



반도체 (Positive)

코어워브 사태, AI 투자의 끝을 의미하지 않는다

▶ Analyst 박준영 jyp94@hanwha.com 3772-7481 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

최근 코어워브를 중심으로 AI 인프라 기업의 신용위험이 확대되면서 반도체 업종의 주가 변동성이 높아지고 있다. 그러나 이번 사태를 AI 산업 전반의 구조적 위기로 해석하는 것은 과도하다고 판단한다. 일부 기업의 자금조달 부담 확대와 AI 인프라의 최종 수요 둔화는 구분해야 할 문제다. 특히 대형 하이퍼스케일러의 투자 확대 기조와 차세대 AI 반도체의 수요 증가를 고려하면 산업의 중장기 성장 방향에는 변화가 없다는 판단이다. 국내 메모리 업체들은 2027년 HBM4 공급 확대와 서버 DRAM 수요 증가에 따른 실적 성장이 기대되는 가운데, 최근 주가 조정으로 밸류에이션 매력까지 높아진 상황이다.

1. 코어워브 사태, 개별 기업의 문제일 뿐

최근 AI 인프라 기업을 중심으로 신용위험이 빠르게 확대되고 있다. 코어워브의 5년물 CDS 프리미엄은 10월 중순 1,100bp를 상회했으며, 일부 회사채 수익률도 15~16% 수준까지 상승한 것으로 보도됐다. 오라클의 CDS 프리미엄 역시 300bp에 근접하는 등 AI 인프라 투자기업의 자금조달 부담이 부각되고 있다. 고금리 환경에서 대규모 차입을 통해 인프라를 확보한 기업들의 투자 회수 가능성과 재무건전성에 대한 시장의 우려가 높아진 결과다.

그러나 코어워브의 신용위험 확대를 AI 산업 전체의 위기로 확대 해석할 필요는 없다. 코어워브는 대규모 차입을 통해 GPU와 데이터센터 인프라를 선제적으로 확보하고, 이를 고객사에 제공해 투자금을 회수하는 사업구조를 갖고 있다. 따라서 금리 상승과 자금조달 여건 악화에 상대적으로 민감할 수밖에 없다. 반면 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타 등 대형 하이퍼스케일러는 기존 클라우드 및 플랫폼 사업에서 창출되는 현금흐름을 기반으로 AI 투자를 지속하고 있다. 동일한 AI 인프라에 투자하더라도 기업별 재무구조와 자금조달 방식에 따라 신용위험이 차별화되는 것은 당연한 현상이다.

2. 하이퍼스케일러의 투자 확대, 아직 방향성은 바뀌지 않았다

AI 투자 사이클의 지속 여부를 판단하는 데 있어 가장 중요한 변수는 개별 네오클라우드 기업의 신용위험보다 대형 하이퍼스케일러의 실제 CAPEX 집행이다. 이들은 AI 인프라의 최종 수요를 창출하는 핵심 주체이며, 투자 규모 역시 개별 네오클라우드 업체를 크게 상회한다. 최근 시장의 우려에도 불구하고 대형 하이퍼스케일러의 투자 확대 기조가 변했다는 증거는 보이지 않는다.

특히 AI 인프라 투자는 더 이상 미래 수요에만 의존하고 있지 않다. AI 모델의 고도화와 Agent 모델의 등장은 연산 인프라에 대한 현존하는 수요를 창출하고 있으며, 주요 클라우드 사업자들은 고도화된 AI Agent 수요에 대응하기 위해 데이터센터와 AI 가속기 확보를 확대하고 있다. 생성형 AI의 활용 범위가 기업용 소프트웨어와 클라우드 서비스 전반으로 확장되고 있다는 점도 중장기 투자 확대를 뒷받침하는 요인이다.

또한 현재 대형 하이퍼스케일러의 신용위험은 여전히 제한적인 수준으로 판단된다. 최근 CDS 프리미엄이 일부 상승했으나 절대적인 신용위험 수준은 코어워브 등 차입 의존도가 높은 네오클라우드 기업들과 뚜렷한 차이를 보인다. 특히 대형 하이퍼스케일러들은 풍부한 유동성과 우량한 신용등급을 바탕으로 외부 금융환경 변화에 대응할 수 있는 재무적 유연성을 여전히 확보하고 있다.

AI 산업의 성장 여부를 결정하는 것은 개별 기업의 CDS 프리미엄이 아니라 AI 인프라에 대한 최종 수요와 이를 충족하기 위한 투자의 지속성이다. 현재까지 확인되는 신용시장 불안은 투자 주체별 재무구조에 대한 평가의 차별화로 해석하는 것이 적절하며, AI 산업 전반의 투자 사이클 종료를 의미한다고 보기는 어렵다.

3. 펀더멘털은 강화되고, 밸류에이션은 오히려 매력적인 구간

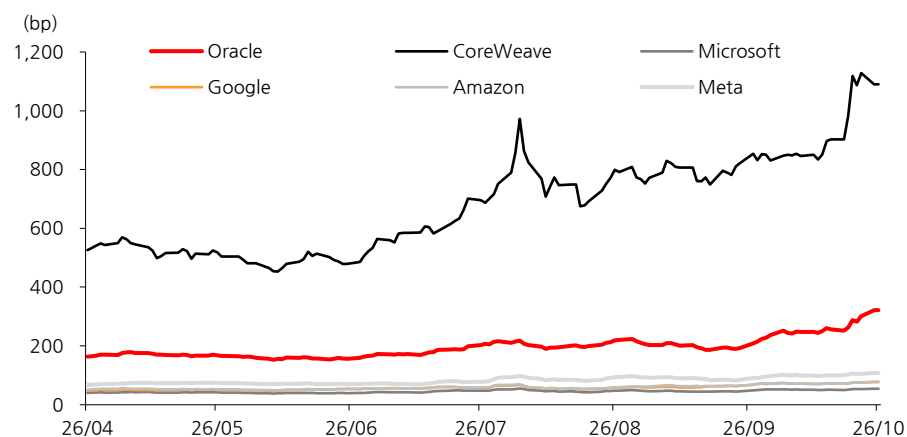
반도체 산업 관점에서 최근 주가 조정은 펀더멘털 변화보다 금융시장 불안에 따른 위험 회피 심리가 반영된 결과로 판단한다. 미국 국채금리 상승과 AI 인프라 기업의 신용위험 확대가 투자심리를 위축시키고 있지만 국내 메모리 업체들의 중장기 실적 성장 전망을 훼손할 만한 근거는 제한적이다. 오히려 주목해야 할 부분은 2027년 이익 성장 기대가 유지되는 가운데 주가 조정으로 밸류에이션 매력이 더욱 높아졌다는 점이다. 국내 메모리 업체들의 현재 기업가치는 AI 산업의 구조적인 성장성과 향후 이익 창출 능력을 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단한다. 향후 실적 성장 가능성을 고려하면 최근의 주가 하락은 펀더멘털 대비 과도한 할인으로 해석할 수 있다.

AI 인프라 투자 확대는 메모리 반도체 산업에 구조적인 수요 증가를 유발하고 있다. AI 모델의 고도화와 추론 서비스의 확산은 GPU를 비롯한 가속기의 출하 증가뿐만 아니라 시스템당 메모리 탑재량 확대를 요구한다. 특히 AI 시스템의 성능이 높아질수록 메모리 대역폭과 용량의 중요성도 함께 높아지고 있다. 이는 AI 반도체 시장의 성장이 HBM뿐만 아니라 서버 DRAM을 중심으로 메모리 산업 전반의 수요 확대로 이어지고 있음을 의미한다. AI 인프라 투자가 지속되는 한 메모리 산업의 구조적인 성장 방향이 바뀔 가능성은 제한적이라고 판단한다.

2027년에는 엔비디아 Rubin 플랫폼의 출하 확대와 함께 HBM4 수요가 본격적으로 증가할 전망이다. 차세대 GPU로의 전환은 고성능 메모리의 채택 확대와 제품 믹스 개선을 동시에 유도한다는 점에서 의미가 크다. 특히 HBM4는 2,048-bit 인터페이스를 기반으로 기존 세대 대비 메모리 대역폭을 크게 개선한 제품으로 차세대 AI 시스템의 성능 고도화에 핵심적인 역할을 담당할 전망이다. 여기에 AI 서버의 설치 기반 확대와 추론 워크로드의 증가가 고용량 서버 DRAM 수요를 추가적으로 뒷받침할 것으로 예상된다. 2027년은 HBM4의 본격적인 출하 확대와 서버 DRAM 수요 증가가 동시에 나타나는 시기가 될 것으로 판단한다.

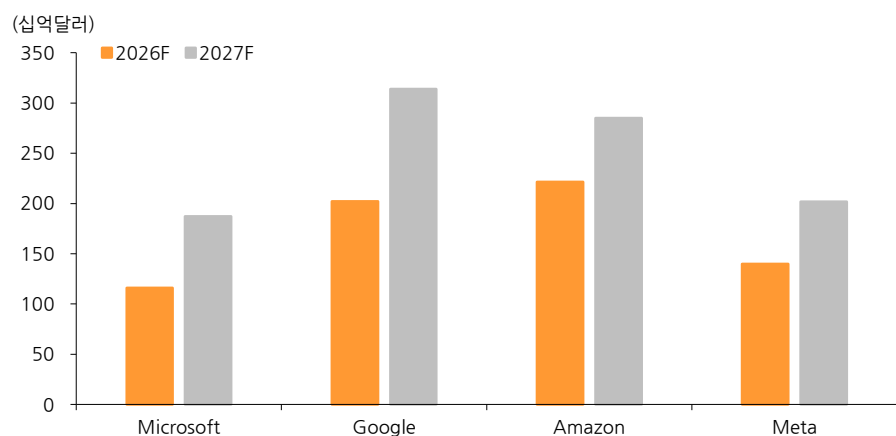
결국 최근의 조정은 AI 및 반도체 산업의 성장성이 훼손되는 과정이라기보다 일부 기업의 재무건전성 불안으로 시장의センチ먼트가 훼손된 상황으로 판단한다. 신용시장 불안이 실제 하이퍼스케일러의 투자 축소로 전이되지 않는 한, 2027년 HBM4 공급 확대와 서버 DRAM 수요 증가라는 핵심 성장 동력은 유효하다. 현재는 반도체 산업의 성장성을 의심하기보다 실적 성장과 주가 사이에 벌어진 괴리에 주목해야 할 시점이다.

[그림1] 네오클라우드와 하이퍼스케일러 CDS 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

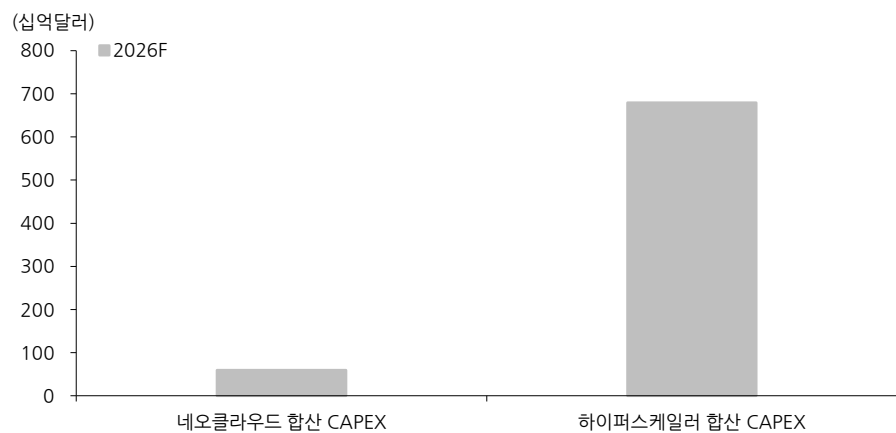
[그림2] 하이퍼스케일러의 CAPEX 전망: 2026 년 vs 2027 년



주: Microsoft는 6월 결산 기업으로 2026년은 확정치

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2026 년 CAPEX 비교: 네오클라우드 VS 하이퍼스케일러



주: 네오클라우드 업체는 CoreWeave와 Nebius의 합, 하이퍼스케일러 업체는 Microsoft, Google, Amazon, Meta의 합

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 10월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준영, 김나우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 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.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%