

Market Issue

펀딩 비용으로 옮겨간 시선

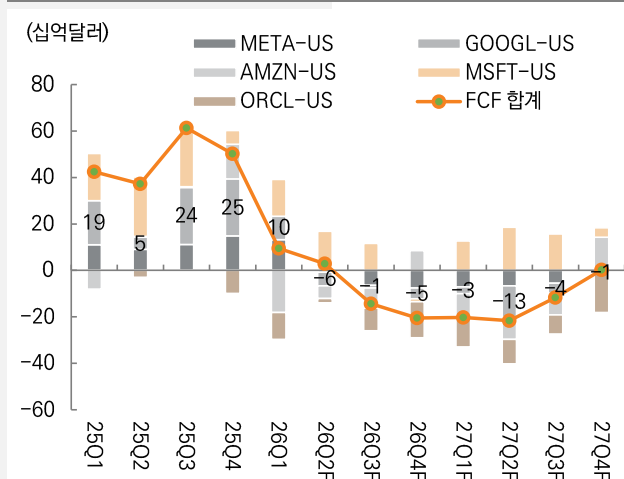
- 구글 실적에서 Capex는 상향 조정되었지만 잉여현금흐름은 마이너스로 전환. 엔비디아 CDS도 OpenAI 신용보증 결정으로 확대. 자금 조달 환경에 대한 우려 확산
- 우려가 완화되기 위해서는 하이퍼스케일러들의 CDS와 회사채 스프레드가 안정될 필요. 사모 크레딧 기업들의 유동성과 미국 금리 환경도 중요
- 스프레드 안정 요인 중 하나는 하이퍼스케일러들의 Capex 둔화. Capex 둔화 리스크에 역설적으로 하이퍼스케일러가 헷지 수단이 될 수 있음

하이퍼스케일러 자금 조달 여력 점검: CDS와 회사채 스프레드, 사모 크레딧

당분간 하이퍼스케일러들의 자금 조달 여력에 시장의 관심이 쏠릴 전망이다. 구글의 실적 발표에서 Capex 증설 의지는 확인됐다. 그러나 이를 실제로 집행할 수 있을지에 대한 시장의 의구심이 확산된 모습이다. 구글은 Capex 가이드스 상향과 더불어 59억달러 규모의 마이너스 잉여현금흐름(FCF)을 발표했는데, 향후 Capex를 원하는 만큼 집행하기 위해서는 외부 자금 조달에 의존해야 한다는 점을 알리는 상징적 변화다. 구글을 비롯한 하이퍼스케일러 기업들의 잉여현금흐름은 27년까지는 지속적으로 마이너스권에 머무를 전망이다.

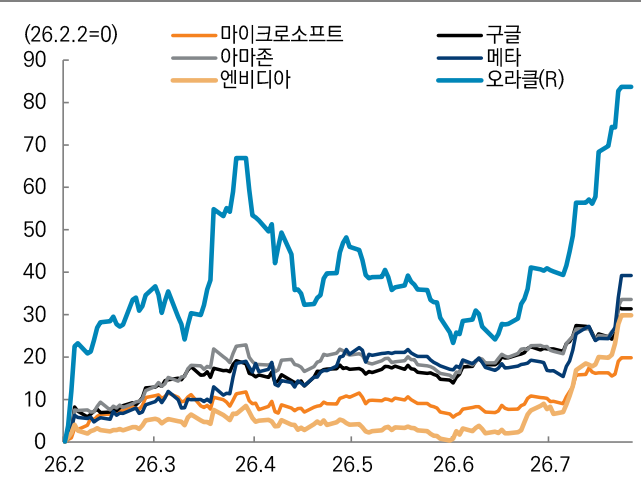
하이퍼스케일러들의 자금 조달 여력에 대한 의구심은 회사채 스프레드와 CDS 스프레드에 반영되고 있다. 가장 취약한 재무재표를 보유한 오라클의 회사채, CDS 스프레드는 작년에 이어 올해도 높은 상승폭(84bp)을 기록중이지만 최근에는 오라클을 제외한 하이퍼스케일러들의 스프레드도 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 메타의 CDS 스프레드는 연초 대비 39bp 상승했고, 구글과 아마존도 각각 31bp, 34bp 올랐다. 특히 주목할 부분은 엔비디아의 CDS도 30bp 상승한 점이다. 엔비디아는 OpenAI가 추진하는 데이터센터 프로젝트에 2500억달러 규모의 신용보증을 제공하는 방안을 검토 중인데, 이로 인해 OpenAI의 신용 리스크가 반영된 모습이다. 또한 OpenAI가 엔비디아의 자금을 받아 GPU칩을 구매하는 순환거래(circular financing) 우려도 자극됐다.

그림 1. 구글과 하이퍼스케일러 기업들의 잉여현금흐름



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 올해 5년 CDS 스프레드 증감폭

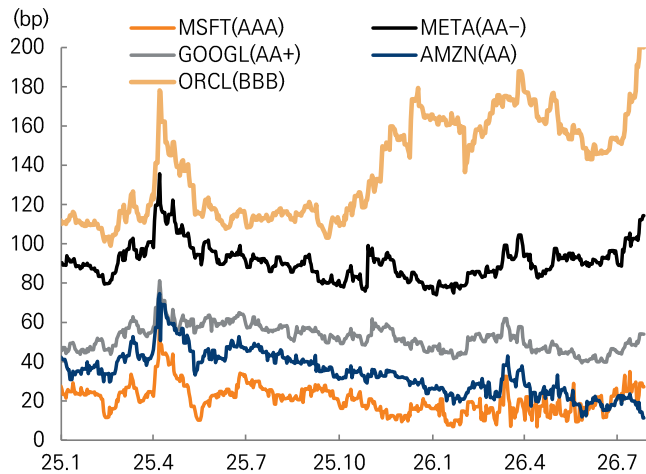


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

신규 발행된 하이퍼스케일러 회사채에 대한 수요 저하 신호도 나타났다. 하이퍼스케일러의 투자등급 회사채의 Cover Ratio(주문량/발행량)는 연초 이후 지속적으로 하락해 전체 IG 보다 월등히 낮은 수준에 도달했다. 낮은 수요는 향후 회사채 발행시 기업들이 더 높은 일 드를 제공해야한다는 점을 시사한다. CDS 스프레드와 마찬가지로 하이퍼스케일러들의 회 사채 스프레드도 7월부터 전반적 상승 흐름을 보이는 중이다.

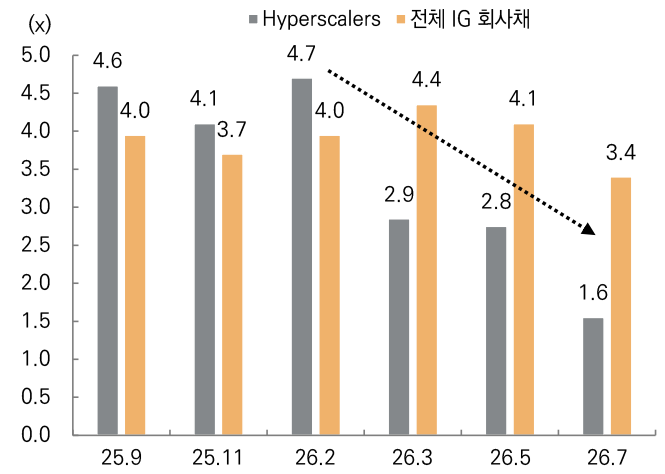
펀딩과 관련해 사모 크레딧(private credit) 기업들도 모니터링이 필요하다. 데이터센터 투 자를 집행하기 위해 회사채 발행도 불가피 하지만 사모 크레딧의 역할도 상당히 중요하기 때문이다. 2028년까지 필요한 2.9조달러 가량의 데이터센터 자금 중 절반 가량은 자체 영 업현금흐름으로 충당되고, 남은 공백을 채우는 수단 중 사모 크레딧 펀딩 규모가 가장 높다. 하이퍼스케일러들이 재무적 부담을 줄이기 위해 Ares, Blackstone, Blue Owl과 같은 사모 크레딧 펀드와 합작 법인을 신설후 해당 법인이 데이터센터 건설을 집행하는 구조를 택하 고 있는 영향이다. 해당 펀드들은 연초 보유한 대출의 가치가 하락하며 타격을 받았는데, 대출 가치가 회복세를 보이는 것과 달리 펀드들의 주가 회복은 다소 더딘 상황이다.

그림 3. 하이퍼스케일러 회사채 스프레드 추이



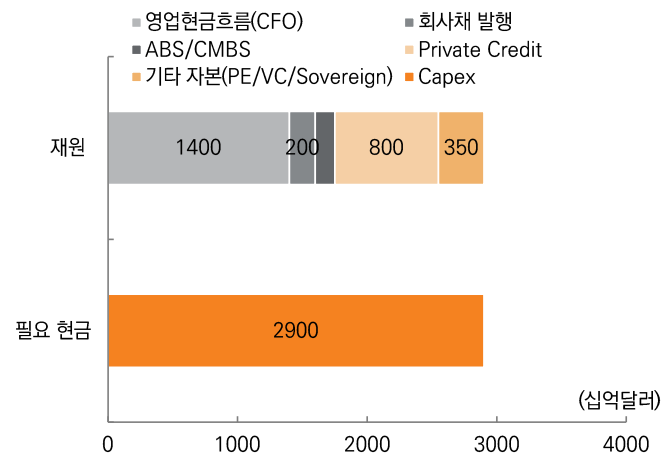
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 발행된 하이퍼스케일러 회사채 Cover Ratio



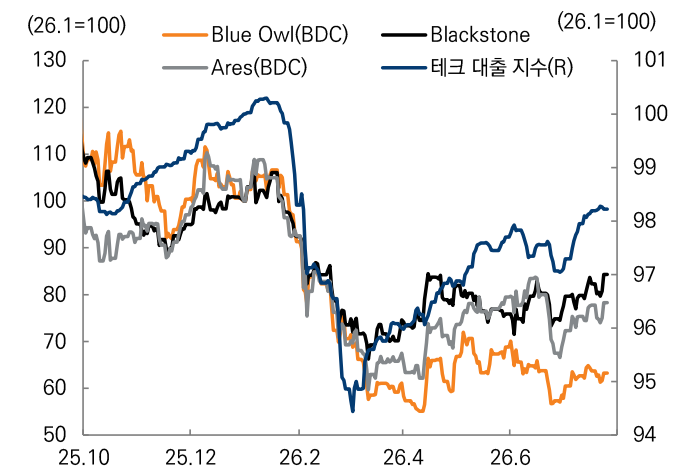
자료: Apollo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 2028년까지의 예상 Capex 자금 조달 구조



자료: Morgan Stanley, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사모 크레딧 기업들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

하이퍼스케일러의 Capex 둔화는 스프레드 축소 요인: 클라우드 수익성 주목

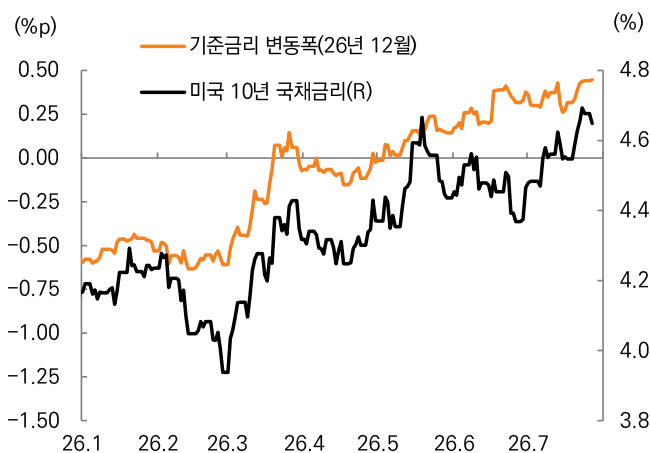
요약하면 시장은 현재 하이퍼스케일러들이 높아지는 자금 조달 부담으로 인해 Capex 강도를 줄이는 경우를 우려하고 있다. 이런 우려가 완화되기 위해서는 자금 조달 비용을 나타내는 CDS와 회사채 스프레드, 사모 크레딧 펀드 환경을 지속적으로 모니터링 해야 한다. 또한 자금 조달 비용에 대한 민감도가 높아진 만큼, 국채 금리 변화도 더욱 중요해졌다. 관련해 7월 FOMC에서 연준의 최근 인플레이션 지표에 대한 평가와 향후 인플레이션 리스크에 대한 코멘트에 주목할 필요가 있다. FOMC 이후 향후 인플레이션, 고용지표와 유가를 자극하는 이란 이슈에도 관심이 요구된다.

단기적으로 안정감을 줄 수 있는 요인은 7/29일과 30일에 발표가 예정된 마이크로소프트, 메타, 아마존의 실적 발표다. 여기서 Capex 가이드스 상황과 더불어 예상보다 높은 잉여현금흐름이 발표되는 경우가 이상적이다. AI 투자 성과를 보여줄수 있는 클라우드 매출 증가율도 물론 중요하다.

한가지 유의미하게 펀딩 부담을 낮출 수 있는 경로는 하이퍼스케일러들이 실제로 Capex 강도를 낮추는 경우다. 하이퍼스케일러 입장에서는 투자 비용 대비 리턴이 부진하다고 판단 시 내릴 수 있는 선택이다. 이와 관련해 향후 실적 발표에서 리턴을 나타내는 클라우드 매출 증가율에 주목해야 한다. 특히, 7/29일 예정된 실적 발표에서 클라우드 사업 진출 의사를 표명한 메타의 방향성에 관심을 둘 필요가 있다. 클라우드 사업 진출은 수익성 증진을 염두에 둔 선택으로 Capex 둔화 우려를 자극했다.

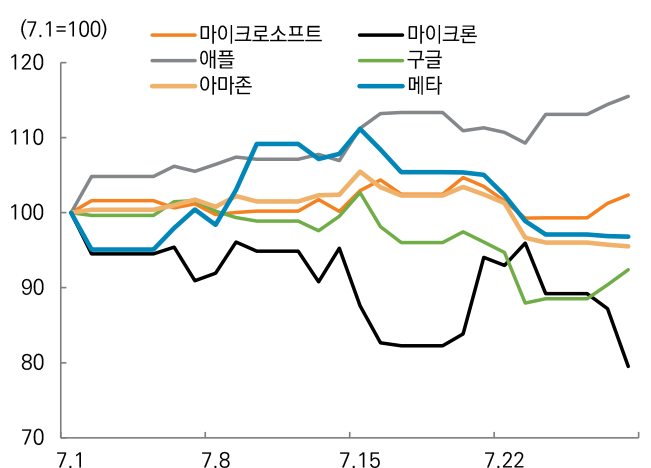
한편, 하이퍼스케일러들이 펀딩 부담으로 Capex 집행에 소극적으로 나선다면 오히려 주가에는 긍정적일 가능성이 높다. 메타의 클라우드 사업 진출 발표 후 메타 주가가 반등했다. Capex 둔화 리스크에 대해 오라클을 제외한 하이퍼스케일러가 헛지 수단이 될 수 있다.

그림 7. 선물 시장에 반영된 연준 금리 인상 확률과 10년 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 메타 클라우드 사업 진출 발표 이후 주요 테크 기업 수익률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.