

ESG

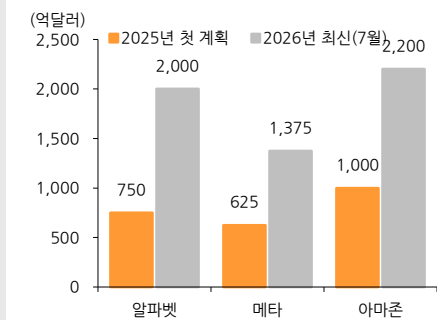
데이터센터 멈춘 건 허가, 커진 건 투자

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 3772-7406

[주요 데이터 및 차트]

빅테크 설비투자 가이드선스

→ 2025년 첫 계획의 2.2~2.7배



자료: 각 사 실적 발표, 한화투자증권 리서치센터

주가와 수요 지표 → 주가는 급락, 공실은 1%대

구분	값
20% 넘게 하락: 공급망 13곳	8곳
20% 넘게 하락: 상장 보통주	6%
북미 공실률(상반기)	1.4%
공사 중 물량 선임대	80% 초과

주: 수익률 10월 2일 → 19일 증가. 공실률 선임대는 북미 8개 시장, 2026년 상반기

자료: 퀀티와이즈, CBRE, 한화투자증권 리서치센터

지난주 시장의 질문은 AI 데이터센터 투자가 꺾이느냐였습니다. 10월 2~19일 국내 데이터센터 공급망 13곳 가운데 8곳이 20% 넘게 빠졌습니다. 그러나 텍사스 허가 중단과 올해 2,600억달러가 넘는 사업 취소만으로는 수요가 꺾였다고 볼 근거가 없습니다. 북미 공사 중 물량은 상반기 2024년 고점을 넘었고, 빅테크는 투자 계획을 15번 올렸습니다. 변한 것은 돈을 빌려 짓는 회사의 조달 비용입니다(코어위브 회사 채 금리 10월 15일 한때 16%). 그래서 공급망은 확인되는 순서로 나눠 봐야 합니다. 메모리·SSD는 실적, 전력기기·냉각은 수주, 현장 발전은 발주처 신용으로 확인합니다. 첫 확인은 10월 22일 메타, 28~30일 반도체·빅테크 실적입니다.

취소는 수요 위축을 단정하기는 이름

멈추는 것은 주로 착공 전 물량. 북미 공사 중 7,481MW(상반기)의 80% 넘게 임차인 확정. 취소·보류 10건 중 6건은 임차인 교체·이전·다른 부지 투자로 이어짐(사례 수 기준)[그림1~3, 표1]

투자 계획 15번 상향, 금액과 물량은 구분

2025년 1월~2026년 7월 상향 15번, 하향은 회계 분류 변경 1번. 상향에 메모리 값 포함. 10월 말 실적에서 금액·물량 집행 시점 확인[그림4]

확인 순서는 메모리, 전력기기·냉각, 현장 발전

투자비의 55~70%가 반도체·컴퓨터, 발전은 5~6%. 메모리·SSD는 실적, 전력기기·냉각은 수주잔고, 현장 발전은 2027~28년 인도와 발주처 신용으로 확인[그림5·6, 표2, 그림9]

허가의 쟁점은 물과 온실가스 배출

구글 물 소비 1년 새 34% 증가, MS 온실가스 배출 전년보다 26.5% 증가. 허가 시 냉각 방식과 전력·용수 확보 여부를 함께 살펴야 함

남은 선택은 두 반도체 밖에서 무엇을 더할지

공급망 시총의 87%가 두 반도체. 계획이 발주로 이어지면 메모리·SSD, 전력기기·냉각 순으로 근거 확인, 꺾이면 현장 발전부터 축소



1. 허가는 막혀도 투자는 증가

공급망 13곳 중
8곳이 20% 넘게 하락

10월 2일부터 19일까지 국내 데이터센터 공급망 13곳 가운데 8곳이 20% 넘게 빠졌다. 9거래일 내내 거래된 상장 보통주 2,428곳 중 20% 넘게 빠진 곳은 154곳(6%)이다. 13곳의 절반은 21% 넘게 빠져, 상장 보통주(절반이 3.9% 넘게)의 다섯 배를 넘었다. 메모리(-25.8%)와 전력기기(-22.3%)가 가장 많이 빠졌고, 냉각은 -21.1%, 현장 발전은 -18.9%였다. 13곳 가운데 오른 곳은 백업 배터리 두 곳뿐이다(삼성SDI +11.9%, LG에너지솔루션 +16.5%)[그림6]. 다만 13곳 가운데 7곳은 아직 연초보다 20% 넘게 올라 있다(10/19 기준). 연초 이후 많이 오른 메모리가 가장 크게 되돌렸고, 현장 발전 세 곳 중 두 곳(두산에너지빌리티·HD현대중공업)은 연초보다 낮은 자리에서 더 빠졌다.

텍사스,
대기·용수 허가 중단

텍사스 주지사는 9월 21일 환경품질위원회(TCEQ)에 데이터센터 허가 발급을 멈추라고 지시했다. TCEQ는 데이터센터를 직접 받치는 시설의 대기·용수 허가를 멈췄다(Troutman). 신청 접수심사는 이어졌으나 TCEQ는 「데이터센터 관련 허가를 발급하지 않았다」고 밝혔다(10/19). 중단은 전력망 운영기관(ERCOT)과 수자원개발위원회의 감사가 끝날 때까지이며, 주지사의 권한을 두고는 법률가들 사이에 이견이 있다. ERCOT은 이미 8월에 75MW 이상 데이터센터·채굴 시설의 가동 승인을 보류했다(텍사스 공공요금위원회는 8월 20일 일부 예외를 승인). TCEQ의 대기·용수 허가는 착공 전에 받는 절차라, 이 중단으로 먼저 멈추는 것은 아직 짓지 않은 물량이다. ERCOT의 보류는 다 지은 시설의 가동을 늦춘다.

최소 2,600억달러,
공사 중 물량 사상 최대

올해 지역 반대 끝에 취소된 미국 데이터센터 투자는 최소 2,600억달러다(Heatmap 집계, 텍사스·뉴욕의 주 단위 중단은 제외). 3분기에만 약 1,300억달러로 지난해 한 해보다 많다. 공사 중인 물량은 오히려 사상 최대다. 북미 주요 8개 시장의 공사 중 물량은 2026년 상반기 7,481MW로 2024년 고점을 넘었고(CBRE), 그 가운데 80% 넘게 임차인이 이미 정해졌다. 다만 이 수치는 상반기 기준이다. 3분기 취소와 9월 허가 중단의 영향은 하반기 자료와 10월 말 실적에서 확인될 것이다.

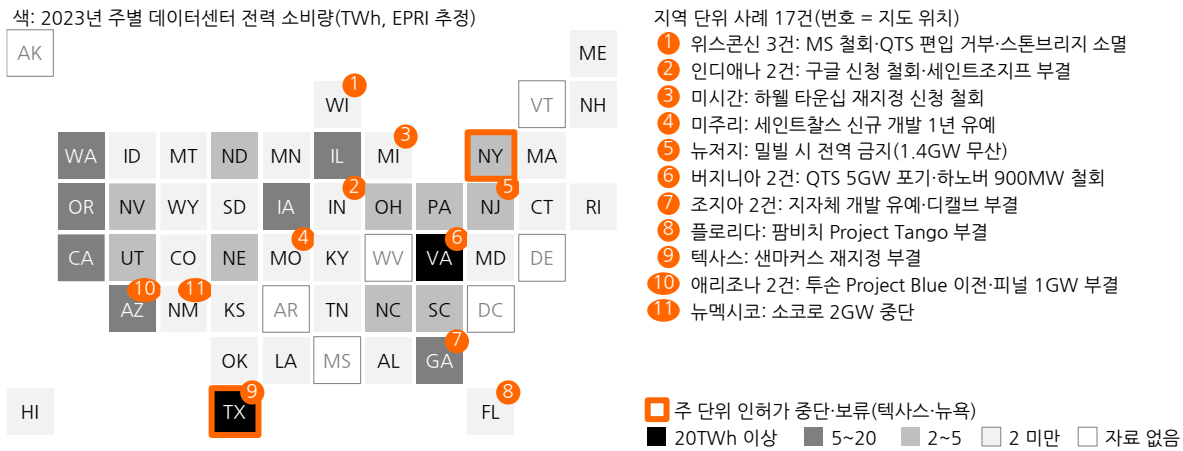
최소 10건 중
6건은 다른 곳에서

2023년 이후 국내외 주요 취소·보류 10건을 추적해보았다. 6건은 다른 임차인이 물량을 받거나 같은 회사가 다른 부지에서 투자를 이어 갔다. 같은 사업이 근처 부지로 옮긴 것이 2건(투손·안양), 임차인이 바뀐 것이 2건(MS 2GW·애빌린), 같은 회사가 다른 부지에서 투자를 이어 간 것이 2건(MS 위스콘신·QTS)이다. 이는 사례 수이며, 취소된 용량이 그만큼 대체됐다는 뜻은 아니다. 이 10건에서 취소는 대개 수요를 없애지 않고, 투자
의 자리와 시점을 바꿨다[표1].

최소 절반 넘게
소비 적은 주에서

지역의 반대는 데이터센터 전력 소비가 적던 주에서 많았다. 2025~2026년 미국의 지역 단위 취소·보류 17건(모라토리엄 포함) 가운데 9건이 2023년 데이터센터 전력 소비가 2TWh에 못 미치는 주(위스콘신·인디애나·미시간·뉴멕시코 등)에서 나왔다(EPRI 추정). 집적지는 사정이 다르다. 텍사스와 뉴욕은 주 정부가 허가를 멈췄고(뉴욕은 7월 50MW 이상 인허가 보류), 버지니아는 전력 연결 대기가 더 큰 변수다[그림1].

[그림1] 미국 데이터센터 전력 소비와 지역 단위 취소 → 17 건 중 9 건은 소비 2TWh 미만 주에서



자료: EPRI, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 주요 데이터센터 취소·보류 10 건의 규모와 그 뒤 → 6 건은 다른 임차인·부지에서 투자 이어 감

취소·보류(시점)	규모	이후	비고
MS 미국유럽 임차 철회(2025.2~3)	2GW 이상	구글·메타가 반응(TD Cowen 분석). MS는 네오클라우드 임차로 전환	임차인 교체
MS 위스콘신 칼레도니아 철회(2025.10)	244 에이커	같은 주 마운트플레전트 캠퍼스에 40억달러 추가 투자	다른 부지 투자
오라클 오픈 AI 애빌린 확장 중단(2026.3, 오라클 반박)	600MW	MS가 약 700MW 임차 합의(Bloomberg), 오픈 AI 뒀은 다른 부지로	임차인 교체*
아마존 연계 투손 Project Blue 시 편입 무산(2025.8)	290 에이커	같은 광역권 피마카운티에서 승인(소송 남음)	인근 이전
QTS 버지니아 사업 포기(2026.7)	5GW·247억달러	QTS(블랙스톤 소유)가 텍사스-펜실베이니아-아이다호 캠퍼스에서 착공·계획	다른 부지 투자
안양 호계동 데이터센터 철회(2023)	미공개	서울 가산동 30MW로 옮겨 착공	인근 이전
MS 오하이오 리킹카운티 보류(2025.4)	10억달러	땅은 보유, 재개 여부 미확인	보류
구글 인디애나폴리스 철회(2025.9)	468 에이커	대체 부지 미발표	미확인
김해 데이터센터 포기(2023)	공사비 1,800억원	공사비가 880억원에서 불어나 포기, 대체 사업 없음	취소
오라클 오픈 AI 미시간 세일린(2025.12)	약 1GW·100억달러	블루아울 이탈(Reuters, 당사자 부인), 블랙스톤이 대체 출자 협상	자금원 교체 협상

주: 당사가 고른 공개 사례. 규모는 회사 발표·언론 기준(공개된 용량·투자액·부지). *애빌린 MS 임차는 당사자 미확인(빠면 5건)

자료: 각 회사 발표, Bloomberg, Data Center Watch, 한화투자증권 리서치센터

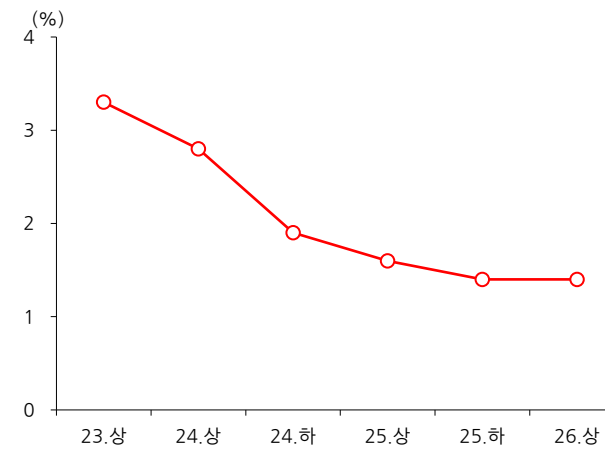
공실률 1.4%, 사상 최저권

빈 데이터센터도 거의 없다. 북미 데이터센터 공실률은 2023년 상반기 3.3%에서 2026년 상반기 1.4%로 내려왔다(CBRE)[그림2].

연결 신청 70~80%는 미실현 추정, 전력 불은 땅은 귀해

반면 전력 연결 신청에는 허수가 많다. 신청의 70~80%는 지어지지 않을 것이라는 추정이 많고(우드매켄자·IEA 등), 우드매켄지는 미국 1,066GW 가운데 28%만 실현된다고 봤다. 중복 신청과 되팔 목적의 신청이 섞여 있다. 물량이 부풀려 있으니 그 안의 취소도 실제 공급 감소보다 크게 보인다. 반대로 전력이 불은 땅은 귀해졌다. 2026년 상반기 미국 데이터센터용 토지 매입은 약 60억달러로 1년 전보다 79% 늘었다. 북버지니아에서 전력이 불은 땅은 에이커당 600만달러 이상으로, 전력 없는 인허가 부지보다 약 50% 비싸다(Avison Young·TechTarget, 기반시설 차이 포함)[그림3].

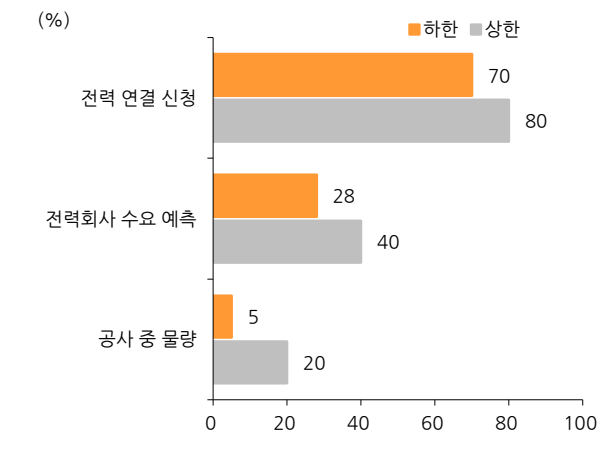
[그림2] 북미 데이터센터 공실률 → 사상 최저권 1%대에 머물



주: 북미 8개 시장

자료: CBRE, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 단계별 허수·미확정 비중



자료: 우드매켄지, IEA, CBRE, JLL, 한화투자증권 리서치센터

상향 15번,
하향은 회계 변경뿐

같은 기간 빅테크는 투자를 늘렸다. 알파벳·메타·아마존·MS·오라클 다섯 곳은 2025년 1월부터 2026년 7월까지 설비투자 계획(가이드)을 15번 올렸다(알파벳 4·메타 5·아마존 3·MS 1·오라클 2). 내려간 한 번은 MS가 리스 회계 분류를 바꾼 탓이고, 이를 빼면 계획은 그대로였다(회사 설명). 취소 뉴스가 몰린 2025년 1·3분기와 2026년 1분기 뒤에도 모두 올리거나 유지했다. 다만 2026년 상향에는 메모리 값이 오른 몫이 섞여 있어, 메모리 값이 꺾이면 상향 폭도 준다(2절).

엔비디아 전망,
2027년 1.3조달러

엔비디아는 상위 5개 클라우드 기업의 설비투자가 2026년 약 8,000억달러에서 2027년 1.3조달러로 늘 것으로 봤다(8월 26일 실적 발표). 젠슨 황 CEO는 1GW 데이터센터 건설비가 5년 전 약 300억달러에서 지금은 600억달러로 늘었다고 말했다[그림4].

[그림4] 회사 원문으로 본 투자 계획 → 메타 하단 상향, MS FY27 증가, 상위 5개 클라우드 2027년 1.3조달러

메타 2분기 실적 보도자료 2026.7.29	We anticipate 2026 capital expenditures, including principal payments on finance leases, to be in the range of \$130-145 billion, narrowed from our prior outlook of \$125-145 billion.
마이크로소프트 FY26 4분기 실적 발표 2026.7.29	And we expect FY27 capital expenditures will grow year-over-year given demand signals across our portfolio.
엔비디아 FY27 2분기 실적 발표 2026.8.26	industry backlog now greater than \$2 trillion. CapEx by the top-five hyperscalers is expected to reach nearly \$800 billion in 2026 and \$1.3 trillion in 2027.

주: 주황 테두리가 해당 문장. 메타는 2026년 범위를 1,250억~1,450억달러에서 1,300억~1,450억달러로 좁힘(하단 상향)

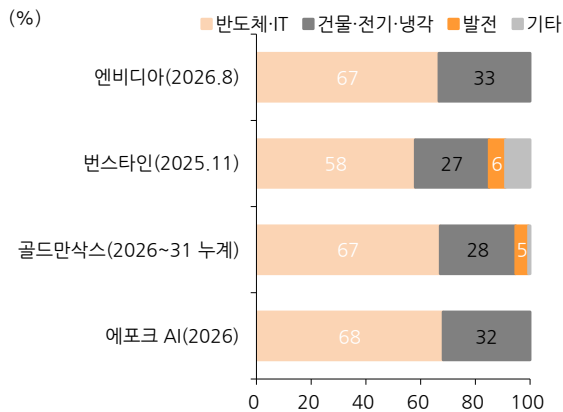
자료: 메타 2분기 실적 보도자료, 마이크로소프트 FY26 4분기·엔비디아 FY27 2분기 실적 발표, 한화투자증권 리서치센터

2. 병목은 돈을 메모리로 보냄

병목은 셋, 하는 일이 다르다	병목은 <u>전력·메모리·허가</u> 셋이다. 전력은 데이터센터 가동을 늦추고, 메모리는 투자 금액을 키우며, 허가 지연은 착공 시점과 입지를 바꾼다. 전력의 무게는 숫자로 알 수 있다. 버지니아 도미니언은 2025년 데이터센터 744MW를 연결했지만, 계약 단계에서 연결을 기다리는 물량은 2025년 말 48GW가 넘었다(도미니언 연차보고서).
투자비의 55~70%는 반도체·컴퓨터	업계자료에 따르면, 데이터센터 투자비의 55~70%는 반도체·컴퓨터 장비로 간다. 황 CEO는 엔비디아 차세대 칩 베라 루빈 기준으로 1GW 건설비 600억달러 가운데 자사 매출 기회를 400억달러(67%)로 봤다. 파는 쪽이 본 매출 기회라 비용 추정과 범위가 다르다. 번스타인(GB200 기준)은 컴퓨터 장비에 58%를, 골드만삭스(2026~2031년 누계 7.6조달러)는 칩·컴퓨터에 약 67%를 배정했다. 두 추정에서 발전 뒀은 5~6%대[그림5].
전력이 모자라도 칩 뒀은 커져	전력이 모자라면 데이터센터는 같은 전력으로 더 많이 계산하는 쪽을 고른다. 전력이 병목인 가운데서도 1GW당 반도체 뒀은 세대마다 커졌다. 엔비디아의 GW당 매출 기회는 호퍼 180억달러, 블랙웰 250억달러, 베라 루빈 400억달러다. 사티아 나델라 MS CEO는 핵심 지표를 「와트당·달러당 토큰」으로 바꿨다.
메모리 값이 투자 금액을 키움	2026년 들어 MS·아마존·메타는 설비투자 계획을 올린 이유로 메모리 등 부품 가격을 들었다. 엔비디아는 한 분기 사이 공급 약정이 1,190억달러에서 2,790억달러로 늘어난 이유를 「주로 메모리」라고 밝혔다. 삼성전자는 2027년 메모리 공급 계약이 올해보다 더 심해진다고 봤다(The Register). <u>메모리 값이 오를수록 같은 데이터센터에 드는 돈이 커진다.</u>
확인 실적이 빠른 순서로	병목이 옮기는 지출을 확인 수단이 실적에 가까운 순서로 늘어놓으면 메모리, 기업용 SSD, 건물 안 전력 장비와 송변전, 백업 배터리, 액체냉각, 전력을 확보한 부지와 현장 발전이다. 앞쪽은 실적과 공시로 금액이 확인됐다. 뒤로 갈수록 계약은 있어도 인도는 2027~28년이다. 유틸리티는 투자 금액이 확실하지만 규모가 작다. 미국 투자자소유 유틸리티의 2025년 설비투자 전체(약 2,080억달러)는 상위 5개 클라우드 기업 2026년 투자 전망의 4분의 1 수준이다(2025년 실적 대 2026년 전망)[표2].
우리나라 공급망도 메모리부터 확인	국내 공급망에서도 금액이 확인되는 순서는 같다. 그런데 10월 급락에서는 실적으로 가장 먼저 확인되는 메모리 묶음의 낙폭이 가장 컸다[그림6]. SK하이닉스는 약 10개 고객과 대개 5년짜리 장기공급계약 협상을 마쳤다고 밝혔다(2분기 실적 발표). 삼성SDI는 AI 데이터센터용 무정전전원장치(UPS)와 서버 랙 백업 배터리(BBU) 매출이 올해 각각 70% 넘게 늘 것으로 봤다(테일러앤). LG전자는 600kW급 냉각수 분배장치(CDU)로 엔비디아의 최종 품질 인증을 받았다(회사 발표).
현장 발전은 2027~28년 인도	전력망 연결을 기다리기 어려운 빅테크는 부지 안 자체 발전(현장 발전)을 늘리고 있다. 미국 데이터센터 현장 발전의 발표 용량은 130GW가 넘고, 80% 넘게 가스다. 방식별로는 대형 가스터빈(복합 포함)이 41.4GW로 가장 많다(라보뱅크). 그러나 2030년까지 실

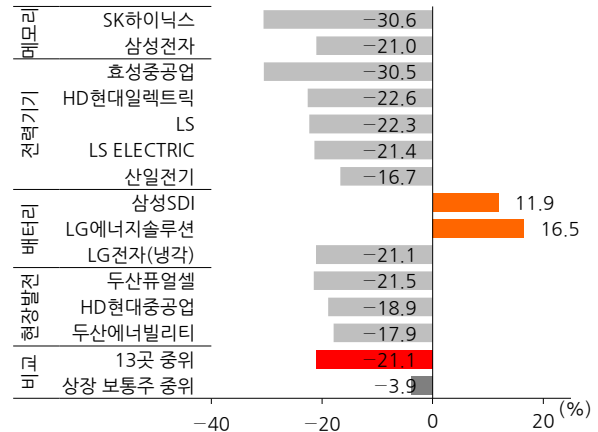
제로 지어질 양은 장비를 빨리 받을 수 있는 가스 왕복엔진이 7.1GW로 가장 많을 전망이다. 지금 가동 중인 것은 클린뷰가 추적한 약 90GW 가운데 약 2GW다. 국내에서는 두산에너지빌리티(미국 가스터빈 2건), HD현대중공업(미국 엔진발전기 2건, 1조5,831억원), 두산퓨얼셀(미국 연료전지 2건, 8,236억원)의 계약이 공시로 확인된다. 두산퓨얼셀은 두 공시 모두 용도에 데이터센터를 적었다. 두산에너지빌리티는 10월 6일 xAI용 첫 출하식에서 발주처를 처음 밝혔다(MTN). 인도는 2027~28년에 몰려 있다.

[그림5] 데이터센터 투자비 구성 → 반도체·IT 55~70%



주: 엔비디아는 판매자 추정, 골드만삭스는 2026~2031년 누계.
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 공급망 13곳의 10월 수익률



주: 10월 2일 → 19일, 일별 등락을 누적. 묶음은 공급망 위치(위에서부터 실적 반영이 빠른 순).
자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 병목이 옳기는 지출과 한국 공급망 → 메모리·SSD는 실적으로 확인, 현장 발전은 2027~28년 인도

병목	투자가 향하는 곳	주요 수차-전망	한국 공급망(공사·R)
메모리 부족	HBM·서버 D램	엔비디아 공급 약정 1,190억 → 2,790억달러(주로 메모리)	SK하이닉스, 삼성전자
추론 확대	기업용 SSD(eSSD)	SK하이닉스 eSSD 매출 전 분기 대비 2배(2026년 2분기)	SK하이닉스(솔리다임), 삼성전자
계통 연결-건물 전력	변압기-배전-무정전전원장치(UPS)	버티브 수주잔고 150억달러(+109%, 2025년 4분기)	HD현대일렉트릭, 효성중공업, LS ELECTRIC, LS(LS전선), 산일전기
정전-부하 급변	UPS·서버 랙 백업 배터리(BBU), ESS	삼성SDI UPS-BBU 용 매출 2026년 각 70% 넘게 성장 전망(대일리안)	삼성SDI, LG에너지솔루션
물·칩 발열	직접 칩 액체냉각(냉각수 분배장치 CDU)	AI 칩 액체냉각 비중 약 33% → 53%(2025 → 2026)	LG전자, 삼성전자(플렉트)
허가·연결 대기	전력 확보 부지-현장 발전(부지 안 자체 발전)	미국 현장 발전 발표 130GW 넘게(라보뱅크), 추적 90GW 중 가동 약 2GW(클린뷰)	두산에너지빌리티, HD현대중공업, 두산퓨얼셀

자료: 각 사, 트렌드포스, 라보뱅크, DART, 한화투자증권 리서치센터

3. 허가의 쟁점은 물과 온실가스 배출량

미국 직접 사용 6,600만㎥,
발전용은 12배

물 사용량부터 보자. 미국 데이터센터가 2023년 냉각 등에 직접 쓴 물은 약 6,600만㎥다. 데이터센터가 쓰는 전기를 만드는 데 든 물은 약 8억㎥로 그 12배다(LBNL). 물 부담의 큰 몫은 발전소에 있다.

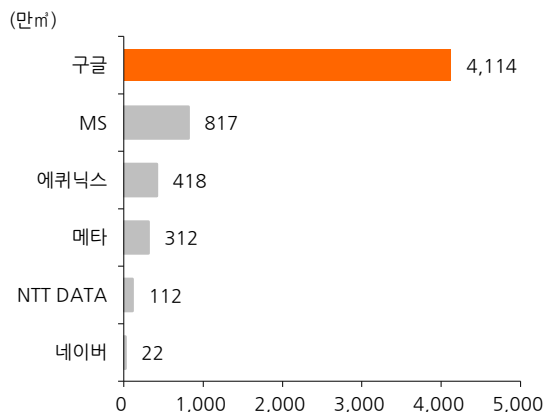
텍사스도
물 사용부터 점검

텍사스 주지사는 허가 중단에 앞서 9월 14일 수자원개발위원회에 데이터센터의 용수 사용량을 보고받으라고 지시했다(Troutman). 물은 이미 부결 사유가 되고 있다. 텍사스 샌마커스 시의회는 물 사용이 쟁점이 된 데이터센터 부지 재지정을 부결했다(2026년 2월, Spectrum News). Bloomberg 분석에 따르면 2022년 이후 미국에서 새로 짓거나 짓고 있는 데이터센터의 3분의 2가 물 스트레스가 높은 지역에 있다.

구글 물 34% 증가,
MS 배출 26.5% 증가

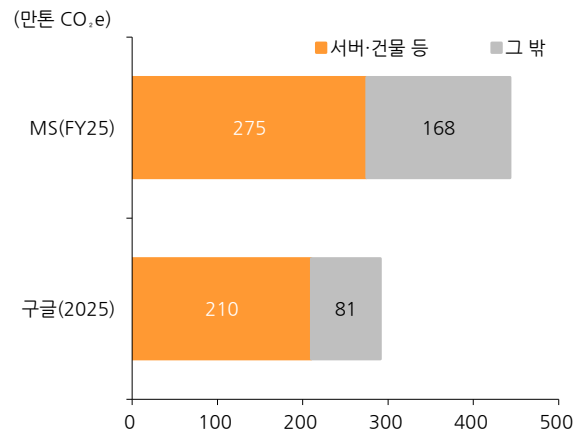
구글의 2025년 전 세계 물 소비(취수에서 배출을 뺀 양)는 108억6,900만 갤런(약 4,114만㎥)으로 1년 새 34% 늘었고, 97%가 데이터센터에서 나왔다. MS의 2025회계연도 총배출은 2,112만톤으로 전년보다 26.5% 늘었다. 늘어난 443만톤 가운데 275만톤(62%)은 서버·건물 같은 자본재에서 나왔다[그림7·8].

[그림7] 회사별 물 소비량 → 구글이 1년 새 34% 증가



주: 소비 = 취수 - 배출. 기준연도 범위가 회사마다 다름
자료: 각 사 환경보고서, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 빅테크 배출 증가분 → MS 증가분 62%가 서버·건물



주: 전년 대비 증가분. MS는 FY25, GHG 프로토콜 기준
자료: MS, 구글 환경보고서, 한화투자증권 리서치센터

물을 아끼면
전기를 더 쓴다

해법은 냉각 방식을 바꾸는 것이다. 물을 쓰지 않는 건식 냉각은 물 사용을 약 95% 줄이지만, 전력은 20~40% 더 쓴다(Baringa). 칩을 직접 식히는 액체냉각은 랙의 열을 더 많이 빼낸다. 다만 물을 얼마나 아끼는지는 건물 밖으로 열을 버리는 방식(증발식인지 건식인지)에 달려 있다. AI 칩 가운데 액체냉각 비중은 2025년 약 33%에서 2026년 약 53%로 높아질 전망이다(트렌드포스). 허가가 까다로워질수록 냉각 장비와, 전력·용수를 이미 확보한 부지의 가치가 함께 오른다.

4. 틀릴 수 있는 곳은 돈 낼 주체

위험은 수요보다 돈 낼 주체	반대 근거도 있다. 베인은 2030년 AI 매출이 투자를 감당하려면 연 2조달러가 필요한 데 8,000억달러가 모자랄 것으로 봤다(2025년 9월). MS의 2GW 철회와 애빌린 확장 중단에는 오픈AI의 수요 변경이 섞여 있다. <u>수요 지표는 꺾이지 않았지만, 그 수요가 소수 AI 연구소에 몰려 있다.</u> 이들이 자금을 조달하지 못하면 취소는 수요 둔화의 신호로 바뀐다.
사모펀드·사모신용이 돈을 낸다	돈을 대는 쪽도 달라졌다. 빅테크가 사모펀드와 합작해 장부 밖에서 데이터센터를 짓는 일이 늘었다. 메타의 루이지애나 하이퍼리온은 블루아울 계열이 80%를 가진 합작사가 짓고 있고, 이 합작사가 273억달러의 채권을 냈다(메타 10-Q, IFR). 모건스탠리는 2028년까지 세계 데이터센터 투자 가운데 외부에서 조달해야 할 1.5조달러 중 약 8,000억달러를 사모신용이 메울 것으로 봤다(2025년 7월). 표1의 QTS(블랙스톤)와 세일린(블루아울 이탈 보도 뒤 블랙스톤과 협상)도 사모펀드 자금이다.
사모신용은 간간해지고, 자산 매입은 이어짐	데이터센터에 돈을 대는 운용사에도 유동성 압박이 나타났다. 블루아울은 사모신용 펀드 두 곳의 분기 환매 한도를 세 분기 연속 발행 주식의 5%로 제한했다. 기술 대출 펀드(OTIC)에는 발행 주식의 39%에 해당하는 환매 요청이 몰렸고, 회사는 배경으로 AI가 소프트웨어 기업의 대출 상환 능력을 악화할 수 있다는 우려를 들었다. 환매 요청은 데이터센터에도 돈을 대는 사모신용 시장의 유동성을 보여 주는 지표다. 개발 현장에서는 인허가 지연이 계약 위험으로 이어졌다. 오라클은 뉴멕시코 데이터센터의 가스관 인허가가 두 번 거부되자, 2028년 가동이 늦어질 때에 대비해 개발사 스택(블루아울 계열)에 불가항력을 통지했다(Bloomberg). 오라클은 사업이 예정대로 진행된다고 밝혔다. 대규모 인수는 이어지고 있다. KKR·싱텔은 아시아 데이터센터 회사 STT GDC의 남은 지분 82%를 약 50억달러에 사기로 했다(2026년 2월).
채권 시장은 먼저 반응	그 위험은 채권 가격에도 나타났다. 빅테크 회사채의 가산금리는 연초보다 약 0.30%p(30bp) 확대됐고, 투자등급 회사채 전체는 2bp 확대되는 데 그쳤다(J.P.모건자산운용, 8월). 오라클은 신용등급이 BBB-로 내려갔고(7월 9일, S&P), 5년 신용부도스와프(CDS) 가산금리가 10월 15일 288bp로 사상 최고였다(S&P Global MI). AI 클라우드 임대 회사 코어위브는 2031년 10월 만기 회사채 금리가 10월 15일 한때 16%를 넘었고, CDS 가산금리도 1,000bp를 넘어 사상 최고였다. 가산금리가 가장 크게 벌어진 곳은 AA급 빅테크보다 신용이 낮은 임차인과 이들에게 돈을 낸 쪽이다. 국내 공급망에서는 인도가 가장 늦은 현장 발전(2027~28년)이 이 조달 위험에 가장 오래 노출된다. 같은 공급망이라도 최종 고객의 신용에 따라 위험이 다르다. 두산에너지빌리티 가스터빈의 발주처는 신생 AI 회사 xAI다.
실적이 정할 확인 순서	취소 뉴스 한 건을 수요가 꺾인 증거로 읽어서는 안 된다는 생각이다. 판단은 10월 22일 메타, 28~29일 SK하이닉스·삼성전자와 알파벳·MS, 30일 아마존의 실적에서 정해질 것이다. 올해 취소액이 가장 컸던 3분기(약 1,300억달러) 뒤에 나오는 첫 실적이다. 앞선 세 번은 모두 올리거나 유지했다(1절). 볼 숫자는 셋이다. <u>투자 계획이 유지되는지, 상향 이유가 메모리 값인지 구매 물량인지, 집행 시점이 밀리는지다.</u> <u>계획이 유지되면</u>

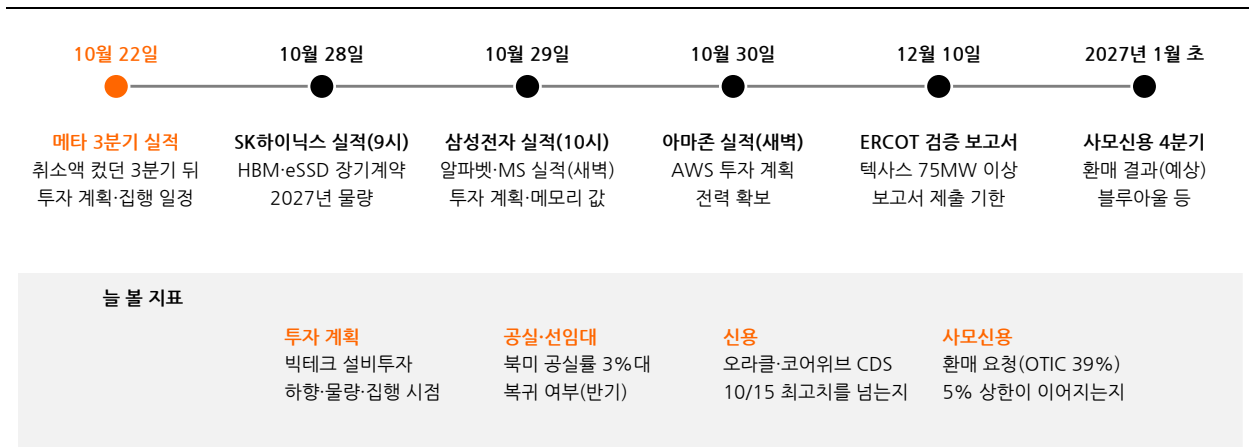
실적으로 먼저 확인되는 메모리·SSD, 이어 수주잔고가 매출로 바뀌는 전력기기·냉각 순으로 낙폭을 되돌릴 근거가 생긴다. 계획이 내려가거나 공실률이 2023년 수준(3%대)으로 돌아가면, 비중을 줄일 순서는 인도가 가장 늦은 현장 발전부터다[그림9].

비중은
두 종목에서 출발

비중을 정할 때는 노출이 이미 크다는 점에서 출발해야 한다. 국내 데이터센터 공급망 13곳의 시가총액 가운데 87%가 삼성전자·SK하이닉스이고, 두 종목은 유가증권시장 보통주 시가총액의 48%다(10/19 종가). 그래서 공급망을 시가총액대로 담으면 사실상 벤치마크 대비 두 종목의 비중을 정하는 일이 된다. 전력기기·냉각·발전은 골라 담는 결정은 이와 다르다. 두 회사 이익에서 데이터센터 몫은 일부라, 이 결정은 메모리 업황 전체에 거는 일이기도 하다. 위험은 수요보다 돈을 낼 주체에 있다.

공실률과 주요 빅테크·임차인의 신용 가산금리, 사모신용 펀드의 환매 동향을 함께 점검한다. 장기 보유 판단에는 계약 기간과 이행 가능성을 고려해야 한다. 북미 공사 중 물량의 80% 넘게 임차인이 정해졌고, SK하이닉스는 약 10개 고객과 대개 5년짜리 장기 공급계약 협상을 마쳤으며, 미국 대형 부하 요금제의 계약 기간은 10~15년으로 길어졌다(LBNL). 물·배출 공사가 간간해질수록 냉각 전환과 저탄소 전력 조달이 늦은 기업은 허가 위험을 함께 진다.

[그림9] 주요 일정 및 지표 → 3분기 취소 뒤 첫 실적은 10월 22~30일, 계획·물량·집행 시점 확인



주: 한국 시간. 알파벳·MS는 현지 28일, 아마존은 현지 29일 장 마감 뒤. 2027년 1월은 분기 환매 일정에 따른 예상. ERCOT 12월 10일은 보고서 제출 기한(보류 해제일 아님)
자료: DART, 각 사 IR, ERCOT, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 10월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 이 자료는 특정 종목의 매수·매도를 권유하지 않습니다.
이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.