



IBKS Spot Comment

AI/인터넷/게임

이승훈

02) 6915-5680
dozed@ibks.com

현금창출능력을 앞지르는
Capex 증가 속도

토큰 맥싱에서 토큰
이코노미로의 패러다임 전환

[AI/인터넷/게임]

반환점 없는 AI 마라톤, 빅테크의 숨은 이미 가쁘다

하이퍼스케일러의 AI 인프라 투자는 2026년에도 급증하고 있으며, 일부 기업에서 그 규모가 자체 현금창출력을 앞지르기 시작했다. 연간 Capex 성장률은 2026년 +70%를 기록한 후 급격히 둔화되지만, 절대 금액은 2027~2028년에도 계속 증가하며 합산 Capex는 2026년 하반기를 기점으로 합산 OCF(Operating Cash Flow)를 추세적으로 초과할 가능성이 높다. 2026년 1분기 기준 Amazon 은 이미 FCF(Free Cash Flow) 적자에 진입했다. Microsoft · Alphabet도 OCF 마진이 뚜렷하게 낮아지는 반면 Meta는 상대적으로 방어력이 있다.

AI 투자 패러다임이 '토큰 맥싱(Token Maxing)'에서 '토큰 이코노미(Token Economy)'로 이동하고 있다. 토큰 맥싱은 AI 관련 서비스의 성능 극대화를 위해 토큰 소비량 자체를 늘리던 국면으로, 비용보다 프론티어 모델의 성능 개선이 우선이었다. 추론(Reasoning) 모델과 Agent의 확산으로 토큰 소비는 급증했다. 반면 최근 토큰 비용이 급증하면서 실제 매출과의 연결고리가 불명확해졌다. 토큰 이코노미는 토큰이 월가·수익 단위로 자리 잡으면서 '단위 토큰당 경제성'이 핵심 판단 기준으로 바뀐 국면이다.

AI의 최종 수요처인 하이퍼스케일러 역시 대규모 투자의 지속성을 위해 수익성을 고려해야만 하는 단계에 진입하고 있다. 단기적으로 투자 효율성에 대한 노이즈가 불가피하다. 그동안 AI 하드웨어 수요 논의는 하이퍼스케일러의 AI 데이터센터를 중심으로 전개되어 왔다. 그러나 앞으로 피지컬 AI(Physical AI) 시장이 가시화되면서 하이퍼스케일러 이외 로봇 관련 기업들에서의 새로운 AI 수요와 투자가 급증할 것으로 전망한다.

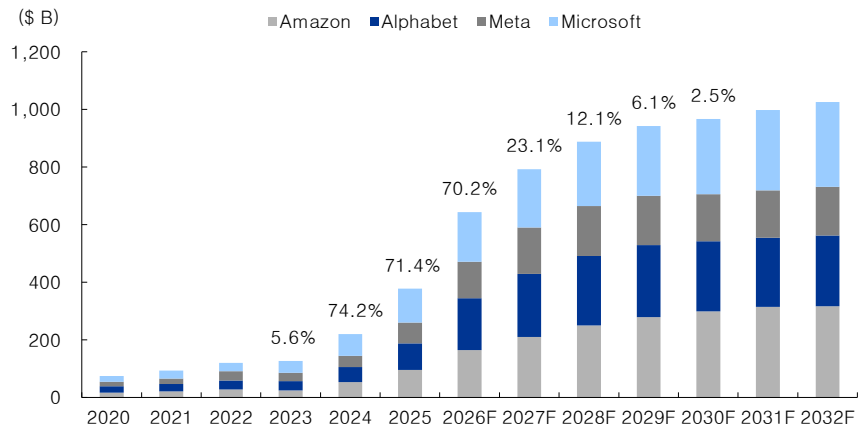
1. 연간 Capex 트렌드 (Amazon·Alphabet·Meta·Microsoft, 2020~2032F)

빅4의 Capex는 2026년 정점에 달할 예정

빅4(AMZN·GOOGL·META·MSFT)의 합산 Capex는 2025년 \$378.2bn (약 586조원)에서 2026년 \$643.7bn(약 998조원)로 전년 대비 70.2% 급증할 전망이다. 이는 2020~2024년 평균 성장률(연 20%대)을 크게 상회하는 수치이며, AI 인프라 투자가 하이퍼스케일러의 자본배분 최상위 우선순위로 자리잡았음을 보여준다.

다만 성장률은 2026년을 정점으로 뚜렷하게 둔화될 전망이다. 2027년 +23.1%(\$792.7bn, 1,229조 원), 2028년 +12.1%(\$888.3bn, 1,377조 원), 2029년 +6.1%(\$942.8bn, 1,461조 원), 2030년 +2.5%(\$966.5bn, 1,498조원)로 매년 감속할 것이며, 2031~2032년에는 \$1,000bn(약 1,550~1,590조원) 안팎에서 정체 국면에 진입할 전망이다.

그림 1. 하이퍼스케일러의 Capex 투자 전망



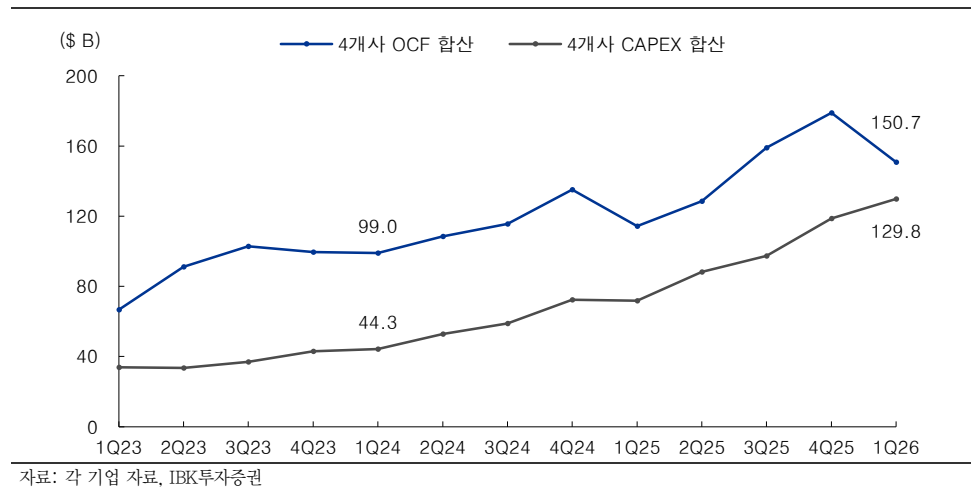
자료: Bloomberg, IBK투자증권

2. 하이퍼스케일러(4개사 합산) OCF vs Capex 트렌드

영업현금흐름의 역전 현상

Microsoft·Alphabet·Amazon·Meta 4개사 합산 기준, OCF와 Capex의 격차는 2024년 1분기 \$54.7bn(OCF \$99.0bn vs Capex \$44.3bn)에서 2026년 1분기 \$20.9bn(OCF \$150.7bn vs Capex \$129.8bn)으로 급격히 좁혀졌다. 추세가 지속된다면, 이 격차는 2026년 하반기에 역전될 가능성이 높다. 이는 2026년 하반기부터 영업활동 현금창출만으로는 AI 인프라 투자를 감당할 수 없는 구간에 진입할 것이라는 점을 시사한다. 부족한 부분은 회사채 발행, 리스, 자사주매입 축소 등 외부 조달 확대로 메워질 가능성이 높다.

그림 2. 하이퍼스케일러의 OCF와 CAPEX 트렌드 비교



3. 개별 기업 분기 OCF와 FCF 트렌드

2026년 1분기 기준
Amazon FCF 적자 상황

최근 2026년 1분기 기준, OCF vs Capex 클러스터형 차트는 4개사 간 확연한 양극화를 보여준다. Microsoft · Alphabet · Meta는 여전히 FCF 흑자를 유지하나, Amazon은 이미 Capex가 OCF를 초과하며 분기 FCF 적자에 진입했다.

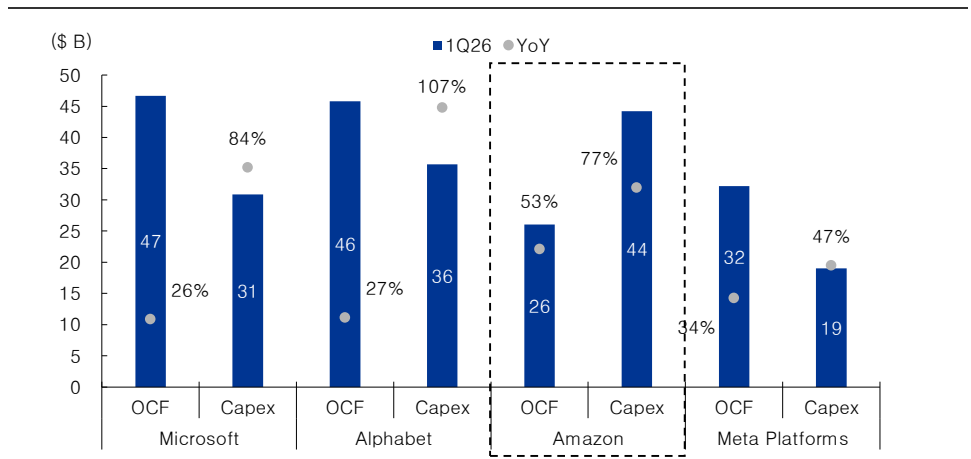
표 1. 하이퍼스케일러의 OCF와 CAPEX (1Q26 기준)

(단위: 백만 달러)

기업	OCF	Capex	FCF	FCF (조원)
Microsoft	46,679	30,876	+15,803	+24.5
Alphabet	45,790	35,674	+10,116	+15.7
Meta	32,226	18,997	+13,229	+20.5
Amazon	26,032	44,203	-18,171	-28.2

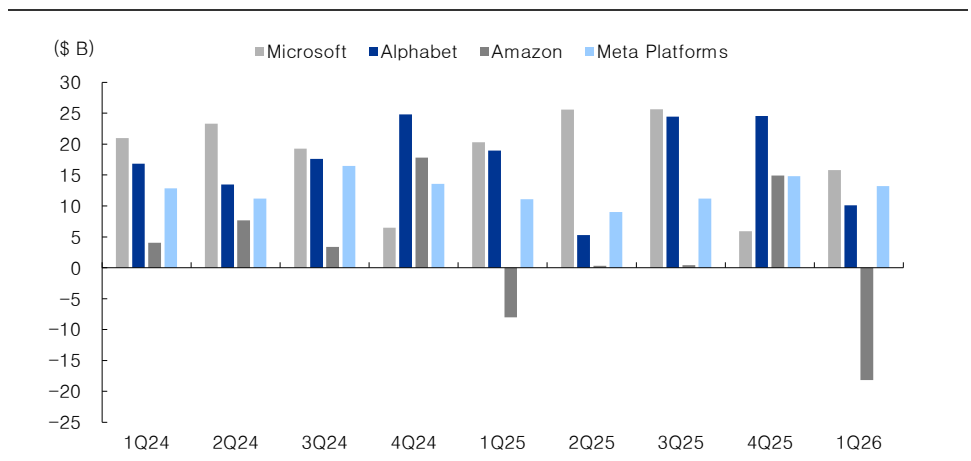
자료: 각 기업 자료, IBK투자증권

그림 3. 하이퍼스케일러의 OCF 및 CAPEX 수치와 YoY 데이터 (1Q26 기준)



자료: 각 기업 자료, IBK투자증권

그림 4. 하이퍼스케일러의 분기별 FCF 추이



자료: 각 기업 자료, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.