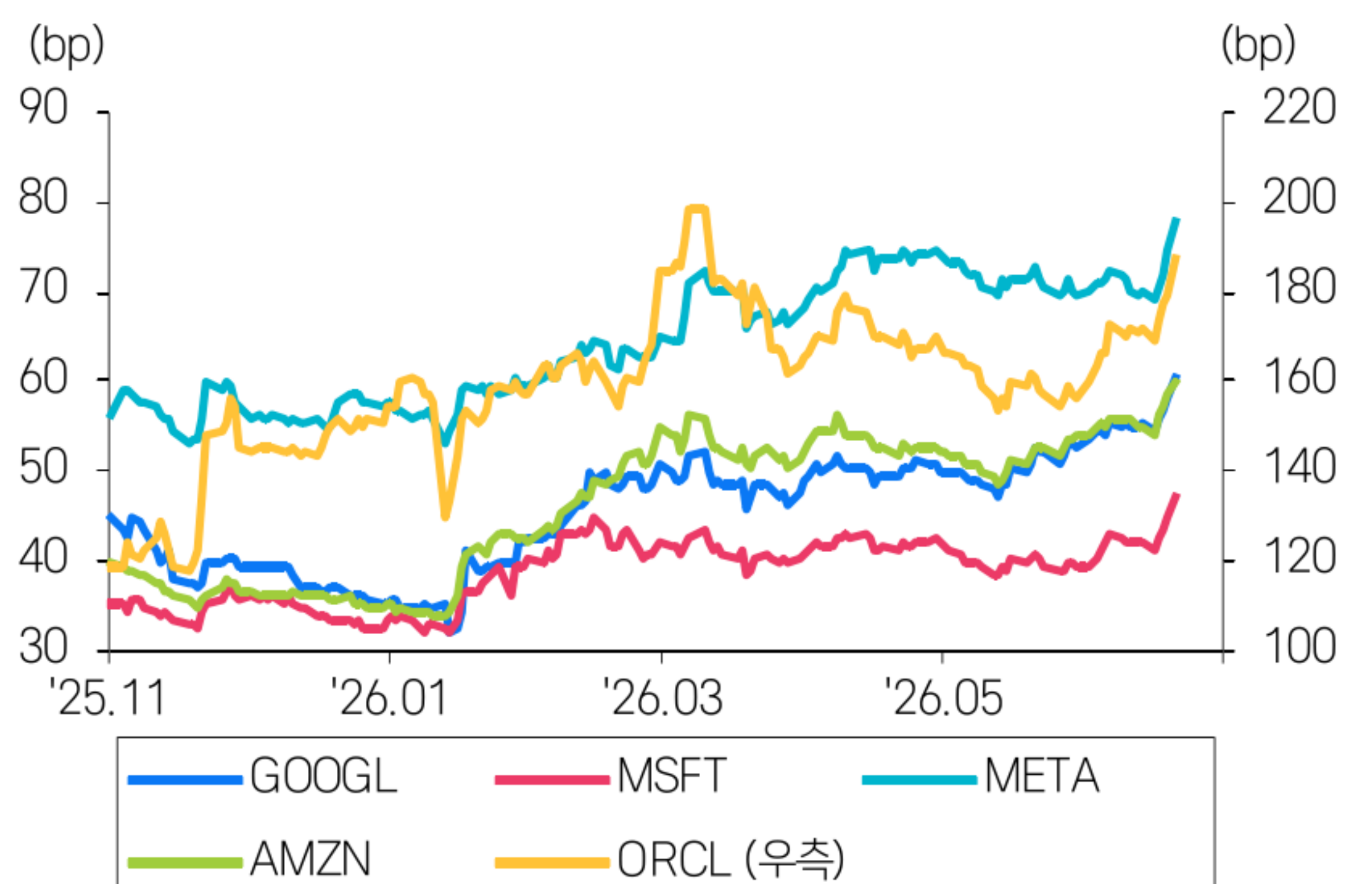
이 결과, 회사채 발행 임계치에 도달하기까지의 잔여 연수는 마이크로소프트 4.0년, 알파벳 4.9년, 메타 3.9년, 아마존 3.1년, 오라클 1.9년으로 산출. 하이퍼스케일러의 크레딧 리스크가 현실화되기까지 최소 2년 이상의 시간이 소요될 것으로 산출. 또한, 하이퍼스케일러의 AI 관련 매출(클라우드 서비스 등)이 30%대 성장세를 이어가고 있는 만큼, 향후 수익성 개선(OCF 증가)과 함께 CAPEX 부담이 점차 완화될 가능성도 함께 고려할 필요가 있음(그림 11). 결론적으로 현재 하이퍼스케일러의 회사채 조달 문제로 AI CAPEX 모멘텀 둔화(=KOSPI 이익 모멘텀 둔화)를 우려하는 것은 다소 이른 시점인 것으로 생각

그림 9. 오라클 CDS 프리미엄 및 총차입금-EBITDA 비율



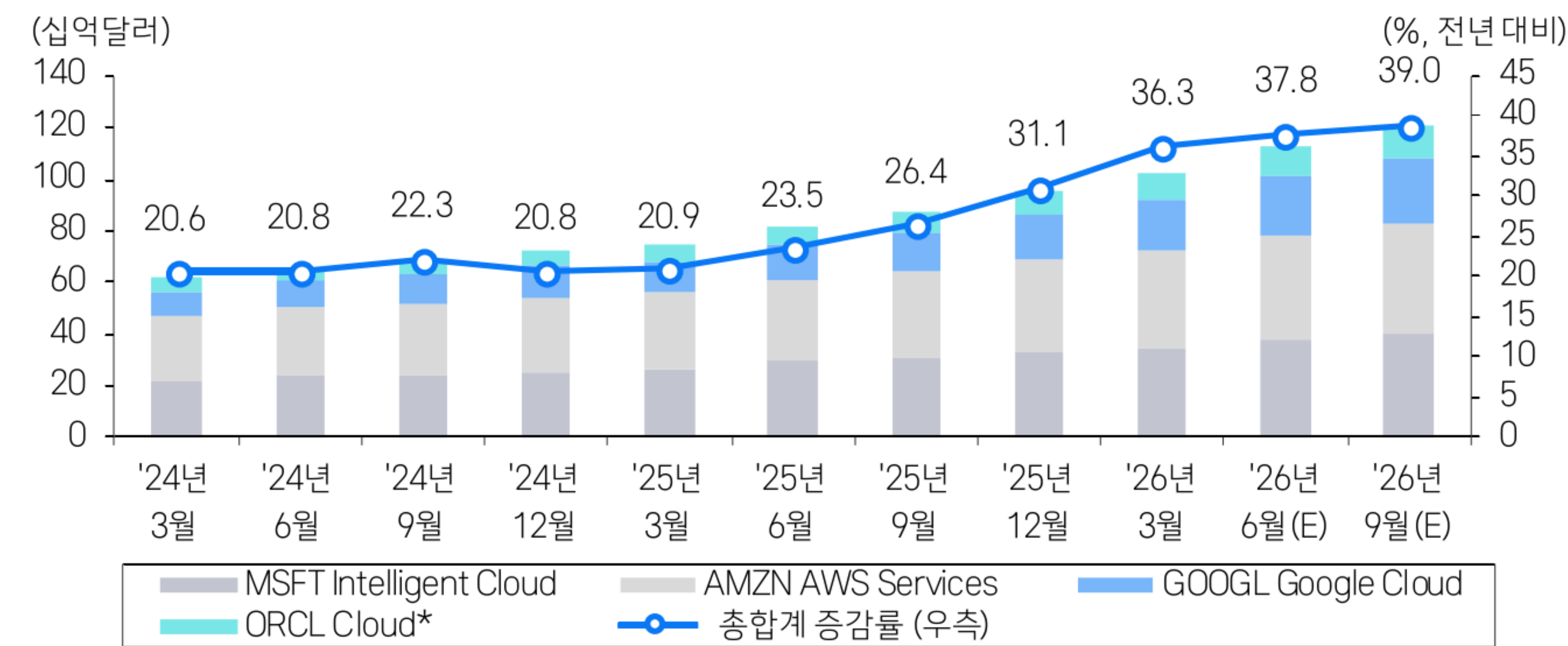
참고: 5년 만기 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 10. 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄 추이



참고: 5년 만기 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 11. 미국 주요 하이퍼스케일러 AI 관련 매출 추이



참고: CY 기준, *오라클의 실적 기준은 타사 대비 2개월 지연 ex) '26년 5월 실적 기준을 타사 '26년 3월 실적 기준과 합산
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 1. 마이크로소프트 회사채 발행 임계치 도달 시뮬레이션

연간 회사채 발행금액 가정	총차입금/EBITDA (배)	환산 차입금* (a, 십억달러)	현재 차입금 (b, 십억달러)	추가 차입 여력 (a-b, 십억달러)	임계치 도달 잔여 연수 ((a-b)/(i), 년)
(i) 400억달러	1.0	215	125	89	2.2
	1.5	322	125	197	4.9
	2.0	429	125	304	7.6
(ii) 500억달러	1.0	215	125	89	1.8
	1.5	322	125	197	3.9
	2.0	429	125	304	6.1
(iii) 600억달러	1.0	215	125	89	1.5
	1.5	322	125	197	3.3
	2.0	429	125	304	5.1
평균					4.0
중간값					3.9

참고: 2026년 3월말 기준, *CY2026 예상 EBITDA 차용
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 2. 알파벳 회사채 발행 임계치 도달 시뮬레이션

연간 회사채 발행금액 가정	총차입금/EBITDA (배)	환산 차입금* (a, 십억달러)	현재 차입금 (b, 십억달러)	추가 차입 여력 (a-b, 십억달러)	임계치 도달 잔여 연수 ((a-b)/(i), 년)
(i) 400억달러	1.0	224	96	128	3.2
	1.5	336	96	240	6.0
	2.0	448	96	353	8.8
(ii) 500억달러	1.0	224	96	128	2.6
	1.5	336	96	240	4.8
	2.0	448	96	353	7.1
(iii) 600억달러	1.0	224	96	128	2.1
	1.5	336	96	240	4.0
	2.0	448	96	353	5.9
평균					4.9
중간값					4.8

참고: 2026년 3월말 기준, *CY2026 예상 EBITDA 차용
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 3. 메타 회사채 발행 임계치 도달 시뮬레이션

연간 회사채 발행금액 가정	총차입금/EBITDA (배)	환산 차입금* (a, 십억달러)	현재 차입금 (b, 십억달러)	추가 차입 여력 (a-b, 십억달러)	임계치 도달 잔여 연수 ((a-b)/(i), 년)
(i) 200억달러	1.0	120	87	33	1.7
	1.5	180	87	93	4.6
	2.0	240	87	153	7.6
(ii) 300억달러	1.0	120	87	33	1.1
	1.5	180	87	93	3.1
	2.0	240	87	153	5.1
평균					3.9
중간값					3.9

참고: 2026년 3월말 기준, *CY2026 예상 EBITDA 차용
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 4. 아마존 회사채 발행 임계치 도달 시뮬레이션

연간 회사채 발행금액 가정	총차입금/EBITDA (배)	환산 차입금* (a, 십억달러)	현재 차입금 (b, 십억달러)	추가 차입 여력 (a-b, 십억달러)	임계치 도달 잔여 연수 ((a-b)/(i), 년)
(i) 400억달러	1.5	282	227	55	1.4
	2.0	376	227	149	3.7
	2.5	470	227	243	6.1
(ii) 500억달러	1.5	282	227	55	1.1
	2.0	376	227	149	3.0
	2.5	470	227	243	4.9
(iii) 600억달러	1.5	282	227	55	0.9
	2.0	376	227	149	2.5
	2.5	470	227	243	4.1
평균					3.1
중간값					3.0

참고: 2026년 3월말 기준, *CY2026 예상 EBITDA 차용
자료: Bloomberg, 삼성증권

표 5. 오라클 회사채 발행 임계치 도달 시뮬레이션

연간 회사채 발행금액 가정	총차입금/EBITDA (배)	환산 차입금* (a, 십억달러)	현재 차입금 (b, 십억달러)	추가 차입 여력 (a-b, 십억달러)	임계치 도달 잔여 연수 ((a-b)/(i), 년)
(i) 200억달러	4.5	192	167	24	1.2
	5.0	213	167	45	2.3
	5.5	234	167	67	3.3
(ii) 250억달러	4.5	192	167	24	1.0
	5.0	213	167	45	1.8
	5.5	234	167	67	2.7
(iii) 300억달러	4.5	192	167	24	0.8
	5.0	213	167	45	1.5
	5.5	234	167	67	2.2
평균					1.9
중간값					1.8

참고: 2026년 5월말 기준, *CY2026 예상 EBITDA 차용
자료: Bloomberg, 삼성증권

[참고. 회사채 발행 임계치 도달 시뮬레이션 설명]

산식의 구조는 다음 세 단계로 구성. 첫째, 시장이 용인하는 커버리지(총차입금/EBITDA 비율) 임계치에 예상 EBITDA 를 곱해 '환산 차입금(a)', 즉 임계치에서 허용되는 최대 차입금 규모를 산출. 둘째, 여기서 '현재 차입금(b)'을 차감해 '추가 차입 여력(a-b)'을 도출. 셋째, '추가 차입 여력'을 '연간 회사채 발행금액 가정(i)'으로 나누어 '임계치 도달 잔여 연수((a-b)/(i))'를 계산

산식: 임계치 도달 잔여 연수 = (임계치 × EBITDA - 현재 차입금) ÷ 연간 발행금액

현재 차입금은 2026 년 3 월 말 재무제표 기준이며 EBITDA 는 CY2026 예상치를 차용해 추산. 마이크로소프트의 경우, 현재 총차입금 1,250 억달러, 예상 EBITDA 2,147 억달러. 알파벳은 총차입금 958 억달러와 EBITDA 2,242 억달러. 메타는 총차입금 868 억달러, EBITDA 1,198 억달러. 오라클은 총차입금 1,674 억달러, EBITDA 426 억달러. 각 사별 커버리지 배율은 마이크로소프트 0.6 배, 알파벳 0.4 배, 메타 0.7 배, 아마존 1.2 배, 오라클 3.9 배. 임계치는 각 사의 커버리지 배수를 고려해 마이크로소프트, 알파벳, 메타는 1.0 배·1.5 배·2.0 배의 세 구간으로 설정. 아마존은 1.5 배·2.0 배·2.5 배로 설정. 오라클은 4.5 배·5.0 배·5.5 배로 설정

발행금액 시나리오는 이전 회사채 발행 실적을 참고해 가정. 알파벳, 아마존, 마이크로소프트는 연 400 억·500 억·600 억달러의 세 가지를 가정. 메타는 200 억·300 억달러의 두 가지로 가정했으며, 오라클은 200 억·250 억·300 억달러 세 가지를 가정. 기업별 회사채 발행금액은 2025 년, 2026 년 현재 순으로 아마존 150 억→923 억달러, 알파벳 377 억→518 억달러, 메타 300 억→250 억달러, 오라클 258 억→250 억달러. 마이크로소프트는 발행 이력이 없어 시총 규모를 고려해 알파벳, 마이크로소프트 수치를 차용

Samsung Securities

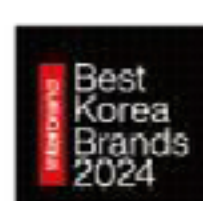
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA