SECTOR
UPDATE

2026. 3

글로벌주식팀
이영진 Senior Analyst, CFA
youngjin91.lee@samsung.com

글로벌 AI / SW

소프트웨어의 종말론 vs 진화론

AI가 촉발한 산업의 변화

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

EXECUTIVE
SUMMARY

AI가 촉발한 산업 변화. 소프트웨어의 종말론 vs 진화론

프론티어 AI 기업의 막대한 자금 조달이 이어지고 있습니다. 오픈AI와 앤스로픽의 밸류에이션은 각각 8,400억 달러 및 3,800억 달러를 기록했습니다. 동시에 막대한 매출 고성장도 보여주고 있습니다. 중요한 것은 현재 성장도 컴퓨팅 제약이라는 모래 주머니와 함께 달성한 결과라는 점입니다. 더 많은 캐파를 확보할 수 있었으면, 고객 채택과 수익화가 더 빨랐을 것이라는 입장 속 ARR(연 환산 매출) 성장과 내부 매출 전망 상향 조정이 이어지고 있습니다.

반대로 오픈AI가 압도적 1등 자리를 내려놓은 상황에서 경쟁은 더욱 치열해지고 있습니다. 오픈AI는 '25년 말 이후 구글을 견제하기 위해 코드 레드를 선언했고, B2B 분야에서 앤스로픽에 대응하기 위한 전략을 본격화하고 있습니다. 오픈AI의 컴퓨팅 캐파 계획도 산업 내 선두 경쟁이 진행되는 상황에서 정당성이 생길 수 있습니다. 오픈AI가 갑자기 확고한 2위로 밀려날 것처럼 보이지는 않지만, 재귀 개선 기반으로 빨라진 모델 업데이트 사이클에 주목할 필요가 있습니다.

중국 AI의 성장은 또 다른 리스크 요인이 될 수 있습니다. 혁신적 기술 돌파구(Breakthrough) 부재가 근본적 약점으로 꼽히지만 반도체 규제 속에서도 격차 축소 노력을 이어가고 있습니다.

AI가 촉발한 변화는 다양한 산업으로 퍼져 나가고 있습니다. 특히 대체 우려 속 소프트웨어 섹터는 속절없는 하락을 경험했고. 종말론과 진화론 간 논쟁도 불이 붙었습니다. 물론 우려는 '25년 SaaS 기업의 밸류에이션을 압박해온 구조적 논점입니다. 또한 개별 기업 포지셔닝이 대한 디테일한 고려 없이 급격한 섹터 디레이팅이 발생했고, AI 발전이 하락의 전부를 설명하는 것도 아닙니다.

프론티어 AI 기업들은 '대체'보다 '협력'을 강조하며 오케스트레이션 레이어로서 포지셔닝 하고 있고, 소프트웨어 기업은 자사 시스템의 신뢰성, 복잡한 규제 환경 준수 경험을 강조하고 있습니다. 하지만 장기적 UI 통합 전략은 소프트웨어를 단순한 데이터 소스나 툴로 전락시킬 가능성이 존재합니다. 소프트웨어 기업은 자신들이 단순한 데이터를 넘어 컨텍스트를 보유하고 있다는 점에서 가치를 증명해내야 합니다. 산업 내 구조적 변화는 빠르게 진행되고 있습니다.

리서치센터 글로벌주식팀
이영진 수석연구위원
youngjin91.lee@samsung.com

REPORT
CONTENTS

01 끊임없이 새로워지는 AI 산업 04p

02 중국 AI의 반격 19p

03 소프트웨어의 종말론 vs 진화론 29p

04 클라우드 인프라, 투자 확대 재확인 41p

PART
01

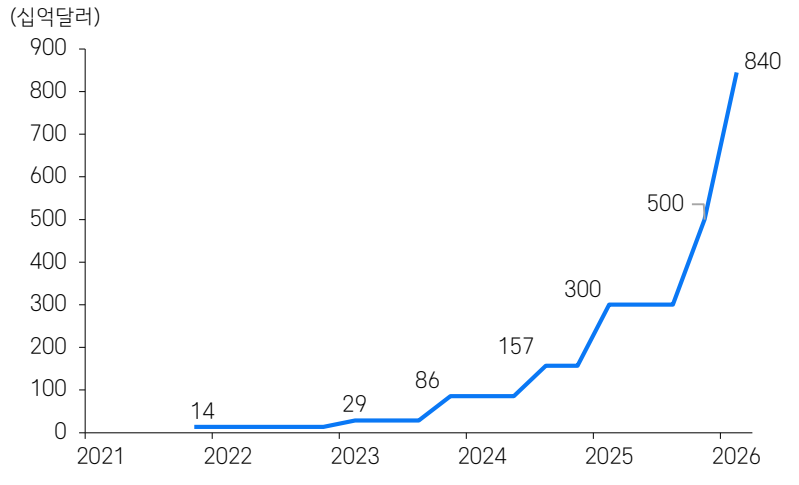
끊임없이 새로워지는 AI 산업

프론티어 AI 기업의 신규 펀딩 | 막대한 자금이 모이는 중

AI 버블론과 상반되게 막대한 자금은 끊임없이 프론티어 AI 기업으로 투입. 주요 기업 밸류에이션 상승도 지속

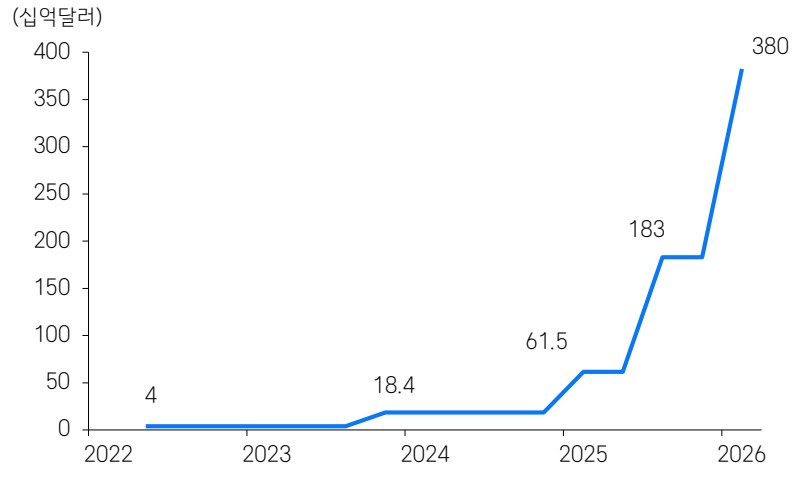
- ▶ 앤스로픽은 시리즈 G 펀딩으로 300억 달러 조달. 초기 목표(100억 달러) 초과 달성. 밸류 3,800억 달러
- ▶ 오픈AI는 아마존(500억 달러), 엔비디아(300억 달러) 소프트뱅크(300억 달러)로부터 1,100억 달러 조달. 밸류 8,400억 달러
- ▶ 오픈AI는 3월 말까지 추가 재무적 투자 100억 달러 계획. 최종 밸류에이션(Post Money)은 8,500억 달러 + 가능성

오픈AI의 밸류에이션 추이



자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

앤스로픽의 밸류에이션 추이



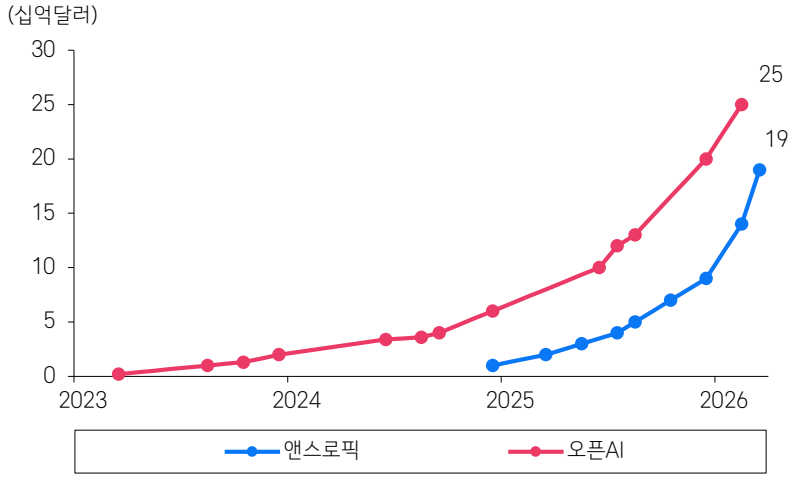
자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

캐파 제약이 없었더라면... | 더욱 폭발적인 매출 성장도 가능

현재 매출 고성장세도 컴퓨팅 캐파 제약이라는 모래 주머니와 함께 달성한 결과. 내부 재무 전망 상향 조정 지속

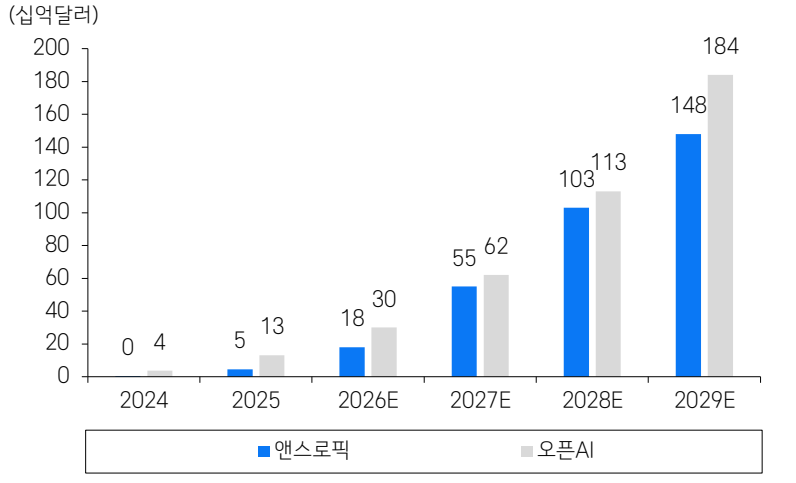
- ▶ 오픈AI는 매출과 가용 컴퓨트 간 직접적 연관성 강조. 더 많은 캐파를 확보할 수 있었다면, 고객 채택과 수익화가 빨랐을 것이라는 입장
- ▶ 젠슨 황은 프론티어 AI 기업(오픈AI&앤스로픽)이 컴퓨팅 자원을 2배로 가질 수 있다면, 매출은 4배로 늘어날 것이라 코멘트
- ▶ 오픈AI와 앤스로픽 ARR은 각각 250억 달러 및 190억 달러. 기존 대비 매출 전망 상승 폭은 오픈AI +26% 및 앤스로픽 +40%

오픈AI와 앤스로픽의 ARR추이



자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

신규 업데이트된 오픈AI와 앤스로픽의 매출 전망



자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

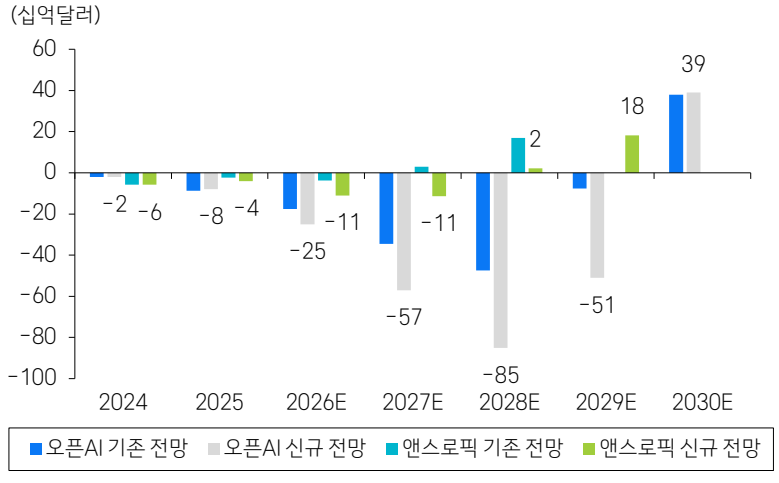
… 하지만 아쉬운 이익 | 흑자 전환 시점을 밀리고 이익률은 낮아지고

매출 성장과 반대로 흑자 전환 시점 지연. 추론 수요 급증에 대응하기 위한 컴퓨팅 캐파 투자에 따라 이익률도 하락

▶ 오픈AI와 앤스로픽의 FCF 흑자 전환 시점은 기존 대비 1년 지연된 '30년과 '28년. 오픈AI의 '26~30년 FCF 적자 폭은 기존 대비 2배

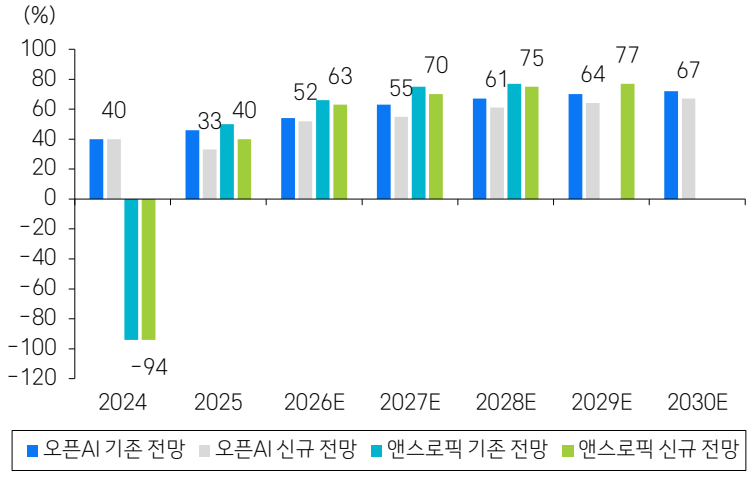
▶ 매출총이익률도 목표 대비 낮은 수준. 추론 수요 급증에 따라 단기 고가의 컴퓨트 구매 불가피. 오픈AI '25년 추론 비용은 4배 증가

오픈AI와 앤스로픽의 FCF 전망



자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

오픈AI와 앤스로픽의 매출총이익률 전망



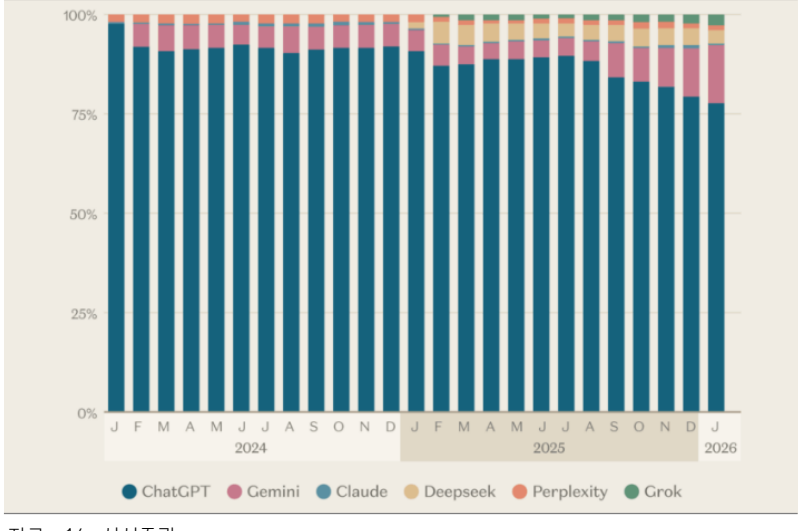
자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

좁혀진 격차 | 오픈AI의 캐파 투자 정당성은 유지될 수 있을까

오픈AI는 캐파 확장을 위한 순환 구조 형성과 공격적 투자 발표. 다만 AI 모델 격차 축소 속 B2C와 B2B 모두에서 경쟁 심화

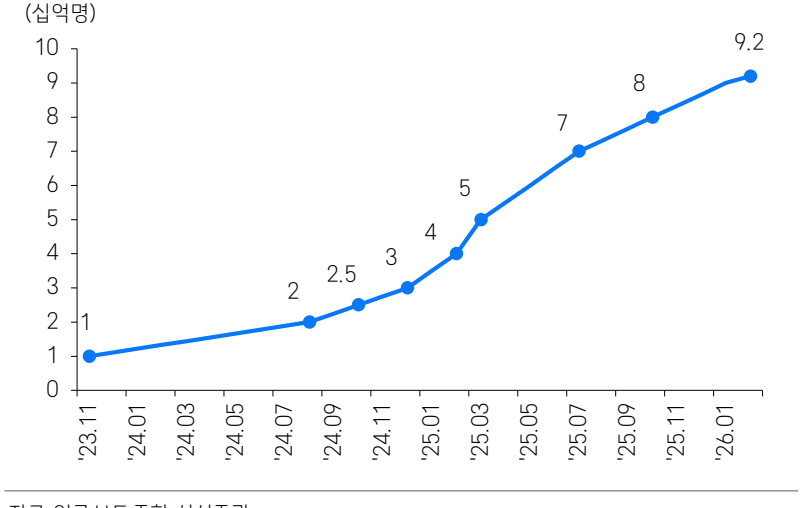
- ▶6월 기준 최고의 모델 베팅은 앤스로픽 38% → 구글 34% → xAI 11% → 오픈AI 10%. 25년 말 이후 오픈AI 존재감 ↓
- ▶챗GPT의 절대적 점유율과 유저는 여전히 강세. 다만 트래픽, 앱 다운로드, 유저 성장 측면에서 부진. WAU는 9억 명 이후 정체
- ▶초기 광고와 쇼핑 사업 확대 추진. 광고는 테스트를 시작했지만, 데이터 정합성 이슈로 Direct Checkout 확대 지연

주요 AI 챗봇의 월간 유니크 세션 점유율



자료: a16z, 삼성증권

챗GPT의 주간 활성 사용자(WAU) 추이



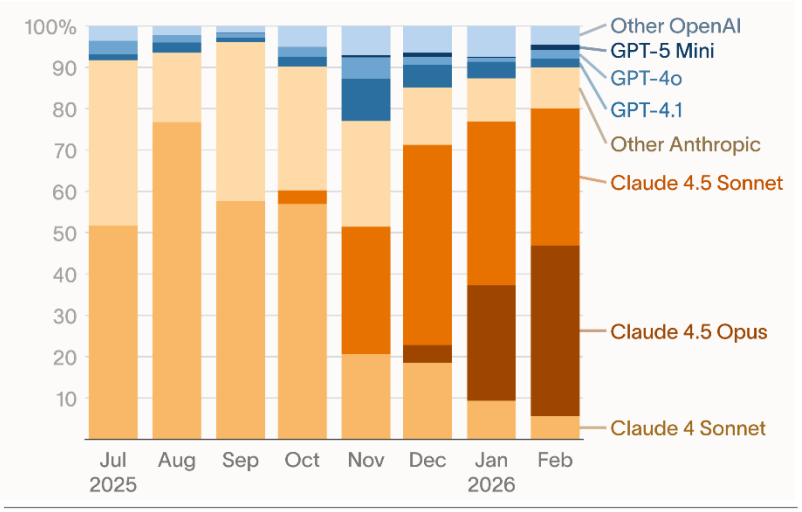
자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

치열한 B2B 경쟁 | 앤스로픽의 우위를 따라잡아라

AI 코딩은 앤스로픽이 상당한 존재감을 보이던 분야. 특히 Opus 4.5 발표 이후 품질과 생산성 개선

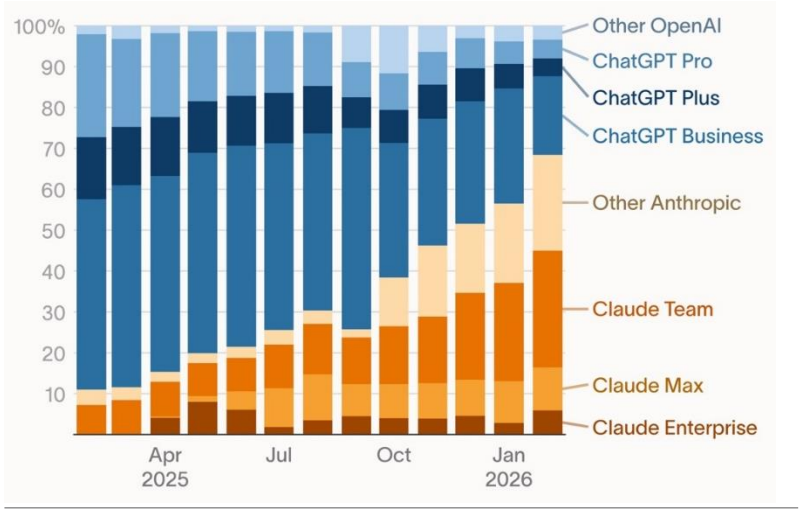
- 앤스로픽 Claude Code ARR은 11월 10억 달러 → 12월 12.4억 달러 → 2월 중순 25억 달러로 고성장세
- '25년 앤스로픽의 엔터프라이즈 LLM 점유율 40%, 코딩 시장 점유율 54% 추정. 최근 추세를 보면 점유율 추가 상승 기대
- 오픈AI의 최근 방향성은 앤스로픽을 견제하며, 소프트웨어 엔지니어링 기반으로 적용 영역 확대 시도. 일부 성과 확인
- 오픈AI Codex 주간 활성 사용자 200만 명 수준(연초 대비 4배). 2/27일 160만 명(연초 대비 3배)에서 추가 상승(+25% WoW)

미국 비즈니스 내 API 지출 점유율 추이 (앤스로픽 vs 오픈AI)



자료: RAMP, 삼성증권

미국 비즈니스 내 AI 챗봇 구독 점유율 추이(앤스로픽 vs 오픈AI)



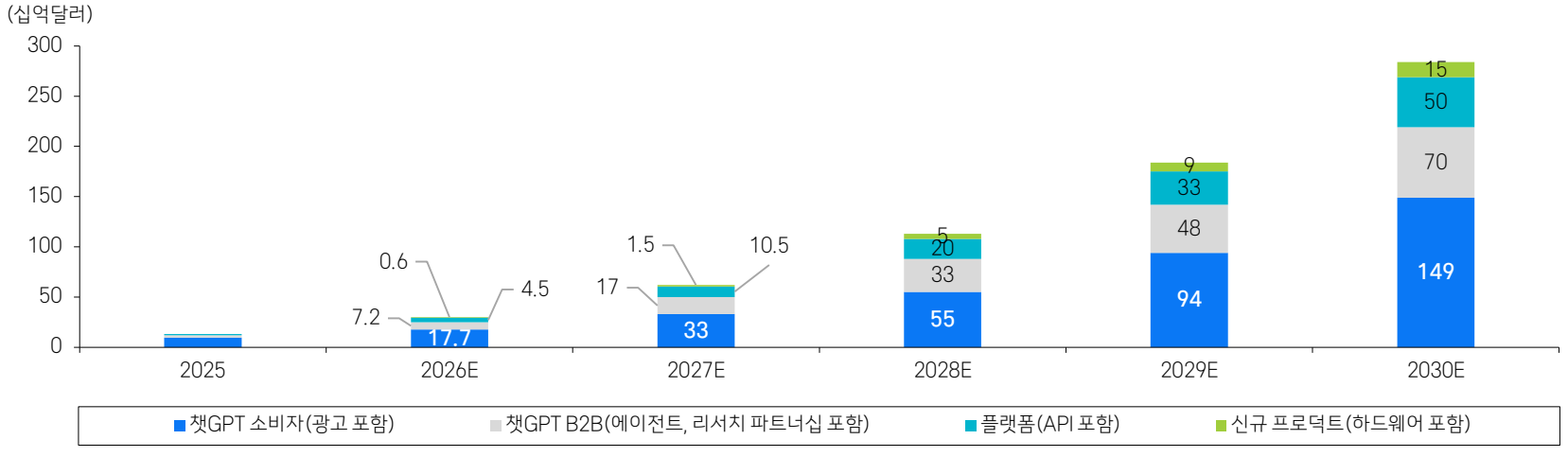
자료: RAMP, 삼성증권

오픈AI의 부문별 매출 전망 | B2B와 B2C, 두 마리 토끼를 잡아라

생성 AI 산업 선두를 차지했던 오픈AI에게 주어진 과제 → B2B와 B2C 동반 공략 + 광고, 쇼핑, 하드웨어의 성공적 런칭

- ▶B2C 분야에서 구글 Gemini 성능 개선 이후 경쟁 심화 및 점유율 잠식 지속 → 무료 및 저가 플랜 유저 대상 선제적 광고 테스팅 시작
- ▶B2B 분야에서 앤스로픽의 존재감 상승 → 오픈AI는 Codex로 Claude Code에 대응 + 추론과 코딩을 결합한 GPT-5.4 발표
- ▶챗GPT 소비자(광고 포함) 매출 비중은 '25년 73% → '30년 53% 하락 전망. 신규 프로덕트 비중은 '30년 10%까지 상승 전망

오픈AI의 부문별 매출 전망



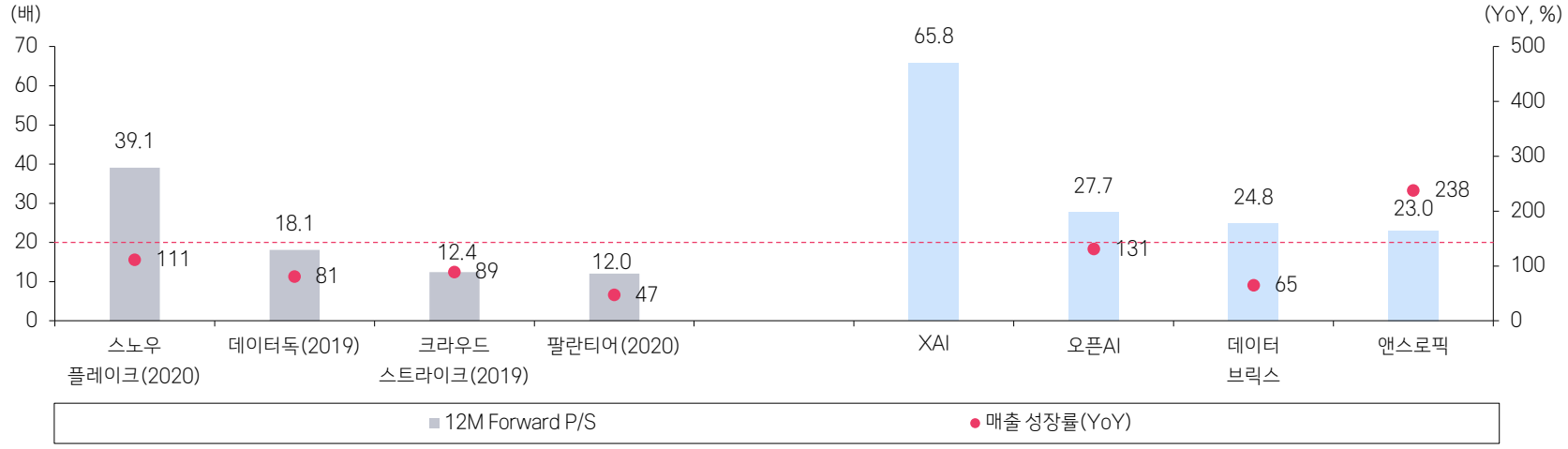
자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

IPO는 타이밍의 싸움 | 공모 시장의 자금을 선점하라

오픈AI와 앤스로픽의 IPO 가속화 전망. 기존 '27년에서 '26년 4분기까지 언급. 공모 시장 자금을 선점하기 위한 타이밍 싸움 구도

- **대규모 적자 + 매출 고성장 조합의 소프트웨어 기업과 비교하면 오픈AI와 앤스로픽 밸류에이션 부담은 크지 않은 수준**
- **다만 적자는 소프트웨어 기업 대비 막대한 수준. 실제 상장 시점에서 기업 가치와 매출 추가 상승에 따른 멀티플 하락 가능성도 존재**

과거 순이익은 적자이나 높은 성장성을 인정받고 상장한 소프트웨어 기업의 상장 시점 평균 12M FWD P/S 20.4배, 평균 매출 성장률 82%



참고: 괄호 안 숫자는 상장 연도
자료: Factset, 언론 보도 종합, 삼성증권

돌고도는 모델 출시 사이클 | 경쟁은 계속된다

▶ **2월 출시 주요 AI 모델은**
- 오픈AI GPT-5.3-Codex, GPT-5.4
- 구글, Gemini 3.1 Pro, Flash Lite
- 앤스로픽, Opus 4.6, Sonnet 4.6,
- xAI, Grok 4.20(베타)
- 중국 AI 기업의 다양한 모델들

▶ **향후 출시가 기대되는 AI 모델은**
- 구글, Gemini 3.1 Flash
- 딥시크, DeepSeek-V4
- 메타, 신규 모델(Avocado, Mango)

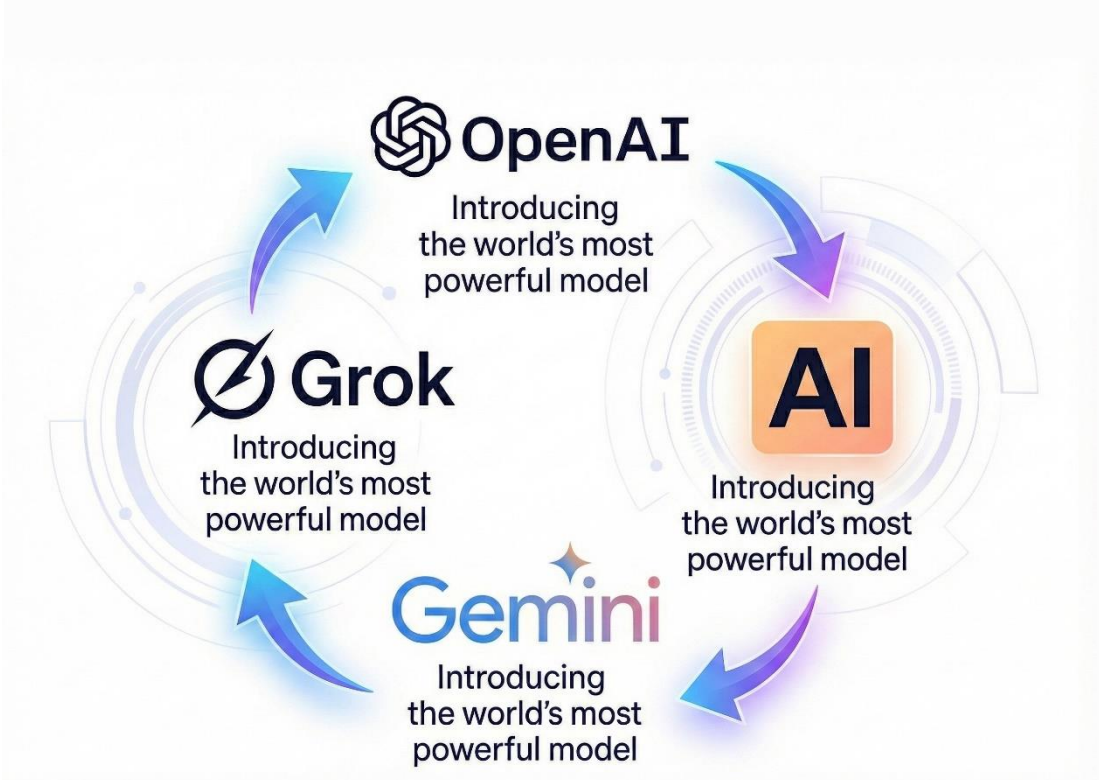
▶ **프론티어 AI 기업의 모델 출시 지속**

▶ **출시 사이클도 급격하게 가속**

▶ **SOTA 자리를 지키는 기간 단축**

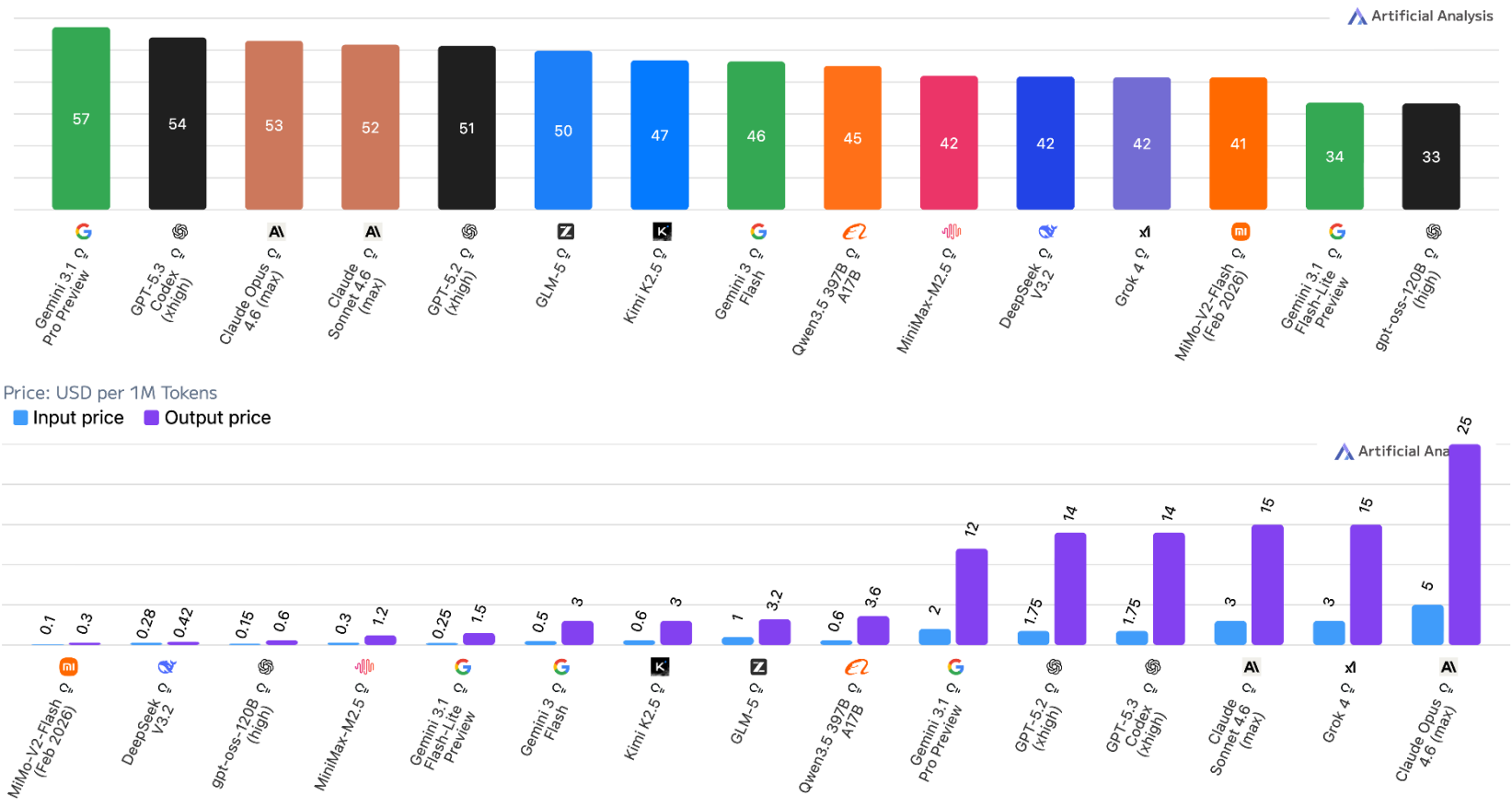
▶ **모델 간 격차도 이전보다 축소**

앞으로도 이어질 오픈AI, 구글, 앤스로픽, xAI의 모델 출시 사이클



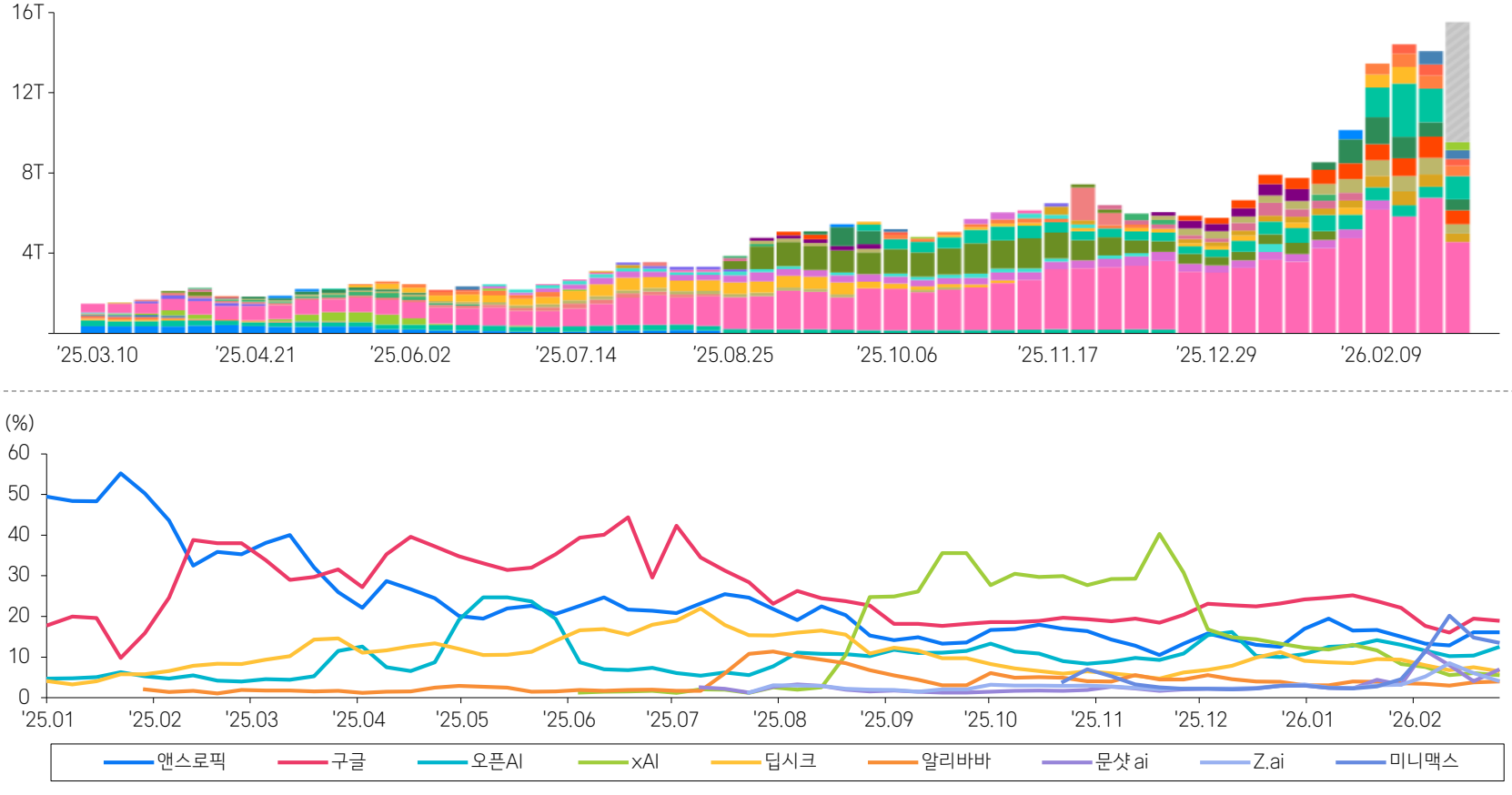
자료: 삼성증권

(참고) Artificial Analysis AI 인덱스 기준 LLM 비교



자료: Artificial Analysis, 삼성증권

(참고) OpenRouter API 호출 트렌드



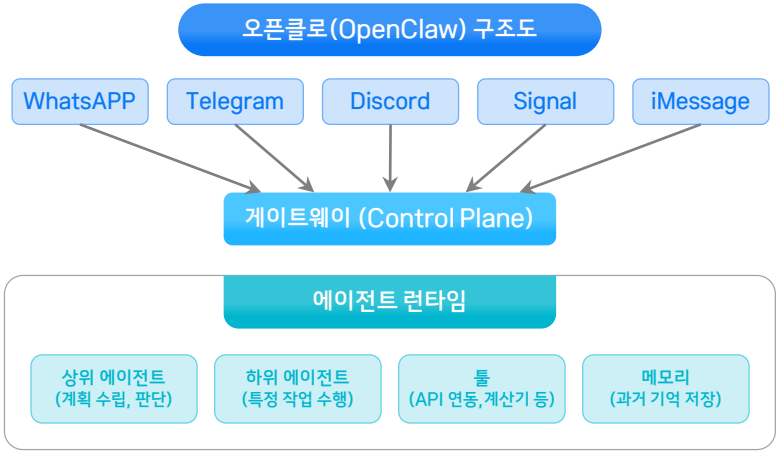
자료: OpenRouter, 삼성증권

AI 발전 테마 ① – 개인용 자율 에이전트 | OpenClaw의 의미

OpenClaw는 유저 컴퓨터 내에서 현실 세계 작업을 직접 수행하는 가상 비서. 자율형 에이전트라는 UX를 각인 시킨 상징적 프로젝트

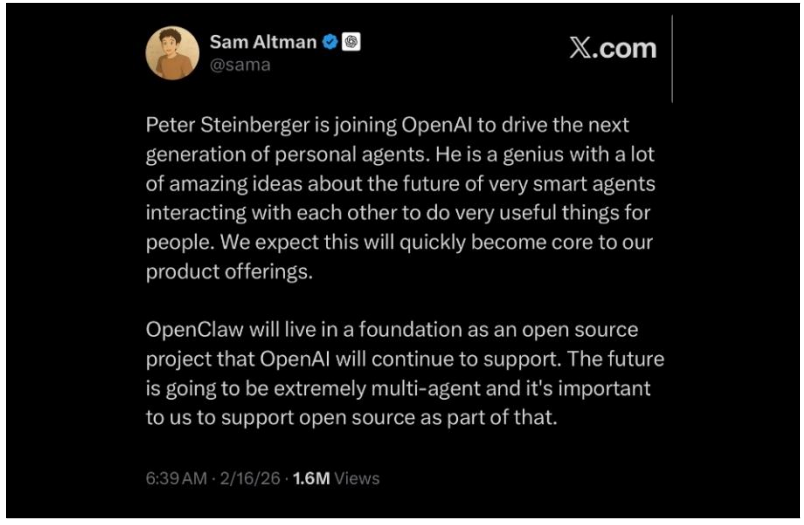
- ▶ 유저는 일반적 메신저 앱을 통해 에이전트와 소통. 에이전트는 이메일 전송, 코드 디버깅, 식당 예약 전화까지 수행
- ▶ 행동하는 AI로 발전 속 OS 자체를 제어하는 에이전트 표준 제시. 몰트북을 통한 멀티 에이전트 사회 실험 vs 보안 및 통제 이슈
- ▶ OpenClaw 창립자 피터 슈타인버거는 오픈AI 합류 발표. Codex 팀에서 에이전트 및 코딩 워크플로우 고도화 참여 예상

OpenClaw 에이전트 구조도



자료: 삼성증권 정리

오픈AI에 합류하는 OpenClaw 창업자 피터 슈타인버거



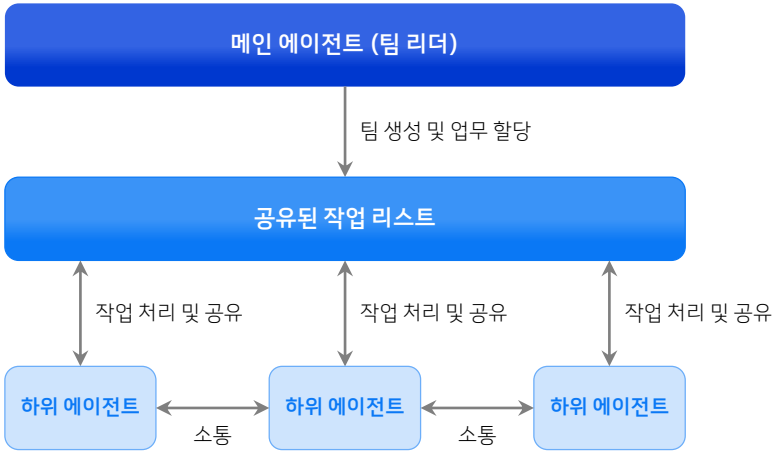
자료: X, 삼성증권

AI 발전 테마 ② – 에이전트 병렬 운영 | 이제는 Team이다

모델 개선에 따라 에이전트 간 병렬 운영 능력 중요. 단일 작업 당 생산성 향상뿐 아니라 전체 프로젝트 리드타임 감축 가능

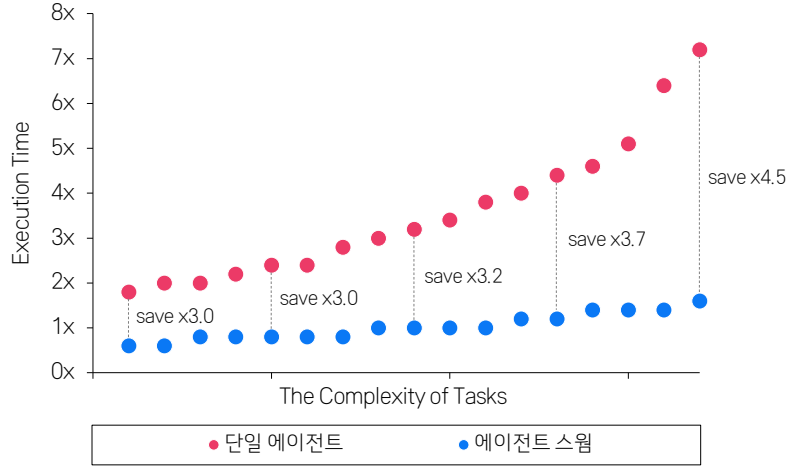
- 앤스로픽은 Claude Code에서 여러 에이전트를 하나의 팀으로 구성해 병렬 및 작업을 수행하는 기능(Agent Teams) 공개
- 오픈AI Codex 앱도 여러 에이전트 동시 실행 및 관리 가능. 개별 에이전트는 작업 병렬 수행. 공유 컨텍스트를 유지한 채 장시간 실행
- 문샷 AI의 Kimi K2.5는 자기지시형 Agent Swarm 패러다임 구현. 최대 100개의 서브 에이전트 자동 생성 및 조율

Claude Code에 구현된 Agent Teams 기능



자료: Anthropic, 삼성증권

Kimi K2.5는 Agent Swarm을 통해 복잡도에 비례해 효율성 개선



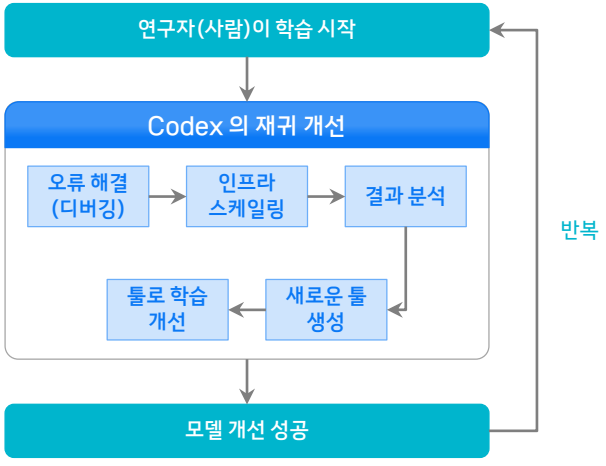
자료: Moonshot AI, 삼성증권

AI 발전 테마 ③ – 재귀 개선의 초기 단계 | AI가 스스로 개선하기 시작

완벽한 재귀 개선(AI가 스스로 성능 개선 지속)은 아니더라도 코딩 능력 발전에 따라 AI를 AI 모델 개선 및 강화에 활용 중

- GPT-5.3-Codex는 자기 자신을 만드는데 핵심적으로 사용된 최초의 모델. 모델 개발 생산성 자체가 지속적으로 가속화
- Codex 팀은 초기 버전을 활용해 학습 런 모니터링, 디버깅, 배포 운영, 테스트 결과 평가 진단 자동화. 대규모 세션 로그 전반 분석 수행
- 앤스로픽도 Claude Code로 Claude Cowork를 비롯한 신규 프로덕트의 코드 전체 작성

오픈AI Codex가 스스로를 개선하는 방식



자료: Toward AI, 삼성증권

재귀적 지능 성장을 언급한 일론 머스크의 Grok 4.20 출시 이후 코멘트

자료: X, 삼성증권

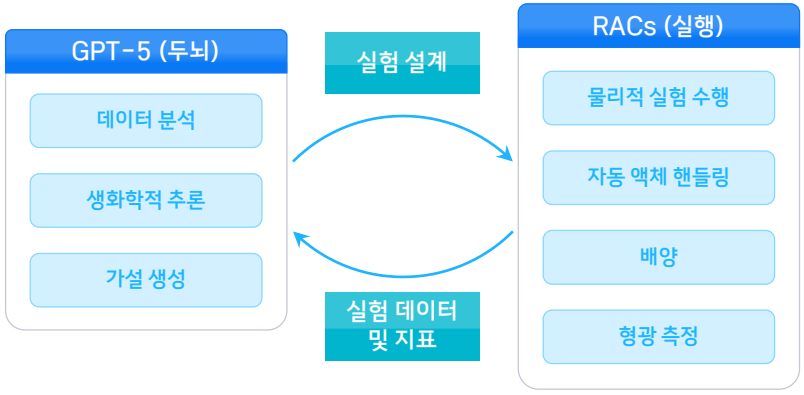
AI 발전 테마 ④ – 순수 과학과 수학 연구 AI | 인류의 미래를 위해

프론티어 AI 기업은 파트너십, 관련 연구 인력 채용, 내부 특화 모델 개선으로 순수 과학 및 수학 분야 내 AI 적용 추구

▶ AI는 노벨상급 연구에 소요되는 시간을 효과적으로 단축. '24년 단백질 구조 예측 및 설계 AI AlphaFold로 노벨 화학상 수상

▶ 당장 체감되는 개선 또는 발견이 없더라도 기존 B2B와 B2C를 넘어서는 새로운 수요 창출의 영역. 향후 관련 업데이트 주목 필요

오픈AI-Ginko Bioworks 협력을 통한 AI Driven Autonomous lab



자료: OpenAI, 삼성증권

오픈AI와 구글의 수학 및 과학 관련 발표

1	오픈AI Prims – 과학 연구 및 논문 작성, 협업 전 과정 워크플로우를 통합하는 과학용 IDE 전략 제품. AI 네이티브 워크스페이스
2	오픈AI 이론 물리학 – GPT-5.2는 글루온 진폭에 대한 새로운 일반 공식 제안, AI는 단순 보조 도구를 넘어 수학적 직관 발휘
3	구글 Isomorphic Labs – 구조 예측을 실제 신약 설계 전 과정으로 확장한 통합 AI 엔진 IsoDDE(Drug Design Engine) 발표
4	구글 Gemini 3 Deep Think 업데이트 – 과학, 연구, 엔지니어링 전반에서 적용을 위해 설계된 특화 추론 모드. 이론을 넘어 실제 적용

자료: 각 사, 삼성증권

PART
02

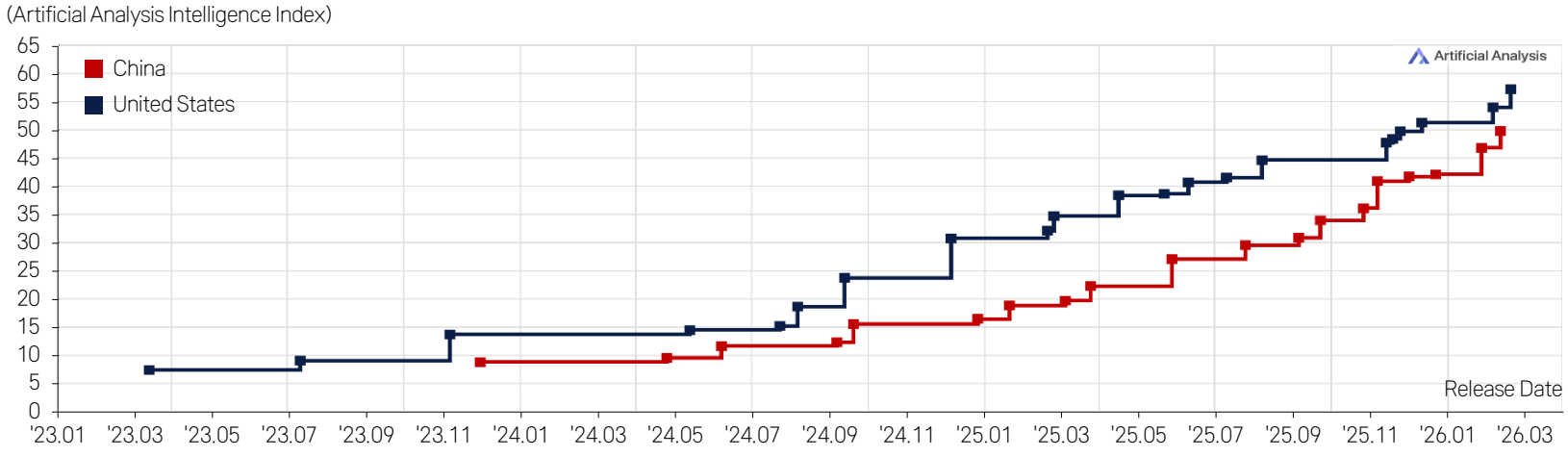
중국 AI의 반격

미국을 추격하는 중국 AI | 끊임없는 모델 업데이트

딥시크 R1이 중국 AI 모델의 존재감을 알렸다면, 이후 빠른 속도의 모델 업데이트를 통해 미국과 격차 축소 노력

- Z.ai(GLM), 미니맥스(MiniMax), 문샷 ai(Kimi) 등 스타트업과 알리바바(Qwen), 바이트댄스(Seed) 등 빅테크의 진보
- 딥시크는 차세대 모델 출시보다 기존 모델의 최적화 및 효율성 강화 시도. 정부의 국산 반도체 활용 지시에 따른 병목 존재 보도
- 물론 혁신적 기술적 돌파구(Breakthrough) 부재가 미국을 역전해 프론티어로 등극할 수 없는 근본적 이유로 거론되는 상황

미국과 중국 간 AI 모델 격차 트렌드



자료: Artificial Analysis, 삼성증권

중국이 자랑하는 최신 모델들 | 스타트업부터 빅테크까지

▶ GLM-5(Z.ai) 〉 Kimi-K2.5(문샷 ai) 〉 Qwen 3.5(알리바바) 〉 MiniMax-M2.5(미니맥스) 〉 Mimo-V2-Flash(샤오미)

▶ 딥시크 V4 출시 루머 대두. 양회 일정에 맞춰 멀티모달 모델 출시 전망 보도. 미국 기업 대신 화웨이, 캠브리콘과 최적화 관련 협력

중국 프론티어 AI 모델의 주요 특징

Z.ai GLM-5	복잡한 시스템 엔지니어링과 장기 에이전트 과제를 목표로 설계. 단순 코딩, 대화 중심을 넘어 장기 계획, 운영 의사 결정형 에이전트에 초점. DSA 통합 및 비동기 강화학습 인프라 Slime 적용
문샷 ai Kimi-K2.5	K2 기반으로 15조 개의 시각, 텍스트 혼합 토큰 추가 사전학습 진행. 멀티모달 성능 대폭 확장 자기 지시형 Agent Swarm 패러다임 구현. 최대 100개 서브 에이전트 기반 실행 시간 4.5배 단축
알리바바 Qwen-3.5	프론티어 모델 Qwen3.5-398B-A17B 발표. 이후에 Medium 및 Small 모델 시리즈도 공개 Gated Delta Networks 기반 선형 어텐션 + 고희소 MoE 결합 하이브리드 아키텍처
미니맥스 MiniMax-M2.5	실무 환경 데이터로 강화학습 진행. 코딩, 에이전트 도구 활용 및 검색, 사무 작업에서 높은 성능 에이전트 기반 RL을 위한 자체 개발 프레임워크 Forge로 학습 속도 40배. Minimax Agent 배포

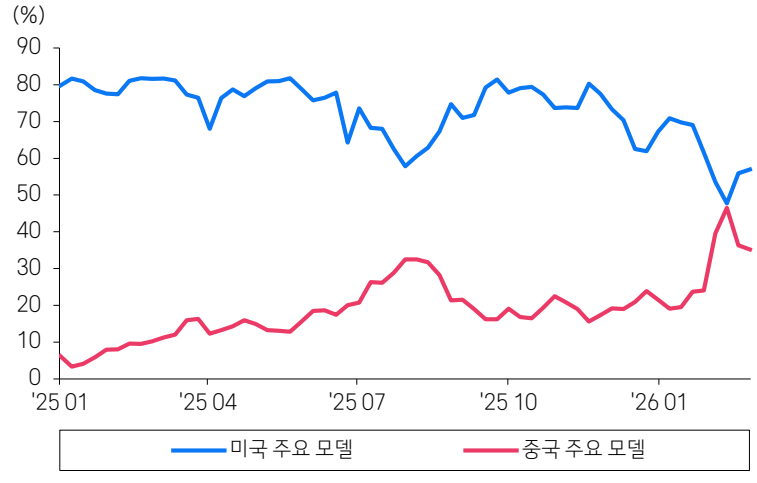
자료: 삼성증권 정리

API 호출 순위에 생기는 균열? | OpenClaw 효과

OpenRouter API 호출 트렌드에서 확인되는 중국 모델의 성장. 2월 중순에는 미국과 유사한 점유율 수준까지 상승

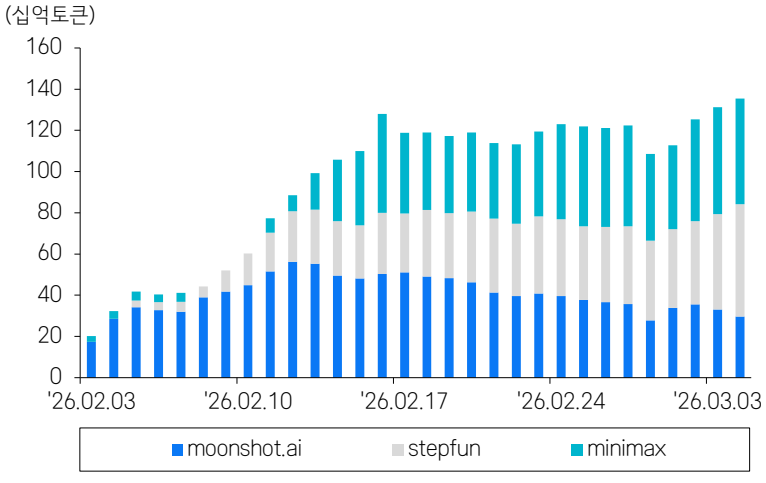
- ▶특히 OpenClaw를 적극적으로 지원하는 전략을 펼친 모델들의 토큰량 급성장. 전체 기준으로도 상위권 등극
- ▶중국 AI 모델의 특징인 높은 가성비와 효율성이 다단계 추론 작업이 필요한 에이전트 적용에서 강점으로 작용. 성능도 부족하지 않음
- ▶적극적인 OpenClaw 기반 서비스 공개(Kimi Claw, MaxClaw, AutoClaw, WorkBuddy 등). AI 에이전트 서비스 경쟁 본격화

미국과 중국 주요 모델의 오픈라우터 API 점유율



자료: OpenRouter, 삼성증권

OpenClaw를 통한 중국 AI 모델의 일간 토큰량 추이



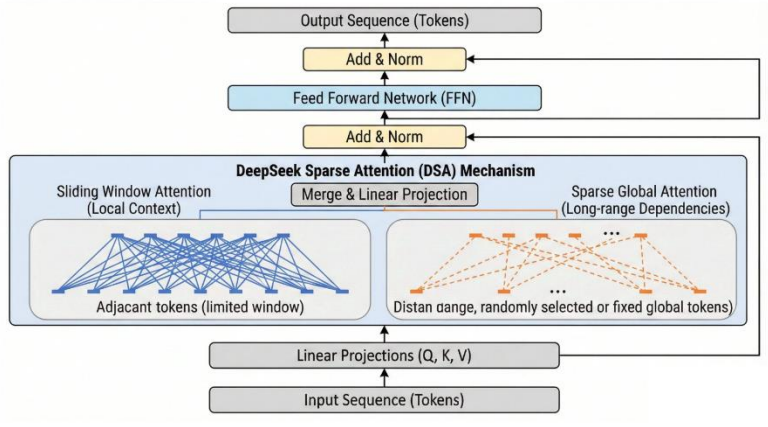
자료: OpenRouter, 삼성증권

기술적 개선을 공유하며 동반 성장 | 오픈소스의 강점

중국 AI 모델은 오픈소스를 지향하며 기술 보고서(Technical Report) 공개. 상호 간 연구 성과가 충분히 공유될 수 있는 상황

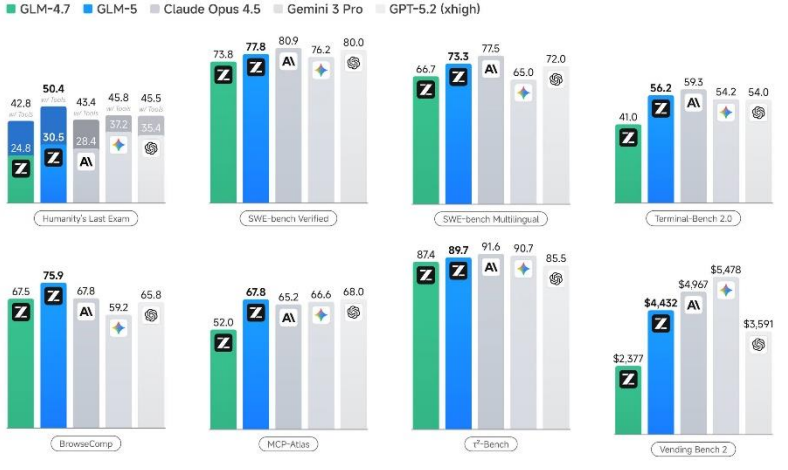
- ▶직접적으로 협업을 하는 것은 아니지만, 학습 및 추론 측면의 효율성을 추구하는 다양한 방법론이 발표
- ▶DeepSeek-V3.2 성능 개선에는 DSA, 확장형 강화학습 프레임워크, 대규모 에이전트 작업 합성 파이프라인 적용
- ▶DSA는 연산 복잡도를 줄이는 동시에 성능을 유지하는 효율적 어텐션 매커니즘. 장기 컨텍스트 처리에 최적화. Z.ai GLM-5에 차용

딥시크의 DeepSeek Sparse Attention 구조도



자료: DeepSeek, 삼성증권

딥시크 DSA를 채택한 Z.ai의 GLM-5



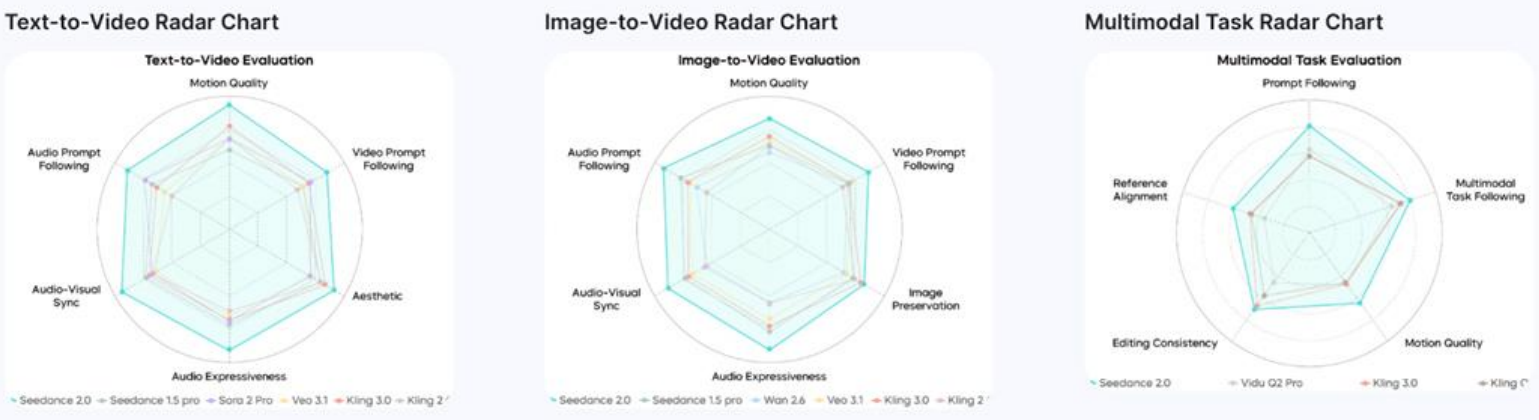
자료: Z.ai, 삼성증권

영상 생성 AI | Seedance 2.0 모먼트

영상 생성 분야에서는 바이트댄스 Seedance 2.0이 고 퀄리티 영상 생성을 지원하며 큰 주목

- ▶CapCut, Doubao 등 내부 서비스에 적용되어 중국 유저 대상으로 제공. 저작권 이슈로 정식 출시는 연기(기존 2/24일 출시 계획)
- ▶할리우드(미국영화협회, 디즈니, 파라마운트)와 일본 정부 문제 제기. 저작권 및 초상권 무단 사용 방지를 위한 보호 장치 강화 코멘트
- ▶콘텐츠 생성 분야는 막대한 데이터에 대한 접근과 플랫폼 연결 피드백 루프를 통해 중국 AI 모델이 우위를 보이던 분야

바이트댄스 Seedance 2.0와 영상 AI 모델 비교



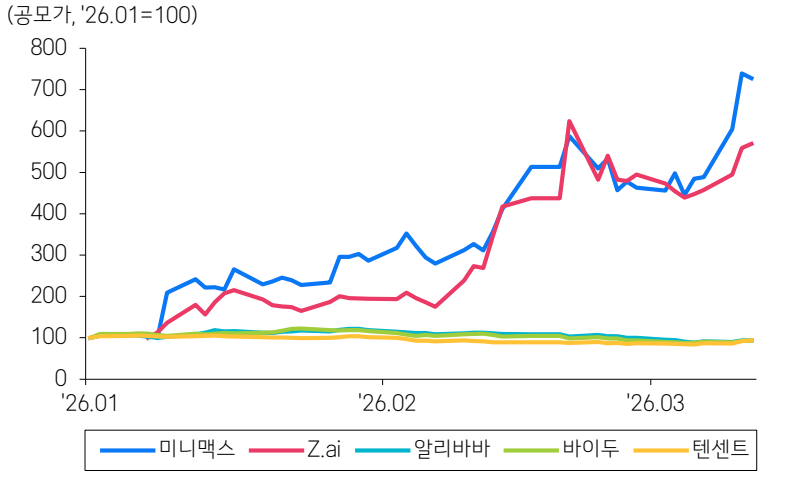
자료: Bytedance Seed, 삼성증권

AI 스타트업의 홍콩 상장 | 수익화에 대한 걱정은 접어두고

홍콩 상장 AI 기업의 주가 흐름에서 보여지는 특징은 네이티브 AI 기업의 상승 vs 빅테크 기업의 부진

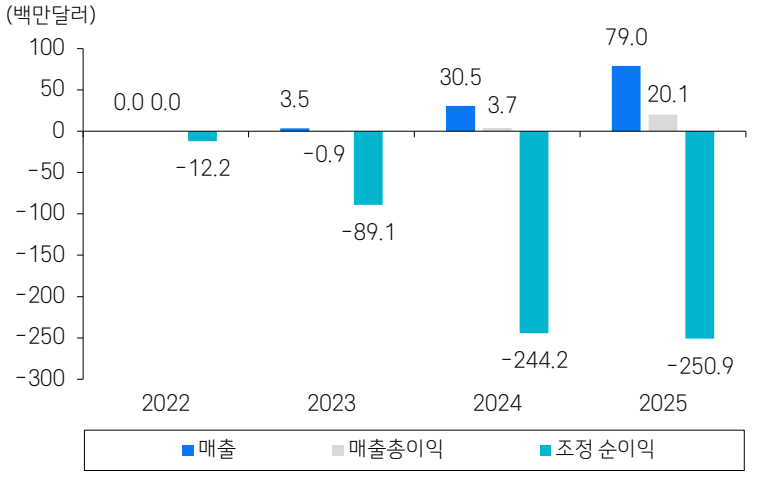
- ▶미니맥스와 Z.ai(=Knowledge Atlas)는 1월 초 상장. 주식 시장에서 네이티브 AI 모델 개발사에 대한 직접적인 투자 옵션
- ▶적자를 기록하고 있지만, 수익화 우려 속 앱 생태계 경쟁이 심화되고 있는 빅테크와 비교되며 차별화되는 주가 흐름
- ▶Z.ai는 언어 모델 GLM 시리즈 선두 지위 강화를 통한 B2B 전략 vs 미니맥스는 영상 생성(Hailuo) 포함 멀티 모달 기반 B2C 전략

미니맥스, Z.ai와 빅테크 주가



자료: Factset, 삼성증권

미니맥스의 주요 재무 데이터



자료: MiniMax, 삼성증권

모델을 넘어 앱 생태계 경쟁으로 | 전략적 우선 순위는 어디에

단순한 모델 성능 경쟁을 넘어 앱 생태계 확장과 유저 확보 경쟁. 주요 플랫폼 기업들의 공격적 춘절 마케팅

- 알리바바는 Qwen 앱 개편을 통해 기존 AI 챗봇의 단순 질문과 응답을 넘어 대화형 인터페이스 안에서 작업 및 행동 수행 설계
- Taobao(쇼핑), Alipay(결제), Fliggy(여행), Amap(지도) 등 핵심 서비스와 통합되어 일상적 작업 수행 → 에이전틱 AI 경쟁력 강화
- Qwen 앱 DAU는 7,352만 명으로 1위 바이트댄스 Doubao7,871만과 격차 축소. 텐센트 Yuanbao 대비 4배 수준
- 다만 전략적 우선 순위 재조정 속 Qwen 팀 주요 연구진 이탈 발표. 오픈소스 유지와 투자 강화 및 인재 채용 의지로 내부 단속

알리바바 Qwen 앱 업데이트

자료: Alibaba Qwen, 삼성증권

Qwen 팀 주요 인력 이탈

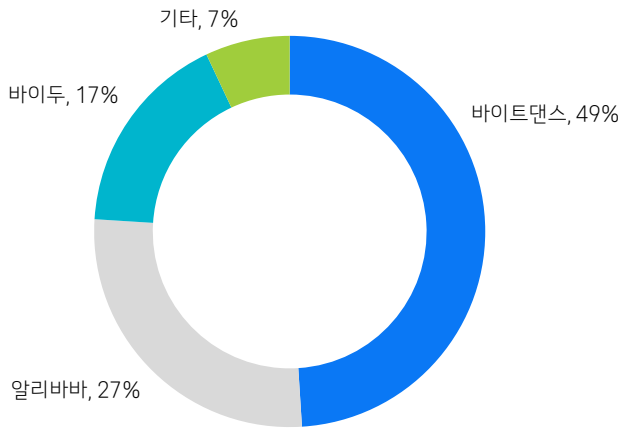
자료: X, 삼성증권

숨은 강자는 바로 바이트댄스 | Volcano Engine와 Doubao 효과

앱 유저 1위 + MaaS 점유율 1위 + 멀티 모달 분야 선두 지위. 범용 클라우드가 아닌 AI, 데이터, 추천 시스템 중심 클라우드 플랫폼

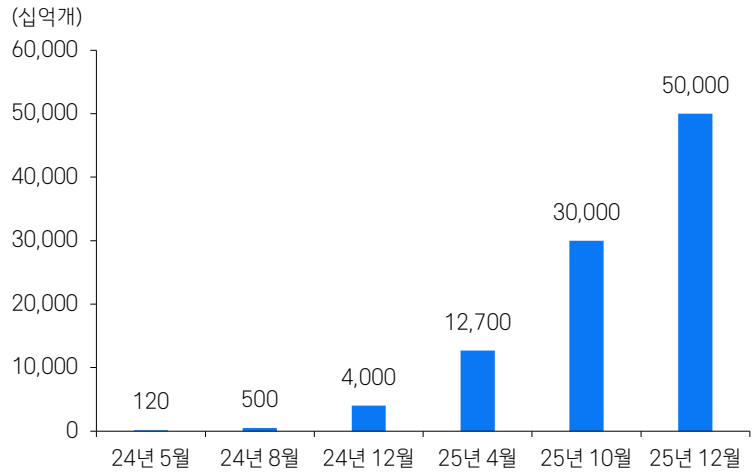
- ▶기업용 클라우드 및 AI 플랫폼 Volcano Engine을 통해 MaaS(Model as a Service) 분야에서 압도적 점유율 차지
- ▶Volcano Engine 성공에는 선제적 딥시크 모델 탑재, 높은 가성비, 강력한 생태계 구성 요소, Coze AI 에이전트 플랫폼 등이 조합
- ▶'26년 CapEx 계획은 1,600억 위안(=230억 달러) '25년 1,000억 위안 투자. 알리바바와 텐센트를 상회하는 수준

중국 내 LLM 토큰 소비량 점유율



참고. MaaS 플랫폼 기준. '25년 상반기
자료: IDC, 삼성증권

바이트댄스 Doubao LLM 일간 토큰 소비량



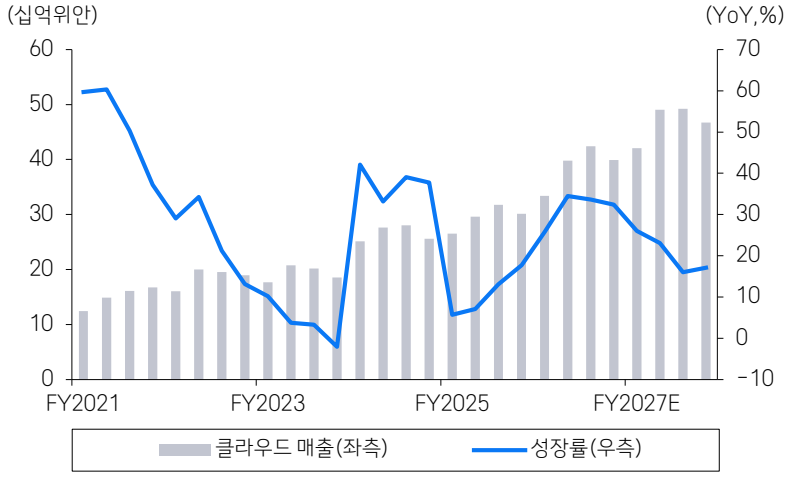
자료: Bytedance, 삼성증권

반도체 규제가 없었다면? | H200 수출 규제는 여전히 진행형

미국의 H200 수출 규제는 여전히 진행형. 양 국 정부 간 긴장 속 협상의 진전과 후퇴도 반복. 기업들은 지켜보고 있는 상황

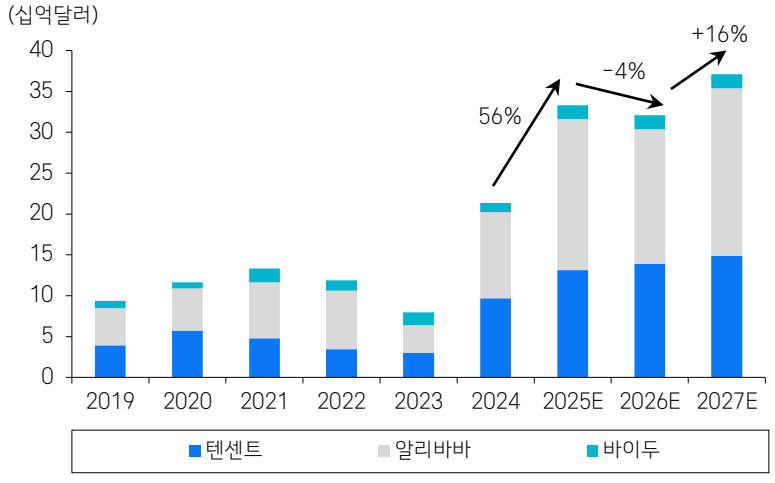
- 1월 중국 정부의 바이트댄스, 알리바바, 텐센트, 딥시크에 대한 H200 구매 허가 보도가 있었으나, 규제 조건 부과에서 추가 진전 부재
- 미국 정부는 중국 고객 한 곳 당 7만 5,000개의 상한선 검토 보도. 중국 AI 성장 견제와 중국 내부 반도체 국산화 의지 간 복잡한 관계
- 중국 빅테크 기업들의 구매 대기 수요 존재. 지난 3Q 실적에서 CapEx가 QoQ로 감소한 것에도 반도체 수출 규제 영향

알리바바 Cloud Intelligence 사업부 매출 전망



자료: Factset, 삼성증권

차이나 빅테크 CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

PART
03

소프트웨어의 종말론 vs 진화론

AI의 발전이 불러온 급격한 소프트웨어 섹터 부진

▶ 반도체 섹터와의 괴리는 확대

- '25년 10월 이후 반도체 섹터 랠리와 반대로 소프트웨어 섹터 흐름 부진
- '25년 말 → AI 버블론 대두 속 섹터 조정 + SaaS 기업 부진 지속
- '26년 1월 말 → AI 산업 발전(AI 코딩 및 에이전틱 AI)에 따른 소프트웨어 대체 우려 추가 확대
- 다만 AI 시대에 개별 기업의 세부적 포지셔닝에 대한 고려 없는 무차별적 하락 발생
- 멀티플의 디레이팅 영향 판단

주가 추이. SOX vs IGV vs NASDAQ

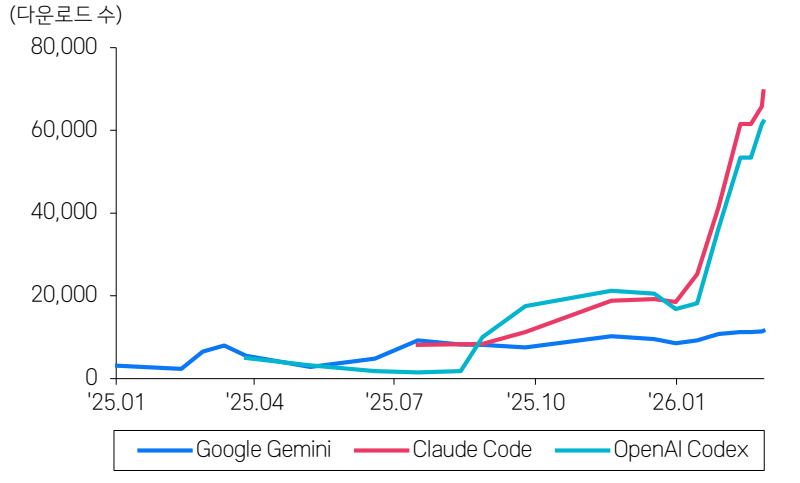
자료: Factset, 삼성증권

시작은 AI 코딩의 발전 | AI의 파급력은 더욱 커져간다

AI 코딩 발전 속 프론티어 AI 기업이 제공하는 코딩 IDE에 대한 접근 확대. 모델 성능 개선에 따라 수행할 수 있는 작업 길이도 확장

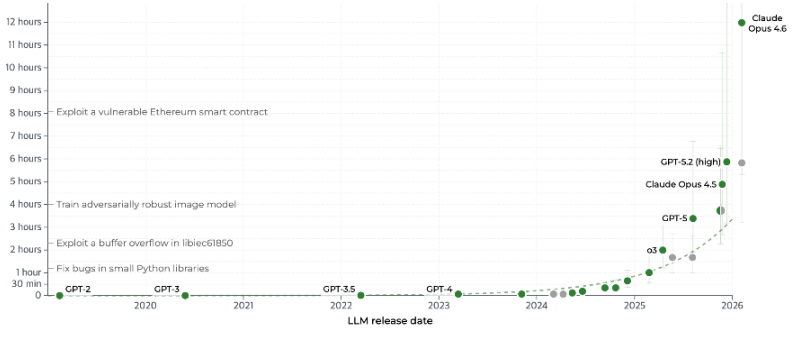
- VS Code 내 코딩 툴 설치 추이 급증에서 확인되는 엔지니어링 분야 침투. 앤스로픽 Claude Code와 오픈AI Codex 성장 지속
- 앤스로픽의 Cladue Opus 4.6이 50% 확률로 수행할 수 있는 소프트웨어 엔지니어링 작업 길이는 12시간 이상(METR)
- 맥락을 기억하며 장기간의 작업을 수행하는 능력의 확대는 소프트웨어 엔지니어링을 넘어 적용 가능 영역 확대의 기반

VS Code 내 코딩 툴 설치 추이



참고: 다운로드 횟수는 일일 기준이 아닌 30일 이동 평균 기준
자료: Bloomberry, 삼성증권

프론티어 AI 모델이 수행할 수 있는 작업의 길이 상승 지속



자료: METR, 삼성증권

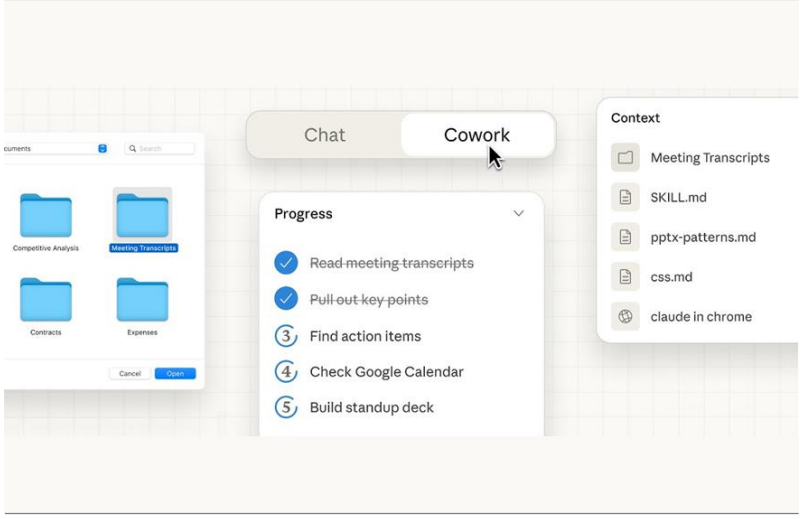
AI의 작업 영역 확대 | 모든 것을 파괴한다?

AI 발 파괴 우려는 소프트웨어를 넘어 법률, 컨설팅, 금융, 부동산 등 광범위한 업종으로 확산. 관련 기업 주가 하락

▶ AI를 활용한 효율성 달성 가능성이 역으로 극단적인 잠식 우려로 연결. 상상력의 영역이지만 부정적인 방향으로 작동

▶ 앤스로픽은 Cowork 발표 이후 Plugin 추가를 통한 다양한 영역의 업무 적용 목표. B2B 시장 전반을 타깃. 연동 커넥터 확대 지속

Claude Cowork가 처리할 수 있는 작업



자료: Anthropic, 삼성증권

앤스로픽 Cowork Plugin이 타깃하는 다양한 영역

구분	세부 내용	연동 커넥터
생산성	작업 관리·일정·일상 워크플로우·개인 컨텍스트를 통합 관리	Slack, Notion 등
세일즈	잠재 고객 리서치, 미팅 준비, 파이프라인 점검,경쟁사 비교 자료 작성 지원	Hubspot, MS365 등
제품관리	제품 명세 작성, 로드맵 기획, 사용자 리서치 통합, 이해관계자 업데이트, 경쟁 환경 추적	Monday, Figma 등
마케팅	콘텐츠 작성, 캠페인 기획, 브랜드 톤 유지, 경쟁사 브리핑, 채널별 성과 분석	Slack, Canva 등
법률	계약 검토, NDA 분류, 컴플라이언스 대응, 리스크 평가, 회의 준비, 템플릿 기반 답변 작성	Slack, MS365 등
재무	분개 준비, 계정 조정, 재무제표 생성, 변동 분석, 결산 관리, 감사 대응 지원	Snowflake, Slack 등

자료: Anthropic, 삼성증권

지식 노동 분야까지 넘보는 중 | 안전지대는 없다

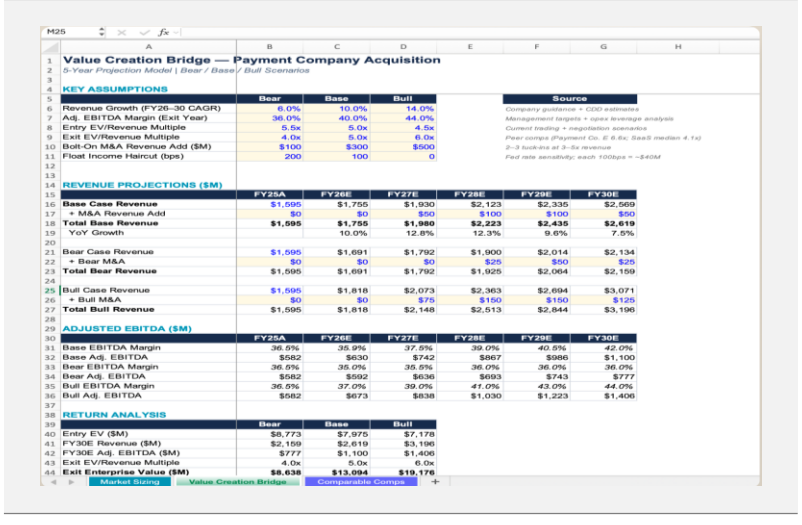
지식 노동 분야의 파급 지속. 향후 벤치마크의 우선 순위는 언어 능력 → 코딩 능력 → 지식 노동 과제 수행 능력

▶특히 금융 산업의 변화 가능성 상승. 앤스로픽과 오픈AI는 신규 모델 발표와 함께 Finance 산업 적용을 강조

▶AI 에이전트의 생산성 툴(엑셀 및 파워포인트) 활용 능력 향상으로 업무 퀄리티 상승. 밸류에이션 수행과 PPT 까지 생성

▶골드만삭스는 앤스로픽과 협력해 AI 에이전트를 회계, 컴플라이언스, 고객 온 보딩 등 핵심 백오피스 업무 자동화에 도입

Claude Opus 4.6 기반의 금융 밸류에이션 작업 예시(Claude in Excel)



Value Creation Bridge — Payment Company Acquisition

5-Year Projection Model | Bear / Base / Bull Scenarios

KEY ASSUMPTIONS

	Bear	Base	Bull	Source
Revenue Growth (FY26–30 CAGR)	6.0%	10.0%	14.0%	Company guidance + CDD estimates
Adj. EBITDA Margin (Exit Year)	36.0%	40.0%	44.0%	Management targets + opex leverage analysis
Entry EV/Revenue Multiple	5.5x	5.0x	4.5x	Current trading + negotiation scenarios
Exit EV/Revenue Multiple	4.0x	5.0x	6.0x	Peer comps (Payment Co. E 6.6x; SaaS median 4.1x)
Bolt-On M&A Revenue Add ($M)	$100	$300	$500	2–3 bolt-ins at 3–5x revenue
Float Income Haircut (bps)	200	100	0	Fed rate sensitivity; each 100bps = ~$40M

REVENUE PROJECTIONS ($M)

	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Base Case Revenue	$1,595	$1,755	$1,930	$2,123	$2,335	$2,569
+ M&A Revenue Add	$0	$0	$50	$100	$100	$50
Total Base Revenue	$1,595	$1,755	$1,980	$2,223	$2,435	$2,619
YoY Growth		10.0%	12.8%	12.3%	9.6%	7.5%
Bear Case Revenue	$1,595	$1,691	$1,792	$1,900	$2,014	$2,134
+ Bear M&A	$0	$0	$0	$25	$50	$25
Total Bear Revenue	$1,595	$1,691	$1,792	$1,925	$2,064	$2,159
Bull Case Revenue	$1,595	$1,818	$2,073	$2,363	$2,694	$3,071
+ Bull M&A	$0	$0	$75	$150	$150	$125
Total Bull Revenue	$1,595	$1,818	$2,148	$2,513	$2,844	$3,196

ADJUSTED EBITDA ($M)

	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Base EBITDA Margin	36.5%	35.9%	37.5%	39.0%	40.5%	42.0%
Base Adj. EBITDA	$582	$630	$742	$867	$986	$1,100
Bear EBITDA Margin	36.5%	35.0%	35.5%	36.0%	36.0%	36.0%
Bear Adj. EBITDA	$582	$592	$636	$693	$743	$777
Bull EBITDA Margin	36.5%	37.0%	39.0%	41.0%	43.0%	44.0%
Bull Adj. EBITDA	$582	$673	$838	$1,030	$1,223	$1,406

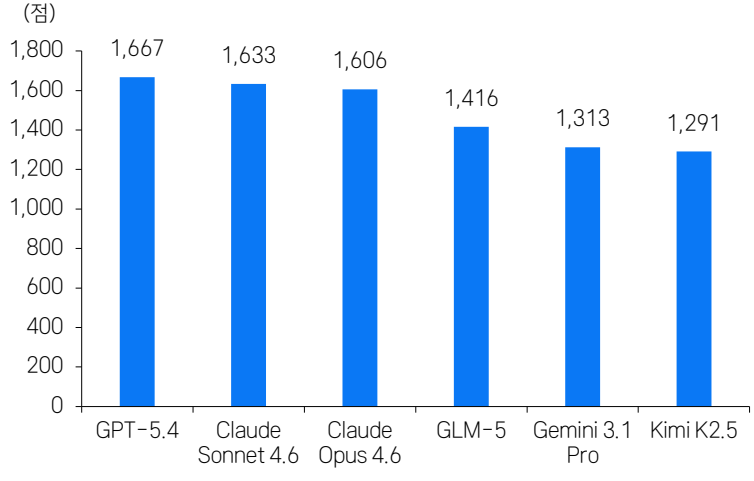
RETURN ANALYSIS

	Bear	Base	Bull
Entry EV ($M)	$8,773	$7,975	$7,178
FY30E Revenue ($M)	$2,159	$2,619	$3,196
FY30E Adj. EBITDA ($M)	$777	$1,100	$1,406
Exit EV/Revenue Multiple	4.0x	5.0x	6.0x
Exit Enterprise Value ($M)	$8,638	$13,094	$19,176

Market Sizing | Value Creation Bridge | Comparable Comps

자료: Anthropic, 삼성증권

모델별 GDPVal-AA 벤치마크 성능 비교



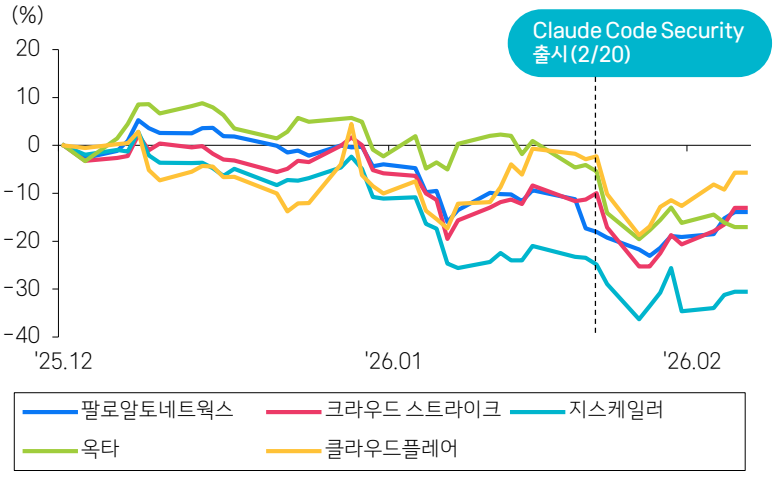
자료: Artificial Analysis, 삼성증권

사이버 보안까지? | Claude Code Security의 폭풍

앤스로픽 Claude Code에 내장된 Claude Code Security 발표 → 상대적으로 강력한 해자가 있다고 믿어졌던 사이버 보안 영향

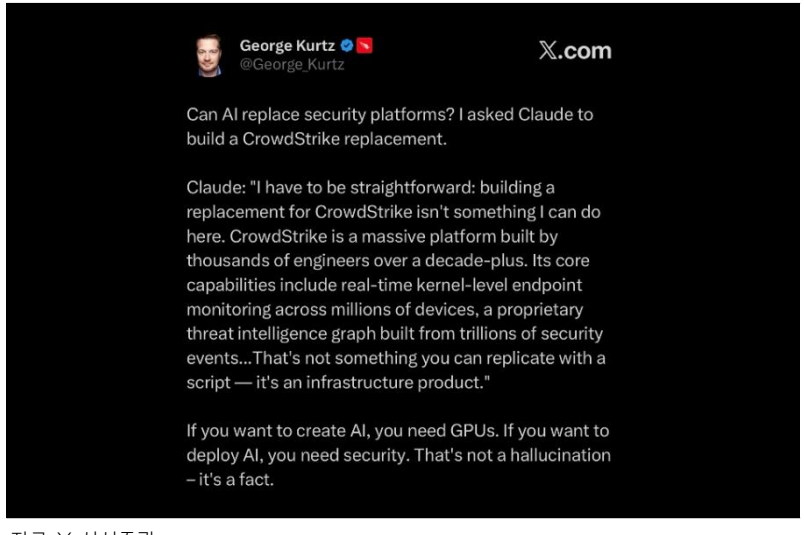
- Code Security는 AI 기반 코드 보안 분석 기능. 코드베이스를 스캔해 보안 취약점을 탐지하고, 검토 가능한 소프트웨어 패치 제안
- 코드 보안은 개발 단계에서의 취약점 탐지 자동화 vs 운영 단계에서 실시간 보안 대응 기능을 제공하는 것과 다른 영역과 난이도
- AI 기반 보안 역량 강화는 이미 사이버 보안 산업 전반에서 진행 중인 흐름. 탐지 및 대응 자동화에 AI를 적극적으로 활용 중
- 보안은 한 번의 실패로도 막대한 피해가 발생하는 영역. AI의 확률론적 특성에 대한 신뢰성 검증과 책임 구조 역시 중요한 변수

Claue Code Security 출시 이후 사이버 보안 기업의 주가 하락



자료: Factset, 삼성증권

개발 단계 보안과 실제 보안 운영 차이점을 강조한 크라우드 스트라이크 CEO



자료: X, 삼성증권

밸류에이션에서 보이는 구조적 변화 | 챗GPT 등장 이후 최저 수준

글로벌 소프트웨어 상위 40개 기업의 12M FWD P/S 밸류에이션은 6.1배 수준

▶AI 코딩 역량의 고도화 및 AI 에이전트의 부상은 이미 '25년 SaaS 기업들의 밸류에이션을 압박해 온 구조적 논점

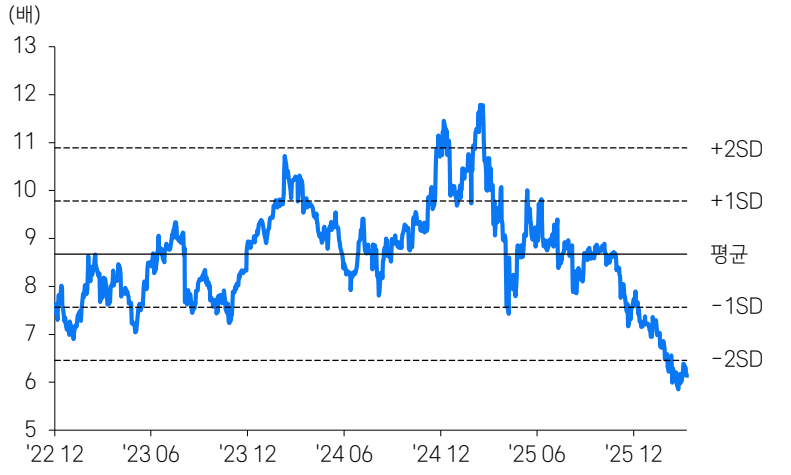
▶AI 기반 생산성 향상에 따른 시트 축소 우려, 하이브리드 매출 구조 전환 과정에서 나타나는 가시적 성과 지연 역시 오래전 제기된 이슈

▶개별 기업 포지셔닝에 대한 고려 없는 급격한 섹터 디레이팅. 다만 AI 발전이 섹터의 하락을 전부 설명하는 것은 아님. 복합적 이유 존재

글로벌 소프트웨어 Top 40 기업의 장기 12M FWD P/S

자료: Factset, 삼성증권

글로벌 소프트웨어 Top 40 기업의 단기 12M FWD P/S



자료: Factset, 삼성증권

SaaS 기업의 반박 | 젠슨 황도 거들어 주는 상황

▶ 소프트웨어 기업은 자사 시스템의 신뢰성, 복잡한 규제 환경 준수 경험 강조. AI 에이전트의 데이터 접근 제한 방안도 언급

▶ 도구로서 소프트웨어의 포지셔닝 강조. 다만 기능적으로 소프트웨어가 할 수 있는 일의 근본적 변화. 레코드가 아닌 컨텍스트의 중요성

AI의 영향에 대해 방어적인 코멘트를 남긴 SaaS 기업

세일즈포스	AI 에이전트의 업무 가치를 측정하기 위한 새로운 지표 Agentic Work Unit(AWU) 공개 많은 기업들이 여전히 SaaS를 사용하고 있고, 에이전트를 서비스로 사용하며 SaaS의 개선 가능
워크데이	AI 에이전트가 워크데이에 저장된 고객 데이터를 활용하는 방식에 불만. 기생충이라 표현 타사 에이전트 사용에 대해 과금할 수 있다는 점은 상당한 업사이드가 될 수 있다는 입장
허브스팟	AI 에이전트가 허브스팟 고객 데이터에 무료로 접근하도록 허용하지 않겠다는 의지 피력 데이터 접근을 모니터링하고 계량화하고 수익화할 것이라는 경영진 발언
젠슨황	AI가 소프트웨어를 대체할 것이라는 공포로 인한 소프트웨어 기업 주가 하락은 비논리적인 생각 AI 에이전트는 로직을 새로 짜는 방식이 아니라 이미 검증된 소프트웨어 도구를 다루는 사용자가 될 것 AI 혁신의 핵심은 도구의 파괴가 아니라 도구의 사용 능력의 비약적 발전

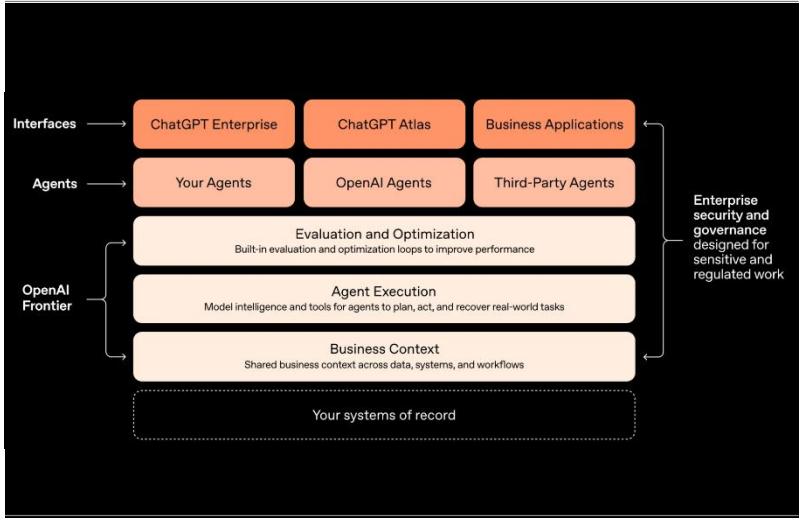
자료: 삼성증권 정리

대체 아니고 협력입니다 | 오케스트레이션 레이어을 노린다

프론티어 AI 기업은 다수의 소프트웨어 기업과 협력을 발표하며 오히려 UI 통합형 오케이스트레이션 레이어로 포지셔닝

- 앤스로픽은 신규 엔터프라이즈 소프트웨어 커넥터와 플러그인 추가(도큐사인, 세일즈포스, 구글 워크스페이스 등)로 협력 강조
- 오픈AI의 엔터프라이즈 에이전틱 AI 플랫폼 Frontier(프론티어)의 구조도 기존 시스템 오브 레코드 위에서 작용하는 것을 전제
- 다만 장기적 통합 UI 전략은 소프트웨어를 단순 데이터 소스로 전락 시킬 가능성. 산업 내 구조적 변화는 빠르게 진행 중
- 완전한 인간(직원) 대체를 위해서는 추가적 워크플로우 충족과 운용성 필요. 프론티어 AI 기업도 이를 채우기 위한 노력

오픈AI의 엔터프라이즈 에이전틱 AI 플랫폼 프론티어 구조도



자료: OpenAI, 삼성증권

앤스로픽 Thinking Engine 구조도(The brief 키노트)

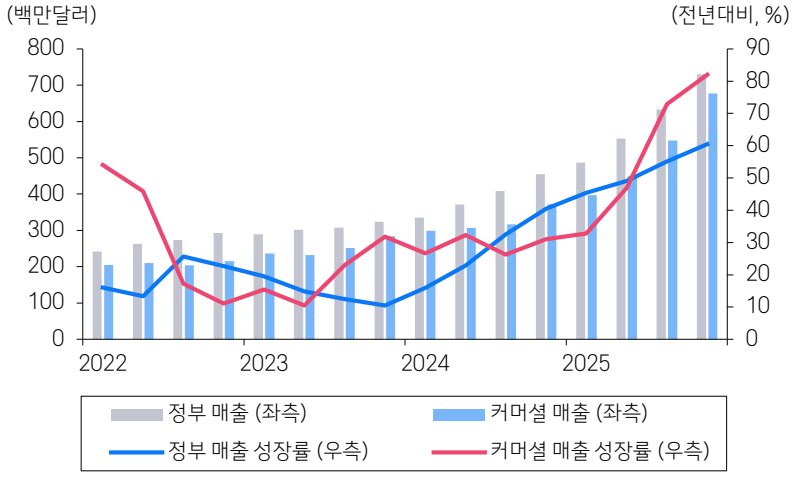
자료: Anthropic, 삼성증권

독보적 성장의 팔란티어 | 하지만 밸류에이션 캡이?

고객 비즈니스에 대한 집단적 이해와 특수성 반영 + 높아진 신뢰도와 입지 + 강력한 영향력과 실행력 = AI 성과를 증명하는 기업

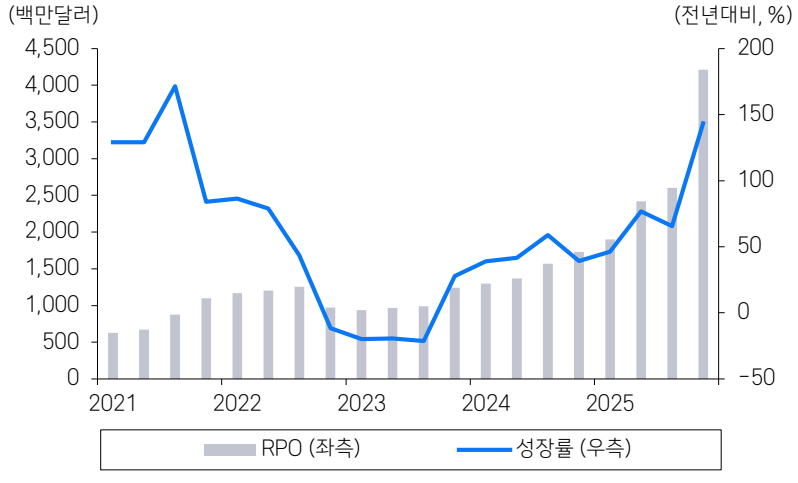
- ▶ 매출 성장률과 이익률 측면에서 최고 수준을 다시 경신한 4Q 실적. 엔터프라이즈 AI 대두 속 미국 내 AI 혁신을 주도
- ▶ AI의 가치 실현을 위해 LLM+워크플로우+소프트웨어 통합 필요. 팔란티어 온톨로지는 고객 가치를 실제 운영 환경에서 실현하는 기반
- ▶ 다만, 앤스로픽의 기업 가치 3,800억 달러가 일종의 상단으로 작용할 가능성. 보유 레이어의 강점 추가 활용을 통한 증명 필요

팔란티어, 정부 및 커머셜 매출 및 성장률



자료: Palantir Technologies, 삼성증권

팔란티어 RPO 추이



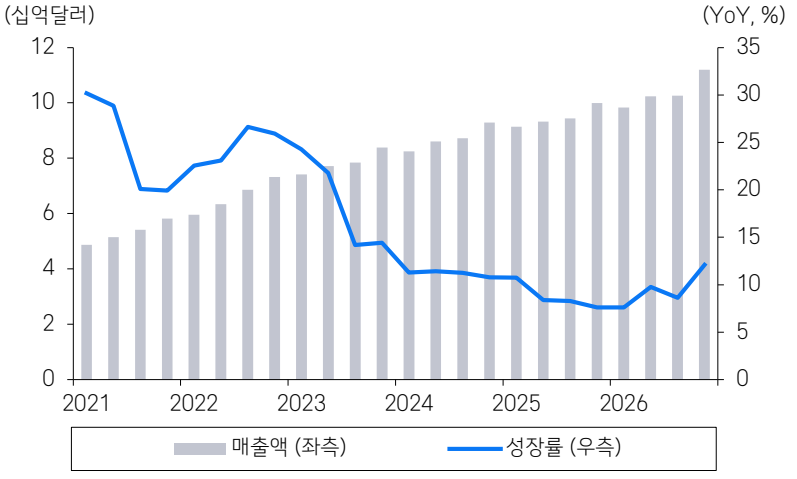
자료: Palantir Technologies, 삼성증권

SaaS에 드리운 먹구름은 여전합니다 | 확인되는 AI 효과는 여전히 미진

SaaS 기업도 적극적으로 에이전틱 AI 기능 도입 중. 그러나 매출로 확인되는 업사이드는 제한적

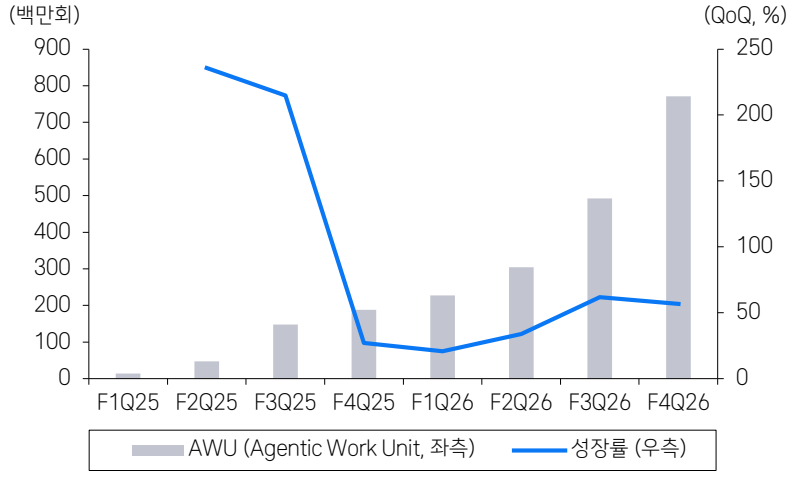
- F4Q26 세일즈포스 Agentforce ARR 8억 달러(+169% YoY). 분기 매출 대비 비중 2% 수준. M&A 효과 제외 유기적 성장 애매
- 에이전틱 작업 성과 지표 AWU(Agentic Work Unit) 제시. 다만 지표는 QoQ 성장세 둔화 트렌드

Agentforce 관련 업사이드는 아직 제한적인 세일즈포스 매출 추이



자료: Salesforce, 삼성증권

세일즈포스가 에이전틱 작업 단위로 제시한 AWU 추이



자료: Salesforce, 삼성증권

그래도 인프라 소프트웨어는...? | 데이터와 보안 등 인프라 영역에 주목

▶ 데이터, 보안, 옵저버빌리티 등 인프라 성격의 소프트웨어 기업은 AI 에이전트 확대 수혜 기대 가능

AI 산업 변화가 인프라 성격의 소프트웨어 기업에게 제공하는 기회

데이터도그	에이전틱 AI 확산에 따라 앱 증가와 개발 속도 증가. 복잡도도 동시에 상승하며 옵저버빌리티 수요 가속 하이퍼스케일러 CapEx 확대도 전체 스택의 복잡도와 스케일 증가의 선행 지표 역할 LLM 성능 개선에 따른 침해 우려 관련해 컨텍스트 조립 능력과 실시간 선제 탐지 및 해결 능력 강조
클라우드플레어	앱, 트래픽 폭증과 에이전트 보안 실행 수요는 Workers , Zero Trust, App 서비스 수요 확대로 연결 에이전틱 워크로드는 전통적 애플리케이션 대비 요청이 10배 수준으로 많은 상황 에이전트가 실행되는 플랫폼이자 통과하는 네트워크 역할을 동시에 수행 중
스노우플레이크	AI 에이전트 대두 시 엔터프라이즈 데이터, 거버넌스, 보안 실행, 모델 선택권 등의 가치 상승 데이터 분석 플랫폼에서 나아가 AI 네이티브 애플리케이션과 워크플로우 플랫폼으로 포지셔닝 멀티 모델 지원과 함께 여러 레이어에서 상호 운용성을 제공하며, 데이터 통합을 통한 해자 구축
크라우드 스트라이크	IP를 바탕으로 미션 크리티컬하고 신뢰받는 인프라 기술을 제공하는 기업의 포지셔닝 강조 AI는 데이터와 엔터프라이즈 아키텍처 우위 속 Falcon 플랫폼에 대한 수요 증가로 연결되며 긍정적 효과 기술 발전은 에이전트 보안 등 신규 기회 창출. AI 스택 전반에 걸친 보안 솔루션 제공

자료: 삼성증권 정리

PART
04

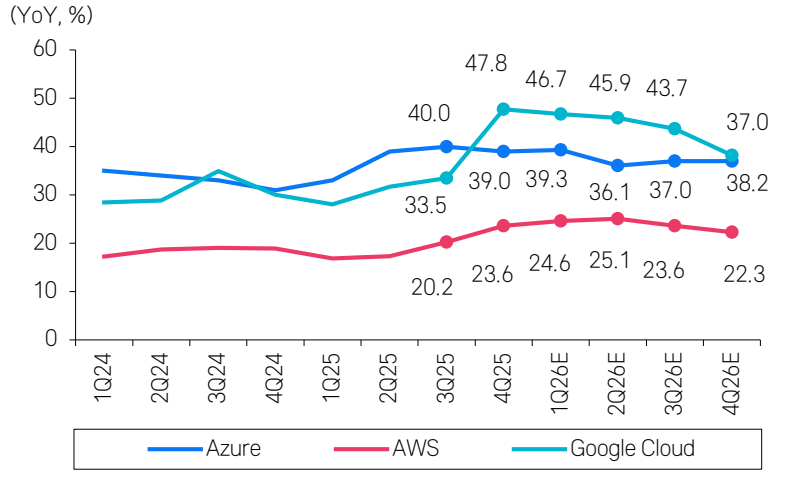
클라우드 인프라, 투자 확대 재확인

빅테크 클라우드 인프라 | 공급을 넘어서는 수요와 투자 의지 재확인

Azure의 성장이 벽에 부딪힌 사이 구글 클라우드는 고성장으로 경쟁력 증명. AWS 성장 업사이드도 여전히 존재

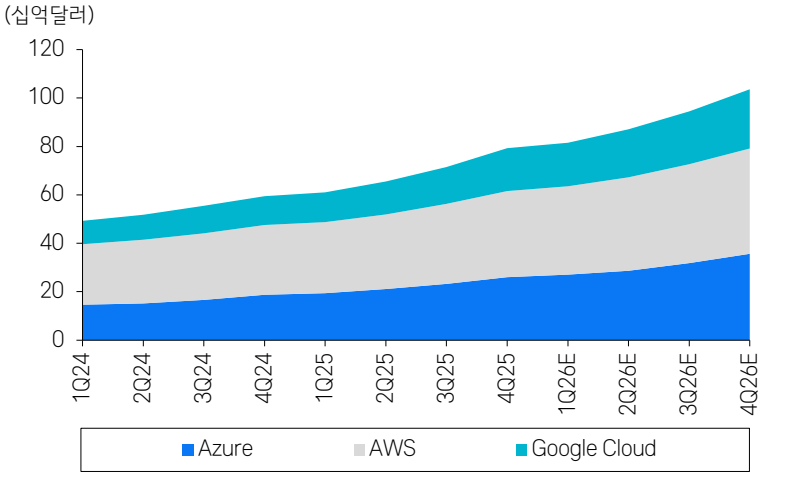
- Azure는 전체 스택 성장을 위한 전략적 GPU 자원 배분. 퍼스트파티 제품 → R&D 및 제품 혁신 → Azure 수요 충족 목적 순 배분
- 구글 클라우드는 고성장을 달성하는 가운데 내부 연구 및 제품 강화 달성. 아마존도 투자 자본과 캐파 대부분을 외부 고객 소비로 활용
- AWS도 1위 사업자 지위를 바탕으로 엔비디아 GPU 캐파 제공 확대 전략. 구글은 TPU와 Gemini 모델 기반의 풀스택 경쟁력 발휘

빅 3 클라우드 인프라 기업의 클라우드 매출 성장률 전망(YoY)



참고: CY 기준
자료: Factset 삼성증권

빅3 클라우드 인프라 기업의 클라우드 매출 합산 전망



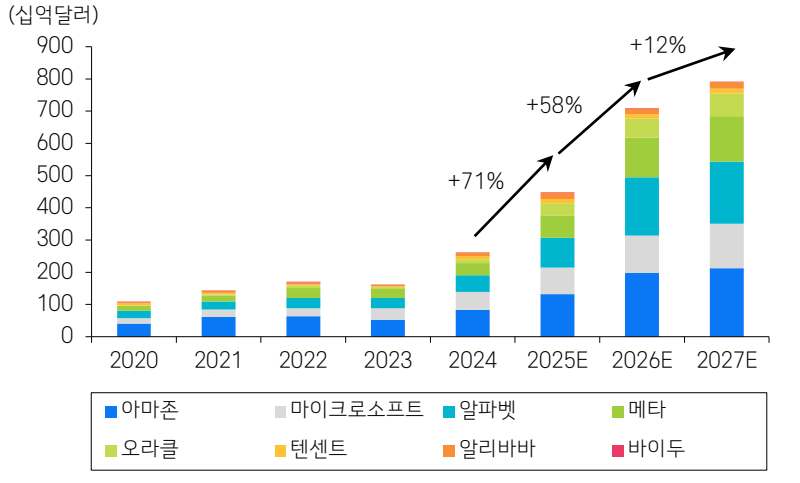
참고: CY 기준
자료: Factset, 삼성증권

하이퍼스케일러의 CapEx 전망치 | 캐파 가동에 빠른 수익화도 확인

막대한 AI 수요와 이에 대응하기 위한 캐파 공급 지속. 하이퍼스케일러 CapEx 전망치의 상향 트렌드

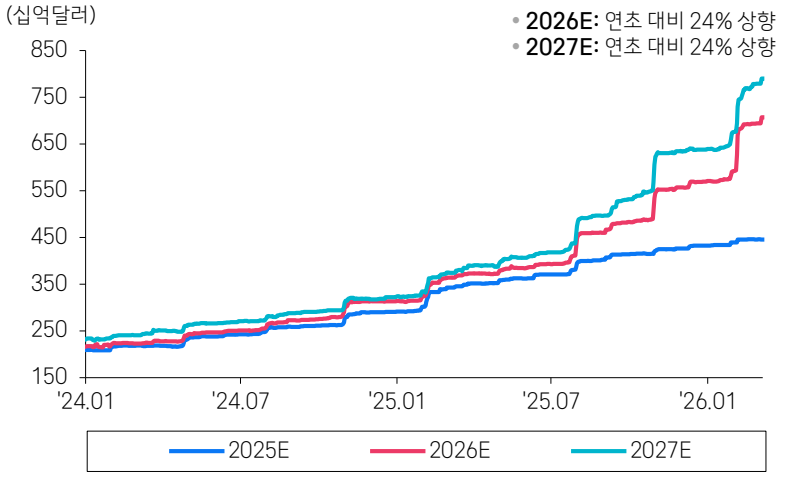
- CapEx 전망치는 빅테크 실적 이후 후행적으로 상향 조정. 수요 우위 환경 지속을 고려하면 추가 상승도 불가피
- 네오 클라우드 활용과 다양한 프로젝트 진행 방법(자금 조달 및 개발 측면)을 고려하면 실제 AI 투자 의지는 CapEx보다 큰 상황
- 오히려 걱정해야 하는 것은 CapEx 투자 의지 및 규모의 둔화가 아니라, 외부 공급망 요인으로 인한 지출 지연 가능성

글로벌 하이퍼스케일러 CapEx 전망치



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 하이퍼스케일러 CapEx 전망치 조정



자료: Bloomberg, 삼성증권

빅테크 하이퍼스케일러의 AI 코멘트

▶AI와 관련한 다양한 지표의 성장 제시. 다만 구글 클라우드 토큰 처리량 업데이트 같은 연속성은 부재

빅테크 실적 내 AI 관련 코멘트

마이크로소프트	• Microsoft Fabric 매출 60% 성장세 유지. 유료 고객 31,000개(vs F1Q 28,000개). ARR은 20억 달러 돌파 • Azure AI Foundry 분기당 100만 달러 이상 지출 고객 +80%. 250개 이상 고객이 올해 1조 토큰 이상 처리 예상 • 코파일럿 MAU에 대한 업데이트 부재. 코파일럿 앱 DAU 3배 증가 MS 365 코파일럿 DAU 10배 증가, 유저 당 대화 수 2배 증가 정도 언급 • 유료 365 코파일럿 좌석 수 1,500만(+160% YoY), 깃허브 코파일럿 유료 구독자 수 470만(+75% YoY) • RPO 평균 기간은 2.5년으로 소폭 증가(vs F1Q 2년). RPO 증가의 원인은 Azure 중심의 장기 계약 비중이 증가했기 때문 • Maia 200 AI 가속기는 이번 주부터 실제 운영 환경에 투입. FP4 기준 10+petaFLOPS 성능, 기존 대비 TCO 30%+ 개선
알파벳	• 구글 클라우드 신규 고객 유입 속도 2배. '25년 10억 달러 이상 계약 건수는 이전 3년 합산 상회 • Gemini 앱 MAU 7.5억 명 vs 3Q 6.5억 명, 2Q 4.5억 명. 사용자당 참여도도 개선. Gemini 3.0 Pro는 2.5 pro보다 하루 토큰 처리량이 3배 이상 • Gemini 포함 퍼스트파티 모델은 API를 통해 분 당 100억 개 이상의 토큰 처리(vs 3Q 70억 개) • 12만 개 이상 기업이 Gemini 사용. Gemini Enterprise는 2,800개 기업에서 유료 시트 800만 개 이상 판매 • 파트너사 AI 솔루션은 전년 대비 300% 성장. 4분기 생성형 AI 모델 기반 제품 수익은 전년 대비 400% 성장 • AI 모드 유저(미국)의 일간 질의 수는 출시 이후 2배. 기존 검색 대비 길이 3배 및 후속 질문 연결
아마존	• 앤스로픽은 Trainium 2에서 차기 클라우드 모델 학습 중. Trainium 2 140만 개 이상 가동. 10만 개 넘는 기업 활용 • Trainium3는 26년 중반까지 공급 전량 커밋 예상. Trainium 4는 '27년 예정 • Bedrock은 고객 지출 +60% QoQ, 코딩 에이전트 Kiro 사용 개발자 +150% QoQ • 쇼핑 에이전트 Rufus 2025년 3억명 이상 사용(vs 3Q25 2.5억 명). Rufus 사용 고객 구매 완료율 60% 증가 (vs 3Q25와 동일) • 쇼핑 에이전트가 광고 매출을 잠식시킨다는 우려에 오히려 전환율을 높이고 광고 효율을 개선한다는 입장

자료: 삼성증권 정리

빅테크 하이퍼스케일러 CapEx 코멘트

▶ 견조한 수요에 따른 CapEx 확대 의견. 캐파 공급 제약 해소 시기의 추가 연장을 시사하는 코멘트

빅테크 실적 내 CapEx 관련 코멘트

마이크로소프트	• F2Q CapEx 375억 달러. 금융리스 67억 달러 및 PP&E 지출액 298.8억 달러. 전체 CapEx의 2/3은 CPU 및 GPU와 같은 단기 자산 • 클라우드 인프라 구축 변동성과 금융리스 인도 시점에 따라 CapEx는 순차적으로 감소 전망 • FY26 CapEx 전망과 캐파 제약 해소 시기(기존 FY26 말)에 대한 업데이트는 부재. 공급 제약이 구조적 장기 이슈라는 점을 강조 • 단순한 캐파 확장을 넘어 토큰 처리 효율성 추구. 특히 노후 플릿에서도 최신 모델을 구동. 내용 연수가 지날수록 효율성 개선이 마진으로 이어진다고 강조 • 컴퓨트 자원을 1) 퍼스트파티 제품 2) R&D 및 제품 혁신 3) 남는 캐파를 Azure 고객향 순서로 배분
알파벳	• 4Q CapEx 278.5억 달러. '25년 CapEx 가이던스 1,750~1,850억 달러. 4분기 CapEx는 서버 비용 60%, 데이터센터 및 네트워크 장비 40% • 2026년 CapEx 대폭 증가에 따라 감가상각비 성장률이 1분기에 가속화되고 연간 기준 비용이 크게 증가할 것으로 예상 • 캐파 확장에도 올해 공급 제약 상태 지속 전망. 2026년 가장 우려되는 요소는 충분한 컴퓨트 용량을 확보할 수 있는지 여부
아마존	• 2025년 연간 CapEx 1,318억 달러. 2026년 CapEx 가이던스 2,000억 달러(vs 컨센서스 1,466억 달러) • 지난 12개월 동안 3.9GW 전력 추가. 4분기에만 1.2GW 추가. 전력용량 '27년까지 2배로 확대 계획 • AI 투자와 CapEx 관련 감가상각 때문에 역풍 존재. 효율화와 비용 절감으로 상쇄하기 위해 노력 • AI 수요는 공급을 초과하는 상태. 공급만 가능하다면 더 빠르게 성장 가능
메타	• 2026년 CapEx 가이던스를 1,150~1,350억 달러로 '25년(722.2억 달러) 대비 크게 증가(vs 컨센서스 1,132억 달러) • 2026년 비용 가이던스는1,620억~1,690억 달러로 전년 대비 약 41% 증가 전망 (vs 컨센서스 1,506억 달러) • 2026년 CapEx 증가 폭은 '25년 대비 현저히 클 것. 이에 따라 총 비용 역시 '25년 대비 빠른 속도로 증가 전망 • 2025년 막대한 인프라 확장에도 불구하고 AI 수요가 폭증하며 여전히 컴퓨트 제약이 존재하는 상황

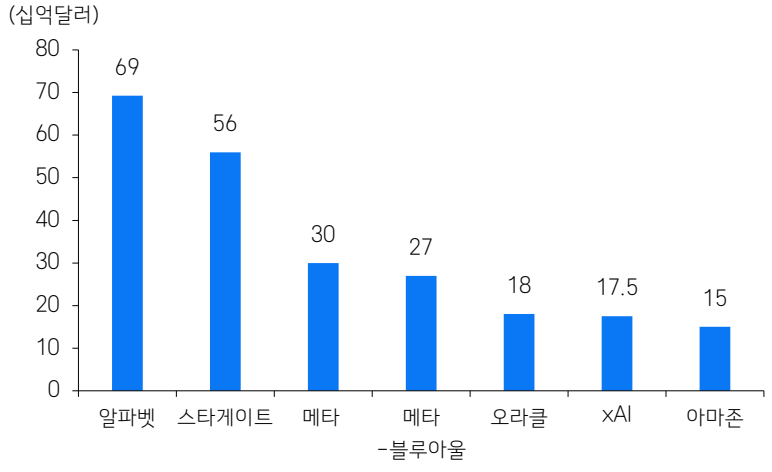
자료: 삼성증권 정리

빚내서 투자하기 시작한 빅테크 | 부채를 활용한 자금 조달

막대한 현금을 보유한 빅테크(알파벳, 메타, 아마존)조차 AI 인프라 투자 가속화를 위해 부채를 활용한 자금 조달에 뛰어든 모습

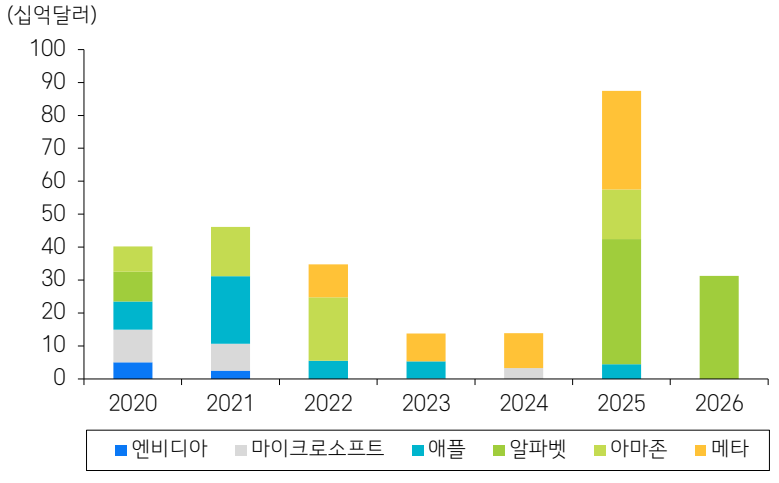
- 알파벳, 2월 달러화 200억 달러, 파운드화 75억 달러, 스위스 프랑화 40억 달러 채권 발행. 100년 만기 채권도 포함
- 아마존, 3월 달러화 370억 달러, 유로화 100억 유로. 합계 500억 달러 규모 채권 발행 계획
- 오라클은 '26년 내 400~500억 달러 규모 자금 조달 계획 공식화. 투자등급 채권 발행과 우선주를 통해 300억 달러 조달
- 연속된 AI 프로젝트 발표 및 빅테크 기업 채권 발행 → AI 인프라 사이클 장기화 논지를 강화하는 대표적 사례

'25년~'26년 주요 AI 프로젝트 및 기업 부채 조달(대출/회사채) 규모



참고: 스타게이트는 오라클 연계 프로젝트 관련 은행권 대출 패키지(380억 + 180억 + 94억 달러)
자료: 각사, 언론 보도 종합, 삼성증권

연도별 빅테크 부채 발행 규모



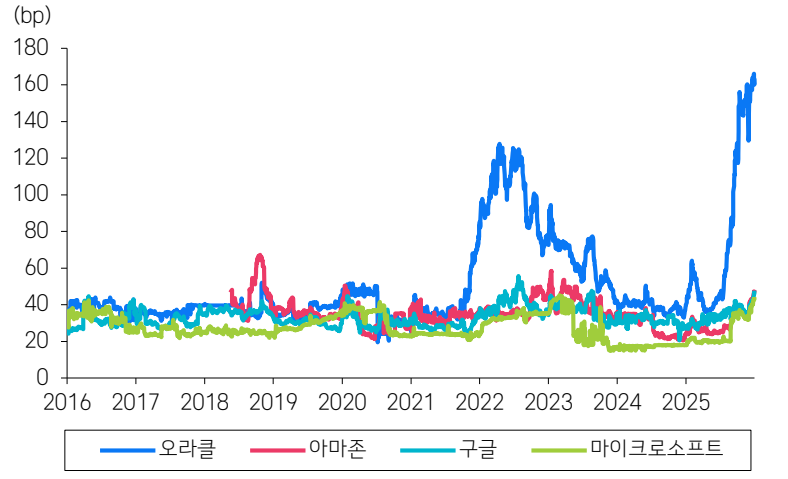
자료: Factset, 삼성증권

빚투(?)에 대한 불안감도 존재 | 오라클의 CDS 스프레드 급등과 FCF 감소

오라클의 CDS 스프레드 급등 속 AI 자금 조달의 적정성 및 파생되는 재무적 리스크에 대한 우려 존재

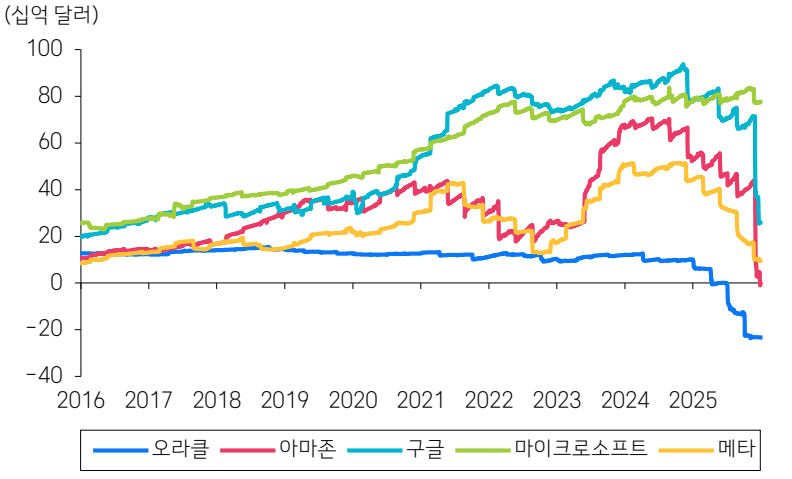
- 오라클 CDS 스프레드는 162bps까지 급증 후 하락. FCF 적자와 재무적 체급이 빅테크 대비 작기 때문에 두드러져 보이는 것
- 스타게이트 프로젝트 대출 주체는 개발사. 오라클 입장에서는 리스크 헤지. 오픈AI 집중도가 높지만 캐파 확장 필요성은 오히려 상승
- 가이던스 기반 '26년 빅테크 하이퍼스케일러 4사 CapEx는 6,200억 달러 전망. 투자 확대를 위한 FCF 감소 트렌드 확대

주요 하이퍼스케일러 5년 만기 CDS 스프레드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러들의 잉여현금흐름(FCF) 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

구글이 일축한 AI 인프라 버블 논란 | 막대한 컴퓨트의 필요성

'25년 11월 구글의 전사 회의 내 주요 임원 발언으로 AI 인프라 버블 논란은 일축. 막대한 컴퓨트의 필요성에 대한 인식 제고

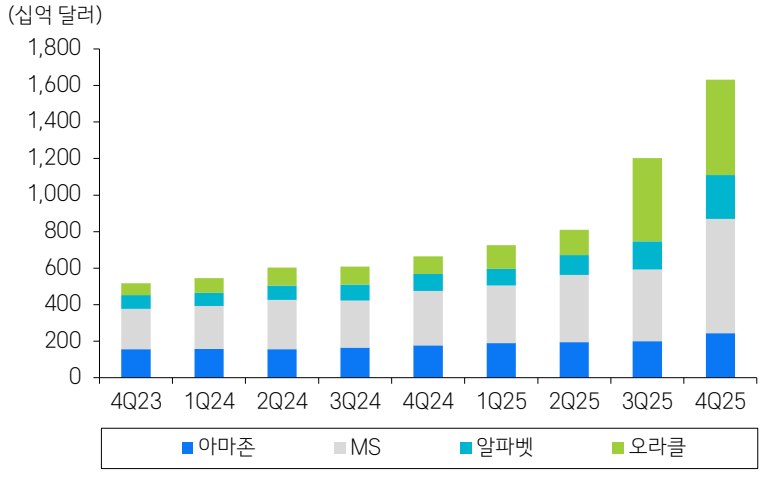
- AI 서비스 수요 충족을 위해 컴퓨팅 용량을 6개월마다 2배로 늘려야 하고, 향후 4~5년 내 1,000배 확대 필요성 언급
- 버블 논란에도 과소 투자 위험 강조. 캐파 부족 리스크가 해소되었다면 클라우드 사업이 높은 수준의 성장을 기록했을 것이라고 강조
- 클라우드 인프라 기업의 RPO(백로그)는 역대 최대 수치로 여전히 AI 수요가 견조함을 입증

구글 전사 회의에서 주요 임원들의 발표 내용

1. 컴퓨트 6개월마다 2배 증가 필요, 향후 4~5년 내 1,000배 필요
2. AI 인프라 경쟁은 AI 경쟁의 핵심이자 가장 비용이 많이 드는 부분
3. AI 버블 관련 논란이 있으나, 지금은 과소 투자 위험이 훨씬 더 큼
4. 추가적인 컴퓨트를 확보했더라면 클라우드 실적 더 좋았을 것

자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

주요 클라우드 인프라 기업의 수주 잔고 수치는 여전히 강한 수요를 입증



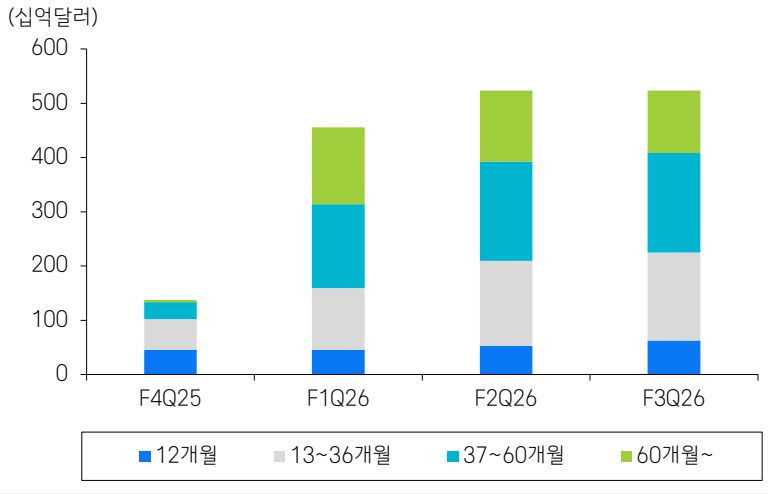
참고: CY 기준
자료: 각사, 삼성증권

오라클의 RPO ↑ + 클라우드 매출 ↑ | 자금 조달 우려는 ↓

RPO 증가분에 따른 매출 인식은 FY27 이후 본격화. 장기 관점으로 접근 필요. 다만 단기 매출 전환도 시작

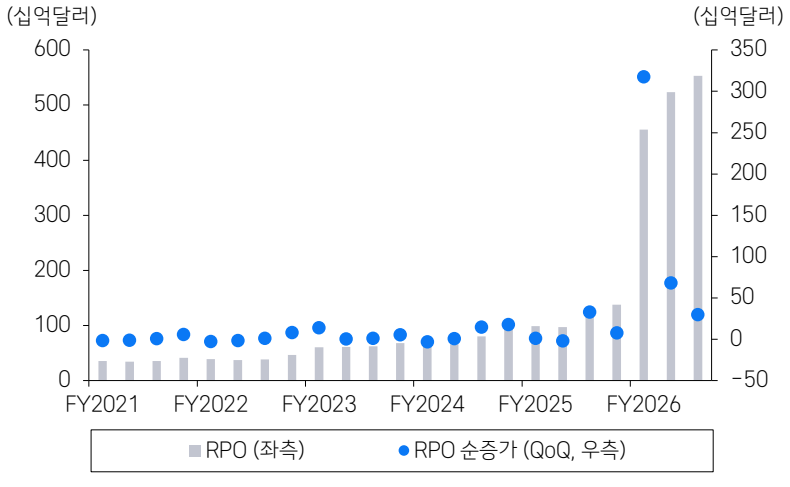
- ▶막대한 RPO는 기간 구조 상 장기 매출 업사이드. 다만 단기 가시성도 상승. 최근 몇 달간 캐파 제공 이후 매출 인식 기간 60% 감소
- ▶F3Q RPO 증가의 대부분은 대규모 AI 계약 기반. 계약 관련 추가 자금 조달 필요 제한적. 고객 선급금 or BYOC 모델 활용
- ▶2월 최대 500억 달러 자금 조달 계획 발표. 300억 달러는 이미 조달. 연내 추가 채권 발행 계획도 부재
- ▶파트너를 통해 향후 3년 간 10GW 캐파 가동 예정. 캐파 90% 이상에 대한 자금은 파트너 활용 조달 완료

오라클 RPO의 기간 구성



자료: Oracle, 삼성증권

오라클 RPO 추이



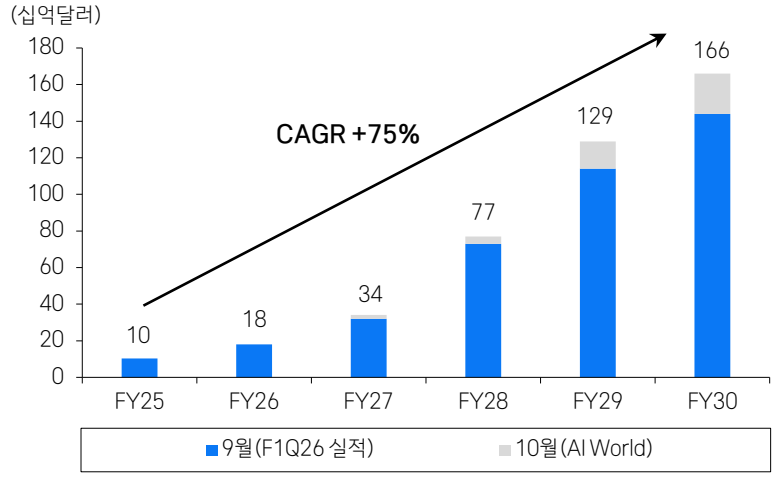
자료: Oracle, 삼성증권

매출 성장과 마진 상승 자신감 | 시간이 증명할 것

축적된 RPO와 빠른 캐파 확장을 통해 매출 성장 본격화. OCI 기반 애플리케이션과 데이터베이스 부문도 긍정적 선순환 구조

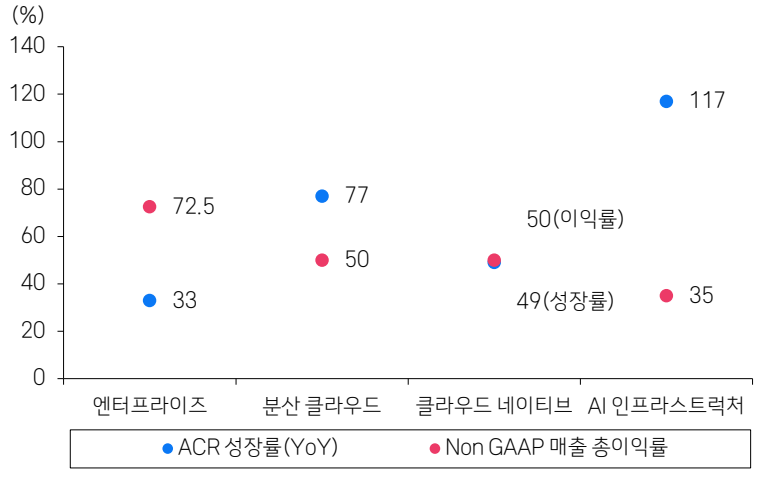
- ▶FY26~30 클라우드 인프라 매출 전망 합산 4,240억 달러. CAGR 성장률 +75%. 수요의 공급 초과 상태로 AI 인프라 매출 고성장
- ▶F3Q26 AI 인프라 부문 마진 32%로 가이던스(30~40%) 하단 상회. 규모 확장에 따른 고정비 분산 효과 기대 가능
- ▶FY27 매출 가이던스는 900억 달러로 추가 상향. FY26 매출 가이던스 670억 달러 대비 +34% 성장 가정

오라클 클라우드 인프라 부문 매출 가이던스



자료: Oracle, 삼성증권

OCI 부문별 성장률과 마진 전망



자료: Oracle, 삼성증권

네오 클라우드의 모멘텀은 어디까지 | 캐파 확장 속 스택의 중요성 부각

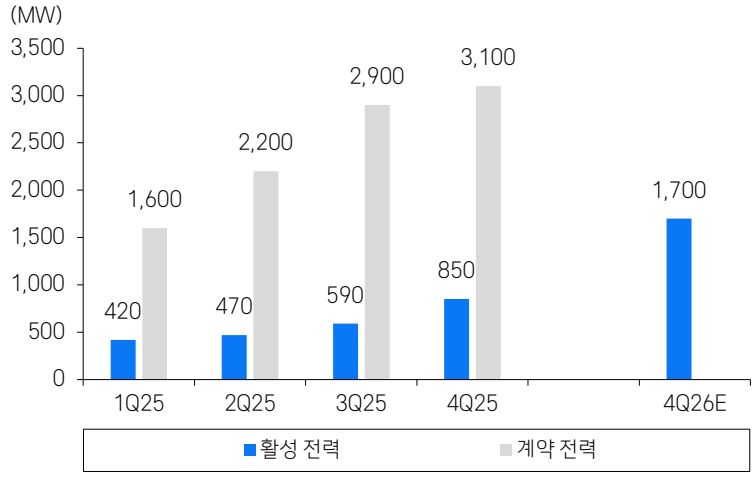
Tier 2 클라우드 기업과 하이퍼스케일러 간의 AI 컴퓨팅 계약 체결 지속. CapEx 전가형 구조 대두 속 캐파 병목 해소 역할

▶ 코어위브는 3Q 이슈가 되었던 데이터센터 지연을 빠르게 해소. 다만 빠른 캐파 배치는 영업이익 부진과 CapEx 확대로 연결

▶ AI 워크로드 복잡성 상승과 모델 스케일 가속화 속 수요 환경과 로드맵 자체에 큰 이슈는 없는 상황. 구형 GPU 포함 캐파 수요 견조

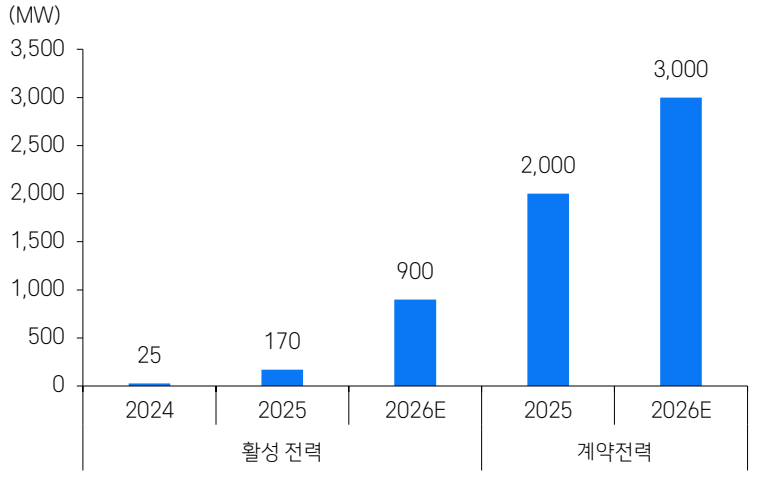
▶ 다만 스케일업 구간에서 드러날 수 있는 얇은 체력에 대한 평가는 냉정할 수 있음. 향후 단순 캐파 보유가 아닌 스택의 중요성 부각 전망

코어위브 활성 전력 및 계약 전력 캐파 추이



자료: CoreWeave, 삼성증권

네비우스 전력 캐파 확장 계획



자료: Nebius, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 3월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 3월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA