

SECTOR UPDATE

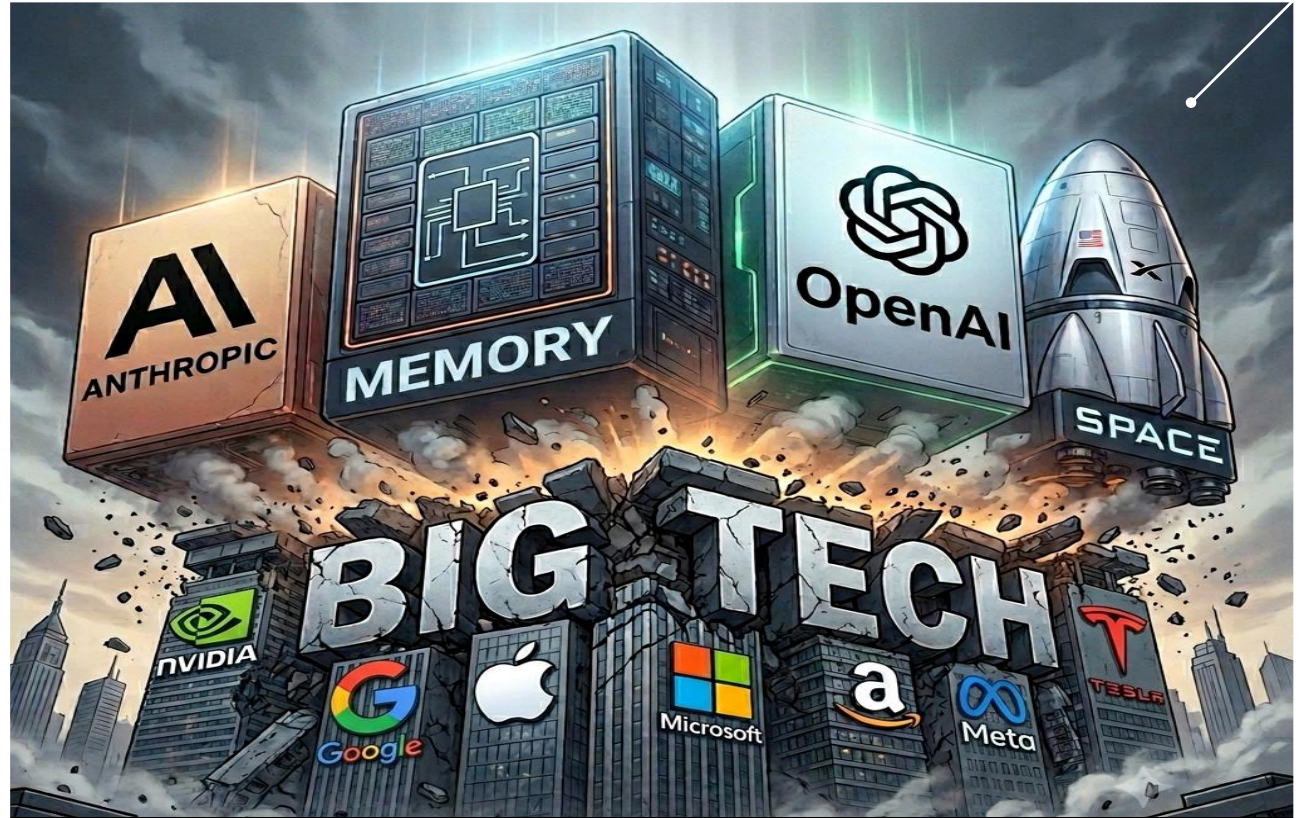
2026년 6월

글로벌주식팀

김중환 Analyst
joonghan1.kim@samsung.com

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



글로벌 플랫폼

빅테크, 잔혹한 상대 평가 시즌

시가 촉발한 가치 혼란의 시대, 빅테크도 예외는 아니다

안녕하세요. 삼성증권 리서치센터 김중한입니다.

M7은 오랫동안 왕좌를 지켜왔습니다. AI 시대에도 이들의 경쟁력은 여전합니다. 그러나 주가는 정체되고 있습니다. Valuation 또한 버블과는 거리가 멉니다. 오히려 벨류에이션 밴드의 하단을 벗어나지 못하고 있습니다. 도대체 무엇이 문제일까요?

현재 빅테크는 지갑을 여는 포지션입니다. 메모리 쇼크 우려마저 동반된 엄청난 규모의 투자이기에, 역설적으로 매크로 이슈에 취약합니다. 금리, 경기 등의 변수가 달라지면 중장기 수익성에 대한 가정도 함께 달라질 개연성이 커지기 때문입니다.

넘어야 할 산은 또 있습니다. 바로 상대 평가라는 전례 없는 허들입니다. 1) 반도체 Big 3처럼 빅테크보다 돈을 잘 벌거나, 2) 하반기 상장을 앞둔 오픈AI, 앤스로픽처럼 압도적인 성장을 보여주거나, 3) 스페이스X처럼 우주라는 초대형 테마를 독과점하는 기업들이 본격적으로 등장하기 시작했기 때문입니다.

이는 과거 빅테크가 겪어본 적 없는 시련입니다. 플랫폼 시대가 시작된 이후 오랜 기간 동안 체급 대비 압도적인 성장과 수익성을 지속적으로 증명해왔기 때문입니다. 빅테크에 필적하는 기업들의 등장은 그 자체로 빅테크 Valuation에 혼란을 주는 요인입니다.

이는 반도체 vs 기타로 양극화된 증시 속에서 기회비용을 높이는 요인입니다. 방향은 걱정되지 않지만, 속도가 아쉽다는 것이 현재 빅테크 투자의 최대 고민입니다. 알파벳처럼 프론티어 랩에 필적하는 AI 모델 개발 능력을 증명하는 케이스가 아니라면, 과거 플랫폼 전성기의 멀티플을 받는 것이 어려워지고 있기 때문입니다.

그러나 빅테크의 미래에 대해 비관할 필요는 없습니다. AI 시대 대형 인프라 구축 및 고도화라는 허들은 결코 낮지 않기 때문입니다. 재귀개선 사이클에 진입하며 가속화되는 AI 모델들의 성능을 감안하면 향후 대형 인프라를 선점한 빅테크의 전략적 중요도는 더욱 커질 가능성이 높습니다.

에이전틱 엔터프라이즈 모멘텀 또한 주목해야 합니다. 이미 1분기 호실적으로 증명된 트렌드는 시간이 지날수록 오히려 강화될 가능성이 높습니다. 적어도 펀더멘털 측면에서의 걱정은 제한적입니다.

당장은 혼란스럽지만, 빅테크의 인프라 투자가 정당화되는 구간이 오면 언제 그랬냐는 듯이 재평가 받을 가능성이 높습니다. 시장의 변동에 휩쓸리기보다 그 타이밍을 포착하기 위한 인내가 필요한 시기라는 판단입니다.

빅테크 주가 정체의 이유는?

개운하지 못한 퍼포먼스

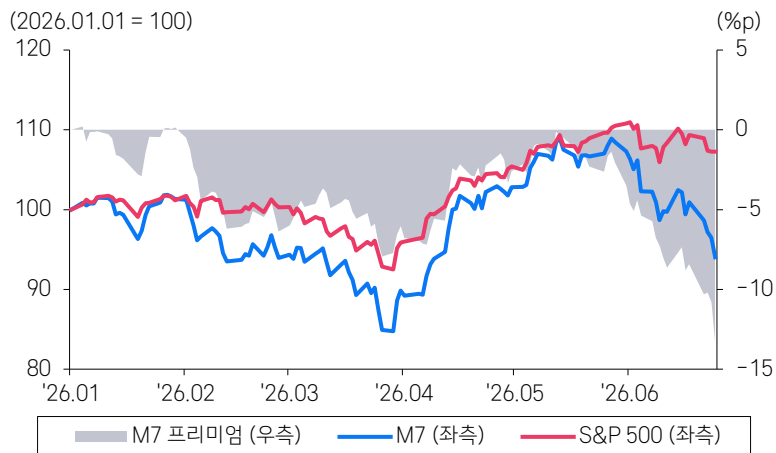
▶ M7은 연초 이후 시장 수익률을 13%p 하회하는 저조한 흐름

- 이는 M7 10년 평균 프리미엄(23%p)을 크게 하회하는 수준
- AI 사이클 강화라는 호재 속에서도 예상치 못한 구조적 역풍(메모리 쇼크, 금리 상승, 침체)으로 인한 수익성 훼손이 발생할 수 있다는 우려
- 1분기 호실적으로 증명된 에이전틱 엔터프라이즈 모멘텀에도 불구하고 Valuation 멀티플 확대에 어려움을 겪는 상황

▶ 특히 필라델피아 반도체 지수와 Valuation 괴리는 역대급

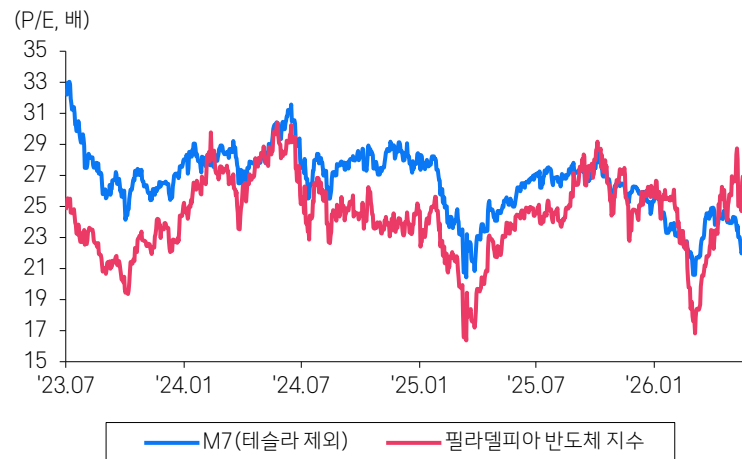
- (돈을 쓰는) 빅테크와 (돈을 받는) 반도체 기업들 간의 Valuation 역전 현상 심화
- 과거 플랫폼 벨류에 대한 프리미엄이 대량의 캐파 투자로 인한 시클리컬 로직에 잠식되는 것으로 판단

빅테크의 연초 이후 수익률은 시장을 언더퍼폼



참고: 6/25 종가 기준, 엔비디아, 알파벳, 애플, 마이크로소프트, 아마존, 메타, 테슬라 수익률 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

12M Forward P/E 비교: M7(테슬라 제외) vs 필라델피아 반도체 지수



참고: 6/25 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

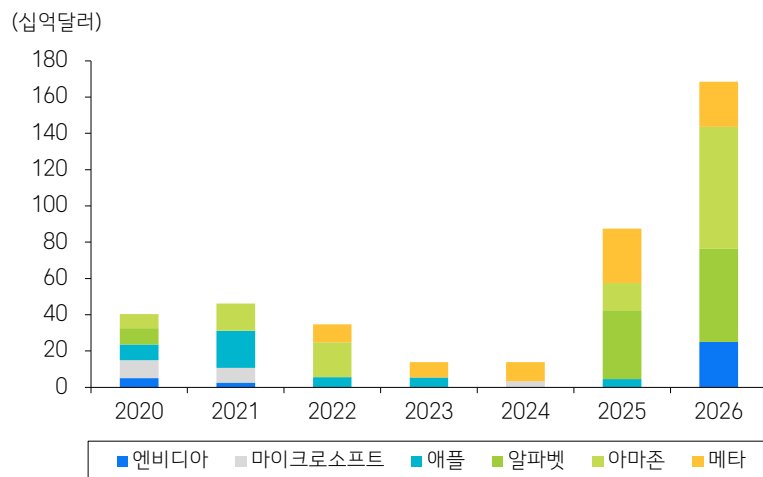
빅테크 주가 정체의 이유는?

1) 고금리 상황에서 전례 없는 투자 감행

▶ 너무 빠르면 무섭다

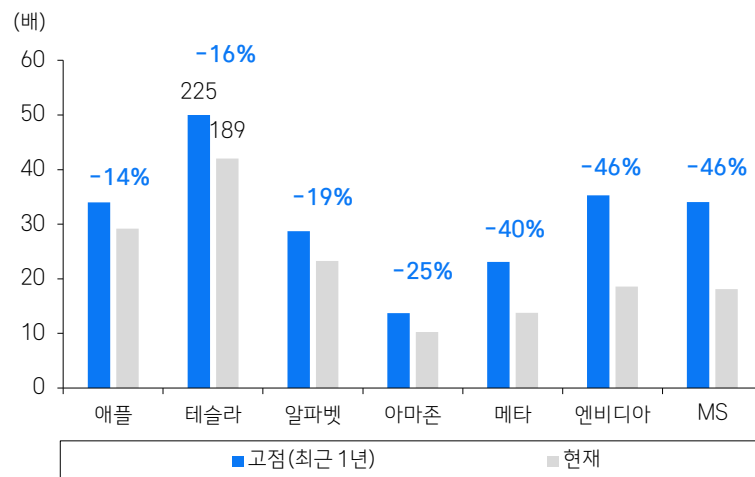
- 하이퍼스케일러 CapEx 추정치는 최근 더욱 가파른 상향세 지속
- 엔터프라이즈 시장 개화(코딩, 에이전틱 워크플로우)에 따른 전례 없는 수요를 충족하기 위한 공격적 투자
- 채권 발행, 유증으로 자금을 조달하며 현금흐름을 넘어서는 무리한 투자가 아니냐는 우려 점증
- 현재 상황에서의 리스크는 제한적이나 예상치 못한 외부 변수(메모리 쇼크, 금리 상승, 침체) 발생 시 취약해질 수 있다는 합리적 의심
- 실제로 빅테크중 대규모 인프라 투자 경쟁에서 멀어져 있는 애플의 경우 타 빅테크 대비 높은 멀티플 유지

연도별 빅테크 회사채 발행 금액 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

최근 1년 고점 대비 P/E 밸류에이션 하락 폭



참고: 6/25 종가, 12개월 선행 P/E 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

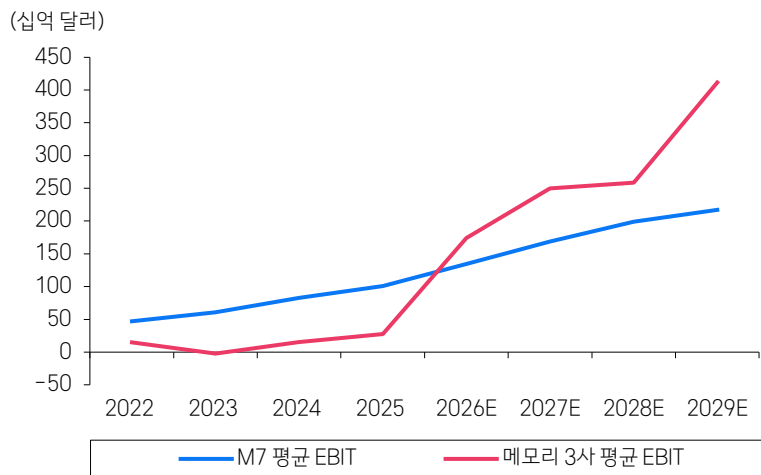
빅테크 주가 정체의 이유는?

2) 빅테크보다 잘버는 기업들의 출현

▶ 메모리 3사, 빅테크보다 잘 버지만 가격은 더욱 싸다

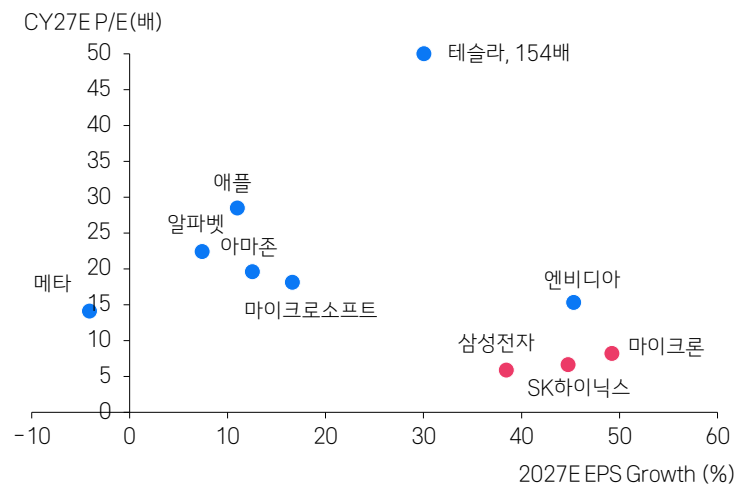
- 반도체 big3의 영업이익 평균은 M7 영업이익 평균을 역전하기 시작
- 금리 인상시 감내해야 하는 실적 불확실성은 낮은 반면, Valuation 측면에서는 아직도 빅테크 대비 낮은 수준
- 사이클 우려에 따른 디스카운트를 감안해도 금리 인상 우려 구간에서 메모리3사의 상대적 매력도가 커질 개연성은 충분
- AI 사이클이 예상보다 더욱 길어지거나, HBM의 ASIC화라는 로직이 강화될 경우 오히려 밸류에이션 격차는 추가로 좁혀질 가능성

빅테크와 메모리 3사 평균 영업이익: 2026년 반도체 big3가 역전



자료: Bloomberg, 삼성증권

빅테크와 메모리 3사 P/E-EPS growth 비교



참고: 6/25종가기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

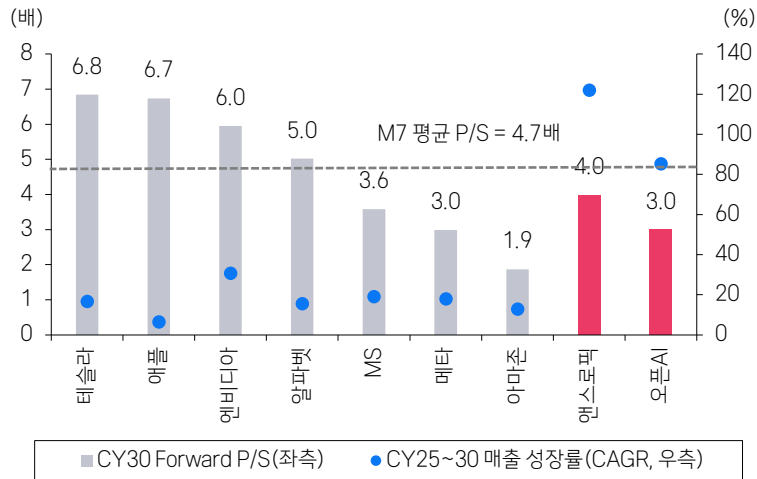
빅테크 주가 정체의 이유는?

3) 상장을 앞둔 AI 프론티어 하우스(오픈시, 앤스로픽)

▶ 역사상 가장 빠르게 성장하는 기업들의 출현

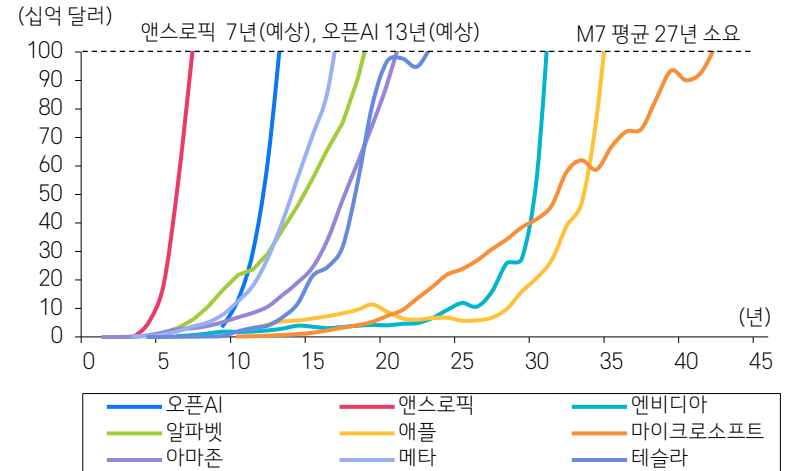
- 매출액 1,000달러 달성에 소요된 시간: 오픈시 약 13년(예상), 앤스로픽 약 7년(예상) vs 빅테크 평균 27년
- 시가총액 1조 달러 달성에 소요된 시간: 오픈시 약 11년, 앤스로픽 약 5년 vs 빅테크 평균 29년
- 현재와 같은 가파른 기업 가치 증가가 지속될 경우 스페이스X처럼 빅테크 시가총액을 역전하는 케이스 발생 가능

AI 프론티어 기업과 빅테크의 매출 성장률 및 PSR Valuation 비교



참고: 6/25 종가 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권

설립 이후 1,000억 달러 매출 달성에 걸린 시간은?



자료: Bloomberg, 삼성증권

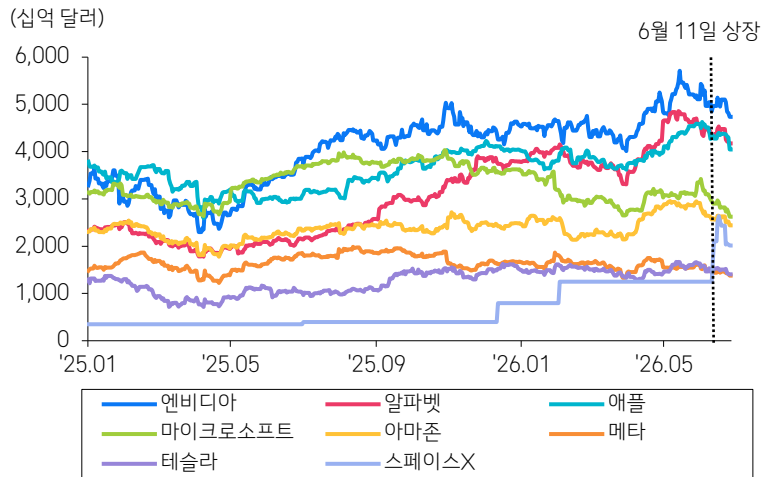
빅테크 주가 정체의 이유는?

4) 초대형 테마(ex. 우주)를 독과점하는 기업의 출현

▶ 빅테크도 경쟁하기 어려운 거대 시장의 개화

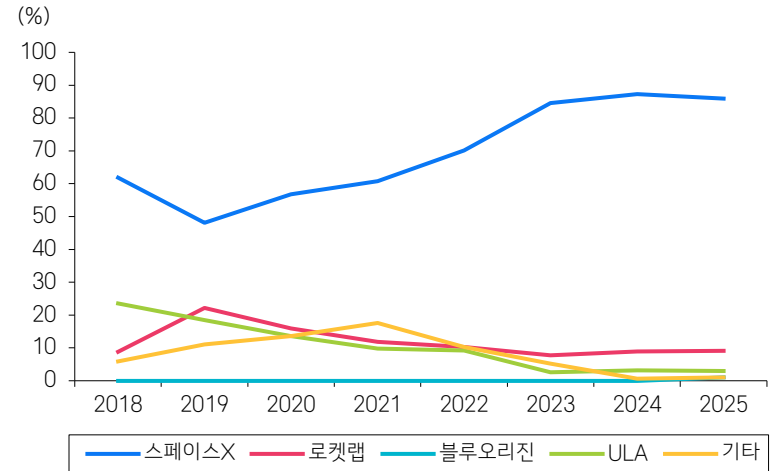
- 재활용 발사체, 휴머노이드 등 빅테크와 차별화되는 독보적인 기술력을 구축한 기업들이 부각
⇒ 성장 내러티브 관점에서 기존 빅테크들의 상대적인 매력 감소
- 장기적으로 우주 데이터센터 같은 핵심 인프라 독과점에 성공할 경우 지상 데이터센터 중심의 빅테크 Valuation 멀티플에 부정적 영향 우려

스페이스X와 M7 시가총액 비교



참고: 6/25 종가 기준, 스페이스X 상장 이전에는 비상장 기업 가치 기준으로 산정
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 발사체 시장 점유율: 2025년 기준 스페이스X 86%



참고: 연간발사횟수를 기준으로 산정
자료: Bloomberg, 삼성증권

5) 대형 IPO에 따른 수급 불확실성

▶ 대형 IPO, 호재보다는 악재?

- 미국의 헤지펀드는 스페이스X 편입 자원 마련을 위해 빅테크 종목을 매도한 것으로 보도 (JP Morgan 프라임 브로커리지 데이터 인용)
- 향후 패시브 펀드 편입 시 포트폴리오 리밸런싱 불가피. 락업 물량 해제와 함께 지수 편입에 필요한 금액이 커질 가능성

▶ 오픈시, 앤스로픽 등 남아 있는 IPO 일정 역시 빅테크 수급과 밸류에이션에 잠재적 부담 요인

- 양사 모두 빠르면 올해 가을 IPO 추진 예정. 약 1조 달러 전후 기업 가치로 최소 600달러 이상 조달할 것으로 예상
- 기존 빅테크 기업이 프론티어시 대체 투자처 역할도 수행한 만큼 상장 이후 프리미엄 희석될 우려도 존재

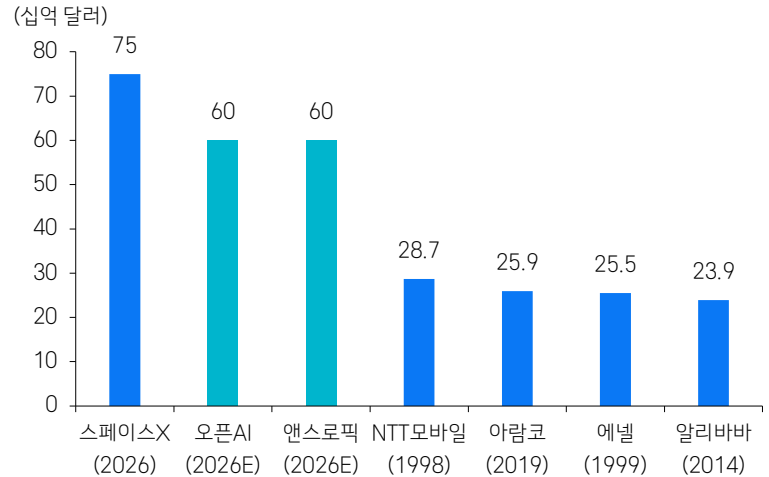
스페이스X 유통 비중별 나스닥 100에 반영되는 시가총액

날짜	유통 비중	지수 산정 시 반영되는 시가총액	비고
6/12	5%	3,000억 달러	- 나스닥 100은 유통 비중 33% 미만인 종목에 대해 실제 유통 주식수의 최대 3배까지 지수 산정에 반영
8월	25%	1조 5,000억 달러	- 8월 2Q 실적 발표 후 20% 물량 해제
조건부	35%	2조 달러	- 2Q 실적 발표일 포함 직전 10거래일 중 5일 이상 IPO 가격의 30% 상회시 10% 물량 해제
8/20	42%	2조 달러	- IPO 이후 70일 경과시 7% 물량 해제
9/9	49%	2조 달러	- IPO 이후 90일 경과시 7% 물량 해제
9/24	56%	2조 달러	- IPO 이후 105일 경과시 7% 물량 해제
10/9	63%	2조 달러	- IPO 이후 120일 경과시 7% 물량 해제
10/24	70%	2조 달러	- IPO 이후 135일 경과시 7% 물량 해제
11월	98%	2조 달러	- 11월 3Q 실적 발표 이후 28% 해제

시가총액이 온전히 반영되는 시점

참고: 시가총액은 2조 달러를 유지한다고 가정
자료: Bloomberg, 삼성증권

역대 IPO 자금 조달 규모 Top 7



참고: 과거 IPO 종목들은 물가 상승률을 반영한 값. 오픈시, 앤스로픽은 최근 보도 예상치 기준
자료: Visualcapitalist, 삼성증권

대외 변수에도 흔들리지 않는 실적

▶ 엔터프라이즈 수요 급증에 따른 컴퓨팅 부족 현상 심화. GPU 임대 가격도 지속 상승하는 흐름

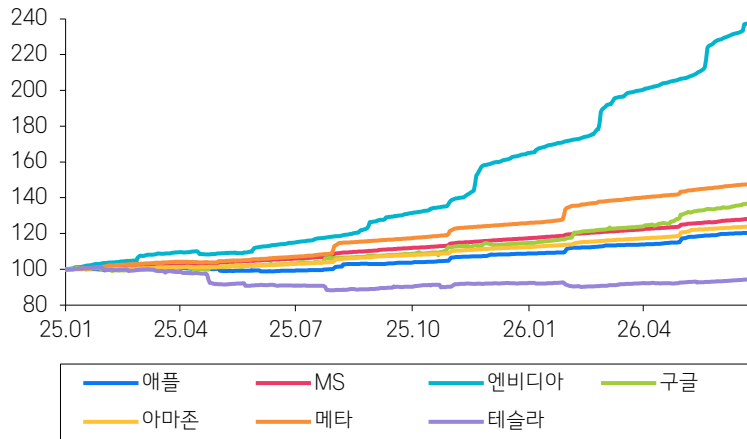
- 보수적인 캐파 확장 기조를 유지하던 엔스로픽마저 최근 2달간 수건의 대규모 컴퓨팅 계약 체결
- GPU 임대 가격 인상에 따라 하이퍼스케일러들의 추가적인 매출 업사이드 및 마진 방어 기대감 유효

▶ 내러티브가 숫자에도 반영되기 시작

- 아마존과 구글은 1분기 호실적 이후, CapEx 투자를 상회하는 실적 기대감이 컨센서스에 반영되기 시작
- 테슬라는 자체 반도체 프로젝트 투자 비용 확대, ESS 출하량 감소 영향으로 EPS 하락 추세

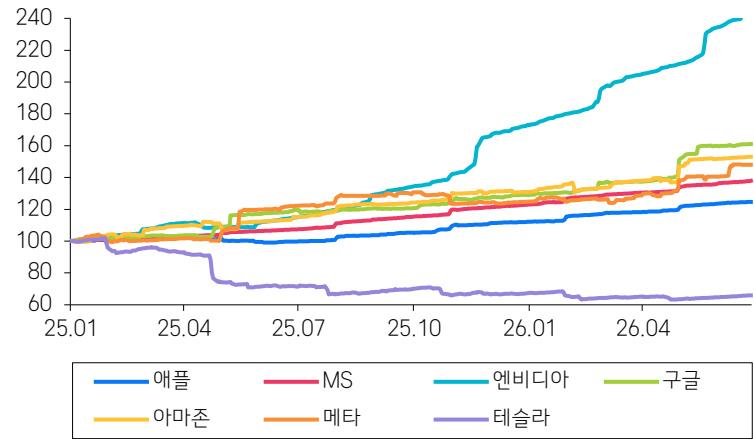
M7 매출 추정치 변동 추이

(2025.01.01=100)



M7 EPS 추정치 변동 추이

(2025.01.01=100)



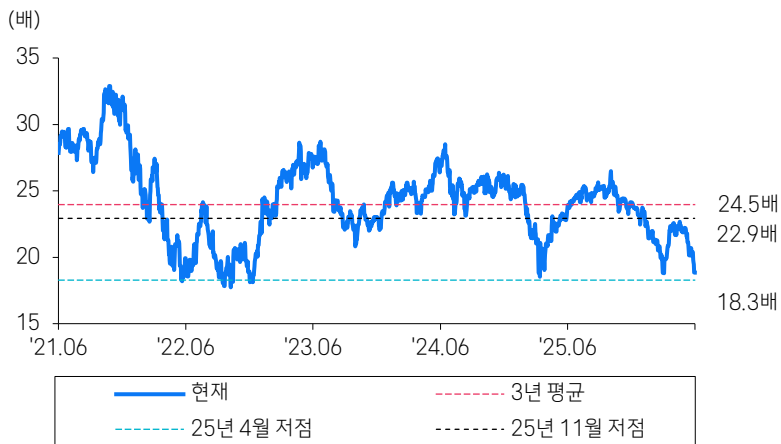
참고: 6/25 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

참고: 6/25 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

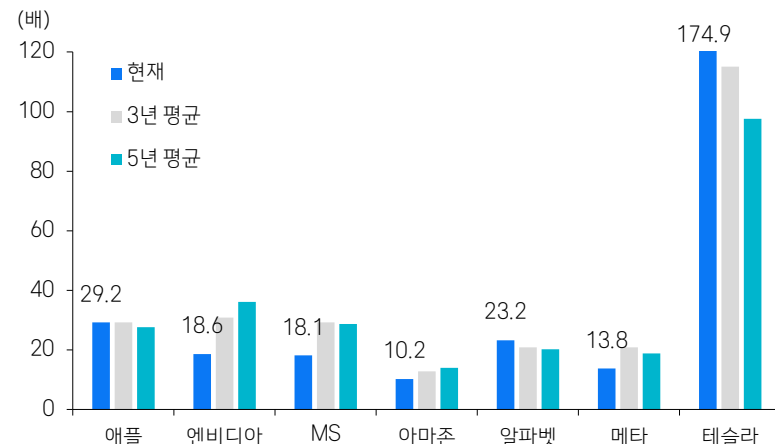
M7 밸류에이션 점검: 분명히 싸기는 한데...

- ▶ **M7(테슬라 제외) 평균 밸류에이션은 한때 '25년 4월 저점(18.3배) 수준까지 하락한 후 현재 18.8배에 도달**
 - 3년 평균(24.5배)과 '25년 11월 저점(22.9배)을 하회하며 저평가 매력도가 부각되는 국면 진입
 - 구조적인 디레이팅 우려에도 불구하고 엔터프라이즈 모멘텀을 감안하면 매크로 쇼크 시 저점인 18배를 하회할 가능성은 제한적
- ▶ **개별 기업들의 밸류에이션도 매력적인 상황. 테슬라, 애플 등을 제외하면 대부분 밸류에이션 밴드 하단에 위치**
 - AI 하드웨어 비용 전가와 부채 확대에 따른 자금 조달 우려로 인해 AI 인프라 플레이어가 시장에서 소외된 영향
 - 메타는 1분기 호실적에도 불구하고 장기적인 CapEx 회수 우려가 주가의 상방의 제한
 - 알파벳은 최근 핵심 인재들의 이탈(노암 샤지어, 존 점퍼), Gemini 모델 경쟁력에 대한 우려가 부각되며 프리미엄 일부 반납

M7(테슬라 제외) 밸류에이션 추이



M7 현재 밸류에이션 (vs 3년 평균, 5년 평균)



참고: 6/25 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

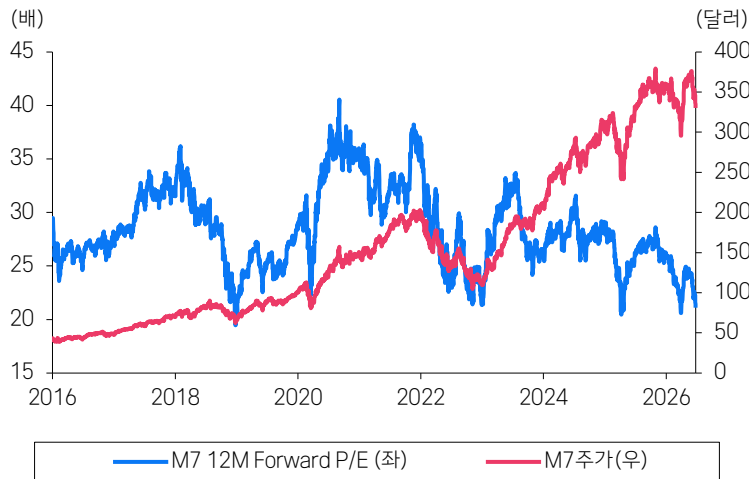
참고: 6/25 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

멀티플은 아쉽지만 돈으로 극복 가능

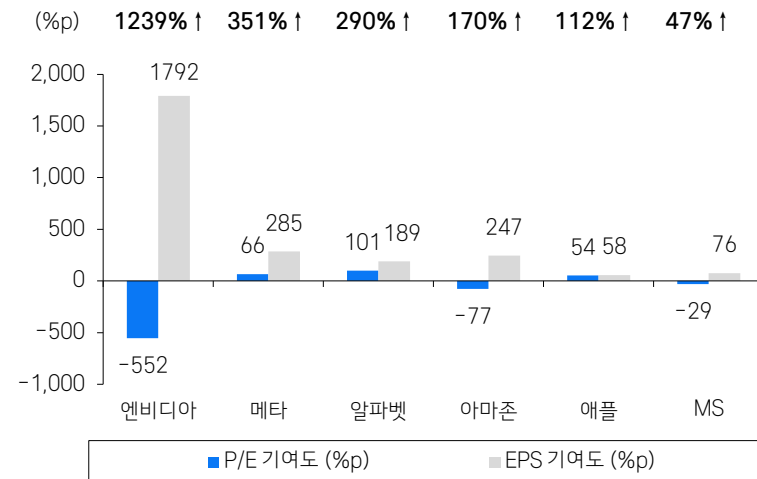
▶ 2023년 AI 사이클이 시작된 이후 멀티플보다 EPS 상승이 빅테크의 주가 상승을 견인

- M7 주가 상승 기여도는 EPS 성장 202%p, PER 디레이팅 -5%p (= 수익률 197%)
- AI 사이클 시작 이후 EPS 기여도가 M7 주가 상승을 전부 견인
- 멀티플 챌린지에도 불구하고 탑라인 고성장, 토큰 비용 최적화에 따른 수익성 개선이 주가 상승을 견인할 것으로 전망

M7(테슬라 제외) 밸류에이션과 주가 추이



GPT 등장 이후 M7(테슬라 제외) 주가 상승의 기여도 분석



참고: 6/25 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

참고: 2023년 초부터 현재까지 주가상승률. 주가상승률(%) = P/E 기여도(%p) + EPS 기여도(%p)
자료: Bloomberg, 삼성증권

엔터프라이즈 AI, 코딩을 넘어 업무 전반으로 확산

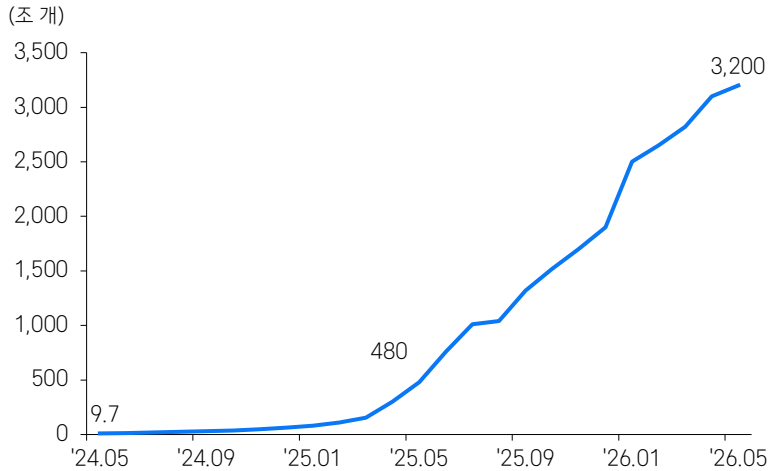
▶ 구글와 앤스로픽의 모든 지표들은 엔터프라이즈 모멘텀의 폭발을 시사

- 구글 토큰 처리량은 5월 기준 3,200조 개로 전년 동월 대비 약 7배 이상 증가. 클라우드 백로그는 4,600 억 달러로 급증 (vs. 4Q 2,400 억 달러)
- 앤스로픽 ARR 매출은 '25년 말 90억 달러에서 올해 5월 기준 470억 달러로 급증

▶ 코딩은 현재 엔터프라이즈 AI 모멘텀을 견인하는 핵심 분야. 향후 금융, 의료, 마케팅 등 업무 영역 전반으로 확산될 전망

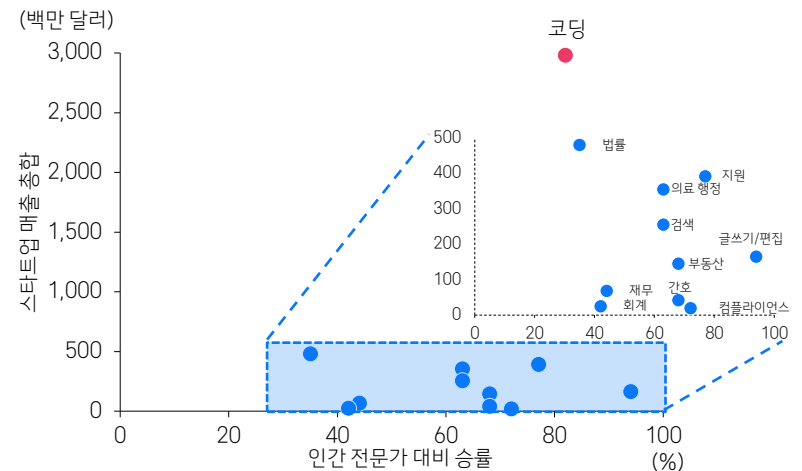
- 앤스로픽은 AI 도입이 확대될 차기 엔터프라이즈 영역으로 금융 산업을 지적. 실제로 금융은 앤스로픽 매출액 비중이 두 번째로 높은 산업
- 모델이 모델을 만드는 사이클 도래로 성능 증가 속도가 비약적으로 상승 → AI 도입 영역이 코딩을 넘어 업무 전반으로 확대될 것으로 기대

구글 월간 토큰 처리량 추이



자료: Google, 삼성증권

각 분야 특화 AI 스타트업들의 매출액 총합 및 분야별 모델 성능



자료: A16Z, 삼성증권

막대한 CapEx를 지지하는 클라우드 성장률과 RPO

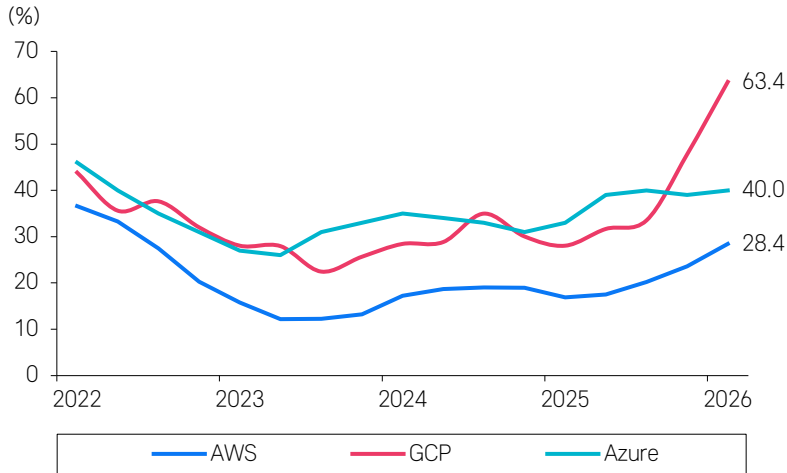
▶ 하이퍼스케일러 3사 클라우드 매출액은 모두 성장세 가속화 국면 진입

- 알파벳은 컨콜에서 컴퓨트 제약이 클라우드 매출 상방을 제한했다고 코멘트. 수요를 모두 충족했다면 더 높은 성장률 달성했음을 시사
- 마이크로소프트는 상반기 대비 하반기 Azure의 완만한 가속 성장을 전망

▶ 1분기 하이퍼스케일러 3사의 클라우드 백로그 증가율은 +197% YoY (vs CapEx 증가율 76.1% YoY)

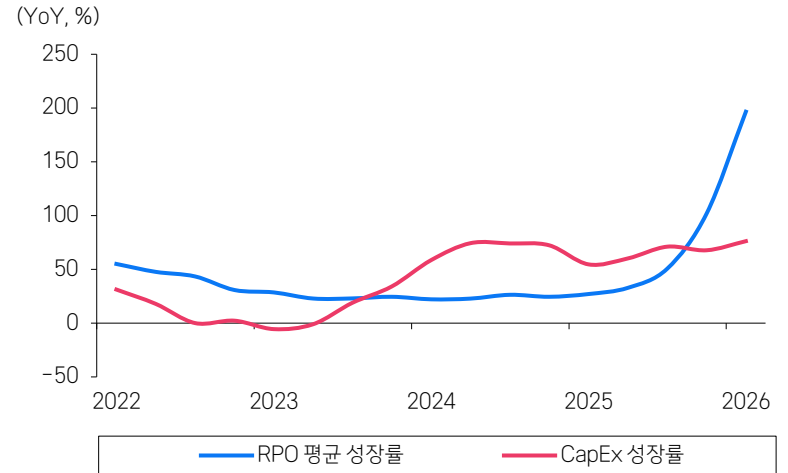
- 1분기 RPO 기준: 마이크로소프트 6,270억 달러(+99% YoY), 알파벳 4,600억 달러(+398% YoY), 아마존 3,640억 달러(+92.6% YoY)
- 아마존 RPO는 엔스로픽 1,000억 달러 약정 미포함된 수치 → 포함 시 하이퍼스케일러 3사 평균 백로그 증가율은 +214% YoY

클라우드 3사 클라우드 성장률(YoY)



자료: 각사, 삼성증권

클라우드 3사 백로그는 CapEx 증가 속도를 상회



자료: 각사, 삼성증권

부족하지 않은 총알

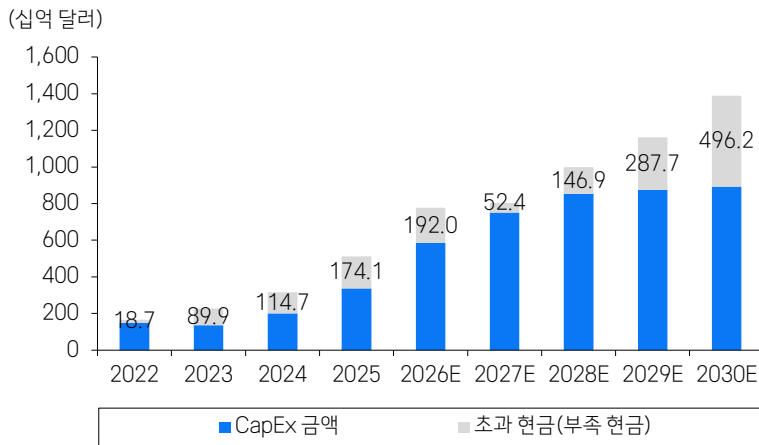
▶ 막대한 현금을 보유한 하이퍼스케일러도 AI 인프라 투자를 위해 부채 활용 자금 조달 시작. 알파벳은 지분 조달도 진행

- '26년 알파벳 510억 달러, 아마존 670억 달러, 메타 250억 달러 부채 조달 완료
- 알파벳은 총 850억 달러 규모 증자 계획 발표. 의무전환우선주와 보통주 발행. ATM 프로그램도 진행. 버크셔의 100억 달러 사모 투자 포함

▶ 시장의 우려와 달리 빅테크의 투자 자원 조달 여력은 충분할 것으로 전망

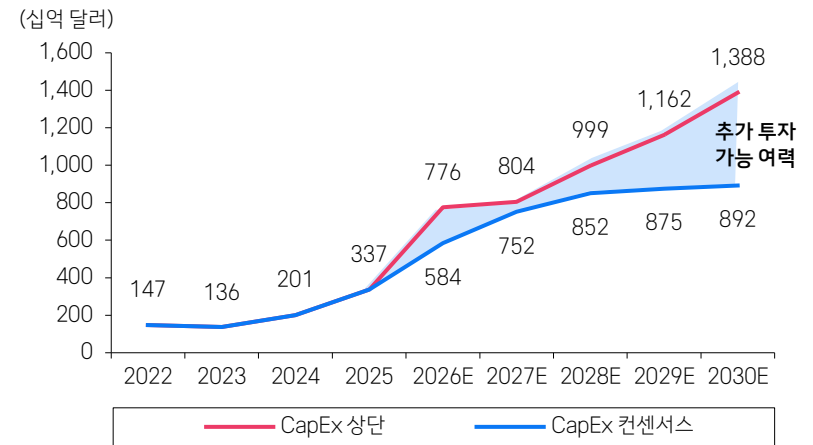
- 2026년 투자 집행 후 초과 현금액은 알파벳 674억 달러, 마이크로소프트 604억 달러, 아마존 515억 달러, 메타 127억 달러 전망
- 물론 현실적으로 초과 현금 전액이 AI CapEX로 전환 가능한 것은 아님. 그러나 누적 금액 증가가 예상된다는 점은 충분히 긍정적
- 추가 자금 조달(부채, 유증), 엔터프라이즈 고성장, 사모 펀드와의 합작사 설립 옵션 등을 감안하면 실제 조달 여력은 더욱 클 것으로 전망

빅테크 4사: 연간 CapEx 금액을 상회하는 투자 자원 조달 가능 (~2030)



참고: 투자자원 산식은 [영업활동 현금 흐름 + 차입금 순증 + 유상증자액 - 배당금 - 자사주 매입액]
 빅테크 4사는 알파벳, 마이크로소프트, 아마존, 메타
 자료: Bloomberg, 삼성증권

빅테크 4사 컨센서스 대비 연간 CapEx 상단 수치(~2030)



자료: Bloomberg, 삼성증권

AI 순환 출자 구조와 함의

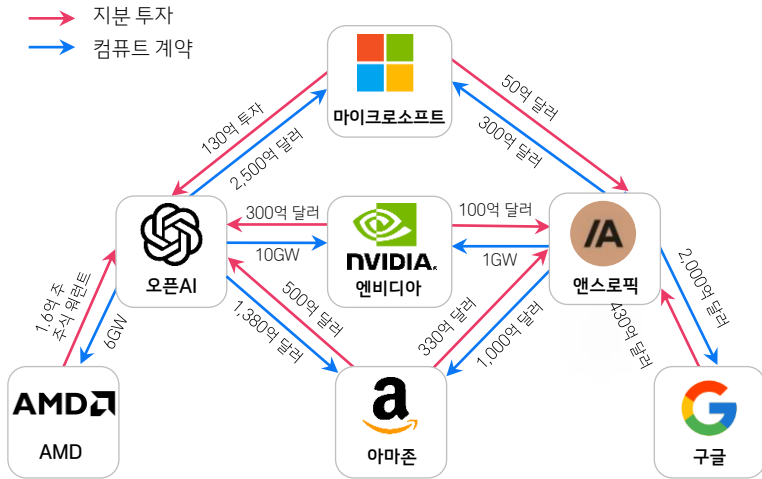
▶ 빅테크-AI 네이티브 기업 간 순환 출자 구조가 클라우드 수요 건전성 논란 촉발

- 빅테크들이 AI 네이티브 기업에게 투자하고, AI 네이티브는 그 돈으로 빅테크와 다년 컴퓨팅 계약 체결하는 구조
- AI 네이티브 기업들이 자생적으로 컴퓨팅 계약을 체결할 수 있도록 지원. 장기 컴퓨팅 수요를 확보하기 위한 목적

▶ 논란 해소는 외부 매출을 통해 컴퓨트 비용을 온전히 충당 가능한지 여부가 결정할 것

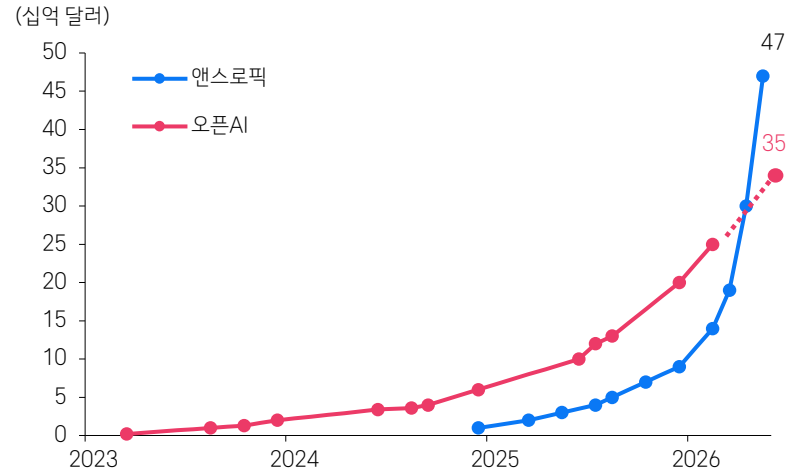
- 현재 오픈AI와 앤스로픽의 매출액은 엔터프라이즈 모멘텀을 타고 빠르게 증가. 앤스로픽은 2분기 영업 흑자 전망 보도도 존재
- 향후 남아 있는 모멘텀(피지컬 AI, 신약 개발)을 감안 시 실질적인 리스크로 확대될 가능성은 제한적이라고 판단

AI 순환 투자 도식도



자료: 삼성증권

오픈AI, 앤스로픽 ARR 매출액 추이



참고: 오픈AI는 언론 보도 기준을 바탕으로 역산한 수치
 자료: 언론 종합, 삼성증권

스페이스X 컴퓨팅 임대 계약의 시사점

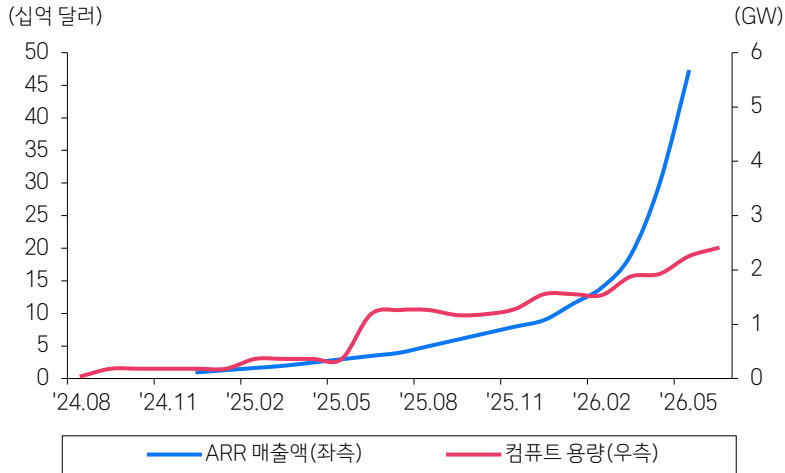
▶ 앤스로픽과 알파벳의 스페이스X 데이터센터 임대 소식은 인프라 사업자의 우위를 보여주는 사례

- 보수적인 캐파 확장 기조를 유지해온 앤스로픽과 AI 인프라를 이미 보유한 알파벳이 잠재적 경쟁사 스페이스X로부터 컴퓨트를 임대
- 상호간의 90일 전 계약 해지를 통지할 수 있는 권리 조항이 포함. 컴퓨트 병목 상황에서 앤스로픽과 알파벳에게 불리한 조항
- 스페이스X는 해당 조항으로 인해 1) 모델 개발 또는 2) 임대 사업 중 필요에 따라 계약 해지 가능

▶ 컴퓨팅 병목 내러티브는 이미 가격에 전가 중. 신형 GPU뿐 아니라 구형 GPU도 가격 상승 흐름 지속

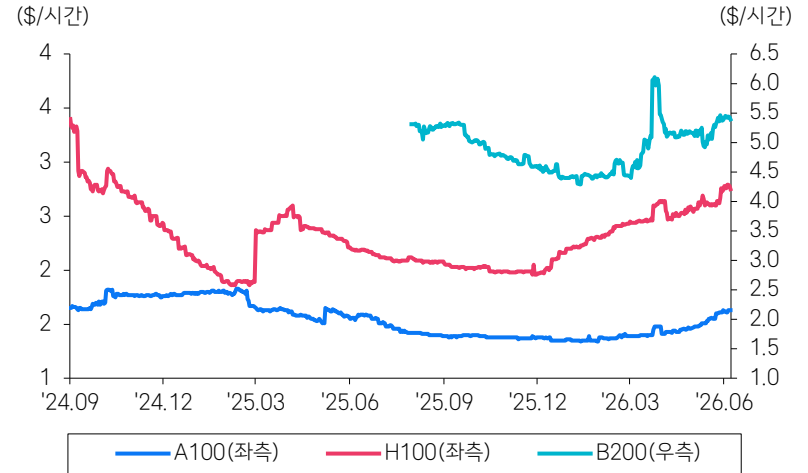
- B200 스팩가 '25년 말 \$4.4/hour → '26년 6월 \$5.39/hour. 동일 기간 H200 스팩가 \$2.2/hour → \$2.75/hour

앤스로픽 캐파와 ARR 매출 비교



자료: EpochAI, 언론 종합, 삼성증권

GPU 임대 스팩가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

엔터프라이즈 모멘텀이 가른 플랫폼의 운명

▶ B2B 플랫폼과 B2C 플랫폼 간의 주가 퍼포먼스 차이 극명

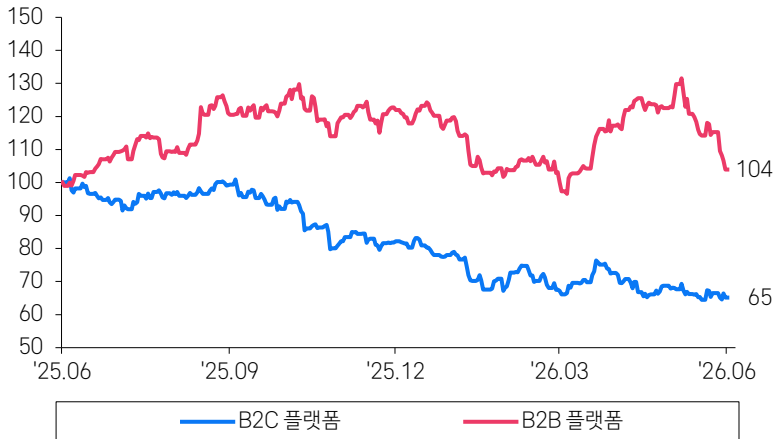
- 1년 주가 수익률: 넷플릭스 -46%, 우버 -22%, 스포티파이 -44%, 메르카도리브레 -37%, 도어대시 -27% 하락
- 상대적인 펀더멘탈 매력도 반영. B2C 플랫폼의 EPS 추정치는 전년 대비 -7% 감소한 반면 B2B 플랫폼은 31% 증가

▶ 특히, B2C 플랫폼들의 밸류에이션은 EPS 하향 수준보다 더 큰 폭으로 하락

- B2C 플랫폼 사업의 성숙기 사이클 진입 + AI 전환에 따른 비용 증가 우려 + AI의 OS화로 인한 플랫폼의 백엔드화 우려
- 반면 엔터프라이즈 AI 도입 확산기에 진입함에 따라 B2B 플랫폼의 성장 가시성은 뚜렷해지는 국면

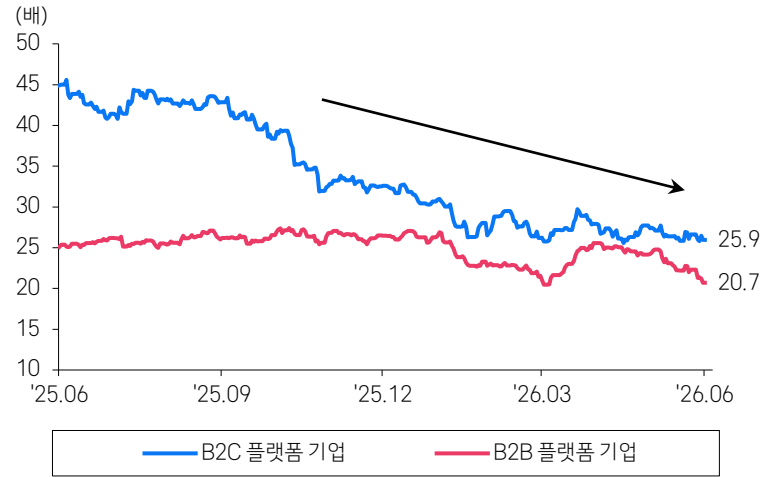
1년 주가 퍼포먼스 비교: B2C 플랫폼 기업 vs B2B 플랫폼 기업

(2025.06.26 기준 =100)



참고: B2C 플랫폼 기업은 넷플릭스, 우버, 스포티파이, 메르카도리브레, 도어대시
B2B 플랫폼 기업은 알파벳, 마이크로소프트, 아마존, 오라클, 팔란티어
자료: Bloomberg, 삼성증권

12M Forward P/E 비교: B2C 플랫폼 기업 vs B2B 플랫폼 기업



참고: B2B 플랫폼에서 팔란티어는 제외
자료: Bloomberg, 삼성증권

기업들의 AI 사용 비용 통제 이슈

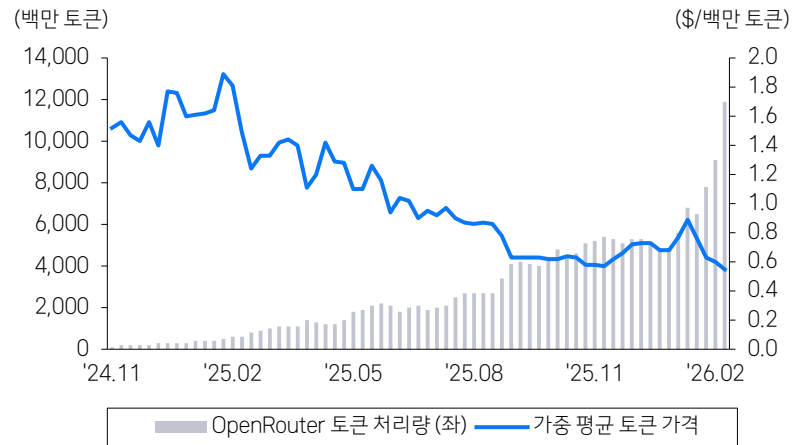
- ▶ **엔터프라이즈 AI 비용 폭증으로 인해 기업들이 토큰 사용량을 통제하기 시작** → ‘토큰 맥싱’에서 ‘토큰 이코노믹스’로 초점 이동
 - 메타는 직원별, 부서별로 토큰 사용 한도 도입 추진. ‘AI Gateway’를 구축해 모델별 사용량과 비용을 추적할 예정
 - 마이크로소프트는 엔터프라이즈 사용자의 비용 부담을 완화시키기 위해 코파일럿 코워크에 딥시크 모델 도입 검토 중
- ▶ **업무 난이도별로 사용되는 AI 모델이 다양해지는 ‘모델의 계층화’ 현상이 나타날 것**
 - 단순 반복 업무에는 가성비 모델, 복잡한 기업용 업무에는 고성능 모델 활용
 - 프론티어 기업들도 가성비 모델 전략을 병행할 것으로 전망 (ex. Gemini Flash, GPT-mini)
 - 가성비 모델은 엔터프라이즈 AI 산업의 확산을 가속화 → 토큰 수요량 증가 속도 > 가격 하락 속도 (= 제본스의 역설)

AI 사용량 통제에 나선 기업들

마이크로소프트	<ul style="list-style-type: none"> • 내부 도입한 Claude Code를 기획자, 디자이너까지 사용하며 비용 증가 • 특정 조직의 Claude Code 사용을 GitHub Copilot CLI로 전환 유도
아마존	<ul style="list-style-type: none"> • 직원 토큰 사용량 리더보드 ‘KiroRank’ 운영 중단 • 실제 서비스 배포와 생산성 기여도를 중심으로 평가하도록 지표 변경
메타	<ul style="list-style-type: none"> • 내부 메모에 따르면 직원별, 부서별로 토큰 사용 한도 도입 추진 • 코딩 업무도 외부 모델보다 사내 AI 사용을 유도하는 방안 병행
우버	<ul style="list-style-type: none"> • 2026년 연간 AI 코딩 도구 예산을 약 4개월 만에 소진 • 모든 직원에게 Cursor 등 에이전틱 코딩 도구에 월 1,500달러 한도 부과

자료: 언론 종합, 삼성증권

토큰 처리량이 토큰 가격 하락보다 빠르게 증가



참고: 토큰 가격은 OpenRouter 플랫폼에서 사용된 LLM 모델들의 100만 토큰당 평균 단가로 산정
자료: OpenRouter, 삼성증권

슈퍼스타들의 프론티어랩 러시 (Feat. 재귀 개선)

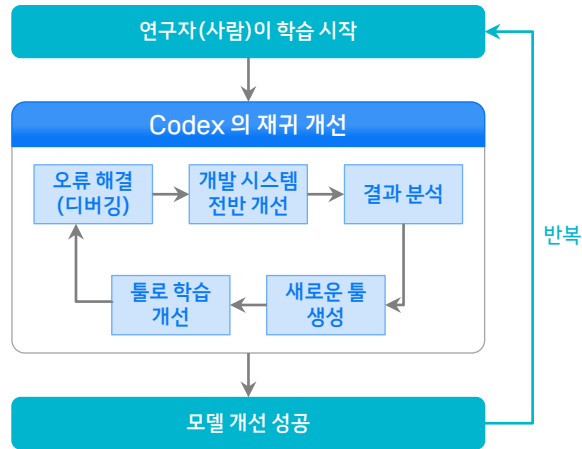
▶ 최정상 AI 연구자들이 프론티어 랩으로 합류하며 빅테크들의 AI 경쟁력 훼손 우려 점증

- 안드레 카파시(오픈AI 창업 멤버, 테슬라 FSD 총괄) → 앤스로픽 합류
- 노암 샤지어(트랜스포머 아키텍처 공동 개발, Character.AI 구글 인수 이후 Gemini 성능 개선 기여) → 오픈AI 합류
- 존 점퍼(딥마인드, 알파폴드 핵심 설계자이자 노벨 화학상 수상자) → 앤스로픽 합류

▶ Claude Opus 4.6 부터 재귀개선 학습 방식이 본격화 → 모델 성능이 가파르게 상승

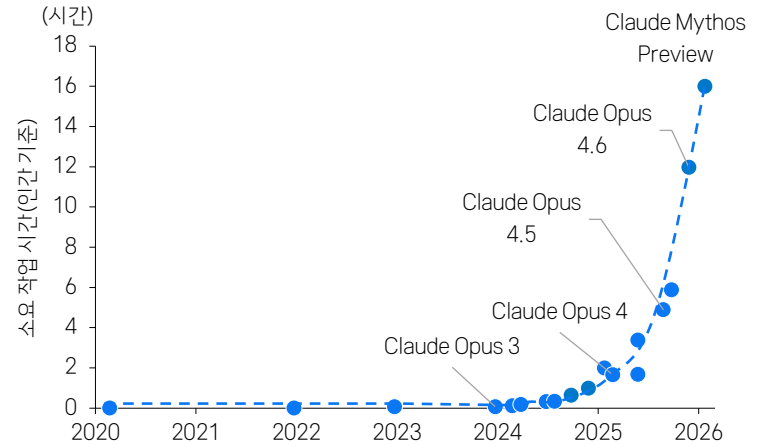
- 코딩 에이전트 성능 개선을 통한 재귀개선은 앤스로픽뿐 아니라 모든 프론티어 랩들의 지향점
- 향후 모델 및 제품 출시 사이클은 더욱 짧아질 것이고, AI가 주도하는 다양한 산업의 변화도 가속화될 전망

오픈AI가 공개한 Codex 재귀 개선 방식



자료: Toward AI, 삼성증권

AI 모델이 수행 가능한 작업 시간: Opus 4.6부터 가파른 상승



참고: AI 모델이 수행 가능한 작업 시간 = 장기 에이전트 성능 척도
자료: METR, 삼성증권

앤스로픽 Mythos급 모델, 지능은 돈이 된다

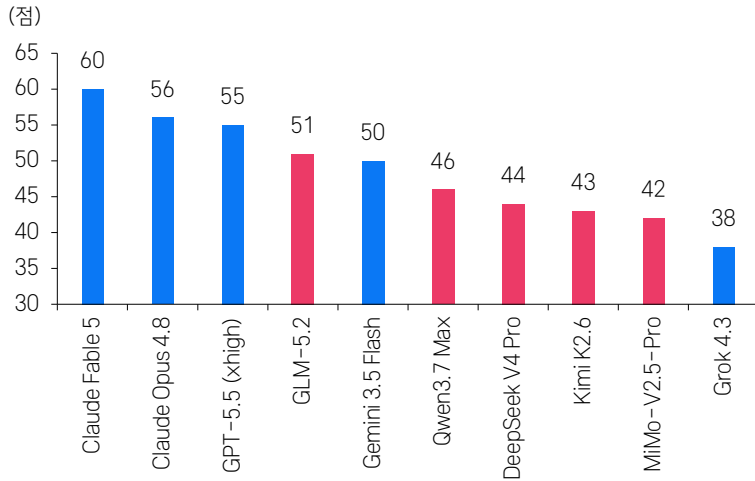
▶ 앤스로픽은 Mythos Preview 공개 이후 2달 만에 안전 장치를 탑재한 일반 유저용 버전 'Claude Fable 5' 출시

- 소프트웨어 엔지니어링, 지식노동, 비전, 과학 연구 등 대부분 벤치마크에서 SOTA급 성능을 달성
- Fable 5 API 가격은 인풋 10달러/백만 토큰, 아웃풋 50달러/백만 토큰(vs Opus 4.8 대비 인풋, 아웃풋 모두 2배 수준)

▶ 높은 성능에 높은 가격 프리미엄 부여. 종량제로 전환됨에 따라 수익성이 더욱 가파르게 증가할 전망

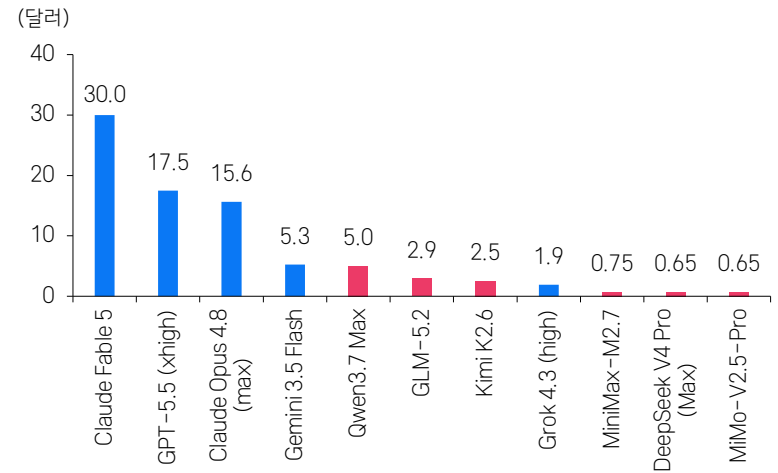
- 앤스로픽은 6월 23일 이후 유료 구독자의 Fable 5 모델 사용을 무료에서 종량제로 전환 예정
- 고부가가치 엔터프라이즈 영역(금융, 신약 개발 등)으로의 보급 확대를 통해 수익성 확보 전략 추진

프론티어 모델 지능 순위 비교: 미국(파란색), 중국(빨간색)



자료: ArtificialAnalysis, 삼성증권

프론티어 모델 API 가격 비교: 미국(파란색), 중국(빨간색)



참고: Input: Output = 1:1 비율로 API 평균 가격 산정
자료: ArtificialAnalysis, 삼성증권

중국 AI의 추격, 향후 지속 가능성은?

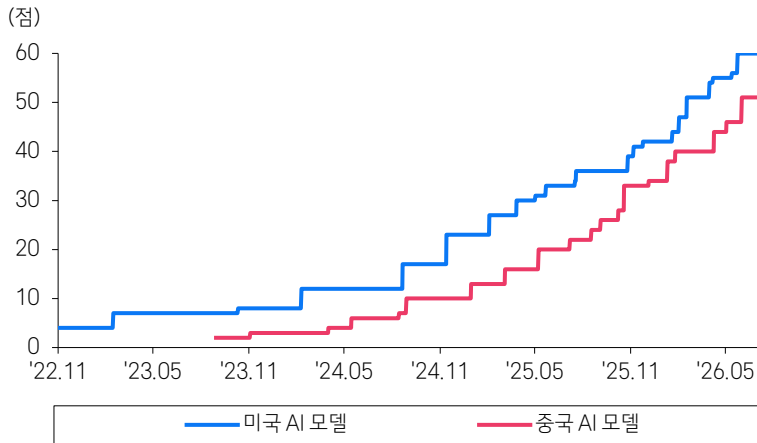
▶ 현재 미국 AI 모델과 중국 AI 모델 간의 성능 격차는 약 3개월

- 컴퓨팅 성능 차이에도 불구하고 소프트웨어 최적화 기술을 바탕으로 성능 격차를 6개월에서 3개월로 축소
- 실제 B2C 개발자 플랫폼에서 '적당한 성능에 저렴한 비용'을 앞세운 중국 AI 모델 사용량이 증가하고 있는 상황
- 최근 Z.ai의 GLM-5.2의 경우 프론티어 랩에 근접하는 코딩 성능과 높은 가성비로 성능 제2의 딥식 쇼크로 평가

▶ AI가 재귀적 자기 개선(RSI) 사이클로 진입함에 따라 컴퓨팅 자산이 핵심 변수로 부상

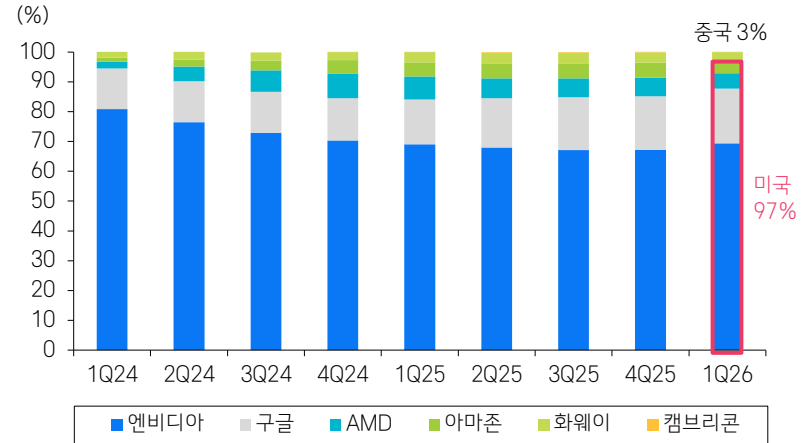
- 모델 개발 속도가 비약적으로 증가하는 만큼 이를 지지하는 컴퓨팅 성능과 공급 여력이 핵심이 될 것
- 미국의 반도체 수출 규제로 인해 양국간의 하드웨어 격차가 더욱 벌어지고, 이는 모델 성능 격차 확대로 연결될 가능성

미국, 중국 AI 성능 격차: 기존 6개월 → 3개월로 축소



참고: AA Intelligence Index 기준 지능 점수로 비교
자료: Artificialanalysis, 삼성증권

주요 AI 가속기 출하량 기준 누적 연산 능력: 미국 97%, 중국 3%



참고: 주요 AI 칩의 출하량을 엔비디아 H100-equivalent로 환산한 누적 성능 수치
자료: EpochAI, 삼성증권

AI 모델, 미국의 전략적 핵심 자산으로 격상

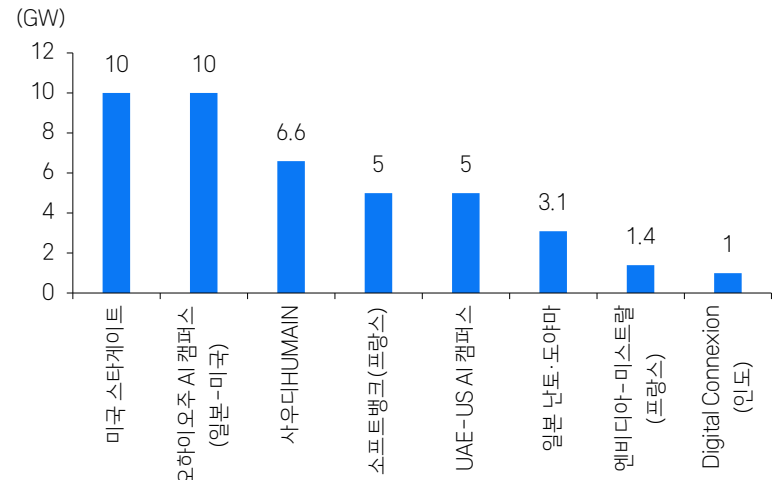
- ▶ 미국 상무부는 국가 안보상의 이유로 앤스로픽의 Fable 5 모델에 한시적 수출 통제 조치 → 앤스로픽 배포 전면 중단
 - 안정장치를 우회하는 특정 탈옥(jailbreak) 기법이 발견된 것이 조치의 배경으로 작용
 - 이는 단기적으로 앤스로픽 매출액, 사용량 확대에 부정적. 유사한 제재가 오픈시, 알파벳으로 확산될 가능성도 존재
- ▶ 이는 소버린 AI와 국가별 자체 데이터센터 구축 필요성 확대로 연결
 - 단순 모델 성능뿐 아니라 국가 제재 위험으로부터 얼마나 안정적으로 AI 모델을 구동시킬 수 있는지가 핵심 역량으로 부상
 - 국가 주도의 인프라 중복 투자 가능성은 오히려 AI 사이클을 강화시키는 요인

미국 정부와 앤스로픽 입장 차이

	정부 주장	앤스로픽 주장
취약점의 심각성	단순 버그가 아닌 국가안보를 위협하는 수준	기존에 알려진 경미한 취약점에 불과. 타 AI 모델에서도 유사한 취약점 발견
우회 수준	안정장치 무력화 가능	특정 사례에 국한. 범용 탈옥이 아님
증거 수준	아마존이 발견한 사례를 NSA와 검토했으며 충분한 근거 확보	구체적 기술 근거를 제공받지 못함
서비스 중단 필요성	즉시 중단 후 수정 필요	수정 가능한 수준. 중단까지는 불필요
정부 대응	수 시간 설득 후 최후 수단으로 수출통제했다는 입장	충분한 설명 없이 90분 시한 제시 후 일방적 조치
규제 정당성	국가안보를 위한 불가피한 조치	투명성과 비례성 결여된 과도한 조치
안정성 검증 여부	공개 이후 새롭게 확인된 위험 존재. 공개 당시 평가와 별개로 추가 조치 필요 판단	Fable 5는 출시 전 미국 정부, 영국 AI SI, 외부 레드팀 테스트 진행. 사전 논의 과정에서 공개를 반대하지 않음

자료: 삼성증권 정리

주요 소버린 AI 인프라 최대 투자 규모 (GW 기준)



자료: 언론종합, 삼성증권

알파벳 | 국영수와 예체능을 모두 잘하는 AI 모범생

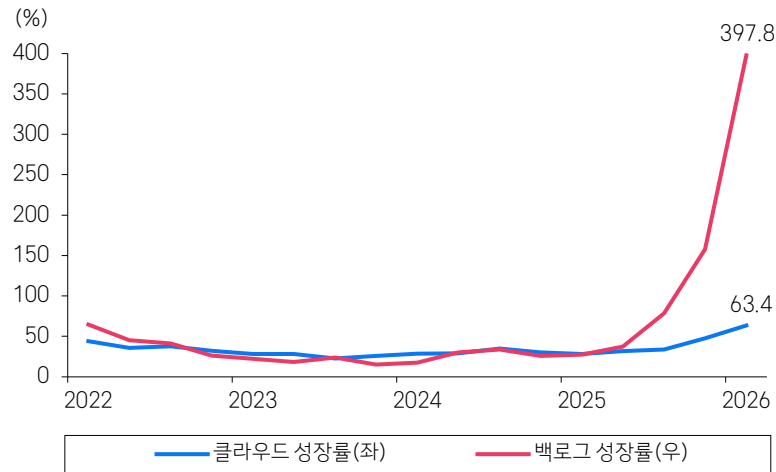
▶ 엔터프라이즈 모멘텀 폭발과 함께 클라우드 백로그 성장률은 매출 성장률을 압도

- 1분기 구글 클라우드 매출액은 +63.4% YoY, 구글 백로그 성장률은 +397.8% YoY
- 엔터프라이즈뿐 아니라 구글의 B2C 생태계(검색, 유튜브, 워크스페이스)도 Gemini 모델을 기반으로 연결 및 고도화 추진

▶ 백로그 수치가 매출로 전환되면서 클라우드 매출액은 지금보다 더욱 가속화될 가능성도 존재

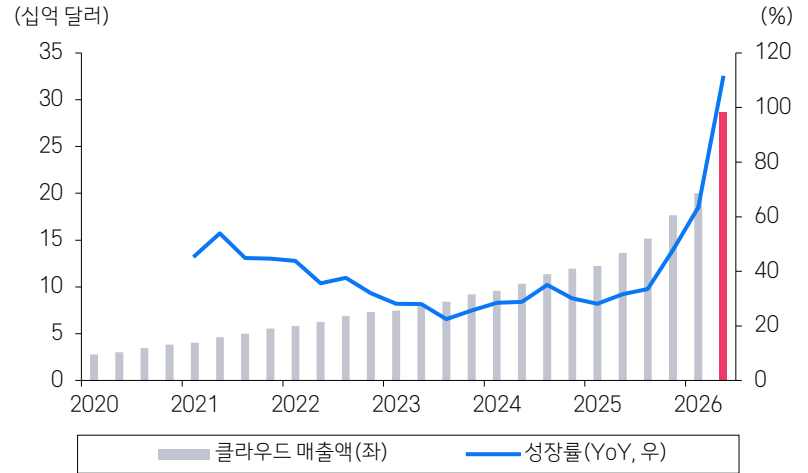
- 구글은 백로그 수치의 50%는 24개월 내 수익화 가능하다는 입장. 이를 분기로 환산 시 약 288억 달러 추산(vs 1Q26 200억 달러)
- 위 가정치를 2분기 클라우드 매출액에 단순 적용 시, 클라우드 매출 성장률 최대 +111% YoY도 가능 (vs 1Q26 +63.4% YoY)

구글 클라우드 매출액과 백로그 성장률 비교 (YoY 기준)



자료: Alphabet, 삼성증권

백로그 분기당 6.25% 전환 가정 시 2분기 클라우드 매출액



자료: Alphabet, 삼성증권

알파벳 | 유상증자와 버크셔 투자의 의미

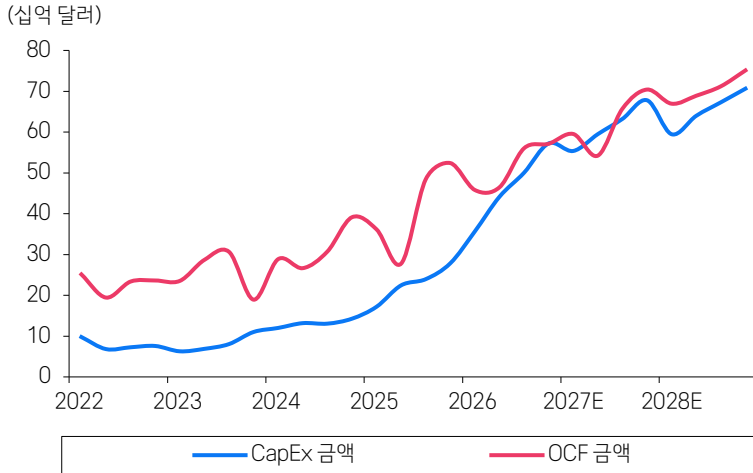
▶ 2026년 한해에만 부채 510억 달러 + 유상증자 847.5억 달러 조달 결정

- (지분 투자) 보통주 공모 180억 달러 + 의무전환우선주 발행 167.5억 달러 + 버크셔 해서웨이 100억달러 투자 + ATM 프로그램 최대 400억달러
- Bloomberg 추정치 기준 분기 CapEx가 OCF(영업활동현금흐름)을 추월하는 시기 존재. 또한, 추가적인 CapEx 상향 가능성도 염두해둔 결정

▶ 철저한 내재 가치 중심의 투자관을 견지해온 버크셔의 투자는 알파벳의 AI 경쟁력을 방증하는 사례

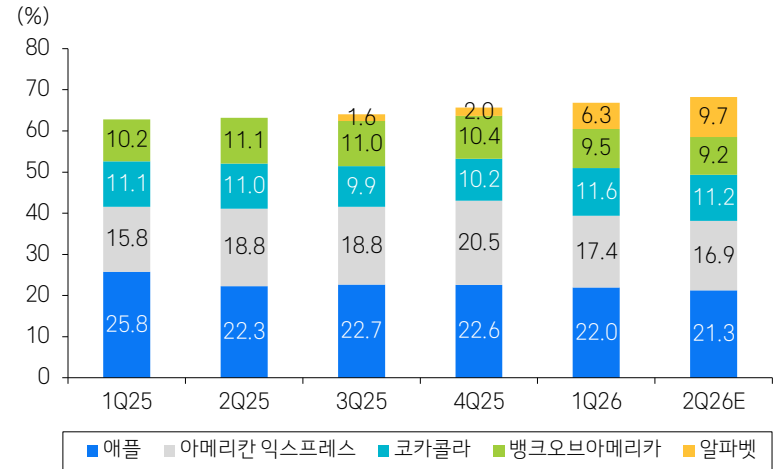
- '25년 3분기 43억 달러 첫 투자를 시작으로 4Q25 2.04% → 1Q26 6.32% → 2Q26 유상증자 참여로 9.7%까지 확대

알파벳 분기별 OCF와 CapEx 금액 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

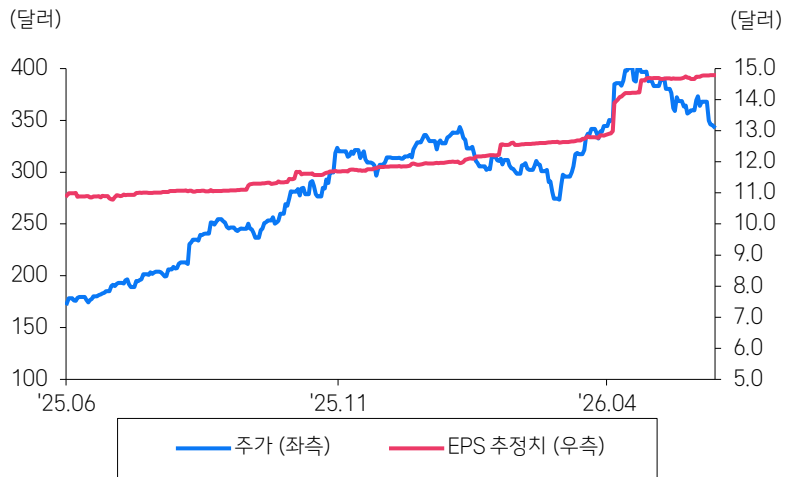
버크셔 주식 포트폴리오 비중: 유상증자 참여로 알파벳 비중 4위 예상



자료: 언론 종합, 삼성증권

[알파벳] 주가 및 Valuation 점검

주가 vs 12개월 FWD EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg

12개월 forward P/E 추이



자료: Bloomberg

마이크로소프트 | 오픈시와 독립 선언, 자체 모델에 집중

▶ '26년 4월 오픈시와 파트너십 2차 업데이트를 통해 오픈시 의존도를 축소

- 1) 오픈시는 모든 클라우드 사업자를 통해 전 제품을 고객에게 제공 가능 2) MS는 '32년까지 오픈시의 모델 및 제품 관련 비독점 IP 라이선스 보유
- 오픈시의 주요 클라우드 파트너사 지위는 유지하는 가운데, 독점 조항, 제품 출시 우선권 등 결속력이 전보다 낮아지는 방향으로 재편

▶ 회사의 목표는 자체 프론티어급 모델 개발 및 코파일럿 서비스 고도화

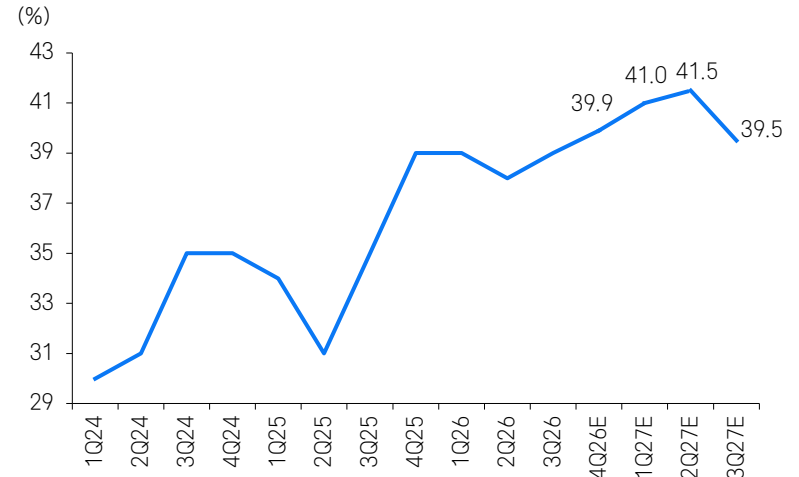
- CEO 무스타파 술레이만은 2027년 최첨단 멀티모달 모델 개발 목표 언급. 올해 여름 코파일럿 통합 슈퍼앱을 출시할 예정
- 이는 Azure의 단기 성장률은 타사 대비 아쉬울 수 밖에 없는 이유로 연결 → 향후 실적의 핵심 변수는 코파일럿 서비스

오픈시와의 파트너십 개편 정리

구분	개정 이전 (25년 10월)	개정 이후 (26년 4월)
클라우드 파트너 지위	오픈시 제품은 Azure 중심으로 제공 MS가 오픈시 서비스의 주요 관문 역할	Azure의 'Primary cloud partner' 지위 유지. 다만, 독점력 완화된 구조
API 호스팅	오픈시의 API 독점 호스팅 권리 보유	오픈시 제품을 타 클라우드 기업을 통해 호스팅 가능
제품 출시 우선권	오픈시 신제품은 원칙적으로 Azure에서 먼저 출시	MS가 필요한 역량 불가 혹은 거부할 경우 예외 허용
IP 권리	'32년까지 오픈시의 제품 IP에 대해 독점적 권리 보유	'32년까지 오픈시 제품 IP 권리는 유지 계약 구조를 독점에서 비독점으로 변경
수익 배분	오픈시-마이크로소프트의 양방향 수익 배분 조항 보유	MS → 오픈시의 수익 배분은 중단 오픈시 → MS 수익 배분 유지
AGI 조항	여러 핵심 조항이 AGI 달성 여부와 연동	주요 조항이 AGI 개발 진척 정도와 무관하게 작동
오픈시의 변화	MS의 독점적 권리로 클라우드, 제품, 파트너십 확장에 제약	독점 권리 완화로 다양한 클라우드 파트너와 자유롭게 사업 확장 가능
MS의 변화	오픈시 독점 접근권이 마이크로소프트 경쟁력의 핵심	자체 모델 개발 및 타사 모델 병행 전략 추진

자료: Microsoft, 삼성증권

Azure 성장률 및 컨센서스 추이



자료: Microsoft, 삼성증권

마이크로소프트 | 코파일럿이 기대되는 이유

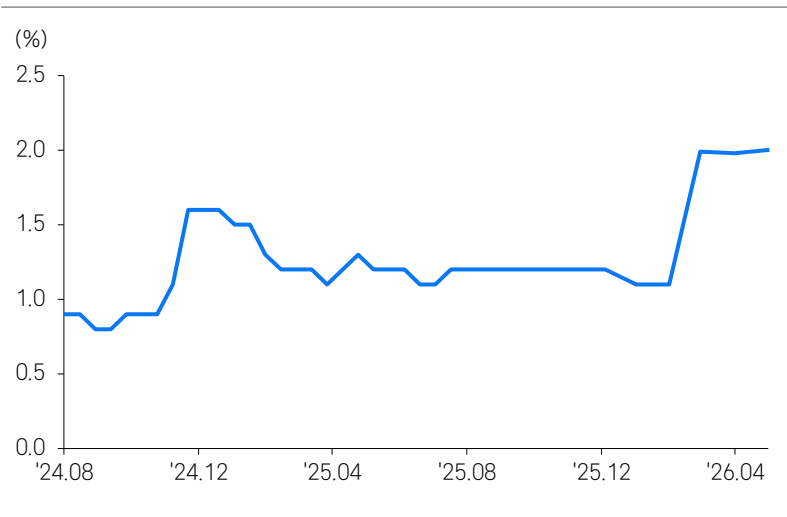
▶ 기존 MS Office 생태계를 기반으로 엔터프라이즈 배포에 강점 보유

- 기존에 사용하던 MS Office 애플리케이션에 코파일럿이 내장돼 있다는 점이 기업들의 도입 마찰을 줄이는 요소로 작용
- 실제로 Fortune 500 기업 중 M365 Copilot 사용(무료 사용 포함) 비율은 '25년 9월 기준 약 90% 이상

▶ AI 서비스의 종량제 과금 방식으로 전환, Maia 칩 엔스로픽향 수주 가능성 등 추가적인 모멘텀도 기대

- 깃허브 AI 툴, 크파일럿 코워크 등 AI 서비스들의 과금 방식을 구독 요금에서 사용량 기반 과금 체계로 전환
- 엔스로픽은 마이크로소프트 Maia 칩 기반의 서버 임대 방안 논의 중인 것으로 보도

생성형AI 트래픽 내 코파일럿 점유율 추이



자료: Microsoft, 삼성증권

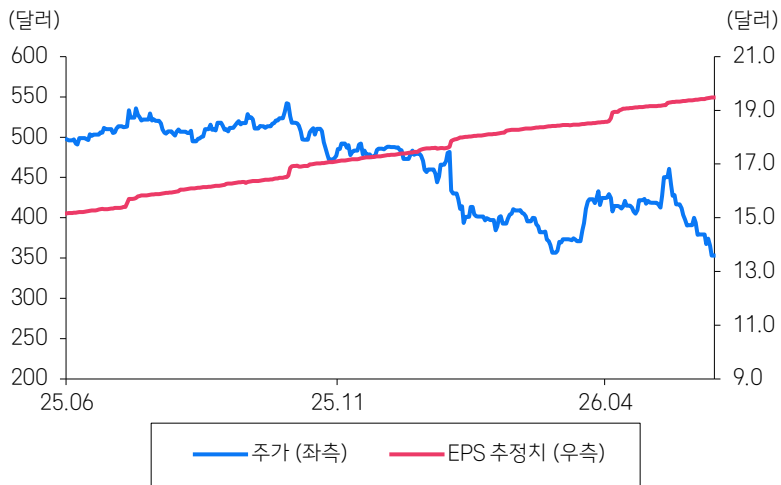
빅테크 ASIC 칩 성능 비교 표

구분	Azure Maia 200	AWS Trainium3	Google TPU v7
FP4 TFLOPS	10,145	2,517	-
FP8 TFLOPS	5,072	2,517	4,614
BF16 TFLOPS	1,268	671	2,307
HBM 세대	HBM3E	HBM3E	HBM3E
HBM 대역폭 (TB/s)	7	4.9	7.4
HBM 용량 (GB)	216	144	192
칩간 대역폭: unidirectional (TB/s)	1.4 TB/s	1.2 TB/s	0.6 TB/s

자료: 언론 종합 삼성증권

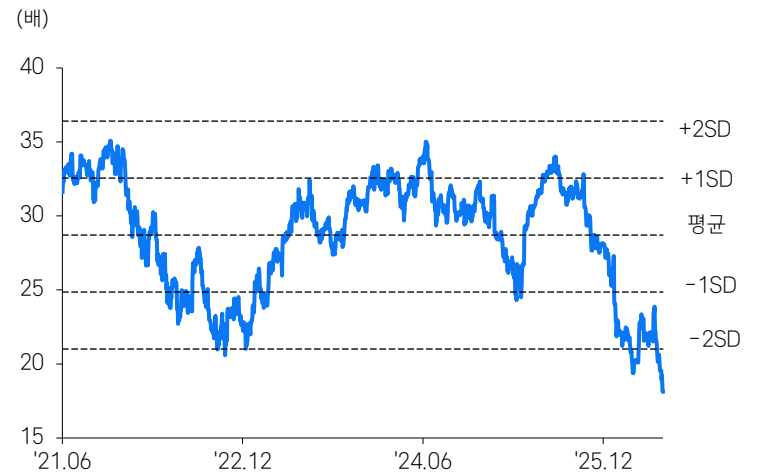
[마이크로소프트] 주가 및 Valuation 점검

주가 vs 12개월 FWD EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg

12개월 forward P/E 추이



자료: Bloomberg

아마존 | 엔스로픽을 타고 날아오를 AWS

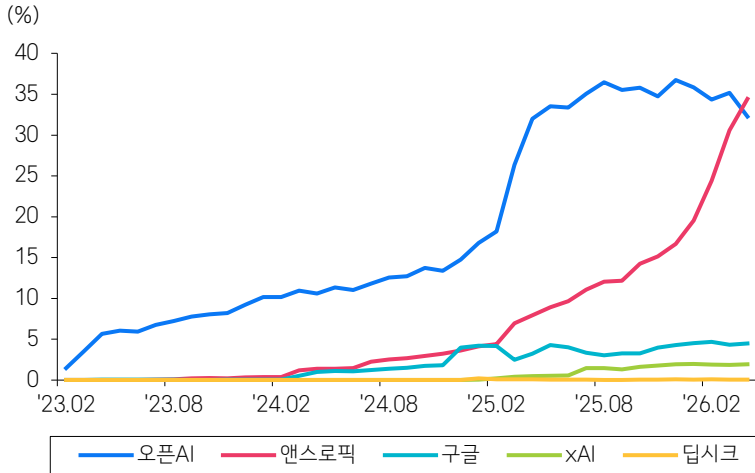
▶ 엔스로픽의 주요 인프라 파트너사 + 오픈AI Frontier 서비스 유일 서드파티 파트너

- 엔스로픽은 10년 1,000억 달러 공급 계약(트레이니움 칩 5GW 포함). 오픈AI는 8년 1,380억 달러 공급 계약(트레이니움 칩 2GW 포함)
- AWS 백로그는 3,640억 달러(+92.6% YoY, vs. 4Q 2,440억 달러)로 큰 폭 증가. 엔스로픽 8년 1,000억 달러 계약 미포함 수치

▶ 자체 칩(Trainium, Graviton) 공급 계약도 호조 지속

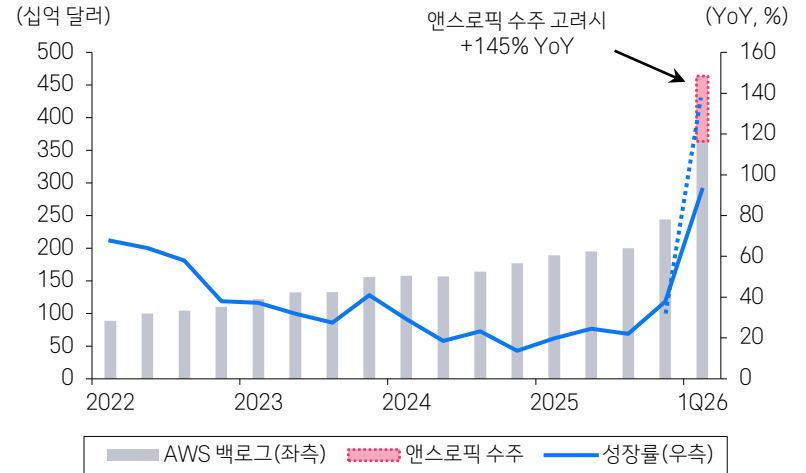
- 메타, 스노우 플레이크는 아마존 CPU 'Graviton' 장기 공급 계약 체결. 핀터레스트는 '31년까지 40억 달러 규모 아마존 칩 기반 컴퓨터 계약 체결
- Trainium 내부 사용으로 매년 CapEx 수백억 달러 절감이 가능하다고 언급. 타사 칩 의존 대비 수백 bp 영업 마진 개선 효과

엔터프라이즈 모델 채택률 추이



참고: RAMP 기업용 카드로부터 결제된 AI 서비스 기준
 자료: RAMP, 삼성증권

AWS 백로그 추이



자료: Amazon, 삼성증권

아마존 | 트레이니움 칩 외부 비즈니스로 전환

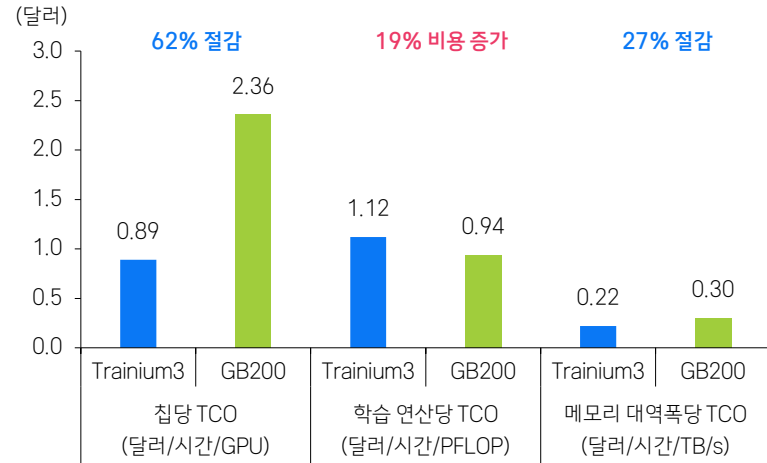
▶ 외부 판매 가정 시 ARR 매출 500억 달러 비즈니스(vs 현재 ARR 매출액 200억 달러)

- 올해 초부터 출하된 Trainium3 칩은 전량 예약됐으며, Trainium4(2027년 말 출하 예정)는 상당 부분 예약된 상태
- 트레이니움 칩 기반 데이터 센터 'Project Rainier'는 현재 앤스로픽 모델 구동 중 → 대형 고객사 레퍼런스를 바탕으로 외부 확대 용이

▶ 최근 외부 판매를 위해 잠재 고객들과 논의 시작 → 엔비디아 GPU보단 구글 TPU와 유사한 포지셔닝

- 트레이니움2는 동급 GPU보다 가성비 측면에서 우위에 있다는 입장
- 실제로 세미애널리시스 분석에 따르면, 칩당 총 소유 비용은 GB200보다 약 -62% 절감 가능

총 소유 비용 비교: 트레이니움3 vs 엔비디아 GB200



자료: Semianalysis, 삼성증권

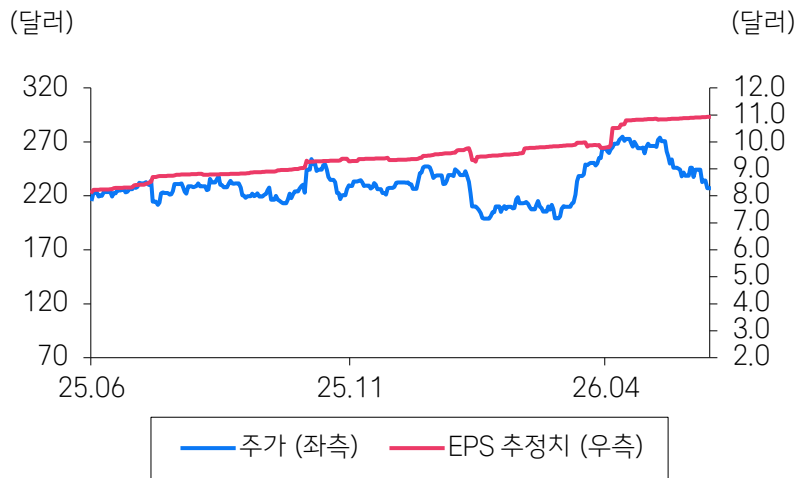
자체 칩 비즈니스 관련 회사 코멘트 정리

- 1 Trainium2는 유사 GPU보다 가격 대비 성능 약 30% 우수
- 2 Trainium3는 Trainium2 대비 가격 대비 성능 30~40% 우수
- 3 Trainium4는 가동까지 약 18개월 남았으나 상당 부분 이미 예약
- 4 Graviton은 위 EC2 고객 1,000 곳 중 98%가 사용 중

자료: 삼성증권 정리

[아마존] 주가 및 Valuation 점검

주가 vs 12개월 FWD EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg

12개월 forward EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg

메타 | 수익화 로드맵이 가시화되기 시작

▶ 광고 사업에 집중됐던 기존 매출 구조를 구독형 비즈니스와 B2B AI 솔루션까지 확대 추진

- 최근 페이스북(3.99달러), 인스타그램(3.99달러), 왓츠앱(2.99달러) 유료 구독 서비스 3종 공개
- 구독 매출로만 '26년 매출액 컨센서스(2,530억 달러)의 최대 4.7% 추가 매출 창출 가능 → 영업이익률 최대 약 2.9%p 개선 가능
- 기업 내부에 엔지니어와 PM을 직접 투입해 사내 워크플로우에 최적화된 AI 구축을 지원하는 엔터프라이즈 영업 조직 설립
- 저커버그 CEO는 유희 컴퓨트 용량 발생 시 외부 클라우드 임대 서비스도 고려 중에 있다고 언급

▶ 그러나 프론티어급 모델 출시 지연, 중국의 마누스 인수 불허 등 내부 모델 개발에 차질로 최근 멀티플이 압착

침투율 가정에 따른 유료 구독 서비스 매출 기여도 분석

(백만 달러)	2.0%	2.5%	3.0%	비고
인스타그램 플러스	239.4	299.3	359.1	MAU x 구독 침투율 x 구독료
페이스북 플러스	245	306.2	367.5	MAU x 구독 침투율 x 구독료
왓츠앱 플러스	179.4	224.3	269.1	MAU x 구독 침투율 x 구독료
매출액 기여 증분	80억 달러	100억 달러	120억 달러	월간 구독 매출 x 12개월
연간 매출액 대비 비중 (%)	3.1	3.9	4.7	2026년 매출액 컨센서스 기준 (Factset)

자료: Factset, 삼성증권

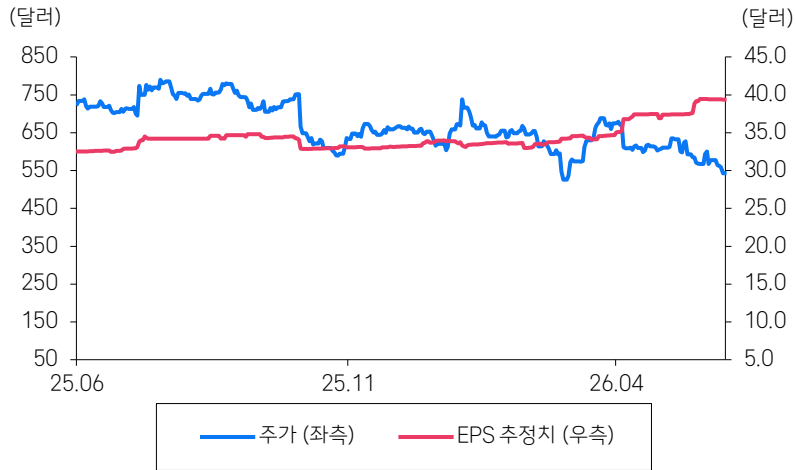
중국 마누스 인수 불허 타임라인 정리

날짜	제목	주요 내용
'25.12	메타, 중국계 AI 에이전트 기업 Manus 인수 발표	공식 인수 가격은 공개하지 않았으나 20억달러 이상, 일부 보도에서는 20억~30억달러로 추정
'26.03	중국, Manus 관계자에 압박 강화	중국 정부가 Manus 인수 관계자들을 조사하고 제재성 조치를 취하기 시작했다고 보도
'26.03	Manus 공동창업자 2명 출국 금지	인수 과정에서 외국인 투자 관련 신고 의무를 위반했는지 조사. 이후 중국 출국 금지
'26.04	중국국가발전개혁위원회, 메타의 Manus 인수 불허	메타의 마누스 인수를 AI 인재, 지적 재산 유출 등 국가안보 문제로 판단한 결과
'26.06	메타, Manus와 운영 분리 완료	메타는 Manus와의 운영상 분리와 데이터 공유 중단을 완료
'26.06	기존 중국계 투자자, 20억달러 규모로 Manus 재인수 추진	기존 투자자인 HSG, ZhenFund, Tencent 등이 20억달러로 재인수하는 방안을 추진

자료: Meta, 삼성증권

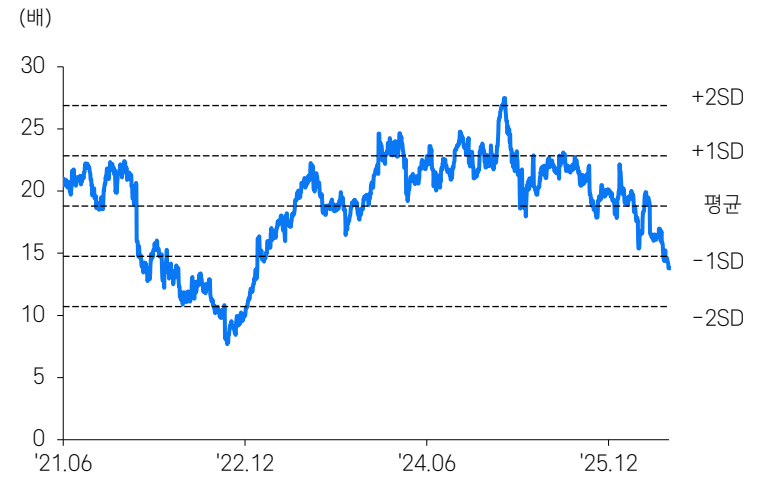
[메타] 주가 및 Valuation 점검

주가 vs 12개월 FWD EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg

12개월 forward P/E 추이



자료: Bloomberg

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 25일 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 기관 투자가 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