유진투자증권

Global Macro | 2026.2.9

Equity Strategy

AI 홀로코스트의 생존자

Equity Strategy Overview

AI 투자 경쟁이 더 거칠어 지고 있다. 수혜와 피해도 확연해지고 있다. 이익률 개선이 뚜렷하지 않아 빅테크들의 밸류에이션이 높아지기는 어렵다. AI 투자 경쟁에서 비켜 있던 애플과 밸류에이션 부담에도 고성장 중인 팔란티어에 대한 관심은 유효해 보인다.

글로벌 전략 **허재환**_ 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

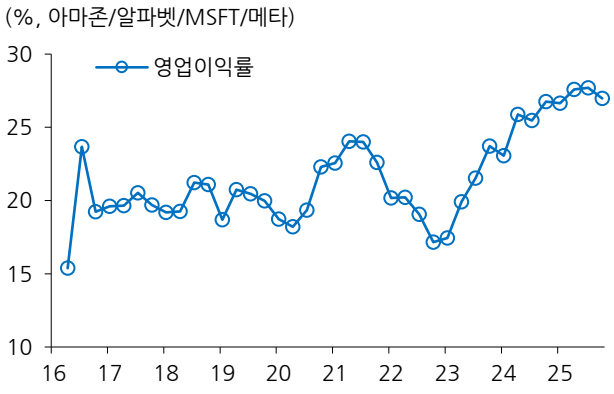
- AI 투자는 올해도 급증할 가능성이 높음. 그러나 빅테크들의 이익률이 더 높아지지 않음. 밸류에이션 부담이 있음.
- AI 투자 경쟁으로 빅테크들의 고통(현금 지출)이 커질수록 반도체는 수혜이며, 점차 확대 중임.
- 미국 Tech 내 대안으로는 거친 투자 경쟁에서 비켜 있던 애플임. 투자에 비해 여전히 높은 이익률을 기록.
- 밸류에이션 부담이 있는 팔란티어도 높은 성장성과 이익률을 감안할 때 주가 조정이 장기화되지는 않을 전망.

AI 투자에는 이상이 없다. 아마존/알파벳/마이크로소프트/메타 4개 기업 설비투자는 분기 천억 달러를 넘어섰다. 지난해 이들의 투자 증가율이 70%대인데, 올해도 2배 가까이 확대될 계획이다. **문제는 빅테크 기업들의 이익률이 크게 개선되지는 않고 있다는 점과 경쟁적 투자에 따른 수혜와 피해가 뚜렷해지고 있다는 점**이다.

빅테크들의 영업이익률은 여전히 높다. 하지만 더 높아지지는 않고 있다. 이들의 밸류에이션이 더 높아지기에는 부담이 생겼다는 뜻이다. 미국 소프트웨어 업체들의 주가가 최근 급락한 배경이기도 하다. **반면 반도체/전력/데이터센터 건설 등은 치열한 AI 투자 경쟁의 수혜를 계속 받을 가능성**이 높다. 국내 메모리 반도체도 그 대상이다.

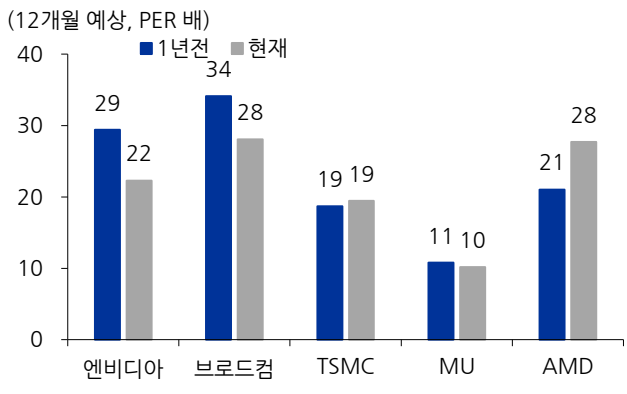
대안은 AI 투자 경쟁에서 조금 비켜 있던 애플과 소프트웨어 업체들 가운데 여전히 높은 매출 성장과 이익률이 고공행진 중인 팔란티어라고 판단된다. 애플의 매출 대비 투자 비중은 3% 미만이다. 빅테크들의 투자 비중이 20~30%인 것과 대조적이다. 팔란티어 주가가 비싸긴 하다(PER 101배). 그러나 40%가 넘는 높은 매출 증가율과 빅테크 기업들에 비견할 만한 영업이익률(40%)를 감안하면 최근 하락은 기회 요인이라고 판단된다.

빅테크 기업들의 영업이익률, 매우 높지만 소폭 둔화



자료: Refnitiv, 유진투자증권

가파른 이익 증가 덕분에 PER 부담이 없는 반도체



자료: Refinitiv, 유진투자증권

멈추지 않는 빅테크들의 AI 투자

AI 투자에 대한 우려의 목소리가 높다. 투자가 둔화될 것 같아서가 아니라, 너무 늘어날 것 같아서다.

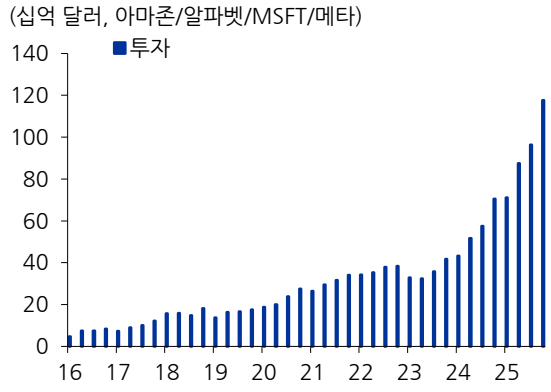
분기 천억달러가 넘는 AI 투자

우선, 빅테크 기업들의 투자는 빠르게 늘어나고 있다. 아마존/알파벳/마이크로소프트/메타 4 개 기업의 설비투자는 이제 분기 천억 달러를 넘어서고 있다(도표 1). 4 개 기업들의 설비투자 증가율도 전년대비 70%대다(도표 2). 이들의 투자는 올해 더 확대될 것이다(25 년 3,725 억 달러, 올해 6,500~7,000 억 달러).

투자 효과에 대한 의구심은 존재

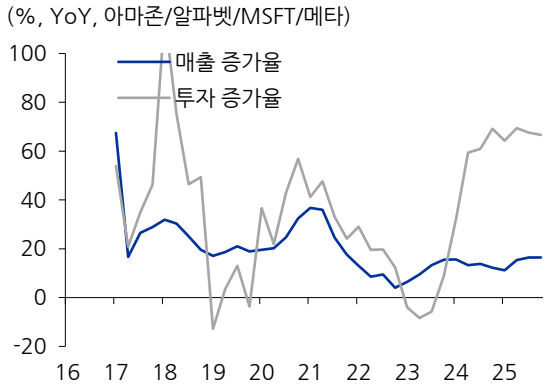
일반적 상식(?)을 넘어서는 투자 확대 때문에 우려가 있다. **이들의 이익 보다 투자가 빨리 늘어나 잉여현금이 감소 중**이다(도표 3). **빅테크 기업들의 영업이익률은 30%대에 육박 중이나, 더 높아지지는 않고 있다**(도표 4). 적어도 아직까지 대규모 투자 효과가 확실하지는 않다.

도표 1. **빅테크, 분기 천억 달러 이상 투자**



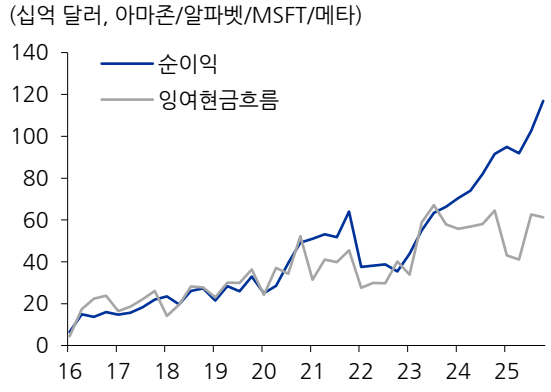
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 2. **매출을 크게 넘어서는 투자 증가 속도**



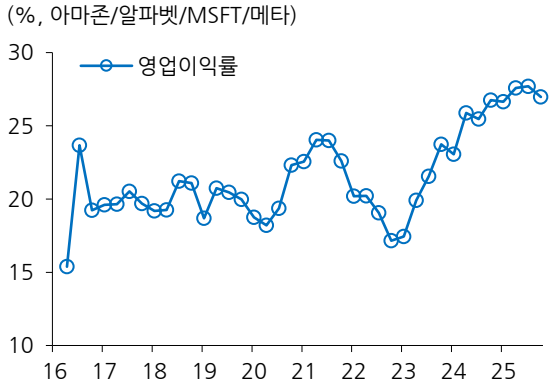
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. **빅테크 기업들의 잉여현금흐름의 감소**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. **빅테크 기업들의 영업이익률 소폭 둔화**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 투자 경쟁의 빛과 그림자

AI 투자 확대에 따른 명암이 뚜렷해지고 있다. 수혜는 반도체 업체들이 누리고 있다. 반면 업무 영역이 무너지고 있는 소프트웨어 업체들에 대한 우려가 높다.

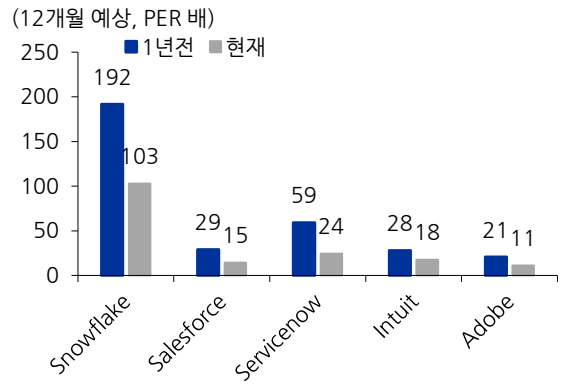
AI 투자 경쟁 속 미국 소프트웨어 업체 PER 하락

미국 소프트웨어 업체들의 원래 상대적으로 높은 밸류에이션을 받았다. 그러나 최근 1 년 동안 12 개월 예상 PER 은 40% 이상 하락했다(도표 5). **AI 로 소프트웨어 업체들 간 업무 경계가 사라질 것이라는 우려**가 높다. 실적이 괜찮지만 미국 증시 대비 높았던 밸류에이션이 더 이상 정당화되지 못한 것이다. **반면 반도체 업체들은 AMD 를 제외하면 상대적으로 밸류에이션 부담이 덜 하다**(도표 6).

국내 반도체 이익률 개선

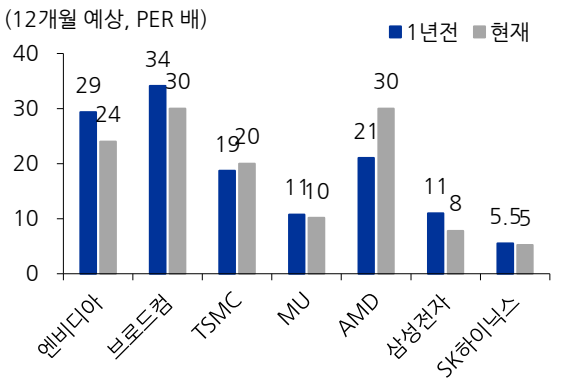
국내 반도체 업체들도 이러한 반도체 수혜에 동참하고 있다. 삼성전자 영업이익률이 빠르게 개선 중이다(25 년 4Q 21.4%, 도표 7). SK 하이닉스 영업이익률(25 년 4Q 58.4%)은 TSMC 를 능가하고 있다(25 년 4Q 54%, 도표 8).

도표 5. **높았던 미국 SW 업체들의 PER 급락**



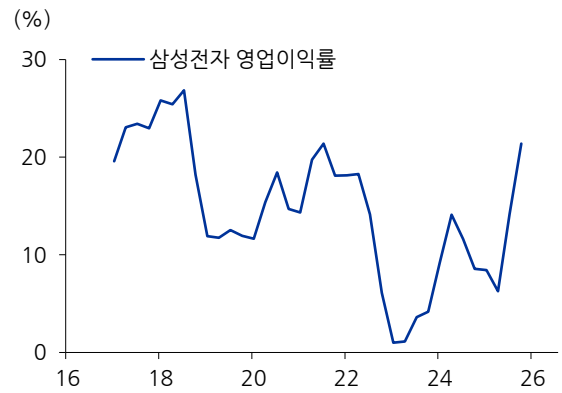
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. **상대적으로 반도체 업체 PER 은 낮은 편**



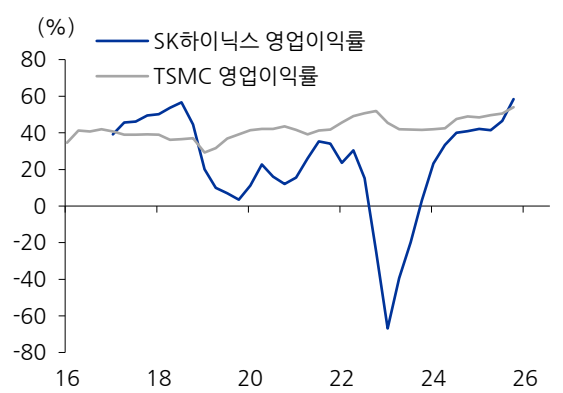
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. **삼성전자 영업이익률 가파르게 개선**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. **TSMC 영업이익률을 능가한 SK 하이닉스**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 전쟁에 비켜 있는 애플

문제는 빅테크 기업들의 AI 투자 경쟁이 너무 치열하다는 사실이다. 펀더멘탈은 좋지만, 영업이익률이 당장 크게 개선되지는 않고 있다. 빅테크 기업들이 자랑하던 잉여현금은 감소 중이다. 밸류에이션 압박이 예상된다.

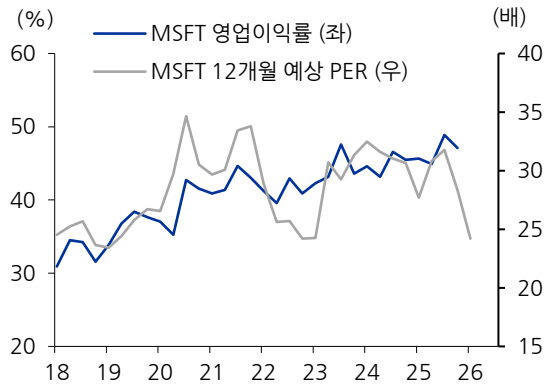
밸류에이션이 더 높아지기는 부담

마이크로소프트, 알파벳 등 빅테크 기업들의 경쟁력은 유효하다. 하지만 최근 마이크로소프트사의 예상 PER 은 더 높아지지 못하고 있다(도표 9). 알파벳 예상 PER 도 30 배를 더 크게 넘기기는 부담스럽다(도표 10)

AI 경쟁에 피해 있던 애플

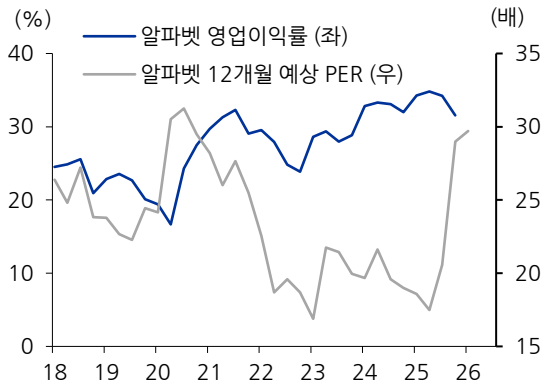
오히려 AI 투자 경쟁에서 비켜 있었던 애플이 부상 중이다. **애플의 매출 대비 투자 비중은 3% 미만**이다(2.79%, 도표 11). 빅테크들의 매출 대비 투자 비중이 20~30%인 것과 대조적이다. 애플 영업이익률이 30%대에 육박 중이다. 현재 밸류에이션(12 개월 예상 30 배)가 부담스럽지 않다(도표 12).

도표 9. **이익률에 비해 MSFT PER 하락**



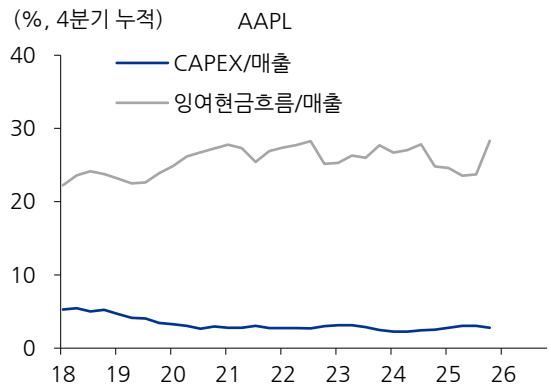
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10. **알파벳 PER 이 더 높아지기는 어려워**



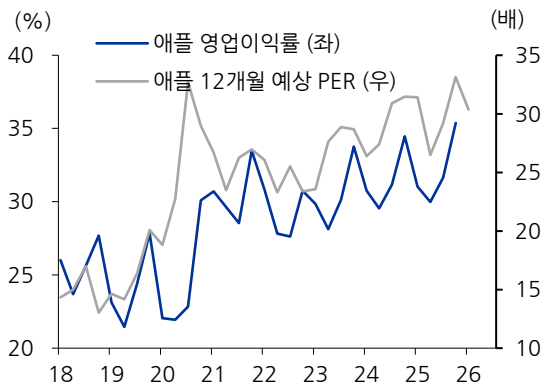
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 11. **투자에 비해 현금 넘치는 애플**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12. **이익률 대비 PER 부담 낮아**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

이단아 팔란티어

이러한 측면에서 약간 억울하게 느껴지는 기업이 있다. 팔란티어다.

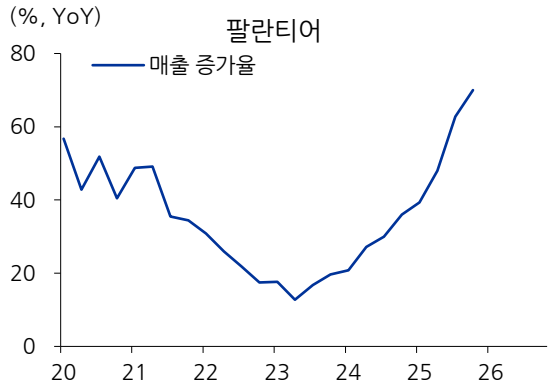
팔란티어의 높은 매출 증가와 이익률 개선

팔란티어의 실적은 나무랄 데가 없다. 팔란티어 매출 증가율은 2023 년 이후 계속 높아지고 있다(2025 년 4Q +70%yoy, 도표 13). 이익도 크게 늘어나면서 잉여현금도 분기 7.6 억 달러로 늘어났다(도표 14). 동사의 **영업이익률은 23 년 이후 꾸준히 늘어나 2025 년 4Q 40%를 넘어섰다**(도표 15). 엔비디아 등 일부를 제외하면 빅테크 기업들 수준에 접근 중이다.

밸류에이션 부담 그러나 전부 AI 피해자는 아닌 듯

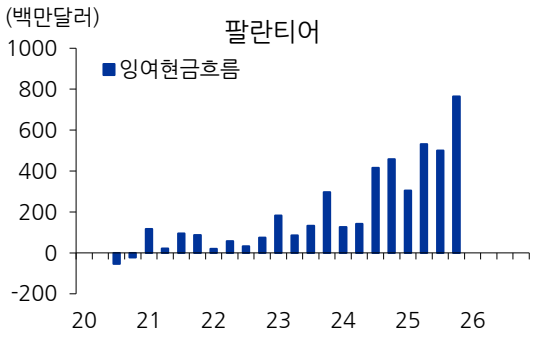
문제는 밸류에이션이다. S&P500 기업들 가운데 테슬라를 제외하면 가장 높다(12 개월 예상, 100 배). AI 가 소프트웨어를 비롯해 Tech 업체들의 밸류에이션을 파괴 중이다. 그러나 팔란티어의 이익률 개선과 성장 속도, 독특한 사업구조를 감안하면 주가 하락이 지속되지는 않을 것으로 예상된다.

도표 13. **팔란티어 매출 증가율 상승**



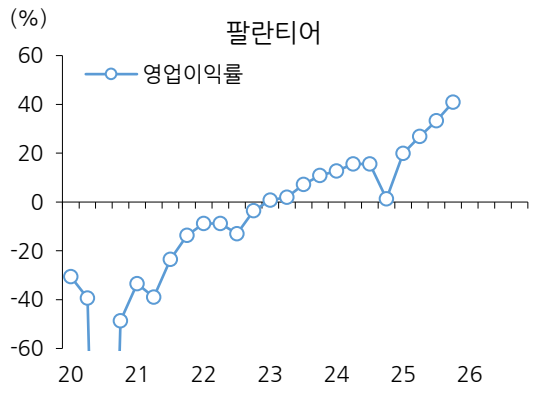
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14. **팔란티어 잉여현금흐름도 누적**



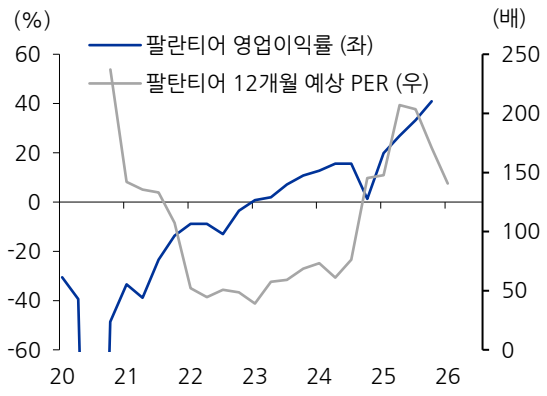
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 15. **40%가 넘는 영업이익률**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 16. **이익률 감안할 때 최근 PER 하락은 과도**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다