해외주식

해외주식 서영재
youngjae.seo@daishin.com

Issue Comment

OpenAI 계약 우려가 촉발한 조정. AI 공급의 주체가 바뀔 뿐, AI 수요가 변하는 것은 아님

- 오라클, 브로드컴의 실적 발표 이후 반도체 기업들 전반적으로 급락
- OpenAI 와 체결한 계약이 Binding 하지 않다는 우려 확대
- 그러나 AI 공급 주체가 바뀌는 것일 뿐 수요가 변하는 것은 아니라고 판단
- 알파벳 밸류체인을 OpenAI 밸류체인보다 선호

오라클, 브로드컴의 실적 발표 이후 반도체 기업들 전반적으로 급락

오라클 (12/11), 브로드컴 (12/12) 실적 발표 이후 반도체 기업 전반적으로 급락. 12/11~12/12 반도체 지수 -5.3%, 오라클 -14.8%, 브로드컴 -12.8% 하락

오라클은 매출 가이던스는 유지한 반면, CapEx 전망치는 상향 조정. 데이터센터를 신속하게 지을수록 매출 전환이 빨라지기는 하나 자금 조달 부담에 대한 우려가 존재하는 상황에서 긍정적인 뉴스는 아니었음. 아울러, 수주잔고는 메타와의 계약에 기반해 전분기대비 증가했으나, OpenAI 수주잔고 실현 가능성에 대한 우려를 상쇄할 수 있는 수준은 아니었음. 경영진은 특정 기업의 AI 클라우드 수요가 감소하면 수시간 내 이를 다른 고객이 사용할 수 있도록 전환할 수 있다고 밝혔으나, OpenAI 수요 감소 자체에 대한 불안을 누그러뜨리지 못함

OpenAI와의 계약이 Binding 하지 않다는 우려 확대

브로드컴은 FY 4Q25 AI 반도체 매출 및 가이던스가 예상을 상회했음에도, OpenAI와의 계약이 Non-Binding = 구속력이 있지 않다는 우려에 주가가 하락. FY 3Q25 실적 발표에서 브로드컴은 네 번째 고객과 100억 달러 규모의 AI 반도체 공급 계약을 맺었다고 밝힌 바 있음. 이후 OpenAI와의 10GW 규모 데이터센터 건설 계획이 공개됨에 따라 투자자들은 네 번째 고객이 OpenAI일 것으로 추정. 그러나 이번 실적 발표에서 해당 고객은 Anthrophic으로 밝혀짐. 브로드컴이 Anthrophic과 110억 달러의 추가 계약을 수주했음에도 투자자들은 OpenAI 수요가 아니라는 점에 실망. 아울러, OpenAI와 10GW 규모의 데이터센터 건설하는 계약이 Binding한 것이 아니라 장기적인 관점에서 논의하는 사항이라는 코멘트로 인해 향후 OpenAI향 수요에 대한 불확실성 확대

다만, AI 공급 주체가 바뀌는 것일 뿐 AI 수요가 변하는 것은 아니라고 판단

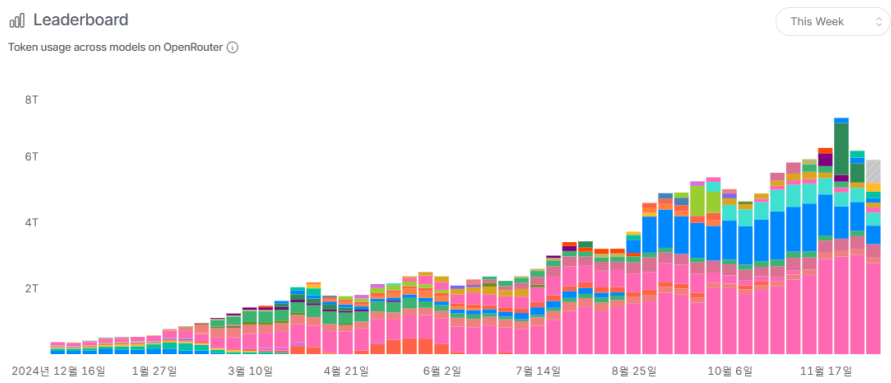
OpenAI가 맺은 계약이 실제 매출로 전환될 수 있을지에 대한 불확실성이 커진 상황이기는 하지만, 이는 AI 서비스 공급 주체가 바뀌는 것일 뿐 AI 수요가 변하는 것을 의미하는 것은 아니라고 판단. OpenRouter가 발표하는 AI 모델별 토큰 사용량은 25년 1분기부터 4분기까지 꾸준히 상승하고 있음. 특히, 올해는 기업의 AI 모델 사용이 수요를 견인하고 있음. Agent AI 사용이 이제 막 시작된 점을 고려하면 AI 수요에 대해 우려할 시점은 아님

알파벳 밸류체인 〉 OpenAI 밸류체인. 알파벳 & 브로드컴 선호

알파벳 밸류체인을 OpenAI 밸류체인보다 선호. OpenAI가 지금의 상황을 뒤집기 위해서는 알파벳을 능가하는 AI 모델을 만들고, 알파벳처럼 AI 투자를 뒷받침할 수 있는 현금 창출 능력을 보여줘야할 것

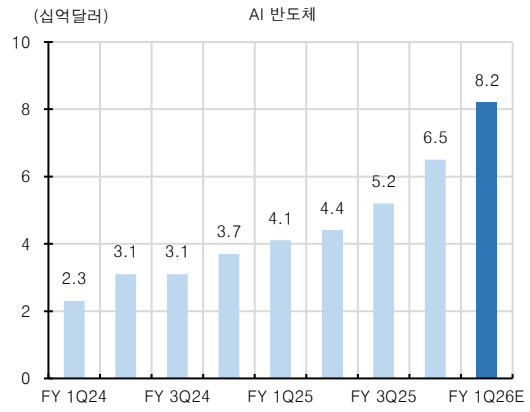
브로드컴은 OpenAI 수요가 줄어들면 이를 알파벳 수요로 상쇄할 수 있을 전망. 또한, 향후 18개월 동안 730억 달러의 AI 반도체 수주잔고 보유. 이는 향후 12개월 기준으로는 약 500억 달러 매출이 가능함을 의미. 지난 12개월 AI 반도체 매출이 200억 달러 수준인 점을 고려하면 성장률이 150%에 육박. 동기간 추가 수주가 가능한 점을 고려하면 수요에 대해 우려할 단계는 아니라고 판단

그림 1. AI 모델별 토큰 사용량



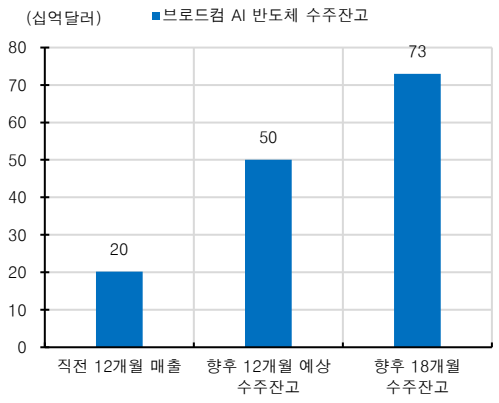
자료: OpenRouter, 대신증권 Research Center

그림 2. 브로드컴 분기별 AI 반도체 매출



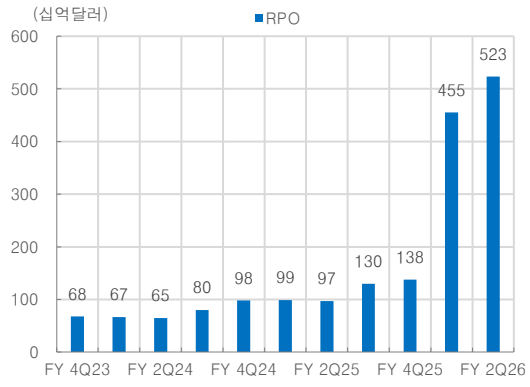
자료: Broadcom, 대신증권 Research Center

그림 3. 브로드컴 AI 반도체 매출 & 수주잔고



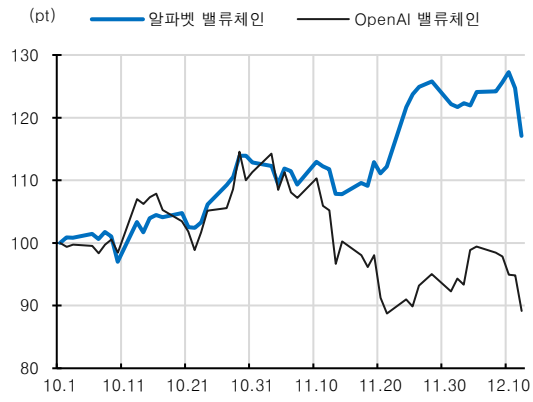
자료: Broadcom, 대신증권 Research Center

그림 4. 오라클 수주잔고



자료: Oracle, 대신증권 Research Center

그림 5. 알파벳 밸류체인 vs OpenAI 밸류체인



자료: Factset, 대신증권 Research Center
주: 알파벳 밸류체인 = 알파벳, 브로드컴
OpenAI 밸류체인 = 엔비디아, 오라클, 마이크로소프트, 블룸 에너지

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 서영재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.