One Step Forward, Again

Part Ⅰ AI 확장, 트럼프, 할인율 축소
Part Ⅱ AI 사이클의 조건, 경쟁의 확산

LS증권

퀀트/전략
Analyst 정다운
dw.jung@ls-sec.co.kr

Market
Analyst 황산해
sh.hwang@ls-sec.co.kr

LS증권 **정다운, 황산해**입니다.

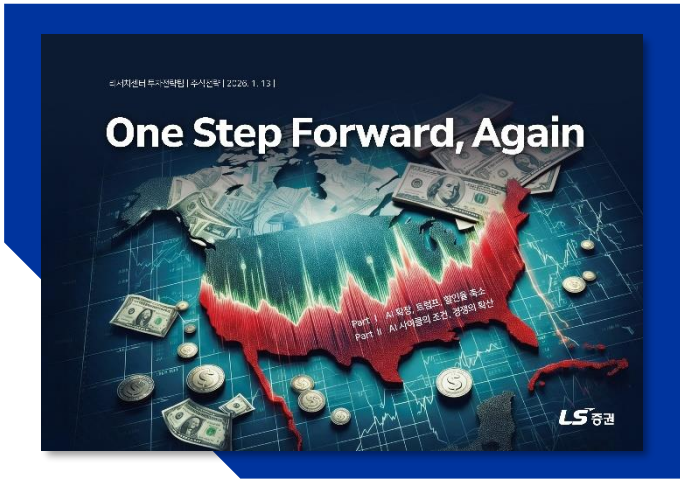
KOSPI가 어느 새 4,600pt를 넘어섰습니다. 급등한 주가에 일단 겁을 먹게 되고, 보수적으로 접근해야 하는가에 대한 고민이 커집니다.
일부 넓어진 시장의 폭도, 고민해야 할 부분입니다. 이번 자료에는 이러한 고민을 담았습니다.
당사의 결론은, 2026년 KOSPI 상단 5,100pt로 상향, 그리고 소비 개선 기대로까지의 내러티브 확장입니다.

Part Ⅰ **AI확장, 트럼프, 할인율 축소**에서는 여전히 낙관적인 매크로 환경, 이어지는 AI 사이클, 우호적인 정책 변수, 그리고 이에 따른 KOSPI 적정 레벨 상향을 담았습니다. 높아진 주가 레벨에서도 완화적일 통화정책과 경기 친화적인 재정정책은, 주식시장을 낙관적으로 볼 수 밖에 없게 합니다. 특히 중간선거를 앞두고 압박 받는 트럼프는 "Affordability"에 초점을 두고 확장 재정 및 인플레이션 완화를 위한 노력을 기울일 것입니다. 이는 소비 개선 기대로까지 이어질 가능성을 염두에 두고 있습니다. 한편 AI와 관련해서도 기업들의 도입 근거가 확인되어 감에 따라, 지금은 AI 도입 활성화 시점이라 판단합니다.
한국 증시는 높아진 ROE 레벨에 따라 주가 상승 폭이 컸습니다만, ROE 상승에 따른 지수 상승 폭을 배제하면, 오히려 한국의 디스카운트는 여전해 보입니다. 디스카운트 해소 만으로도, 지금의 ROE 전망치 레벨에서 5,100pt까지 상승할 수 있다고 평가합니다. 시작된 개인 자금 유입, 우호적인 외국인 수급 환경, 퇴직연금과 같은 제도 마련 등은 수급적으로 한국의 Re-rating을 지지하는 요인이 될 것으로 기대합니다.
당사의 업종 뷰는, AI 확장 및 소비 개선 기대(자동차, IT H/W, 반도체)와 AI 도입과 소비 개선 기대(인터넷)을 선호합니다. 스타일 관점에서는 GARP(성장+α), FCF 밸류를 주목하는 한편, 시장 확산 관점에서 업종 중립 접근이 유효할 것으로 전망합니다.

Part Ⅱ **AI 사이클의 조건, 경쟁의 확산**에서는 사이클 낙관을 지탱할 요인들을 고민했습니다. AI 투자 경쟁이 비(非) 테크 기업까지 확장되는 흐름에 주목합니다. 현재 AI 인프라 기업들은 하이퍼스케일러들의 데이터센터 투자 과열을 P와 마진 상승의 기회로 활용, 전례 없는 호황을 즐기고 있습니다. 그러나 시장은 26년 1분기를 빅테크 CAPEX 증가율의 기울기가 꺾이는 시점으로 예상하고 있습니다. 동시에 CAPEX가 영업현금흐름의 60~70%를 상회하는 것에 경계심도 표출하고 있습니다. 기울기가 꺾이는 것은 AI 사이클 호황의 정점을 의미하나 그렇다고 CAPEX 부담을 늘리는 것 역시 버블 우려를 유발하는 것이 작금의 환경입니다.
그렇기에 빅테크들의 OCF, 즉 수익 측면의 성장률 반등이 변수가 될 것이라 전망합니다. 비(非) 테크 기업들은 이제 AI를 비용 효율화 도구를 넘어 기업 경쟁력 유지 수단으로 인식, 본격적인 AI 투자 경쟁에 돌입했습니다. 이는 곧 AI 컨설팅(MSP), S/W 수요를 거쳐 클라우드 벤더들의 수익으로 이어지게 됩니다. 재정과 통화정책으로 회복되는 경기 성장의 기대감도 손을 거들고 있습니다. 빅테크들의 매출 낙관은 그들의 투자에 숨통을 틔우고 다시 한번 열기를 불어넣을 것입니다.
AI 투자의 주체이자 인프라 사이클의 동력인 하이퍼스케일러의 관점으로 그들의 수익성에 대한 고민이 필요한 시점입니다

감사합니다.

Contents



One Step Forward, Again

Part I 04 AI 확장, 트럼프, 할인율 축소
GARP, 업종중립, FCF

Part II 36 AI 사이클의 조건, 경쟁의 확산
AI 사이클 연장의 변수, 경쟁과 확산

Part I

AI 확장, 트럼프, 할인율 축소

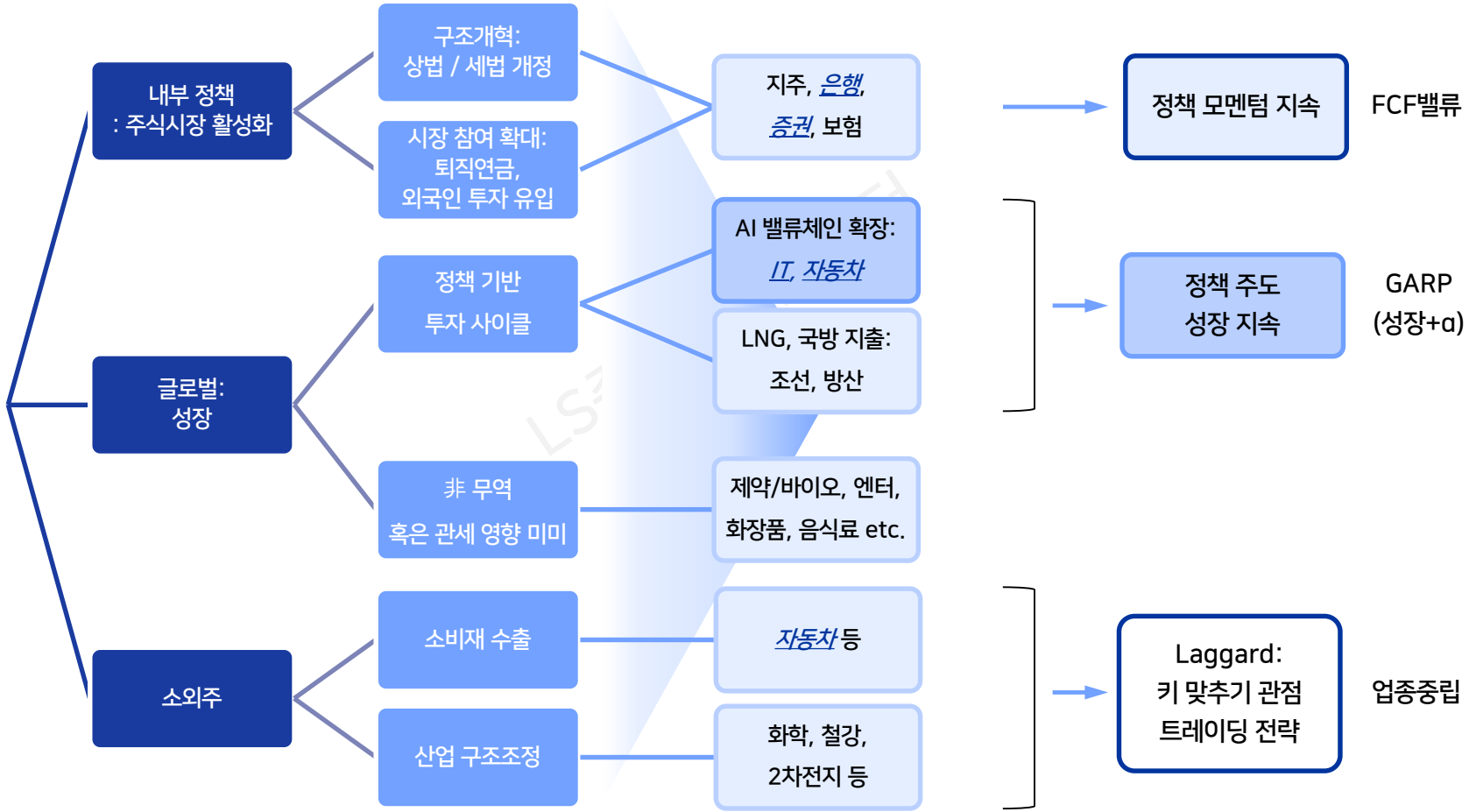
GARP, 업종중립, FCF

- 한국 업종 뷰: AI 확장과 넓어지는 시장
- 非 미국에 우호적인 환경
- 정책 조합: 궁지에 몰린 트럼프
- 리플레이션의 기억, 소비 기대로 이어질 가능성
- AI 사이클, 여전히 유지
- KOSPI 상단 5,100으로 상향: 할인율 축소와 수급
- 여전히 유효한 FCF 관점의 접근

AI / Trump-flation: 2026 코스피 상단 5,100pt로 상향

● AI 확장과 정책 발 소비 개선 기대에 주목. 자동차, IT(반도체, 인터넷, IT H/W) 선호. 스타일 관점에서는 GARP, 업종 중립, FCF를 주목

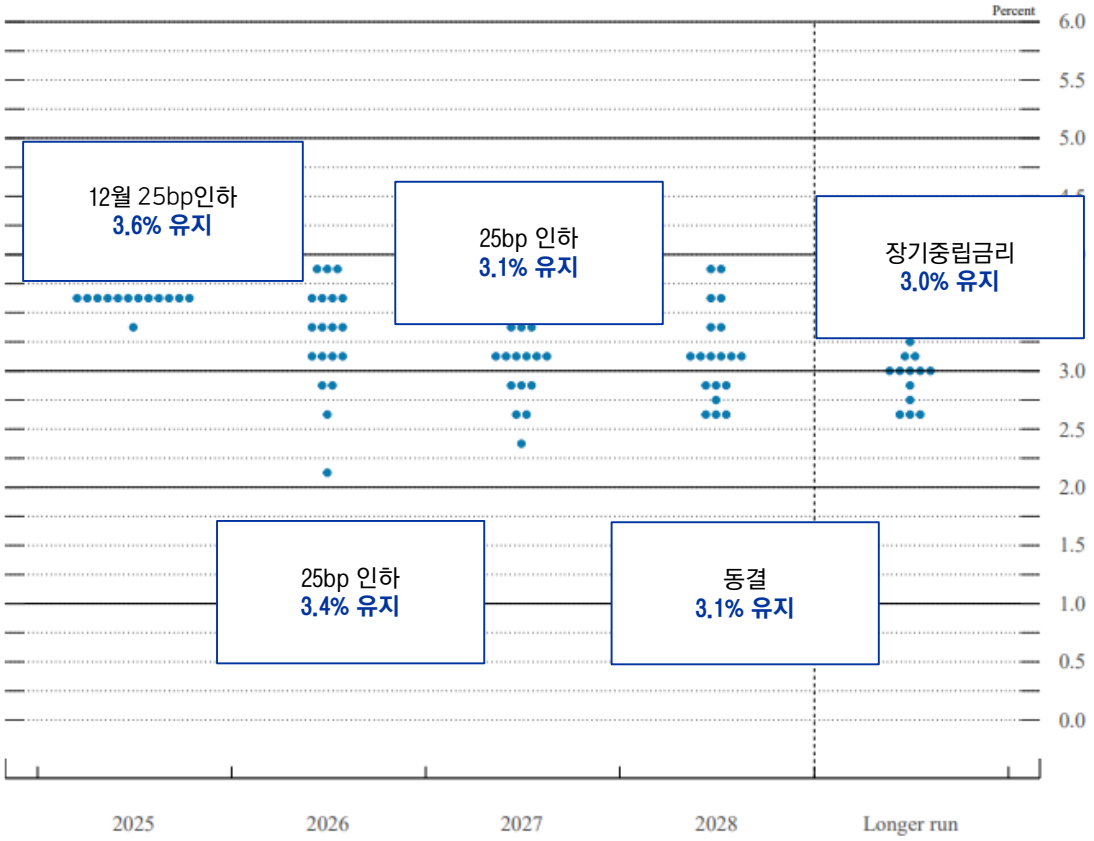
- AI 사이클: 여전히 낙관하나, 반도체 포함 이익 성장 확인하며 상승해야하는 레벨. 반도체 내에서는 낸드, 파운드리, 디바이스 등 영역이 넓은 삼성전자를 더 선호
- 리플레이션: 에너지, 소재는 공급 과잉 문제와 정제마진 문제 등으로 전면에 내세우긴 어려운 상황. 오히려 소비 개선 기대를 적극 활용하는 것이 낫다고 판단
- AI 영역 확장과 소비 개선 기대가 동시에 영향을 줄 수 있는 업종을 최선호 업종으로 제시. 소비+AI확장(자동차, IT H/W, 반도체), 소비+AI도입(인터넷) 등



자료: LS증권 리서치센터

어찌됐건 완화적일 통화정책에 대한 믿음, 연준(트럼프) Put

2025년 12월 점도표



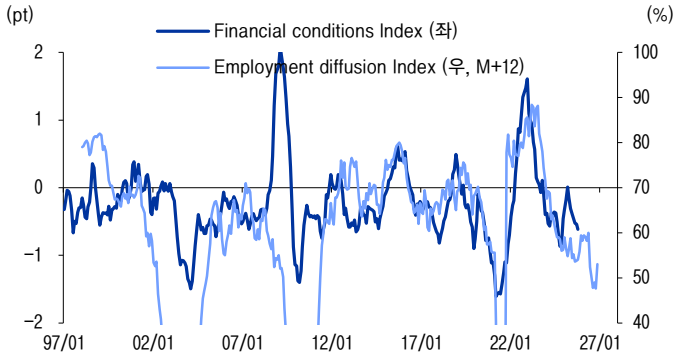
트럼프 정부는 완화적인 통화정책 기조 압박 지속
이는 연준 인선으로 이어짐

2026년 2월 28일 12개 지역 연은 총재들의 임기 동시 만료
이러한 상황에서 스콧 베센트 재무장관은,
일부 지역 연은 총재들이 뉴욕 연은 및 뉴욕 소재
투자은행 출신임을 지적하며, 지역 거주 요건을 언급
지역 연은 총재로 지명되는 지역에서 최소 3년간
거주하지 않았다면 거부할 것이라는 입장

트럼프 의도대로 움직여 줄 수 있도록
인선에 영향력을 행사할 것이란 의도

연준의 신뢰성 문제에 대한 인식도 있지만
미 국채 장기물을 대체할만한
다른 선진국 국채도 없는 상황
전반적인 금리 레벨 상승은 가능하나
시스템 리스크로의 확산 가능성은 제한적

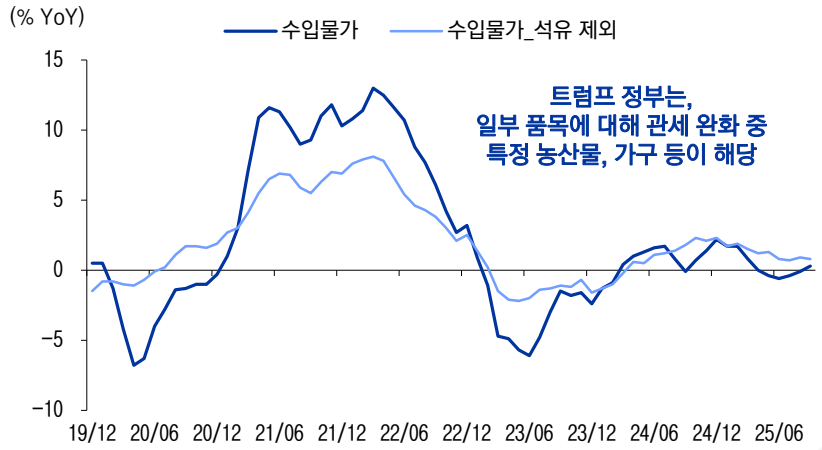
금융 여건 지수와 고용 확산지수: 완화적 정책을 지지



자료: Fed SEP(2025. 12. 10), LS증권 리서치센터

다방면에서 노력하고 있는 트럼프, 물가 안정 노력

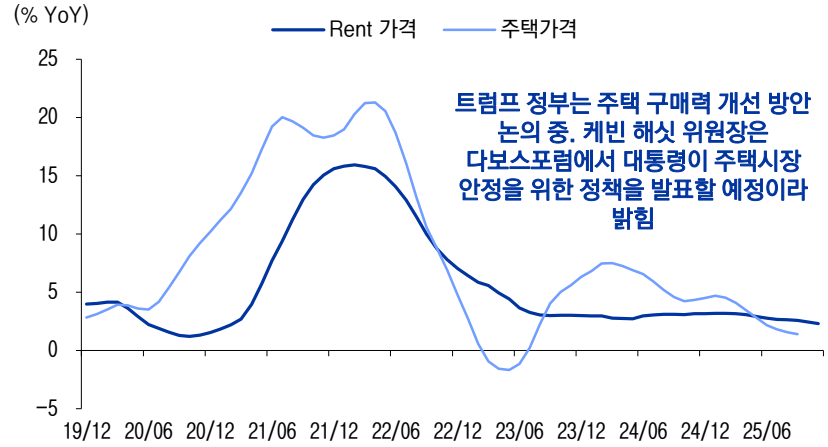
수입물가 추이



WTI 추이

모기지 금리 추이_30Y

주택 가격과 Rent 가격 추이

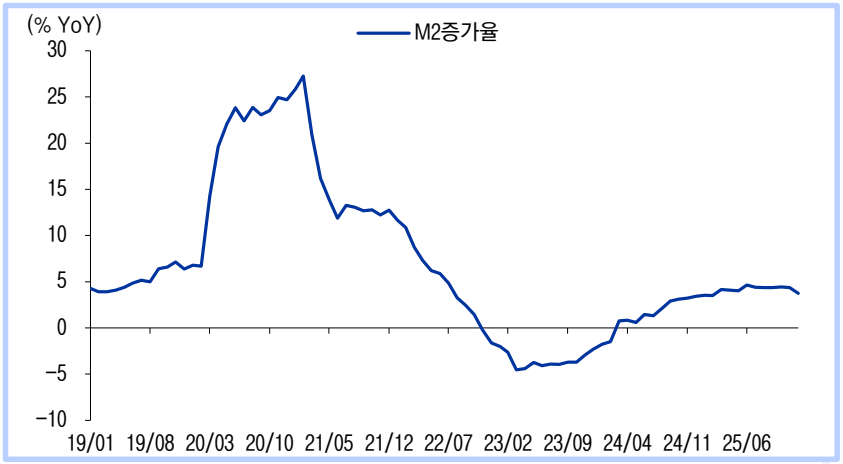


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

기준금리 외에도 유동성 환경을 기대할 수 있는 이유

미국 M2 증가율 추이



미국 화폐 유통속도

LS증권 리서치센터

● **감세 정책, OBBB: 긴축 재정에서 확장 재정으로의 전환**

- 부채 한도를 $5조 증액하고, $4.5조의 감세
- 그 재원을 마련하기 위해 단기채를 준비자산으로 하는 스테이블 코인의 제도권 편입도 추진

● **2026년 11월 중간선거를 앞두고, 트럼프의 지지율 부진. 부각되고 있는 정치권의 화두, "Affordability"**

● **레버리지 확대를 용이하도록 하는 정책**

- 스테이블 코인: 단기채를 준비자산으로 발행하여 점에서 레버리지 발생
- SLR 규제 완화: 최종안 발표. 내년 유동성 환경 개선을 기대하는 요인
- 규제 완화: DC 등의 투자를 위한 규제 완화, M&A 규제 완화 등
- 연준: 12월 FOMC에서 금리 인하 및 RMP 발표. RMP와 관련해서는 QE로의 해석에 대해 논란이 되고 있지만, 어쨌건 유동성 측면의 보강이라는 점은 사실

● **12/12 트럼프 경제 참모들이 금융 규제 완화를, 감세 정책과 해외 투자 유치에 이은 경제 성장의 축으로 강조하고 있다고 보도**

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

트럼프의 2018년 경험, 중간선거를 앞두고 필사적으로 움직일 것

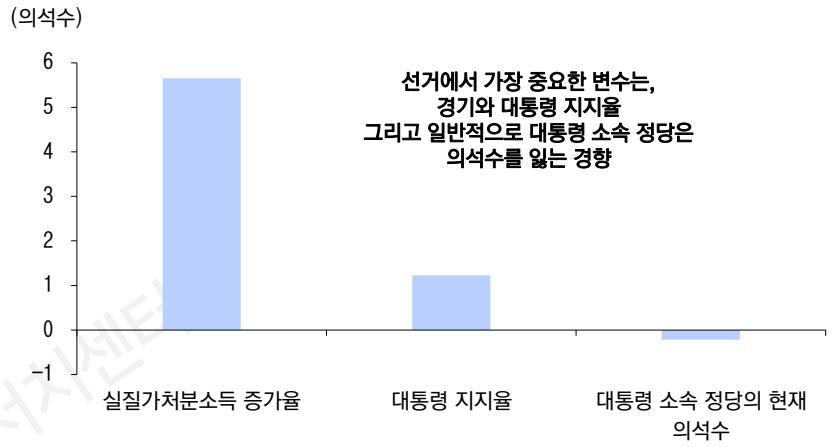
2026년 중간 선거, 트럼프 및 공화당에 위협이 될 가능성

- 2026년 11월 3일 중간선거가 예정. 상원 34석, 하원은 전체 의석인 435석. 현재 컨센서스는 상하원 모두 공화당 우위를 점치고 있는 상황
- 그러나, 몇가지 우려 요인도 상존. ① 트럼프 행정 혼란, 경기 둔화 및 실업 증가 시 정권 심판 여론(National Swing) 가능성, ② 최근 시행된 미국의 특별 선거에서 민주당이 우위를 보였고, 특별 선거는 중간선거의 중요한 가늠자 역할을 해왔다는 점, ③ 역사적으로 대통령 소속 정당이 의석을 잃을 가능성이 높다는 점 등

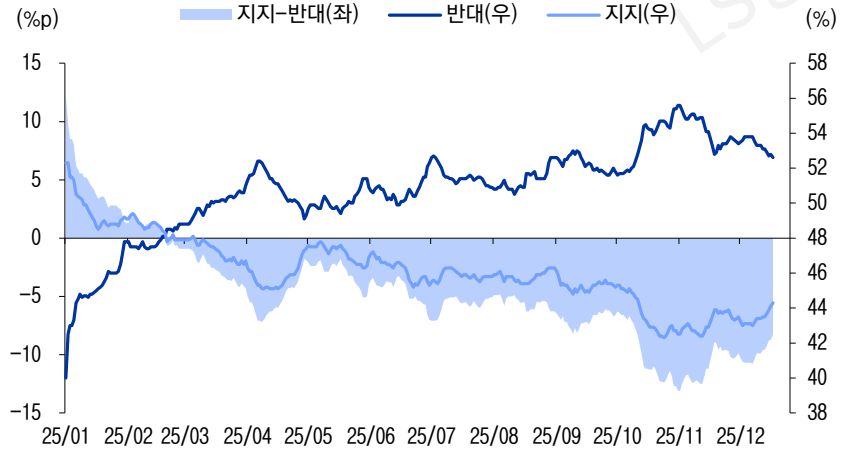
트럼프 대통령의 정치적, 정책적 행보의 포커스는 중간선거에 초점을 맞추고 지지율을 고려할 수 밖에 없는 상황

- 뉴욕 시장, 버지니아 하원의원, 미시시피 상원의원, 뉴저지 주지사 선거 등에서 모두 민주당 승리

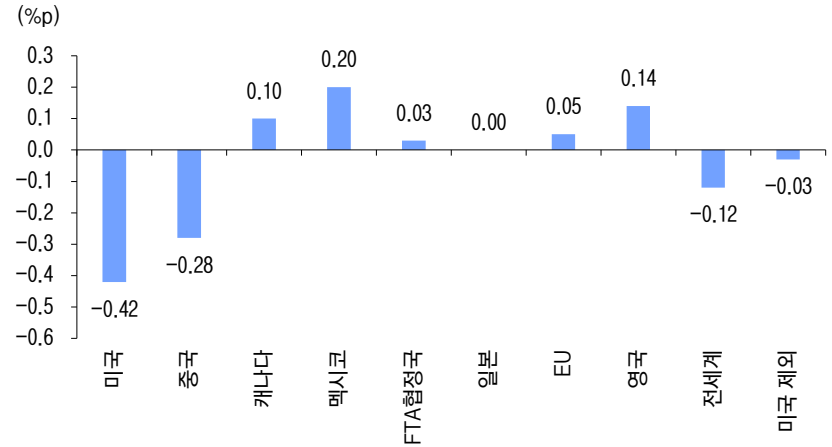
중간선거 결정변수: 각 1 단위 증가 시 의석수 변화 폭



트럼프 대통령 지지율 추이



관세로 인한 실질 GDP 장기 변화 영향



참고: 중간선거 결정변수는, "An Early Midterm Forecast – Mischiefs of Faction" 내용을 참고
자료: Bloomberg, The Budget Lab at Yale, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

민생 정책(재정)의 강화 가능성

● **2025년 11월 4일 치뤄진 뉴욕 시장 선거에서, 민주당 소속의 조란 맘다니가 당선**

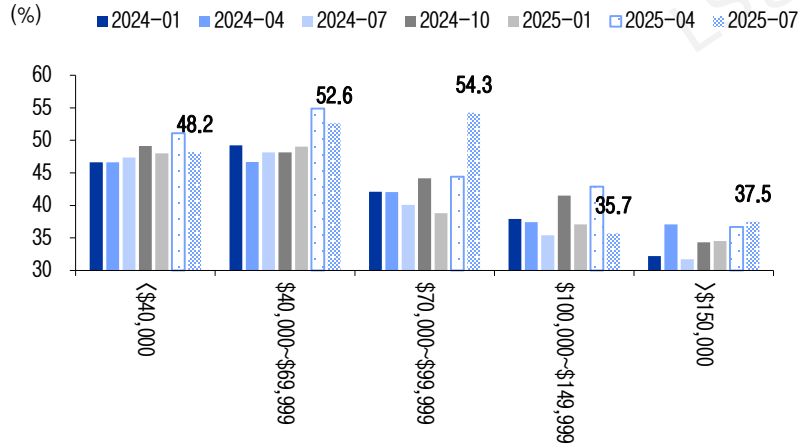
- 이번 뉴욕 시장 선거 결과는, 정치 경력이 4년에 불과한 무슬림 후보가 3선 경력 뉴욕 주지사이자 유대인들의 지지를 받고 있는 정계 거물, 앤드루 쿠오모 전 뉴욕주지사를 상대로 승리했다는 점에서 놀라웠던 결과

● **조란 맘다니의 승리는 트럼프 행정부에 대한 심판으로 해석되며 그 핵심 화두는 민생(Affordability)로 판단**

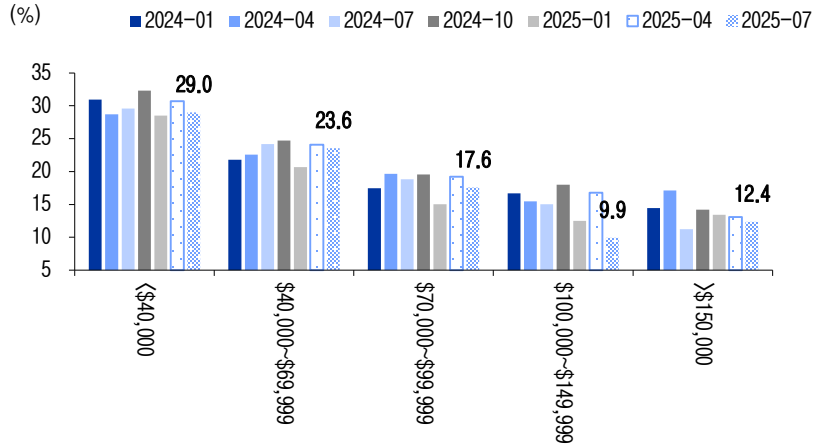
- 조란 맘다니의 선거 슬로건은 "For A New York You Can Afford"
- 민생 문제를 집중적으로 공략한 맘다니의 승리는, 그만큼 민생 문제가 지지율에 핵심적인 문제로 부각되고 있음을 시사

조란 맘다니의 선거 슬로건, "For A New York You Can Afford"

재량적인 소비 축소 계획 비율



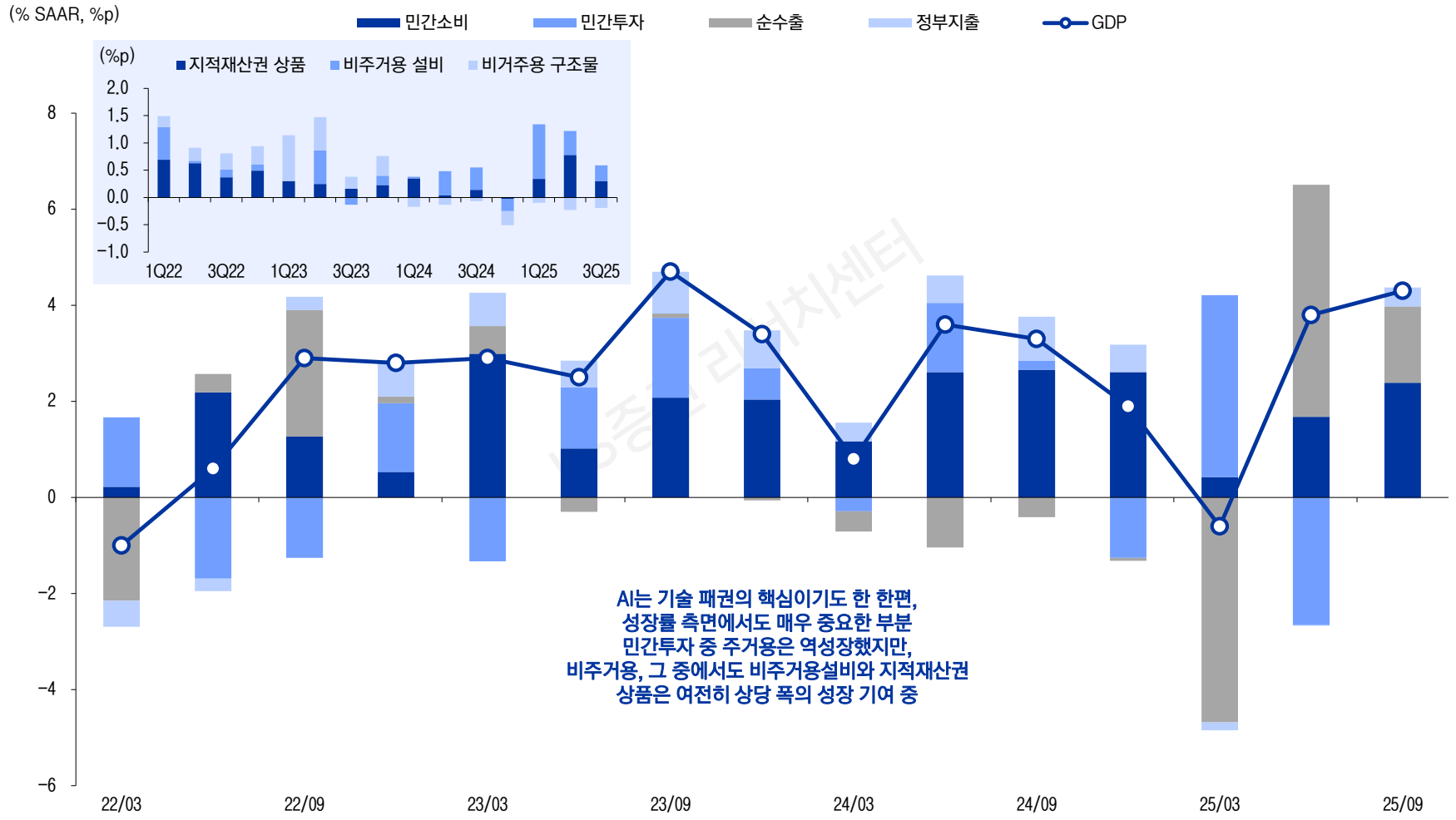
필수적인 소비 축소 계획 비율



참고: 소비 계획은 LIFE(Labor, Income, Finances and Expectations) Survey 기준으로, 미국 가계의 재정 상태, 노동 시장 참여, 소득 기대치 등을 파악하기 위한 월별 설문조사
자료: 언론보도 자료, CEIC, LS증권 리서치센터

미국 성장률 기여도, AI가 지속되지 못하면 성장도 무너진다

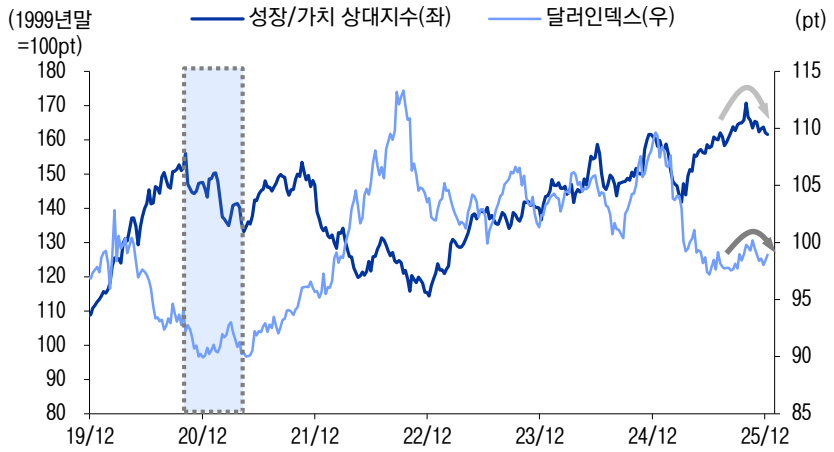
미국 성장률 분해



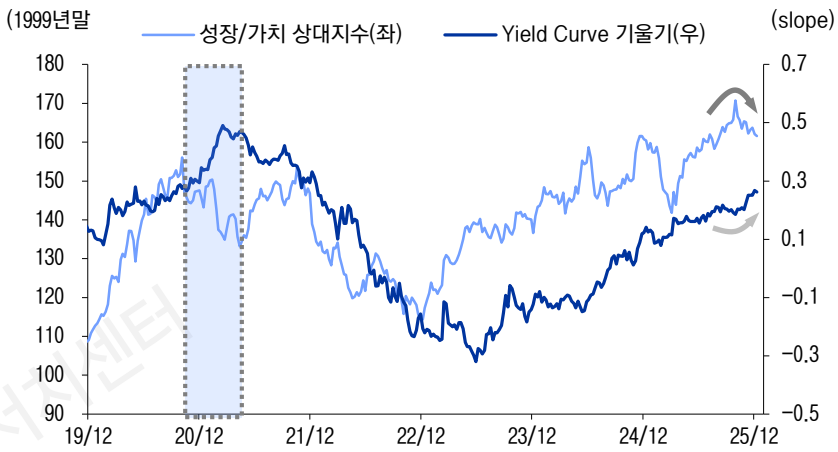
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

떠오르는 리플레이션의 기억 (2020.11 ~ 2021.05)

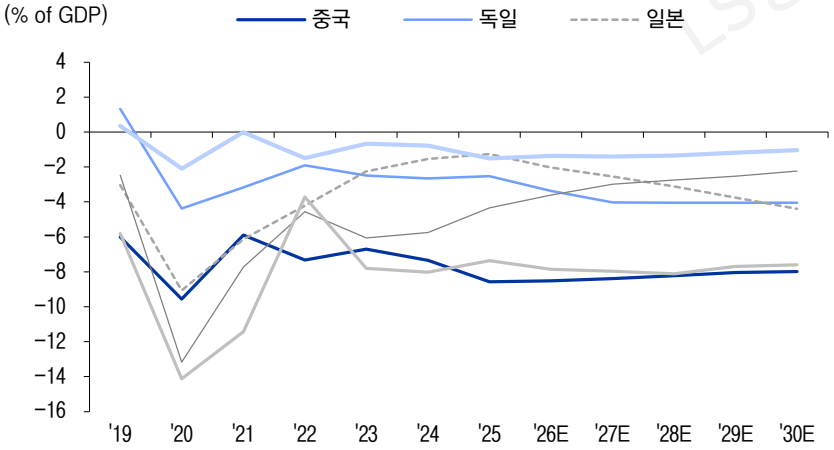
달러인덱스: 리플레이션 시기의 낮은 달러 인덱스



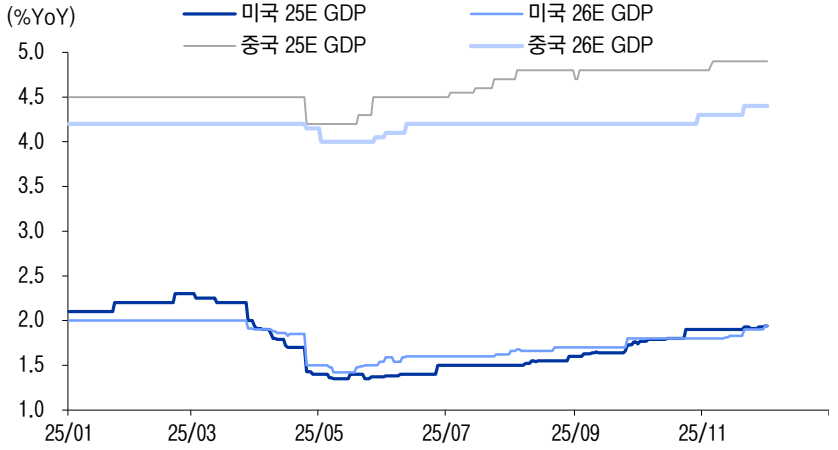
Yield Curve: 리플레이션 시기의 Curve Steepening



국가별 재정수지: 리플레이션 시기의 대규모 확장 재정



미국과 중국 성장률 컨센서스: 성장 전망 개선 중



자료: Bloomberg, CEIC, LS증권 리서치센터

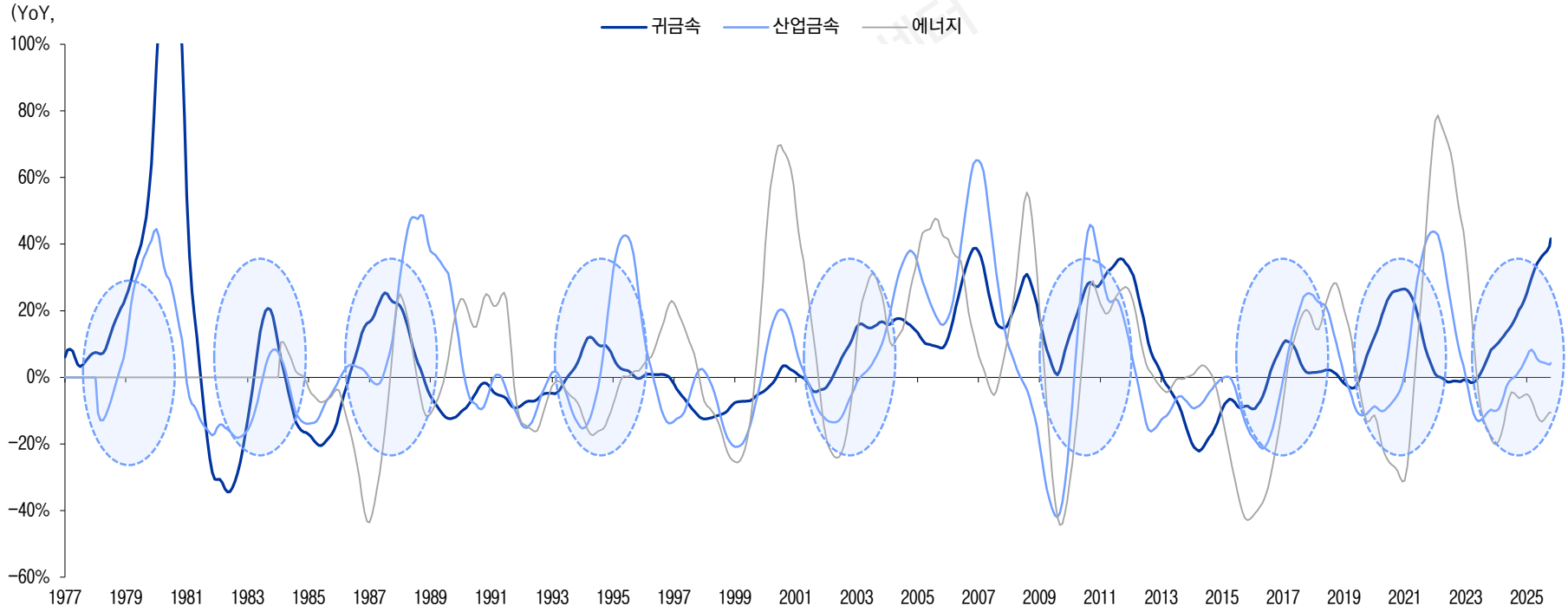
LS증권 리서치센터

원자재 가격 상승도 리플레이션을 떠올리게 하는 요인

● 경기 회복에 대한 기대감 상존하는 가운데, 귀금속에 이어 산업금속도 상승 시작

- 과거 원자재 상승 사이클에서 대부분 귀금속 -> 산업금속 -> 에너지 순으로 상승 사이클 전개. 이는 유동성에 의한 실질금리 하락에 의해 귀금속 가격이 상승하고, 실물 경기의 회복에 의해 산업금속 상승 후, 전반적인 인플레이션 확산 국면에서 에너지 가격이 상승하는 사이클이 형성되는 것
- 이번 귀금속 가격 상승은, 실질금리 하락 외에도 Debasement Trade를 반영한 결과이기도 하나, 뒤따라 산업금속의 상승이 이어지고 있고, 미국 뿐만 아니라 주요국 정부의 확장 재정이 이어짐에 따라 산업금속 가격 상승이 이어질 가능성

GSCI 섹터별 원자재 지수 사이클



자료: Bloomberg. PBOC, NBS, LS증권 리서치센터

2020년 9월 ~ 2021년 5월, 밸류 강세 시기

Rank	최근 12개월											
날짜	2020년 07월	2020년 08월	2020년 09월	2020년 10월	2020년 11월	2020년 12월	2021년 01월	2021년 02월	2021년 03월	2021년 04월	2021년 05월	2021년 06월
KOSPI 수익률(%)	6.7	3.4	0.1	-2.6	14.3	10.9	3.6	1.2	1.6	2.8	1.8	2.9
1	Risk 4.4	Price Momentum 6.9	**Dividends 5.0**	**Dividends 3.1**	Risk 3.2	Quality 1.4	Growth 3.4	**Dividends 3.0**	**Dividends 3.9**	Price Momentum 2.9	**Dividends 0.5**	Risk 2.9
2	Price Momentum 1.8	Risk 6.8	Value 0.9	Value 2.4	Growth 2.6	Growth 1.2	Price Momentum 3.2	Value 3.0	Value 1.7	Earnings Momentum 2.8	Liquidity 0.4	Growth 1.5
3	Earnings Momentum 0.5	Earnings Momentum 3.5	Quality -0.2	Earnings Momentum 0.4	Value 0.3	Value 0.4	Value 2.9	Earnings Momentum 0.7	Liquidity 0.7	Value 2.2	Growth -0.6	**Dividends 0.3**
4	Liquidity 0.2	Liquidity 1.1	Earnings Momentum -0.4	Risk 0.3	Liquidity 0.1	Earnings Momentum -0.1	Risk 1.6	Quality -0.8	Earnings Momentum 0.2	**Dividends 0.4**	Value -1.2	Earnings Momentum 0.2
5	Growth 0.1	Value 1.1	Risk -0.6	Liquidity -0.5	Price Momentum -2.6	Risk -0.3	Liquidity 0.9	Liquidity -0.9	Growth -1.0	Quality 0.2	Earnings Momentum -4.0	Price Momentum -0.2
6	Value -0.7	Growth 0.9	Liquidity -0.8	Price Momentum -1.7	**Dividends -2.9**	Liquidity -0.5	Earnings Momentum 0.4	Growth -1.5	Price Momentum -1.3	Growth -0.2	Price Momentum -4.7	Liquidity -0.7
7	**Dividends -2.2**	Quality -1.0	Growth -1.2	Growth -2.2	Earnings Momentum -3.2	Price Momentum -1.0	Quality -0.6	Risk -3.0	Risk -2.5	Liquidity -0.5	Quality -7.2	Value -1.3
8	Quality -3.6	**Dividends -3.3**	Price Momentum -6.5	Quality -2.9	Quality -4.9	**Dividends -2.2**	**Dividends -5.0**	Price Momentum -4.3	Quality -2.6	Risk -0.6	Risk -8.4	Quality -2.5

주; KOSPI 200 구성종목을 기준으로, 각 개별 팩터들의 [최상위 40종목 단순평균 수익률 - 최하위 40종목 단순평균 수익률]의 유형별 평균값으로 성과 측정
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

이미 시작된 Value 강세

Rank	최근 12개월											
날짜	2025년 01월	2025년 02월	2025년 03월	2025년 04월	2025년 05월	2025년 06월	2025년 07월	2025년 08월	2025년 09월	2025년 10월	2025년 11월	2025년 12월
KOSPI 수익률(%)	4.9	0.6	-2.0	3.0	5.5	13.9	5.7	-1.8	7.5	19.9	-4.4	7.3
1	Risk 5.2	Risk 5.7	Quality 5.6	Earnings Momentum 3.2	Price Momentum 9.3	Price Momentum 6.7	Growth 1.2	**Dividends 1.3**	Price Momentum 3.2	Risk 16.1	**Dividends 4.1**	Value 2.8
2	Growth 0.5	Growth 2.8	**Dividends 2.9**	Price Momentum 2.9	Value 6.4	Risk 4.7	**Dividends 0.5**	Earnings Momentum 1.0	Earnings Momentum 2.0	Price Momentum 7.3	Value 4.0	Quality 2.6
3	Liquidity 0.4	Earnings Momentum 1.8	Value 2.9	Risk 1.4	Earnings Momentum 4.9	Earnings Momentum 3.6	Liquidity 0.0	Growth 0.7	Quality 1.6	Growth 4.5	Quality 0.8	Risk 1.1
4	Earnings Momentum 0.4	Liquidity -0.5	Price Momentum 1.2	**Dividends 0.2**	Liquidity 2.4	Liquidity 2.8	Earnings Momentum -0.1	Quality -0.7	Risk 1.2	Earnings Momentum 3.9	Liquidity 0.0	Price Momentum 0.3
5	Value -0.1	Value -0.7	Earnings Momentum 0.4	Liquidity 0.1	Quality -0.1	Growth 1.4	Value -1.2	Liquidity -1.3	Liquidity 0.8	Liquidity -1.1	Growth -1.9	**Dividends 0.0**
6	Quality -0.5	**Dividends -2.7**	Liquidity -0.5	Quality -0.6	**Dividends -0.7**	Quality 0.9	Quality -1.3	Value -1.7	Value 0.6	**Dividends -4.0**	Earnings Momentum -2.1	Liquidity -0.2
7	Price Momentum -1.1	Quality -2.9	Growth -1.9	Growth -0.7	Growth -1.1	**Dividends 0.9**	Risk -2.4	Risk -3.3	Growth -0.1	Value -4.5	Price Momentum -3.2	Growth -0.9
8	**Dividends -1.4**	Price Momentum -3.0	Risk -8.6	Value -1.0	Risk -2.2	Value -2.8	Price Momentum -2.5	Price Momentum -3.4	**Dividends -0.3**	Quality -5.6	Risk -7.9	Earnings Momentum -1.0

주: KOSPI 200 구성종목을 기준으로, 각 개별 팩터들의 [최상위 40종목 단순평균 수익률 - 최하위 40종목 단순평균 수익률]의 유형별 평균값으로 성과 측정
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

연도별 K200 Risk Factor 성과 추이

Rank	연도															
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
KOSPI 수익률(%)	21.9	-11.0	9.4	0.7	-4.8	2.4	3.3	21.8	-17.3	7.7	30.8	3.6	-24.9	18.7	-9.6	75.6
1	Price Momentum 21.4	Earnings Momentum 33.7	Quality 6.0	Quality 12.8	Price Momentum 23.1	Price Momentum 13.6	**Dividends 19.0**	**Dividends 4.6**	Risk 12.7	Quality 12.3	Risk 42.8	**Dividends 11.9**	**Dividends 7.4**	Risk 20.4	Earnings Momentum 25.8	Earnings Momentum 26.1
2	Earnings Momentum 19.1	Quality 31.0	Value 4.6	Earnings Momentum 10.7	Earnings Momentum 11.1	Risk 5.3	Value 13.5	Earnings Momentum 4.0	**Dividends 5.3**	Growth 5.9	Growth 19.6	Value 6.0	Value 6.4	Growth 5.0	Value 19.0	Price Momentum 22.1
3	Risk 13.7	Price Momentum 29.7	Earnings Momentum 4.5	Value 7.1	Quality 10.6	Growth 5.1	Risk 3.7	Price Momentum 3.1	Liquidity -0.8	**Dividends 4.7**	Earnings Momentum 12.9	Growth 4.0	Earnings Momentum 3.2	Value 4.8	Price Momentum 18.5	Risk 12.3
4	Value 10.5	Growth 4.4	**Dividends 4.3**	**Dividends 3.2**	Liquidity 0.3	Earnings Momentum 3.9	Growth -0.4	Growth 1.6	Growth -3.7	Risk 3.3	Price Momentum 6.9	Liquidity 1.9	Risk -3.1	**Dividends -2.6**	Quality 7.4	Value 5.6
5	Liquidity 3.1	**Dividends 0.0**	Liquidity 1.1	Price Momentum 1.9	Growth -0.8	Liquidity -0.2	Liquidity -7.6	Liquidity 0.8	Value -4.1	Liquidity 0.4	Liquidity -0.6	Earnings Momentum -1.2	Liquidity -3.6	Earnings Momentum -6.0	**Dividends 3.8**	Liquidity 4.0
6	Quality 0.7	Value -1.0	Growth -3.2	Growth 1.2	Value -1.7	Quality -0.8	Earnings Momentum -8.5	Risk -2.8	Quality -9.7	Earnings Momentum -2.8	Value -1.0	Quality -10.7	Growth -6.0	Liquidity -6.9	Liquidity -1.5	Growth 2.1
7	Growth -4.7	Liquidity -4.4	Risk -8.9	Liquidity -0.4	**Dividends -3.2**	**Dividends -4.0**	Quality -18.8	Value -3.5	Earnings Momentum -9.8	Price Momentum -5.6	Quality -13.2	Price Momentum -11.7	Price Momentum -7.9	Quality -10.0	Growth -5.5	**Dividends 1.2**
8	**Dividends -7.6**	Risk -8.0	Price Momentum -12.0	Risk -4.1	Risk -3.9	Value -6.5	Price Momentum -19.1	Quality -5.6	Price Momentum -14.5	Value -7.5	**Dividends -19.6**	Risk -17.7	Quality -18.5	Price Momentum -11.7	Risk -29.5	Quality -7.5

주; KOSPI 200 구성종목을 기준으로, 각 개별 팩터들의 [최상위 40종목 단순평균 수익률 - 최하위 40종목 단순평균 수익률]의 유형별 평균값으로 성과 측정
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

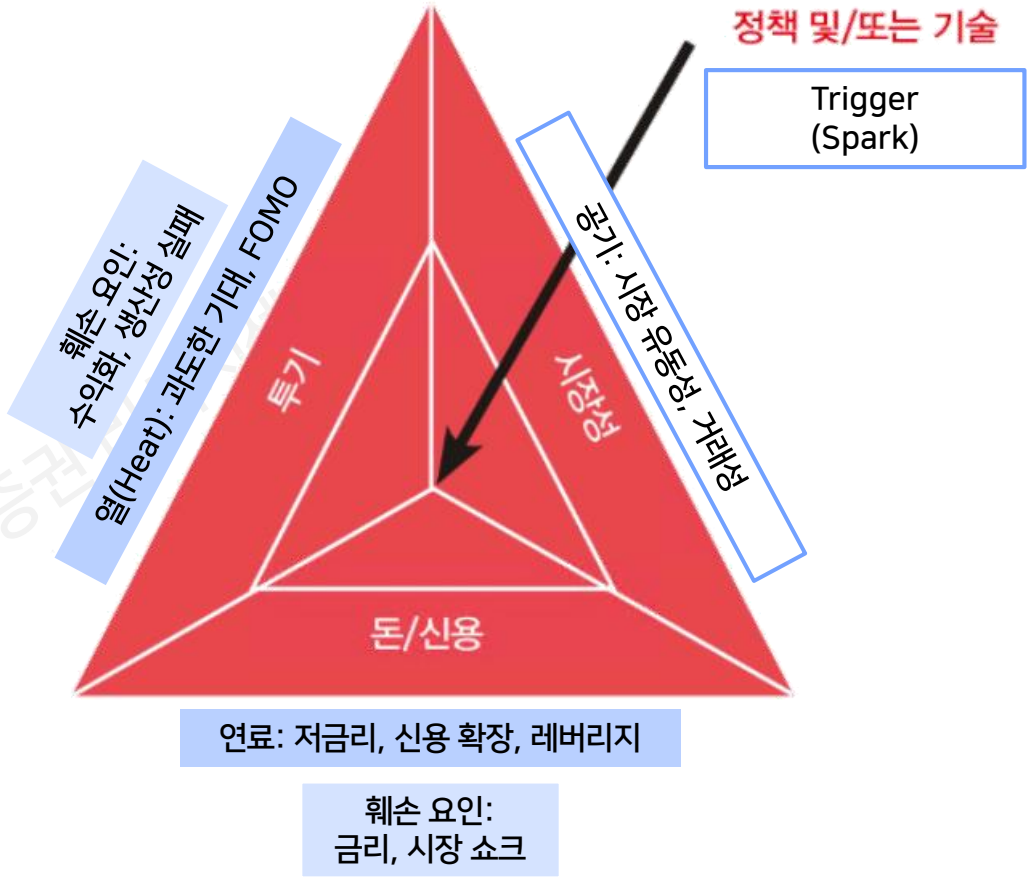
AI, 여전히 긍정적인 시각 유지

● 버블의 연료, 신용 확대를 특히 기대 중

- 윌리엄 퀸과 존 터너의 저서 <버블: 부의 대전환>에서는 버블 트라이앵글을 통해 버블을 설명
- 버블 트라이앵글은, 버블을 불에 비유하여 설명
  Spark(Trigger)가 발생했을 때,
  투기, 시장성, 돈/신용이라는 3 가지 환경이 갖춰지면서
  버블이 발생한다고 설명
- 이와 같은 관점에서 당사는 연료에 해당하는,
  저금리, 신용 확장, 레버리지 등에 주목하여
  2026년 버블의 확대 가능성에 무게
  (10월 14일 발간, "Curious Trending" 참고)

● 버블의 붕괴보다는 확대 가능성

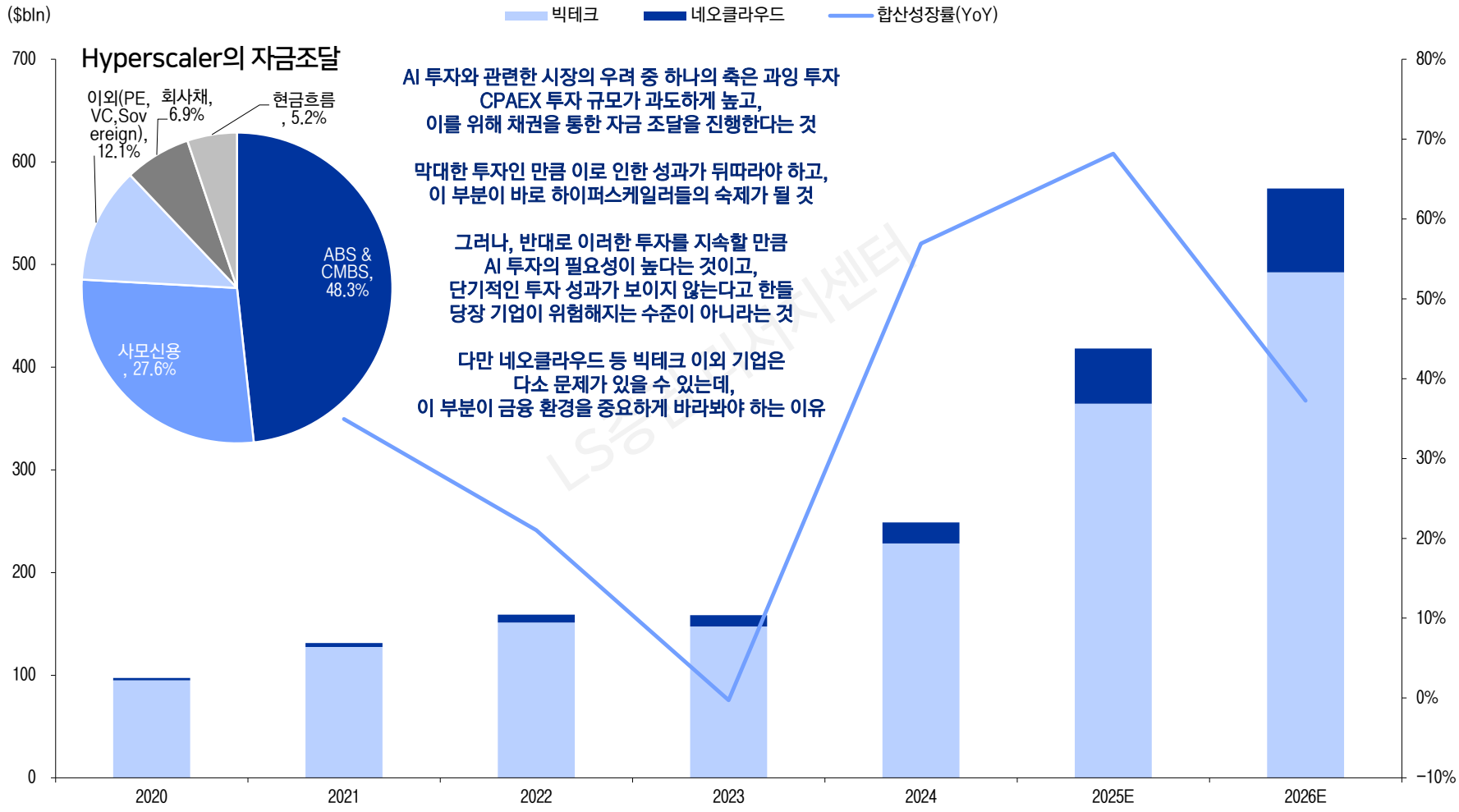
- 당사가 버블 확대에 무게를 두는 것은, 유동성을 둘러싼 정책 때문
  → SLR 규제 완화, OBBB를 통한 정부의 확장정책으로의 선회,
  스테이블 코인 제도권 편입, 연준의 완화적 스탠스,
  AI 등의 투자를 위한 규제 완화 등
- 3 가지 요건이 훼손될 때, 버블 붕괴 가능하나,
  아직 AI 투자 성과를 논하기에 이른 시점이며,
  유동성 환경은 개선 흐름이 이어질 가능성이 높다고 판단



자료: "부의 대전환" 윌리엄 퀸 & 존 터너, LS증권 리서치센터

AI 투자 사이클, 여전히 유동성이 중요한 문제(+밸류)

Hyperscaler의 CAPEX 추이



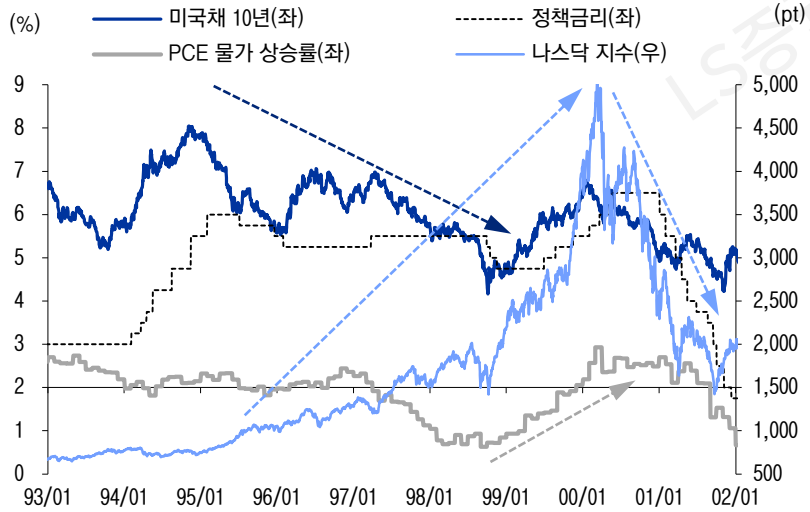
참고: 빅테크: Microsoft, Google, Amazon, Meta / 네오클라우드: Oracle, Coreweave, Nebius, IREN
자료: Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

버블 붕괴? 붕괴의 트리거, 금리인상과 수익 증명 실패는 아직

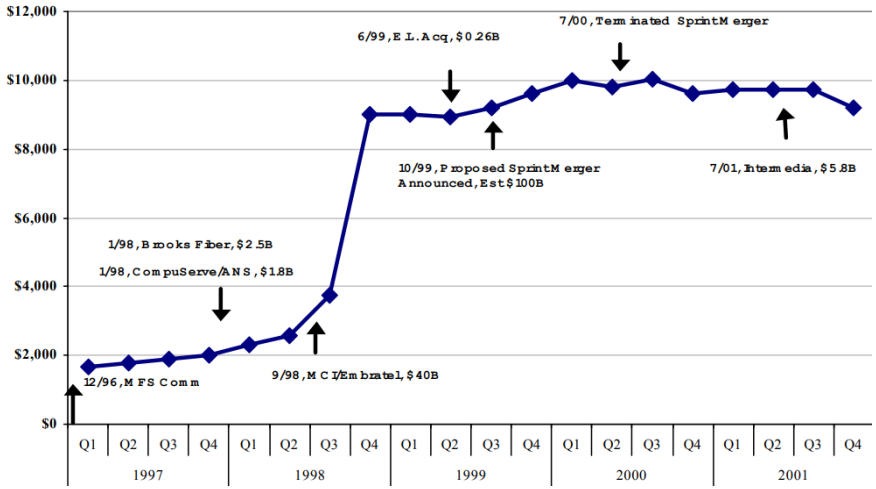
● *선제적 금리 인상 → 수익성 증명 실패* → 벤처기업 붕괴 → 인프라 기업(라우터, 통신) 붕괴

- 1999년 6월 17일, 의회 경제공동위원회(Joint Economic Committee, U.S. Congress)에서 그린스펀 의장은 '신중한 선제적 정책(Modest preemptive action)'을 실시할 것을 밝힘
- 아울러 주가가 계속해서 상승함에 따라 잠재적인 버블에 대한 정책을 취할 수 있는 가장 좋은 시기는 물가가 안정되어 있는 현재라고 주장. 또한 노동시장의 타이트함이 계속될 경우 임금 상승이 불가하므로 경제의 장기적인 안정에 불안 요인으로 작용할 것이라 판단
- 그리고 생산성 및 수요 증가, 타이트한 노동시장, 인플레이션 리스크 억제 등을 위해 6월 30일, 연준은 금리를 인상
- 느린 인터넷 속도가 해결되지 않은 가운데 웹 서비스에 대한 실망과 불신이 커졌고 연준의 금리 인상 마저 단행되자 주가는 폭락
- 당시 대규모 라우터, 통신 설비 주문의 주체는 웹 열풍에 대거 등장한 벤처 기업들. 라우터를 판매했던 시스코와 미국 통신 기업들은 공격적 CAPEX확대와 M&A 전략으로 외형 확장을 시도
- WorldCom의 경우 인터넷망 초과공급 문제가 조금씩 부각되고 매출이 횡보세에 접어든 '99년 이후에도 대규모 인수를 지속. '00년부터 본격화된 벤처기업(고객사)들의 현금 부족 우려와 파산에 직격탄을 맞음

물가와 주식시장 과열을 잡기 위한 선제적 인상



WorldCom 분기 매출과 주요 M&A 이벤트

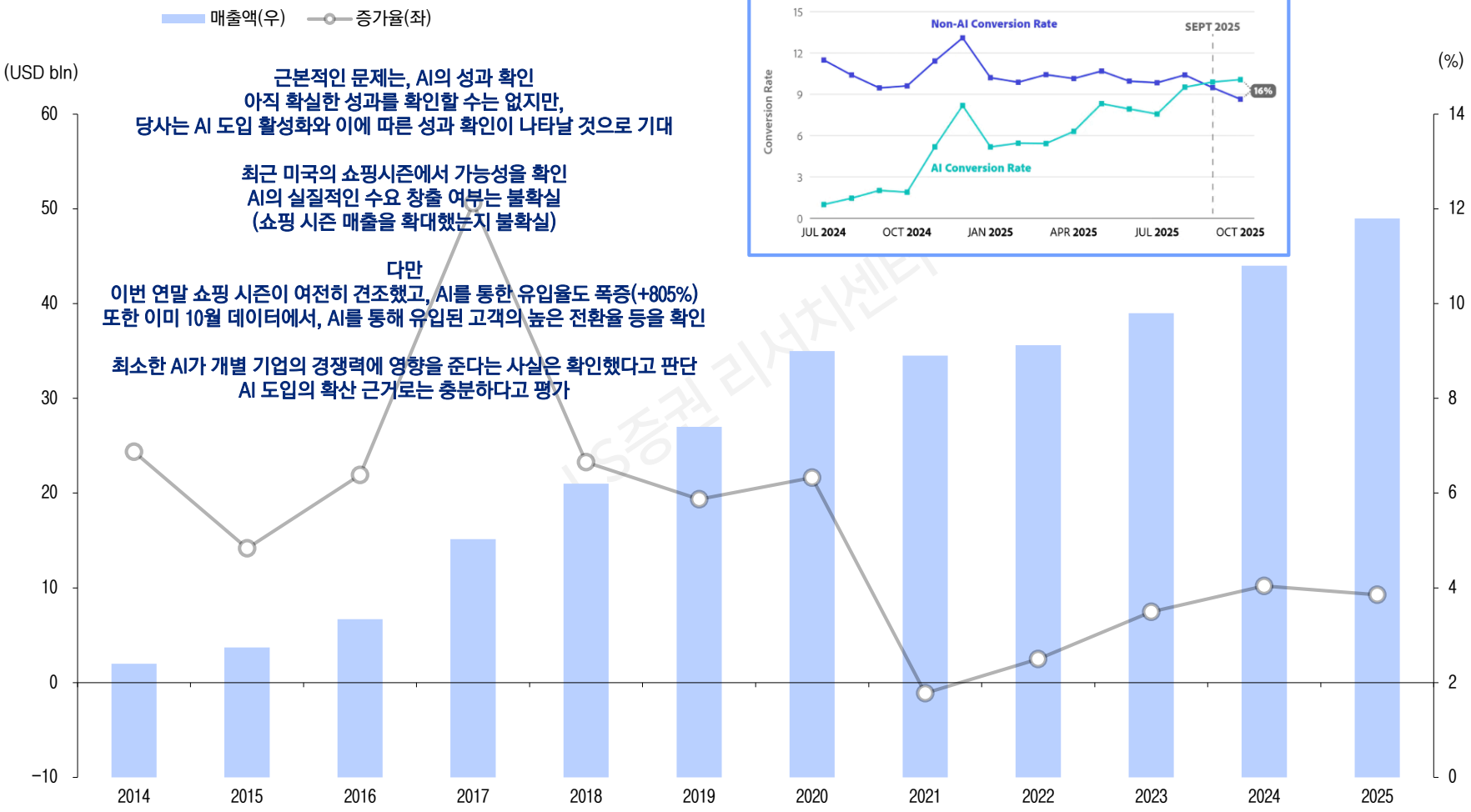


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

근본적인 문제는 아직 답을 찾기 어렵지만, 기업의 도입 근거는 충분

연도별 블랙 프라이데이 매출 추이



근본적인 문제는, AI의 성과 확인
아직 확실한 성과를 확인할 수는 없지만,
당사는 AI 도입 활성화와 이에 따른 성과 확인이 나타날 것으로 기대

최근 미국의 쇼핑시즌에서 가능성을 확인
AI의 실질적인 수요 창출 여부는 불확실
(쇼핑 시즌 매출을 확대했는지 불확실)

다만
이번 연말 쇼핑 시즌이 여전히 견조했고, AI를 통한 유입율도 폭증(+805%)
또한 이미 10월 데이터에서, AI를 통해 유입된 고객의 높은 전환율 등을 확인

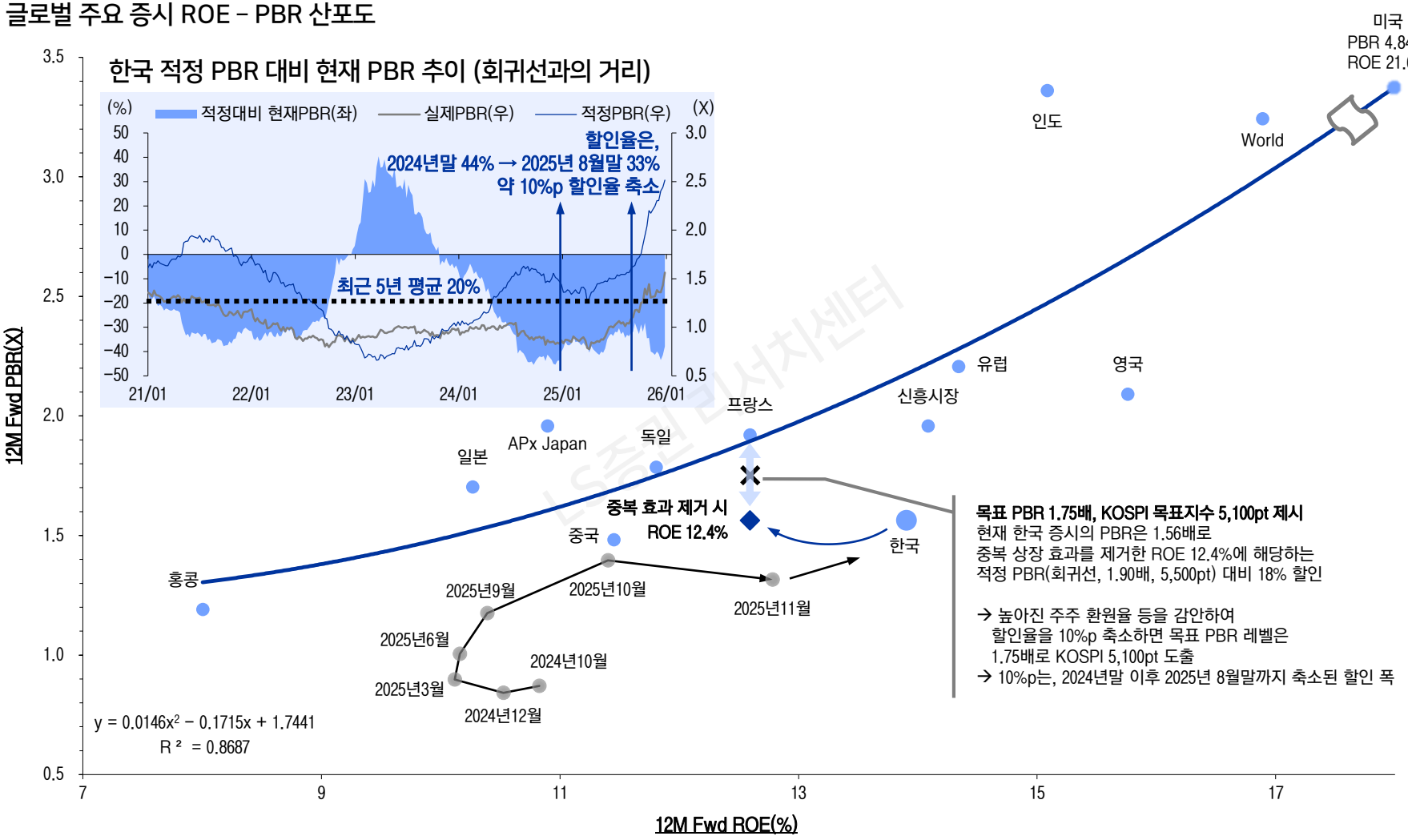
최소한 AI가 개별 기업의 경쟁력에 영향을 준다는 사실은 확인했다고 판단
AI 도입의 확산 근거로는 충분하다고 평가

월별 AI vs. Non-AI Conversion rate

자료: Adobe, LS증권 리서치센터

KOSPI, 할인율 축소만으로도 5,100pt가능. 추가 실적 상향은 +α

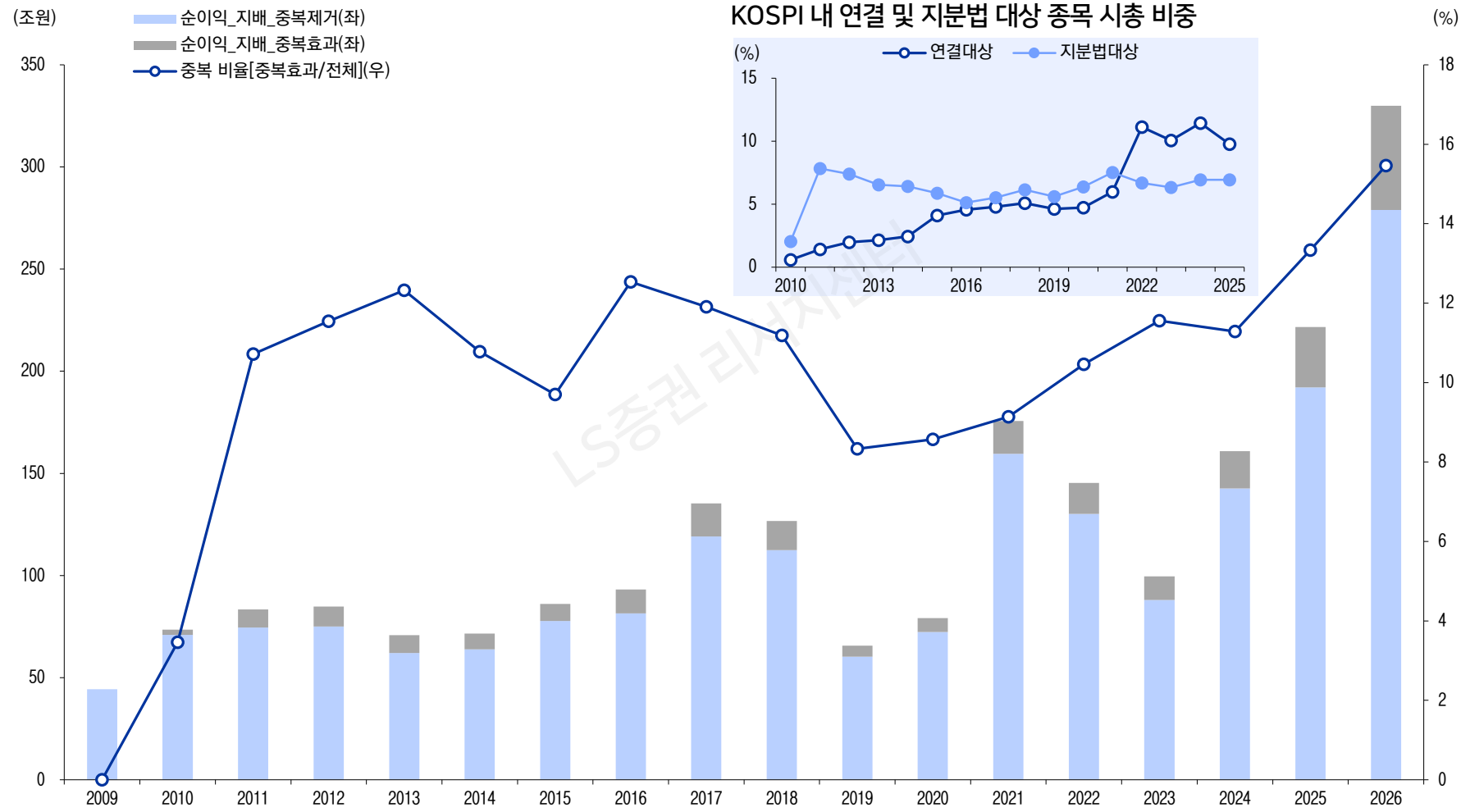
글로벌 주요 증시 ROE – PBR 산포도



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

2026 KOSPI 중복상장 효과: 순이익 16%

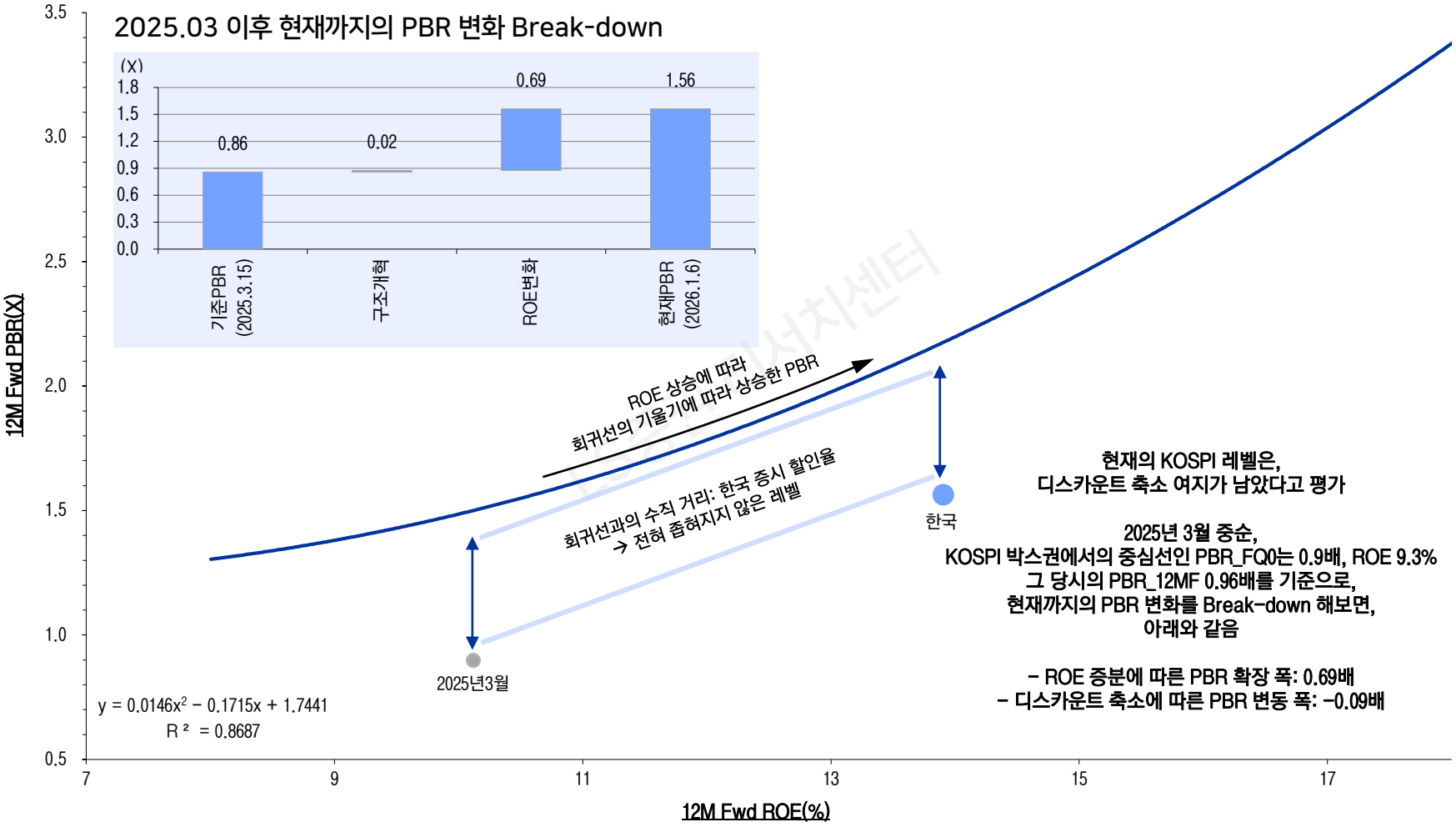
KOSPI 순이익 내 중복 상장 효과



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

지금 지수는, 할인율 축소 여지가 남아있는 레벨

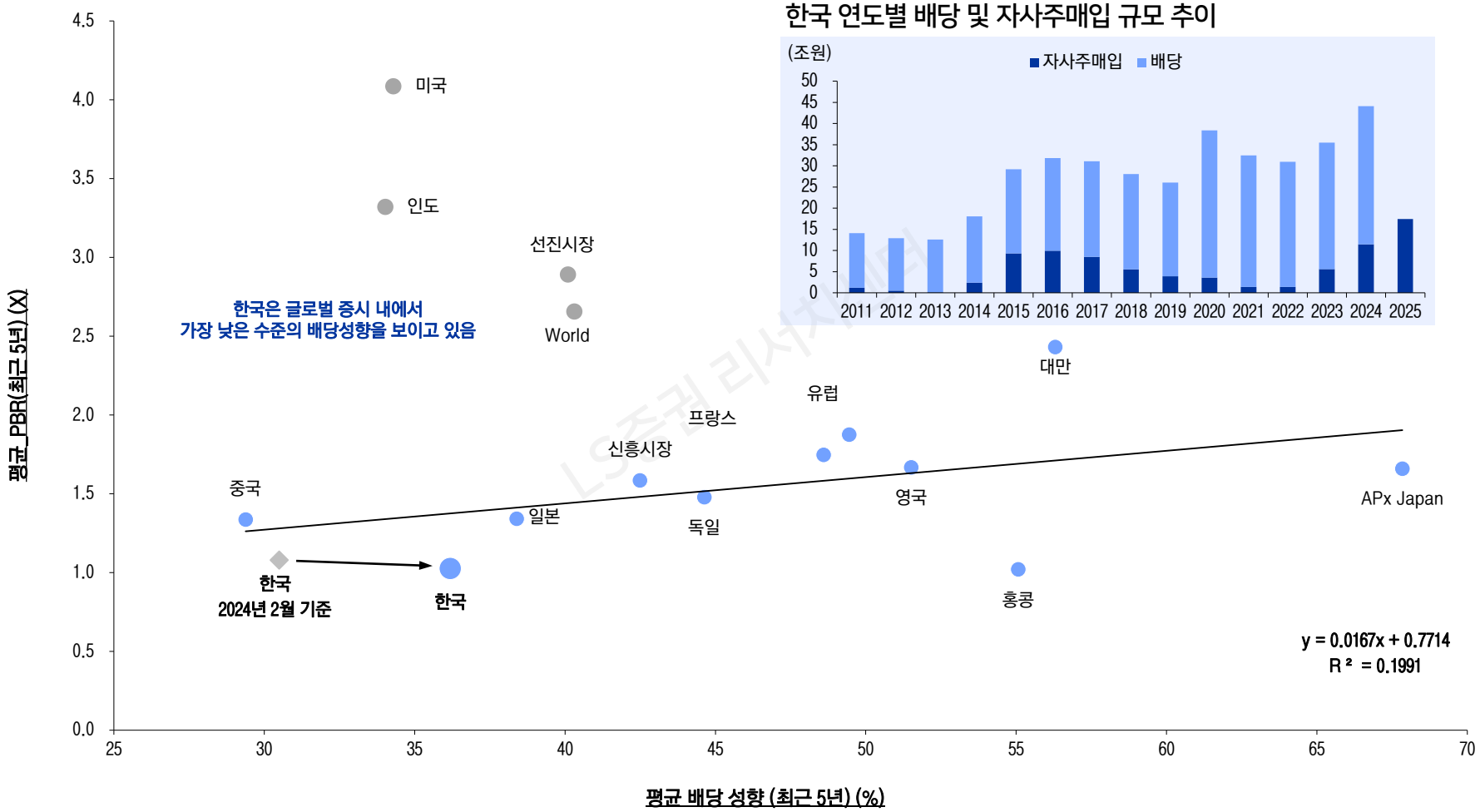
한국 증시의 ROE – PBR 산포도 상의 이동



자료: FnGuide, LSEG, LS증권 리서치센터

배당 성향과 PBR 산포도: 주주환원 개선은 확인된 상황

글로벌 주요 증시 배당성향 – PBR 산포도 (최근5년 기준)

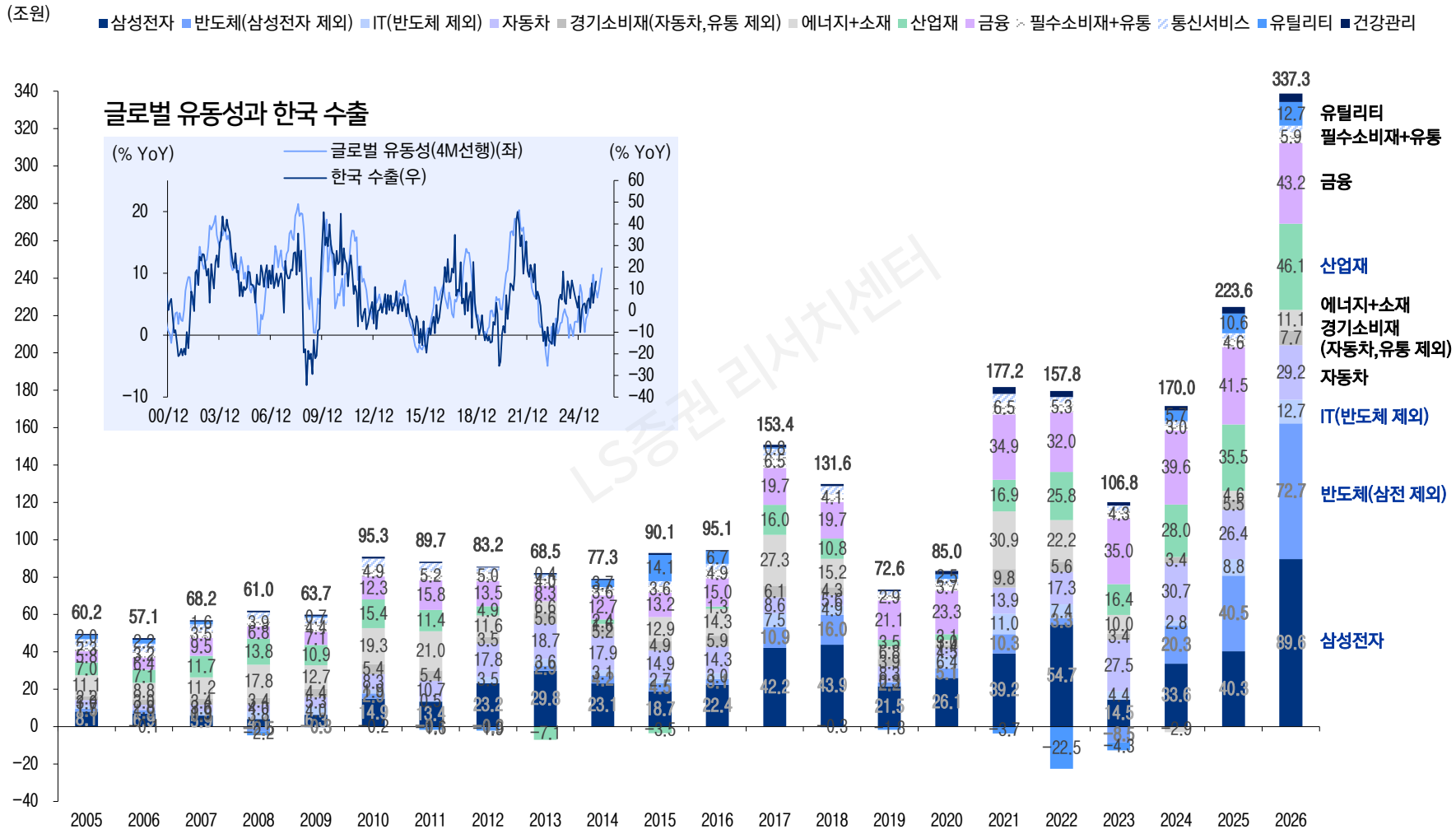


한국 연도별 배당 및 자사주매입 규모 추이

자료: LSEG, FnGuide, LS증권 리서치센터

낙관적인 이익 전망, 2026년 반도체 주도의 100조 이상 증익 기대

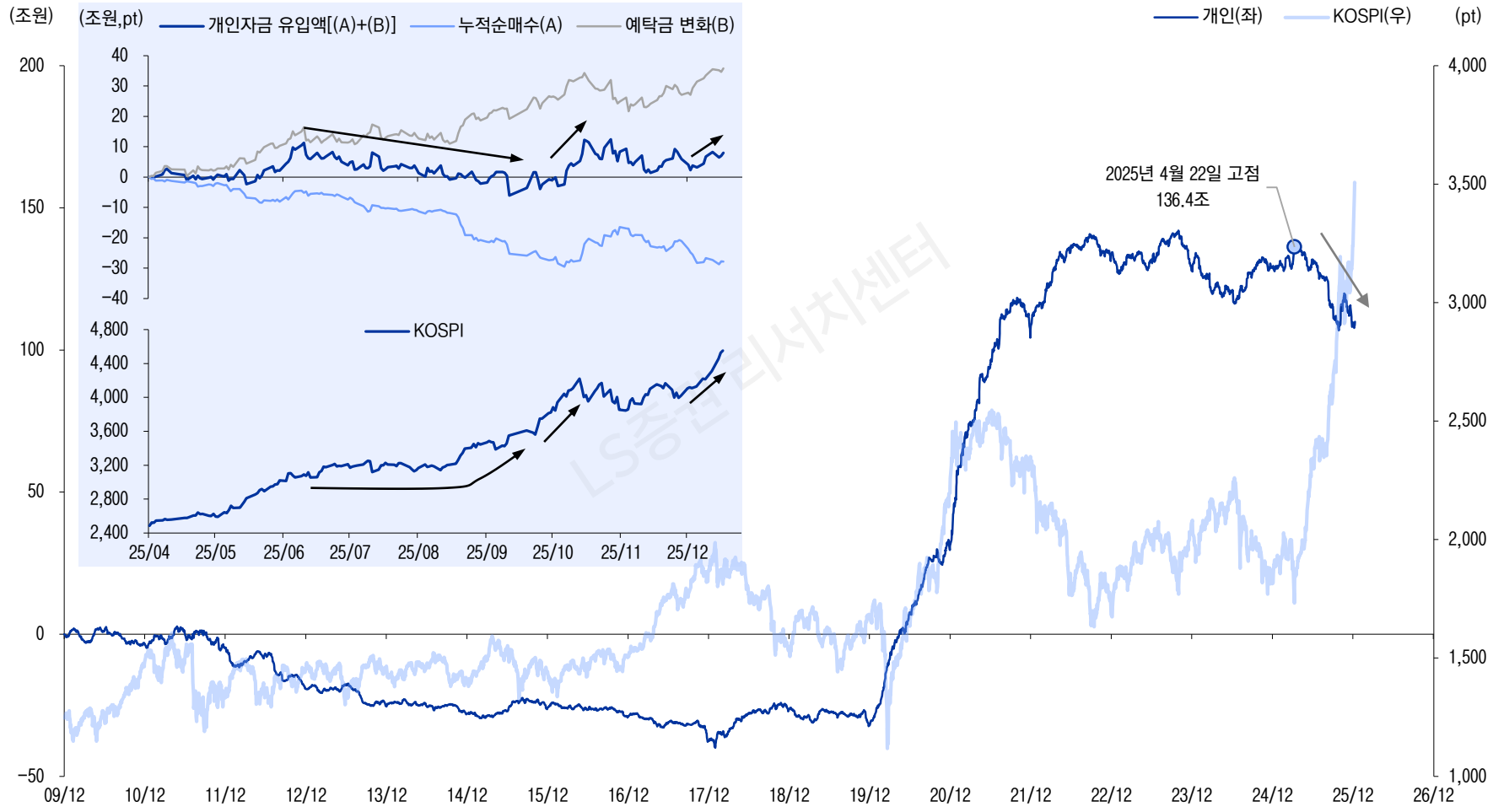
KOSPI 연도별 순이익: 업종별 Break-down



자료: Bloomberg, FnGuide, LS증권 리서치센터

개인 자금 유입, 2025년 11월 부터 시작, 현재까지 7조 규모 추정

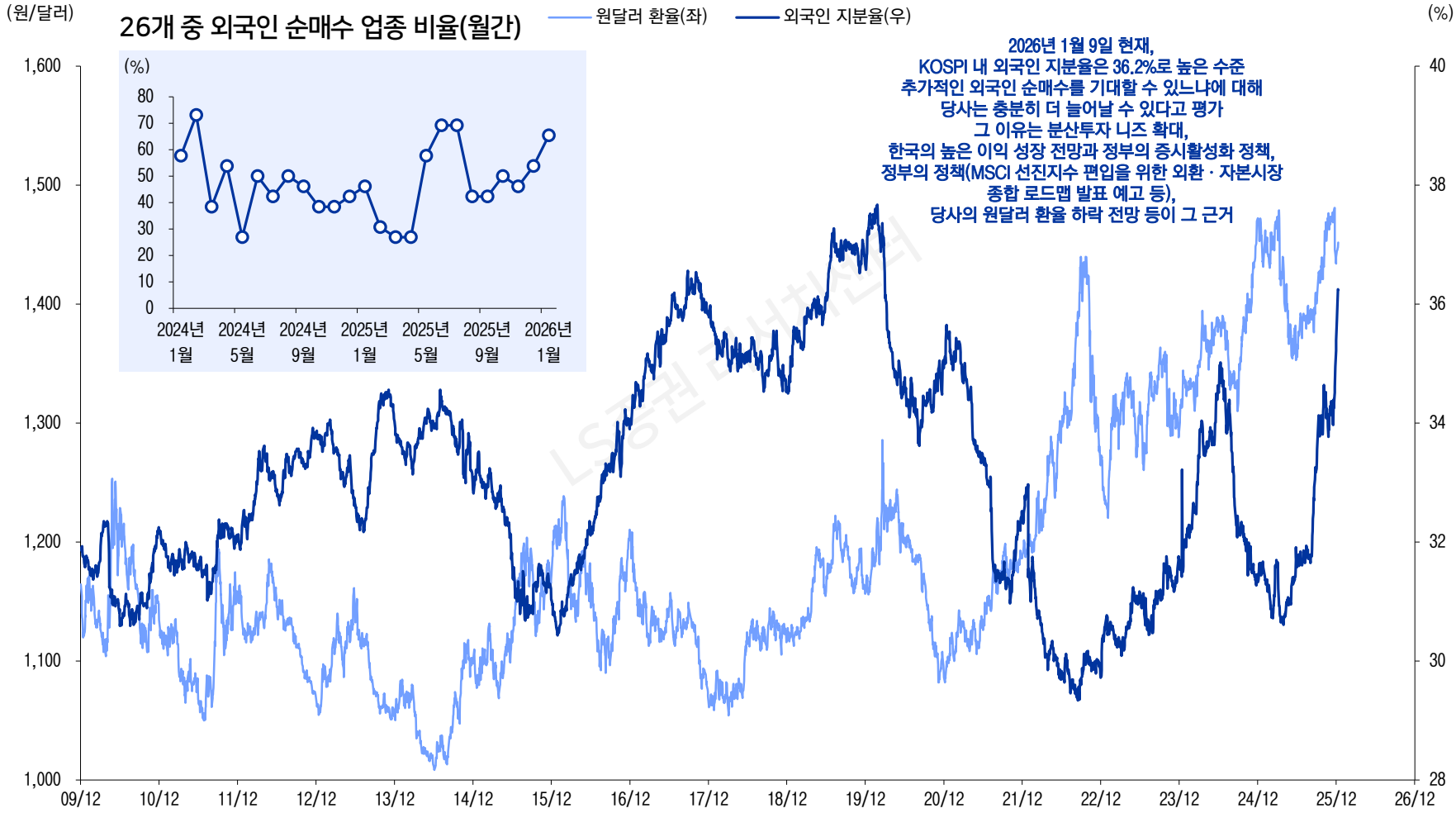
KOSPI + KOSDAQ 개인 누적 순매수와 개인의 자금 유입 추정



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

외국인 수급: 접근성을 높이는 정부, 폭이 넓어지는 외국인

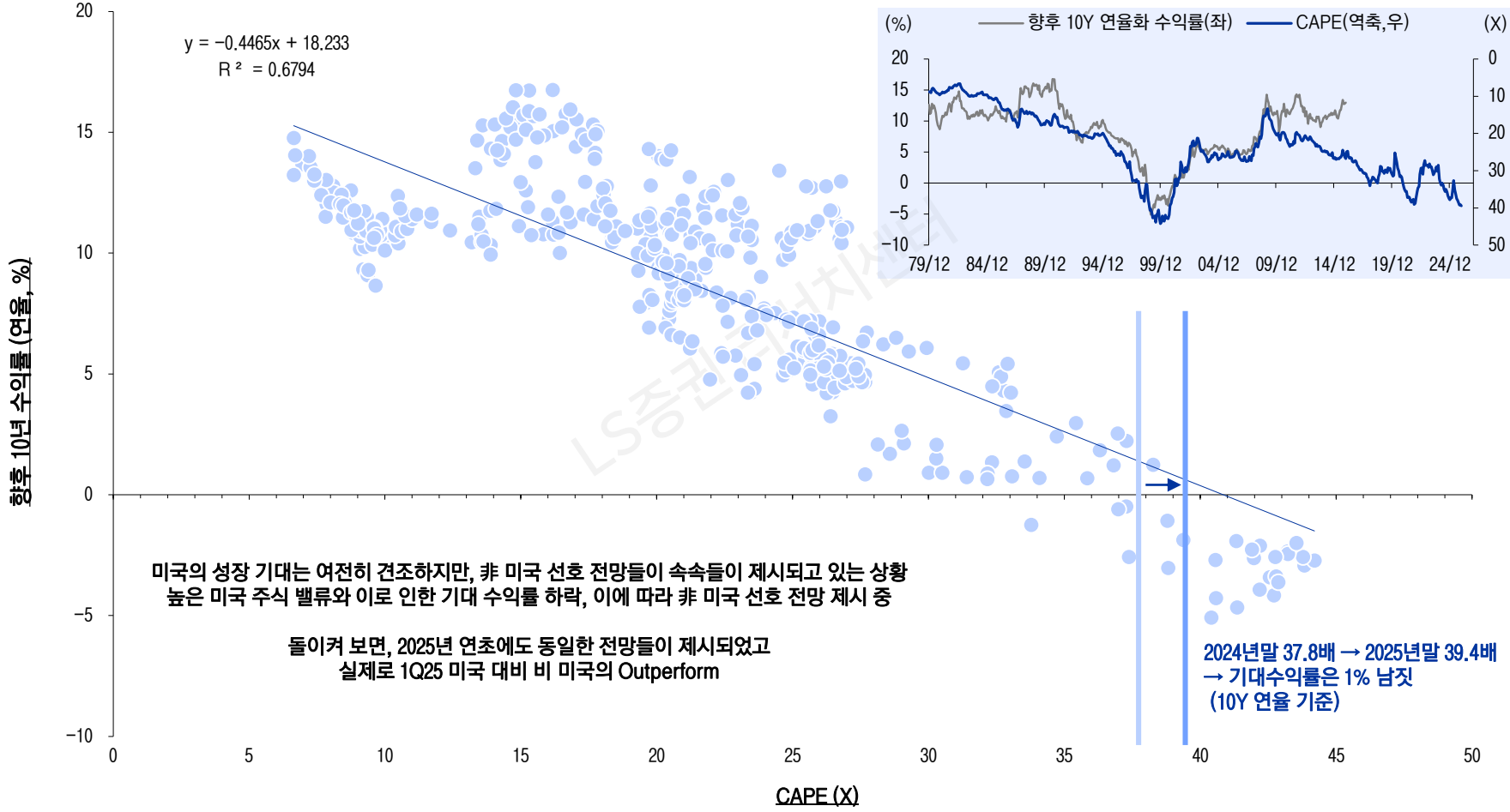
KOSPI 외국인 지분율과 원달러 환율



참고: 2026년 1월은 1월 9일 MTD 기준
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

2025년 연초의 데자뷰: 미국에서 非 미국으로의 자금 이동

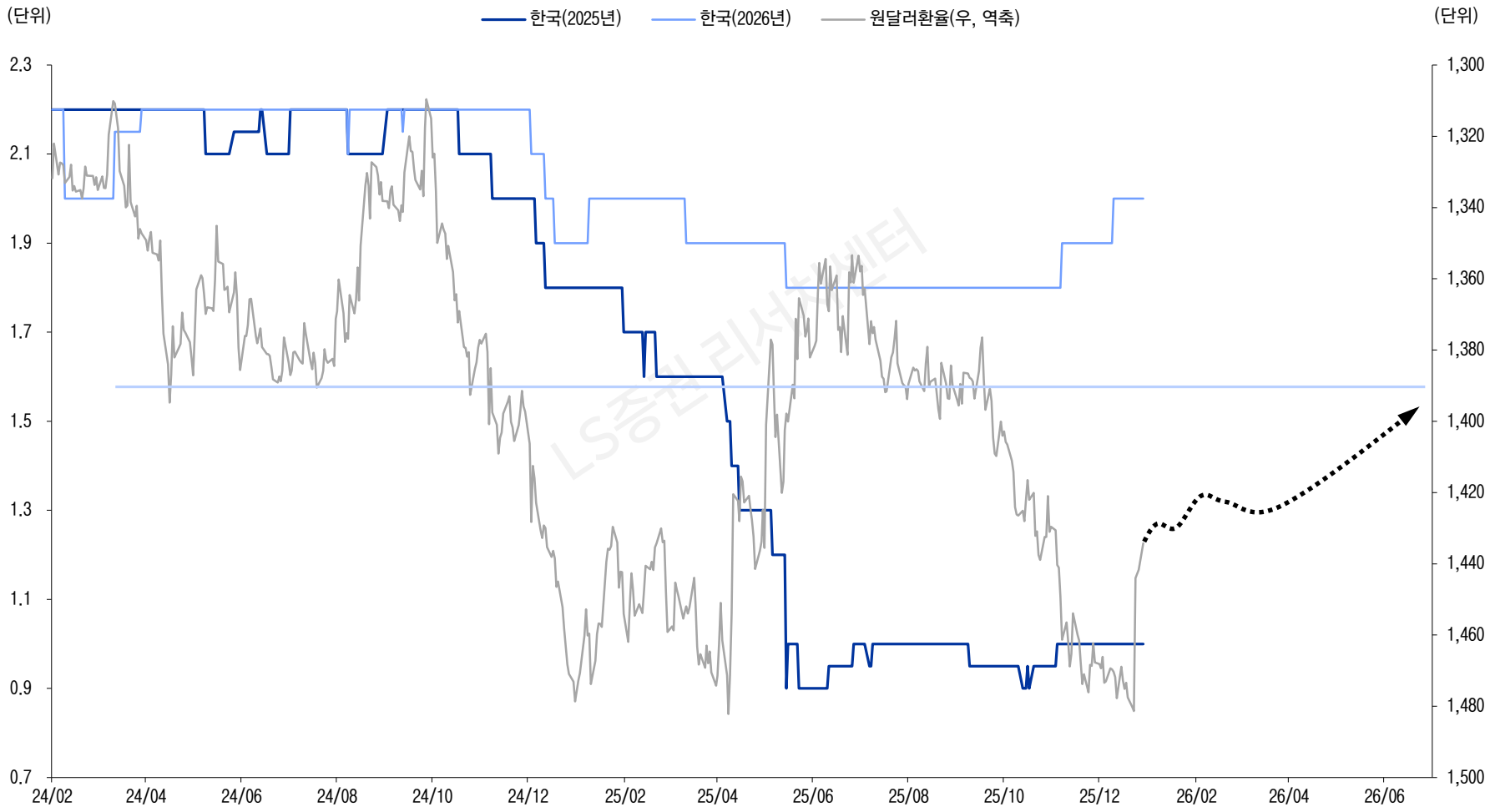
S&P 500의 CAPE 레벨과 향후 10년 연율화 수익률 산포도



자료: shillerdata.com, LSEG, LS증권 리서치센터

2026년 원달러 환율 전망: 점진적인 우하향(연말 1,360원)

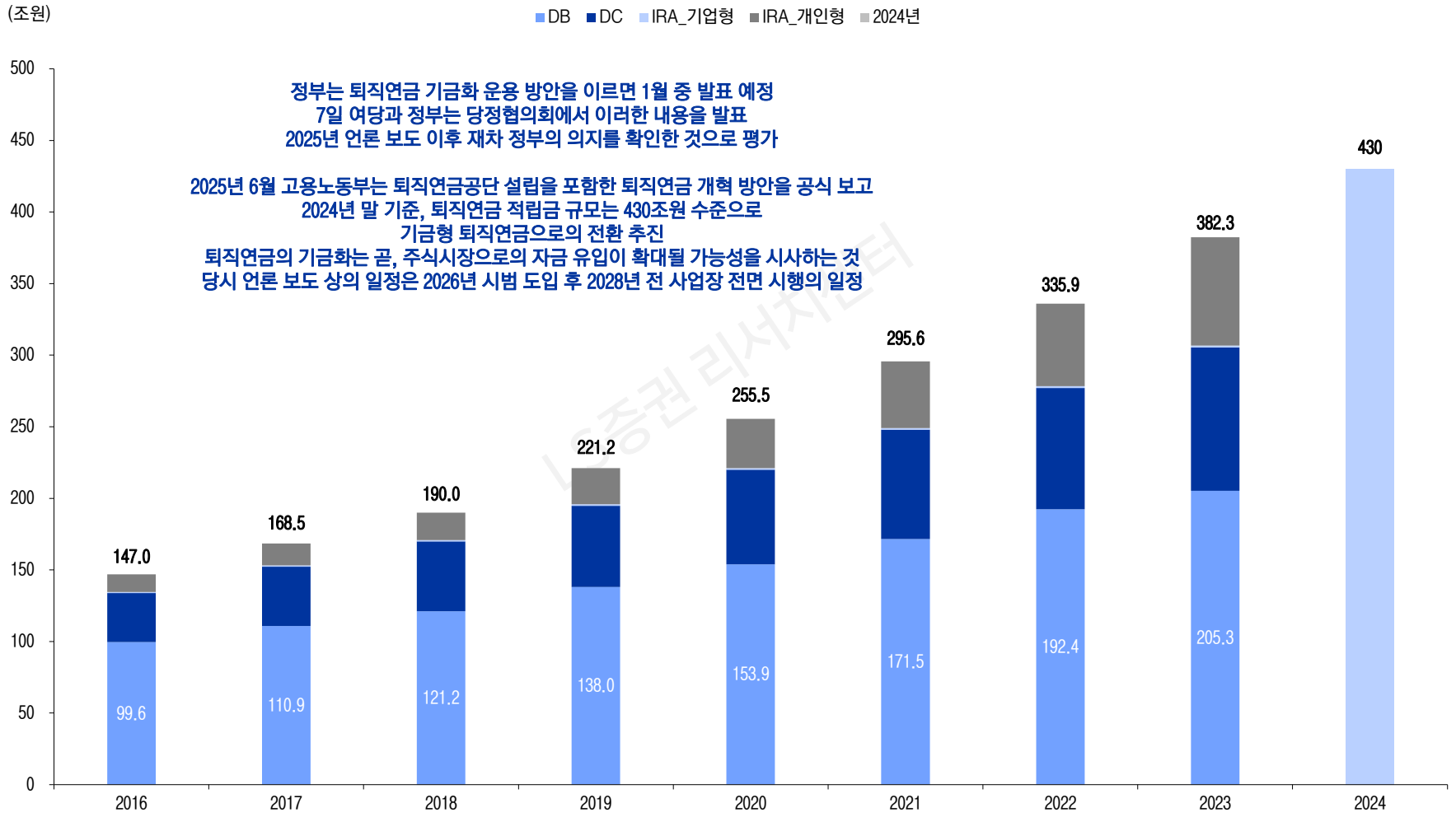
서학개미 보다는 한국 경제의 펀더멘탈 약화로 인한 원달러환율 상승



자료: Fred, LS증권 리서치센터

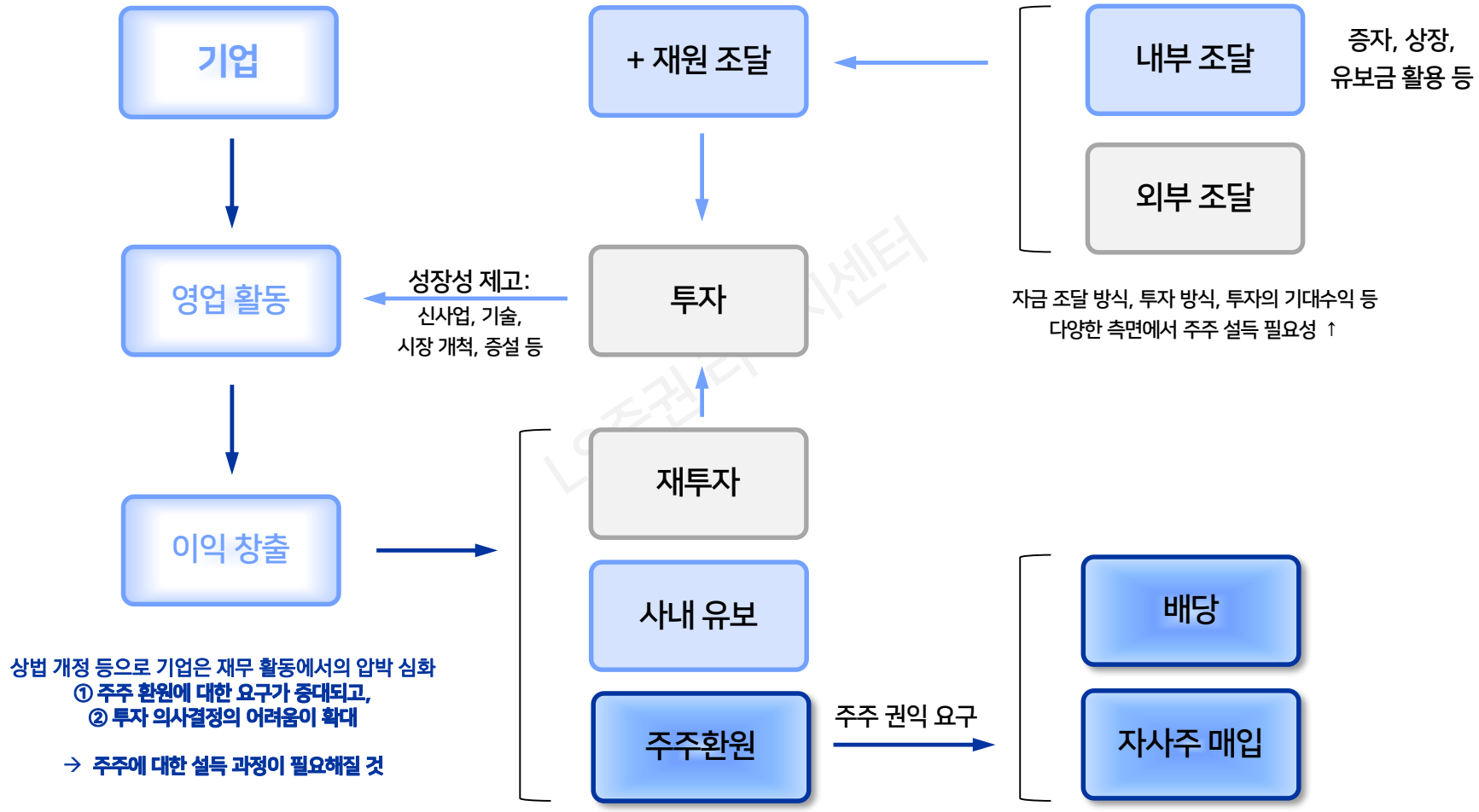
퇴직연금공단 설립, 주식시장 활성화의 일환

퇴직연금 적립금 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

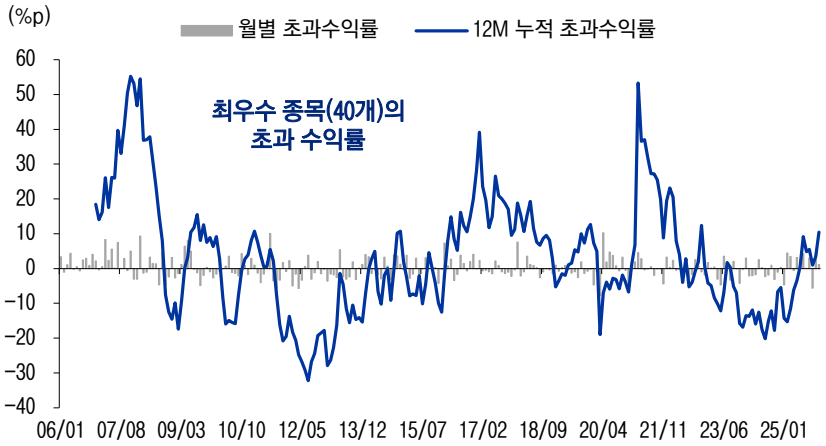
여전히 FCF가 더 중요해지는 시장. 주주환원과 투자 의사결정

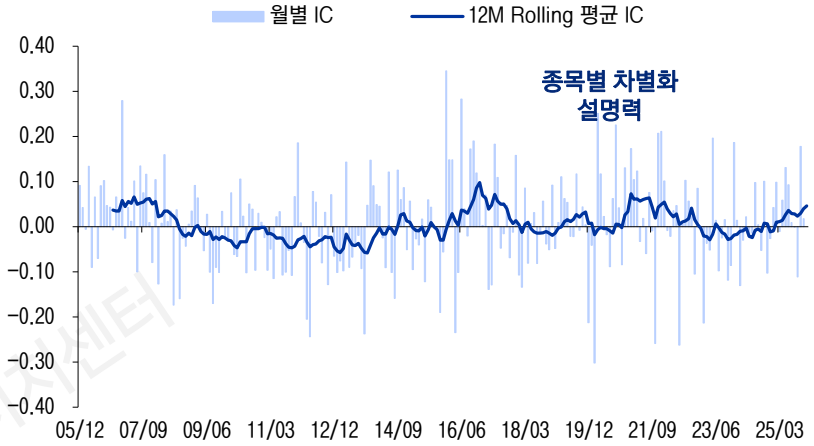


자료: LS증권 리서치센터

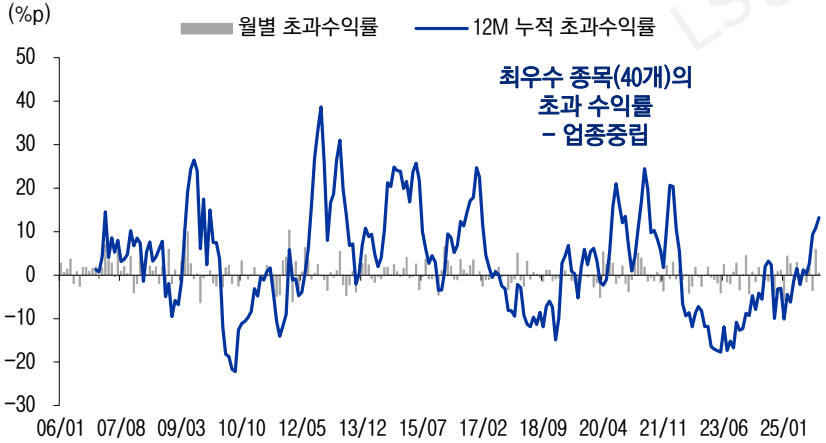
FCF "밸류" 팩터 성과: 전반적인 강세 + 업종 중립의 더 큰 성과

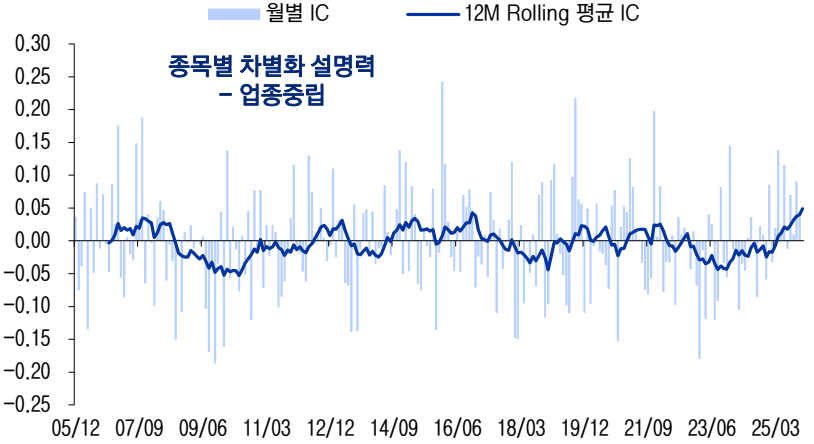
FCF_최근 4개 분기 합산 기준, FCF / 시가총액 지표의 성과





[업종 중립] FCF_최근 4개 분기 합산 기준, FCF / 시가총액 지표의 성과





자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

FCF “밸류” 팩터 Top 20 종목

FCF 밸류 팩터 Top 20 종목

→ 업종 중립에만 포함된 종목: 두산밥캣, 현대엘리베이터, LG이노텍, 영원무역홀딩스 등

코드	종목	업종
A000880	한화	상사,자본재
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)
A267250	HD현대	조선
A036460	한국가스공사	유틸리티
A139480	이마트	소매(유통)
A028670	팬오션	운송
A282330	BGF리테일	소매(유통)
A028050	삼성E&A	건설,건축관련
A007070	GS리테일	소매(유통)
A112610	씨에스윈드	에너지
A008770	호텔신라	소매(유통)
A073240	금호타이어	자동차
A120110	코오롱인더	화학
A004020	현대제철	철강
A001800	오리온홀딩스	필수소비재
A015760	한국전력	유틸리티
A192080	더블유게임즈	소프트웨어
A006650	대한유화	화학
A002380	KCC	건설,건축관련
A009540	HD한국조선해양	조선

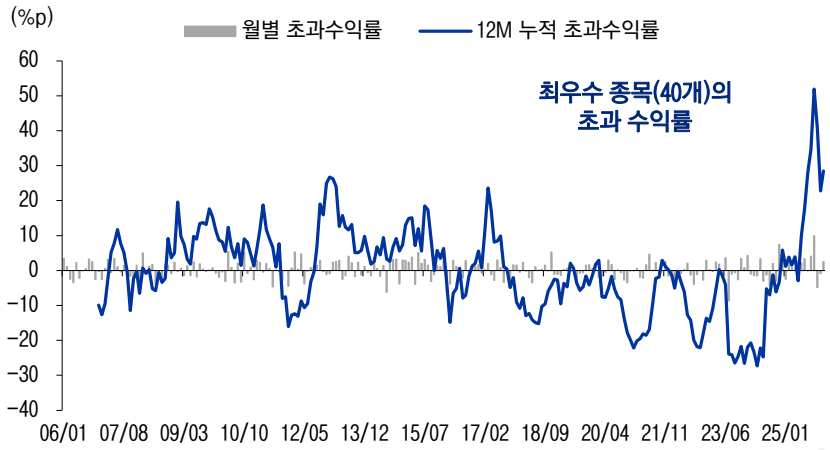
[업종 중립] FCF 밸류 팩터 Top 20 종목

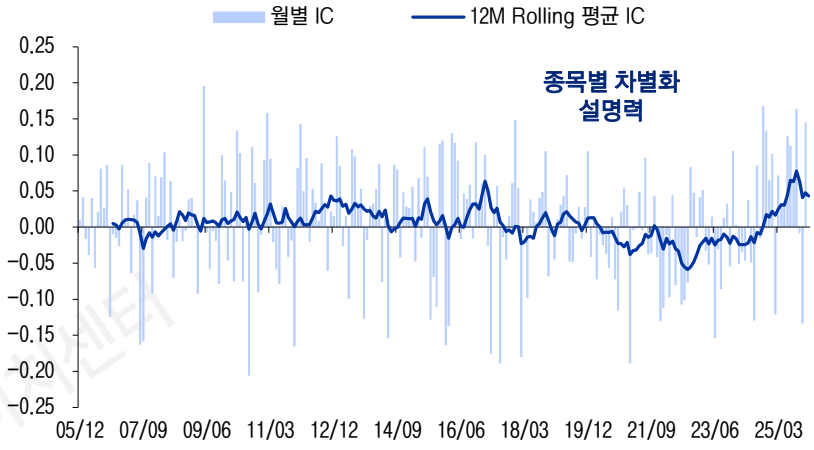
코드	종목	업종
A000880	한화	상사,자본재
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)
A267250	HD현대	조선
A028670	팬오션	운송
A001800	오리온홀딩스	필수소비재
A028050	삼성E&A	건설,건축관련
A073240	금호타이어	자동차
A192080	더블유게임즈	소프트웨어
A120110	코오롱인더	화학
A036460	한국가스공사	유틸리티
A241560	두산밥캣	기계
A298020	효성티앤씨	화장품,의류,완구
A006650	대한유화	화학
A017800	현대엘리베이터	기계
A011070	LG이노텍	IT하드웨어
A002790	아모레퍼시픽홀딩스	화장품,의류,완구
A017670	SK텔레콤	통신서비스
A009970	영원무역홀딩스	화장품,의류,완구
A034230	파라다이스	호텔,레저서비스
A009540	HD한국조선해양	조선

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

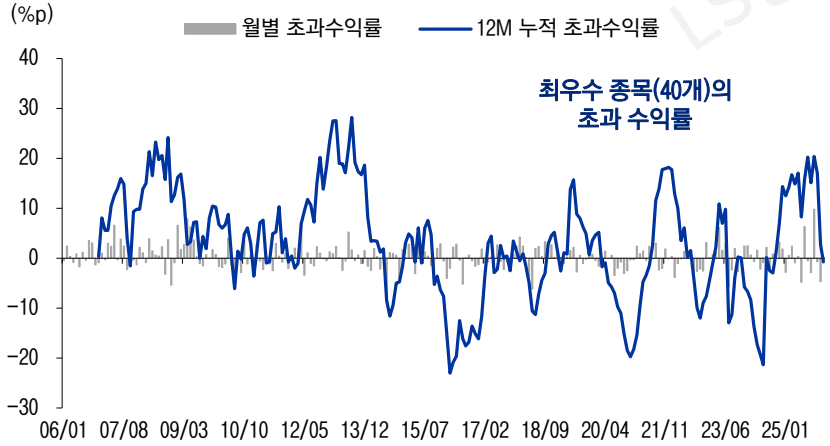
FCF "성장" 팩터 성과: 업종 모멘텀 활용 필요

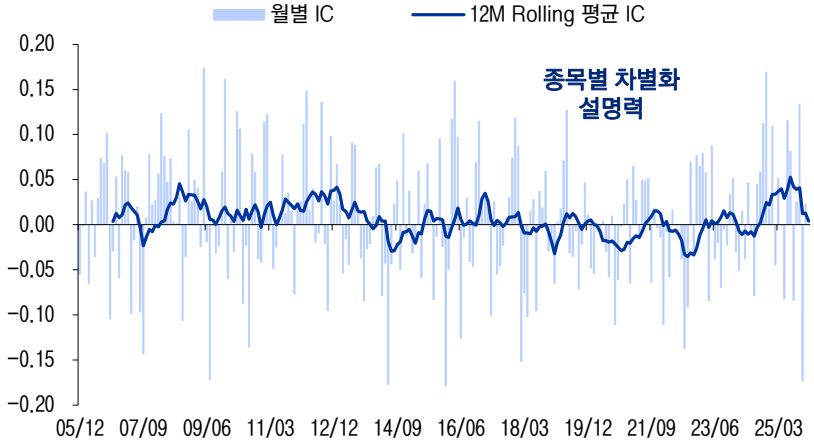
FCF_최근 4개 분기 합산 기준, 최근 9개 분기 동안의 기울기 / 변동성 지표 성과





[업종 중립] FCF_최근 4개 분기 합산 기준, 최근 9개 분기 동안의 기울기 / 변동성 지표 성과





자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

FCF “성장” 팩터 Top 20 종목

FCF 성장 팩터 Top 20 종목

→ 전력기계, 조선, 반도체 등의 업종 모멘텀을 적극적으로 활용해야하는 팩터

코드	종목	업종
A062040	산일전기	기계
A443060	HD현대마린솔루션	조선
A267250	HD현대	조선
A326030	SK바이오팜	건강관리
A071970	HD현대마린엔진	조선
A071320	지역난방공사	유틸리티
A329180	HD현대중공업	조선
A251270	넷마블	소프트웨어
A022100	포스코DX	소프트웨어
A000660	SK하이닉스	반도체
A005930	삼성전자	반도체
A011790	SKC	화학
A000240	한국앤컴퍼니	자동차
A267260	HD현대일렉트릭	기계
A014680	한솔케미칼	화학
A009540	HD한국조선해양	조선
A034220	LG디스플레이	디스플레이
A032640	LG유플러스	통신서비스
A010140	삼성중공업	조선
A009150	삼성전기	IT하드웨어

[업종 중립] FCF 성장 팩터 Top 20 종목

코드	종목	업종
A062040	산일전기	기계
A028050	삼성E&A	건설,건축관련
A000240	한국앤컴퍼니	자동차
A011200	HMM	운송
A402340	SK스퀘어	상사,자본재
A011790	SKC	화학
A000880	한화	상사,자본재
A014680	한솔케미칼	화학
A443060	HD현대마린솔루션	조선
A032640	LG유플러스	통신서비스
A282330	BGF리테일	소매(유통)
A326030	SK바이오팜	건강관리
A000210	DL	화학
A071320	지역난방공사	유틸리티
A112610	씨에스윈드	에너지
A011170	롯데케미칼	화학
A093370	후성	화학
A066970	엘앤에프	IT가전
A047040	대우건설	건설,건축관련
A251270	넷마블	소프트웨어

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

Part II

AI 사이클의 조건, 경쟁의 확산

AI 사이클 연장의 변수, 경쟁과 확산

- AI 사이클 연장의 핵심은 '확산'
- 하이퍼스케일러의 비용압박과 수익성
- 시작된 일반 기업들의 AI 도입 경쟁
- 기업들의 변화 의지는 MSP와 S/W의 수요
- 확산의 첨병 벤처, 본대는 정부

AI 사이클 연장의 핵심은 '확산'

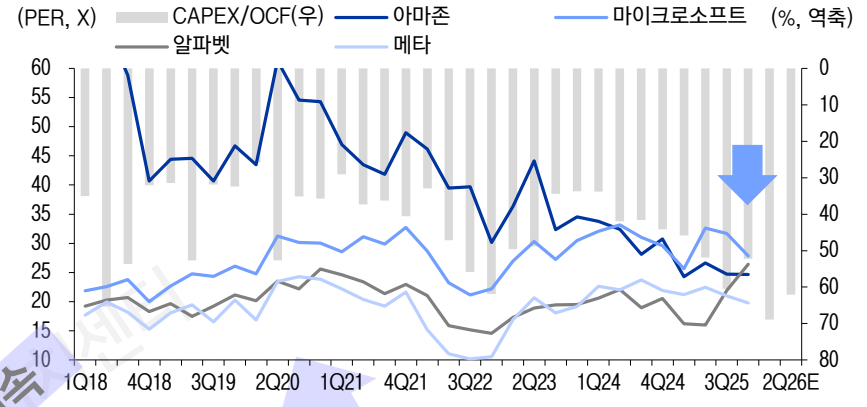
● 뜨거운 AI 투자 사이클, 지속 가능성에 대한 우려와 관심

- 메가트렌드로써 AI의 장기적 방향성은 모두가 동의. 그러나 지속적으로 발생하는 버블론은 중단기적 우려와 변동성을 유발
- AI 센티멘트는 투자의 주체인 하이퍼스케일러가 처한 환경에 따라 지속적으로 변화. 결국 투자 비용과 수익성 확보 문제가 관건

● 하이퍼스케일러들의 숨통을 틔워야 호황이 길어진다

- 인프라 투자는 이미 M/S 경쟁을 위한 과열 양상 진입. 빅테크에게는 비용 부담으로 반도체/전력기기 등 인프라 기업에겐 P 상승의 기회
- 사이클 지속을 위해선 부담을 나누기 위한 또다른 과열이 필요
- 당사는 일반 기업들의 AI 적용 경쟁에 주목. 클라우드 벤더들의 이익 성장률이 연 20%대 고착에서 레벨업 된다면 사이클의 낙관 또한 연장 될 것

AI 투자 자금줄(하이퍼스케일러) Phase 0: 비용 압박에 눌려있는 중

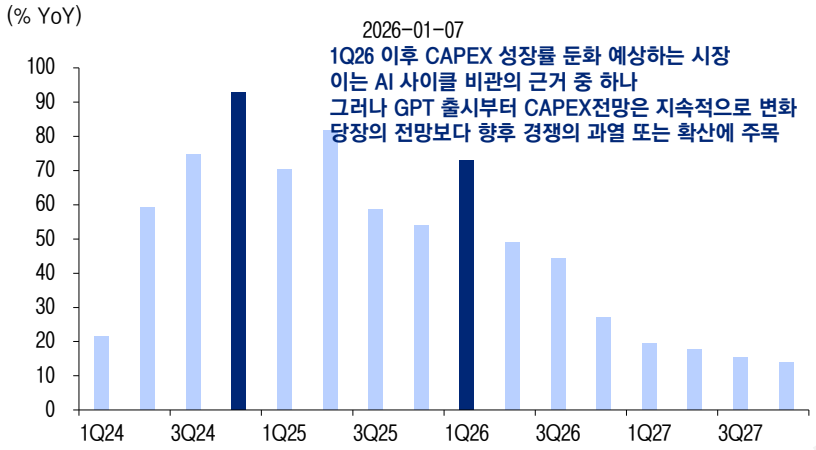


AI 테마의 Next Stage, 활용과 생산성

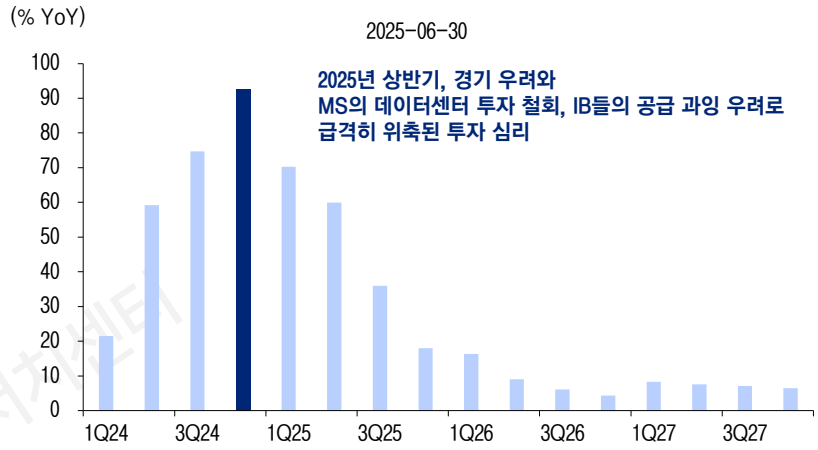
자료: Fred, Bloomberg, LS증권 리서치센터

AI 투자심리는 유동적, 현재의 전망은 미래가 아니다

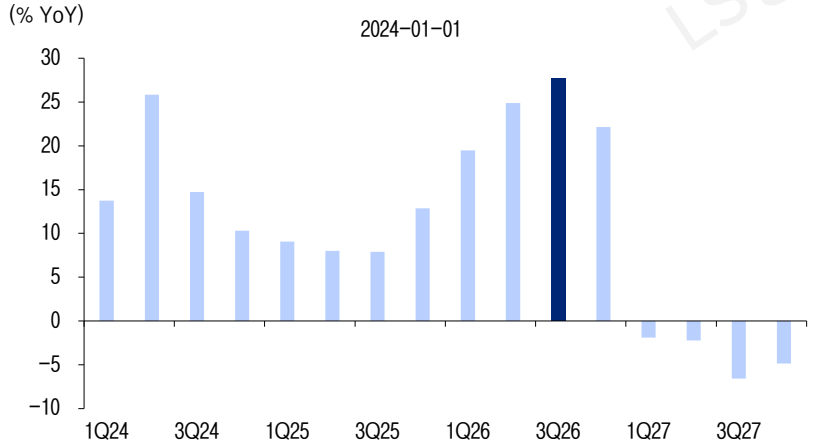
현 M7 CAPEX 성장률 전망, 예견된 둔화는 시장의 우려



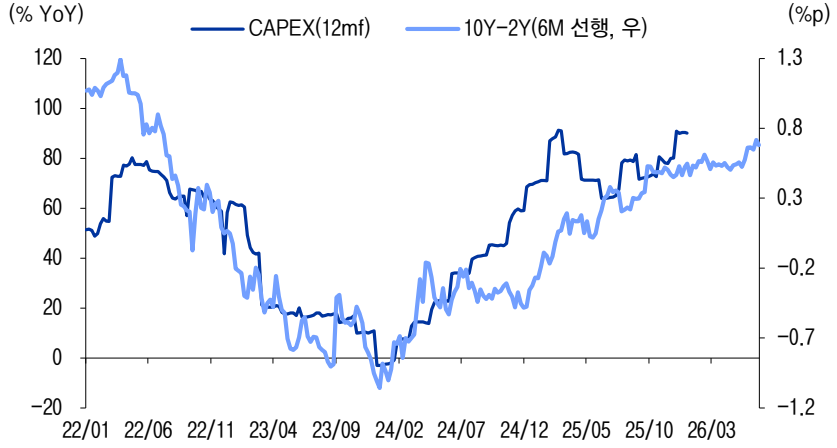
그러나 AI 낙관과 공포는 매크로 환경에 따라 유동적으로 변화



때로는 인하 전망과도 유사, Higher 4 Longer 기조의 24년초



성장률의 회복이든 경쟁의 과열이든 환경 변화에 주목

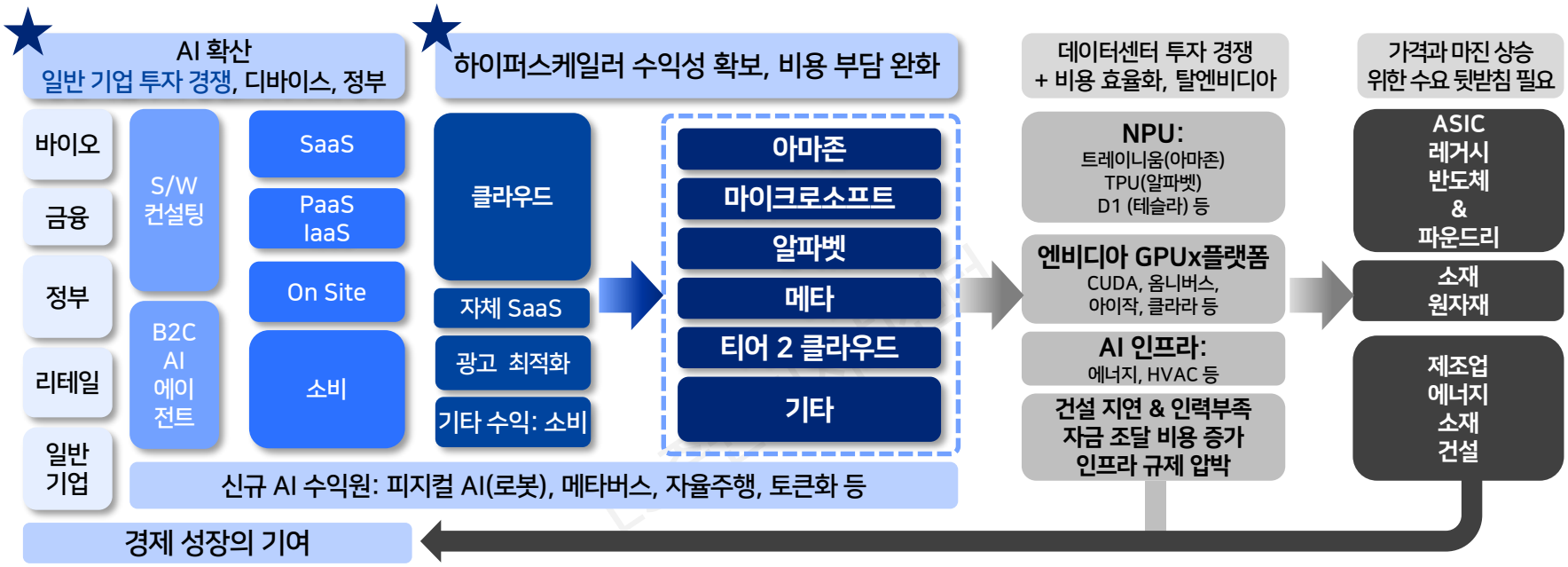


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

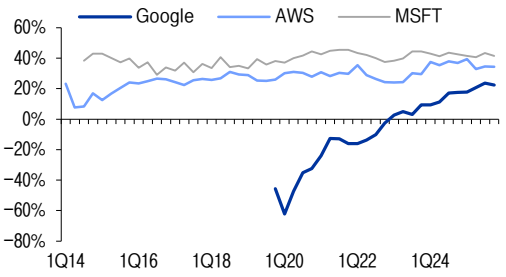
LS증권 리서치센터

AI 투자 사이클 연장의 조건, 하이퍼스케일러 부담 완화

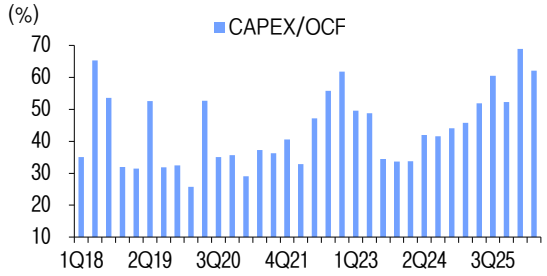
하이퍼스케일러 투자는 AI 인프라의 수요와 마진을 지탱. 비용 부담 불가피한 환경에서 수익성 확보가 활로



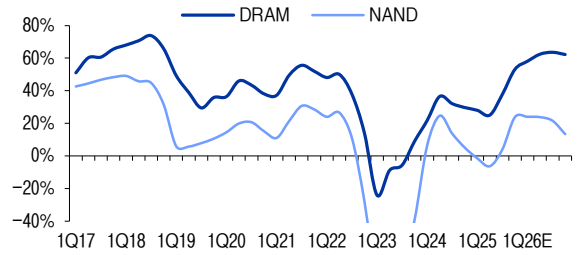
클라우드 OPM 추이



하이퍼스케일러 CAPEX/OCF



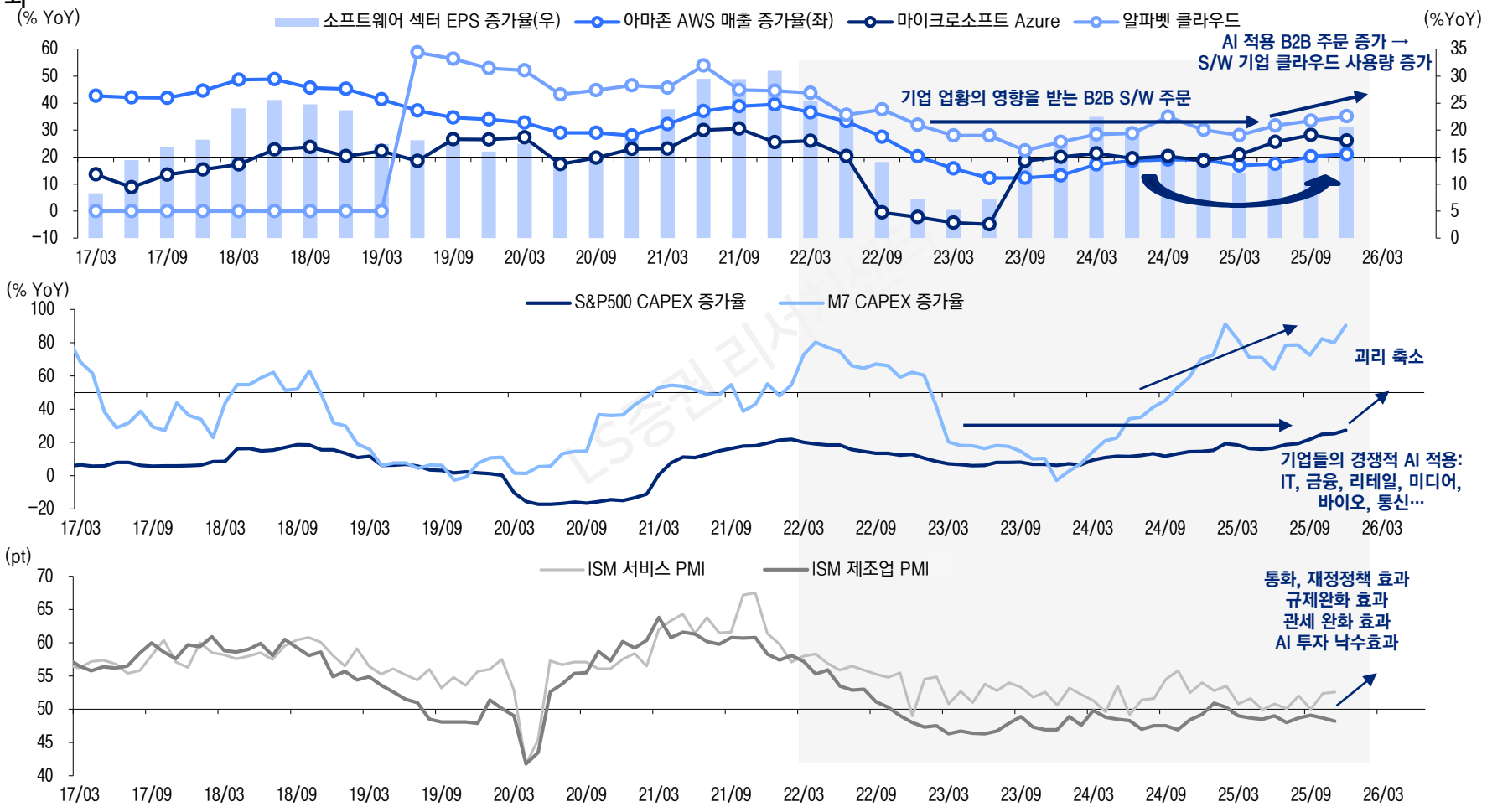
삼성전자 메모리 OPM 추이



자료: LS증권 리서치센터

남아있는 변수는 성장 회복과 AI경쟁 과열의 확산

AI의 경쟁적 도입 & 성장 내러티브 개선 → 일반 기업들의 AI 투자 → S/W 업종의 실적 → 빅테크 클라우드 성장 가속화



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

AI 확산 (1) 일반 기업들의 전략적 AI 투자 경쟁

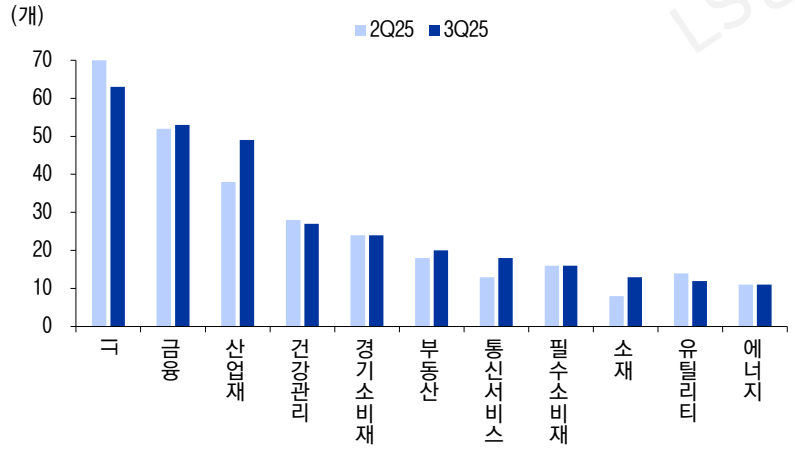
● 업황이 아니다, 경쟁을 위한 전략적 AI 투자

- AI 패권을 쥐기 위한 경쟁이 빅테크에서 일반 기업들로 확산되는 흐름
- 시발점은 경쟁 기업의 AI 적용. 비용 효율화에 국한되었던 AI 활용이 핵심 사업 경쟁력에도 영향을 미침에 따라 피어 그룹 간의 AI 적용 경쟁 가속화

● 초기 목적은 비용 효율화, 이후 사업 경쟁력 강화

- 금융 업종은 고임금 인력 대체와 대규모 사업 전환을 동시에 진행
- 리테일 업종은 AI 활용이 마케팅, 소비 증진 효과가 입증되며 경쟁적 AI 도입 시작. 2025년 연말 소비시즌이 기점으로 작용
- 빅파마들은 AI 기술이 향후 개발 성과로 직결됨에 따라 내재화 시도

Earning Call 에서 AI 언급한 S&P500 기업 수 변화



자료: CEIC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

거대 기업들의 AI 기술 경쟁

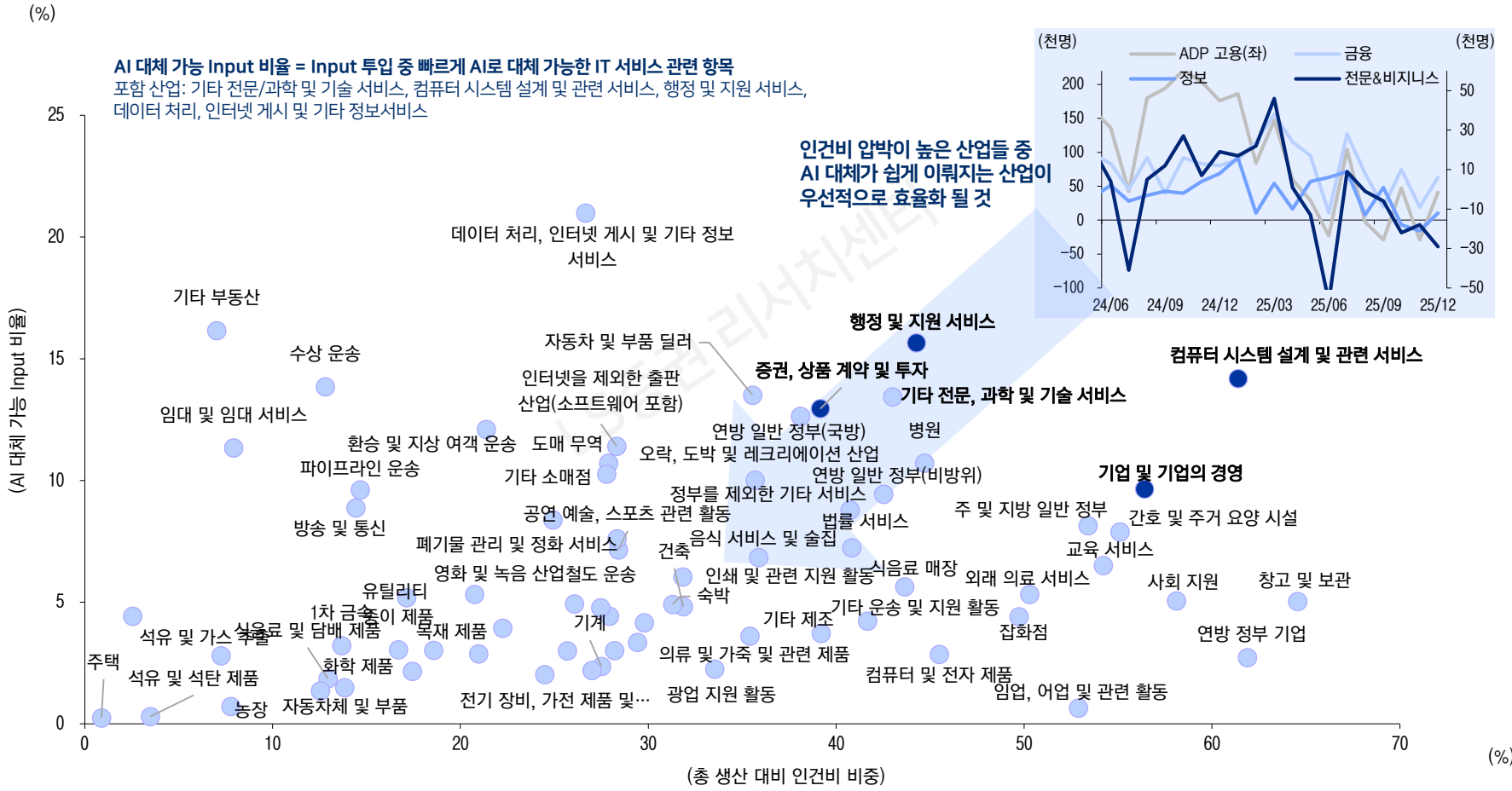
섹터	기업명	내용
금융	JP모건	매년 AI 도입을 위해 $2B 투자 내부 성과보고서 작성에 AI 활용 허가(25/10)
	골드만삭스	전사 AI 혁신 프로그램 One GS 3.0 발족 2025년 기술 및 AI 관련 투자 $6B
	뱅크 오브 아메리카	$13B 기술 예산 중 $4B를 AI 적용에 투자 인력 충원 없는 서비스 질 향상에 집중
	모건스탠리	AskResearch GPT, AI MS 어시스턴트 등 내부 워크플로우 솔루션 대거 도입
리테일	월마트	오픈 AI와 파트너쉽 체결 재고관리, 수요예측, 물류, 유통, 이커머스 등 광범위한 적용
	아마존	자체 AI 에이전트 기반 Shop Direct와 Buy for Me 활용 퍼플렉시티, ChatGPT 차단하며 AI 쇼핑 플랫폼 경쟁 유발
	타겟	오픈 AI와 파트너쉽 체결 트렌드 파악, 검색, 결제, 재고 등에 광범위한 AI 적용 계획
바이오	일라이릴리	$1B 투입 자체 AI 개발 플랫폼 TuneLab 공개
	아스트라제네카	세일즈포스 Agentforce 도입 AI 전환, 자체 AI 개발 플랫폼 + 템퍼스AI와 데이터 라이센싱 확장
	화이자	자체 AI 개발 플랫폼 VOX
산업재	캐터필러	장비 및 현장에 디지털 트윈, 피지컬 AI 적용
	웨이스트매니지먼트	폐기물 관리, 처리, 고부가가치 폐기물 식별 등
정부	미국	라마, 제미나이 for Government 등 조달청과 기타 정부기관들에 AI 에이전트 도입 가속화
	중국	정부 부처 내 AI 거버넌스 체계 최적화 진행중 선전시와 같은 계획 도시 중심으로 도시 사건 분석 테스트
	인도	주 정부 단위 AI 도입 중 오디샤(5천만명 거주) 주정부는 각 부처에 AI 책임자 배치 AI 도입 전략과 프로젝트 운영 총괄

LS증권 리서치

AI 확산 (1) 시작은 비용을 아끼기 위해

● 미국의 Input-Output Data로 보는 잠재적 AI 생산성 개선 산업

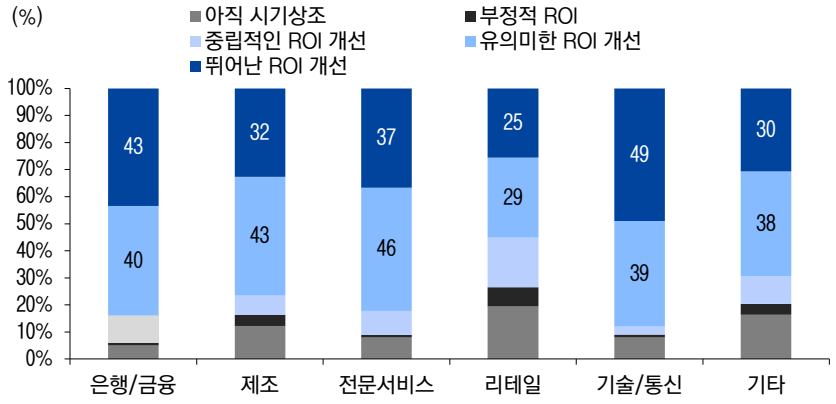
- 노동력에 따른 비용압박을 받고 있으며 AI 전환에 유리한 사업구조를 가진 산업이 우선적으로 생산성 개선 작업에 들어갈 것



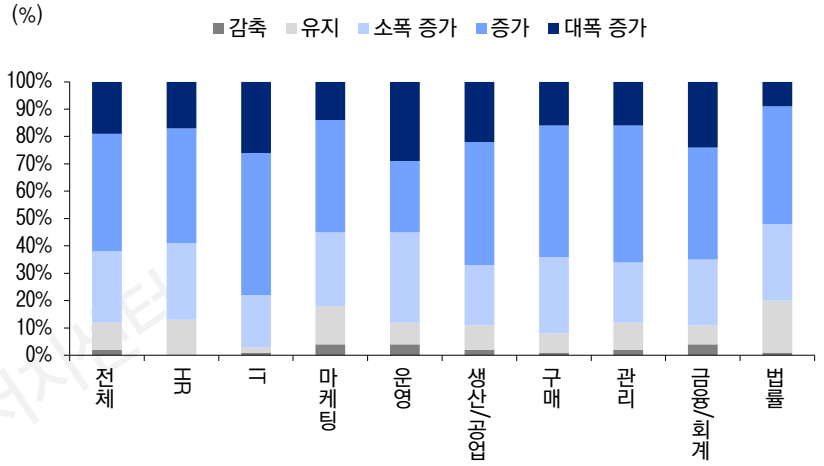
자료: BEA, LS증권 리서치센터

AI 확산 (1) 이제는 성장과 경쟁의 동력으로

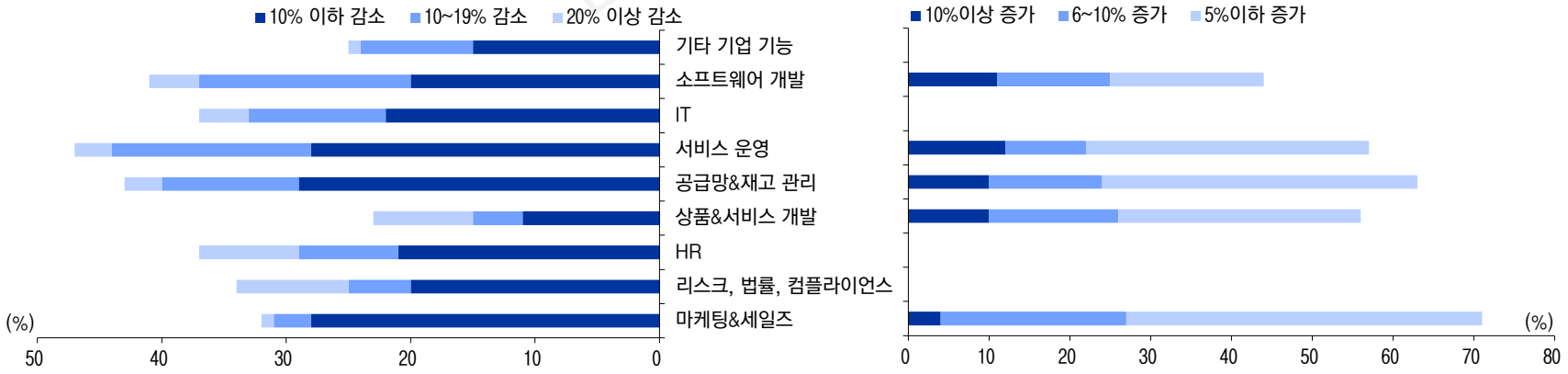
AI 도입에 따른 산업별 ROI 개선 서베이



업무 기능별 향후 12개월 AI 투자금 계획



업무 기능별 AI 활용에 대한 비용 감소, 매출 증가 기대 조사 (Stanford HAI)



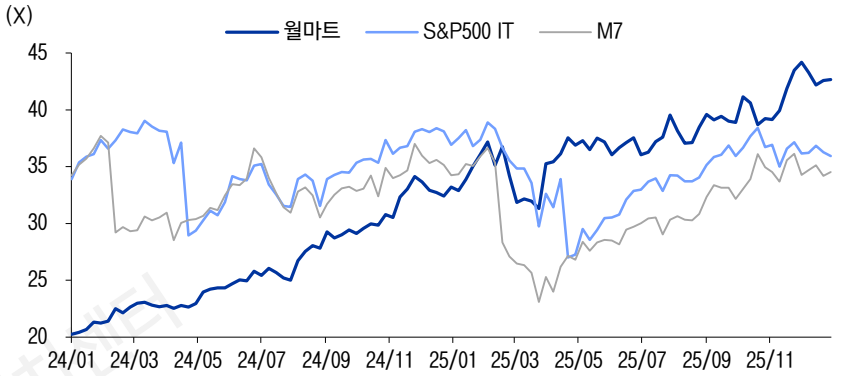
자료: Wharton Human-AI Research, Standford HAI, LS증권 리서치센터

AI 확산 (1) 리테일러들의 AI 장사법

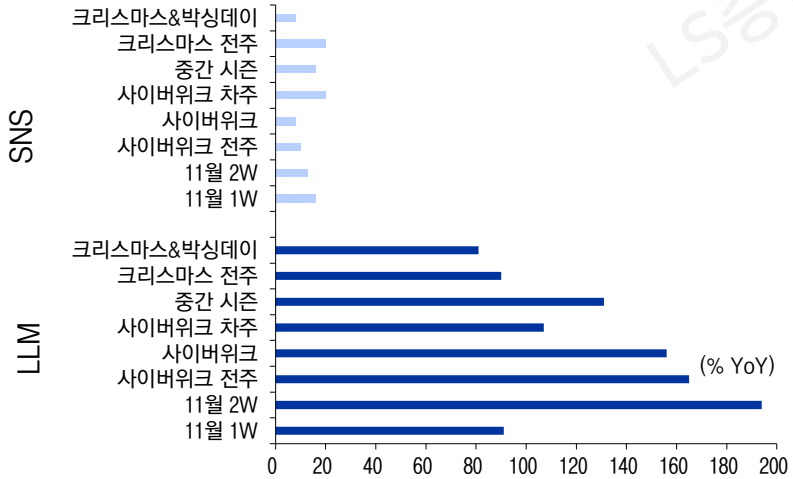
● AI의 새로운 수익처와 경쟁의 장, 쇼핑

- 2025년 연말 소비의 핵심은 AI 에이전트. 세일즈포스는 AI 에이전트가 220억달러 가량의 소비에 영향을 미쳤음을 발표
- 월마트와 타겟은 오픈AI와의 협력을 통해 ChatGPT내에서 직접적 쇼핑이 가능한 서비스 개시. 금번 연말 소비 시즌 높은 성과를 거둠
- 수익성 확인한 가운데 오픈AI, 제미나이, 퍼플렉시티 등 AI 에이전트 중심으로 리테일 기업들의 파트너쉽 대거 체결
- 월마트를 대표로 리테일 기업들은 소비, 광고, 물류, 재고, 관리 등 사업 전반에 AI를 도입. 수익성과 혁신성 강조되며 밸류 확장을 시도
- 한편 아마존은 ChatGPT의 자사 사이트 접근을 차단. 자체 AI 비서인 알렉사를 내세우며 본격 경쟁에 돌입

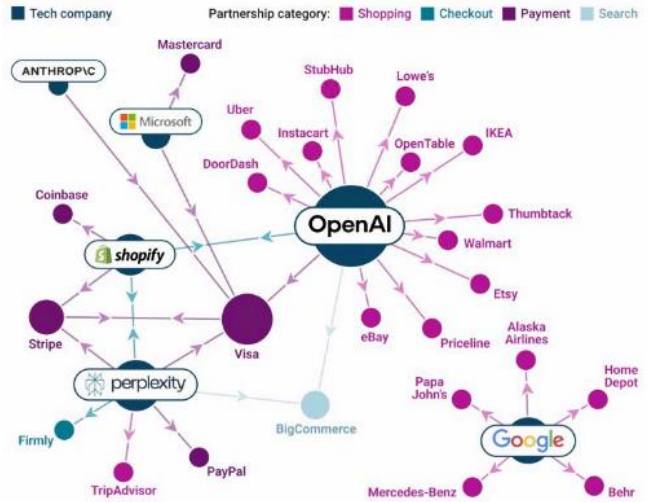
월마트 PER(12mf) 추이



빠르게 성장하는 AI 쇼핑 트래핑



빠르게 확장되는 AI - 커머스 생태계



자료: Bloomberg, Salesforce, CB Insght, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

AI 확산 (2) 기업들의 변화 의지는 MSP와 S/W의 수요로

AI 확산 초기, 기업들의 AI 적용을 도우며 성장할 MSP와 S/W

AI 생산성 활용 기업:
AI 솔루션 활용 비용 절감, 수익성 개선, 투자여력 확대 등
S/W, 제약/바이오, 금융, 등 연구 및 사무인력 부담 높은 기업
무형자산 비중이 높아 유연한 AI 솔루션 적용 가능 기업

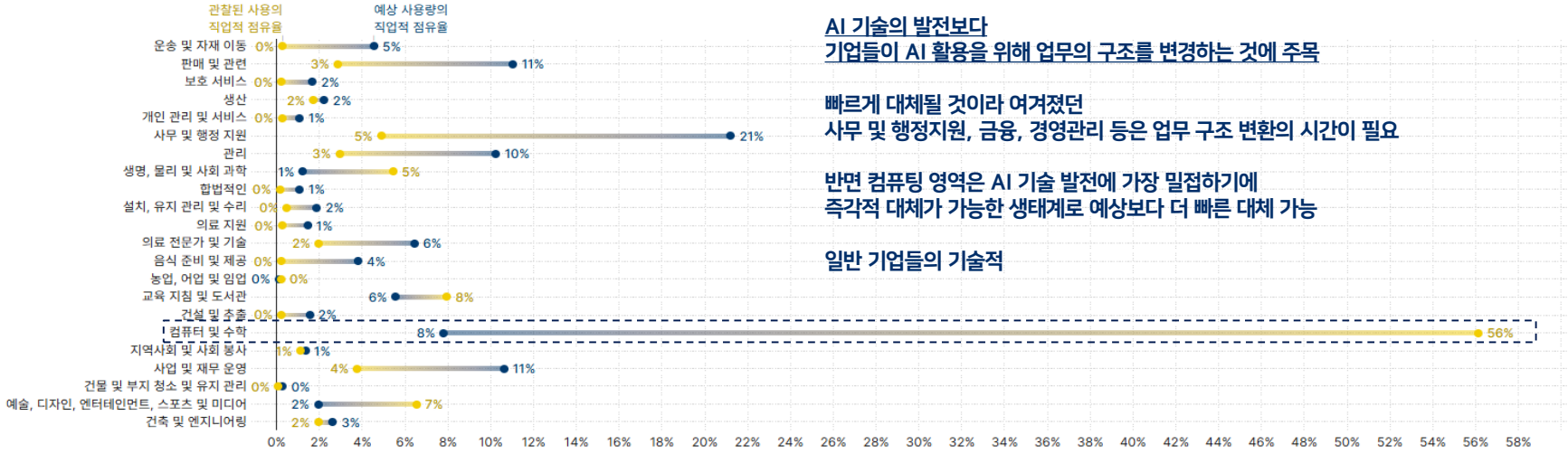
피지컬 AI 적용 기업:
유형 자산, 블루컬러 인력 비중 높은 기업
대형 리테일러, 물류, 제조 기업들의 수익성 급등인터넷
플랫폼 빅테크들의 높은 수익성 적용

2026 — 2026 — 2027 — 2028

AI 솔루션 제공 기업:
AI 플랫폼, IT 컨설팅 기업들의 B2B 주문 상승
미국: 마이크로소프트, IBM, 액센츄어, 엔비디아 등
한국: 삼성SDS, LG CNS, 포스코DX, KT 등

피지컬 AI 솔루션 제공 기업:
인지+물리 기술 고도화로 완전 자동화 솔루션
휴머노이드, 산업용 로봇, 로봇용 AI S/W, 관련 부품

AI 기술 발전보다 적용이 중요하다, 직종별 실제 AI 활용과 예상 활용 간의 격차 : Yale Lab



AI 기술의 발전보다
기업들이 AI 활용을 위해 업무의 구조를 변경하는 것에 주목

빠르게 대체될 것이라 여겨졌던
사무 및 행정지원, 금융, 경영관리 등은 업무 구조 변환의 시간이 필요

반면 컴퓨팅 영역은 AI 기술 발전에 가장 밀접하기에
즉각적 대체가 가능한 생태계로 예상보다 더 빠른 대체 가능

일반 기업들의 기술적

자료: Yale Budget Lab, LS증권 리서치센터

AI 확산 (2) 클라우드의 협력자 MSP의 공격적인 생태계 확장

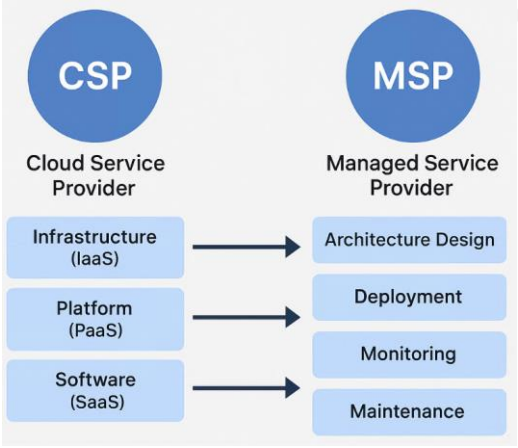
공격적인 외형 확장 시도하는 IBM

	유형	공시일	대상	사업
1	M&A	25-12-16	Chatterbox Labs	AI 보안, 리스크 관리 소프트웨어
2	M&A	25-12-08	Confluent	데이터 스트리밍 플랫폼
3	M&A	25-10-28	Txture GmbH	멀티클라우드 인프라 솔루션
4	M&A	25-10-09	Cognitus Consulting	SAP 기반 ERP 컨설팅
5	M&A	25-07-03	Resilient Systems	사이버 보안 사고 대응
6	투자	25-06-03	Qedma Quantum C	양자컴퓨팅 성능 개선 S/W
7	M&A	25-04-07	Seek AI	데이터 분석용 Agentic AI
8	M&A	25-02-25	Hakkoda	데이터전략, 클라우드 컨설팅
9	M&A	24-10-15	Prescinto Tech	AI 기반 클린 에너지 운영 플랫폼
10	M&A	24-09-17	Stackwatch	쿨라우드 네이티브 인프라 운영 툴

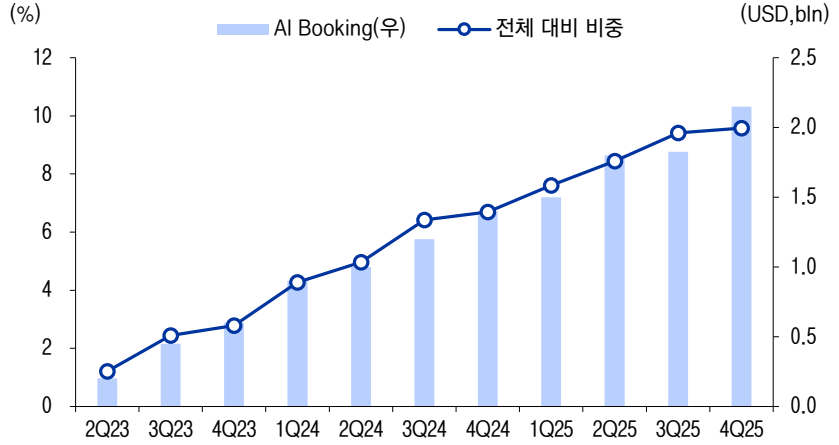
액센츄어도 소비, 금융, 바이오 전반의 생태계 확장

	유형	공시일	대상	사업
1	투자	26-01-08	Netail	AI 기반 리테일 분석 및 최적화
2	M&A	26-01-06	Faculty Science	AI 적용, 데이터 사이언스 컨설팅
3	M&A	25-12-24	Cabel Industry	금융권 IT 아웃소싱 서비스
4	M&A	25-12-16	DLB Consulting	엔지니어링, AI 인프라 컨설팅
5	투자	26-12-11	Ryght	AI 기반 임상 연구/생명과학 플랫폼
6	투자	25-12-04	Wevo	AI 기반 고객 소비 인사이트 분석
7	M&A	25-11-20	Axisdata Solutions	기업용 대량 데이터 처리
8	투자	25-11-13	Alembic Tech	캐주얼 AI 및 마케팅 AI
9	M&A	25-10-28	Mortgage Cadence	모기지 대출 핀테크
10	M&A	25-10-14	Decho Group	AI 컨설팅 및 팔란티어 파트너

클라우드 서비스의 영업사원 MSP



액센츄어 AI Booking 규모 및 비중 추이



자료: Bloomberg, Accenture LS증권 리서치센터

AI 확산 (2) 소프트웨어는 선별적 상승

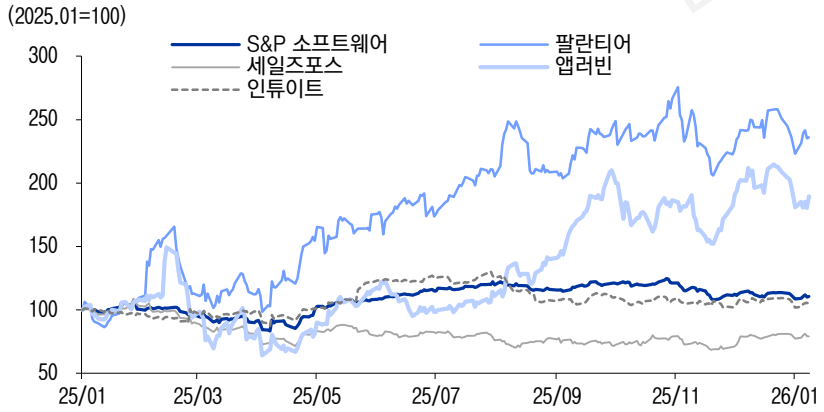
● 수혜 기대되나 당장은 선별적 상승

- 업황 회복과 AI 확산은 S/W 업종에게는 호재. 일반기업들의 활용 증가할 수록 어플리케이션을 중심으로 보안, 데이터 관리까지 수혜 영역 확장
- 매크로적으로는 일반 기업들의 AI 투자 경쟁 열기를 하이퍼스케일러로 전달하는 역할. S/W 기업들은 시장 확대와 동시 가격과 인프라 경쟁력 확보 과제 직면. 인프라 확보 경쟁에서 클라우드 벤더들의 수요 뒷받침

● AI 사이클의 J-Curve 체감할 S/W

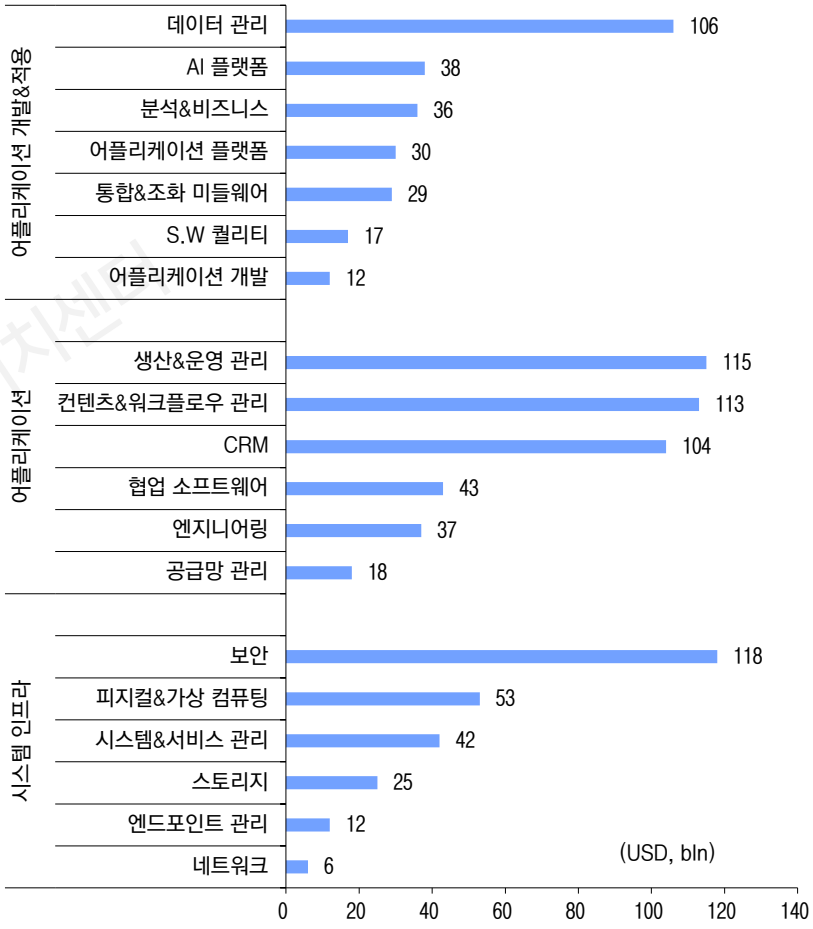
- 다만 S/W 기업의 경우 미래의 생산성을 대비하는 시기, 투자 경쟁에 따른 비용압박으로 이익 성장 딜레이 발생 가능. J-Curve의 골짜기 국면
- 그럼에도 AI 적용에 따른 비용 효율화와 AI 확산에 따른 스케일 확장 기대감은 유효. 독과점성 확보한 기업들로의 선별적 접근 권고

선별적으로 급등하는 S/W 업종



자료: Bloomberg, IDC, LS증권 리서치센터

카테고리별 S/W 지출 – IDC(전체 S/W 지출 $1.1T)



LS증권 리서치센터

최종 수혜는 클라우드 벤더이자 AI 인프라 투자자로

● AI의 확산은 결국 클라우드 수요로. 빅테크별 각기 다른 수혜 포인트는?

- 마이크로소프트는 자체 어플리케이션의 기업 내부 서비스 침투율이 강점. AI 확산에 따른 자사 S/W 수요 증가 수혜가 직접적으로 클라우드 호조로 연결
- 알파벳은 광고/검색/데이터 기반의 분석. 또한 엔비디아와의 AI 가속기, AI 플랫폼 점유 경쟁이 투자 포인트
- 아마존은 압도적 시작 점유율을 기반으로 대규모 인프라 임대 사업 영위. 실질적인 클라우드 벤더 사업자로 S/W 경쟁, AI 벤처 호조 등 시장 저변 확대 수혜

벤더별 클라우드 인프라 활용 비중 (각 사 전체 클라우드 매출 대비)

부문 대분류	부문 분류	마이크로소프트	알파벳	아마존	오라클	오픈AI	화웨이
Application Development & Deployment	Analytics and Business Intelligence Software	1.2	7.7	0.2	4.6		
	Application Development Software	0.6	0.3	0.1	0.1		
	Application Platforms	2.2	6.5	0.0	3.0		
	Artificial Intelligence Platforms	4.3	7.4	2.1	0.2	100.0	2.6
	Data Management Software	15.1	10.8	13.1	18.5		12.5
	Integration and Orchestration Middleware	1.9	2.9	6.4	3.2		2.0
	Software Quality and Life Cycle Tools	1.2	0.1	0.1			1.6
Applications	Collaborative Applications	20.1	15.1	0.1			
	Content Workflow and Management Applications	14.1	13.1	1.1	1.0		
	Customer Relationship Management (CRM) Applications	3.6	2.2	1.0	15.7		
	Enterprise Resource Management (ERM) Applications	1.7			29.5		
	Production and Operations Applications	0.3	0.2		7.9		
	Supply Chain Management (SCM) Applications	0.4			5.7		
Public Cloud Infrastructure Services	PCIaaS - Compute	9.6	15.0	40.0	3.2		59.6
	PCIaaS - Networking	0.3	1.7	2.6	0.3		1.1
	PCIaaS - Storage	8.3	10.8	30.2	2.2		19.0
System Infrastructure Software	Endpoint Management Software	1.3	0.3				
	Physical and Virtual Computing Software	1.8	0.4	1.8	0.0		
	Security Software	11.1	3.2	0.6	2.7		1.7
	Storage Software	0.1	1.8				
	System and Service Management Software	0.8	0.7	0.5	1.6		

자료: IDC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

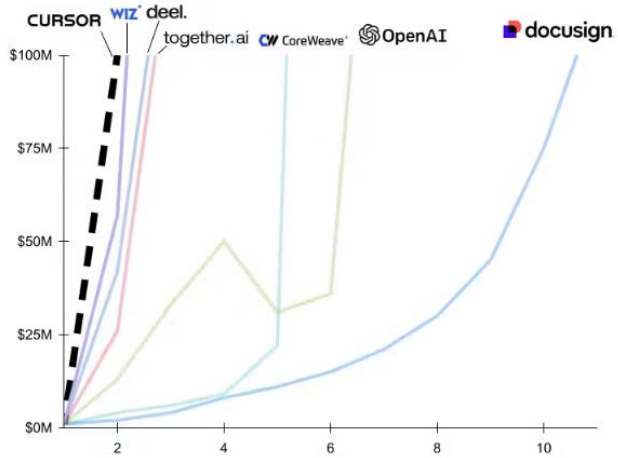
AI 확산 (3) 빠르게 성장하는 벤처, 클라우드 수요의 한 축으로

● 인력 대체를 주도하며 성장하는 AI 벤처

- 현 AI 스타트업 선두주자들은 바이브 코딩, 법률 리뷰, CRM 자동화를 주도하며 빠르게 성장 중
- 이와 동시에 클라우드 벤더들과의 파트너쉽 또는 전략적 투자를 맺으며 벤더 영향력 경쟁의 첨병 역할을 수행 중

- ARR기준 연매출 1위 Cursor의 경우 코딩 인력 대체를 주도함과 동시, 주 클라우드 인프라로 AWS를 사용하며 AWS 영향력 확장에 기여
- 2위 기업 Replit. 3위 Glean도 2025년 12월 구글과의 파트너쉽을 통해 구글 클라우드 사용량을 늘릴 것이라 발표

오픈AI보다 4년 빨랐던 Cursor, AAR 매출 $100M 도달 속도



자료: CB Insight, Crunchbase, Bloomberg, LS증권 리서치센터

AI Agent 스타트업 상위 20개 기업 – CB Insight

	기업명	창립연도	산업	연 매출 (USD,mln)	매출 멀티플
1	Cursor(AnySphere)	2022	소프트웨어 개발	500	20x
2	Replit	2016	소프트웨어 개발	150	20x
3	Glean	2022	기업 업무 대체	100	72x
4	Harvey	2023	법률	100	50x
5	Lovable	2023	소프트웨어 개발	100	18x
6	Mercor	2023	HR	100	20x
7	Crescendo	2024	고객 서비스	91	6x
8	Manus	2022	기업 업무 대체	90	N/A
9	Cognition	2023	소프트웨어 개발	73	140x
10	StackBlitz	2017	소프트웨어 개발	40	N/A
11	Clay	2017	세일즈	30	103x
12	Torq	2020	SOC	24	N/A
13	Sierra	2023	고객 서비스	20	500x
14	Fyxer.ai	2024	기업 업무 대체	17	4x
15	Nabla	2018	헬스케어	16	12x
16	Hebbla	2020	기업 업무 대체	13	54x
17	Sintra	2023	기업 업무 대체	12	N/A
18	11x	2023	세일즈	10	35x
19	Decagon	2023	고객 서비스	10	150x
19	Emergent	2024	소프트웨어 개발	10	N/A
20	Robin	2019	법률	10	N/A

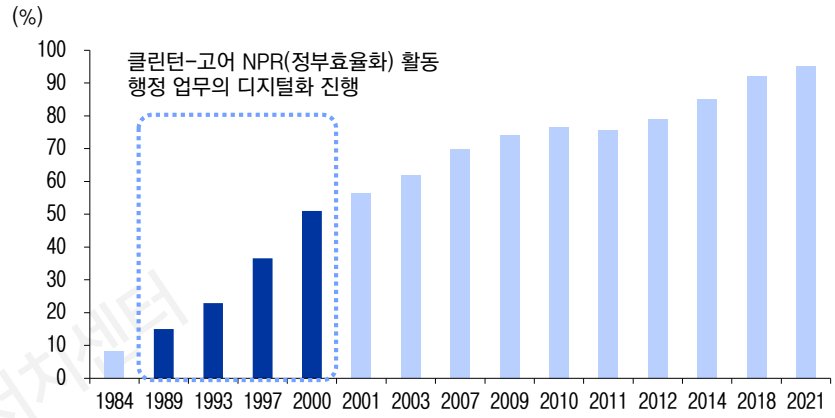
AI 확산 (4) 정부의 도입은 기술 Scale-Up의 시작

● 가장 거대한 경제 주체, 가장 큰 밸류체인 영향력

- OECD는 정부의 도입은 신규 기술의 확산과 스케일업을 만드는 강한 힘이라 언급하며 조달 행정의 경제적 영향력을 강조
- 정부 자체가 가장 많은 고용과 산업 밸류체인 상 가장 거대한 단독 개체이기 때문
- 과거 컴퓨터 도입 사례를 보더라도 클린턴 정부의 행정업무 디지털화 정책을 기점으로 민간 도입이 급증

- 사실상 해체되었으나 DOGE의 등장에서 확인된 미 정부의 AI 적용 의지
- 중국, 인도는 주정부단에서 도시관리 차원의 대규모 AI 적용 시도

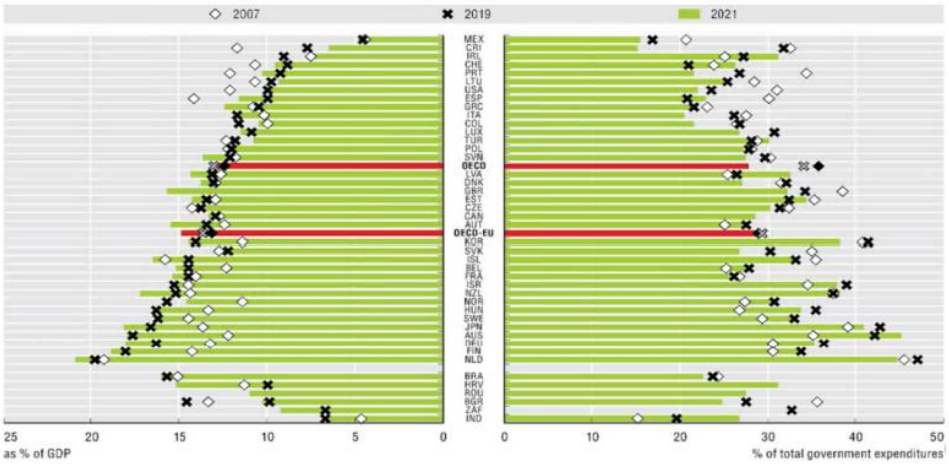
미국 가계 컴퓨터 도입률



IBM – AI 도입 예상되는 정부 분야

분야	내용
코딩 및 레거시 현대화	AI 활용으로 구식 코드 버그 식별 및 기존 시스템을 최신 언어로 전환. 정부 IT 시스템 현대화 지원
사이버 보안	AI 기반으로 위협 탐지·대응 속도 향상, 주요 데이터 보호 강화.
재해 예방	과거·현재 데이터 분석으로 홍수·산불·기후 리스크 예측
의료	병원 의료 데이터 분석, 임상시험 지원, 수작업 감소를 통한 효율성 상승. 공중보건 감시 강화
법 집행 기관	ML 기반으로 감시 영상 분석, 패턴 인식으로 범죄 해결 및 위협 추적 지원.
조달	정부 구매 프로세스에서 공급업체 정보 수집 + 기준별 적합 조직 선택

글로벌 조달 행정의 경제적 영향력



자료: OECD, IBM, 미 노동통계청, LS증권 리서치센터

확산 너머의, Physical AI

● 5년의 기다림, 2026년은 피지컬 AI와 휴머노이드의 현실화 기대

- 2026년 테슬라 옵티머스 양산, 중국 유니트리 상장 등 피지컬 AI 기대감 현실화 할 이벤트 다수 대기

● 연산량보다 처리할 데이터 이동이 핵심이 될 시대

- 생성형 AI에서 피지컬 AI로, 또 산업용 로봇에서 휴머노이드로의 관심 이동은 연산량에서 데이터와 메모리로 AI 산업의 중심 이동을 시사
- 휴머노이드는 생성형 AI와 달리 센서, 행동 시퀀스, 반응 로그 등의 데이터를 동시, 복합적으로 사용
- 휴머노이드 수요와 활용이 현실화될 수록 데이터 I/O(Input/Output)에서 메모리 성능의 중요성 가중 가능성

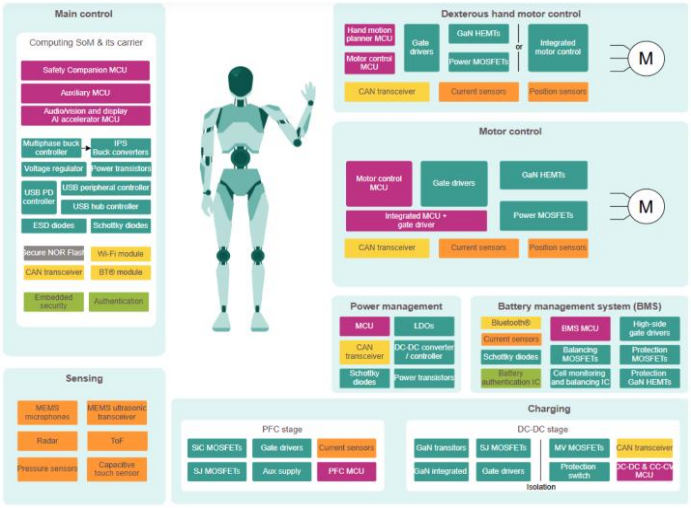
CUDA에 이어 재차 부각될 엔비디아의 플랫폼

주요 기술명	세부 내용
Dynamo	- AI 추론 모델의 고처리량, 저지연을 가능하게 하는 오픈 소스 프레임워크.
Cosmos	- 물리 기반 3D 시뮬레이션을 실시간으로 가능하게 하는 플랫폼.
Omniverse	- AI 모델이 현실 세계를 학습할 수 있도록 합성 데이터를 생성하는 플랫폼. - GM은 가상 테스트를 위해 Omniverse를 통해 디지털 트윈을 형성할 예정.
DRIVE AGX	- 자율주행 차량을 위한 AI 컴퓨팅 플랫폼.
Halos	- 자율주행 차량의 안전성 검증 및 향상을 위한 시스템.
Isaac GR00T	- 휴머노이드 로봇 개발을 위한 오픈 플랫폼. 로봇 인지 및 제어를 위한 기초 모델 - Cosmos 및 Omniverse 기반 시뮬레이션 프레임워크.
Newton Physics Engine	- Nvidia의 차세대 물리 엔진으로 로봇의 복잡한 작업 수행을 지원
NVIDIA AI Aerial platform	- 드론과 같은 비행 장치의 실시간 데이터 처리 및 의사 결정 플랫폼

연산의 생성형 AI, 데이터 I/O 중심의 피지컬 AI

차별 요소	생성형 AI	피지컬 AI
상호 작용	데이터 분석, 언어 이해, 이미지 인식 등 가상적, 비물리적 환경 작동	물리적 장치와 결합해 실제 환경에서 직접적 행동, 현실 세계에 개입 가능
입력 및 출력	데이터 입력 → SW적 판단이나 예측만 제공	센서로 실시간 환경 지각 → 상황 인지 및 판단 → 실제 행동 대부분 오프라인 또는 서버에서 데이터 중심
처리 데이터 규모	수 KB~수MB/s	수 GB/s 카메라, 센서, 액츄에이터 등 멀티 모달(MultiModal) 고도화
연산	학습+추론, 연산량 중심의 설계	연산 + I/O + 메모리 병목 복합적

휴머노이드 단일 칩이 아닌 자동차와 유사한 SoC 중심, 분산 계층형



자료: CEIC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

확산의 조건이자 필연, AI 디바이스

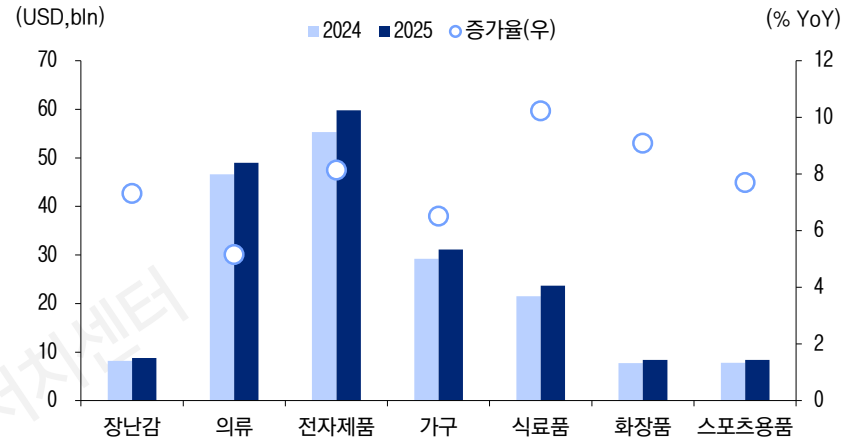
AI 디바이스, 시기와 명분은 맞다

- 5~7년 패턴으로 돌아오는 가전, 전자장비 교체 사이클. AI 기술 확산으로 성능 업그레이드발 수요도 기대 요인
- 금번 연말 소비시즌에서도 전자제품은 경기소비재 내 가장 큰 증가율(8.1%YoY)를 기록 – 세일즈포스

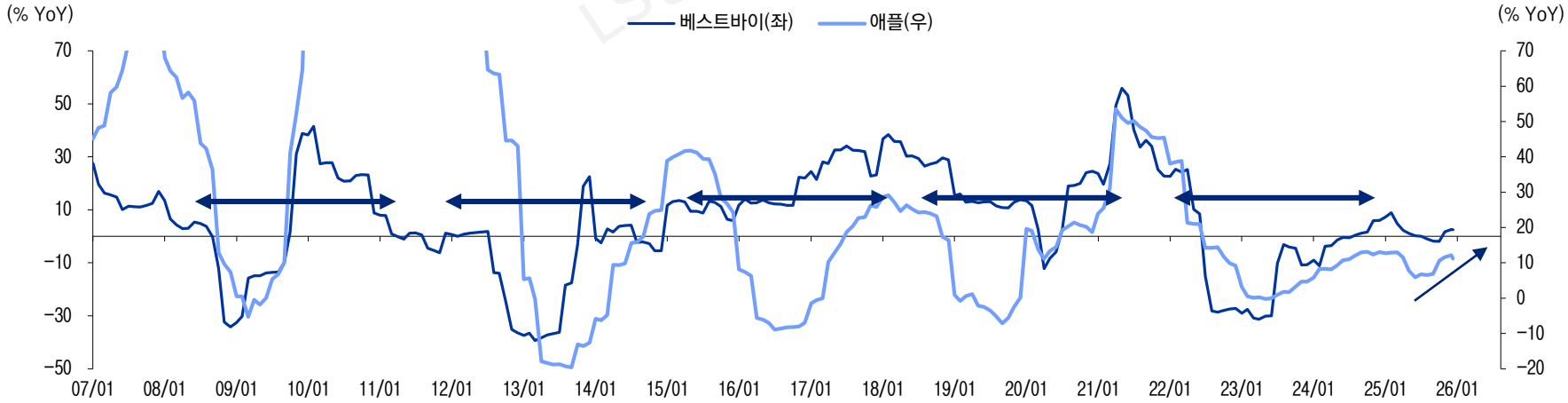
바텀업단에서 조금씩 등장하는 시그널

- 전자제품 리테일러 BestBuy는 3Q 어닝 서프라이즈와 함께 어닝콜에서 "팬데믹 이후 PC장비 교체 사이클이 도래했다"라 언급
- HP와 Dell은 AI PC 수요의 증가를 언급함과 동시 반도체 등 부품 비용 증가 우려 반영

2025년 연말 소비 시즌 카테고리별 판매



EPS(12mf) 증가율: 5~6년 마다 돌아오는 교체 사이클



자료: CEIC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

번외: 토큰 사용량 기반 AI 인프라 쇼티지 계산

● AI 인프라 쇼티지를 주장하는 근거, 비현실적 숫자는 아니다

- OpenRouter에 따르면 API 호출 기반 글로벌 토큰 사용량은 2025년초 주당 0.5조 수준에서 연말 주당 6~7조 토큰까지 증가. API 호출이 전체 AI 사용량을 대변하진 않으나 AI 확산의 고빈도 지표로 활용 가능

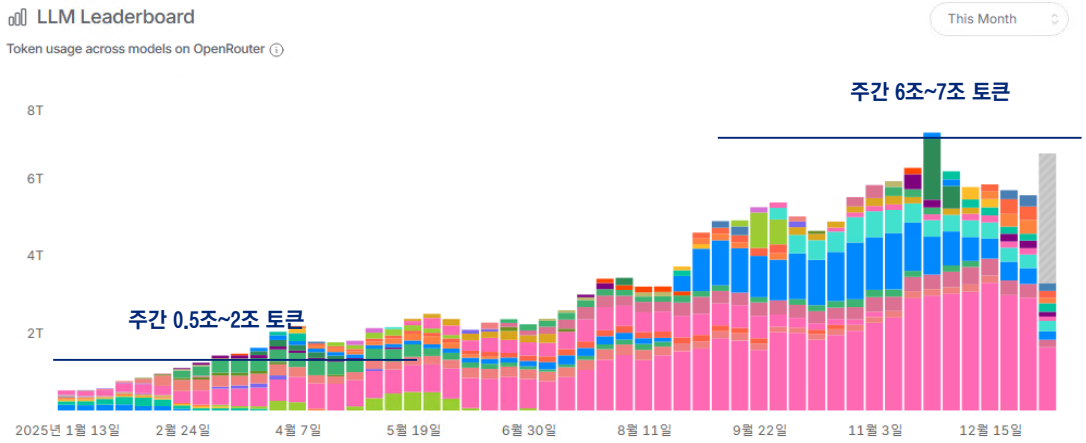
별개로 AI 확산과 토큰 활용 측면에서 인프라 쇼티지의 단순 계산을 해보자면 아래와 같은 논리로 전개:

- 2030년 AI 활성 사용자는 50억명으로 추정(출처: 카운터포인트, 현재 컴퓨터 사용자는 60억명)
- 일반적으로 AI를 생활 보조수단으로 사용 시, 하루 150만 토큰 사용(AI 에이전트+사무 보조 활동)
- 하루 사용 토큰 150만 x 50억 = 8x10^15 -> 초당 처리량으로 환산 = 초당 925억 토큰 사용
- 현재 최적의 효율성 조합 DeepSeek R1 0528 + FP4추론 + GB200 GPU
  ∴ MW당 100만~400만 토큰/초
  ∴ 초당 925억 토큰 처리를 위해서는 23GW~92.5GW 규모의 활성 추론 Capa가 필요
- 현재 글로벌 데이터센터 용량은 약 120~125GW, 이 중 AI 할당(학습+추론) 용량은 20~30GW

Task별 토큰 사용량 - AWS

사용량	TASK
50~500+	기본 챗봇 활용
200~600+	문서 요약
500~2,000+	코딩 보조
20,000~100,000+	복잡한 코드 생성
75,000~250,000+	법률 문서 분석
100,000~1,000,000+	Multi-Step AI 에이전트 사용

API 호출 기준 주간 토큰 사용량 추이



주요국 AI 확산 현황 - Microsoft

순위	국가	1H25	2H25	변화
1	UAE	59.4	64.0	4.6
2	싱가폴	58.6	60.9	2.3
3	노르웨이	45.3	46.4	1.1
4	아일랜드	41.7	44.6	2.9
5	프랑스	40.9	44.0	3.1
18	한국	25.9	30.7	4.8
21	독일	26.5	28.6	2.1
24	미국	26.3	28.3	2.0

주: Microsoft AI 확산조사는 접근성, 사용유인, 습관화 등 AI 실사용율 측정
주2: 최적 효율성 조합은 IT전문직 자문, 정확한 수치가 아닌 가정치임을 고려
자료: OpenRouter, Microsoft, AWS, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정다운, 황산해).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.