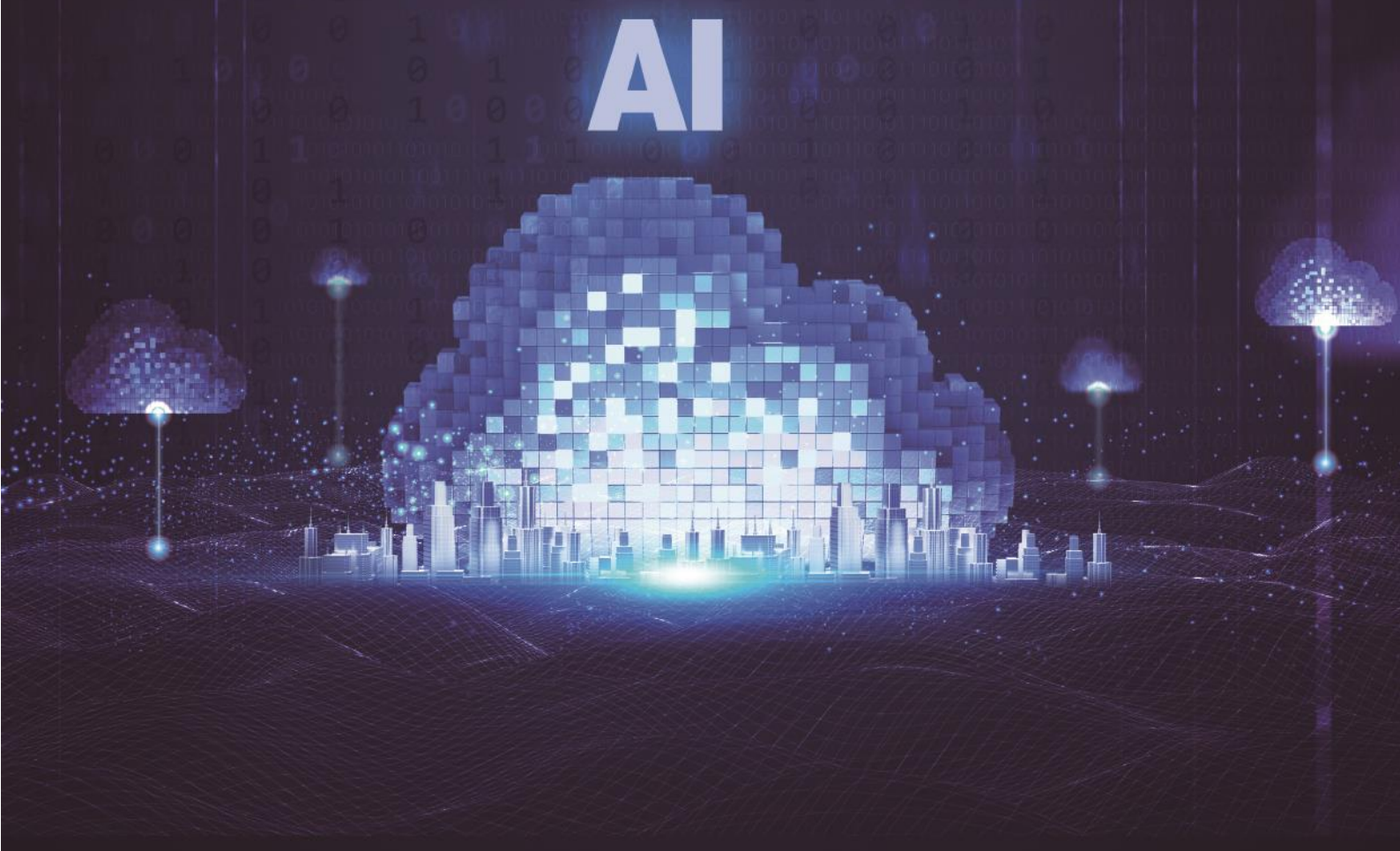
글로벌 주식/IT SW | 이동연 dy.lee@koreainvestment.com
김미래 miraekim@koreainvestment.com

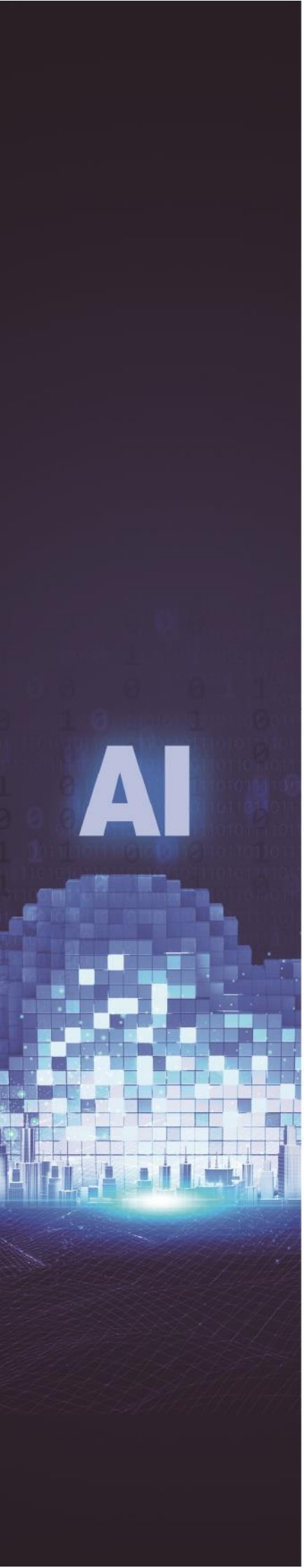
글로벌 AI

OpenAI와 친구들

- 브로드컴(AVGO US)
- 알파벳(GOOGL US)
- 아마존(AMZN US)
- 오라클(ORCL US)
- 마이크로소프트(MSFT)
- 메타(META US)
- 코어위브(CRWV US)
- 네비우스(NBIS US)



true friend 한국투자증권



Contents

I. Executive Summary 2

II. OpenAI를 중심으로 인프라 수요 확대 3

1. 광폭 행보를 보이는 OpenAI
2. 30년에 2.5조달러에 근접할 AI 시장규모
3. OpenAI 실적 추정: 컴퓨팅 비용을 감당할 수 있나?

III. 버블 논란: 아직은 아니다 11

1. 25년 지표는 2000년 닷컴버블 대비 견조
2. 3Q25 실적 발표한 기업들의 가이던스 시그널도 좋음

IV. 오라클/네오클라우드: 베어메탈로 승부 20

1. 오라클: 베어메탈 서버와 소프트웨어로 승부
2. 네오클라우드의 부상 = AI 수요가 살아 있음을 의미

V. 결론: OpenAI의 친구/라이벌 선별 30

1. 하드웨어: 엔비디아, 브로드컴
2. 하이퍼스케일러: 알파벳, 오라클, 아마존

VI. 미국 기업 35

브로드컴(AVGO US)
알파벳(GOOGL US)
아마존(AMZN US)
오라클(ORCL US)
마이크로소프트(MSFT US)
메타(META US)
코어위브(CRWV US)
네비우스(NBIS US)

I. Executive Summary

OpenAI를 중심으로 2H25부터 AI 인프라 계약 체결 가속화

2025년 하반기부터 AI 투자 속도가 당초 예상보다 빨라지는 시그널이 나타나고 있다. AI 투자 속도와 규모를 높이는 중심에는 OpenAI가 있다. 처음에는 엔비디아 생태계를 중심으로, 10월부터는 非엔비디아 진영(AMD, 브로드컴)으로 AI 인프라 계약 체결을 확대하고 있다. 2025년에 OpenAI가 가동하는 AI 인프라 capa는 2GW인데, 2025년 하반기 광폭 행보를 통해 11월 현재까지 향후에 활용할 38.2GW의 추가 AI 인프라(총 40.2GW)를 확보한 것으로 추정된다. OpenAI가 확보한 AI 인프라의 실질적 배치를 늘려갈 때 수혜가 예상되는 파트너에 집중해야 되는 이유다. 긍정적인 영향은 특히 하드웨어(AI 반도체, 네트워킹 장비)와 하이퍼스케일러 파트너들에게 크게 나타날 것이다.

OpenAI 매출 25~30년 연평균 76% 성장, 30년 흑자 전환 예상

30년 OpenAI AI S/W 내 M/S 17% 전망

OpenAI 매출액은 연평균 76%(25~30년) 성장해 2030년에 2,212억달러로 늘어날 전망이다. 우리가 추정하는 2030년 AI 시장 규모는 2.47조달러(25~30년 CAGR 27%, SW 1.3조달러 + HW 1.2조달러)다. OpenAI의 2030년 AI 시장 점유율은 9%, 소프트웨어 시장 내 점유율은 17%에 달할 것이라는 의미다. 한편, OpenAI의 흑자전환 시점은 2030년으로 예상된다. 2030년 이전까지는 자사 지분을 활용한 AI 인프라 계약을 통해 컴퓨팅 비용을 일부 충당하는 흐름이 이어질 것이다.

아직은 AI 버블이라고 보기 어려움

한편, 최근 논란에도 불구하고 아직은 AI 버블이 도래하지 않았다고 판단한다. 2025년 AI 강세장을 이끈 대표주의 밸류에이션, 현금흐름, 수익성 지표 모두 닷컴버블 시점 대비 견조하기 때문이다. 아직까지는 주가 상승이 현금흐름, 클라우드 매출 성장률, 수익성 방어와 함께 나타나고 있다는 사실에 초점을 맞춰야 한다. 단, 메타의 사례처럼 AI 투자로 미래 수익성이 훼손될 가능성이 높아진 기업에 대한 선호도는 떨어진다는 점은 분명히 하고 싶다. 3Q25 실적 발표 후 하이퍼스케일러(빅테크 4사+오라클)의 2026년 Capex 추정치가 18% 상향 조정됐다. OpenAI의 행보와 유사하게 아직은 빅테크가 AI 과소 투자의 위험을 더 높게 책정하고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

OpenAI 진영 대표주, 알파벳(非Open AI 진영) 비중확대 추천

아직 버블이 도래하지 않은 가운데 OpenAI와 빅테크 4사는 AI 인프라 구축 속도를 높이고 있다. OpenAI 진영과 알파벳 등의 반대 진영 대표주에 대한 투자를 이어가야 하는 이유다.

결론적으로 OpenAI의 파트너로서 성장과 수익성 방어가 동시에 기대되는 기업, 그리고 알파벳과 같이 비OpenAI 진영 기업이지만 자체 AI 하드웨어, 소프트웨어 역량을 모두 개선시키고 있는 기업에 대한 비중을 확대해야 한다. 최선호주는 알파벳, 브로드컴, 엔비디아로 제시한다. 코어위브, 메타에 대한 선호도는 상대적으로 낮다.

II. OpenAI를 중심으로 인프라 수요 확대

1. 광폭 행보를 보이는 OpenAI

2H25에 OpenAI가 체결한 AI 인프라 계약 규모는 38.2GW로 추정

OpenAI가 7월부터 AI 컴퓨팅 리소스를 확보하기 위한 광폭 행보를 보이고 있다. 1월에 스타게이트 프로젝트가 발표된 후 구체적인 내용 공개가 미흡했는데, OpenAI가 7월 22일에 오라클과 엔비디아의 하드웨어를 활용하는 4.5GW 규모의 5년 계약을 체결하며 분위기가 반전됐다. OpenAI는 이외에도 9월부터 엔비디아, AMD, 브로드컴, 마이크로소프트(이하 마소), 아마존과 대규모 AI 인프라 구축 계약을 체결하며 시장의 놀라움을 자아내는 속도로 미래 AI 인프라를 구축하고 있다. OpenAI가 주요 파트너들과 체결한 계약 규모는 38.2GW로 추정되며, 동사가 현재 2GW capa를 활용 중임을 고려하면 매우 큰 규모다.

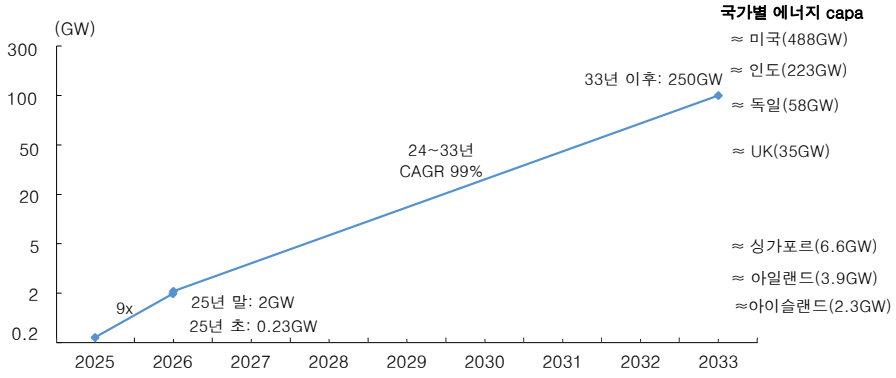
<표 1> OpenAI가 주요 파트너들과 체결한 AI 인프라 계약 규모는 38.2GW로 추정

파트너	계약 규모(GW)	계약 내용
오라클	4.5	- 7/22에 4.5GW 규모 계약 체결. 향후 5년 간의 계약이며 계약은 3,000억달러 가치 - 오라클은 엔비디아의 칩으로 OpenAI에게 클라우드 인프라 제공 - 동 계약은 31년 이후 갱신될 전망. 계약이 갱신되면 오라클은 추가 매출 창출될 것
엔비디아	10	- 9/22에 10GW(1,000억달러) 계약 체결. 2H26에 첫 1GW 가동 예정 - 엔비디아는 1GW당 100억달러를 OpenAI에 투자
코어위브	0.3	- 9/25에 OpenAI와의 계약을 224억달러 규모로 확대
AMD	6	- 10/6에 6GW GPU 공급 계약 체결. OpenAI에 AMD 지분 워런트 1.6억주 부여 - 첫 1GW 설비는 2H26 가동 예정. AMD는 각 1GW 용량이 가동될 때마다 OpenAI에 2,633만주를 발행
브로드컴	10	- 10/13에 OpenAI와 맞춤형 AI 가속기 10GW 규모 구축 프로젝트 발표. 칩 설계는 OpenAI가, 랙은 브로드컴이 제작 - OpenAI의 자체 인프라와 파트너 데이터센터 전반에 배치 예정. 2H26 프로젝트 착수, 29년 말 완공 목표
구글	*미공개(3GW 추정)*	- 미공개. 현재 주요 계약 내용 협의 중
마이크로소프트	*3.8(추정)*	- 2,500억달러 규모 대규모 계약 체결. 마소는 32년까지 GPT 사용 라이선스 획득, OpenAI는 마소 AI 인프라 이용
아마존	*0.6(추정)*	- AWS와 380억달러 규모 7년 계약 체결. OpenAI에게 EC2 UltraServers 형태로 엔비디아 GPU가 장착된 클러스터 제공 - 현존 AWS 인프라는 즉시 사용 가능. OpenAI를 위한 전용 인프라도 구축할 계획
총계	**38.2**	**OpenAI가 상기 기업들과 체결한 AI 인프라 계약의 총합**

주: 구글, 마이크로소프트, 아마존과의 계약 규모는 당사 추정치
자료: 각사, 한국투자증권

계획 변경 혹은 목표 달성 가능 여부는 확인할 수 없지만 과거에 OpenAI 경영진은 장기적으로 250GW의 AI 인프라를 구축하는 것이 목표라고 밝힌적이 있다. 2025년 들어 OpenAI가 파트너들과 맺은 계약 규모는 38.2GW로 추정된다. 기존(2GW) + 신규(38.2GW) 계약 규모를 합쳐도(40.2GW) 장기 목표(250GW) 대비 달성률은 15.3%에 불과하다. OpenAI가 중장기적으로 파트너들과 추가 AI 인프라 계약 체결을 이어갈 것이라고 짐작할 수 있는 배경이다.

[그림 1] OpenAI의 중장기 AI 인프라 확보 목표



자료: X, OpenAI, 한국투자증권

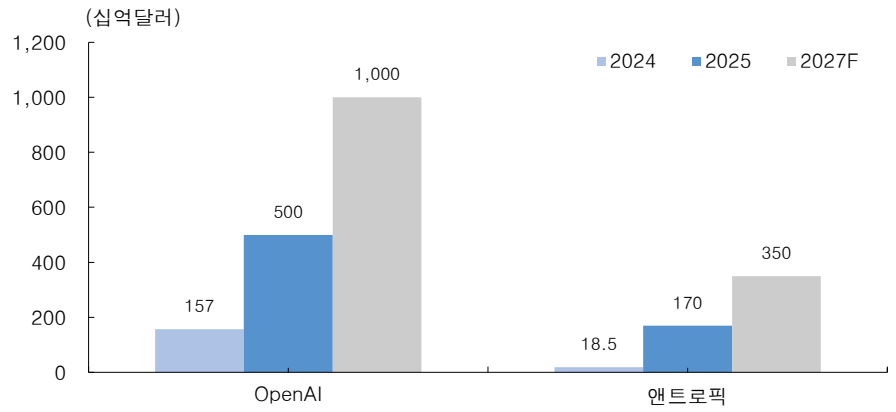
대형 AI 인프라 계약의 중심에 OpenAI 존재

한편, 〈표 2〉처럼 xAI/엔비디아, 앤트로픽/구글의 계약을 제외하면 2025년에 맺어진 굵직굵직한 계약의 중심에 OpenAI가 있음을 다시 한번 확인할 수 있다.

非엔비디아 진영과도 10월부터 계약 체결

OpenAI가 AI 인프라 계약을 맺는 형태도 10월부터 변화가 나타나고 있다. 엔비디아 생태계(오라클, 네오클라우드, 아마존 capa 포함) 일변도에서 벗어나 10월부터는 AMD, 브로드컴 등 非엔비디아 진영과도 계약 체결을 확대하고 있다. TCO의 개념을 벗어나 절대 가격 기준으로 엔비디아 인프라의 초기 구축 비용이 비싼 이유도 있겠지만, 엔비디아 기반 인프라만으로 OpenAI가 예상하는 미래 컴퓨팅 파워를 감당할 수 없을 것이라는 점도 고려된 행보일 것이다. 궁극적으로 OpenAI는 2027년에 1조달러 밸류로 IPO를 진행하겠다는 계획에 근접하기 위해 AI 인프라에 대한 접근을 가속화시키고 있다고 볼 수 있다.

[그림 2] OpenAI와 앤트로픽의 기업가치 추이 및 전망



자료: The Information, 한국투자증권

<표 2> 25년 OpenAI와 엔비디아 중심의 AI 인프라 계약 리스트

날짜/프로젝트	관련 기업	핵심 내용	OpenAI 관련도	기존 계약과 중복/연관 가능성
1.21/스타게이트	소프트뱅크, OpenAI, 오라클, MGX, 엔비디아, 마이크로소프트, ARM	10GW, 5,000억달러 규모 AI 인프라 구축	O	이후 10GW 엔비디아+OpenAI 협약(9.22) 및 브로드컴 협업(10.13)과 동일 규모(10GW) → 엔비디아, 브로드컴이 OpenAI와 맺은 계약은 스타게이트에 포함된 프로젝트일 가능성 높음
7.22/OpenAI, 오라클	OpenAI, 오라클	4.5GW, 5년간 3,000억 달러 규모 계약. 엔비디아 칩 사용	O	하단 9.23 OpenAI, 오라클, 소프트뱅크 계약은 동 계약의 확장판
9.8/네비우스, 마소	네비우스, 마소	5년간 174억달러 규모 계약. 추가 용량 및 서비스 매입 시 최대 194억달러 수준까지 확대 가능	△	OpenAI 관련 직접 계약은 아님. 단, 네비우스는 OpenAI의 컴퓨팅 파트너이므로 간접 연결
9.16/코어위브, 엔비디아	코어위브, 엔비디아	영국에서 총 25억파운드 엔비디아 GPU 채용 계약. 엔비디아는 코어위브 지분 보유	△	OpenAI 관련 직접 계약은 아님. 단, 코어위브는 OpenAI의 컴퓨팅 파트너이므로 간접 연결
9.22/엔비디아, OpenAI	엔비디아, OpenAI	10GW 엔비디아 시스템 구축, 엔비디아가 OpenAI에 최대 100억 달러 투자	O	1.21 스타게이트와 동일한 규모·기간·파트너 구성 → 일부 중복되는 프로젝트일 가능성 有
9.23/ OpenAI, 오라클, 소프트뱅크	오라클, 소프트뱅크	7월 계약(4.5GW) 확장	O	7월 계약의 단순 연장/확대판. 7월과 달리 소프트뱅크가 파트너로 명시됨
9.25/OpenAI, 코어위브	코어위브	총 224억 달러 규모 네오클라우드 계약 (3단계 분할 투자)	O	3, 5월 계약의 누적 합산 형태, 새로운 프로젝트 아님
10.6/OpenAI, AMD	AMD, OpenAI	6GW GPU 공급 계약, OpenAI에 AMD 워런트(1.6억주) 부여	O	별도 신규 계약이나, 10GW 프로젝트 내 일부일 수 있음(2H26~2029 일정 동일)
10.7/xAI, 엔비디아	xAI, 엔비디아	xAI 자본조달에 엔비디아 참여	X	별도 이슈(OpenAI 관련 아님)
10.13/OpenAI, 브로드컴	OpenAI, 브로드컴	OpenAI 설계·브로드컴 제작 AI 가속기 10GW 구축(2026~2029)	O	9.22 엔비디아, OpenAI 및 1/21 스타게이트와 동일 규모/기간 → 동일 10GW 프로젝트의 하드웨어 세부 구성일 가능성 높음
10.23/앤트로픽, 구글	앤트로픽, 구글	구글이 앤트로픽에 최대 100만개의 TPU 제공	X	별도 이슈(OpenAI 관련 아님)
10.28/OpenAI, 마소	OpenAI, 마소	2,500억달러 규모 대규모 계약 체결. 마소는 32년까지 GPT 사용 라이선스 획득, OpenAI는 Azure 클라우드 사용	O	기존의 OpenAI와 마소의 파트너십의 연장선에서 갱신된 계약
11.3/아이렌, 마소	아이렌, 마소	5년간 97억달러 규모 계약, 엔비디아 GB300 칩 사용	?	1.21 스타게이트 및 10.28 마소-OpenAI 계약과 동일한 AI 인프라 수요 대응의 일환으로, OpenAI의 Azure 내 확장 인프라 확보를 위한 간접 계약 가능성 높음
11.3/OpenAI, 아마존	OpenAI, 아마존	7년간 380억달러 규모 계약. 현존 AWS 인프라는 즉시 사용 가능하고, OpenAI를 위한 전용 인프라도 구축할 계획	O	1.21 스타게이트, 9.22 엔비디아, 10.13 브로드컴 협약 등과 동일한 10GW 인프라 프로젝트 내 일부로 포함될 가능성 높음
11.11/네비우스, 메타	네비우스, 메타	5년간 30억달러 규모 계약	△	OpenAI 관련 직접 계약은 아님. 단, 네비우스는 OpenAI의 컴퓨팅 파트너이므로 간접 연결
OpenAI, 구글	OpenAI, 구글	미공개. 현재 주요 계약 내용 협의 중	O	

주: 각사가 공표한 계약 기간
자료: 한국투자증권

2. 30년에 2.5조달러에 근접할 AI 시장규모

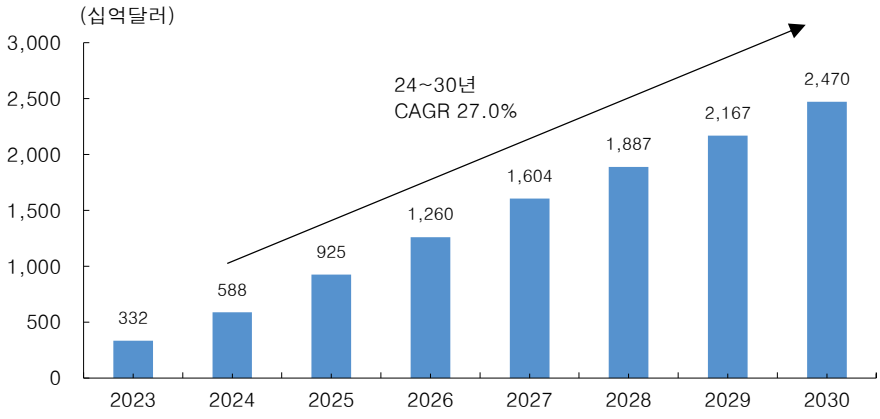
AI 시장 25~30년에 연평균 27% 성장 예상

AI 시장은 2030년에 2.47조달러(24~30년 연평균 27% 성장) 규모로 확대될 전망이다. 본 보고서에 다루지 않는 AI PC/스마트폰을 제외한 시장 규모다. 이 두 항목을 포함할 경우 AI 시장 규모는 2030년에 3.2조달러까지 확대될 수 있다. AI 시장 규모는 시장을 어떻게 정의하느냐에 따라 규모 차이가 발생한다. 단, 가트너의 AI 하드웨어 부문별 전망치에서 중복을 제거하고, 2025년 GTC에서 엔비디아 젠슨황이 2030년 AI 시장이 3~4조달러 규모로 확대될 것이라고 밝힌 점을 고려하면 AI 디바이스를 제외한 2030년 AI 시장규모가 2.47조달러라는 추정은 합리적이라고 판단한다.

30년 AI 시장에서 SW 비중 52%, HW 48%

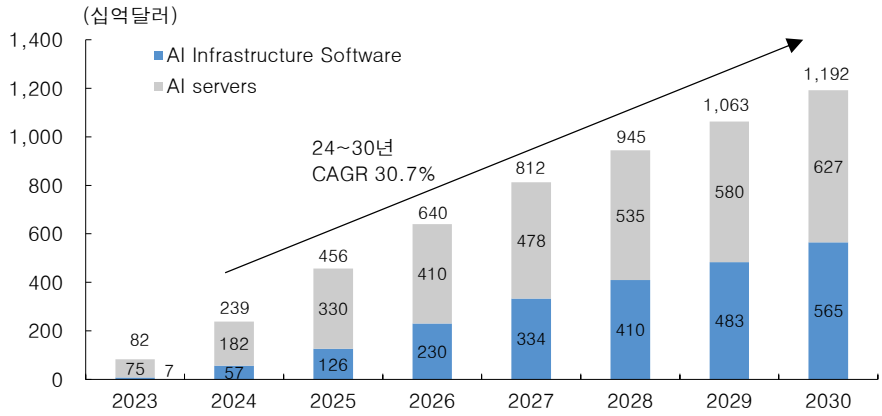
브로드컴과 함께 ASIC 시장을 대표하는 마벨이 6월 Custom AI Investor 이벤트에서 2028년 데이터센터 Capex를 1.02조달러(그림 6)로 예상한 것도 [그림 4]의 추정치와 큰 틀에서 부합한다. 2030년까지 AI 인프라(인프라 SW 포함) 시장은 1.19조달러(비중 48%, CAGR 31%), 소프트웨어 시장은 1.28조달러(비중 52%, CAGR 24%) 규모로 성장할 것이다. 소프트웨어에서는 AI 애플리케이션과 AI 모델 부문의 성장률이 평균치를 상회할 전망이다.

[그림 3] 2030년 AI 시장 규모 2.46조달러 예상(24~30년 연평균 27% 성장)



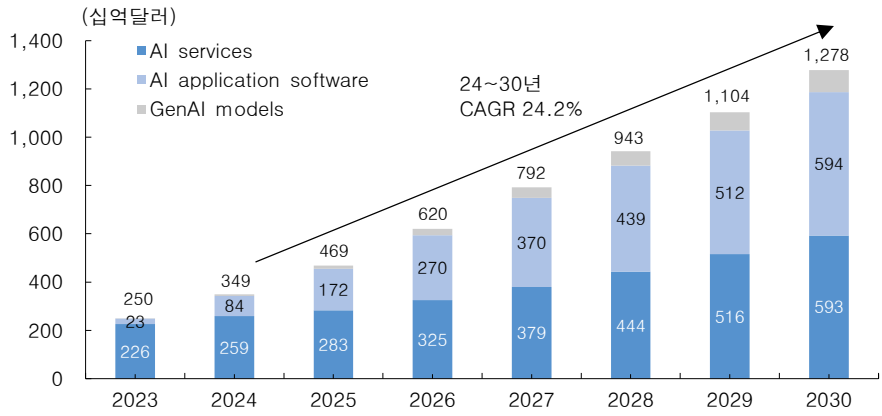
주: AI 스마트폰과 PC를 제외한 시장 규모
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 4] 2030년 AI 인프라 시장 규모 1.2조달러 예상(24~30년 연평균 31% 성장)



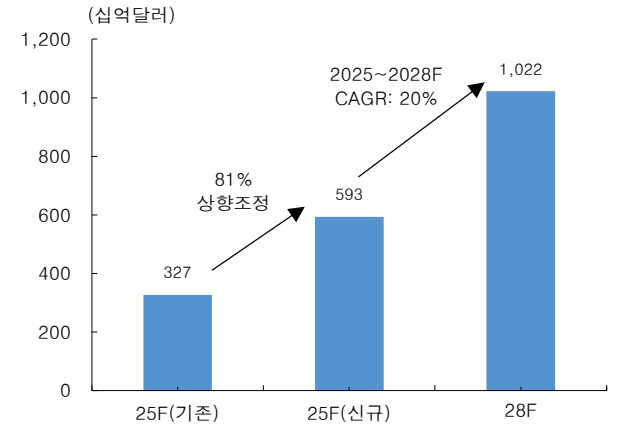
주: AI 인프라 소프트웨어 수치 포함. AI 스마트폰과 PC는 제외
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 5] 2030년 AI S/W 시장 규모 1.3조달러 예상(24~30년 연평균 24% 성장)



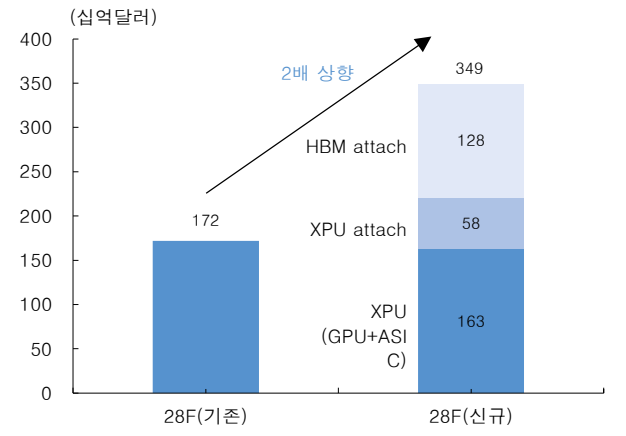
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 6] 마벨의 데이터센터 Capex 추정: 25~28년 Capex 연평균 20% 성장 예상



주: 6월 발표 수치
자료: Marvel, 한국투자증권

[그림 7] 마벨, 28년 TAM 중 가속 컴퓨팅 규모 기존 대비 2배 상향조정



주: 6월 발표 수치
자료: Marvel, 한국투자증권

3. OpenAI 실적 추정: 컴퓨팅 비용을 감당할 수 있나?

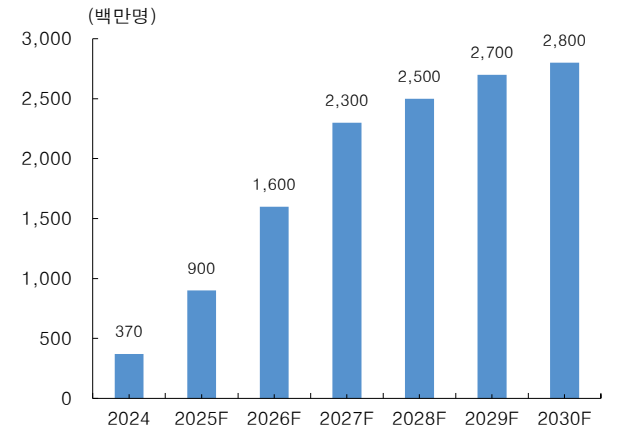
OpenAI 30년 매출 2,212억달러(25~30년 CAGR 76%) 예상

우리는 OpenAI 경영진의 공개 인터뷰, The Information의 실적 전망치 등 접근 가능한 정보를 기반으로 OpenAI의 2030년까지의 실적을 추정했다. OpenAI 매출은 2030년에 2,212억달러(25~30년 연평균 76% 성장)로 증가할 전망이다. 매출 비중도 2025년 Consumer 78%, Enterprise 22% 구조에서 2030년에는 Consumer 36%, Enterprise 58%, 광고 5%, AI tools 1%로 변화할 것이다. 2026년부터 광고, AI Tools 매출이 창출되기 시작할 것으로 예상된다.

다음과 같은 가정들이 OpenAI 매출 추정에 반영됐다.

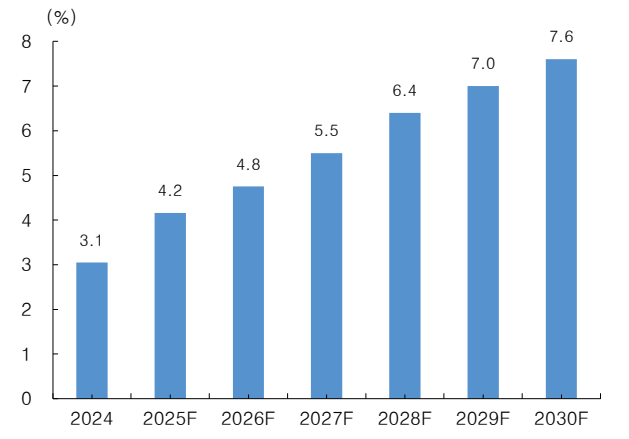
1) **Consumer 매출:** Consumer 매출은 2030년에 793억달러(CAGR 51%, 비중 36%)로 늘어날 전망이다. OpenAI 플랫폼 내 유저는 2025년에 9억명(2024년 3.7억명), 2030년에 28억명에 달할 것으로 예상한다. 현 시점에 가장 많은 유저를 확보한 메타가 30억명 트래픽을 달성하는데 20년이 걸렸는데, 현재 증가 페이스가 지속되면 OpenAI는 ChatGPT 출시 8년 만에 메타에 상응하는 유저 트래픽을 확보할 수 있을 전망이다. Plus(20달러/월), Pro(200달러/월) 서비스를 이용하는 유료 유저 비중은 2025년 4.2%에서 2030년에 7.6%로 높아진다고 가정했다. Pro 요금제는 2027년(180달러), 2028년(160달러)에 전년대비 20달러 낮아진다고 예상했다.

[그림 8] OpenAI 유저수: 30년 28억명 예상



자료: 한국투자증권

[그림 9] 유료 유저 비중: 25년 4.2% → 30년 7.6% 예상



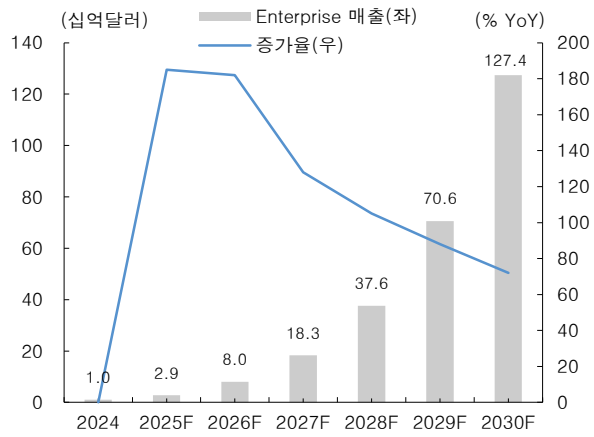
자료: 한국투자증권

2) **Enterprise 매출:** 2030년 글로벌 IT 소프트웨어(IT 서비스 포함) 시장 규모는 4.3조달러로 예상된다. 동 시장 내 AI 침투율이 2030년에 30%에 달하고, LLM 사업자들에게 30%(App Store 공유 비율과 동일)의 매출이 배분된다고 가정했다. 마지막으로 Enterrprise 시장 내 OpenAI의 M/S는 33%로 예상했다.

3) **광고 매출:** 광고 매출은 2026년부터 발생할 전망이다. 샘 알트먼이 2030년에 글로벌 광고 시장 내 M/S 1%를 목표로 한다고 언급한 바에 기반해 실적을 추정했다. OpenAI의 2030년 광고 매출은 121억달러(글로벌 시장 1.21조달러의 1%), 매출 비중은 5.5%로 예상된다.

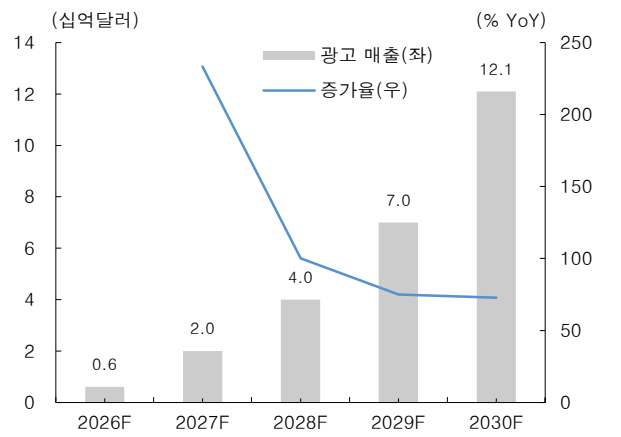
4) **AI tools 매출:** Creative 시장을 주도하는 어도비, 오토데스크의 2030년 합산 매출 예상치를 TAM(220억달러)으로 설정했다. 2030년에 AI가 동 시장의 35%를 대체하고, OpenAI의 M/S가 32%라고 가정했다. 이를 기반으로 추정한 OpenAI의 2030년 AI tools 매출은 24억달러(매출 비중 1%)다.

[그림 10] Enterprise 매출 25~30년 CAGR 114% 예상



자료: 한국투자증권

[그림 11] 광고 매출 CAGR 26~30년 CAGR 112% 예상



자료: 한국투자증권

마소향 라이선스 비용 배제 시 30년 흑자 전환 전망

OpenAI가 마소에게 지불해야 할 라이선스 비용이 없다고 가정하면 OpenAI는 2030년에 흑자 전환할 것으로 예상된다. AI 서비스 유저 증가와 사업 다각화로 top line이 빠르게 성장함에도 불구하고 흑자전환이 늦어지는 것은 컴퓨팅 비용에 대한 부담 때문이다. 전술한 것처럼 OpenAI는 현재까지 38.2GW의 AI 인프라 계약을 체결한 바 있는데, 우리는 2030년까지 이중 12GW의 배치가 마무리된다고 가정(매해 2GW 증가)했다. OpenAI가 1GW의 인프라를 임대하는데는 175억달러가 소요된다. 2030년 12GW 인프라 중 5GW는 OpenAI 중심으로 운영하고, 7GW는 오라클, 아마존 등의 인프라(비용 효율성이 50% 높다고 가정, 87.5억달러/GW)를 활용한다고 가정했다.

관건은 AI 인프라 배치 속도. 30년부터는 컴퓨팅 비용의 상당부분 자체 부담

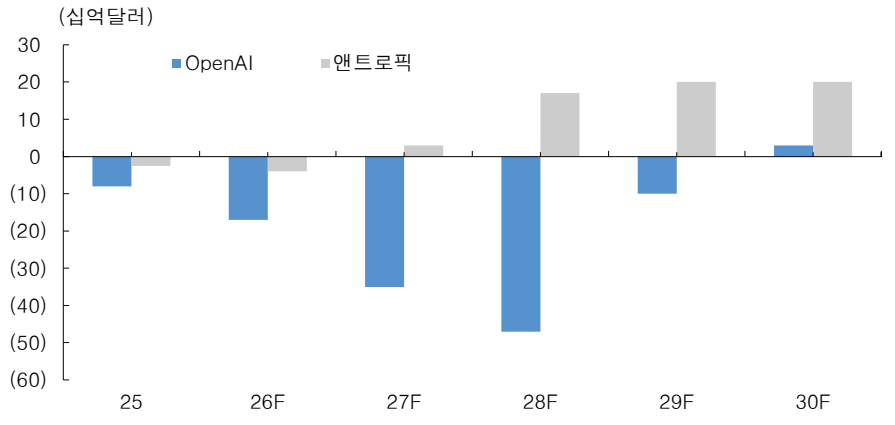
물론, OpenAI가 향후 사업을 진행하는 과정에서 우리 예상과 다른 가정이 반영돼 흑자전환 시점이 늦어질 수 있다. 단, 〈표3〉의 실적 추정 결과와 유사한 방향으로 OpenAI의 사업이 전개된다면, 2030년부터 OpenAI는 자체적으로 컴퓨팅 인프라 비용을 상당부분 부담할 수 있는 체력이 형성될 것이다. 그 이전 시점인 2029년까지는 엔비디아, AMD를 포함한 타 기업과 OpenAI 지분을 활용해 AI 투자 부담을 경감시키는 파트너십 체결이 지속될 전망이다.

<표 3> OpenAI 실적 추정: 25~30년 매출 연평균 76% 성장, 30년 흑자전환 예상

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출(십억달러)	4.0	13.0	32.4	64.7	97.9	147.3	221.2
% YoY		*225.1*	*148.9*	*99.8*	*51.5*	*50.5*	*50.1*
Consumer 매출(십억달러)	3.0	10.2	23.4	43.6	55.2	68.0	79.3
% YoY		*238.4*	*130.7*	*86.2*	*26.6*	*23.3*	*16.5*
매출 비중(%)	*75.0*	*78.1*	*72.4*	*67.4*	*56.4*	*46.2*	*35.8*
유저(백만명)	370	900	1,600	2,300	2,500	2,700	2,800
% YoY		*143.2*	*77.8*	*43.8*	*8.7*	*8.0*	*3.7*
ARPU/년(달러)	8.0	11.3	14.6	19.0	22.1	25.2	28.3
ARPU/월(달러)	0.7	0.9	1.2	1.6	1.8	2.1	2.4
요금제							
무료	*97.0*	*95.8*	*95.3*	*94.5*	*93.6*	*93.0*	*92.4*
Plus($20) 비중(%)	*3.0*	*4.1*	*4.6*	*5.2*	*6.0*	*6.5*	*7.0*
Pro 비중(%)	*0.1*	*0.1*	*0.2*	*0.3*	*0.4*	*0.5*	*0.6*
Enterprise 매출(십억달러)	1.0	2.9	8.0	18.3	37.6	70.6	127.4
% YoY		*185.0*	*182.0*	*128.0*	*105.0*	*88.0*	*72.0*
매출 비중(%)	*25.0*	*21.9*	*24.8*	*28.3*	*38.4*	*47.9*	*57.6*
광고 매출(십억달러)			0.6	2.0	4.0	7.0	12.1
% YoY				*233.3*	*100.0*	*75.0*	*72.9*
매출 비중(%)			*1.9*	*3.1*	*4.1*	*4.8*	*5.5*
AI tools 매출(십억달러)			0.3	0.7	1.2	1.7	2.4
% YoY				*140.0*	*60.0*	*45.0*	*43.7*
매출 비중(%)			*0.9*	*1.1*	*1.2*	*1.1*	*1.1*
컴퓨팅 비용(십억달러)		17.5	43.8	70.0	96.3	122.5	148.8
컴퓨팅 비용/매출(%)		*120*	*110*	*110*	*100*	*90*	*67*
누적 용량(GW)		*2*	*4*	*6*	*8*	*10*	*12*
Open AI 주도(GW)			*1*	*2*	*3*	*4*	*5*
Open AI 비주도(GW)		*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*
영업비용(십억달러)		5.2	11.3	19.4	29.4	44.2	66.4
영업비용/매출액(%)		*40*	*35*	*30*	*30*	*30*	*30*
영업이익(십억달러)		(9.7)	(22.7)	(24.7)	(27.7)	(19.4)	6.1
법인세율(%)		*20*	*20*	*20*	*20*	*20*	*20*
순이익(%)		(9.7)	(22.7)	(24.7)	(27.7)	(19.4)	4.9

주: Pro 요금제는 25년 200달러→28년 160달러로 하락 후 유지 가정. OpenAI 주도 컴퓨팅 비용은 175억달러/GW, 비주도 비용은 50% 혜택 반영
자료: OpenAI 언론 인터뷰, The Information, 한국투자증권

[그림 12] OpenAI와 앤트로픽의 FCF 추이 및 전망



자료: The Information, 한국투자증권

III. 버블 논란: 아직은 아니다

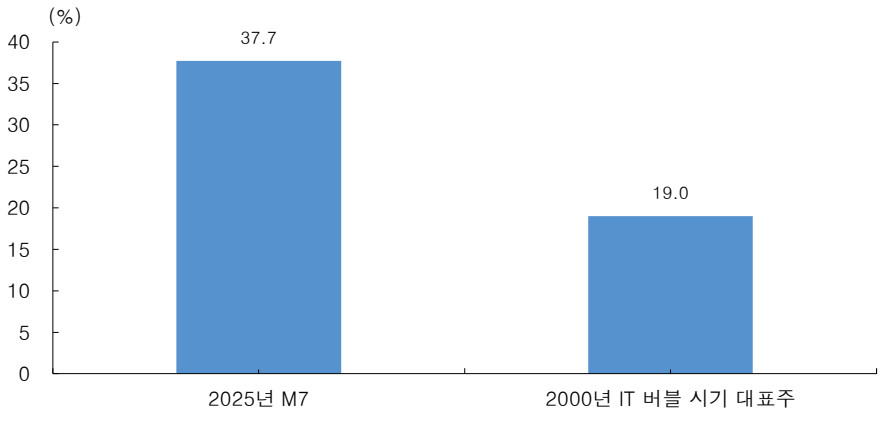
1. 25년 지표는 2000년 닷컴버블 대비 견조

25년 AI 강세장 주도주의 대다수 지표는 닷컴버블 시기 대비 견조

버블인지 아닌지 논하기에 앞서 닷컴버블과 현재 AI 강세장의 주요 지표를 비교하는 과정이 필요하다. AI 버블론이 떠오른 이유는 2025년 증시 상승을 선두 AI 기술주가 주도하고 있기 때문이다. 실제로 25년 11월 현재 M7이 S&P 500 지수 시가총액에서 차지하는 비중은 37.7%로 2000년 IT 버블 시기(19%)보다 높다. 그럼에도 불구하고 현재 AI 선두 기업들의 펀더멘털은 2000년 닷컴버블 시기 시가총액 상위 테크주보다 견조하다. 과거 대비 상대적으로 ROE는 높고, 밸류에이션 부담은 낮은 상황이며, Capex/매출액 비율이 높아짐에도 불구하고 빅테크의 수익성은 아직까지 크게 훼손되지 않고 있다. AI 대표주의 주가 상승이 클라우드 증가율이 높아지고, FCF가 늘어나며 나온 것이기에 이러한 요건을 충족시키는 기업들은 향후에 capex가 늘어도 주가 상승이 이어질 수 있다고 판단한다. 알파벳, 아마존, 엔비디아가 이에 해당하는 대표 기업이다.

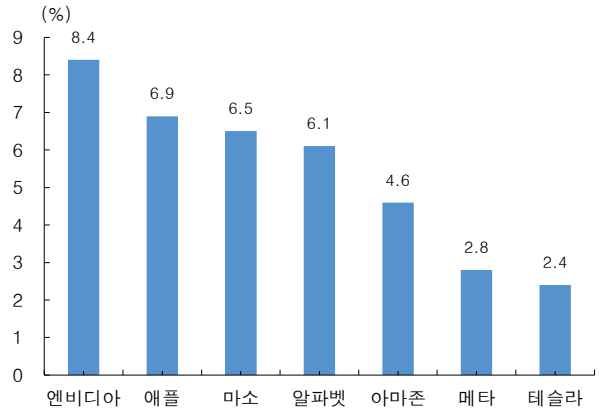
리스크 요인으로는 메타의 사례처럼 데이터센터 capa 확장을 위해 부채를 활용하는 케이스가 늘어나는 경우를 꼽을 수 있다. 코어위브 등의 네오클라우드 사업자들 또한 GPU를 담보로 부채를 늘려 AI 인프라를 확대시키고 있다. 따라서 투자 종목 선정 시 Capex가 증가해도 수익성이 크게 악화되지 않고, 그에 상응하는 AI 관련 실적 개선세가 확인되는 기업 위주로 포트폴리오를 압축할 필요가 있다. 결론에서 재차 언급하겠지만 하이퍼스케일러 중 알파벳이 이에 해당하는 대표 기업이다.

[그림 13] IT 버블과 AI 강세장 대표주의 S&P 500 지수 내 시총 비교



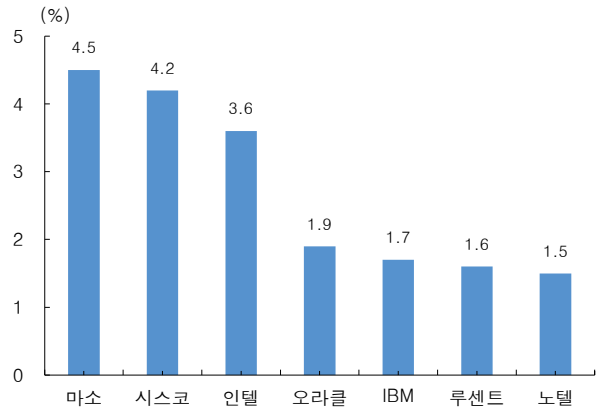
주: 25년 11월 10일 기준
자료: Factset, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 25년 M7의 S&P 500 내 시총 비중



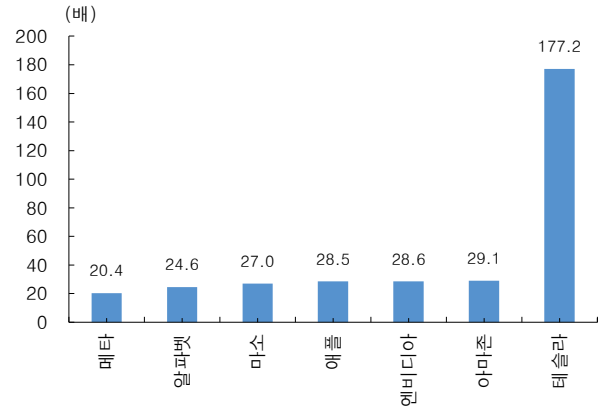
주: 25년 11월 10일 기준
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 15] 2000년 IT 버블 시기 대표주의 시총 비중



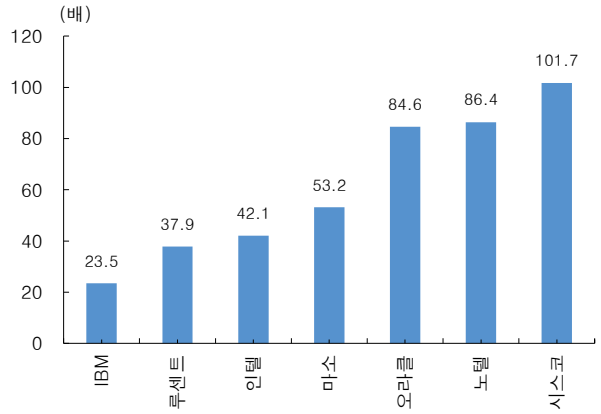
자료: Bloomberg, Factset, 한국투자증권

[그림 16] 25년 M7 24MF PER: 테슬라 제외 평균 26.4배



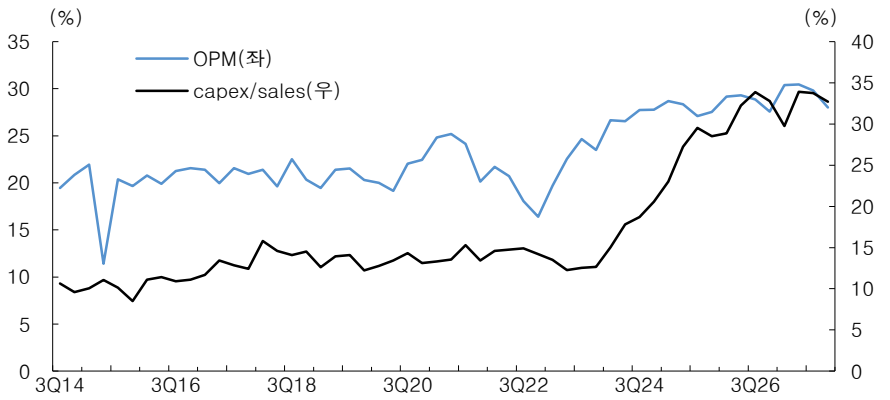
주: 25년 11월 10일 기준
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 17] 2000년 IT 버블 대표주 24MF PER: 시스코 제외 평균 54.6배



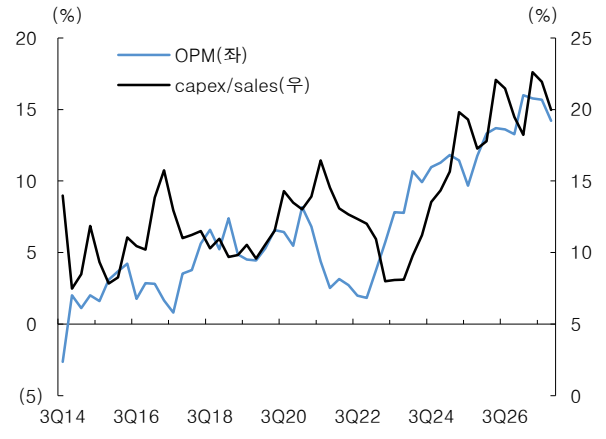
자료: Bloomberg, Factset, 한국투자증권

[그림 18] 하이퍼스케일러 합산 Capex/매출액 비율, 영업이익률 추이



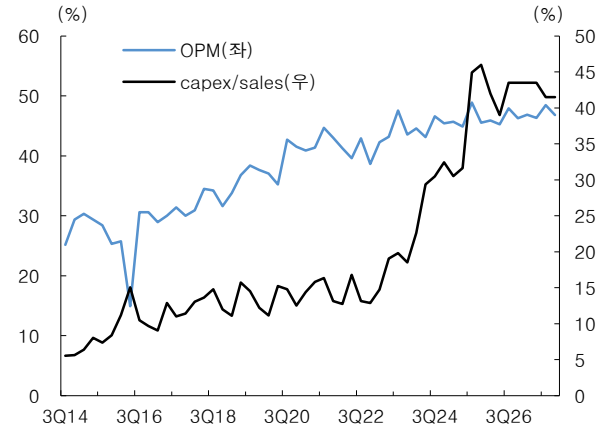
주: 하이퍼스케일러는 빅테크 4사 + 오라클
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 19] 아마존 Capex/매출액, 영업이익률 추이



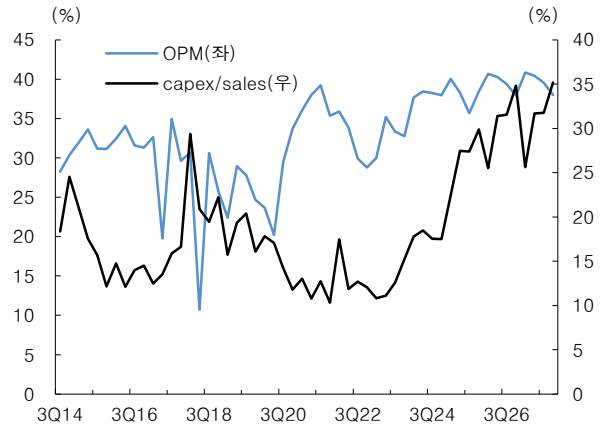
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 20] 마소 Capex/매출액, 영업이익률 추이



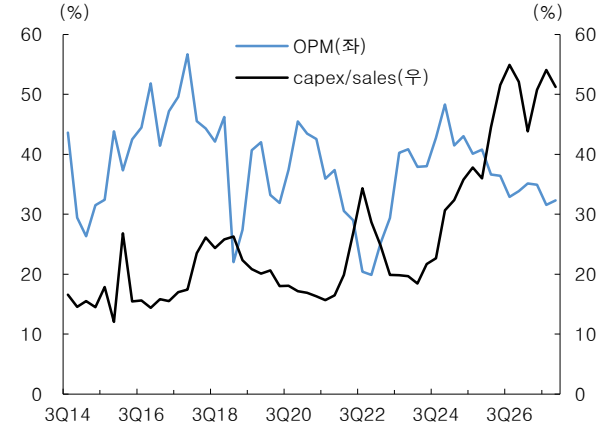
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 21] 알파벳 Capex/매출액, 영업이익률 추이



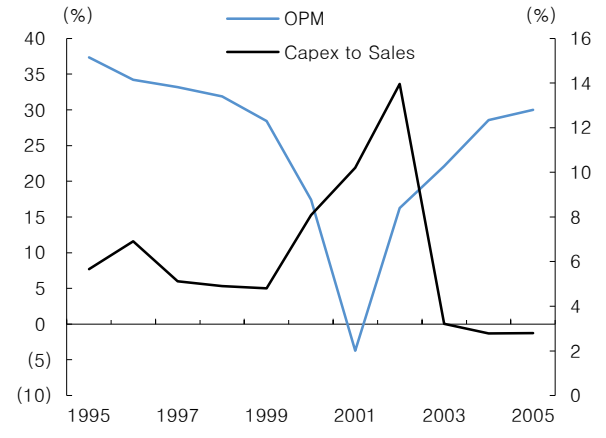
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 22] 메타 Capex/매출액, 영업이익률 추이



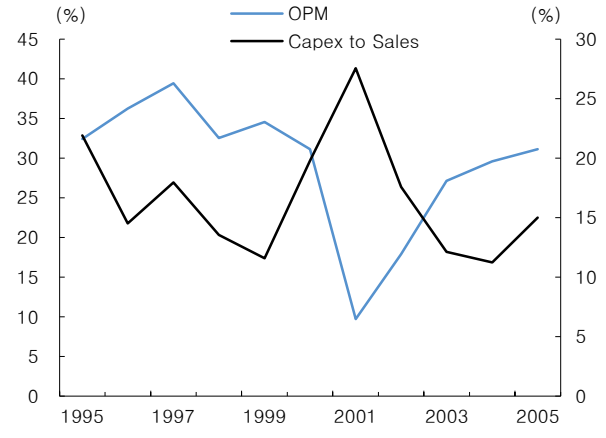
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 23] 버블 시기 시스코 Capex/매출액, OPM 추이



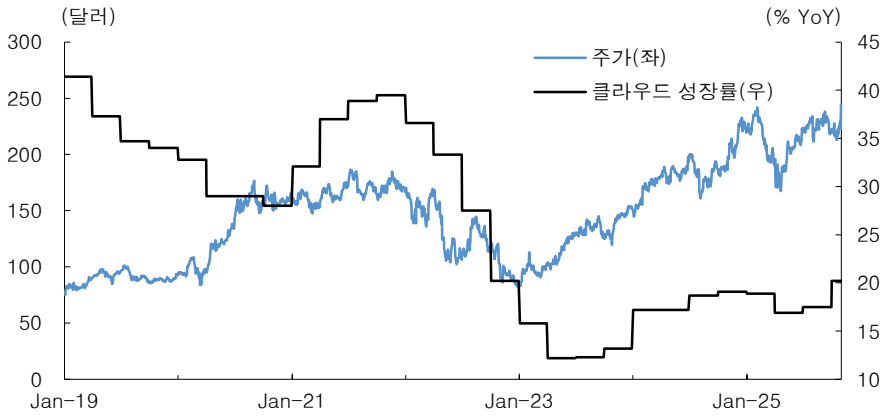
주: OPM은 영업이익률을 지칭
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 24] 버블 시기 인텔 Capex/매출액, OPM 추이



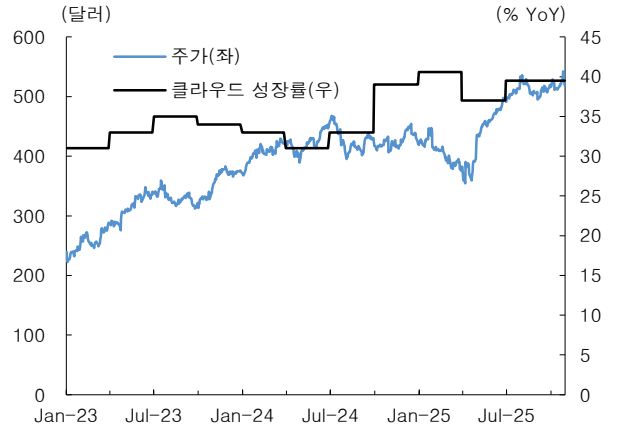
주: OPM은 영업이익률을 지칭
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 25] 아마존 주가, 클라우드 성장률 추이



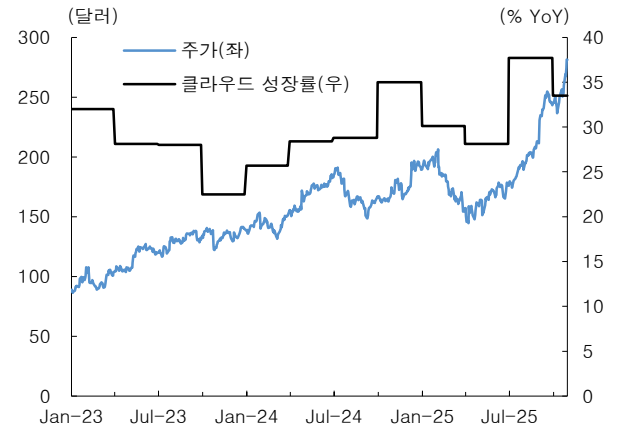
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 26] MS 주가, 클라우드(Azure) 성장률 추이



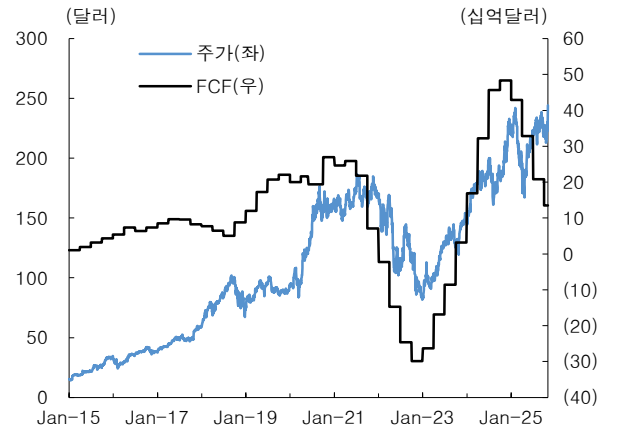
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 27] 알파벳 주가, 클라우드 성장률 추이



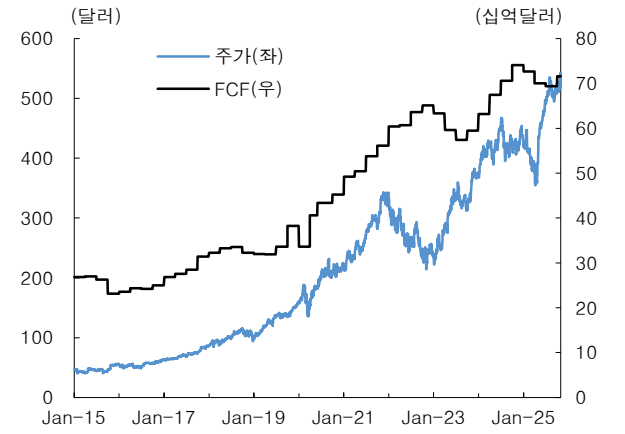
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 28] 아마존 주가, FCF 추이



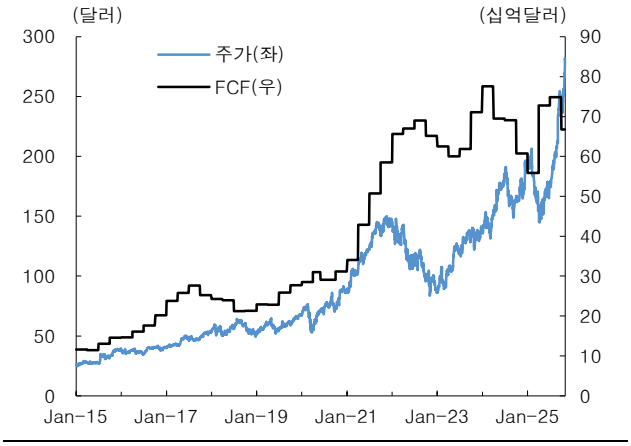
주: FCF는 12개월 trailing 기준
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 29] MS 주가, FCF 추이



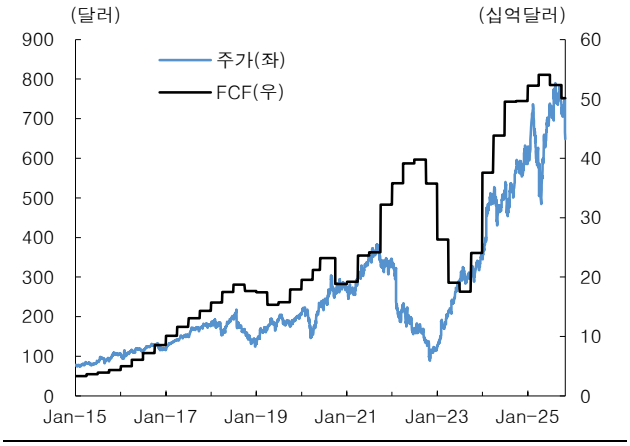
주: FCF는 12개월 trailing 기준
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 30] 알파벳 주가, FCF 추이



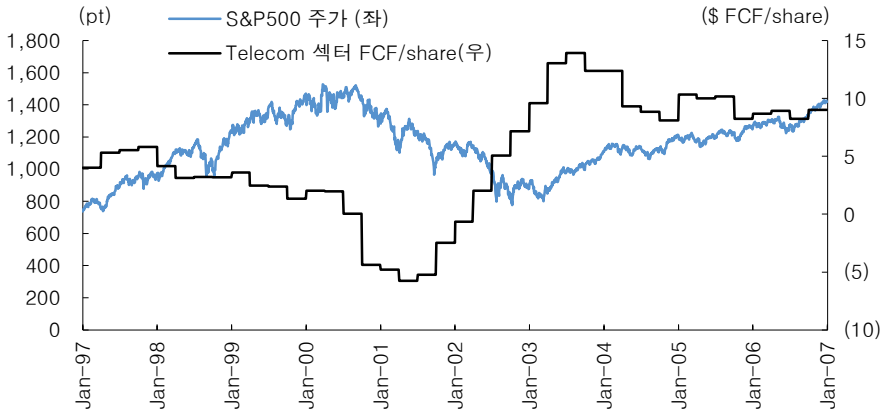
주: FCF는 12개월 trailing 기준
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 31] 메타 주가, FCF 추이



주: FCF는 12개월 trailing 기준
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 32] 닷컴버블 시기 통신 섹터 FCF와 주가 추이



자료: Bloomberg, Factset, 한국투자증권

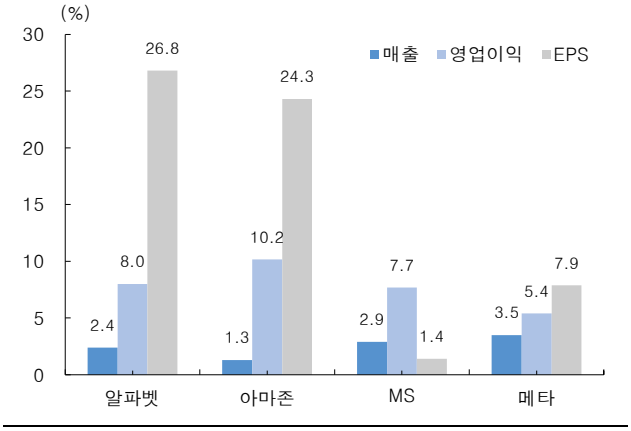
2. 3Q25 실적 발표한 기업들의 가이던스 시그널도 좋음

1) 빅테크 4사 Capex 가이던스 상향조정

빅테크 4사 합산 25년 Capex는 3Q25 실적 후 6% 상향조정

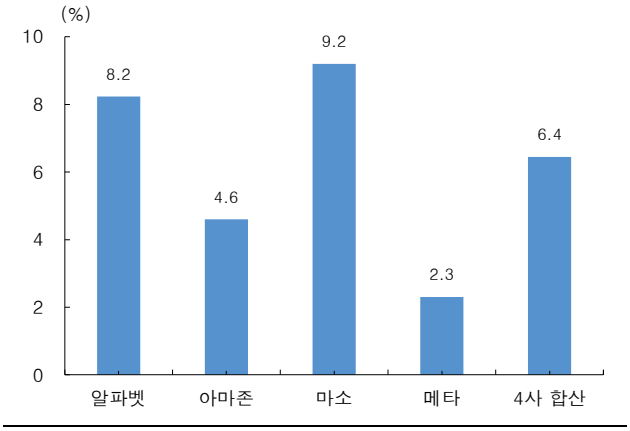
테크 기업들의 3분기 실적을 통해서도 AI 투자 의지가 꺾이지 않았음을 확인할 수 있다. 알파벳과 아마존의 3Q25 실적이 상대적으로 좋았지만, 빅테크 4사 실적은 모두 기대 이상이었다. 4Q25 가이던스 역시 시장 예상치를 충족시키는 수준이었다. 가장 중요한 빅테크 4사의 2025년, 2026년 합산 Capex 추정치는 각각 기존 대비 6%, 18% 상향 조정됐다.

[그림 33] 빅테크 3Q25 실적 서프라이즈 폭



주: 일회성 요인 제거한 수치
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 34] 3Q25 실적 발표 후 25년 Capex 상향폭



자료: Factset, 한국투자증권

Capex QoQ 증가세가 유지되는 점이 고무적

빅테크 4사 3Q25 실적 컨콜의 Capex 관련 주요 코멘트를 요약하면 다음과 같다.

- **마이크로소프트:** 3Q25 Capex는 349억달러(+75% YoY, +44% QoQ)로 QoQ 증가율이 전분기보다 상승했고, FY2026(25년 7월~26년 6월) Capex 성장률은 FY2025보다 높아질 전망이다. 우리는 마소의 CY2026 Capex를 1,480억달러(+26% YoY)로 예상한다. FY2025와 마찬가지로 FY2026에도 투자의 절반 이상은 GPU, CPU 등 단기 자산에 집중될 것이다. Azure 플랫폼 활용 증가, MS 자체 서비스 성장, R&D 가속화, 서버/네트워킹 장비가 수요 증가를 이끄는 추세가 지속될 전망이다.

- **알파벳:** 3Q25 Capex는 240억달러(+83% YoY, +7% QoQ)로 MS와 마찬가지로 Capex가 QoQ 기준으로 증가했다. 3Q24 Capex가 1% QoQ 감소한 후 Capex의 QoQ 증가세가 이어지는 점이 고무적이다. 3Q25 Capex의 60%는 서버, 40%는 데이터센터와 네트워킹 장비에 투입됐다. 알파벳은 수요 증가를 반영해 2025년 Capex 가이던스를 기존 850억달러에서 920억달러(중간값)로 8% 상향 조정했고, 2026년 Capex도 상당히 늘어날 것이라 언급했다. 우리는 2026년 Capex가 1,220억달러(+32% YoY)에 달할 것으로 예상한다. 달러채 175억달러, 유로채 65억유로를 발행해 인프라 확충에 활용할 계획도 밝힌 바 있는데, 메타 케이스와 달리 아직까지 시장의 큰 우려를 불러 일으키고 있지 않다.

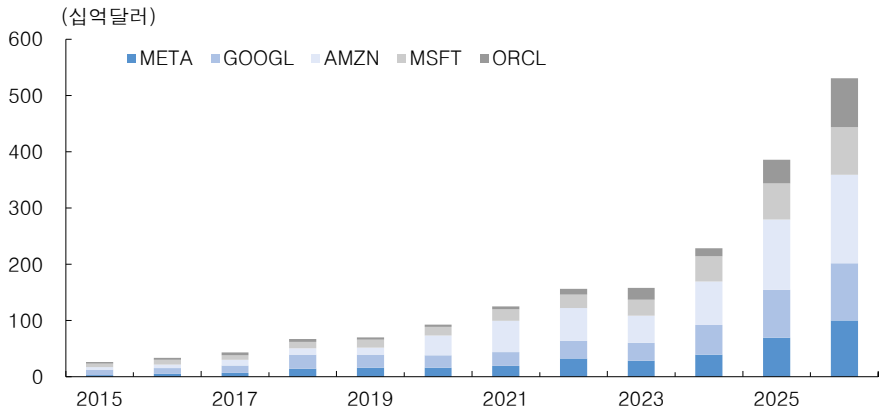
- **아마존:** 아마존의 3Q25 Capex는 342억달러(+61% YoY, +9% QoQ)로 늘어났다. 2025년 Capex 가이던스 또한 1,250억달러(+51% YoY)로 기존 컨센(1,175억달러) 대비 높게 제시했다. Capex 내 AWS 비중이 75% 수준인 점을 감안하면 2025년 클라우드 부문 Capex는 910억달러(+61% YoY)로 추정되고, 2026년에는 1,200억달러(+32% YoY)로 늘어날 전망이다. 앤트로픽을 중심으로 워크로드 수요가 증가하는데 발맞춰 투자 확대 기조를 이어가는 형국이다.

- **메타:** 메타의 3Q25 Capex는 194억달러(+111% YoY, +14% QoQ)로 역시 QoQ 성장세를 유지했다. 메타는 빅테크 4사 중 가장 부담스러운 수준까지 Capex를 확대했다. 2025년 Capex 가이던스를 710억달러(기존 680억달러 대비 4% 상향)로 높였음은 물론이고, 2026년 Capex(1,210억달러) 증가율(+70% YoY)이 빅테크 4사 중 가장 높을 것이 확실하다. 300억달러의 채권 발행(만기 5년~40년 6개 트렌치)을 통해 AI 투자를 확대하기로 한 점은 단기 수익성에 부담을 가중시킬 수 있는 요인이다.

26년, 27년 합산 Capex 추정치 모두 18% 상향

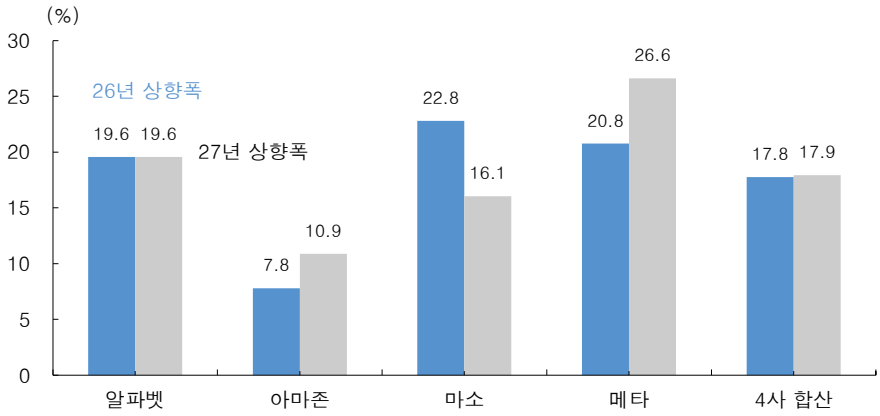
결론적으로 CY3Q25 실적 발표 후 빅테크 4사의 2026년, 2027년 합산 Capex 추정치가 모두 18% 상향 조정됐다는 점이 중요하다. 수익성에 대한 논란이 일부 있음에도 불구하고 여전히 AI에 과소 투자하는 위험이 더 크다는 하이퍼스케일러의 의지가 반영된 결과로 해석할 수 있기 때문이다.

[그림 35] 오라클 포함 하이퍼스케일러 Capex 25년 +72%, 26년 +34% YoY 증가 전망



자료: 각사, Factset, 한국투자증권

[그림 36] 3Q25 실적 발표 후 26년, 27년 Capex 각각 17.8%, 17.9 상향



자료: Factset, 한국투자증권

2) 셀레스티카, 브로드컴, 엔비디아 모두 좋은 시그널 나타남

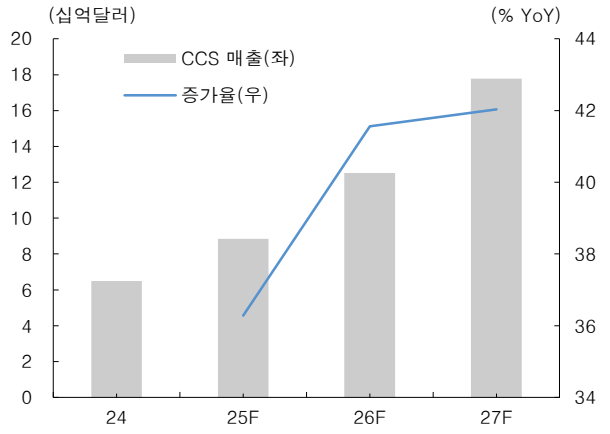
ASIC, 엔비디아 진영의 수치도 견조

ASIC 진영의 대표적 밸류체인인 셀레스티카의 3Q25 실적도 눈여겨볼 부분이 많았다. 셀레스티카의 3분기 실적과 4분기 가이던스가 CCS(Connectivity and Cloud Solutions, +43% YoY) 부문 호조로 기대치를 상회한 점이 우선 고무적이다. 가장 인상적인 부분은 처음으로 제시된 동사의 2026년 가이던스가 매출액 160억달러(+31% YoY, 컨센 138억달러), 조정 영업이익률 7.8%(컨센 7.5%), 조정 EPS 8.2달러(컨센 6.82달러)로 매우 견조하게 제시됐다는 사실이다. 특히 2026년 매출 가이던스 160억달러는 기존 컨센을 15% 넘어서는 수치였다. 고객들의 수요가 강력해 26년에 그치지 않고 27년까지 CCS 매출이 40% YoY 이상 성장할 수 있음은 현재 ASIC 서버와 네트워킹 장비에 대한 수요가 매우 견조함을 의미한다.

ASIC 진영의 핵심 플레이어 브로드컴 또한 앤트로픽의 구글 클라우드 활용 확대, OpenAI와의 신규 계약으로 FY26~27 top line 추정치가 상향 조정되고 있다.

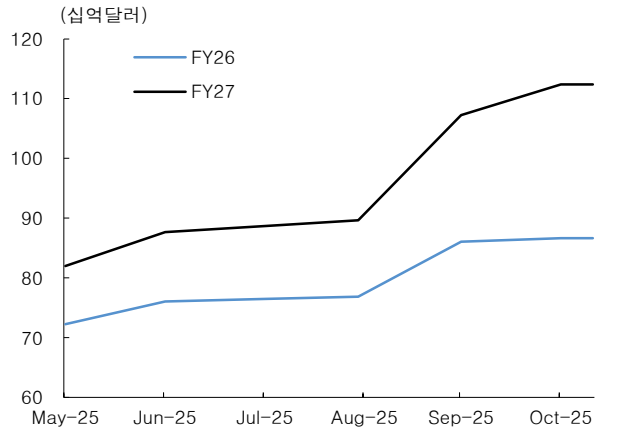
AI 인프라 우위를 점한 엔비디아가 워싱턴DC에서 개최한 GTC에서 블랙웰, 루빈 플랫폼의 수주가 5,000억달러에 달한다고 밝힌 점도 수요가 견조함을 입증한다.

[그림 37] 셀레스티카 CCS 40% YoY 성장률 지속 예상



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 38] 브로드컴 매출 추정치 상향조정 추세



자료: Factset, 한국투자증권

IV. 오라클/네오클라우드: 베어메탈로 승부

1. 오라클: 베어메탈 서버와 소프트웨어로 승부

1) 전통 DB 업체에서 클라우드 사업자로의 성공적인 변신

오라클은 베어메탈 서버 전략을 앞세워 부상

하이퍼스케일러 3사를 잇는 Tier 2 클라우드 사업자라는 인식이 강했던 오라클의 빠른 부상이 최근 들어 특히 눈에 띈다.

사실 오라클은 지난 10여년간 클라우드 경쟁력이 높지 않은 기업이었다. 오라클은 2009년에 SaaS(Oracle on Demand), 12년에 SaaS+PaaS(Oracle Cloud) 서비스를 론칭한데 이어, 16년에 1세대 OCI(Oracle Cloud Infrastructure)를 출범시키며 본격적으로 클라우드 인프라(IaaS) 사업에 뛰어들었다. 18년에는 OCI를 2세대로 재설계하며 베어메탈(bare metal) 서버, 네트워크 격리, 보안을 차별점으로 내세우며 현재 우리가 알고 있는 클라우드 사업자로서의 형태를 갖추게 됐지만, 하이퍼스케일러 3사의 성장세를 고려하면 오라클의 23년까지의 성과는 인상적이지 않았다.

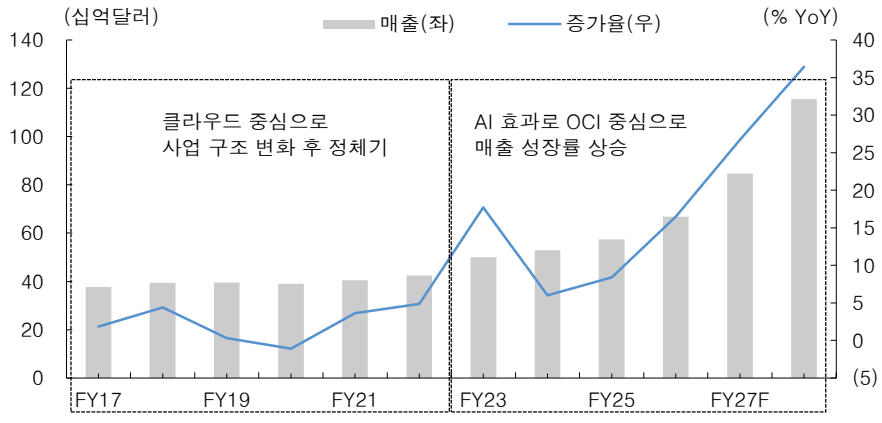
<표 4> 오라클, 하이퍼스케일러 3사의 IaaS 사업 진출 시기 및 특징

사업자	IaaS 진출 시기	초기 서비스	특징
AWS(아마존)	2006년	S3(스토리지), EC2(컴퓨팅)	첫 IaaS사업자
Azure(마이크로소프트)	2012년	IaaS VM 서비스	MS 서비스에 최적화
GCP(알파벳)	2012년	Compute Engine	AI/ML 분석에 강점
OCI(오라클)	2016년	IaaS	베어메탈+VM서버 제공

자료: 각사, 한국투자증권

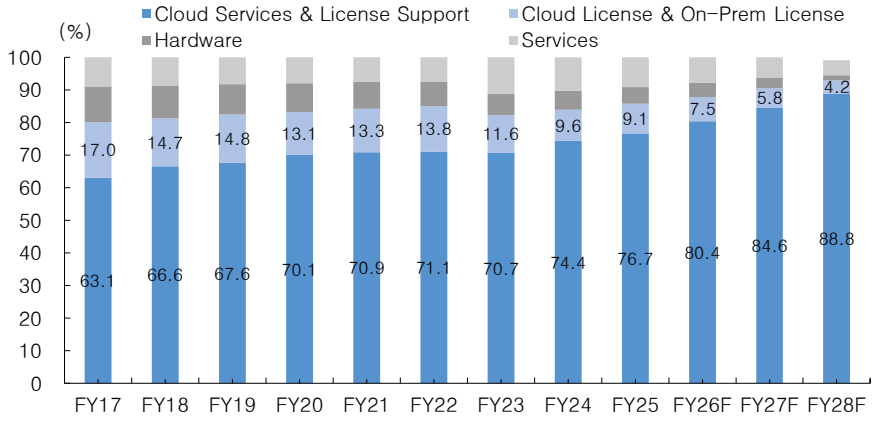
이렇듯 FY19부터 한 자릿수 초중반대에 그치던 오라클의 클라우드 매출 성장률은 FY23부터 두 자릿수로 높아지게 된다. FY23에 Cerner(ERP 사업자)를 인수한 일회성 요인의 영향도 있지만, 더 근본적인 이유는 오라클이 하이퍼스케일러보다 저렴한 가격으로 베어메탈 서버를 제공하는데서 찾을 수 있다.

[그림 39] 오라클 매출 전망: AI 수요 확대로 FY25부터 성장률이 높아지기 시작



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 40] 오라클 사업별 매출 비중: 클라우드 높아지고, 온프레미스 낮아지고



자료: Factset, 한국투자증권

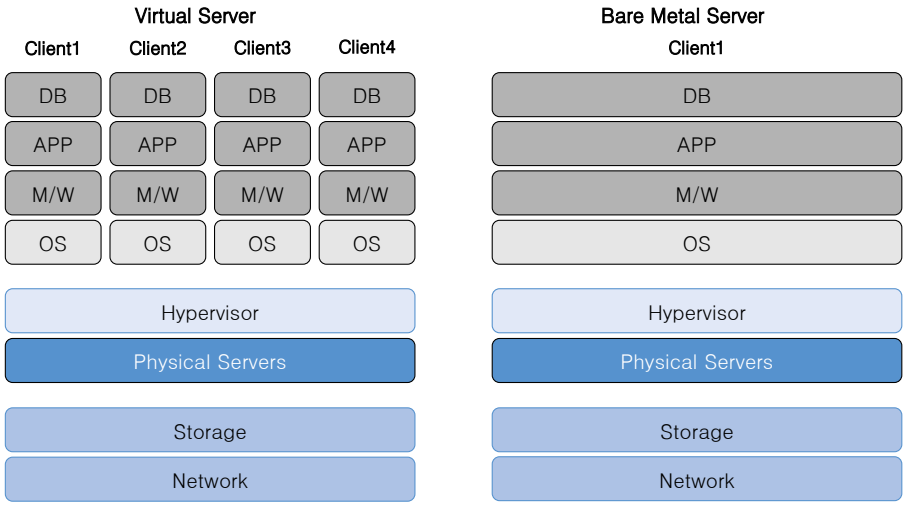
2) 오라클의 베어메탈 vs. 하이퍼스케일러의 가상머신 서버

전통 하이퍼스케일러의 가상화 서버와 확실한 차별점 구축

전술한 것처럼 오라클은 고객들에게 AI 인프라 서비스 제공시 서버를 가상화시키지 않은 베어메탈(Bare Metal) 형태로 제공하는 점을 차별화 전략으로 내세우고 있다.

가상화란 물리 서버 1대를 소프트웨어의 힘을 빌려 여러 개의 가상 서버(VM/Virtual Machine)로 쪼갠 뒤, 이를 여러 고객이 나눠쓸 수 있게 만들어주는 기술을 지칭한다. 가상화의 과정에서는 하이퍼바이저가 핵심적인 역할을 하는데, 1대의 서버를 여러대처럼 쪼개는(가상화시키는) 기능을 제공하기 때문이다. [그림 37]처럼 실제 서버는 1대지만, 이 서버를 Client1~Client4가 나눠 쓸 수 있게 된다는 의미다.

[그림 41] VM 서버(가상화 서버)와 베어메탈 서버의 구조 차이



자료: 한국투자증권

AI/클라우드 인프라 시장을 선도하는 하이퍼스케일러 3사가 모두 가상화 기술을 사용하고 있다는 사실이 중요하다. AI 수요가 본격적으로 증가하기 이전에는 가상화가 자원의 분배와 비용 효율성 측면에서 우수했기 때문이다. 가상화 기술은 실행 속도와 격리 수준에 따라 다시 가상머신(VM)과 컨테이너로 구분할 수 있고, 하이퍼스케일러 3사는 양 서비스를 모두 제공하고 있다. 보안/격리가 중요한 금융/정부 기관은 가상머신을, 실행 속도와 효율성이 중요한 기업은 컨테이너를 주로 사용하게 된다.

<표 5> 하이퍼스케일러 3사와 오라클의 가상화 서비스 비교

클라우드	가상머신(VM) 서비스	하이퍼바이저	컨테이너 서비스	특징
AWS	EC2	Nitro Hypervisor	ECS, EKS, Fargate	VM 시장 점유율 1위, 컨테이너도 강력
Azure	Azure Virtual Machines	Hyper-V	ACI, AKS, App Service	Windows·엔터프라이즈 워크로드 강점
OCI	Compute Instances (VM & Bare Metal)	KVM	OKE, Container Instances	베어메탈 제공으로 고성능/AI 워크로드 차별화
GCP	Compute Engine	KVM	GKE, Cloud Run	쿠버네티스 원조, 컨테이너 관리 최강자

자료: 각사, 한국투자증권

일반적인 상황에서는 가상화 서버가 효율적

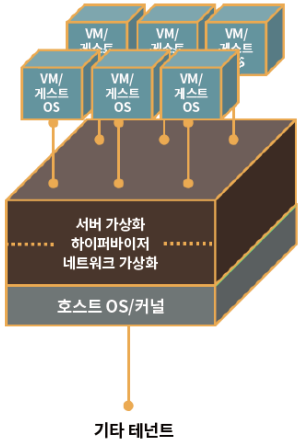
가상화는 서버 자원을 낭비하지 않는 효율성, capa 확대/축소의 유연성, 서버간 영향을 최소화하는 격리성이라는 탁월한 장점을 지니고 있지만, AI 추론에 대한 수요가 급증하고 있는 현 시점에서는 이전에 보이지 않던 단점도 눈에 띄기 시작했다. AI가 추론의 시대로 넘어오면서 AI 모델이 처리해야하는 토큰 수가 기하급수적으로 늘어났고, 이는 AI 인프라의 성능을 손실 없이 온전히 잘 활용하는게 중요해졌다는 의미다.

단, AI 추론 서비스는 성능이 생명→속도 빠른 베어메탈 서버 수요 증가

우선, 가상머신을 사용하면 여러 테넌트(사용자/고객)가 같은 네트워크와 물리 서버를 공유하게 된다는 점을 기억해야 한다. 동일한 서버를 쪼개기 위한 하이퍼바이저가 필요하고, 그 위에 다시 운영체계(OS)를 설치하기 때문에 성능 측면에서 불리한 점이 있다. 여러 테넌트(서버를 같이 사용하는 이웃)가 같은 네트워크를 사용하기 때문에 다른 테넌트(같은 물리 서버를 공유하는 이웃)의 영향을 받을 가능성도 있다. 마치 PC에 소프트웨어를 많이 설치하고, 하나의 네트워크에 연결된 노드가 늘어날수록 PC가 가진 본연의 속도를 완전히 내지 못하는 예와 유사하다.

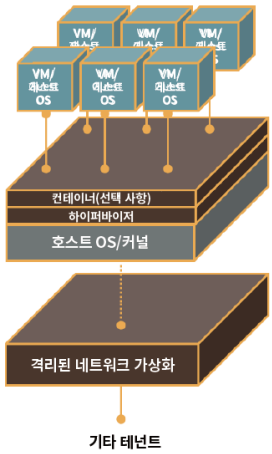
반면, 오라클이 제공하는 베어메탈 서버는 하이퍼바이저가 없는 구조다. 1대의 물리 서버를 고객 1명이 온전히 사용하기 때문에 다른 테넌트의 네트워크 간섭을 받지 않게 된다. VM, 컨테이너, Exadata(ERP) 같은 데이터베이스 시스템까지 1명의 고객을 위한 분리된 환경에서 안정적으로 실행할 수 있다는 의미다.

[그림 42] 일반적인 호스트 서버 가상화



자료: Oracle, 한국투자증권

[그림 43] 오라클의 격리된 네트워크 가상화



자료: Oracle, 한국투자증권

오라클은 초저지연 네트워크 기술도 보유. 과거 Sun Microsystems를 인수한 효과

한편, 오라클이 베어메탈 서버에 RDMA(Remote Direct Memory Access) over RoCE 기술을 통합해 초저지연 네트워크를 구축한 점도 인상적이다. RDMA는 네트워크 상의 서버끼리 통신할 때 네트워크 어댑터가 CPU를 거치지 않고 네트워크 선로에서 애플리케이션 메모리로 직접 데이터를 전송하게 해주는 기술이다. CPU 부하, 메모리 부담 감소로 데이터 전송 지연시간이 극도로 낮아지는 효과가 있다. 오라클은 과거 Sun Microsystems를 인수하며 Mellanox 카드와 Infiniband 기술에 접근할 수 있게 됐고, 과거 Mellanox와 함께 개발한 RDMA over RoCE(표준 이더넷 인프라 기반) 네트워킹을 유연하게 활용할 수 있는 강점이 있다. 즉, 자체적으로 네트워크를 메모리와 유사하게 만드는 기술을 보유하고 있다는 의미다.

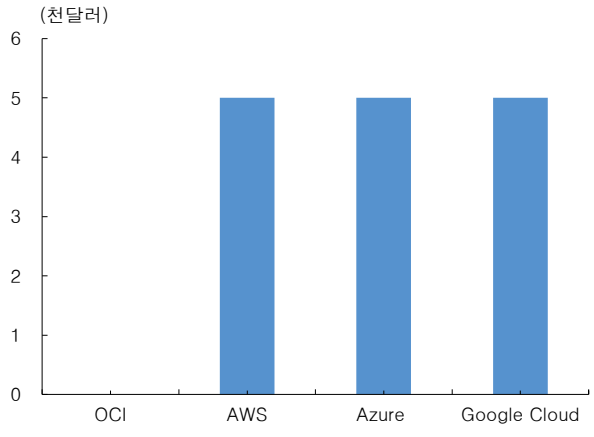
오라클 OCI 매출 성장률이 높아진 것은 전반적으로 AI 인프라에 대한 수요가 늘어난 영향도 있지만, 하이퍼스케일러 3사와 달리 오라클이 AI 추론에 적합한 베어메탈 서버 형태로 AI 인프라를 고객에게 제공하고 RDMA over RoCE 기술을 활용하고 있는 이유도 분명 있다.

3) 오라클 OCI 비용이 하이퍼스케일러 대비 저렴한 이유는?

오라클의 데이터 전송 비용은 상대적으로 매우 저렴

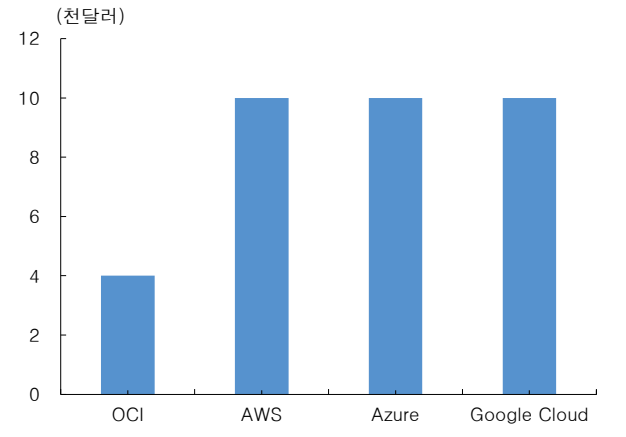
오라클 클라우드의 비용이 하이퍼스케일러보다 낮은 가장 큰 이유는 데이터 전송(Egress, 데이터센터 리전→리전 외 지역으로 전송) 비용이 저렴하기 때문이다. OCI는 매월 10TB의 데이터 전송을 무료로 제공하는 반면, AWS는 단 100GB만을 무료로 제공한다. 실제로 500TB의 데이터를 인터넷으로 전송하는 비용은 AWS, GCP, Azure가 각각 6배, 5.5배, 5배 비싸다.

[그림 44] Zone to zone 데이터 전송 요금(500TB, 미국)



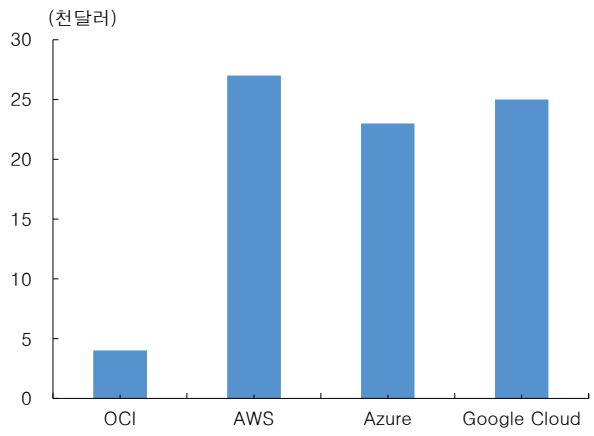
자료: Oracle, 한국투자증권

[그림 45] Region to region 요금(500TB, 미국)



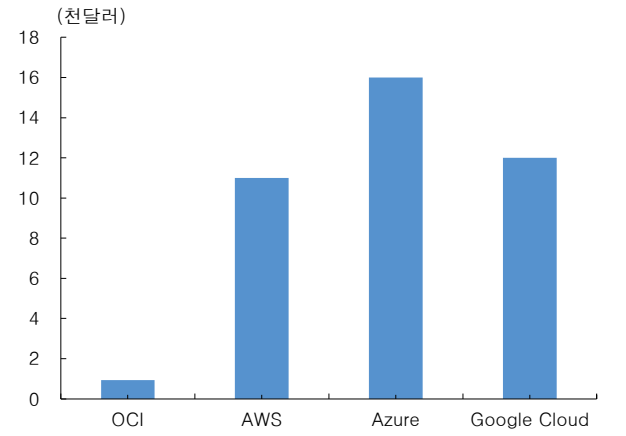
자료: Oracle, 한국투자증권

[그림 46] Public internet egress 요금(500TB, 미국 외)



자료: Oracle, 한국투자증권

[그림 47] Dedicated connecting egress 요금 (500TB, 10Gbps, 미국 외)



자료: Oracle, 한국투자증권

오라클의 데이터 전송 요금 경쟁력이 높은 이유는 다음과 같다. 우선, 클라우드 인프라 사업에 상대적으로 늦게 뛰어든 오라클은 베어메탈 서버와 오프박스 가상화를 기반으로 애초에 non-blocking 네트워크를 구축해 전송 비용을 낮출 수 있었다.

두번째 이유는 사업 철학의 차이다. 1세대 하이퍼스케일러들이 데이터를 클라우드 외부로 내보내는 비용을 비싸게 만들어 데이터를 가두는 전략을 사용하는 반면, 오라클은 자체 네트워크 인프라 최적화를 통해 자체 비용을 낮췄기 때문에 고객의 데이터를 인질로 삼는 전략을 채택하지 않고 있다.

4) 전통 하이퍼스케일러가 베어메탈 서버를 도입하지 않는 이유는?

전통 하이퍼스케일러는 가상화서버 중심의 구조 유지할 것

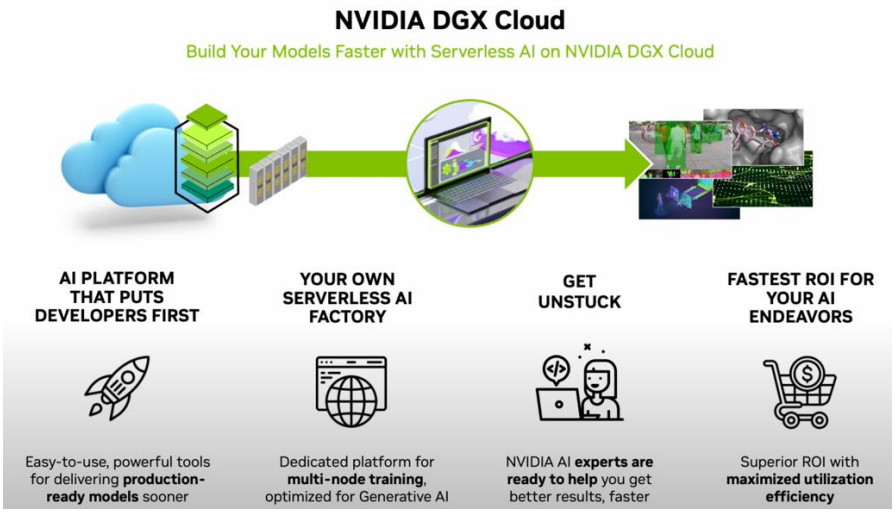
전통 하이퍼스케일러들도 베어메탈 서버의 성능이 뛰어남은 인지하고 있다. 즉, 베어메탈 서버를 도입하지 못하는 게 아니라 하지 않는 것이다. 아마존 AWS가 SAP의 HANA(ERP)를 위해 특수 워크로드를 구축하고, 앤트로픽을 위한 전용 데이터센터를 제공하는 것을 통해 이를 확인할 수 있다. 클라우드 인프라 사업에 늦게 뛰어든 오라클이 대형 금융/통신/제조업체를 주로 고객으로 확보한 것과 달리 전통 하이퍼스케일러 3사는 다양한 업종의 고객을 보유하고 있다. 가상화가 가성비 측면에서 더욱 효율적이고, 이미 구축한 레거시 인프라 교체 비용을 감안하면 가상화 중심의 사업 구조를 유지하는 것이 기존 하이퍼스케일러에게 유리할 것이다. 결국 고객은 워크로드의 종류에 따라 멀티 클라우드를 활용해 효율을 높이는 전략을 확대해 나갈 것이라는 의미다.

5) 엔비디아와의 끈끈한 관계도 경쟁력: DGX Cloud 수요 증가

DGX Cloud도 중장기적으로 성장성 높음

마지막으로, 오라클이 엔비디아와 협력해 DGX Cloud를 구축한 점도 경쟁력이다. DGX Cloud는 엔비디아가 직접 설계한 AI 슈퍼컴퓨팅 플랫폼(DGX 시스템과 AI 소프트웨어)을 오라클 클라우드 인프라 상에서 서비스하는 것을 지칭한다. 엔비디아가 원하는 하드웨와 소프트웨어로 구성된 AI 인프라가 오라클의 인프라에서 클라우드 형식으로 제공된다. DGX Cloud는 기본적으로 엔비디아가 하드웨어, 소프트웨어 스택, 네트워킹을 제공하고, 오라클이 OCI 수퍼 클러스터(클라우드 인프라), 스토리지, 초고속 네트워크, 데이터베이스를 이에 결합하는 구조다. 고객 입장에서는 몇분 내에 AI 슈퍼컴퓨터에 접근할 수 있는 유연성이 확보된다는 장점이 있다. 주로 AI LLM 모델/이미지 생성형 AI 애플리케이션, 컴퓨터 비전, 과학 컴퓨팅, 추천 시스템을 구현하고자 하는 고객이 DGX Cloud를 사용하게 될 것이다. 실제로 엔비디아의 AI Foundations가 OCI에서 실행되고 있고, AI를 가장 먼저 현업에 적용하기 시작한 Amgen(약물 개발 가속화), 서비스나우(AI 에이전트)가 대표적인 DGX Cloud 사용자다.

[그림 48] 엔비디아와 오라클의 DGX Cloud



자료: Nvidia, 한국투자증권

2. 네오클라우드의 부상 = AI 수요가 살아 있음을 의미

네오클라우드도 베어메탈 서버 활용

오라클과 함께 네오클라우드 사업자들의 부상이 눈에 띈다. 주로 비트코인, 이더리움을 채굴하기 위해 GPU와 네트워킹 인프라를 보유했던 기업들이 사업 구조를 전환한 경우가 많다. 코어위브, 네비우스, 아이렌이 이에 해당하는 대표적인 네오클라우드 업체다. 네오클라우드 사업자들은 오라클과 유사하게 서버를 베어메탈 형태로 제공한다. 단, 서버 외 인프라(데이터센터 부지, 건물, 전력)를 에퀴닉스와 같은 서드파티 업체에 의존하는 오라클과 달리 자체적으로 전력 등의 인프라를 확보한다는 차이점이 있다.

코어위브, 네비우스, 아이렌 등 다양한 사업자 등장

OpenAI와의 AI 인프라 계약 규모를 확대 중인 코어위브 외에도 다양한 네오클라우드 사업자들이 시장에서 자리를 잡아가고 있다.

마소-아이렌, OpenAI-아마존 계약은 네오클라우드 수요를 보여주는 사례

최근 마이크로소프트가 아이렌과 5년간 97억달러 규모의 클라우드 및 전력/GPU 공급 계약을 체결한 것이 네오클라우드에 대한 수요를 보여주는 대표적인 사례다. 아이렌은 기존 비트코인 채굴 시설을 개조해 엔비디아 GB300 칩 기반 AI 인프라를 Azure에 제공할 예정이다. 신형 인프라는 마소가 OpenAI 중심의 AI 학습 수요를 Azure 외부에서 충당하기 위한 전략이거나, 코파일럿/MAIA 등 마소의 자체적인 AI 기술력을 향상시키기 위해 사용될 것이다. 이는 AI 인프라 역량을 갖춘 네오클라우드 기업들이 새로운 컴퓨팅 capa의 공급축으로 부상하고 있음을 시사한다. 한편, 마소는 지난 9월에 네비우스와 향후 5년간 174~194억달러 규모의 AI 인프라 계약을 맺으며 네오클라우드 업체들과의 관계 구축을 강화하기 시작한 바 있다.

OpenAI와 아마존 간의 7년 380억달러 규모 계약에도 주목해야 한다. OpenAI는 AWS 상에서 엔비디아 GPU 기반 클러스터를 즉시 활용하기 시작하고, 2026년까지 전면 가동을 목표로 하고 있다. 이는 OpenAI가 멀티클라우드 전략을 본격적으로 도입하고 있음을 의미한다. 아마존 역시 자사 인프라 확충 과정에서 Cipher Mining 등 채굴 기업과의 장기 전력 및 호스팅 계약을 체결하며, AI 전용 데이터센터용 부지와 전력망을 선제적으로 확보하고 있다.

마소와 아마존의 사례는 전통 하이퍼스케일러가 신형 AI 인프라를 구축하는 과정에서 네오클라우드 파트너들과의 협력이 필요함을 보여준다. 하이퍼스케일러들이 기존 데이터센터 만으로는 폭발적으로 증가하는 AI 수요를 감당하기 어렵고, 직접 확장하기에도 인프라 증설에 필요한 리드타임이 길어지며 확장 속도가 실제 수요 증가를 따라잡지 못하는 상황이다. 이에 따라 전력·공간·GPU를 확보한 새로운 형태의 인프라 공급자들이 시장에 진입하고 있고, 이들의 성장세는 AI 인프라 사이클이 기존 예상보다 길어지고 있음을 보여준다고 판단한다.

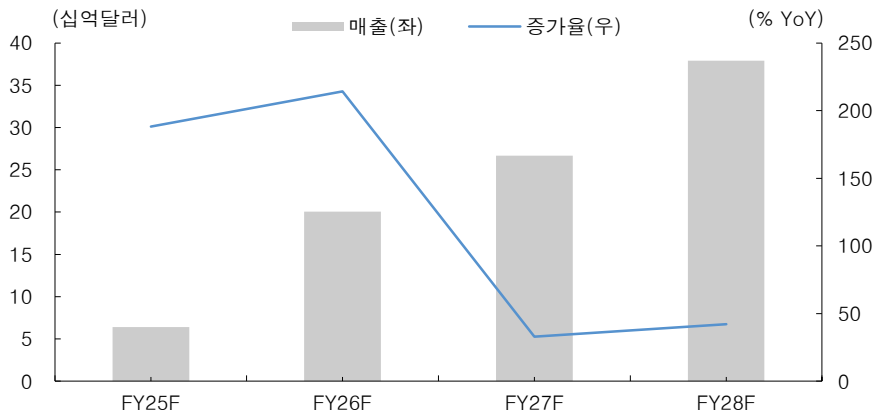
엔비디아와의 좋은 관계가 네오클라우드 기업들의 경쟁력

전술한 것처럼 AI의 수요가 최근에 추론으로 집중되면서 네오클라우드의 베어메탈 서버 기반 AI 인프라에 대한 니즈가 늘어나는 것도 수요 확대의 이유 중 하나일 것이다. 코어위브와 아이렌은 엔비디아와의 끈끈한 관계를 강점으로 활용하고 있다. 오라클도 동 영역에 해당되는데, 이들의 클라우드 시장 점유율이 7% 수준에 그치지만 엔비디아 GPU를 배치하는 점유율은 30%로 훨씬 높다는 점이 이를 입증한다. 동일 스펙의 엔비디아 GPU 인스턴스 비용도 낮아 가격 경쟁력이 높다는 점도 인상적이다.

선호주는 네비우스

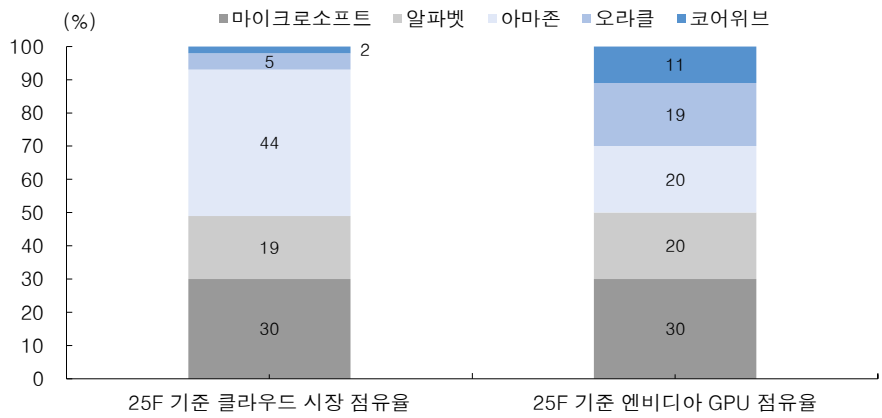
AI 인프라를 담보로 대출을 일으켜 AI 인프라를 확대하는 사업구조와 밸류에이션 부담으로 주가 변동성이 이어지겠지만, 이러한 우려와 별개로 고성장하는 네오클라우드에 대한 시장의 관심은 당분간 이어질 것으로 예상된다. 최선호주는 마소와 관계가 끈끈하고 3사 중 매출 성장률이 가장 빠른 네비우스다.

[그림 49] 네오클라우드 FY26 매출 증가율 전년대비 상승 예상



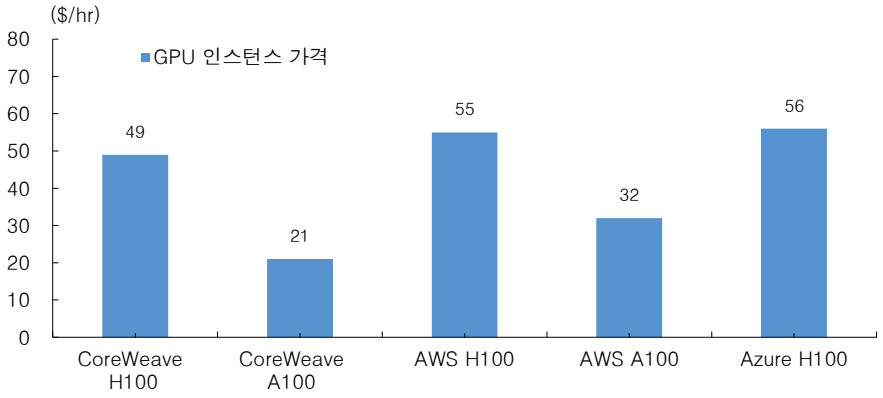
주: 네오클라우드 3사 합산 기준 / 자료: Factset, 한국투자증권

[그림 50] 오라클+네오클라우드: 엔비디아 GPU 점유율 > 클라우드 M/S



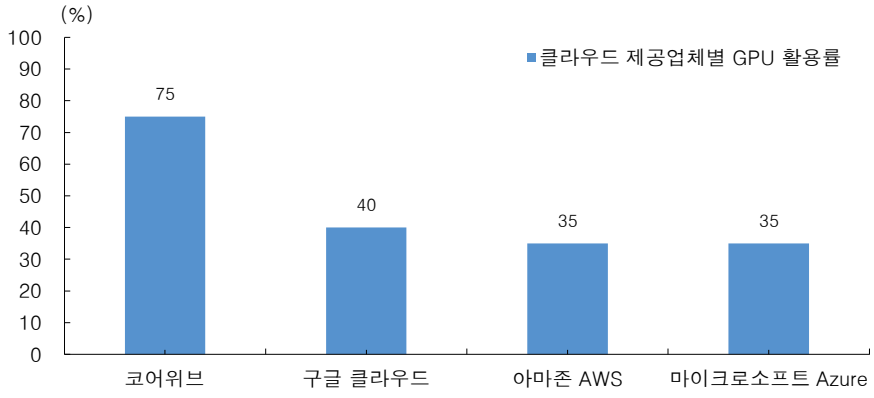
자료: Coatue, 한국투자증권

[그림 51] 코어위브의 GPU 인스턴스 가격은 전통 하이퍼스케일러보다 저렴



자료: Coatue, 한국투자증권

[그림 52] 코어위브 GPU 활용률은 전통 하이퍼스케일러 상회



주: MFU(Model FLOPs Utilization)=실제 관찰 처리량 / 이론상 최대 FLOPs로 GPU 활용률 측정
자료: CoreWeave Training Benchmarks Whitepaper(25년 8월), 한국투자증권

<표 6> 네오클라우드 기업 개요

기업명	시가총액 (십억달러)	기업 개요/계약 및 실적 현황
코어위브 (CRWV US)	55.8	- 17년 "Atlantic Crypto"라는 사명으로 이더리움 채굴 사업 개시 - 18년부터 이더리움 채굴에 사용하던 GPU 인프라를 기반으로 클라우드로 사업 전환에 나서며 사명을 코어위브로 변경 - 특히 22년부터는 엔비디아 H100 칩에 대규모로 투자하며 AI 전문 고성능 컴퓨팅 클라우드 사업자로 발돋움 - 올해 5월 Weights&Biases를 인수해 단순 하드웨어 및 인프라 제공업체에서 AI 개발 풀스택을 통합 제공하는 플랫폼으로 사업 확대. 소프트웨어 및 추론 서비스까지 함께 제공할 수 있다는 강점 보유
네비우스 (NBIS US)	27.6	- 24년 러시아의 인터넷 기업인 “Yandex”로부터 분사되며 네비우스 그룹으로 기업명을 재편 - Yandex의 데이터센터 및 GPU 인프라 자산을 활용해 클라우드 사업으로 전환 - 엔비디아의 GPU를 대량 도입하며 AI 학습 및 추론 중심 인프라 사업자로 자리매김 - 자회사로 자율주행 및 로봇 배달 사업을 영위하는 Avride와 AI 교육 테크 관련 기업 Triple Ten 보유
아이렌 (IREN US)	16.3	- 18년 “Iris Energy”로 비트코인 채굴 사업 개시 - 22년부터 채굴에 사용하던 기존 채굴 인프라를 기반으로 클라우드 사업을 시작하며 사명을 아이렌으로 변경 - 24년에 엔비디아 및 AMD 칩을 대량 도입하며 AI 클라우드 전환 본격화. 25년 8월 엔비디아의 “Preferred Partner” 자격 확보 - 현재 엔비디아 GPU 23만개 보유. 26년까지 140만개로 확대 예정 - 11/3 마이크로소프트와 5년간 97억달러 규모 계약 체결. 2026년까지 텍사스 Childress 캠퍼스 내 200MW 규모 데이터센터에 엔비디아 GB200/GB300 GPU 순차적 배치 예정 - Together AI, Fluidstack, Fireworks AI 등과의 신규 계약을 통해 FY1Q26 AI 클라우드 ARR 5억달러 이상 달성 목표. 26년 말까지 AI 클라우드 서비스 ARR 34억달러 창출 목표

주: 11월 10일 종가 기준
자료: 각사, 한국투자증권

V. 결론: OpenAI의 친구/라이벌 선별

최선호주는 알파벳, 브로드컴, 엔비디아

2025년 하반기부터 AI 투자 속도가 당초 예상보다 빨라지는 시그널이 나타나고 있다. AI 투자 속도와 규모를 높이는 중심에는 OpenAI가 있다. 처음에는 엔비디아 생태계를 중심으로, 10월부터는 비(非)엔비디아 진영(AMD, 브로드컴)으로 AI 인프라 계약 체결을 확대하고 있다. 2025년에 OpenAI가 가동하는 AI 인프라 capa는 2GW인데, 2025년 하반기 광폭 행보를 통해 11월 현재까지 향후에 활용할 38.2GW의 추가 AI 인프라(총 40.2GW)를 확보한 것으로 추정된다. OpenAI가 확보한 AI 인프라의 실질적 배치를 늘려갈 때 수혜가 예상되는 파트너에 집중해야 되는 이유다. 긍정적인 영향은 특히 하드웨어(AI 반도체, 네트워킹 장비)와 하이퍼스케일러 파트너들에게 크게 나타날 것이다.

한편, 최근 논란에도 불구하고 아직은 AI 버블이 도래하지 않았다고 판단한다. 2025년 AI 강세장을 이끈 대표주의 밸류에이션, 현금흐름, 수익성 지표 모두 닷컴버블 시점 대비 견조하기 때문이다. 아직까지는 주가 상승이 현금흐름, 클라우드 매출 성장률, 수익성 방어와 함께 나타나고 있다는 사실에 초점을 맞춰야 한다. 단, 메타의 사례처럼 AI 투자로 미래 수익성이 훼손될 가능성이 생긴 기업에 대한 선호도는 떨어진다는 점은 분명히 하고 싶다. 결론적으로 OpenAI의 파트너로서 성장과 수익성 방어가 동시에 기대되는 기업, 그리고 알파벳과 같이 비OpenAI 진영 기업이지만 자체 AI 하드웨어, 소프트웨어 역량을 모두 개선시키고 있는 기업에 대한 비중을 확대해야 한다. 최선호주는 알파벳, 브로드컴, 엔비디아다. 코어위브, 메타에 대한 선호도는 상대적으로 낮다.

1. 하드웨어: 엔비디아, 브로드컴

1) 엔비디아: OpenAI가 올해 체결한 38.2GW의 AI 인프라 계약 중 절반인 19GW가 엔비디아 기반의 인프라다. 엔비디아가 직접적으로 OpenAI와 맺은 10GW 계약 외에 오라클(4.5GW), 코어위브(0.3GW), 마소(3.8GW), 아마존(0.6GW) 딜에도 대부분 엔비디아의 인프라가 활용될 것이다. 엔비디아의 FY26, FY27 매출은 각각 60%, 63% YoY 성장하고, 매출총이익률은 FY27에 75%(+5%p YoY)로 개선될 전망이다. 최근 GTC에서 2025~2026년에 블랙웰, 루빈 플랫폼에 5,000억달러의 수주를 확보했다고 밝혔는데, 기존 컨센서스를 10% 상회하는 수치였다는 점이 인상적이다. 12MF PER도 29.8배로 부담이 높지 않은 구간이다.

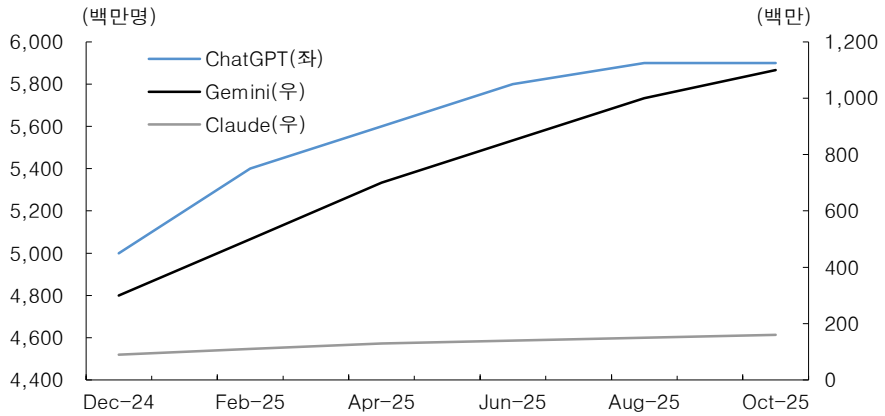
2) 브로드컴: OpenAI와 10GW의 AI 인프라 계약을 체결했다. OpenAI의 ASIC 개발을 지원하고, 이 ASIC으로 구축하는 AI 인프라에 채택될 네트워킹 제품도 브로드컴이 담당하는 구조다. 1GW의 계약당 브로드컴에게 100~150억달러의 매출이 추가 발생할 것으로 예상된다. 브로드컴의 FY2025(24년 11월~25년 10월) 매출은 633억달러로 예상되는데, 1GW 당 FY2025 매출의 20%가 신규 창출되는 점이 긍정적이다. FY2025, FY2026 매출은 각각 23%, 37% 성장하고, FY2026 매출총이익률은 75% 수준이 유지될 것으로 예상된다.

2. 하이퍼스케일러

1) 비OpenAI 진영: 알파벳

알파벳은 우리가 가장 선호하는 하이퍼스케일러다. OpenAI와 파트너십이 없지만, 알파벳은 Gemini 모델을 기반으로 착실하게 AI 역량을 개선시키고 있다. 3분기에 흥행에 성공한 나노 바나나와 같은 AI 이미지 편집 서비스는 개선된 알파벳의 AI 기술력을 증명하는 좋은 사례다. 뛰어난 AI 모델 성능은 Gemini 유저 증가로 이어지고 있고, AI Overview와 AI Mode는 쿼리 성장을 견인하고 있다. 3Q25에 Gemini 2.5를 포함한 AI 제품 매출이 200% 이상, 구글 클라우드 백로그가 46%(1,550억달러) 증가하는 선순환이 나타나고 있다. 한편, 하드웨어적으로는 구글 TPU가 주목받고 있다. TPU의 안정적인 성능 개선이 인정 받은 결과 아마존 AWS를 기반으로 활동하던 앤트로픽이 구글 클라우드와 계약을 맺었다고 판단한다. AI 역량 강화 외에도 peer 대비 낮은 밸류에이션 부담과 반독점 소송에 대한 우려 완화도 알파벳 주가를 상승시키는 요인으로 작용할 것이다.

[그림 53] AI LLM 대표 3사 트래픽



자료: 각사, Factset, 한국투자증권

2) OpenAI 진영: 오라클, 아마존, 네비우스

OpenAI 진영에서 가장 선호하는 종목은 오라클이다. 클라우드 부문(OCI) 고성장에도 수익성에 대한 우려로 주가가 흔들리는 구간을 비중확대의 기회로 삼아야 할 것이다. AI는 향후 추론을 중심으로 수요가 급증할 것이고, 추론의 시대에 적합한 베어메탈 기반의 엔비디아 인프라를 제공하는 점은 분명 매력적이다. OCI 매출 성장률이 FY29로 갈수록 높아지는 점도 긍정적이다.

아마존도 선호 종목이다. 11월에 OpenAI가 AWS 사용 계약을 체결하기 전까지는 OpenAI와 관련도가 매우 낮았다. 오히려 OpenAI의 경쟁사인 앤트로픽 지분율이 높아 양사가 가까워지는 일은 어려워보였다. 아마존의 최대 강점은 하드웨어, 소프트웨어적으로 AI 시대에 대한 준비가 잘 되어 있다는 점이다. 하드웨어적으로는 최근 Tranium 3 개발에 대한 노이즈가 있지만, 알파벳과 함께 가장 완성된 자체 AI 칩을 보유하고 있다.

소프트웨어적으로는 Bedrock 플랫폼을 기반으로 앤트로픽 클로드 모델의 경쟁력을 앞세워 AI 생태계를 강화시키고 있다. 아마존의 3Q25 AWS 매출 증가율이 20.2% YoY로 2022년 이후 가장 높아졌고, 34.6%의 견조한 AWS 영업이익률이 유지됐다는 점 또한 투자 매력도를 높인다.

네비우스는 OpenAI 진영이라 부르기 애매하다. 단, 마소와 강한 파트너십을 구축했고, 마소가 네비우스와 체결한 계약이 마소 자체 용도 혹은 OpenAI를 위한 목적인지는 불분명하다. 네비우스는 네오클라우드 3사 중 FY24~29 연평균 매출 성장률이 196%로 가장 높을 것이다. 흑자전환 시점은 2028년으로 예상된다.

<표 7> AI 추천기업

구분	기업	투자포인트	시총($bn)	25~27 매출 CAGR(%)	FY26 EPS 증가율(%)	12MF PER(x)
하드웨어	엔비디아 (NVDA)	OpenAI 신규 계약 중 50%가 엔비디아 인프라→강한 수요 지속	4,836.9	48.8	51.8	32.1
	브로드컴 (AVGO)	OpenAI 파트너십은 ASIC+네트워킹 제품에 모두 긍정적	1,692.4	30.2	38.4	38.2
하이퍼스케일러	알파벳 (GOOGL)	비OpenAI 진영이지만 자체 AI 역량이 매우 빠르게 발전 중	3,503.3	12.7	31.4	26.2
	오라클 (ORCL)	베어메탈 서버 + DB 구조로 독특한 포지셔닝 구축	686.6	20.7	13.3	32.8
네오클라우드	네비우스 (NBIS)	엔비디아 생태계+마소와 파트너십 강화	27.6	175.3	10.5	-

주: 네비우스는 28년 흑자전환 예상. 11/10 종가 기준
자료: Factset, 한국투자증권

<표 8> AI 관심종목 Peer Valuation

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

종목				매출액	영업이익	영업이익률	순이익	PER	PBR	EPS	BPS	EV/EBITDA	ROE
엔비디아	주가 (11/10, 달러)	199.1	2025A	130,497	81,453	62.4	72,880	48.6	44.0	3.0	3.2	41.3	119.2
	시가총액 (십억달러)	4,836.9	2026F	207,088	130,303	62.9	108,628	44.0	32.9	4.5	6.1	36.7	90.1
			2027F	288,004	191,252	66.4	157,613	29.9	18.6	6.7	10.7	24.8	76.0
			2028F	347,632	234,409	67.4	191,189	24.7	12.1	8.1	16.4	20.5	59.4
AMD	주가 (11/10, 달러)	244.0	2024A	25,785	1,900	7.4	1,641	105.9	3.5	1.0	35.5	39.2	2.9
	시가총액 (십억달러)	397.2	2025F	34,005	7,351	21.6	4,051	61.4	6.5	4.0	37.8	54.0	9.4
			2026F	44,683	11,686	26.2	7,614	37.1	5.8	6.6	41.7	33.5	13.7
			2027F	62,175	18,240	29.3	13,054	24.6	5.1	9.9	47.5	21.6	18.3
브로드컴	주가 (11/10, 달러)	358.4	2024A	51,574	13,463	26.1	5,895	63.9	11.7	1.3	14.4	36.0	12.9
	시가총액 (십억달러)	1,692.4	2025F	63,360	41,549	65.6	20,424	53.1	22.4	6.7	16.0	41.2	41.1
			2026F	86,316	57,118	66.2	31,948	38.4	17.5	9.3	20.5	30.4	48.3
			2027F	111,130	73,466	66.1	45,402	29.8	13.0	12.0	27.7	24.4	47.4
알파벳	주가 (11/10, 달러)	290.1	2024A	350,018	112,390	32.1	100,118	23.9	7.1	8.1	26.6	17.1	32.9
	시가총액 (십억달러)	3,503.5	2025F	345,288	131,906	38.2	129,318	26.7	8.5	10.9	34.0	20.1	33.2
			2026F	395,164	155,155	39.3	134,310	24.6	6.8	11.8	42.4	16.8	30.4
			2027F	439,531	179,619	40.9	156,766	21.1	5.5	13.7	52.4	14.4	27.4
아마존	주가 (11/10, 달러)	248.4	2024A	637,959	68,593	10.8	59,248	39.0	8.1	5.7	27.0	17.8	24.3
	시가총액 (십억달러)	2,655.4	2025F	713,502	80,544	11.3	75,991	29.0	7.1	8.6	35.0	15.8	21.9
			2026F	793,356	100,337	12.6	85,758	26.4	5.7	9.4	43.5	13.0	19.7
			2027F	881,786	123,759	14.0	105,235	21.7	4.5	11.5	55.6	10.7	19.1
마이크로소프트	주가 (11/10, 달러)	506.0	2025A	281,724	128,528	45.6	101,832	36.4	10.8	13.7	46.2	22.1	33.3
	시가총액 (십억달러)	3,760.8	2026F	326,231	150,763	46.2	118,981	31.7	8.5	16.0	59.2	19.0	29.6
			2027F	374,796	173,274	46.2	139,370	27.0	6.8	18.7	74.9	16.6	27.5
			2028F	434,184	201,658	46.4	165,184	22.9	5.2	22.1	97.4	14.1	25.8
메타	주가 (11/10, 달러)	631.8	2024A	164,501	69,380	42.2	62,360	24.4	8.1	24.6	72.1	16.7	37.1
	시가총액 (십억달러)	1,592.7	2025F	199,366	82,387	41.3	60,763	22.1	7.2	28.6	88.3	15.5	29.6
			2026F	235,608	86,271	36.6	76,032	19.1	5.3	33.1	119.2	12.9	29.3
			2027F	272,556	98,750	36.2	85,495	16.7	4.3	37.9	146.8	10.6	25.7
오라클	주가 (11/10, 달러)	240.8	2025A	57,399	17,678	30.8	12,443	37.4	22.7	4.5	7.3	22.0	85.4
	시가총액 (십억달러)	686.6	2026F	67,032	28,243	42.1	14,961	35.3	19.9	6.8	12.1	22.1	56.2
			2027F	83,577	33,533	40.1	18,773	30.3	13.1	7.9	18.4	17.3	40.5
			2028F	126,303	45,701	36.2	27,624	22.2	8.3	10.8	29.0	11.8	39.4
코어위브	주가 (11/10, 달러)	105.6	2024A	1,915	324	16.9	(863)	-	-	(79.3)	-	-	(146.8)
	시가총액 (십억달러)	51.6	2025F	5,276	814	15.4	(1,194)	-	15.6	(1.5)	6.8	18.3	(30.0)
			2026F	12,319	2,669	21.7	(588)	-	16.7	(0.3)	6.3	6.8	(4.4)
			2027F	18,553	4,626	24.9	629	48.3	12.3	2.2	8.6	4.6	27.2
네비우스	주가 (11/10, 달러)	109.9	2024A	118	(441)	(375.1)	(641)	-	2.0	(2.3)	13.8	-	(19.5)
	시가총액 (십억달러)	28	2025F	584	(474)	(81.3)	236	-	-	(1.5)	-	-	-
			2026F	2,947	562	19.1	0	-	-	(1.5)	-	41.1	-
			2027F	5,514	(1,095)	(19.9)	-	552.5	-	0.2	-	8.7	-
아이렌	주가 (11/10, 달러)	60.2	2024A	501	99	19.8	87	130.5	2.1	0.4	7.1	11.4	6.0
	시가총액 (십억달러)	17.1	2025F	1,172	246	21.0	315	46.3	5.9	1.1	8.3	17.3	11.3
			2026F	2,403	621	25.9	265	45.3	5.6	1.1	8.7	7.2	14.0
			2027F	3,423	1,665	48.6	1,104	13.4	-	3.6	(5.5)	6.0	40.1

주: Peer Table은 GAAP 기준, 연도는 FY 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

This page is left blank intentionally

미국 기업

브로드컴(AVGO US)

알파벳(GOOGL US)

아마존(AMZN US)

오라클(ORCL US)

마이크로소프트(MSFT US)

메타(META US)

코어위브(CRWV US)

네비우스(NBIS US)

브로드컴(AVGO US)

주가(11/10, 달러)		358.4
시가총액(십억달러)		1,692.4
발행주식수(백만)		4,722.4
52주 최고/최저가(달러)		386.5/138.1
일평균거래대금(6개월, 백만달러)		6,626.2
유동주식비율(%)		98.1
주요주주(%)	Vanguard Group	10.1
	Capital Group	8.4

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	33,203	20,294	16,526	3.4	43.6	19,307	17.3	11.7	8.7	48.2	3.5
FY23F	35,819	22,125	18,378	3.7	8.1	20,133	24.8	18.5	14.5	60.3	2.2
FY24A	51,574	30,736	23,733	3.7	0.0	23,660	63.9	36.0	11.7	12.9	1.2
FY25F	63,360	41,520	33,264	5.2	39.3	42,374	53.1	41.2	22.4	41.1	0.7
FY26F	86,316	56,910	46,557	7.8	50.4	57,350	38.4	30.4	17.5	48.3	0.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.4	72.1	95.2
상대주가(%p)	5.9	42.6	71.3

주가추이

자료: Bloomberg

단기, 장기 모두 좋다

견조한 실적과 가이던스 + OpenAI와 파트너십 체결: 브로드컴의 FY3Q25(5~7월) 매출액(160억달러, +6% QoQ, +22% YoY), 조정 EPS(1.69달러, +36% YoY), 매출총이익률(78.4%, 컨센 78.2%), 영업이익률(65.5%, 컨센 65.4%)은 모두 기대치를 상회한 바 있다. AI 반도체(52억달러, +60% YoY), 인프라 SW 부문(68억달러, +17% YoY)이 모두 기대보다 소폭 나은 성과를 기록한 덕분이다. 구글의 V6 TPU 램프업, Tomahawk 5 스위치에 대한 강한 수요가 견조한 실적의 기반이 되었다.

FY4Q25(8~10월) AI 매출 가이던스가 62억달러(+66% YoY)로 기존 컨센서스(55억달러, +61% YoY)를 크게 상회한 점도 인상적이었다. 여기에 더해 브로드컴은 4번째 XPU 고객(오픈AI로 추정)을 확보했고, 동 고객으로부터 FY2H26(26년 5~10월)에 100억달러의 ASIC 매출이 발생할 전망이다.

OpenAI와 체결한 10GW AI 인프라 계약도 긍정적이다. OpenAI의 ASIC 개발을 지원하고, 동 ASIC으로 구축하는 AI 인프라에 채택될 네트워킹 제품도 브로드컴이 담당하는 구조다. 1GW의 계약당 브로드컴에게 100~150억달러의 매출이 추가 발생할 것으로 예상된다. 브로드컴의 FY2025(24년 11월~25년 10월) 매출은 633억달러로 예상되는데, 1GW 당 FY2025 매출의 20%가 신규 창출되는 점이 긍정적이다. FY2025, FY2026 매출은 각각 23%, 37% 성장하고, FY2026 매출총이익률은 75% 수준이 유지될 것으로 예상된다.

단기, 장기 스토리 모두 좋다: 브로드컴에 대한 긍정적인 의견을 제시한다. 1) 브로드컴은 AI 커스텀 컴퓨팅의 선두주자 지위가 매우 공고하다. 2) 네트워크 스케일업, 스케일아웃이 가속화되며 동사의 Tomahawk 6, Jericho 4에 대한 수요가 늘어날 것이다. 12MF PER이 38.2배로 낮지 않지만, 신규 고객 확보에 대한 기대감이 센티먼트를 개선시키는 요인으로 작용할 것이다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

김미래
miraekim@koreainvestment.com

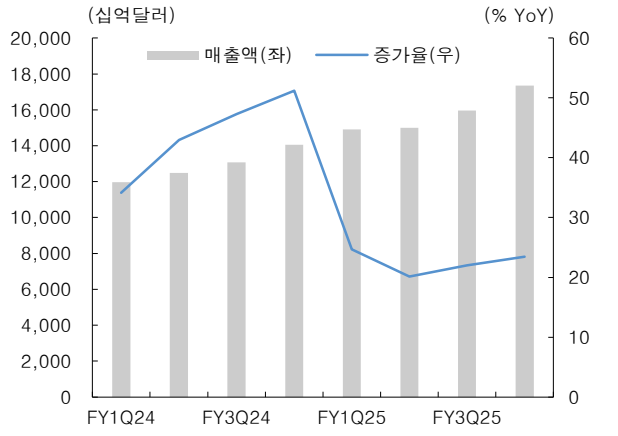
<표 9> 분기 실적 추이

(단위: 십억달러, % YoY, %)

	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25F
매출액	11,961	12,487	13,072	14,054	14,916	15,004	15,952	17,347
증가율	*34.2*	*43.0*	*47.3*	*51.2*	*24.7*	*20.2*	*22.0*	*23.4*
Semiconductor solutions	7,390	7,202	7,274	8,230	8,212	8,408	9,166	10,288
증가율	*4.0*	*5.8*	*4.8*	*12.3*	*11.1*	*16.7*	*26.0*	*25.0*
Infrastructure software	4,571	5,285	5,798	5,824	6,704	6,596	6,786	7,059
증가율	*36.7*	*34.3*	*3.3*	*(7.4)*	*46.7*	*24.8*	*17.0*	*21.2*
EBITDA	7,156	7,429	8,223	9,089	10,083	10,001	10,702	11,124
EBITDA 마진	*59.8*	*59.5*	*62.9*	*64.7*	*67.6*	*66.7*	*67.1*	*64.1*
영업이익	6,831	7,146	7,948	8,811	9,828	9,793	10,261	11,076
영업이익률	57.1	57.2	60.8	62.7	65.9	65.3	64.3	63.8
순이익	5,254	5,394	6,120	6,965	7,823	7,787	8,404	8,893
순이익률	*43.9*	*43.2*	*46.8*	*49.6*	*52.4*	*51.9*	*52.7*	*51.3*

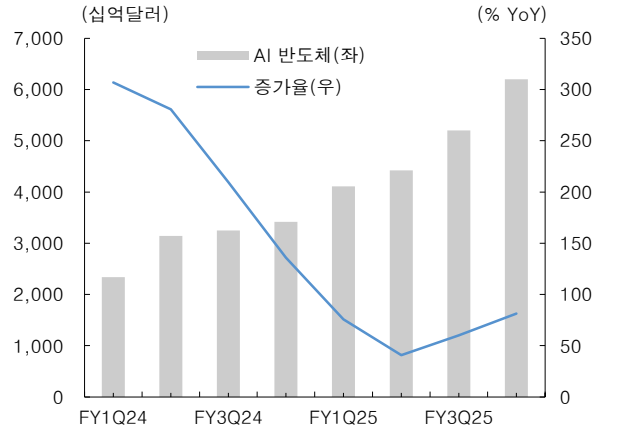
주: Non-GAAP 기준
자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

[그림 54] 매출액 추이



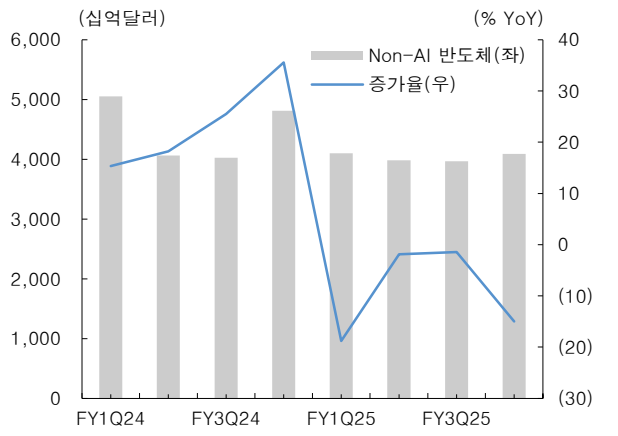
자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

[그림 55] AI 반도체 매출 추이



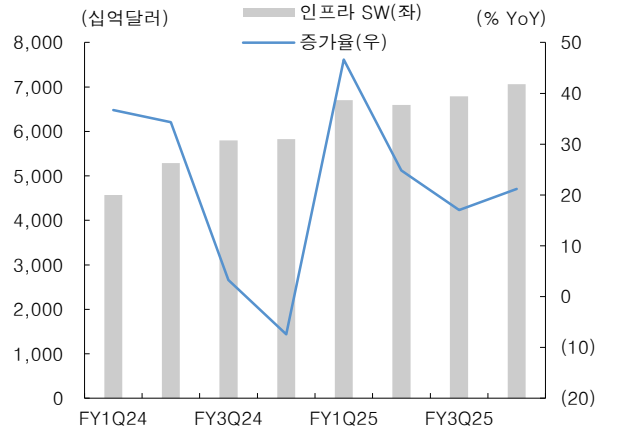
자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

[그림 56] Non-AI 반도체 매출 추이



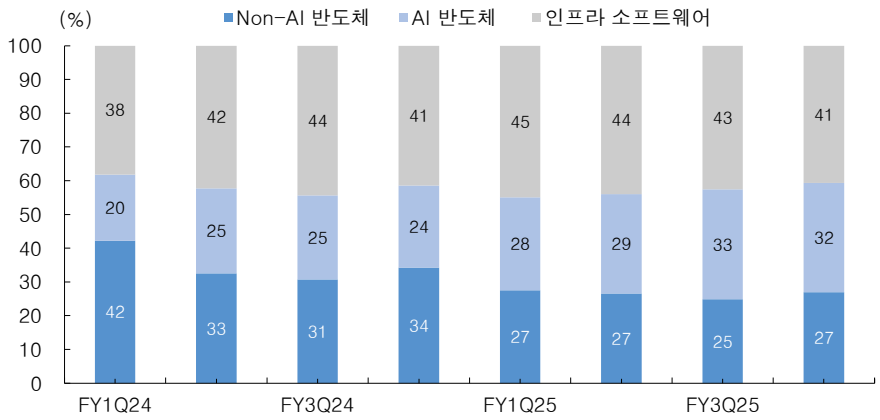
자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

[그림 57] 인프라 SW 매출 추이



자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

[그림 58] 제품별 매출 비중



자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

<표 10> 실적 및 주요 지표

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
매출액(십억달러)	33,203	35,819	51,574	63,331	86,661	112,376
영업이익(십억달러)	20,294	22,125	30,736	41,520	56,910	72,647
영업이익률(%)	*61.1*	*61.8*	*59.6*	*65.6*	*65.7*	*64.6*
세전이익(십억달러)	18,779	21,003	27,358	38,592	54,347	71,546
순이익(십억달러)	16,526	18,378	23,733	33,264	46,557	61,180
순이익률(%)	*49.8*	*51.3*	*46.0*	*52.5*	*53.7*	*54.4*
EBITDA(십억달러)	20,866	23,213	31,897	42,122	57,955	72,748
EBITDA 마진(%)	*62.8*	*64.8*	*61.8*	*66.5*	*66.9*	*64.7*
EPS(달러)	3.4	3.7	3.7	5.2	7.8	10.5
EPS증가율(% YoY)	*42.4*	*8.1*	*(0.0)*	*39.3*	*50.4*	*34.3*
BPS(달러)	5.5	5.6	14.5	16.3	21.2	28.0
DPS(달러)	1.6	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0
ROA(%)	*22.6*	*25.2*	*14.3*	*19.8*	*25.4*	*30.2*
ROE(%)	*68.1*	*75.2*	*33.5*	*41.3*	*43.9*	*43.2*
배당수익률(%)	*3.5*	*2.2*	*1.2*	*0.6*	*0.7*	*0.8*
순차입금(십억달러)	27,099	25,040	58,218	48,240	21,426	(13,276)
PER(x)	12.5	19.9	34.9	54.8	38.5	29.7
PBR(x)	8.5	15.0	11.7	22.7	16.9	12.8
EV/EBITDA(x)	10.9	16.6	26.7	43.9	31.0	24.7

주: 11월 10일 종가, Non-GAAP 기준
자료: 브로드컴, Factset, 한국투자증권

알파벳(GOOGL US)

주가(11/10, 달러)	290.1
시가총액(십억달러)	3,503.5
발행주식수(백만)	5,818
52주 최고/최저가(달러)	291.6/140.5
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)	7,764.66
유동주식비율(%)	99.7
주요주주(%)	
Vanguard Group	8.9
블랙록	7.4

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	282.836	74,842	59,972	4.5	(19.6)	93,670.0	18.1	11.2	4.4	23.6	0.0
FY23A	307.394	84,293	73,795	5.8	28.9	99,601.0	22.8	16.7	6.1	27.4	0.0
FY24A	350,018	113,106	100,118	8.0	37.9	131,005.0	23.9	17.1	7.1	32.9	0.3
FY25F	345,288	131,906	129,318	10.6	31.7	170,571.7	26.7	20.1	8.5	33.2	0.3
FY26F	395,164	155,155	134,310	11.1	5.0	203,704.1	24.6	16.8	6.8	30.4	0.2

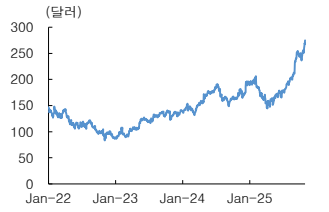
자료: Bloomberg, 한국투자증권

AI 실력이 좋아진다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.6	89.9	62.7
상대주가(%p)	17.6	57.3	42.7

주가추이



자료: Bloomberg

견조한 3Q25 실적 발표: 알파벳의 3Q25 실적은 예상보다 견조했다. 매출액(1,023억달러, +16%, 이하 모두 YoY 기준)과 EPS(2.87달러, +35%)는 컨센서스를 각각 3%, 27% 상회했고, 영업이익(312억달러, +9%)은 기대치를 3% 하회했다. 분기 매출액이 처음으로 1,000억달러를 넘어선 점이 눈에 띄었고, 컨센을 밑돈 영업이익 또한 일회성 요인(EU 과징금 35억달러)을 제외하면 시장 예상치를 8% 넘어선다. Google Services(+14%) 매출이 견조했는데, 이는 Google Search(+15%)와 YouTube Ads(+15%) 부문의 성과가 예상보다 좋았기 때문이다. Google Cloud 부문 성장률(+34%, 컨센 +30%)과 영업이익률(23.7%, 컨센 19.4%)이 기대치를 뛰어 넘은 점도 고무적이다.

AI/클라우드 성과도 숫자로 확인되기 시작: 광고 부문 실적이 예상보다 견조한 가운데 구글의 AI 지표가 3분기에 개선된 점을 긍정적으로 평가한다. 우선 3분기 Gemini MAU가 6.5억명(2Q25 4.5억명, Open AI WAU는 8억명 수준)으로 늘어났고, Gemini 쿼리가 전분기대비 3배 증가했다는 점이 중요하다. 검색에 도입한 AI Overview와 AI Mode가 쿼리 성장을 견인하고 있고, AI Mode DAU는 7,500만명으로 확대됐다. 이에 따라 Gemini 2.5를 포함한 AI 제품 매출이 200% 이상, 구글 클라우드 백로그가 46%(1,550억달러) 성장했다. 엔터프라이즈 AI 수요가 강세를 보이며 25년 1~3분기 10억달러 이상 계약이 과거 2년 합계를 초과한 점도 인상적이다. 한편, 알파벳은 AI 수요 증가를 반영해 25년 Capex를 기존 850억달러에서 920억달러(중간값)로 8% 높였다.

빅테크 중 최선호주: 알파벳은 빅테크 중 가장 완전한 AI 풀스택 기업으로 진화하고 있다. TPU를 기반으로 한 뛰어난 하드웨어 역량을 보유하고 있고, 이를 기반으로 구글 클라우드 성장률이 높은 수준을 유지하고 있다. Gemini 모델 경쟁력이 높아지고 있고, AI 애플리케이션(나노 바나나 등) 또한 다양해지는 구간이다. 밸류에이션 부담이 peer 대비 낮고, 반독점 소송 결과에 대한 우려가 완화되고 있는 점도 투자포인트다. 알파벳에 대한 긍정적인 접근이 필요한 시점이다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

김미래
miraekim@koreainvestment.com

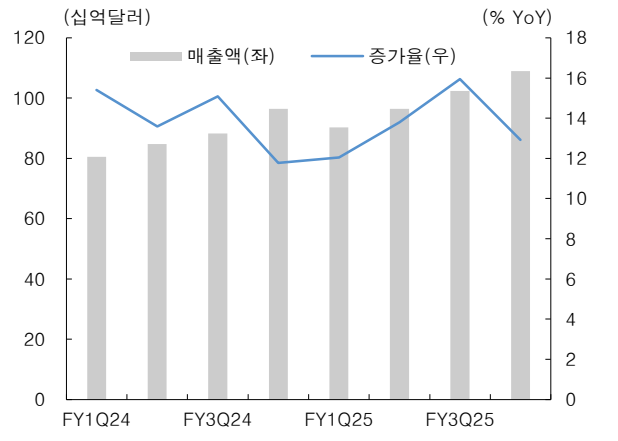
<표 11> 분기 실적 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	80,539	84,742	88,268	96,469	90,234	96,428	102,346	108,938
% YoY	*15.4*	*13.6*	*15.1*	*11.8*	*12.0*	*13.8*	*15.9*	*12.9*
Google Services	70,398	73,928	76,510	84,094	77,264	82,543	87,052	92,868
% YoY	*13.6*	*11.5*	*12.5*	*10.2*	*9.8*	*11.7*	*13.8*	*10.4*
Google Cloud	9,574	10,347	11,353	11,955	12,260	13,624	15,157	15,533
% YoY	*28.4*	*28.8*	*35.0*	*30.1*	*28.1*	*31.7*	*33.5*	*29.9*
EBITDA	28,885	31,133	32,506	35,177	35,093	36,269	37,048	42,353
EBITDA 마진	*35.9*	*36.7*	*36.8*	*36.5*	*38.9*	*37.6*	*36.2*	*38.9*
영업이익	25,472	27,425	28,521	30,972	30,606	31,271	31,228	35,888
영업이익률	*31.6*	*32.4*	*32.3*	*32.1*	*33.9*	*32.4*	*30.5*	*32.9*
순이익	23,662	23,619	26,301	26,536	34,540	28,196	34,979	30,562
순이익률	*29.4*	*27.9*	*29.8*	*27.5*	*38.3*	*29.2*	*34.2*	*28.1*

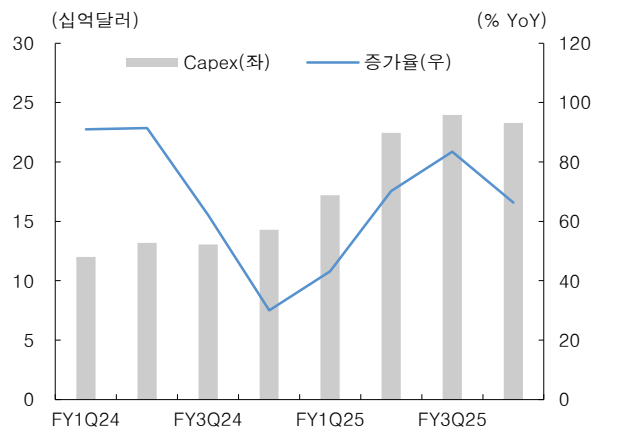
주: GAAP 기준
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 59] 매출액 추이



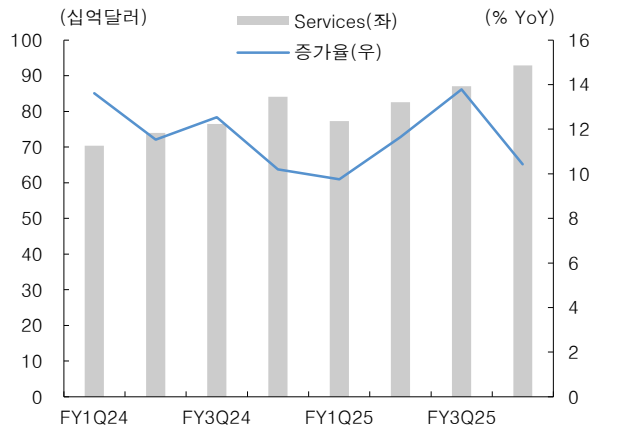
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 60] Capex 추이



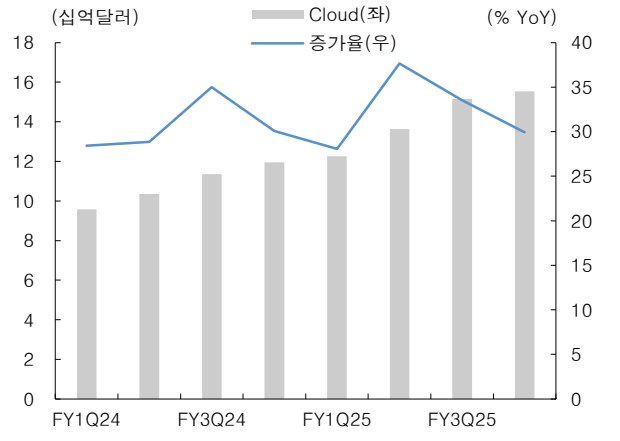
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 61] Google Services 매출 추이



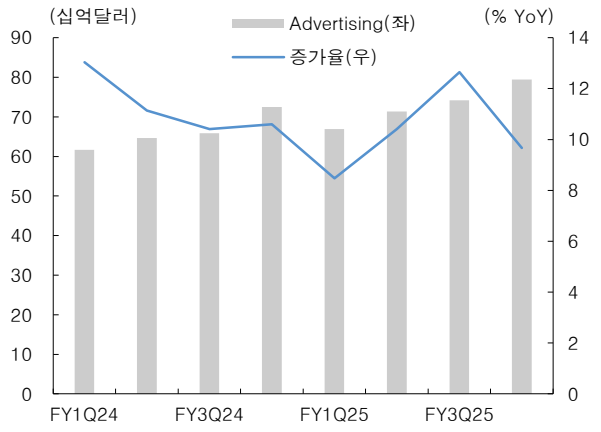
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 62] Google Cloud 매출 추이



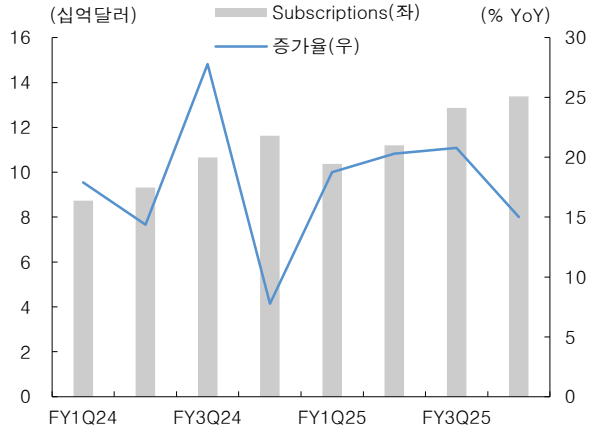
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 63] Advertising 매출 추이



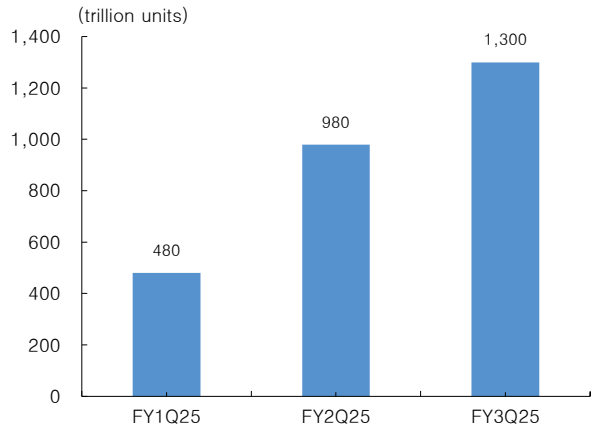
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 64] Subscriptions 매출 추이



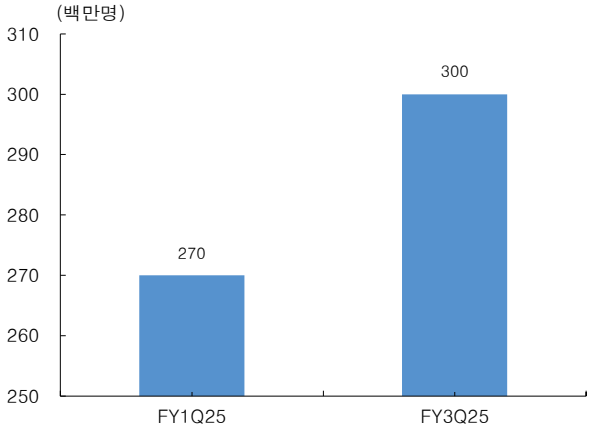
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 65] 빠르게 증가하는 Monthly tokens



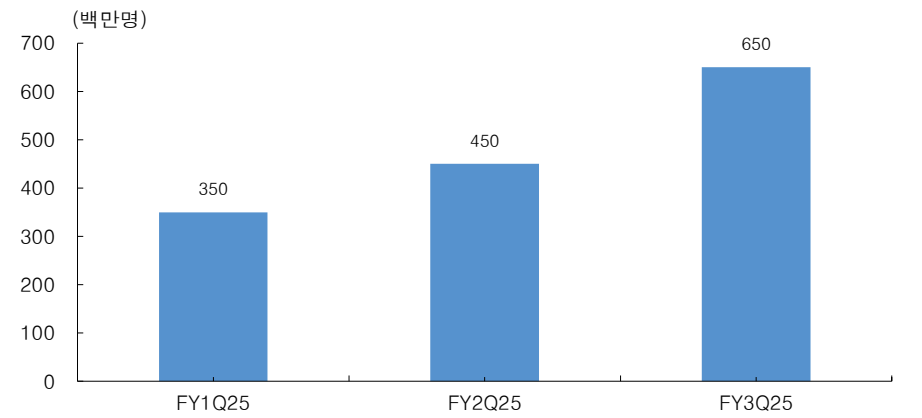
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 66] Google one, 유튜브 프리미엄 유료 구독자수



자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

[그림 67] Gemini MAU(Monthly Active User) 추이



자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

<표 12> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	257,637	282,836	307,394	350,018	399,656	453,712
영업이익(백만달러)	78,714	74,842	84,293	112,390	130,339	153,660
영업이익률(%)	*30.6*	*26.5*	*27.4*	*32.1*	*32.6*	*33.9*
세전이익(백만달러)	90,734	71,328	85,717	119,815	156,232	161,121
순이익(백만달러)	76,033	59,972	73,795	100,118	128,599	134,378
순이익률(%)	*29.5*	*21.2*	*24.0*	*28.6*	*32.2*	*29.6*
EBITDA(백만달러)	91,155	90,770	97,992	127,701	152,703	183,101
EBITDA 마진(%)	*35.4*	*32.1*	*31.9*	*36.5*	*38.2*	*40.4*
EPS(달러)	5.6	4.6	5.8	8.0	10.6	11.1
EPS증가율(% YoY)	*91.4*	*(18.7)*	*27.2*	*38.6*	*31.3*	*5.5*
BPS(달러)	18.7	19.8	22.5	26.3	33.9	42.1
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
ROA(%)	*21.2*	*16.4*	*18.3*	*22.2*	*23.3*	*20.2*
ROE(%)	*30.0*	*23.0*	*25.8*	*30.5*	*31.1*	*26.5*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.3*	*0.2*	*0.2*
순차입금(백만달러)	(124,832)	(99,061)	(97,663)	(84,774)	(77,178)	(66,382)
PER(x)	25.8	19.3	24.1	23.5	27.5	26.0
PBR(x)	7.7	4.4	6.2	7.2	8.6	6.9
EV/EBITDA(x)	17.4	9.8	14.1	15.2	19.7	16.4

주: 11월 10일 종가, GAAP 기준
자료: 알파벳, Factset, 한국투자증권

아마존(AMZN US)

주가(11/10, 달러)		248.4
시가총액(십억달러)		12,655.4
발행주식수(백만)		10,690.2
52주 최고/최저가(달러)		258.6/161.4
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)		9,930.0
유동주식비율(%)		90.3
주요주주(%)	제프 베조스	8.3
	Vanguard Group	8.0

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	513,983	12,248	(2,722)	(0.3)	(109.3)	63,016.0	113.9	15.0	5.9	(1.9)	0.0
FY23A	574,785	36,852	30,425	2.9	1,066.7	96,065.0	51.9	17.1	7.8	17.5	0.0
FY24A	637,959	68,593	59,248	5.5	89.7	133,349.0	39.0	17.8	8.1	24.3	0.0
FY25F	713,502	80,544	75,991	7.0	27.4	166,451.9	29.0	15.8	7.1	21.9	0.0
FY26F	793,356	100,337	85,758	7.8	11.1	202,751.6	26.4	13.0	5.7	19.7	0.0

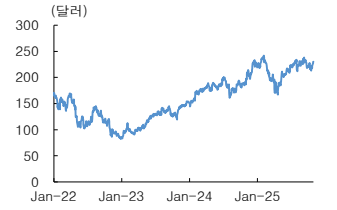
자료: Bloomberg, 한국투자증권

예상보다 잘 나가는 AWS

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.8	28.7	19.3
상대주가(%p)	10.1	6.6	4.7

주가추이



자료: Bloomberg

3Q25 실적 good: 아마존의 3Q25 실적은 예상보다 견조했다. 매출액(1,802억달러, +13%, 이하 모두 YoY 기준)과 EPS(1.95달러, +36%)는 컨센서스를 각각 1%, 24% 상회했다. 영업이익(174억달러, +6%) 또한 38억달러에 달하는 일회성 요인(FTC와의 합의금 25억달러, 구조조정 비용 18억달러)을 제외하면 217억달러로 시장 기대치(197억달러)를 넘어섰다. AWS 매출 성장률이 20.2%로 22년 이후 가장 높아진 점이 무엇보다 고무적이다. 신사업으로 육성 중인 광고 매출도 24% 늘어나며 기대보다 견조했다. Online Stores(+10%), 3rd Party Seller Services(+12%), Subscription(+12% YoY) 매출은 예상보다 견조했고, Physical Stores(+7% YoY) 성장률은 기대에 부합했다.

높아진 AWS 성장률, 광고 부문 순항을 긍정적으로 평가: 아마존은 4Q25 가이던스를 매출액 2,095억달러(+11.5% YoY), 영업이익률 11.2%로 제시했다. 매출액은 기존 컨센을 소폭 상회, 영업이익률은 소폭 하회하는 수치다. 이번 실적에서 긍정적인 부분은 크게 2가지다. 1) 3Q25 AWS 매출 증가율이 20.2%(+2.7%p QoQ) 높아졌다. AWS 영업이익률이 34.6%로 견조한 수준이 유지되며 성장률이 높아진 점이 고무적이다. 앤트로픽을 중심으로 Trainium 2 칩 도입이 확산됐고, 성능이 40% 개선된 Trainium 3 출시도 준비 중이다. 아마존의 전력/데이터센터 capa는 현재 22년 대비 2배 증가한 바 있는데, 2027년까지 capa를 다시 2배 확대하며 AI 수요 증가에 대비할 예정이다. 아마존이 2025년 Capex 가이던스를 1,250억달러(+51%)로 컨센(1,175억달러) 대비 높게 제시한 것도 같은 맥락으로 해석할 수 있다. AI 투자가 늘어도 타 빅테크 대비 수익성 방어가 잘 될 것이라는 점이 중요하다. 2) 광고 부문 성과가 견조하다. Prime Video 광고 도입, Rufus AI(쇼핑 에이전트) 도입으로 구매 전환율이 높아지는 점에 주목해야 한다.

긍정적인 의견 유지: 1) 높아진 AWS 성장률, 2) 예상보다 견조한 광고 부문 성장세, 3) 이커머스 마진 개선으로 전사 수익성이 방어되는 점은 아마존에 대한 시장의 우려를 완화시키기에 충분하다고 판단한다. 아마존에 대한 긍정적인 의견을 유지한다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

김미래
miraekim@koreainvestment.com

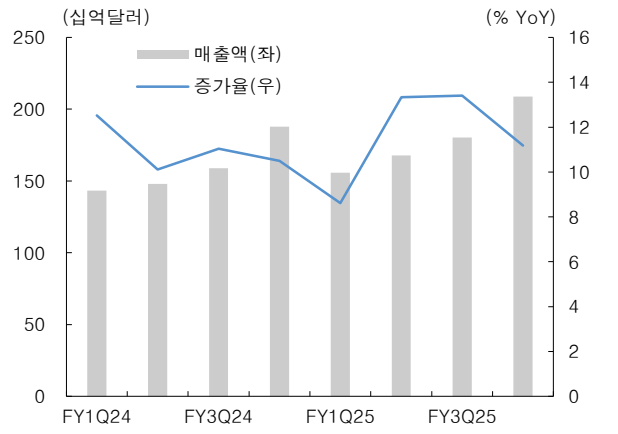
<표 13> 분기 실적 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	143,313	147,977	158,877	187,792	155,667	167,702	180,169	208,777
% YoY	*12.5*	*10.1*	*11.0*	*10.5*	*8.6*	*13.3*	*13.4*	*11.2*
North America	86,341	90,033	95,537	115,586	92,887	100,068	106,267	126,428
% YoY	*12.3*	*9.1*	*8.7*	*9.5*	*7.6*	*11.1*	*11.2*	*9.4*
International	31,935	31,663	35,888	43,420	33,513	36,761	40,896	49,457
% YoY	*9.7*	*6.6*	*11.7*	*7.9*	*4.9*	*16.1*	*14.0*	*13.9*
AWS	*25,037*	*26,281*	*27,452*	*28,786*	*29,267*	*30,873*	*33,006*	*34,255*
% YoY	*17.2*	*18.7*	*19.1*	*18.9*	*16.9*	*17.5*	*20.2*	*19.0*
EBITDA	26,991	26,710	30,853	36,834	32,667	34,398	36,252	42,472
EBITDA 마진	*18.8*	*18.1*	*19.4*	*19.6*	*21.0*	*20.5*	*20.1*	*20.3*
영업이익	15,307	14,672	17,411	21,203	18,405	19,171	17,422	24,200
영업이익률	*10.7*	*9.9*	*11.0*	*11.3*	*11.8*	*11.4*	*9.7*	*11.6*
순이익	10,431	13,485	15,328	20,004	17,127	18,164	21,187	20,397
순이익률	*7.3*	*9.1*	*9.6*	*10.7*	*11.0*	*10.8*	*11.8*	*9.8*

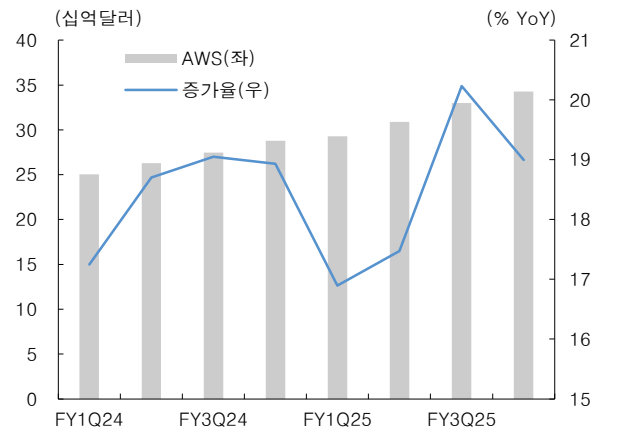
주: GAAP 기준
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 68] 매출액 추이



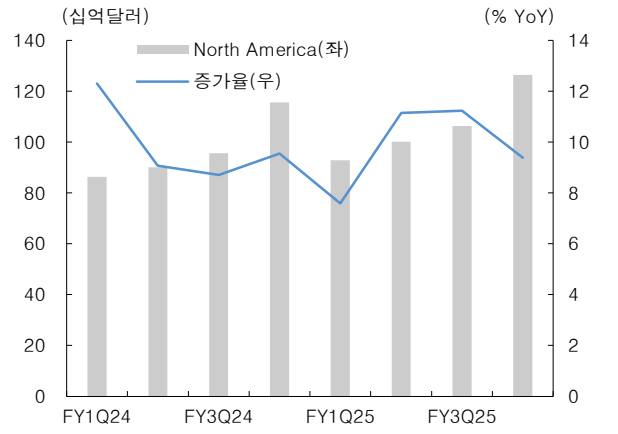
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 69] AWS 매출 추이



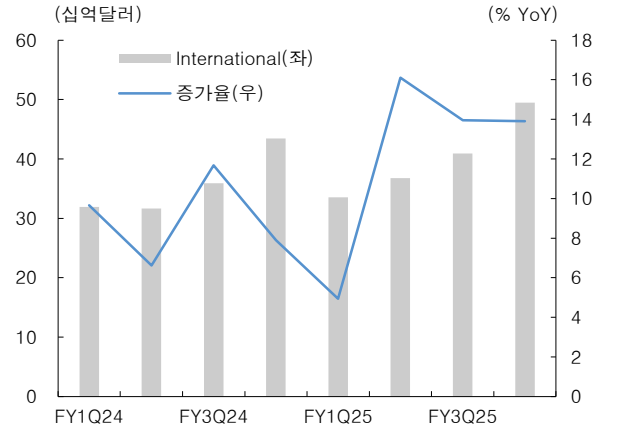
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 70] North America 매출 추이



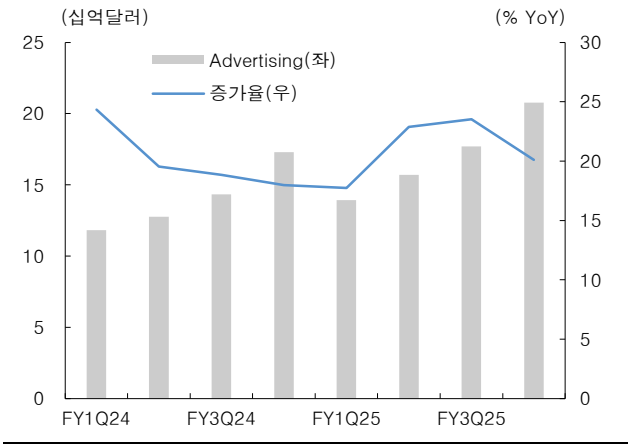
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 71] International 매출 추이



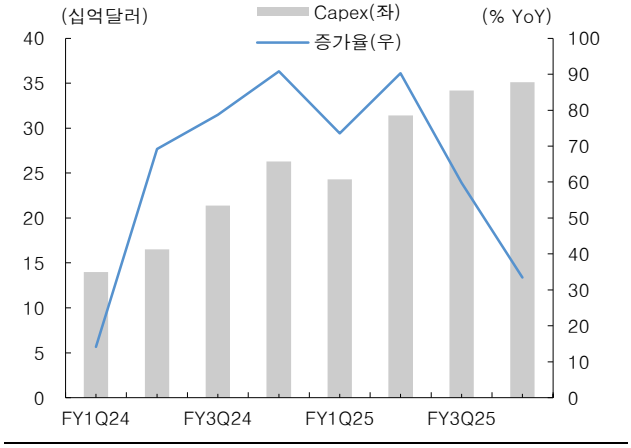
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 72] Advertising 매출 추이



자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

[그림 73] Capex 추이



자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

<표 14> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	469,822	513,983	574,785	637,959	713,851	793,641
영업이익(백만달러)	24,879	12,248	36,852	68,593	80,366	100,134
영업이익률(%)	*5.3*	*2.4*	*6.4*	*10.8*	*11.3*	*12.6*
세전이익(백만달러)	38,151	(5,936)	37,557	68,614	94,946	103,619
순이익(백만달러)	33,364	(2,722)	30,425	59,248	76,314	85,890
순이익률(%)	*7.1*	*(0.5)*	*5.3*	*9.3*	*10.7*	*10.8*
EBITDA(백만달러)	59,175	53,709	85,515	121,388	146,430	181,980
EBITDA 마진(%)	*12.6*	*10.4*	*14.9*	*19.0*	*20.5*	*22.9*
EPS(달러)	3.2	(0.3)	2.9	5.5	7.1	7.9
EPS증가율(% YoY)	*54.9*	*(108.3)*	*1,174.1*	*90.7*	*27.9*	*11.0*
BPS(달러)	13.6	14.3	19.3	26.7	35.5	43.8
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	*7.9*	*(0.6)*	*5.8*	*9.5*	*10.4*	*10.1*
ROE(%)	*23.8*	*(1.9)*	*15.0*	*20.7*	*19.9*	*17.9*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
순차입금(백만달러)	(20,346)	13,262	62,224	(11,812)	(4,907)	(30,194)
PER(x)	51.4	-	52.4	39.7	35.1	31.6
PBR(x)	12.3	5.9	7.9	8.2	7.0	5.7
EV/EBITDA(x)	24.4	12.7	15.2	16.7	16.5	13.8

주: 11월 10일 종가, GAAP 기준
자료: 아마존, Factset, 한국투자증권

오라클(ORCL US)

주가(11/10, 달러)		240.8
시가총액(십억달러)		686.6
발행주식수(백만)		2,850.8
52주 최고/최저가(달러)		345.7/118.9
일평균 거래대금(6개월, 백만달러)		4,682.3
유동주식비율(%)		58.7
주요주주(%)	Ellison Lawrence Jos	40.6
	VANGUARD GROUP	5.9

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY23A	42,440	10,928	6,717	3.1	29.2	20,063.0	32.6	18.6	267.9	-	1.3
FY24A	49,454	13,094	8,503	3.7	19.4	22,683.0	30.2	18.0	37.1	214.1	1.4
FY25A	57,399	18,052	12,443	4.3	16.2	25,568.0	37.4	22.0	22.7	85.4	1.0
FY26F	67,032	28,243	14,961	5.3	22.2	35,402.7	35.3	22.1	19.9	56.2	0.8
FY27F	83,577	33,533	18,773	6.6	23.8	45,231.7	30.3	17.3	13.1	40.5	0.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.8)	60.2	27.3
상대주가(%p)	(21.2)	32.7	11.7

주가추이

신개념 클라우드 인프라 사업자로 변신

클라우드로의 성공적인 전환: 오라클은 모두가 인정하는 데이터베이스와 ERP 선두 사업자다. 단, 지난 10년간 클라우드 경쟁력은 높지 않았다. 오라클은 2009년에 SaaS(Oracle on Demand), 12년에 SaaS+PaaS(Oracle Cloud) 서비스를 론칭한 데 이어, 16년에 1세대 OCI(Oracle Cloud Infrastructure)를 출범시키며 본격적으로 클라우드 인프라(IaaS) 사업에 뛰어들었다. 18년에는 OCI를 2세대로 재설계하며 베어메탈(bare metal) 서버, 네트워크 격리, 보안을 차별점으로 내세우며 현재 우리가 알고 있는 클라우드 사업자로서의 형태를 갖추게 됐다. FY19부터 한 자릿수 초중반대에 그치던 오라클의 클라우드 매출 성장률은 FY23부터 두 자릿수로 높아지기 시작했는데, 오라클이 하이퍼스케일러보다 저렴한 가격으로 베어메탈 서버를 제공하는데서 근본적인 이유를 찾을 수 있다. AI 추론에 대한 수요가 늘어나며 단일 대형 고객 입장에서는 속도와 성능이 가상서버보다 뛰어난 베어메탈 서버에 대한 니즈가 확대되고 있기 때문이다.

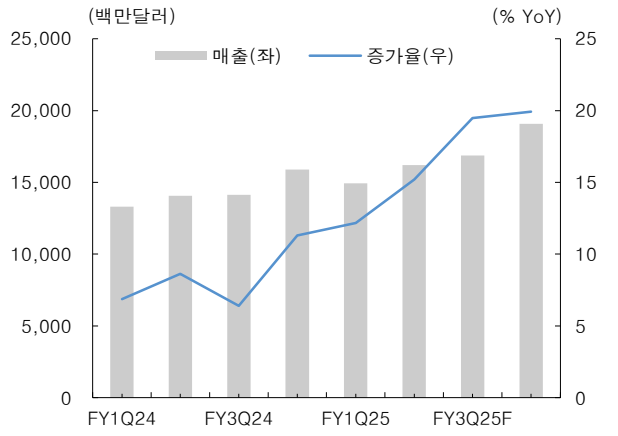
OCI가 주도하는 성장: FY2028까지 오라클의 매출 성장률이 전년대비 높아지는 흐름(FY25 +8%, FY26 +17%, FY27 +23%, FY28 +31% YoY)이 지속될 전망이다. FY1Q26(25년6~8월) RPO가 4,550억달러(+239% QoQ, +360% YoY)로 대폭 성장했고, 이를 기점으로 OCI(Oracle Cloud Infrastructure) 매출 성장률이 가속화될 것이기 때문이다. OpenAI라는 대형 고객을 확보했고, 엔비디아와 DGX Cloud를 구축하며 오라클의 '베어메탈 서버+데이터베이스' 환경 외에 빠르게 엔비디아의 풀스택 AI 인프라에 접근하고자 하는 기업들의 유치가 용이해졌기 때문이다. OCI 매출 성장률도 FY25 50%에서 FY29 85%로 높아질 전망이다.

수익성에 대한 우려는 지나갈 것: FY1Q26 실적 발표 후 급등했던 주가는 이후 정체기에 돌입했다. OCI가 고성장할 것이라는 점은 모두가 동의하지만, 투자 확대로 수익성이 악화될지 모른다는 우려가 높아졌기 때문이다. 단, 오라클의 AI 인프라 사업 매출이 10억달러 이하 수준의 초기 단계라는 점, 데이터센터 공간과 전력을 임대해 사용하는 비용 효율적인 구조라는 점을 고려하면 수익성 문제를 논하기는 이르다. OCI 매출과 RPO(잔여계약가치) 지표 성장세에 더욱 집중해야 할 구간이라고 판단한다. 오라클을 더 이상 2nd tier 클라우드 인프라 사업자라고 구분하기 어려울 정도로 빠르게 성장하고 있는 점에 초점을 맞춰야 한다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

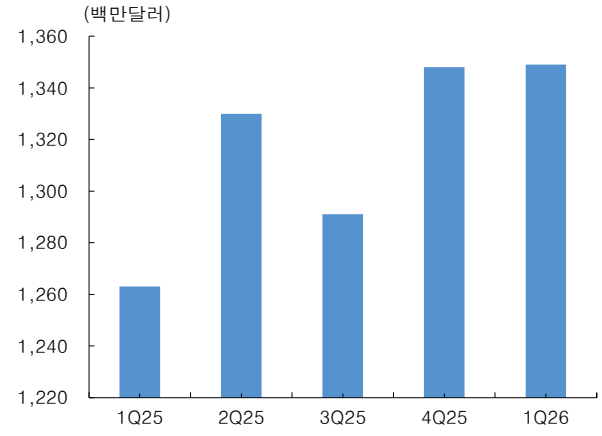
김미래
miraekim@koreainvestment.com

[그림 74] 매출액 추이



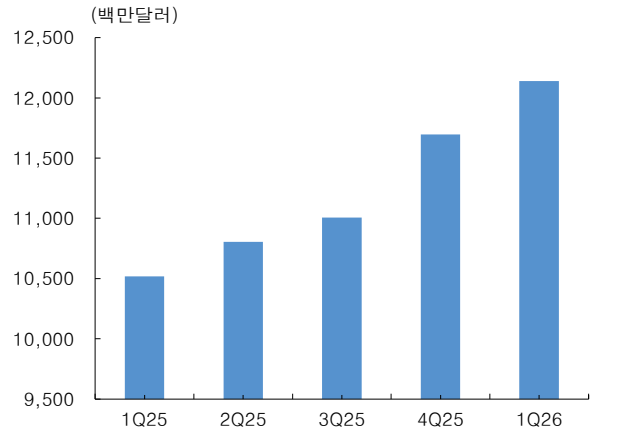
자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

[그림 75] 서비스 매출 추이



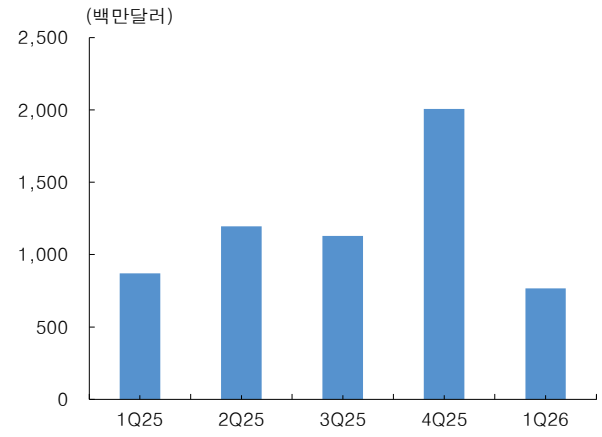
자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

[그림 76] Cloud services and license support 매출 추이



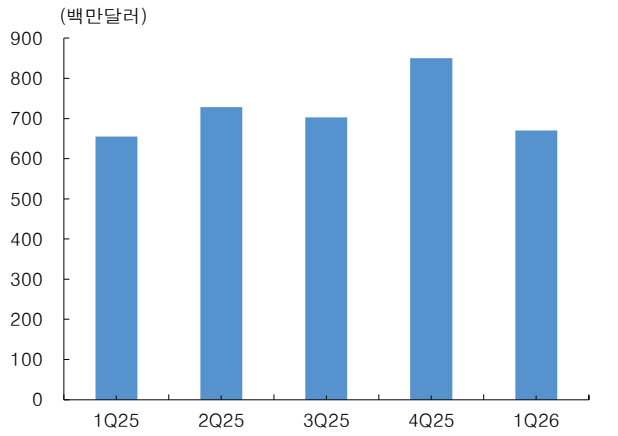
자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

[그림 77] Cloud Services and on-premise license 매출 추이



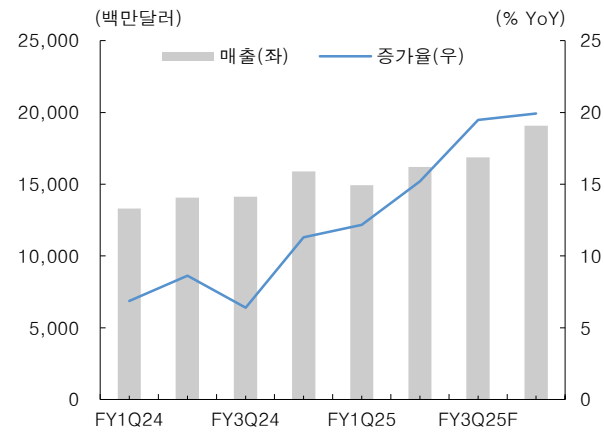
자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

[그림 78] 하드웨어 매출 추이



자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

[그림 79] Capex 추이



자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

<표 15> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	40,481	42,440	49,954	52,961	57,399	67,029
영업이익(백만달러)	15,213	10,928	13,094	15,354	17,678	20,807
영업이익률(%)	*37.6*	*25.7*	*26.2*	*29.0*	*30.8*	*31.0*
세전이익(백만달러)	13,000	7,649	9,127	11,742	14,158	16,645
순이익(백만달러)	13,746	6,717	8,503	10,467	12,443	14,702
순이익률(%)	*34.0*	*15.8*	*17.0*	*19.8*	*21.7*	*21.9*
EBITDA(백만달러)	18,129	16,821	19,202	22,274	23,852	28,447
EBITDA 마진(%)	*44.8*	*39.6*	*38.4*	*42.1*	*41.6*	*42.4*
EPS(달러)	4.6	2.4	3.1	3.7	4.3	5.1
EPS 증가율(% YoY)	-	*(47.0)*	*27.4*	*20.8*	*17.0*	*16.4*
BPS(달러)	2.0	(2.1)	0.6	3.3	7.3	12.7
DPS(달러)	1.0	1.3	1.3	1.6	1.7	1.8
ROA(%)	*10.8*	*12.5*	*10.5*	*11.1*	*10.3*	*10.1*
ROE(%)	*236.0*	-	*914.3*	*170.3*	*82.6*	*53.9*
배당수익률(%)	*1.3*	*1.8*	*1.3*	*1.3*	*1.0*	*0.8*
순차입금(백만달러)	37,691	53,957	80,294	76,208	81,365	96,153
PER(x)	16.9	14.7	20.7	21.1	27.5	35.3
PBR(x)	39.8	-	189.2	35.9	22.7	19.0
EV/EBITDA(x)	13.6	12.0	14.0	14.2	18.4	21.9

주: 11월 10일 종가, GAAP 기준
자료: 오라클, Factset, 한국투자증권

마이크로소프트(MSFT US)

주가(11/10, 달러)	506.0
시가총액(십억달러)	3,760.8
발행주식수(백만)	7,432.4
52주 최고/최저가(달러)	555.5/344.8
일평균거래대금(6개월, 백만달러)	10,150.1
유동주식비율(%)	100.0
주요주주(%) VANGUARD GROUP	9.4
블랙록	7.8

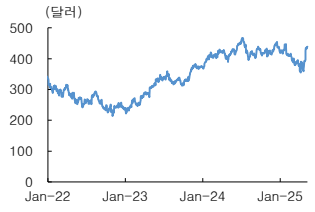
	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY23A	211,915	109,433	72,361	9.7	0.3	105,259.0	34.8	23.7	12.3	38.8	0.8
FY24A	245,122	88,523	88,136	11.8	21.6	135,275.0	37.8	24.7	12.4	37.1	0.7
FY25A	281,724	128,528	101,832	13.6	15.3	168,205.0	36.4	22.1	10.8	33.3	0.7
FY26F	326,231	150,763	118,981	16.0	17.0	197,762.8	31.7	19.0	8.5	29.6	0.7
FY27F	374,796	173,274	139,370	18.7	17.3	225,988.3	27.0	16.6	6.8	27.5	0.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.0)	15.3	19.8
상대주가(%p)	(5.0)	(4.5)	5.1

주가추이



자료: Bloomberg

길게 보면 마소는 마소다

FY1Q26 실적은 예상보다 견조: 마이크로소프트(MS)의 FY1Q26(7~9월) 실적은 예상보다 견조했다. 매출액(776억달러, +18%, 이하 모두 YoY 기준), 영업이익(380억달러, +24%, OPM 49%), EPS(3.72달러, +13%)는 컨센서스를 각각 3%, 8%, 1% 상회했다. 사업부별로 PBP(Productivity & Business Processes), IC(Intelligent Cloud), MPC(More Personal Computing) 매출은 각각 17%, 28%, 4% 증가했다. 서프라이즈 폭은 MPC가 7%로 가장 높았다(타 부문 매출 컨센 2% 상회). 한편, Azure 매출은 39%(컨센 +37%) 성장했지만, 최근 2개 분기 연속으로 YoY 매출 성장률이 전분기보다 높아지는 흐름(FY2Q25 +31%→FY3Q25 +35%→FY4Q25 +39%)은 멈췄다.

아쉬운 부분은 있지만, Azure 중장기 성장세는 이어질 것: 실적 발표 후 MS 주가는 after market에서 하락했다. 주가와 상관관계가 높은 FY2Q26(10~12월) Azure 매출액 증가율 가이던스가 FY1Q26보다 낮은 37%로 제시된 영향이 크다. MS가 향후 2년간 데이터센터 면적을 2배 확대할 예정이지만, 여전히 AI 인프라에 대한 초과 수요가 강해 FY2026(25년 7월~26년 6월)까지 capa가 제약될 것임을 반영한 수치다. MS가 FY2Q26 Capex 가이던스를 1,400억달러(리스 포함)로 기존 대비 21% 상향 조정한 점도 capa 제약에서 벗어나기 위한 투자 확대로 해석할 수 있다. 시계열을 향후 2년으로 늘려서 바라보면 MS의 높은 FY1Q26 Azure RPO(잔여계약가치, 3,920억달러, +51%)는 MS가 capa 제약에서 벗어나며 클라우드/AI 매출이 꾸준히 늘어날 것임을 암시한다. 참고로 동 RPO는 MS가 10월 28일에 OpenAI와 맺은 2,500억달러 약정은 포함하지 않는 수치다. 한편, 투자 증가로 MS의 FY2Q26 영업이익률은 45%로 소폭 낮아질 전망이다.

길게 보면 문제없다, 긍정적인 의견 유지: MS는 알파벳과 함께 AI 풀 스택 역량이 점차 강화될 것이다. OpenAI 영리법인의 지분 27%를 확보하며 관련 우려가 완화됐고, 현재 9억명이 넘은 AI 관련 유저도 지속적으로 늘어날 것이다. MS에 대한 긍정적인 의견을 유지한다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

김미래
miraekim@koreainvestment.com

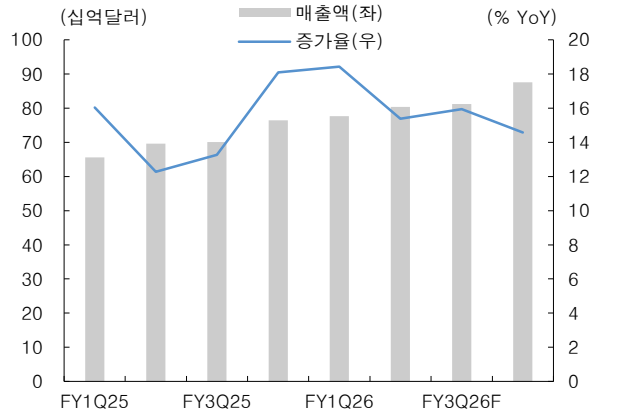
<표 16> 분기 실적 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	65,585	69,632	70,066	76,441	77,673	80,348	81,242	87,581
% YoY	*16.0*	*12.3*	*13.3*	*18.1*	*18.4*	*15.4*	*16.0*	*14.6*
Productivity & Business Processes	28,317	29,437	29,944	33,112	33,020	33,360	33,777	36,800
% YoY	*12.2*	*13.9*	*10.5*	*15.7*	*16.6*	*13.3*	*12.8*	*11.1*
Intelligent Cloud	24,092	25,544	26,751	29,878	30,897	32,210	33,656	37,049
% YoY	*20.4*	*18.6*	*20.8*	*25.6*	*28.2*	*26.1*	*25.8*	*24.0*
More Personal Computing	*13,176*	*14,651*	*13,371*	*13,451*	*13,756*	*14,963*	*13,785*	*13,868*
% YoY	*16.8*	*0.1*	*6.1*	*9.2*	*4.4*	*2.1*	*3.1*	*3.1*
EBITDA	42,240	43,094	45,220	50,099	55,505	52,639	54,276	57,315
EBITDA 마진	*64.4*	*61.9*	*64.5*	*65.5*	*71.5*	*65.5*	*66.8*	*65.4*
영업이익	30,552	31,653	32,000	34,323	37,961	36,321	36,839	39,109
영업이익률	*46.6*	*45.5*	*45.7*	*44.9*	*48.9*	*45.2*	*45.3*	*44.7*
순이익	24,667	24,108	25,824	27,233	30,833	28,682	28,932	30,926
순이익률	*37.6*	*34.6*	*36.9*	*35.6*	*39.7*	*35.7*	*35.6*	*35.3*

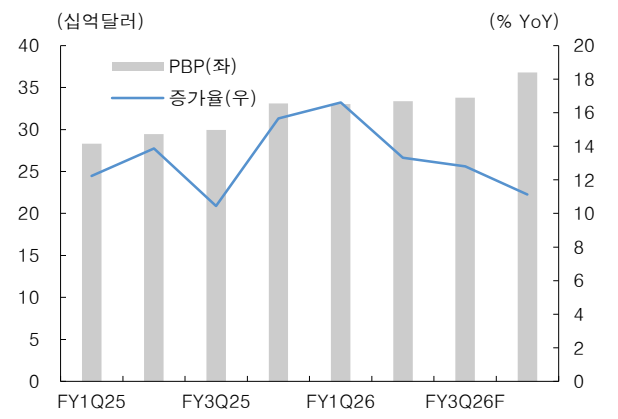
주: GAAP 기준
자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

[그림 80] 매출액 추이



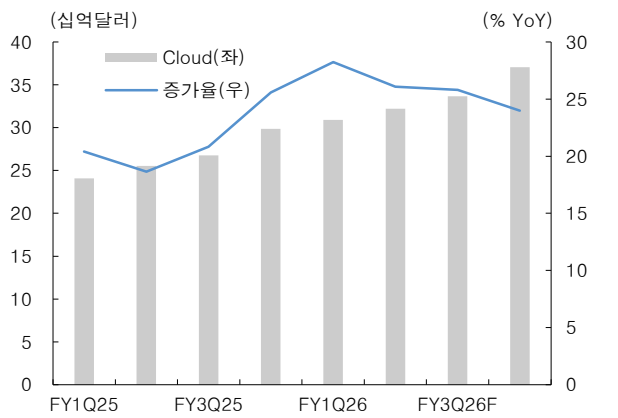
자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

[그림 81] Productivity & Business Processes 매출 추이



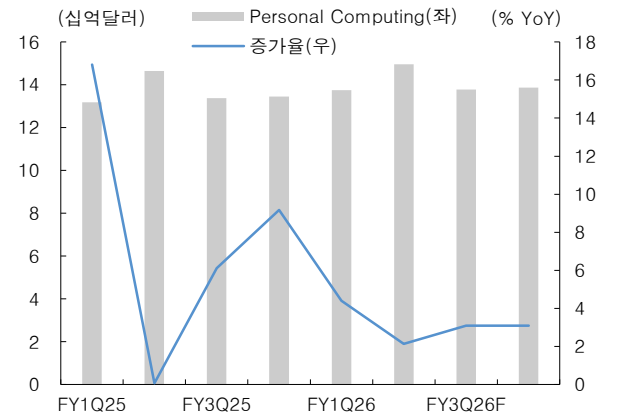
자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

[그림 82] Intelligent Cloud 매출 추이



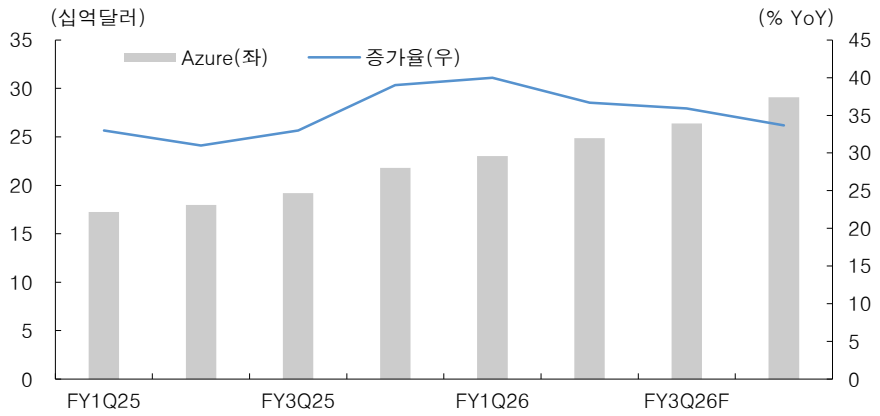
자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

[그림 83] Personal Computing 매출 추이



자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

[그림 84] Azure and other cloud services 매출 추이



자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

<표 17> 실적 및 주요 지표

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액(백만달러)	198,270	211,915	245,122	281,724	326,303	375,480
영업이익(백만달러)	83,383	88,523	109,433	128,528	150,092	173,375
영업이익률(%)	*42.1*	*41.8*	*44.6*	*45.6*	*46.0*	*46.2*
세전이익(백만달러)	83,716	89,311	107,787	123,627	145,683	171,836
순이익(백만달러)	72,738	72,361	88,136	101,832	118,004	139,731
순이익률(%)	*36.7*	*34.1*	*36.0*	*36.1*	*36.2*	*37.2*
EBITDA(백만달러)	97,843	109,090	139,500	162,681	205,357	237,465
EBITDA 마진(%)	*49.3*	*51.5*	*56.9*	*57.7*	*62.9*	*63.2*
EPS(달러)	9.7	9.7	11.8	13.6	15.7	18.6
EPS증가율(% YoY)	*19.9*	*0.3*	*21.9*	*15.6*	*15.1*	*18.5*
BPS(달러)	22.2	27.6	36.1	46.2	60.3	78.6
DPS(달러)	2.5	2.7	3.0	3.3	3.5	4.0
ROA(%)	*19.0*	*17.8*	*17.2*	*16.5*	*16.3*	*16.3*
ROE(%)	*41.5*	*35.5*	*32.7*	*29.5*	*26.6*	*23.9*
배당수익률(%)	*1.0*	*0.8*	*0.7*	*0.7*	*0.7*	*0.8*
순차입금(백만달러)	(54,976)	(64,025)	(23,913)	(51,414)	(59,379)	(90,989)
PER(x)	27.9	34.7	37.9	36.5	31.5	26.9
PBR(x)	11.6	12.3	12.4	10.8	8.4	6.4
EV/EBITDA(x)	19.5	24.5	25.5	22.9	18.9	16.4

주: 11월 10일 종가, GAAP 기준
자료: 마이크로소프트, Factset, 한국투자증권

메타(META US)

주가(11/10, 달러)	631.8
시가총액(십억달러)	1,592.7
발행주식수(백만)	2,177.9
52주 최고/최저가(달러)	796.3/479.8
일평균거래대금(6개월, 백만달러)	9,550.9
유동주식비율(%)	99.9
주요주주(%) VANGUARD GROUP	8.0
블랙록	7.6

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY22A	116,609	28,945	23,200	8.6	(37.6)	39,487.0	10.8	7.6	2.5	18.5	0.0
FY23A	134,902	46,751	39,098	14.9	73.3	60,020.0	20.7	14.6	5.9	28.0	0.0
FY24A	164,501	69,769	62,360	23.9	60.4	87,237.0	24.4	16.7	8.1	37.1	0.3
FY25F	199,366	82,387	60,763	23.8	(0.2)	101,711.8	22.1	15.5	7.2	29.6	0.3
FY26F	235,608	86,271	76,032	29.7	24.5	122,405.1	19.1	12.9	5.3	29.3	0.3

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.4)	6.6	7.2
상대주가(%p)	(14.1)	(11.7)	(5.9)

주가추이

자료: Bloomberg

수익성에 대한 우려 해소 필요

무난한 3Q25 실적 발표: 메타의 3분기 실적은 무난했다. 3Q25 매출액(512억달러, +26%, 이하 모두 YoY 기준)과 영업이익(205억달러, +17%)은 각각 예상치를 4%, 5% 상회했다. EPS 또한 일회성 요인(이연법인세 관련 충당금 159억달러)을 제외하면 7.25달러로 컨센(6.72달러)보다 견조했다. 매출의 대부분을 차지하는 Family of Apps(이하 FoA, 페북/인스타/Threads/WhatsAPP 등) 부문이 26% 성장했다. Reality Labs 매출은 74% 증가했지만, 영업손실은 44억달러로 전분기와 유사했다. Quest 3 출시 효과가 약해지며 4Q25에는 Reality Labs 영업손실이 더욱 늘어날 것으로 예상된다.

실적에서 긍정적 요인과 우려 요인 모두 발견: AI 도입 효과로 광고 부문 실적 개선이 지속되는 점이 고무적이다. Meta AI의 MAU는 10억명을 넘어섰고, 유저들의 인스타, Threads, 페북 내 체류 시간은 각각 30%, 10%, 5% 증가했다. AI 기반 자동화 광고 솔루션 Advantage+의 연간 run rate 또한 600억달러(25F 광고 매출의 31%)로 늘어났고, Click-to-WhatsAPP 광고도 60% 증가했다. 전체적으로 FoA DAU가 35.4억명(+8%, 인스타 30억명, 컨센 34.9억명)으로 확대되고, 광고 효율이 높아지며 FoA 실적이 개선되는 점이 긍정적이다. 반면, Capex와 영업비용 증가세가 2026년까지 확대될 것이라는 점은 주가에 부담 요인이다. 메타는 2025년 Capex 가이던스를 기존 690억달러에서 710억달러로 높였고, 2026년 Capex 증가액이 25년 대비 클 것이라고 밝혔다. 또한, AI 인재 영입으로 2025년 영업비용이 기존 가이던스 대비 2%(1,150억달러→1,170억달러) 상향되고, 2026년에는 비용 증가율이 더욱 높아져 매출 성장률을 상회할 것이라는 점은 주가에는 반갑지 않은 소식이다.

단기 숨고르기 구간 예상: AI를 도입해 광고 효율을 높여 본업 실적을 가장 잘 개선시키고 있는 기업이 메타라는 점은 의심의 여지가 없다. 단, 비용/투자 증가로 당분간 2026년 EPS 추정치가 하향 조정될 것이라는 점은 단기 주가에는 부담 요인이 될 것이다. 단기 숨고르기 구간이 지나간 후 메타에 대해 다시 관심을 높이는 전략을 추천한다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

김미래
miraekim@koreainvestment.com

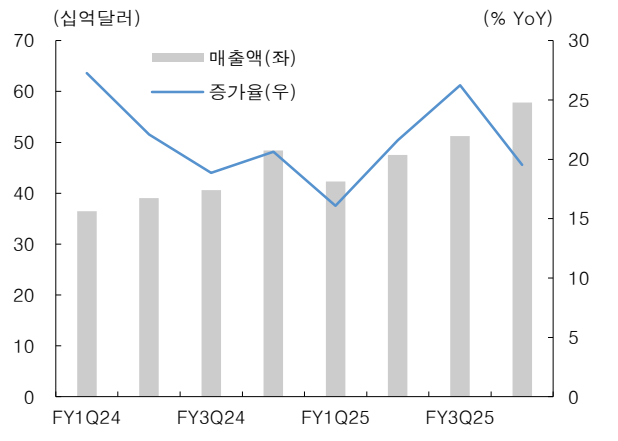
<표 18> 분기 실적 추이

(단위: 백만달러, % YoY, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	36,455	39,071	40,589	48,385	42,314	47,516	51,242	57,840
% YoY	*27.3*	*22.1*	*18.9*	*20.6*	*16.1*	*21.6*	*26.2*	*19.5*
Family of Apps	36,015	38,718	40,319	47,302	41,902	47,146	50,772	56,246
% YoY	*27.2*	*22.1*	*18.8*	*21.2*	*16.3*	*21.8*	*25.9*	*18.9*
Reality Labs	440	353	270	1,083	412	370	470	1,200
% YoY	*29.8*	*27.9*	*28.6*	*1.1*	*(6.4)*	*4.8*	*74.1*	*10.8*
EBITDA	17,192	18,484	21,377	27,825	21,455	24,783	25,498	29,376
EBITDA 마진	*47.2*	*47.3*	*52.7*	*57.5*	*50.7*	*52.2*	*49.8*	*50.8*
영업이익	13,818	14,847	17,350	23,365	17,555	20,441	20,535	23,666
영업이익률	*37.9*	*38.0*	*42.7*	*48.3*	*41.5*	*43.0*	*39.7*	*40.9*
순이익	12,369	13,465	15,688	20,838	16,644	18,337	2,709	20,505
순이익률	*33.9*	*34.5*	*38.7*	*43.1*	*39.3*	*38.6*	*5.3*	*35.5*

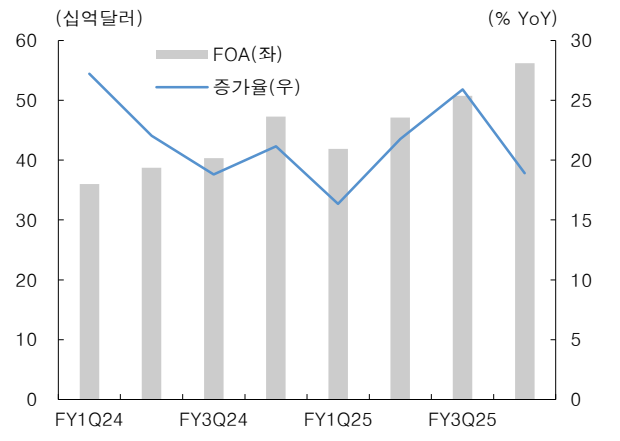
주: GAAP 기준
자료: 메타, Factset, 한국투자증권

[그림 85] 매출액 추이



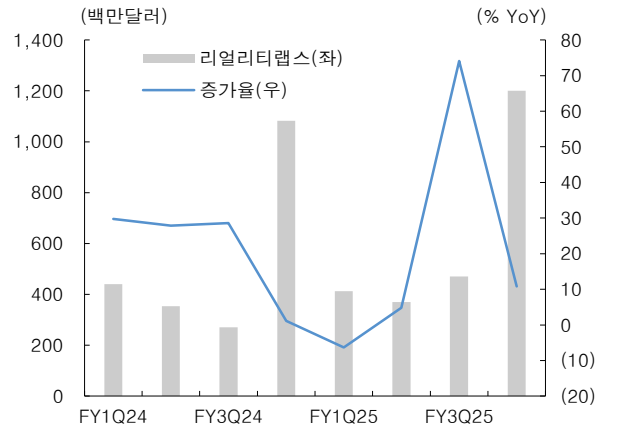
자료: 메타, Factset, 한국투자증권

[그림 86] Family of Apps 매출 추이



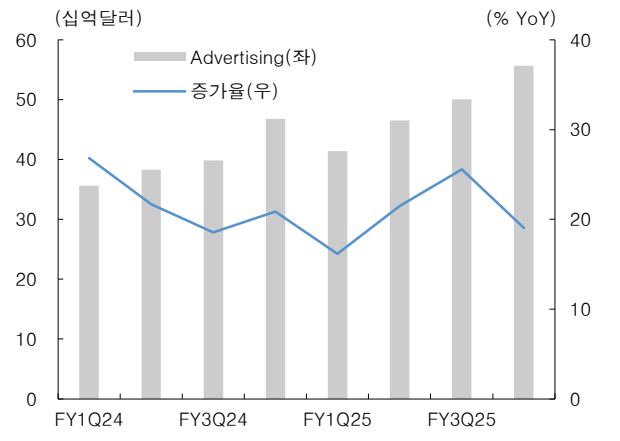
자료: 메타, Factset, 한국투자증권

[그림 87] Reality Labs 매출 추이



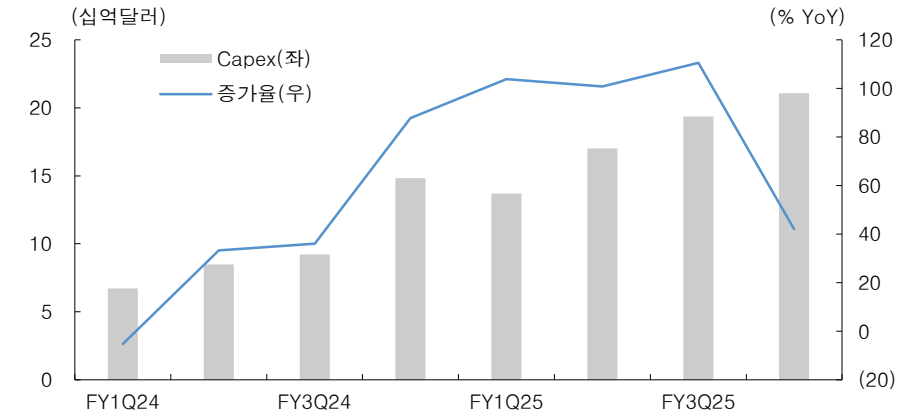
자료: 메타, Factset, 한국투자증권

[그림 88] Advertising 매출 추이



자료: 메타, Factset, 한국투자증권

[그림 89] Capex 추이



자료: 메타, Factset, 한국투자증권

<표 19> 실적 및 주요 지표

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(백만달러)	117,929	116,609	134,902	164,501	199,233	235,124
영업이익(백만달러)	46,753	28,945	46,751	69,380	82,282	86,416
영업이익률(%)	*39.6*	*24.8*	*34.7*	*42.2*	*41.3*	*36.8*
세전이익(백만달러)	47,283	28,819	47,428	70,664	84,622	87,564
순이익(백만달러)	39,370	23,200	39,098	62,360	59,989	76,639
순이익률(%)	*33.4*	*19.9*	*29.0*	*37.9*	*30.1*	*32.6*
EBITDA(백만달러)	54,719	37,631	57,928	84,878	102,041	116,976
EBITDA 마진(%)	*46.4*	*32.3*	*42.9*	*51.6*	*51.2*	*49.8*
EPS(달러)	13.8	8.6	14.9	23.9	23.3	29.8
EPS증가율(% YoY)	*36.5*	*(37.6)*	*73.1*	*60.5*	*(2.5)*	*28.0*
BPS(달러)	44.4	46.8	59.5	71.8	86.5	116.2
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	2.0	1.8	2.0
ROA(%)	*23.7*	*12.5*	*17.0*	*22.6*	*18.2*	*18.6*
ROE(%)	*31.0*	*18.4*	*25.0*	*33.2*	*26.9*	*25.6*
배당수익률(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.3*	*0.3*	*0.3*
순차입금(백만달러)	(47,998)	(30,815)	(47,018)	(30,697)	(12,295)	(4,180)
PER(x)	24.4	14.0	23.8	24.5	27.2	21.2
PBR(x)	7.6	2.6	5.9	8.2	7.3	5.4
EV/EBITDA(x)	14.5	5.8	12.2	14.8	13.5	11.6

주: 11월 10일 종가, GAAP 기준
자료: 메타, Factset, 한국투자증권

코어위브(CRWV US)

주가(11/10, 달러)		105.6
시가총액(십억달러)		51.6
발행주식수(백만)		370.5
52주 최고/최저가(달러)		187.0/33.5
일평균거래대금(6개월, 백만달러)		3,064.8
유동주식비율(%)		77.3
주요주주(%)	MAGNETAR FINANCIAL	16.1
	FMR	6.8

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY24A	1,915	324	(863)	(79.3)	-	1,476.4	-	-	-	(146.8)	-
FY25F	5,276	814	(1,194)	(2.8)	96.5	3,369.5	-	18.3	15.6	(30.0)	0.0
FY26F	12,319	2,669	(588)	(1.3)	53.6	9,040.5	-	6.8	16.7	(4.4)	0.0
FY27F	18,553	4,626	629	0.6	146.2	13,263.7	48.3	4.6	12.3	27.2	0.0
FY28F	27,469	5,413	1,648	2.1	250.3	-	20.8	2.6	-	-	0.0

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(23.7)	105.6	-
상대주가(%p)	(26.8)	70.3	-

주가추이

자료: Bloomberg

엔비디아를 등에 엎고 길을 개척

영향력이 가장 큰 네오클라우드 사업자: Atalantic Crypto라는 사명으로 이더리움 채굴 사업을 하던 코어위브는 현재의 사명으로 변경하며 2019년에 GPU 기반 클라우드 인프라 사업에 진출했다. 2024년 엔비디아로부터 1억달러 지분 투자를 유치한 이후 양사는 긴밀한 파트너십을 유지하고 있으며, 이를 기반으로 경쟁사 대비 빠르고 안정적으로 엔비디아 인프라를 풀스택으로 공급할 역량을 확보했다. 현재 엔비디아 GPU를 25만개 보유하고 있고, 2026년까지 보유 칩을 40만개로 확대할 예정이다. 최근 엔비디아와 최소 63억달러의 신규 주문 계약을 체결했는데, 2032년 4월 13일까지 고객이 데이터센터 용량을 완전히 활용하지 못할 경우 엔비디아가 미사용분을 의무 매입하는 조건이 포함돼 과도한 Capex 투자 부담을 일부 완화시켰다.

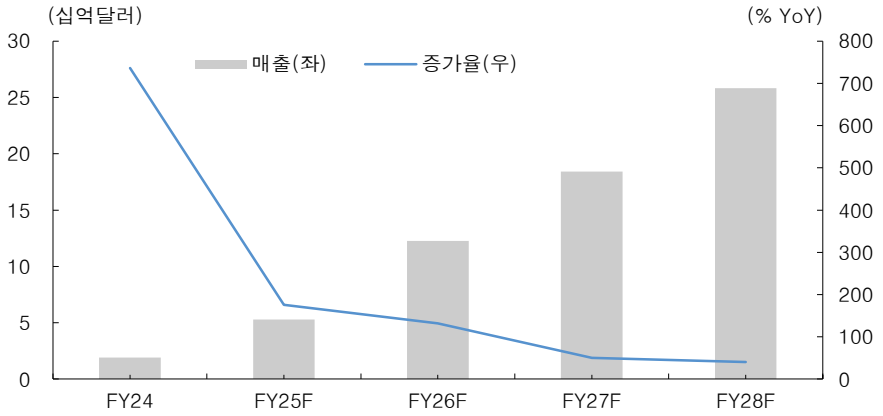
OpenAI, 메타와 인프라 계약 확대: OpenAI, 메타 등의 대형 고객을 지속적으로 확보하고 있는 점이 고무적이다. 9월 25일에 OpenAI와 최대 65억달러 규모의 계약 확대를 발표했는데, 지난 4월 119억달러, 5월 40억달러 계약을 합치면 규모는 224억달러에 달한다. 메타와도 9월 30일에 142억달러 규모 계약을 체결했다. 두 대형 고객과의 계약 체결 규모는 368억달러에 달하는데, 이는 2026년 예상 매출액(123억달러)의 3배에 달하는 규모다. 코어위브가 엔비디아 최신 플랫폼에 일찍 접근할 수 있는 메리트가 있는 점을 감안하면, 향후 AI 추론 수요 증가로 실적 개선이 지속되는 국면은 이어질 전망이다.

단기적으로는 높은 주가 변동성에 유의: 코어위브는 3Q25 실적 발표에서 2025년 가이던스를 51억달러(중간값 기준)로 기존(52.5억달러) 대비 하향 조정했다. 이는 2025년 매출액 컨센서스(52.9억달러)도 하회한 수치다. 2025년 Capex도 130억달러(기존 215억달러)로 하향 조정됐다. 수요의 문제가 아닌 데이터센터 인프라 공급 지연의 영향이다. 구체적으로는 전력의 문제보다는 전력 공급이 완료된 데이터센터 건물 공급이 늦어진 것이 원인이다. 수요의 문제가 아니고, 4Q25 Capex 집행이 1Q26으로 이연될 것으로 보이지만, 숫자에 민감한 단기 주가는 높은 변동성이 이어질 것으로 예상된다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

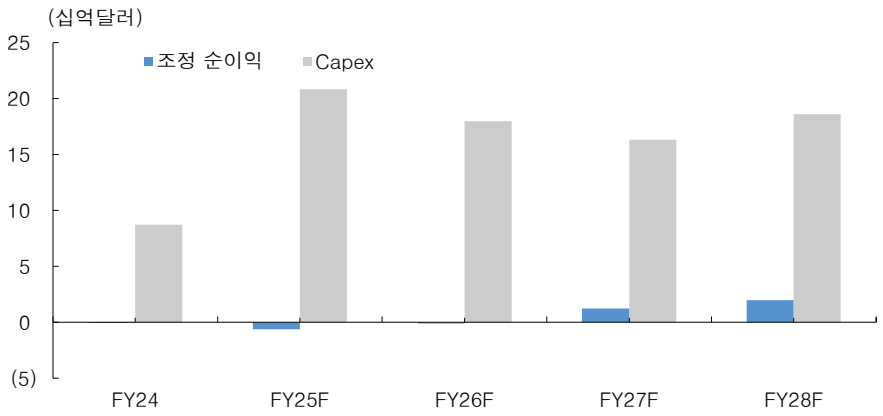
김미래
miraekim@koreainvestment.com

[그림 90] 코어위브 매출 추이 및 전망



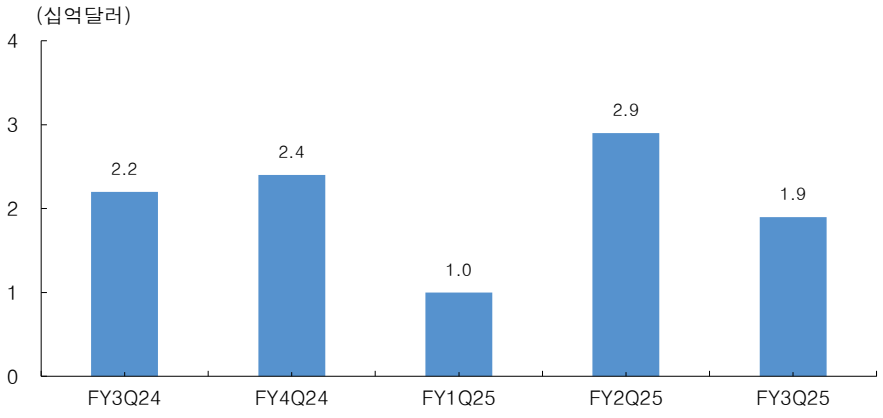
자료: 코어위브, Factset, 한국투자증권

[그림 91] 27년 흑자 전환 전망



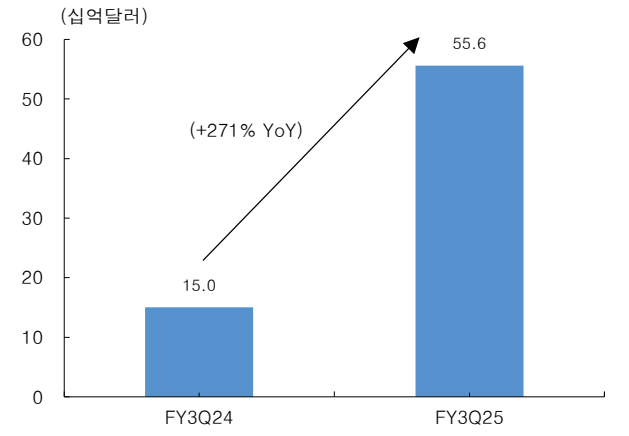
자료: 코어위브, Factset, 한국투자증권

[그림 92] Capex 추이



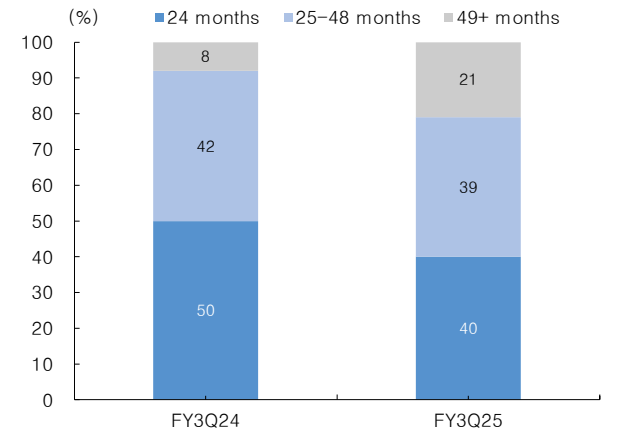
자료: 코어위브, 한국투자증권

[그림 93] 계약 잔고 추이



자료: 코어위브, 한국투자증권

[그림 94] 계약 잔고 기간별 구성 추이



자료: 코어위브, 한국투자증권

<표 20> 실적 및 주요 지표

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
매출액(백만달러)	1,915	5,281	12,291	18,531	25,835	32,000
영업이익(백만달러)	324	236	2,206	4,184	5,413	6,457
영업이익률(%)	*16.9*	*4.5*	*17.9*	*22.6*	*5,413*	*6,457*
세전이익(백만달러)	(744)	(1,013)	(225)	1,251	-	-
순이익(백만달러)	(863)	(1,188)	(739)	424	1,493	2,272
순이익률(%)	*(45.1)*	*(22.5)*	*(6.0)*	*2.3*	*1,493*	*2,272*
EBITDA(백만달러)	1,188	2,884	8,188	11,879	-	-
EBITDA 마진(%)	*62.0*	*54.6*	*66.6*	*64.1*	-	-
EPS(달러)	(2.8)	(2.7)	(0.9)	1.4	3	3
EPS증가율(% YoY)	-	*(4.7)*	*(65.7)*	*(251.0)*	*3*	*3*
BPS(달러)	1.5	6.8	6.3	8.6	-	-
DPS(달러)	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
ROA(%)	*(4.8)*	*(2.7)*	*(0.6)*	*1.2*	-	-
ROE(%)	*(17.9)*	*(26.1)*	*(6.7)*	*25.9*	-	-
배당수익률(%)	-	*0.0*	*0.0*	*0.0*	-	-
순차입금(백만달러)	6,209	20,415	31,847	37,168	46,049	43,579
PER(x)	-	-	-	47.7	30	22
PBR(x)	-	15.6	16.7	12.3	-	-
EV/EBITDA(x)	-	18.5	7.2	4.7	3	3

주: 11월 10일 종가, GAAP 기준
자료: 코어위브, Factset, 한국투자증권

네비우스(NBIS US)

주가(11/10, 달러)		110.0
시가총액(십억달러)		27.6
발행주식수(백만)		215.4
52주 최고/최저가(달러)		141.1/17.4
일평균거래대금(6개월, 백만달러)		91,227.6
유동주식비율(%)		96.8
주요주주(%)	ORBIS ALLAN GRAY LTD	8.2
	FRED ALAGER	3.5

	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (백만달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
FY24A	118	(389)	(641)	(2.3)	-	(363.4)	-	-	2.0	(19.5)	0.0
FY25F	584	(474)	236	1.0	(142.9)	(55.4)	-	-	-	-	0.0
FY26F	2,947	562	-	-	-	631.6	-	41.1	-	-	0.0
FY27F	5,514	(1,095)	-	-	-	2,969.8	552.5	8.7	-	-	0.0
FY28F	9,195	562	-	-	-	-	-	4.5	-	-	0.0

자료: Bloomberg, 한국투자증권

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.1)	288.9	452.0
상대주가(%p)	(18.6)	222.2	384.3

주가추이

자료: Bloomberg

엔비디아, 마소와 끈끈한 관계

성공적인 사업 전환: 러시아의 인터넷 기업인 Yandex로부터 분사되며 2024년에 네비우스 그룹으로 기업명을 개편했고, 기존 데이터센터 및 GPU 자산을 활용해 클라우드 사업으로 전환했다. 2024년에 엔비디아 등 투자자로부터 7억달러 규모의 자금을 유치했으며, 현재까지도 엔비디아와 긴밀한 파트너십을 유지하고 있다. 6곳에 불과한 'Reference Platform Nvidia Cloud Partners' 중 하나로, 이는 대규모 AI 클러스터를 구축하고 엔비디아의 최상급 아키텍처를 운영하는 기업에만 부여되는 자격이다. 한편, 네비우스는 자율주행 및 로봇 배달 사업을 영위하는 Avride와 AI 교육 테크 관련 기업 Triple Ten을 자회사로 보유하고 있다.

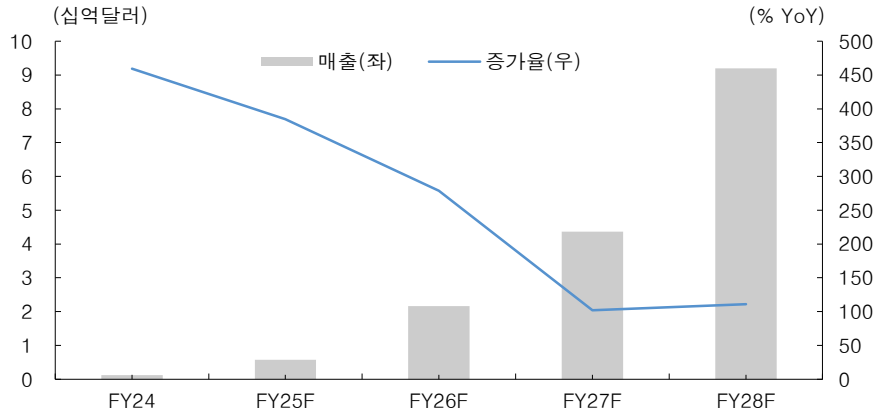
26년 매출 급증 예상: GPUaaS(AI 인프라 서비스)가 본격적으로 실적에 기여하며 2026년 매출은 22억달러(+279% YoY)로 급증할 전망이다. 2025년에 5.2만개 보유했던 GPU가 2026년에 10만개 이상으로 늘어나며 매출 고성장이 나타날 전망이다. 단, 동시에 투자 비용 또한 증가하며 2028년이 되어야 흑자 전환할 것으로 예상된다. 네비우스에게는 지난 9월 8일 마이크로소프트와의 AI 인프라 계약 체결이 매우 의미있다. 향후 5년간 174억달러 규모의 계약이며, 추가 용량 및 서비스 매입 시 최대 194억달러 수준까지 확대 가능하다. 이에 따라 네비우스는 뉴저지 비넬랜드 데이터센터에서 마이크로소프트에 전용 Capa를 제공할 예정이고, 해당 계약은 4Q25 실적부터 반영될 전망이다. 네비우스는 다수 업체와 대규모 장기 계약을 기대한다고 언급했는데, 이번 계약을 시작으로 ARR 증가세가 가속화될 전망이다.

Top line 성장률이 가장 높은 네오클라우드 플레이어: 네비우스는 24~28년 연평균 매출 성장률이 196%로 peer(코어위브 88%, IREN 106%) 대비 높을 전망이다. 상대적으로 늦게 시장에 진입했음에도 엔비디아, 마이크로소프트와 공고한 네트워크를 구축하며 안정적으로 사업을 확장해 나갈 수 있는 능력이 있음은 입증됐다. 관전 포인트는 시장 기대치 이상의 top line 성장률을 이어가는 동시에 28년에 성공적으로 흑자 전환할 수 있는지 여부다. 주가 변동성은 높겠지만, AI 추론 시장 규모 확대의 수혜가 예상되는 기업이다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

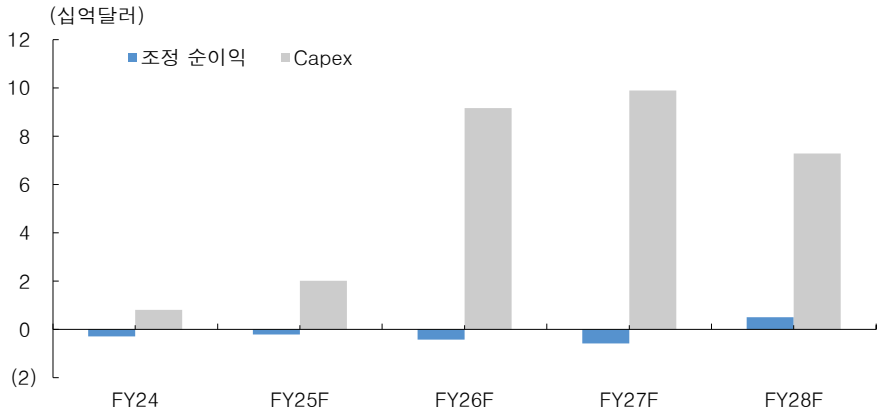
김미래
miraekim@koreainvestment.com

[그림 95] 네비우스 매출 추이 및 전망



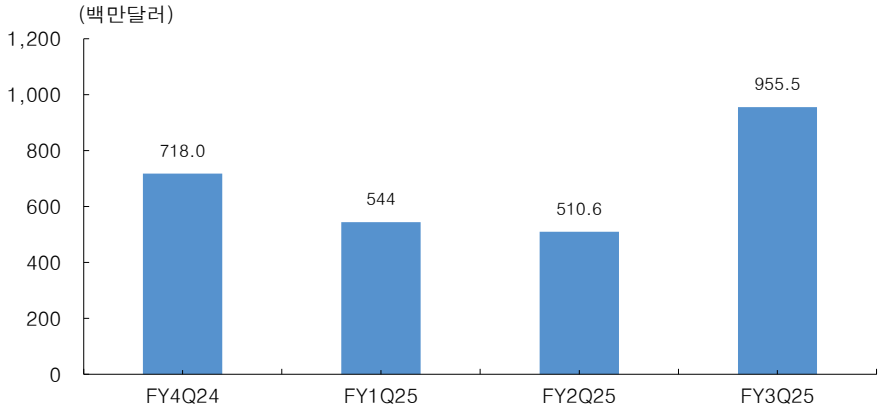
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 96] 28년 흑자 전환 전망



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 97] Capex 추이



자료: 네비우스, 한국투자증권

<표 21> 실적 및 주요 지표

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
매출액(백만달러)	118	570	2,158	4,364	9,195	12,996
영업이익(백만달러)	(386)	(424)	(204)	(386)	-	-
영업이익률(%)	*(328.8)*	*(74.5)*	*(9.5)*	*(8.8)*	-	-
세전이익(백만달러)	(331)	(139)	(319)	(596)	-	-
순이익(백만달러)	(331)	(139)	(319)	(596)	-	-
순이익률(%)	*(281.7)*	*(24.4)*	*(14.8)*	*(13.7)*	*501*	*2,979*
EBITDA(백만달러)	(255)	(54)	724	2,178	5,691	8,768
EBITDA 마진(%)	*(216.8)*	*(9.5)*	*33.5*	*49.9*	*5,691*	*8,768*
EPS(달러)	(1.0)	(0.7)	(2.2)	(3.7)	2	9
EPS증가율(% YoY)	-	*(26.1)*	*217.9*	*65.7*	*2*	*9*
BPS(달러)	-	-	-	-	-	-
DPS(달러)	-	0.0	0.0	0.0	-	-
ROA(%)	*(8.0)*	*(4.6)*	*0.8*	*(25.0)*	-	-
ROE(%)	*(17.9)*	*(26.1)*	*(6.7)*	*25.9*	*0*	*0*
배당수익률(%)	-	*0.0*	*0.0*	*0.0*	-	-
순차입금(백만달러)	(2,444)	(1,407)	3,791	7,154	8,140	9,365
PER(x)	-	-	-	-	71	12
PBR(x)	5.4	7.7	4.4	6.2	0	0
EV/EBITDA(x)	-	-	35.5	11.8	5	3

주: 11월 10일 종가
자료: 네비우스, Factset, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 14일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.