



## [반도체]

## 초대형 IPO, 유동성의 시험대

## Executive Summary

0의 시선: 초대형 IPO와 채권발행, 주식 유동성의 시험대

1. Anthropic-OpenAI-YMTC 모회사 등 초대형 IPO가 대기하며, 대형 IPO가 연속될수록 기존 상장주로 유입될 한계자금이 분산돼, 실적 개선에도 주가 반응이 둔화
2. Alphabet-Amazon의 회사채부터 Anthropic의 신용라인, SPV-GPU 담보금융까지 AI기업의 조달 범위가 장기 CAPEX에서 운전자본으로 확대되고 있음. 연 7~9% 수준의 AI 채권은 신규 IPO와 직접 경쟁하며 주식에 요구되는 기대수익률과 할인율을 함께 높이는 요인임.
3. 반면 삼성전자-SK하이닉스는 배당 확대와 자사주 매입·소각을 통해 시장의 주식공급을 줄이는 방향으로 움직이고 있어 상대적인 수급과 밸류에이션 매력에 부각.

## 0의시선: 초대형 IPO와 채권 발행, 주식으로 들어올 돈은 줄고 있다

AI 투자 사이클은 이제 기술 경쟁을 넘어 자본시장 소화력 경쟁으로 이동하고 있다. Anthropic과 OpenAI 같은 초대형 IPO가 대기하는 동시에 Alphabet·Amazon·Oracle을 비롯한 하이퍼스케일러와 AI 인프라 기업의 채권 발행도 빠르게 늘어나고 있다. 여기에 은행 신용라인, SPV, 프로젝트 파이낸싱, GPU 담보금융까지 등장하면서 AI 산업은 주식과 채권을 넘어 자본시장 전체의 유동성을 사용하기 시작했다.

이번 사이클의 핵심은 신규 IPO가 기존 주식뿐 아니라 연 7~9%의 수익률을 제공하는 AI 채권과도 투자자금을 놓고 경쟁한다는 점이다. 투자자가 AI 성장에 노출되면서 계약상 이자수익과 주식보다 우선하는 상환순위를 확보할 수 있다면, 높은 밸류에이션으로 등장하는 신규 주식은 그보다 훨씬 높은 기대수익을 증명해야 한다. AI 수요가 견조하더라도 신규 Equity와 Debt 공급이 동시에 물리는 구간에서는 좋은 실적만으로 주가 상승을 설명하기 어려워질 수 있다.

따라서 앞으로의 변곡점은 시장이 어느 정도의 신규 Equity와 Debt를 어떤 가격에 소화할 수 있는지를 시험하는 유동성 스트레스 테스트에 가까우며 AI산업의 선행지표를 IPO 공모가 할인율, 상장 후 수익률, 회사채 발행 프리미엄, 프로젝트 금융의 담보·보증 조건이 될 수 있다.

[IT]  
최보영 연구위원

3771-9724  
20190031@iprovest.com



## 1. IPO 대어는 이제부터, 신규 Equity 공급 확대

지난주 뉴스플로우에서 가장 눈에 띈 변화는 SpaceX 이후에도 초대형 IPO가 연이어 대기하고 있다는 점이다.

우선 Equity 시장에서는 ①Anthropic이 SpaceX에 버금가는 초대형 IPO를 준비하고 있고, ②OpenAI도 중장기 상장을 추진 중이다. ③중국에서는 YMTC의 모회사 CCSH가 상하이 STAR Market에서 약 49억달러 규모의 IPO를 추진하고 있다.

IPO는 단순히 기업이 돈을 조달하는 이벤트에 그치지 않는다. 대형 비상장 기업이 공개시장으로 들어오는 순간 기존 상장주식과 같은 투자자금을 직접 경쟁하는 새로운 Equity 공급이 발생하기 때문이다. SpaceX가 6월 IPO를 통해 약 750억달러를 흡수했던 것처럼 Anthropic과 OpenAI의 상장이 이어질 경우 기존 주식시장으로 유입될 한계자금은 다시 분산될 수 있다.

따라서 향후 대형 IPO는 시장이 어느 정도의 신규 Equity를 추가로 소화할 수 있는지를 시험하는 유동성 이벤트로 보는 것이 타당하다. 특히 IPO가 연속적으로 등장하는 과정에서 기존 상장기업의 밸류에이션과 수급에 어떤 변화가 나타나는지를 주의 깊게 볼 필요가 있다.

[도표 1] 향후 AI 관련기업 IPO 스케줄

| 기업             | 예상 IPO 시점                   | 예상 조달금액              | 상장 예상 시가총액                 | 현재 확인 수준                                                                                                             |
|----------------|-----------------------------|----------------------|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Anthropic      | 2026년 가을,<br>이르면 10월        | \$75bn 이상            | 약 \$2tn 이상 기대              | SpaceX의 \$75bn IPO와 같거나 더 큰 조달을 검토<br>최근 투자자들은 \$2tn 이상 가치도 거론하나<br>회사가 공식 목표 밸류를 확정된 것은 아님.<br>(The Business Times) |
| OpenAI         | 2027년 가능성 우세                | \$60bn 이상            | 최대 약 \$1tn                 | 초기 논의에서 최소 \$60bn 조달 및 최대 \$1tn<br>기업가치가 거론됨. 일정·규모 모두 아직 변동<br>가능성이 큼. (CNA)                                        |
| CCSH /<br>YMTC | 상하이 STAR Market<br>IPO 추진 중 | \$4.9bn<br>(330 억위안) | 최대 약 \$49bn<br>(3,300 억위안) | 최신 상장 신청 기준. 최대 24.3 억주를 신주 발행해<br>생산라인·차세대 NAND R&D 등에 투자할 계획.<br>(Reuters)                                         |

자료: 교보증권 리서치센터



## 2. 회사채도 본게임, AI가 자본시장 전체를 사용하기 시작했다

IPO와 동시에 Debt 시장의 자금 수요도 빠르게 확대되고 있다. 주요 하이퍼스케일러의 채권 발행 규모도 2026년 약 2,500억달러에서 2027년 4,000억달러까지 확대될 것으로 예상된다. 기업 입장에서는 조달원을 다변화하는 과정이지만, 투자자 입장에서는 동일한 AI 성장 테마를 두고 주식과 채권 가운데 어느 쪽을 선택할 것인지 판단해야 하는 상황이다.

Broadcom은 Anthropic 등 AI 고객의 인프라 구축을 위해 600억달러 이상의 선순위 부채 조달을 논의하고 있으며, 후순위까지 포함할 경우 최대 1,000억달러에 이를 가능성이 있다. Alphabet·Amazon도 수백억달러 규모의 회사채를 발행했고, Oracle은 약 400억달러의 Debt·Equity 조달, Anthropic은 100억달러 이상의 신용라인, Nebius는 약 50억달러의 전환사채를 추진하고 있다.

문제는 발행 규모가 커질수록 기업이 더 높은 금리를 제시해야 한다는 점이다. 최근 일부 AI 데이터센터 채권과 인프라 대출은 연 7~9% 수준의 수익률을 제공하고 있다. 통화·만기·신용등급·담보 구조가 서로 달라 직접적인 비교에는 한계가 있지만, 투자자는 AI 성장에 노출되면서도 계약상 현금수익과 Equity보다 우선하는 상환순위를 확보할 수 있다.

이는 AI 주식의 밸류에이션에도 직접적인 영향을 준다. 투자자가 채권에서 연 7~9%의 수익을 기대할 수 있다면, AI 주식은 실적 성장과 밸류에이션 상승을 통해 그보다 충분히 높은 기대수익을 제공해야 한다. 결국 AI 채권 수익률 상승은 기업의 조달비용을 높이는 데 그치지 않고, 기존 상장 기업과 신규 IPO에 적용되는 할인율까지 끌어올린다.

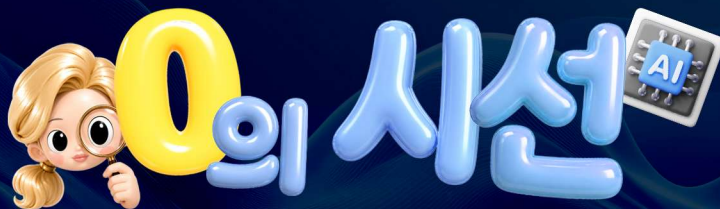


[도표 2] CSP 자금조달 정리

| 구분          | 기업                 | 등급   | 시점                                                    | 규모                         | 의미                                                                                             |
|-------------|--------------------|------|-------------------------------------------------------|----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| IG 회사채      | Alphabet           | AA+  | 2026.08.06 미국 달러채 발행<br>2026.08.19 호주달러채 발행 완료        | 미국채 \$25bn<br>호주채 A\$5.5bn | 달러뿐 아니라 호주달러까지 조달원<br>다변화. AI 투자 확대에 따른<br>현금흐름 부담을 글로벌<br>채권시장으로 분산 (Reuters)                 |
| IG 회사채      | Amazon             | AA0  | 2026.07.07 발행 완료                                      | \$25bn                     | 장기채 스프레드가 미국 국채 대비<br>+120bp로 형성. 최상위 신용등급<br>빅테크에도 발행 물량 증가로 공급<br>프리미엄이 붙기 시작 (Reuters)      |
| Debt+Equity | Oracle             | BBB- | 2026.06.10 계획 발표<br>FY2027 중 순차 조달                    | 약 \$40bn                   | \$95bn의 FY2027 CAPEX에<br>대응하기 위한 조달. 기존에 발표한<br>\$20bn ATM 증자를 포함해 부채와<br>주식을 동시에 활용 (Reuters) |
| Revolver    | Anthropic          |      | 2026.06 비공개 IPO 신청<br>2026.08.18 신용라인 협상 보도<br>상장일 미정 | \$10bn 이상                  | IPO 주관사 선정 앞두고 은행들이<br>대규모 회전신용한도에 참여.<br>상장 전 운영자금 확보와 은행단<br>관계 구축이 동시 진행 (Reuters)          |
| 전환사채        | Nebius             |      | 2026.08.19 발행 발표<br>2026.08.20 \$5bn으로 증액 확정          | \$5bn 옵션 포함<br>\$5.75bn    | \$4.5bn에서 \$5bn으로 증액.<br>즉각적인 보통주 증자 부담을 늦춘<br>조달 방식 (Reuters)                                 |
| 인프라 대출      | CoreWeave          | B+   | 2026.07.30 조건 재조정<br>2026.08.10 대출 종결                 | \$2.6bn                    | SOFR+550bp 조건에 조달. AI<br>계약과 GPU를 기반으로 한 대출<br>에서도 자본비용 상승이 확인 (FT)                            |
| 금융 플랫폼      | Nvidia + 6개<br>금융사 |      | 2026.08.10 MOU<br>체결집행 기간 미공개                         | \$500bn 이상<br>목표           | Apollo·BlackRock 등과 Nvidia<br>장비를 담보로 하는 금융 플랫폼<br>추진. 목표액은 향후 동원하려는<br>누적 자금 규모 (Reuters)     |
| 국채          | 미국 10년             | AA+  |                                                       |                            |                                                                                                |

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 등급 S&amp;P 기준





### 3. 조달의 범위도 장기 CAPEX에서 운전자본으로 확대

Capex에서 시작된 자금 문제는 이제 운전자본으로 확대되고 있다. AI 랙 가격이 높아지면서 서버 업체가 부품을 선매입하고 재고를 유지하기 위해 필요한 운전자본이 급증하고 있기 때문이다.

대만 ODM 업체들은 GPU뿐 아니라 CPU·메모리·네트워크·전력·냉각 부품을 구매한 뒤 서버를 생산한다. DIGITIMES는 일부 대만 전자업체의 대출 수요가 은행권의 기업·산업별 신용 익스포저 한도에 접근하고 있다고 지적했다. 주문을 받을 능력보다 주문을 생산으로 전환하기 위한 금융 여력이 먼저 제한되기 시작한 것이다.

미국에서도 같은 현상이 확인된다. Supermicro는 약 390억달러의 AI 서버 주문을 확보한 가운데 부품 구매와 운전자본을 위해 1월 20억달러 리볼빙 크레딧을 확보했고, 6월에는 다시 최대 70억달러의 주식·주식연계 자금조달에 나섰다. Applied Digital 역시 AI 데이터센터 개발을 위해 최대 5.5억달러의 리볼빙 크레딧과 3억달러 브리지론을 확보했다. 수요가 강할수록 생산에 필요한 운전자본도 함께 커지는 구조다.

병목은 GPU 확보 단계에서도 나타난다. Lambda는 GPU 서버 구매와 설치를 위해 10억달러 규모의 신용시설과 추가 대출을 활용하고 있고, CoreWeave 역시 1,000억달러를 웃도는 수주잔고를 확보했음에도 GPU와 데이터센터 증설을 위해 지속적으로 대규모 외부자금을 조달하고 있다. 결국 AI 공급망의 병목은 GPU·HBM·전력 → 생산설비 → 운전자본·은행신용으로 이동하고 있다. 수요가 부족해서가 아니라 수요가 너무 빠르게 증가하면서, 이를 실제 매출로 전환하기 위한 금융 여력이 실물 성장의 속도를 따라가지 못하기 시작한 것이다.

[도표 3] AI 인프라 확장에 자체 현금흐름이 부족해 외부조달이 필수인 사례

| 기업              | 최근 자금조달                                     | 자금 용도                      |
|-----------------|---------------------------------------------|----------------------------|
| Supermicro      | \$2bn Revolver + \$7bn Equity/Equity-linked | 부품 구매·운전자본·AI 서버 주문 이행     |
| Applied Digital | 최대 \$550mn Revolver + \$300mn Bridge        | 데이터센터 개발 + Working Capital |
| Lambda          | \$1bn Credit Facility + \$926mn Term Loan B | GPU 서버 구매·설치               |
| CoreWeave       | \$8.5bn DDTL 등                              | GPU·AI 클라우드 인프라 확대         |
| Crusoe          | \$750mn Credit Facility                     | AI Factory·AI Cloud 증설     |

자료: 교보증권 리서치센터



#### 4.한국 반도체, 현금을 쌓는 단계를 넘어 주주환원

지난주 국내 메모리 업체의 주주환원 발표는 현재 반도체 업황의 강한 현금창출력을 가장 직접적으로 보여준 이벤트였다. SK하이닉스는 약 40조원 규모의 자사주를 매입·소각하고, 2025~2027년 누적 FCF의 50% 이상을 주주에게 환원, 추가적인 정책을 제시하였다.

삼성전자는 한 단계 더 구체적인 숫자를 제시했다. 회사가 공식적으로 밝힌 2026년 잔여 주주환원 재원은 약 90~110조원이며, 3분기에 정규배당을 포함해 약 30조원의 현금배당을 시행할 계획이다. 나머지 재원은 2027년 1월 이사회에서 현금배당과 자사주 매입·소각을 종합해 결정한다.

**한국 반도체 기업은 글로벌 AI 기업과 정반대의 자본정책을 선택하고 있다.** 미국 AI 기업들이 투자 확대를 위해 신규 주식과 부채를 시장에 공급하는 동안 삼성전자와 SK하이닉스는 자사주 매입·소각과 배당 확대를 통해 시장에 유통되는 주식을 줄이고 있다. AI 산업의 펀더멘털이 유지된다는 전제에서, 자금을 흡수하는 기업보다 현금을 창출해 주주에게 돌려주는 기업의 상대적인 수급 매력 이 높아질 수 있는 구간이다.

[도표 4] SK 하이닉스, 삼성전자 주주 환원 정책

|       | 삼성전자                       | SK 하이닉스                                    |
|-------|----------------------------|--------------------------------------------|
| 환원 규모 | 90~110 조원                  | 40 조원+α                                    |
| 주요 방식 | 현금 배당 중심                   | 자사주 매입 후 소각                                |
| 환원 재원 | FCF 50%                    | FCF 50% 이상                                 |
| 단기 계획 | 3Q 정규 배당 포함<br>30 조원 현금 배당 | 3 개월 내 40 조원<br>자사주 매입, 소각.<br>추가 환원 방식 예정 |

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 환원 규모는 2026년 기준

[도표 5] SK 하이닉스 주주 환원 정책 이후 주가 흐름



자료: 교보증권 리서치센터



## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2026.06.30

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 94.7%   | 4.6%            | 0.7%     | 0.0%     |

### 【 업종 투자 의견 】

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### 【 기업 투자기간 및 투자등급 】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하