meritz Strategy Daily

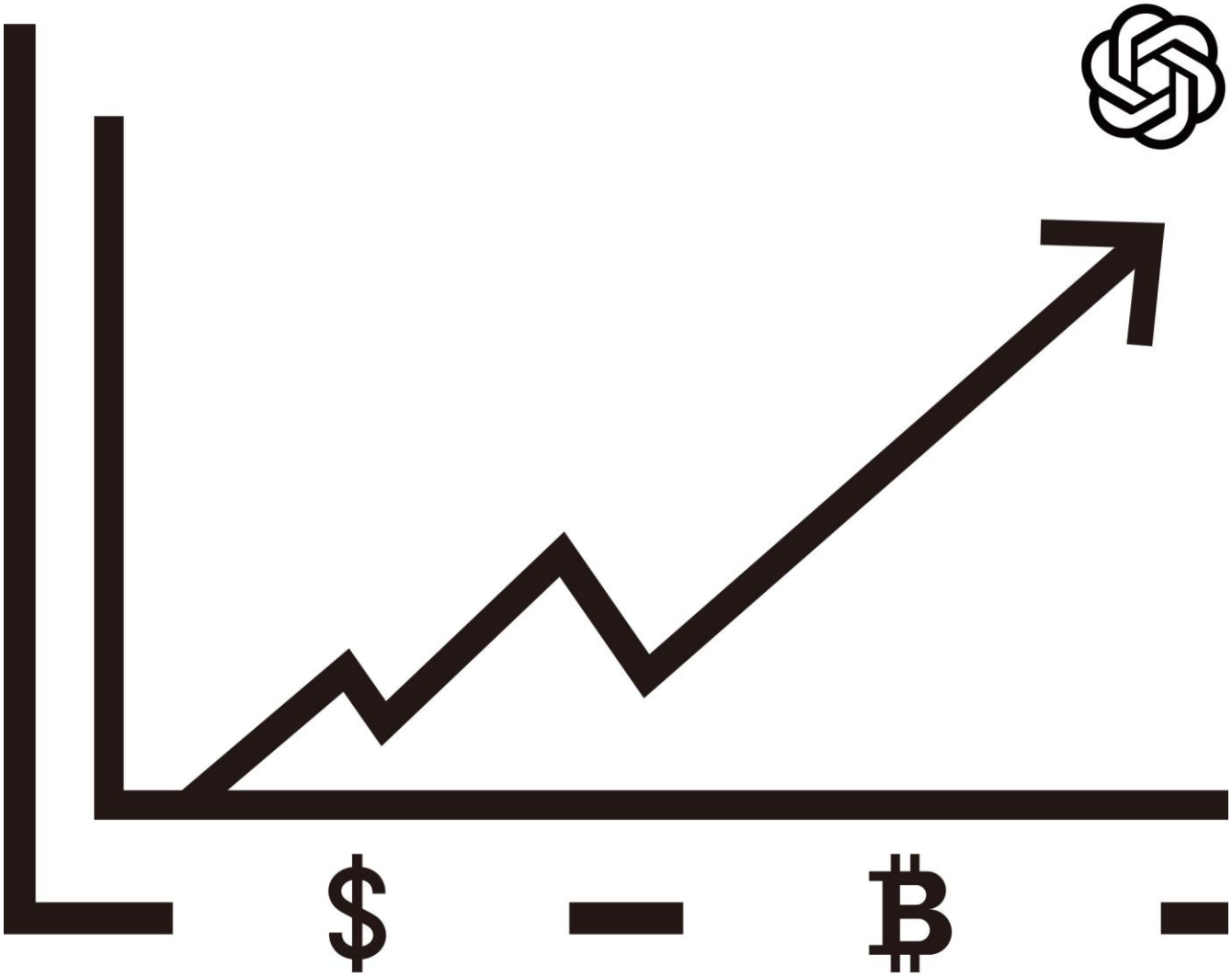
전략공감 2.0

2026. 3. 31 (화)

Strategy Idea
의심을 걷고, Next Step을 찾아

오늘의 차트
보이지 않는 기업이 가장 무서운 법

칼럼의 재해석
오픈AI의 전략적 후퇴: '선택과 집중'을 위해 소라(Sora) 서비스 종료



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

의심을 걷고, Next Step을 찾아

퀀트
Analyst 이상현
sanghyeon.lee@meritz.co.kr

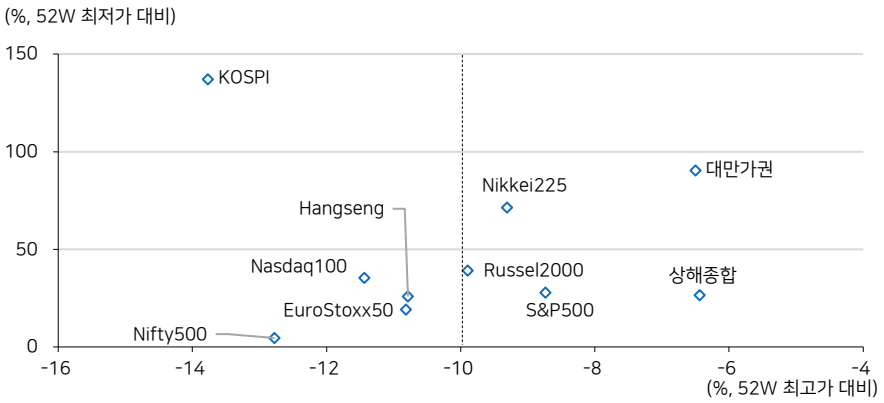
- ✓ KOSPI 52W 최고가 대비 -13.8% 하락(3/27 종가 기준). 글로벌 대비 약세
- ✓ 금리 상승, 유가 급등 등 주식 할인율 상승 요인. KOSPI 200 과매도 비율은 낮아
- ✓ 패시브/ETF 관점 반도체 쏠림 인정한다면, 원자력/전력인프라/바이오/금융에서 Next Step

의심을 걷고, Next Step을 찾아

일반적으로 고점 대비 -10% 하락을 조정국면 진입, -20% 하락을 약세장 진입이라고 가정한다면, 현재 글로벌 증시는 KOSPI(-13.8%)를 비롯, NASDAQ 100(-11.1%), 항셍(-10.8%) 등이 조정 국면에 진입했다. 과거 S&P500이 -10% 이상 조정 받을 경우 일반적으로 글로벌 증시 또한 전반적으로 함께 조정 국면에 진입한 경험이 있다. 현재는 상해종합(-6.4%), 대만가권(-6.5%) 등 항셍을 제외한 중화권 지수가 견조한 흐름을 보이고 있고, Nikkei225(-9.3%)는 조정 국면 진입 근처에 있다.

호르무즈 해협 봉쇄에 따른 유가 급등이 최근의 증시 조정의 화근이 되었지만, 금리 상승에 따른 주식 할인율 상승을 감안하더라도, 타 글로벌 증시 대비 KOSPI의 강한 조정세(-13.8%)는 한국, 일본 등 아시아 국가의 중동권 석유 의존도에 비롯되었다기 보다는 최근의 KOSPI 강세에서 비롯되었다 판단하는 것이 바람직하다.

그림1 **글로벌 증시 52주 최고가/최저가 대비 수익률**



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

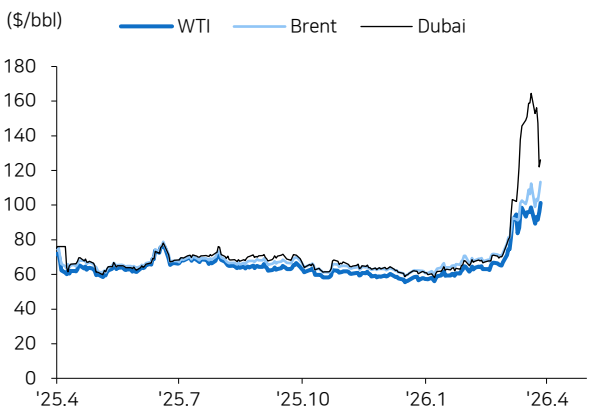
미국 국채 10년물 금리는 최근 저점 대비 +45bp, 한국 국채 금리는 +48bp 상승하며 유가 급등에 따른 인플레이션 우려를 반영하고 있다. 국채 금리의 역수로 단순 계산한 주식 할인율 조정에 따른 증시 조정 효과는 미국(-10.3%), 한국(-12.2%)로 각국 주요 증시의 고점 대비 하락폭과 유사하다(NASDAQ100: -11.1%, KOSPI -13.8%).

최근의 증시 하락과 관련하여 지수 구성 종목 중 상대강도(RSI)가 30 이하로 과매도에 해당하는 종목 비율을 계산해보면 S&P500은 3월 20일 그 비중이 50%를 돌파하며 절반에 다다르는 종목이 과매도 구간에 진입했다. KOSPI의 경우 지수 급락 및 서킷브레이커(CB) 발동에도 불구하고 작년 8월 1일을 제외하고는 30%를 넘지 않았다.

그림2 Fixed Income: 금리 상승

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Commodity: 유가 급등



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

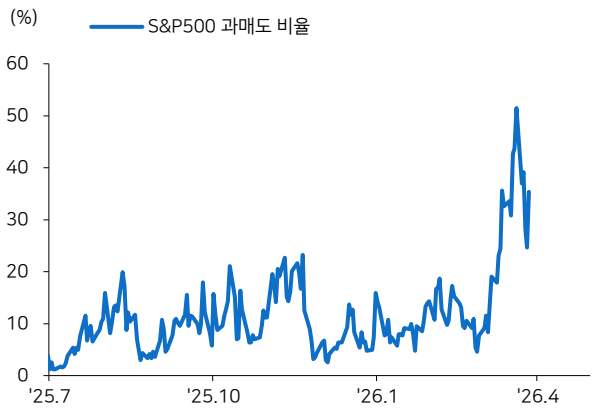
그림4 S&P500 캔들 차트 ('25.7~' 26.3)

자료: StockCharts.com

그림5 KOSPI 캔들 차트 ('25.7~' 26.3)

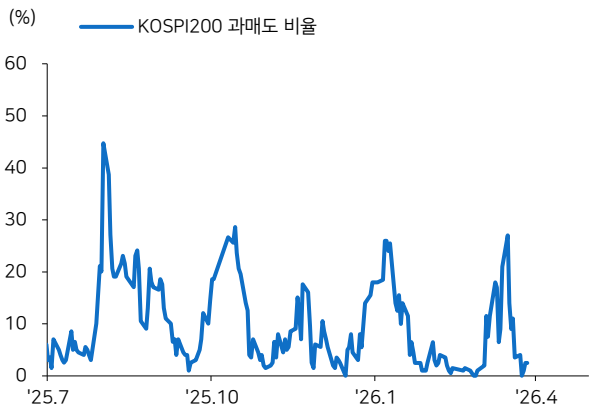
자료: StockCharts.com

그림6 S&P500 과매도 비율 추이



주: 과매도 기준 = RSI(14) 〈 30
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 KOSPI200 과매도 비율 추이

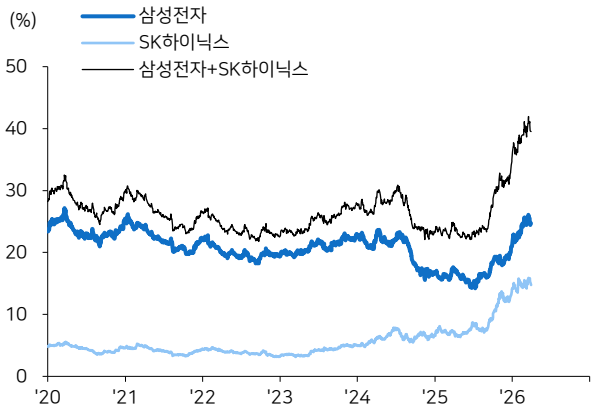


주: 과매도 기준 = RSI(14) 〈 30
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

국내 증시의 경우 시장 전체의 충격으로 지수 급락이 일어났다기 보다는 사스포칼립스, 구글의 터보퀀트 등 AI 혹은 반도체 테마의 조정 등 소수 종목 급락의 결과일 가능성이 있다. 시장 내에서 반도체, AI 테마 급등에 따른 차익 실현 심리가 혼재되어 있는 가운데, 코스피 내 삼성전자+SK하이닉스 시총 및 이익 비중 쏠림에 따른 수급 쏠림 또한 경계해야 할 것이다.

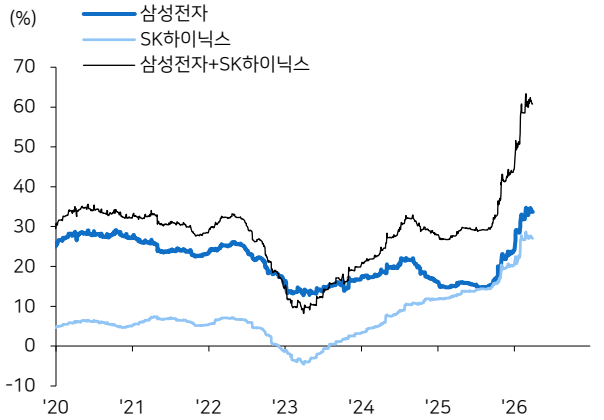
특히 2020년 이후 외국인 누적 순매수 흐름을 보면 2025년 하반기 이후 지속된 외국인 매도세는 삼성전자+SK하이닉스 중심으로 이루어져왔다. 이를 제외한 코스피로 한정해보면 작년 하단까지 절반 가량을 매도한 수준이다. 두 종목을 제외하면 외국인 매도세가 시장 우려 대비 가파르지 않았다.

그림8 삼성전자+SK하이닉스 시가총액 비중



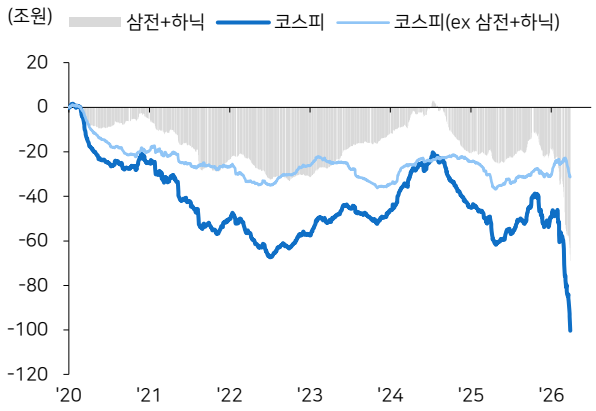
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전자+SK하이닉스 12MF 순이익 비중



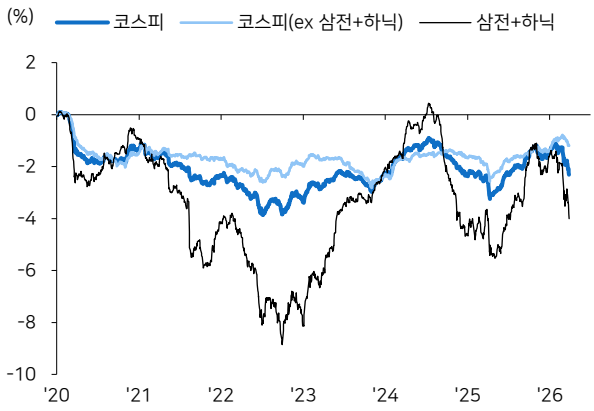
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 외국인 누적 순매수 삼성전자+SK하이닉스 vs 코스피



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 외인 누적 순매수 강도 삼전+하닉 vs 코스피

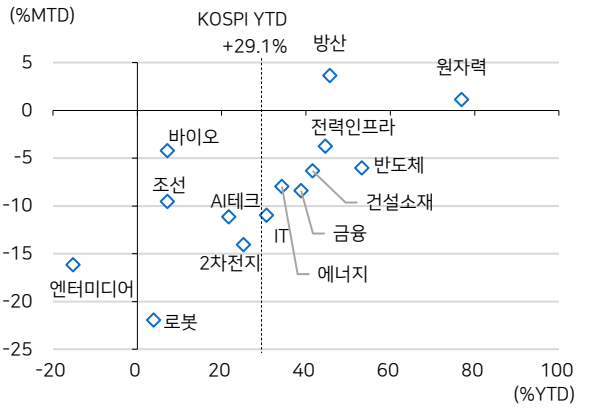


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

패시브/ETF 관점에서 바라본다면 3월 수익률은 전쟁 및 고유가/에너지 관련 테마인 방산(+3.6%), 원자력(+1.1%), 전력인프라(-3.8%) 테마가 시장을 아웃퍼폼했다. 이 외 3월 수익률 및 거래강도(거래대금/시가총액) 측면에서 눈에 띄는 테마는 바이오, 반도체, 금융이다.

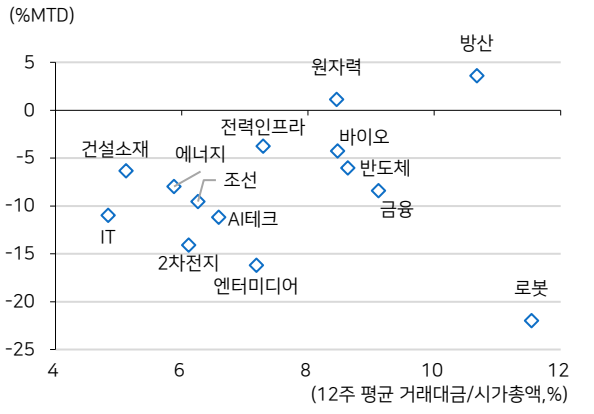
[표1]은 반도체를 제외하고 해당 테마에 해당하는 국내 상장 ETF 주식 1개당 평균적으로 가장 많이 편입하고 있는 Top 5 종목이다. 향후 전쟁 리스크 완화 및 금리 하락에 따른 시장 유동성 개선 효과의 선두에 있는 종목이라 판단한다.

그림12 KOSPI 테마 ETF 2026년 및 3월 수익률



주: 3/27 종가 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 KOSPI 테마 ETF 거래대금& 3월 수익률



주: 3/27 종가 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표1 반도체 제외 3월 MTD, 12주 평균 거래강도 상위 테마별 편입 종목 Top5

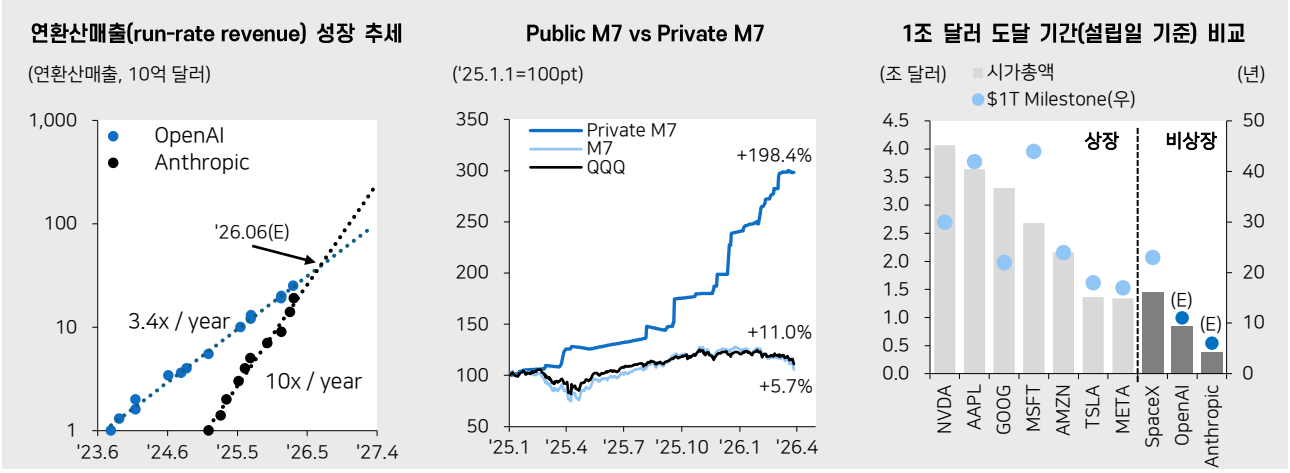
테마	Code	Name	종가(원)	시가총액 (조원)	12MF EPS (원)	12MF PER (배)	12MF PBR (배)	12MF EPS 1M Chg(%)	12MF EPS 3M Chg(%)
원자력	A034020	두산에너빌리티	94,200	60.3	649	145.1	7.3	-3.60	9.11
	A000720	현대건설	148,400	16.5	4,968	29.9	1.9	3.42	1.83
	A267260	HD현대일렉트릭	872,000	31.4	28,887	30.2	10.4	1.82	9.97
	A015760	한국전력	42,200	27.1	17,328	2.4	0.5	-0.77	2.83
	A010120	LS ELECTRIC	775,000	23.3	16,434	47.2	9.2	1.81	16.43
전력인프라	A010120	LS ELECTRIC	775,000	23.3	16,434	47.2	9.2	1.81	16.43
	A298040	효성중공업	2,503,000	23.3	91,628	27.3	7.0	5.89	20.24
	A267260	HD현대일렉트릭	872,000	31.4	28,887	30.2	10.4	1.82	9.97
	A006260	LS	261,000	8.1	16,155	16.2	1.3	1.41	6.85
	A001440	대한전선	27,800	5.2	599	46.4	2.9	7.99	-5.81
바이오	A068270	셀트리온	201,500	46.6	6,678	30.2	2.2	4.09	19.47
	A000250	삼천당제약	1,184,000	27.8	4,061	291.6	-	19.81	-
	A196170	알테오젠	354,500	19.0	5,871	60.4	26.1	-14.60	0.68
	A207940	삼성바이오로직스	1,530,000	70.8	40,216	38.0	4.8	1.25	4.78
	A298380	에이비엘바이오	171,600	9.6	-354	-	49.9	적지	적지
금융	A006800	미래에셋증권	62,700	34.8	2,989	21.0	2.4	3.61	73.68
	A105560	KB금융	145,900	54.4	16,819	8.7	0.8	0.37	3.72
	A071050	한국금융지주	210,000	11.7	34,021	6.2	0.9	2.77	16.55
	A055550	신한지주	90,500	43.0	11,466	7.9	0.7	0.52	2.40
	A086790	하나금융지주	107,200	29.8	15,419	7.0	0.6	0.41	1.46

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

염승준 연구원

보이지 않는 기업이 가장 무서운 법



주1: Private M7은 SpaceX, OpenAI, xAI, Anduril, Databricks, Anthropic, Stripe로 구성
주2: 1조 달러 도달 기간 비교 차트에서 OpenAI와 Anthropic은 도달 시점 예측치를 의미
주3: 연환산매출은 특정 기간의 총매출을 연간으로 환산한 수치. 추세선은 지수선형 가정
자료: Bloomberg, Polymarket, Forge, Epoch AI, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

26년 3월 3일 블룸버그는 앤트로픽의 연환산매출(run-rate revenue)이 190억 달러를 초과할 것으로 전망했다. 2025년말 90억 달러, 2026년 2월 12일 140억 달러에서 약 3주 만에 50 ~ 60억 달러를 추가한 것이다. 이러한 매출 성장은 앤트로픽의 AI 모델(Claude) 및 Claude Code와 같은 제품군 채택 확대에 기인한다.

앤트로픽은 시리즈G 펀딩 라운드 기준 시가총액 3,800억 달러로 평가되며 '25년 하반기 이후 강한 성장 모멘텀을 보이고 있다. 실제로 앤트로픽의 연환산매출이 10억 달러를 달성한 이후 연간 10배의 속도로 성장해왔으며, 이는 연간 3.4배 성장을 기록한 OpenAI의 성장세를 크게 앞지르고 있다. 이러한 추세가 지속될 경우 앤트로픽은 2026년 중반쯤 OpenAI를 추월할 것으로 전망된다.

상장 Magnificent7와 비상장 M7(SpaceX, OpenAI, xAI, Anduril, Databricks, Anthropic, Stripe)의 2025년 1월 기점으로 성과를 비교해보면 동일 기간 상장 M7은 +5.7% 상승에 그친 반면 비상장 M7은 +198.4%의 수익률을 기록했다. 이러한 격차는 우주, AI 프론티어 기업을 필두로 한 성장 산업으로의 자본이동으로 해석한다. 한편 현재 시가총액 기준 SpaceX는 전세계에서 8번째, OpenAI는 13번째로 큰 기업이 된다.

초거대 비상장 기업의 유동성 흡수 효과는 시가총액 1조 달러 이정표에 도달하는 기간으로도 드러난다. 상장 M7의 1조 달러 도달 평균 기간은 28.1년 / SpaceX 23년, OpenAI 11년(추정), 앤트로픽 6~7년(추정)으로 계산된다. 현재로선 개인투자자가 이러한 기업에 투자할 수 있는 방법은 비상장사 익스포저를 제공하는 ETF(XOVR, AGIX, RONB 등), 폐쇄형펀드가 있으며 투자자 관심이 높아지는 만큼 추후 보다 다양한 투자수단이 나올 것을 기대한다.

칼럼의 재해석

이효진 연구위원

오픈 AI 의 전략적 후퇴: '선택과 집중'을 위해 소라(Sora) 서비스 종료 (CNBC)

오픈AI의 Sora 서비스 종료는 단순한 제품 실패가 아니라, 소비자 중심(B2C) 전략의 한계를 인정하고 기업 시장(B2B)으로 무게중심을 옮기는 전략적 재편으로 해석된다. 오픈AI는 매출의 70%를 소비자 구독에 의존하며 광고 수익화 실험을 병행하고 있으나, 낮은 CTR과 유료 구독자 광고 배제라는 구조적 한계에 직면한 반면, 앤스로픽은 매출의 80%를 기업 API에서 창출하며 Claude Code를 앞세워 기업 고객을 빠르게 흡수하고 있다. 인프라 전략에서도 오픈AI가 단일 벤더 의존에서 탈피하지 못하는 사이 앤스로픽은 멀티클라우드 설계로 공급망 리스크를 원천 차단하며 총이익률을 1년 만에 40% 수준으로 끌어올렸다. 이에 따라 Sora 서비스 종료로 확보된 GPU 자원을 차세대 언어 모델 'Spud'에 집중 투입하는 오픈AI의 결정은 합리적이나, 연내 IPO를 앞두고 소비자 의존 매출 구조 탈피 속도와 흑자 전환 시점에 대한 투자자 설득이 최대 과제로 남아 있다.

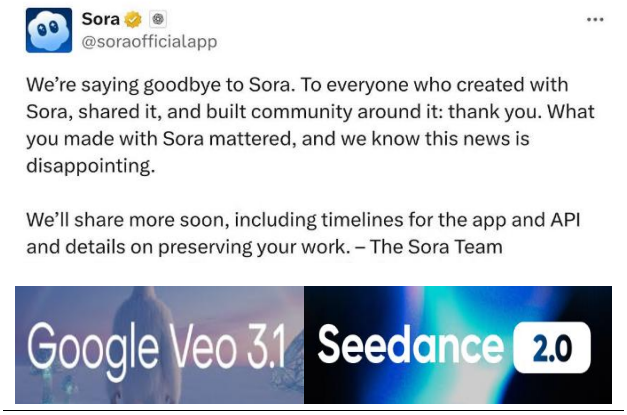
오픈AI, Sora 서비스 전면 종료 선언

지난 3월 24일, 오픈AI는 AI 비디오 생성 도구인 '소라(Sora)' 서비스를 종료할 계획이라고 밝혔다. 출시 15개월, 그리고 Walt Disney와 10억 달러 규모의 라이선스 계약을 체결한 지 불과 3개월 만이었다. Sora는 2024년 2월 데모 공개 이후 2025년 9월 독립 iOS 앱으로 출시되어 일주일 만에 100만 다운로드를 돌파하는 등 초기 배포 속도에서 ChatGPT를 앞지르며 큰 화제성을 보였다.

출시 초기의 다운로드 급증세는 오래 지속되지 않았다. 모바일 분석 업체 Appfigures에 따르면, 2026년 2월 다운로드 건수는 113만 건에 그쳤다. 총 누적 1,073만 건에서 발생한 매출은 겨우 210만 달러(약 29억원)로, 운영 비용의 1%(하루 약 1,500만 달러)에도 미치지 못하는 수치였다. 경쟁 기업들의 유사 앱 출시(구글의 VEO, 바이트댄스의 시댄스 등) 또한 영향을 미쳤다.

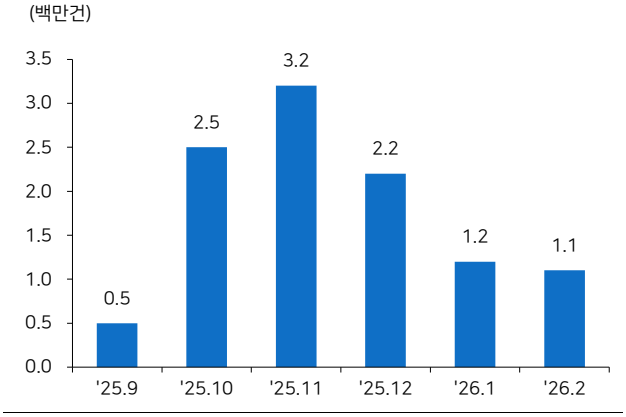
이러한 조치는 그동안 AI를 활용해 다양한 서비스를 쏟아냈던 오픈AI가 앤스로픽에 추격당하자 B2B 사업과 코딩 기능 개발 등 돈을 버는 본질에 집중하기 위함으로 판단된다. 올해 하반기 IPO를 앞두고 수익성이 낮고 비용이 많이 드는 소비자 대상(B2C) 사업을 정리하고 한정된 GPU 자원을 적절히 배분하는 것이다.

그림1 오픈AI, "Sora와 작별합니다" 문구 게재



자료: Sora X, 언론보도

그림2 Sora 앱 월별 다운로드 수는 감소세

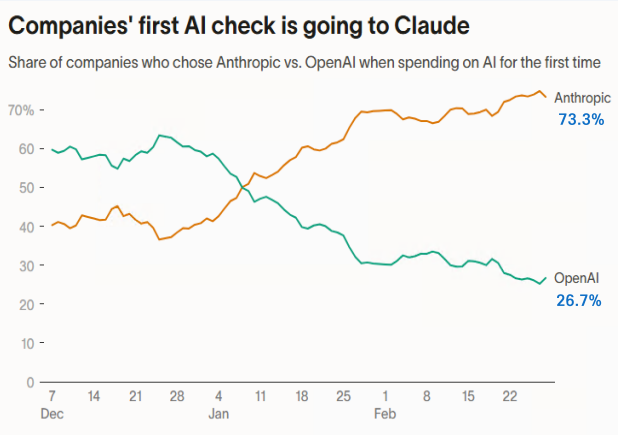


자료: Appfigures, 메리츠증권 리서치센터

우선 기업 시장으로 수익 전략 변화 중 (vs. Anthropic)

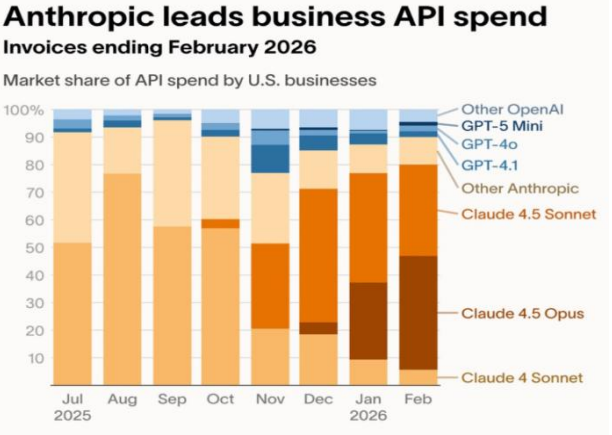
지난 21일 오픈AI는 현재 약 4,500명 수준인 인력을 연말까지 8,000명으로 2배 확대할 계획이라고 밝혔다. 목적은 명확하다. 기업 고객이 AI를 현장에 적용할 수 있도록 밀착 지원하는 '기술 앰배서더(FDE)' 인력을 대폭 늘려, 지금껏 앤스로픽에 뺏겨온 기업 시장을 되찾겠다는 것이다. 실제로 미국 기업 결제 데이터 플랫폼 Ramp에 따르면, AI를 처음 도입하는 기업들의 지출 중 73%가 앤스로픽을 선택한다고 밝혔다. 1년 전과 완전히 뒤바뀐 수치다.

그림3 AI 도구 처음 결제하는 기업의 73%가 Anthropic 선택



자료: Ramp AI Index

그림4 API 지출 상당 부분을 차지하는 Anthropic 제품



자료: Ramp AI Index

1) 현재 매출 구조: 소비자 70% vs. 기업 80%

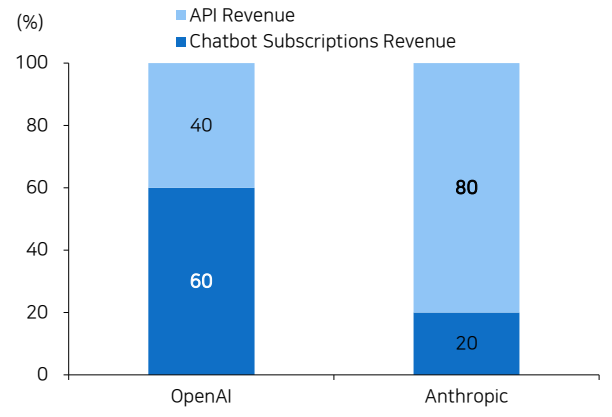
이러한 격차는 매출 구조의 차이에서 극명하게 드러난다. 오픈AI는 2025년 매출 131억 달러를 기록한 뒤 올해 2월엔 ARR 250억 달러에 도달했다. 이 중 약 60%가 소비자 구독에서, 40%가 기업 부문에서 발생한다. 앤스로픽은 올해 3월 기준 ARR 190억 달러를 기록 중이다. Dario Amodei CEO는 '2월 한 달에만 ARR이 60억 달러 증가했고 거의 전부 Claude Code(올해 2월 기준 ARR 25억 달러 달성) 덕분'이라고 밝혔다. 매출의 약 80% 이상이 기업 API다.

그림5 OpenAI와 Anthropic의 주요 지표 비교

구분	오픈AI	앤스로픽
연환산 매출(ARR)	2026년 2월 기준 250억 달러	2026년 3월 기준 190억 달러
코딩 도구 시장 점유율	Codex 21%	Claude Code 54%
흑자 전환 전망 시기	**2029~2030년**	**2027년**
핵심 전략	소비자 다각화 → 기업시장으로 전환 중	기업 우선 전략 (창업 초기부터)

자료: CNBC, The info, 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

그림6 소비자 부문 60% vs. 기업 부문 80%



자료: The info, 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

2) 광고 전략에 대한 시각 차이: 수익화 실험 vs. 신뢰 브랜딩

매출 구조의 차이는 수익화 전략에서도 갈렸다. 오픈AI는 2월 초부터 소비자 기반 광고 수익화 실험을 시작했으며, WPP·Omnicom·Dentsu 등 주요 광고사가 참여한 가운데 미국 시범 론칭 6주 만에 연간 환산 광고 매출 1억 달러(약 1,500억 원)를 넘어서는 등 초기 성장세를 기록했다. 다만 수치의 이면을 들여다보면 아직 보수적인 시각이 필요하다. 실제 일일 광고 노출 사용자는 전체 대상의 20% 미만에 그치고, ChatGPT 광고 CTR은 0.91%로 Google 벤치마크(6.4%)의 약 1/7 수준에 불과하다. 가장 고관여 유저층인 유료 구독자가 광고 노출에서 제외되는 구조적 한계도 여전히 남아 있다.

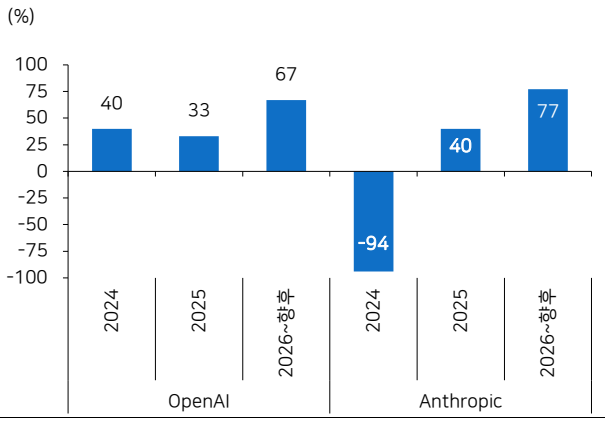
반면 앤스로픽은 이 실험 자체를 거부했다. 슈퍼볼 광고를 통해 'Claude is ad-free'를 공개 선언한 것이다. 기업 고객의 신뢰를 구독으로 락인하는 편이 장기 수익에 유리하다는 판단이다. 핵심 수익 구조의 차이는 총이익률에서 가장 선명하게 드러난다. 앤스로픽은 1년 만에 -94%에서 약 40%로 전환됐다. 반면 오픈AI의 총이익률은 33%(목표치 46% 미달) 수준으로, 9억 WAU의 GPU 인프라 비용을 소화하는 구조적 한계를 반영한다.

그림7 **구글 검색과의 플랫폼 광고 단가 비교**

구분	ChatGPT(베타 기준)	구글 검색
과금 방식	CPM (1,000회 노출 시 비용)	CPC (클릭당 과금)
단가	CPM 60달러	CPC 1~50달러 (업종별 상이)
최소 집행 예산	20만 달러	제한 없음
CTR	**0.91%**	**6.4% (업종 평균)**
노출 대상	Free/Go 티어 대상 (Plus 제외)	전체 사용자

자료: Adthena, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **OpenAI와 Anthropic의 총이익률 변화**



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

3) 인프라 전략 차이: "짓겠다" vs. "빌리겠다"

오픈AI와 앤스로픽의 인프라 전략 또한 달랐다. 오픈AI는 단일 벤더(Azure) 독점 구조로 인프라를 구축해왔다. 이후 스타게이트 프로젝트를 통해 대규모 자체 인프라 구축을 선언했지만, 현실은 달랐다. 확장 계획은 축소됐고 2030년까지의 인프라 지출 목표를 기존 1.4조 달러 규모에서 6,650억 달러(약 963조원)로 축소하며 자체 데이터센터 없이 Azure·Oracle·AWS에 기대는 상황이다. 앤스로픽은 애초에 다른 길을 택했다. 자체 인프라를 짓겠다는 선언 대신, AWS·GCP·Azure를 동시에 쓰는 멀티클라우드 구조를 설계해 특정 공급망에 묶이는 리스크를 처음부터 없앴다. 그 결과 올해 기준 앤스로픽은 포춘 10대 기업 중 8곳을 고객사로 확보하며 기업 AI 지출에서 앤스로픽의 점유율은 40%로, 오픈AI의 27%를 앞서고 있다.

2026 자본 전쟁: 기대되는 IPO 구도

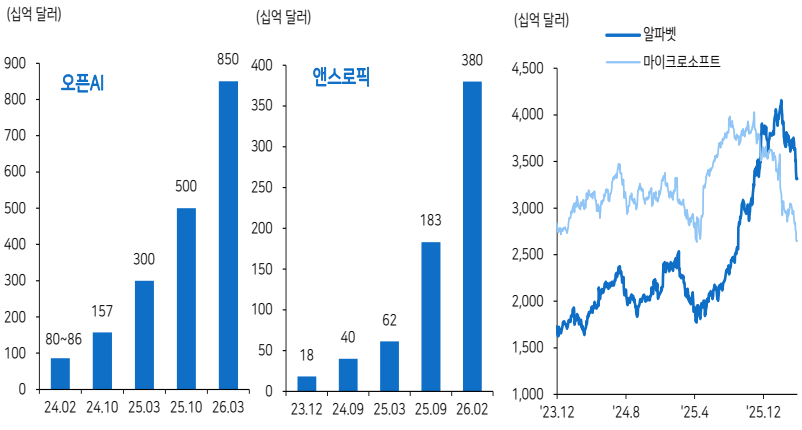
2026년 2월, 두 회사는 나란히 역대 민간 기술 딜 1·2위를 기록했다. 오픈AI는 Amazon·Nvidia·SoftBank로부터 1,200억 달러를 조달해 기업가치 8,500억 달러를, 앤스로픽은 싱가포르 국부펀드인 GIC·Coatue 주도 Series G로 300억 달러를 확보하며 기업가치 3,800억 달러를 기록했다.

IPO 경쟁에서 앤스로픽이 준비 속도 면에서 앞설 전망이다. 오픈AI CFO Sarah Friar는 연내 상장을 준비 중이라 밝혔으나, 앤스로픽은 Goldman Sachs 출신 CFO를 영입, Wilson Sonsini를 법률 자문 선임 등 제도적 준비를 이미 마쳤으며 2026 Q4 상장 추진을 논의 중이다. 먼저 상장하는 쪽이 공모 투자자에게 AI 기업 밸류에이션의 기준을 제시하고 투자 수요를 선점하기 때문에, 타이밍 경쟁 자체가 전략적 변수가 된다. 기업 시장에서 뒤쳐진 오픈AI 입장에서는 IPO마저 선점당하면 공모 시장에서도 불리한 비교 구도가 형성될 수 있다.

한편 The Info에 따르면, 오픈AI의 Sora 서비스 종료로 확보된 GPU 자원은 코드명 'Spud' 언어 모델에도 투입되고 있으며, 사전 학습은 이미 완료되었다고 한다. 멀티모달 기능을 갖추고 코딩·분석·자동화에 특화된 Spud는 ChatGPT/Codex/AI 브라우저를 하나로 묶는 '슈퍼 앱'의 핵심 엔진으로 구상되고 있으며, 직접적인 상업화 도구에 가깝다는 점에서 오픈AI의 전략 변화를 압축적으로 보여준다.

즉, Sora 서비스 종료는 실패를 의미하는 것은 아니다. 제품은 제대로 작동했고 사용자들을 만족시켰으며, 기술적으로도 획기적이었다. 다만 컴퓨팅 비용과 소비자의 지불 의사 사이의 근본적인 불일치 때문에 실패한 것이며, 이 격차는 단기간에 해소될 수 없어 오픈AI의 결정은 합리적이라고 본다. 2026년 하반기 최대 이슈가 될 오픈AI IPO는 소비자 구독 의존 수익 구조에서 얼마나 탈피할지, 흑자 전환은 2030년대 초라는 전망을 투자자들이 얼마나 수용할지가 변수라 판단된다.

그림9 OpenAI와 Anthropic의 기업 가치 (vs. 알파벳/MS 시가총액)



주: 포스트머니 기준 (오픈AI 투자 전 기업가치는 7,300억 달러)
자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림10 OpenAI 차세대 모델인 'Spud' 개발

자료: The info

원문: *OpenAI shutters short-form video app Sora as company reels in costs (CNBC)*