2025.11.21

해외주식 Brief

지속되는 AI Capex: 수익성은 문제, 버블 우려는 과도

해외주식 Brief

[해외주식] 박윤철 2122-9201 nzc888@imfnsec.com

Check Point

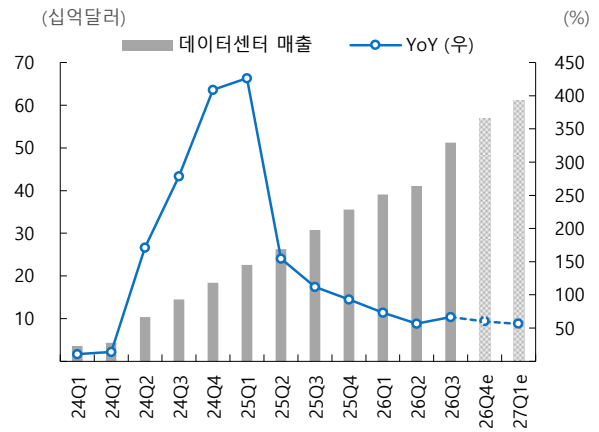
AI 버블론이 시장을 지배하고 있는 상황. 엔비디아 실적 발표 이후 견고한 AI 수요가 재확인되었지만 논란은 지속 중
버블론은 과도하지만 빅테크 수익성 우려는 타당. 엔비디아의 높은 가격 협상력은 수요자인 빅테크 수익성 문제로 연결
부채조달로 넘어간 투자 사이클, 이제는 승자와 패자가 갈릴 시기. 수익성과 기술력을 증명하는 소수의 기업에 집중할 필요

엔비디아 실적이 확인시켜준 견고한 AI 수요

10월 FOMC 이후 연준의 지속된 매파적 발언으로 글로벌 증시는 정체되는 흐름이 현재 진행중에 있다. 여기에 더해 오라클의 CDS 급등 등 AI 버블론, 마이클 버리의 공매도 리포트, 주요 기관투자자의 엔비디아 매도 소식 등 악재가 겹치며 AI 밸류체인 전반에 걸친 경계감이 확산된 상황이다. 하지만 엔비디아의 3분기 실적 발표 이후 AI 버블을 걱정하던 시장의 우려는 완화되기 시작했다. AI 데이터 센터 매출이 약 512억 달러를 기록하는 등 시장 예상을 상회한 실적을 발표했고 매출 총이익률이 73.6%를 기록하고 향후 이익률 개선 지속될 것임을 언급하는 등 AI 수요가 견고하다는 사실을 재확인시켜주었기 때문이다.

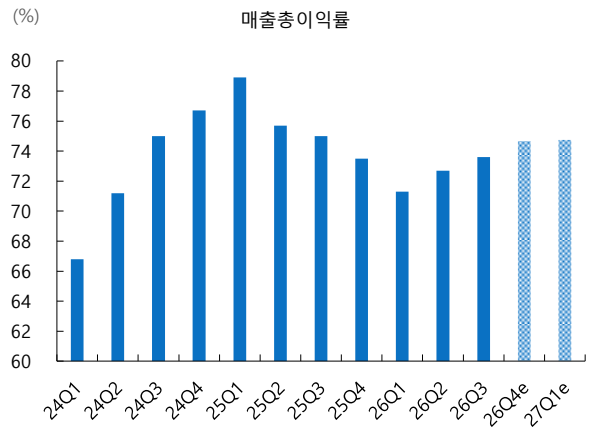
젠슨황 엔비디아 CEO는 또한 AI 인프라가 전체에 걸쳐 장기간 사용 가능한 구조임을 밝히며 AI 자산의 활용기간이 실제로 짧지 않다고 언급, 내용연수 연장을 통해 이익을 과대 포장했다는 마이클 버리의 주장에 간접적으로 반박하는 모습도 보였다. 이후 실제 사용과 경제적 효용 간의 구별이 필요하다는 마이클 버리의 반박과 매출채권 증가에 따른 대금 회수 지연 가능성 등 논란이 견고한 AI 수요에도 시장 경계심리를 유지시키고 있는 상황이다.

그림1. 엔비디아 데이터센터 매출 및 성장률 추이: 시장 예상 상회한 AI 매출 및 성장률 기록



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 엔비디아 매출총이익률 추이: 26Q3 기준 73.6% 기록 및 향후 이익률 개선 지속 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표1. 내용연수 연장을 통해 순이익 상승 효과를 누린 주요 빅테크

회사	대상 자산	변경 전	변경 후	감가상각 감소효과
Microsoft	클라우드 서버 & 네트워크 장비	4년	6년	FY23에 감가상각비 약 **37억 달러**를 미래로 미룸 → FY23 영업이익·마진이 그만큼 개선. FY24에도 효과 규모가 약 **21억 달러**로 줄어들며 계속 반영
Alphabet (Google)	서버 및 일부 네트워크 장비	서버 **4→6년**, 네트워크 **5→6년**	**최장 6년**	2023년 한 해 감가상각비 **39억 달러 감소**, 순이익 **30억 달러 증가**
Meta	서버 및 네트워크 (특히 AI 인프라)	대략 **4~5년**	**5.5년**	2025년부터 적용, 2025년 한 해 감가상각비 약 **29억 달러 감소** 예상
Amazon (AWS 중심)	서버 및 네트워크	**5년 → 6년** (2024년부터)	**6년**	서버 수명 6년으로 늘리면서 2024년 기준 영업이익 **약 31억 달러** 증가하는 효과가 있을 것으로 예상
	(추가) 일부 서버·네트워크	**6년 → 5년** (2025년부터 일부 되돌림)	5년	AI 기술 진화 속도가 빨라졌다며 일부 자산은 다시 6→5년으로 단축. 이 변경이 2025년 영업이익을 약 **7억 달러** 줄이고, 조기 폐기·가속상각으로 추가 **6억 달러** 정도 더 깎는다고 가이던스.
Oracle	서버·컴퓨트 인프라(클라우드/AI 데이터센터)	과거 **5년** 수준에서 시작	**6년**	FY 25 기준 영업비용 7.33억 달러 감소 및 순이익 5.73억달러 증가

자료: iM증권 리서치본부

버블론은 과도하지만 빅테크 수익성 우려는 타당하다

엔비디아 실적 발표를 통해 전방위적인 AI 수요가 재차 확인되었다. 여전히 수요부족, 공급우위 시장에서 엔비디아의 이익률은 견고한 모습 나타났고 이는 반대로 엔비디아의 AI 칩을 구매하는 빅테크 기업들의 수익성 문제는 여전함을 보여주었다. 이미 3분기 실적시즌을 소화하며 확인된 빅테크 현금흐름의 문제가 재확인된 것이다. AI 투자 사이클에서 '물주'를 자처하고 있는 주요 빅테크 기업의 잉여현금흐름 대비 Capex 지출이 높아지기 시작했고 오라클의 경우 Capex 비용이 영업현금흐름을 넘어서며 외부자금 조달이 선택이 아닌 필수가 되는 모습까지 확인되었다.

결론적으로 수익성에 대한 우려는 타당하다는 판단이다. AI 과열경쟁 국면에서 빅테크의 공격적인 Capex 투자는 불가피한 가운데 이미 수천억 달러에 달하는 비용지출이 예정되어 있고 추정치 상향도 지속될 가능성이 높기 때문이다. 현금흐름 압박이 생기기 시작함에 따른 회사채 발행은 당연한 수순으로 보이며 수익성 논란으로 주가 변동성이 높아지는 것은 불가피해 보인다.

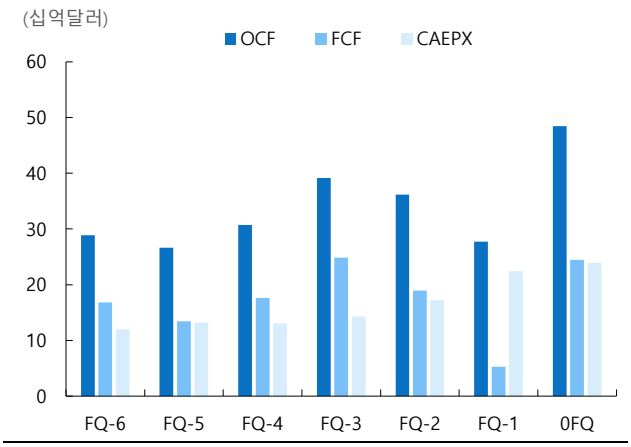
일각에서는 회사채 발행과 함께 나타난 CDS 동반 상승이 AI 버블붕괴를 의미하는 것이 아니냐 라는 문제를 제기하고 있다. 하지만 회사채 발행에 이어 유상증자, 전환사채 등을 통해 자금을 조달하고 있는 중소형 AI 기업과는 다르게 빅테크의 현금여력은 충분한 상태다. 만약 문제가 생기더라도 지정학적 갈등에 기인한 범국가적 산업인 AI에 대한 지원은 불가피하다. 엔비디아 중심의 AI 생태계 순환투자 구도가 형성되어 있어 압도적인 실적과 현금을 바탕으로 한 엔비디아 자체의 QE(양적완화) 여력도 충분하다는 판단이다. 무엇보다 현재 미국 비금융기업의 세전이익 대비 이자비용은 역사적 저점 수준에 위치해 있다. 25년 들어 세전이익 대비 이자비용이 증가하고 있고 이익 과대포장 논란도 있지만 현재 레벨은 회사채 발행이 버블 붕괴를 의미하기엔 무리가 있다는 판단이다.

흔들리는 금리인하와 수익성 논란 속 AI 승자와 패자가 본격적으로 나뉜다

오히려 주목해야 하는 것은 '금리'다. 10월 FOMC 이후로 금리인하 사이클 지속에 대한 의문이 증가하기 시작했고 금리가 더 높아지기 전에 비교적 낮은 조달금리를 통해 회사채 발행을 추진하기에 알맞은 환경이 조성되었다는 판단이다. 최근 CDS 상승은 투자 사이클이 부채조달 단계로 넘어온 상황에서 이젠 모두가 AI 산업에서 승자가 되기 보다는 '수익성을 증명하는 소수의

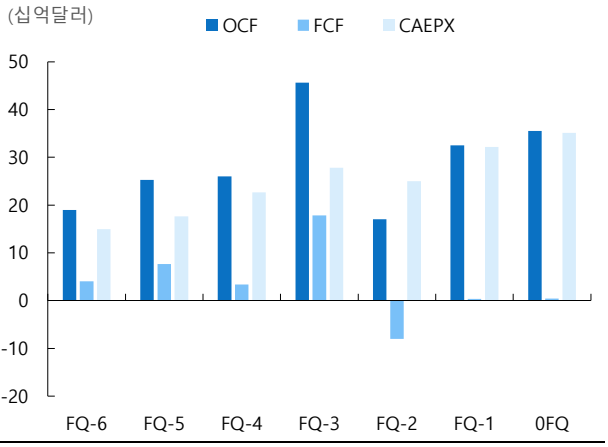
기업만이 승자가 될 것이다'에 베팅하기 시작한 것으로 보인다. 모두가 승자가 될 수 없다면 헷지 수요가 증가하는 것은 당연한 흐름이다. 고용둔화와 물가상승이 동시에 나타나고 있는 상황에서 금리인하에 대한 논란은 지속될 것으로 보이며 건전성 문제까지 연결될 수 있는 재정 및 통화정책 변곡점에 더 주목할 필요가 있다는 판단이다.

그림3. 알파벳 분기별 현금흐름 추이



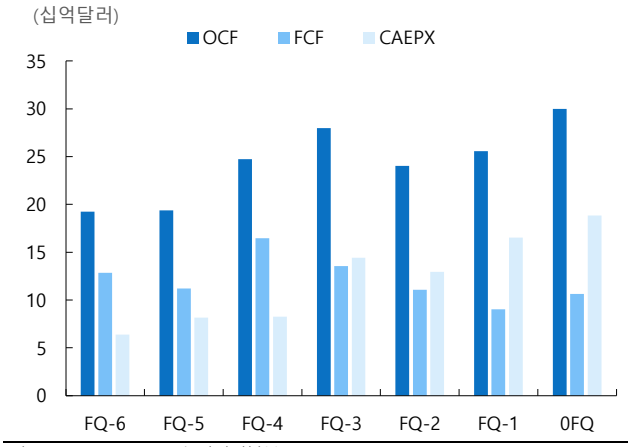
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: FQ0은 가장 최근 실적발표 기준

그림4. 아마존 분기별 현금흐름 추이



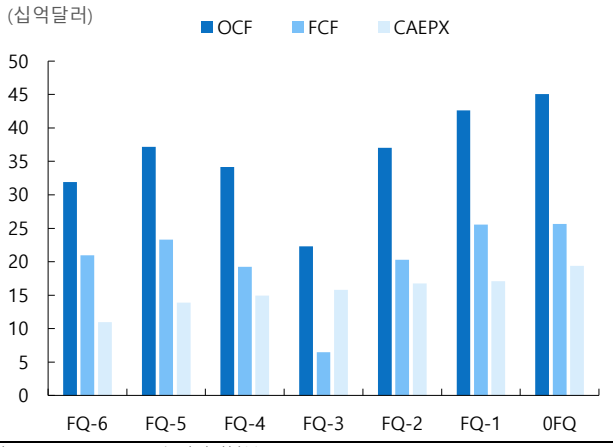
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: FQ0은 가장 최근 실적발표 기준

그림5. 메타 분기별 현금흐름 추이



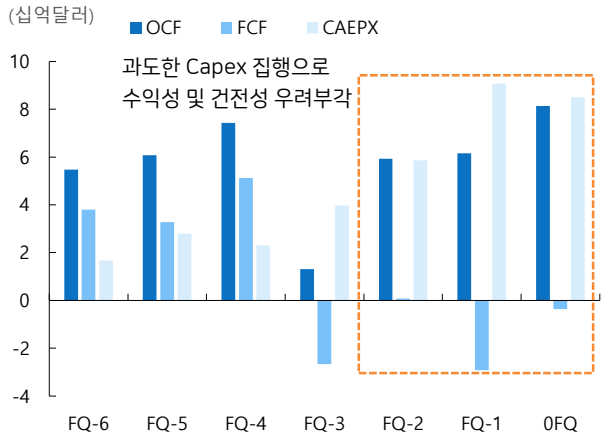
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: FQ0은 가장 최근 실적발표 기준

그림6. 마이크로소프트 분기별 현금흐름 추이



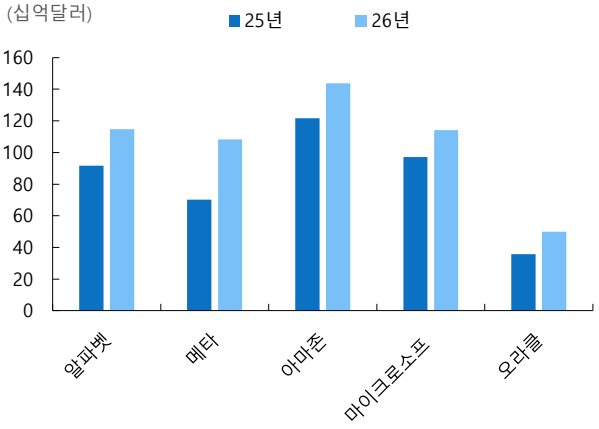
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: FQ0은 가장 최근 실적발표 기준

그림7. 오라클 분기별 현금흐름 추이



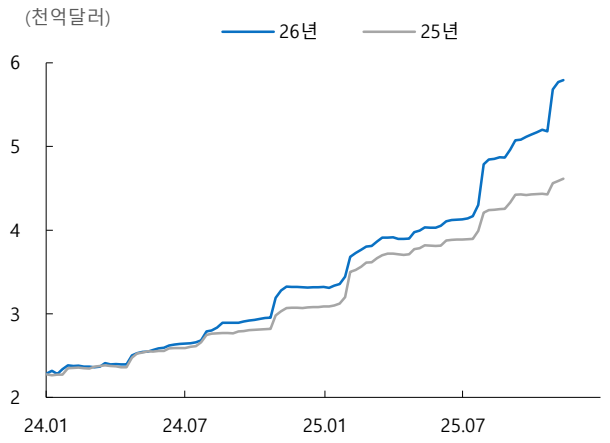
자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: FQ0은 가장 최근 실적발표 기준

그림8. 빅테크 연도별 Capex 추정치



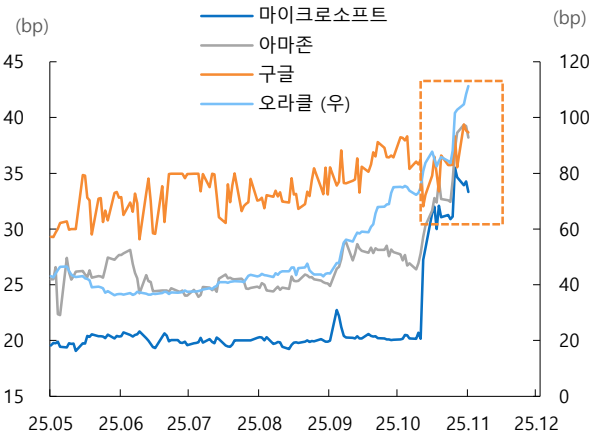
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. Capex 상향은 지속 전망



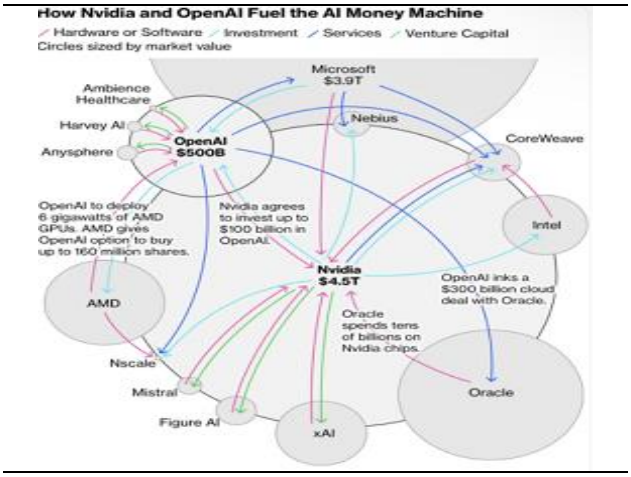
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산

그림10. 주요 빅테크 CDS 추이: 회사채 발행 이슈와 함께 상승



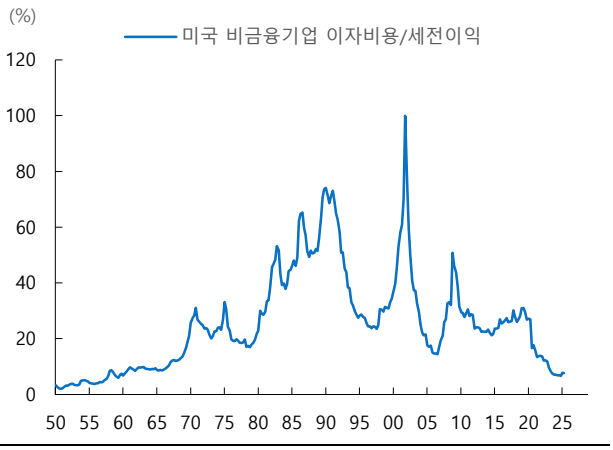
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 엔비디아 순환투자 굴레



자료: Bloomberg news, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 비금융기업 이자비용/세전이익: 건전성은 양호한 상황



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박윤철)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.