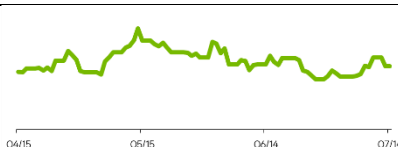
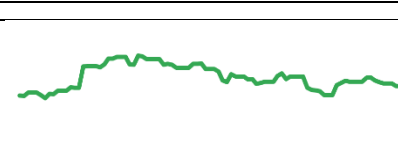
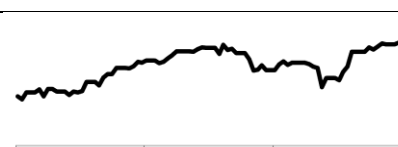
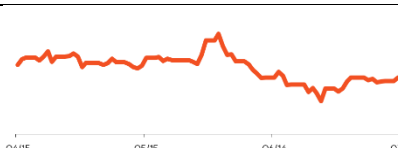
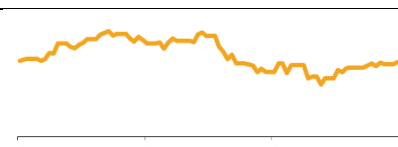
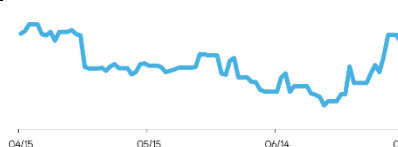
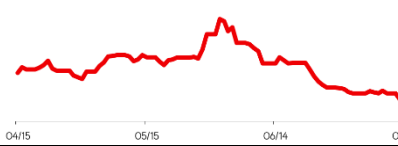
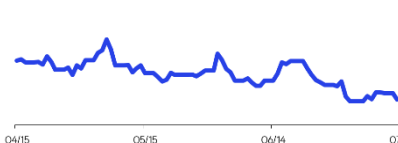


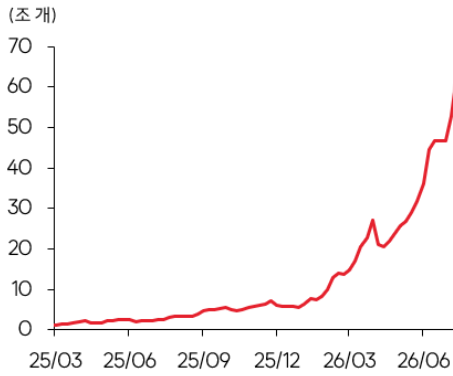
SK증권 해외주식/AI. 박제민
jeminwa@sks.co.kr

	엔비디아	시가총액: 4,925	12MF PER: 23	
		-독보적인 GPU 기술력있으나 ASIC으로 독점력 축소 -Rubin Ultra 기술 전환 및 CPU, LPU 주문 추이 주목		
	알파벳	시가총액: 4,281	12MF PER: 25	
		- TPU 활용 Anthropic 독주로 인프라 해자 인정받는 중 - Coding Agent 역전, 소비자용 Agent 출시 주목		
	애플	시가총액: 4,660	12MF PER: 36	
		-메모리 가격 상승이 브랜드 파워로 극복 가능한지 시험 중 -Siri 고도화로 인한 소비자용 Agent 출시 주목		
	마이크로소프트	시가총액: 2,872	12MF PER: 20	
	소프트	-OpenAI 해자 약화로 인프라 사업부 성장률 축소 -자체 모델 및 커스텀 AI 도입 컨셉 수요 및 기술력 주목		
	아마존	시가총액: 2,626	12MF PER: 29	
		-양대 AILabs 모두에 공격적 투자를 통한 고객 확보 성공 -인프라 외 Bedrock 등 AlaaS ARR 전망에 주목		
	메타플랫폼스	시가총액: 1,523	12MF PER: 18	
		-플랫폼 인기 여전, Muse Spark 개발로 유통과 모델 확보 -플랫폼 데이터, 글래스 등 활용한 소비자용 Agent 주목		
	오라클	시가총액: 414	12MF PER: 17	
		-부품 비용, 자본 비용 증가 추세 속 높은 주주 잔고 무색 -인력, 전기 쇼티지에도 매출 전환 성공 여부 주목		
	코어위브	시가총액: 47	12MF PER: -	
		-부품 비용, 자본 비용 증가 추세 속 높은 주주 잔고 무색 -인력, 전기 쇼티지에도 매출 전환 성공 여부 주목		

주: 시가총액 십억달러

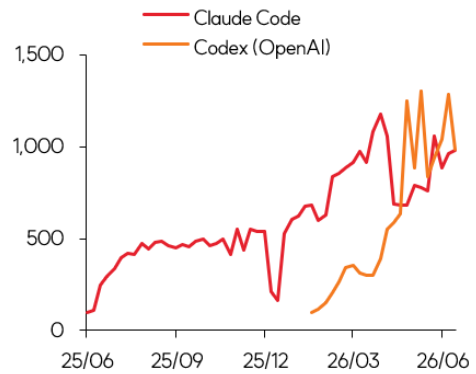
Update Chart

OpenRouter 토큰 사용량



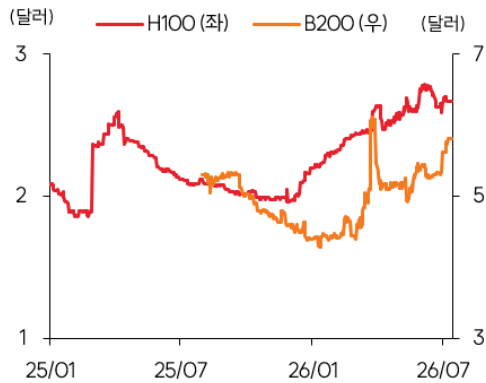
자료: OpenRouter, SK 증권

주요 Coding Agent 활용 강도 (백만회 달성일 = 100)



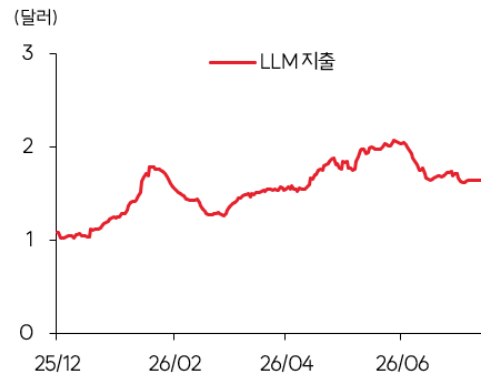
자료: NPMjs, SK 증권 / 주: 업데이트 및 다운로드 수 기준. Codex 5월 수치 일부 조정

GPU 렌탈 가격 추이 (SiliconData)



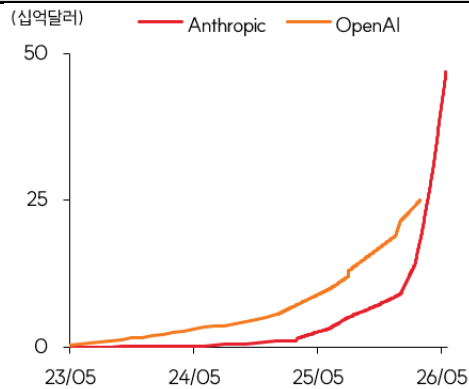
자료: Bloomberg, SK 증권

LLM 평균 지출 단가 추이



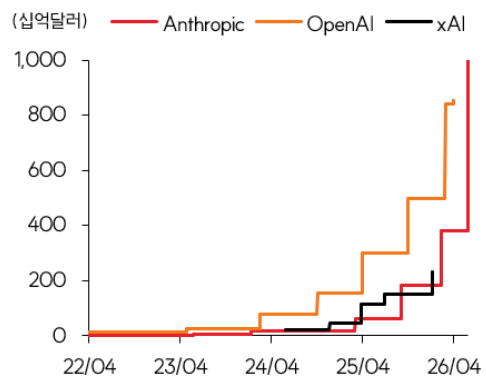
자료: Bloomberg, SK 증권

주요 AI Labs ARR 추이



자료: EpochAI, SK 증권

주요 AI Labs 기업가치 추이



자료: EpochAI, SK 증권

저렴한 모델이 부각 받는 시대: 무게추는 다시 유통사에게?

기업들의 Token Maximizing > Token Optimizing 추세 전환

Coding Agent 적용 사례가 늘어나면서 기업들이 토큰 가격에 부담을 느끼기 시작
 Meta는 올해 초까지는 정책적으로 token 사용 리더보드 운영하며 직원당 연 \$50K 이상의 토큰 사용
 6월 내부 메모에 따르면 리더보드는 폐기됐으며 오히려 AI Gateway(실시간 지출 추적, 급증 자동 알림) 추가
 7/14 인스타그램 부서 헤드 Adam은 내부적으로 엔지니어별 토큰 예산 캡이 올 수 있다고 언급
 Uber, Microsoft, Tesla, Amazon 모두 직원들에게 토큰 소비량 상한을 적용 시작
 이 중 Tesla도 Meta와 마찬가지로 토큰 소비량 순위 리더보드를 운영하던 Token Maximizing 기조 회사
 오픈소스, 저렴한 모델을 필두로한 최적화 추세가 보편화되면서 평균 LLM 토큰 단가는 떨어지는 중
 해당 추이는 2Q26 SW 기업들의 실적 발표에서 더 뚜렷하게 드러날 것으로 판단

최신 신모델들의 셀링 포인트는 '더 싸게'

7월달 들어 Opus-Class를 겨냥하는 모델 3가지 출시. Anthropic Opus의 API 가격은 In/Out \$5/\$25 수준
 (7/8) SpaceX AI Grok 4.5 출시. API 가격 \$2/\$6. 직접 마케팅 포인트로 Opus-class 인데 더 빠르고 토큰 효율 높다는 점 강조. Cursor 데이터 학습
 (7/9) OpenAI GPT-5.6 출시. Luna 모델 API \$1/\$6, 더 적은 토큰으로 많은 일을 할 수 있음을 강조
 (7/9) Meta Muse Spark 1.1 출시. 저렴한 옵션 선택 시 In/Out API 가격 \$1.25/\$4.25
 명시적인 토큰 단가뿐 아니라 outcome-based pricing(작업 완료당 과금), 또는 value-based pricing 논의가 본격화되는 중
 해당 트렌드가 Anthropic의 지배력(엔터프라이즈 코딩 54%, 엔터프라이즈 LLM 지출 40%)에 어떤 영향을 미칠지 주목 필요

Meta의 토큰 최적화 움직임

Enterprise Strategy

From Tokenmaxxing To Tokenminimizing: Meta Moves To Cap Employee AI Usage

JUNE 12, 2024

Meta is reining in the very behavior it spent the past year encouraging.

Share: [D](#) [in](#) [X](#)



자료: State of AI, SK 증권

Meta Muse Spark

Artificial Analysis

Meta

Muse Spark 1.1 (xhigh)

Intelligence	Speed	Input price	Output Price
51	118.6	\$1.25	\$4.25

자료: 언론 종합, SK 증권

역대 오픈소스 모델들과의 폭은 가장 낮은 수준

올해 2월부터 OpenRouter 내 미국 모델 대비 중국 모델 비중이 기존 20% 미만에서 ~70% 수준으로 급증

중국 오픈 소스 모델들의 성능이 올라왔던 것이 주요 이유

추가적인 이유는 Coding Agent 부상. Minimax M2.5가 출시 시점 SWE 수치(코딩 벤치마크)에서 Claude 와 동률을 기록하는 등 오픈소스 모델들이 정답이 정해져있는 분야인 코딩 능력에 선전 중

추론 능력까지 종합한 수치에서도 Frontier 모델 바로 아래 수준(평균 4 개월 기술 격차) 유지

Fable, GPT 5.6 규제로 낮아지는 Frontier 유인

기업들의 체감 가격 부담 증가, 오픈소스 성능 증가에 이어 최선단 모델 규제도 저가 모델에 눈을 돌리게 되는 요소

6/9 Fable 5 공개 이후 미국 정부는 6/12 Fable, Mythos 의 전세계 수출 통제 명령. 핵심 이유는 해킹 가능성(Jailbreak 우려)

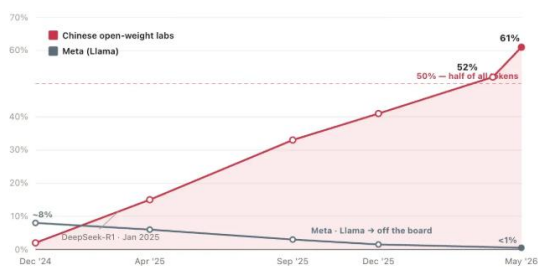
6/26 OpenAI GPT 5.6 프리뷰에 대해서도 정부 승인 ~20 개 trusted partners 에게만 배포 가능하게 허용

6/30 Fable, Mythos 수출 통제 해제하고 차일 글로벌 복귀. GPT-5.6 또한 7/6 이후 정상 배포

Anthropic, OpenAI 모두 해당 통제에 대해 '프론티어 제공사의 신규 배포를 사실상 중단 시킬 것'이라는 강한 어조로 비판

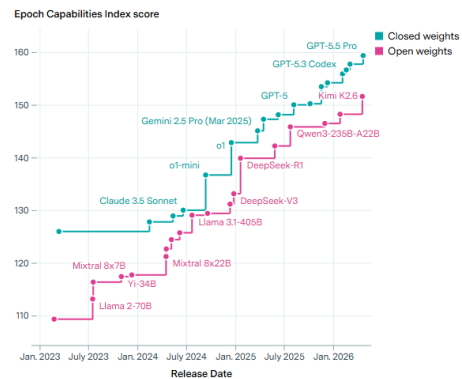
프론티어 모델을 지향할수록 규제 리스크, 출시 지연, 수출 지연 리스크가 커지는 상황

OpenRouter 내 중국 오픈소스 기업 비중



자료: wingvc, SK 증권

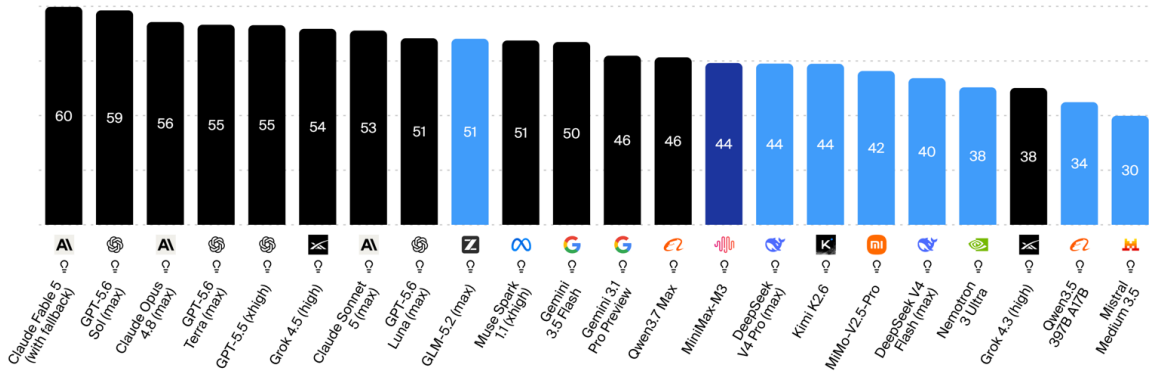
오픈소스 모델과 선두 모델간 격차 추이



자료: EpochAI, SK 증권

모델별 지능 순위: 오픈소스 모델의 성능이 Frontier 급 바로 아래까지 추격

● Proprietary ● Open Weights ● Open Weights (Commercial Use Restricted)



자료: Artificial Analysis, SK 증권

AI Labs 사의 위기는 빅테크에게 기회?

위의 트렌드는 1) 접근 가능성 증가 2) 훈련 유인 하락으로 추론 비중 증가를 가속화할 전망 (현재 훈련 Compute 비중 50%)

AI Model의 최적화(Optimizing) 흐름은 생태계 내에서 유통망을 쥐고 있는 빅테크들의 해자를 강화한다고 판단

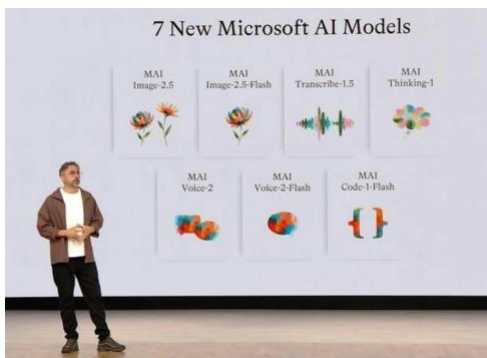
기업들이 적당한 모델을 원한다면 CSP 사들의 B2B 유통망이 AI Labs의 FDE 팀 대비 매력도가 높아지는 국면

Microsoft가 가장 적극적으로 후발 모델의 Customize를 주장. Office로 B2B 고객군이 가장 많은 기업

6월 진행한 Build 행사를 통해 성능이 낮지만 가격 효율성이 좋은 자체 모델 발표

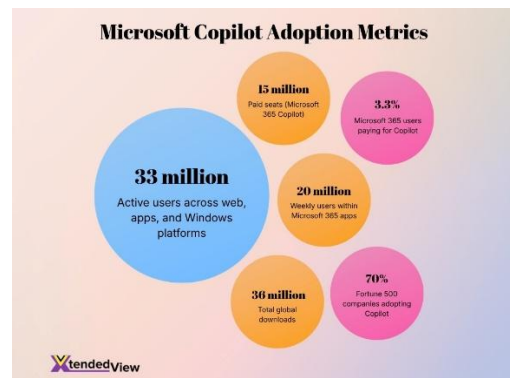
Consumer Agent 역시 최고의 AGI보다는 여러 Agent의 최적화가 중요해진다면 기존 빅 플랫폼 사업자인 Google, Meta 내에서 서비스가 이루어질 가능성 증가

Microsoft 효율성 위주의 7가지 모델 공개



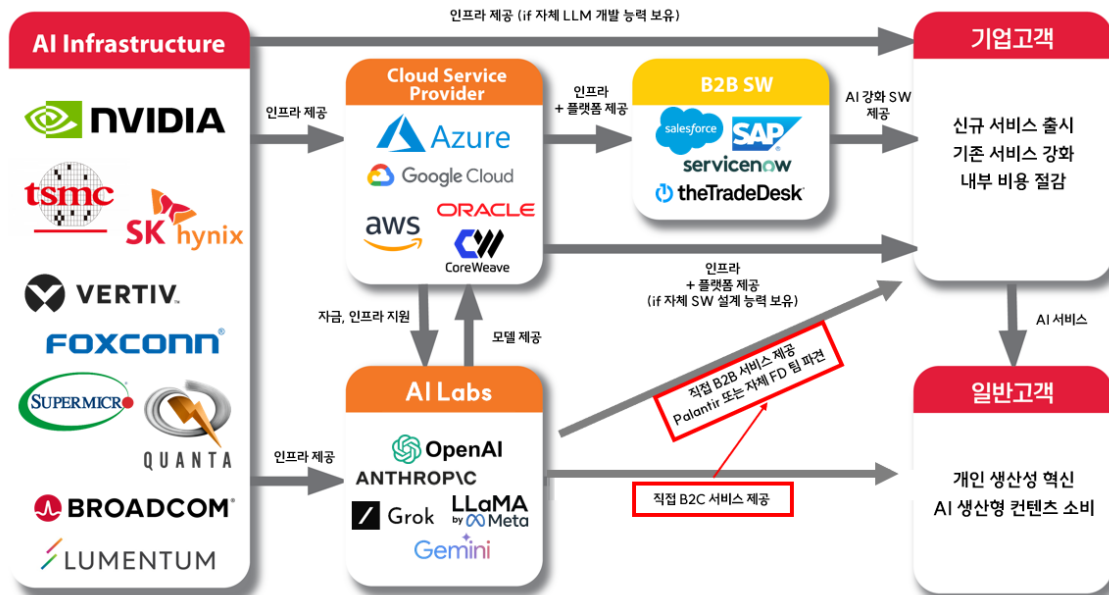
자료: Microsoft, SK 증권

Microsoft Copilot: Fortune 500 기업의 70% 도입



자료: xtended View, SK 증권

AI 산업 밸류체인



금리 상승에 이은 Oracle 신용등급 강등, 위기의 크기는?

S&P Oracle 신용등급 강등, 주요 네오클라우드 신용 상황 점검

오라클이 IG 등급을 이탈하지 않은만큼 당장 발현되는 리스크는 제한적. 그러나 점점 경계로 밀려나는 상황
Oracle 은 작년 9월 Moody's 강등 이후 두번째 강등. Moody's Baa2 / S&P BBB- / Fitch BBB 로 모두 IG 등급
Coreweave, Nebius 는 여전히 High Yield 단계. Coreweave 는 작년 S&P 신용등급 B+(투기등급) 부여
Coreweave 가 특정 DC 를 위해 Meta 와 진행하는 SPV 에 대해서는 Moody's A3 획득 경험 존재
Nebius 는 CB 와 지분투자를 위주로한 자본 조달을 진행 중

신용 지원 현황 및 자금 조달 전략

Nebius: 지분투자, CB 위주로 자금 조달. 고객 선불 구조로 Capex 를 상당 부분 deferred revenue 로 미리 잡아 B/S 부담 경감
Oracle: 본체 신용 적극 활용하여 IG 채권 시장 접근. 고정 금리 위주 조달. ATM(유상증자) 방식 적극 활용 예정
Coreweave: Nvidia 가 2032 년까지 미판매 Capa 를 최대 \$6.3B 매입 보장 및 지분투자. Meta 건과 마찬가지로 향후에도 주
요 DC 는 SPV 를 통해 진행하여 SPV 기반 자산 토큰이 기반이 될 것으로 판단. SOFR 대비 200BP 수준 할증 금리로 조달하
여 본체 신용도 대비 낮은 금리를 가져가는 전략

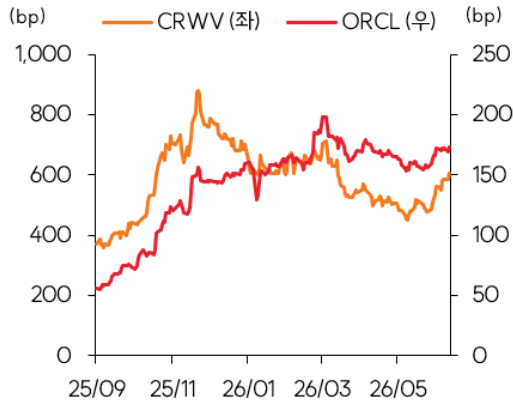
3사 수주 상황 검토, 수 개 빅테크에 수주 집중

Nebius: 가장 높은 집중도. \$50B 규모 수주 중 Meta, Microsoft 가 각각 50%, 40% 수준 차지.
Oracle: OpenAI 집중도 50% 수준. \$638B 수주 중 \$300B 가 OpenAI
Coreweave: Oracle 과 유사한 집중도. 직접 고객 집중도는 Meta 가 20%로 가장 높음. 최종 수요 고객에서 OpenAI 가 30%
상회할 것으로 추정. OpenAI 는 직접 수주(22%) 및 Microsoft 통한 수주(비중 미공개) 모두 존재. \$100B 규모의 수주 총액에
서 \$1B 이상 약정 고객 10 곳 이상으로 분산 강조

이대로 가도 괜찮을까?

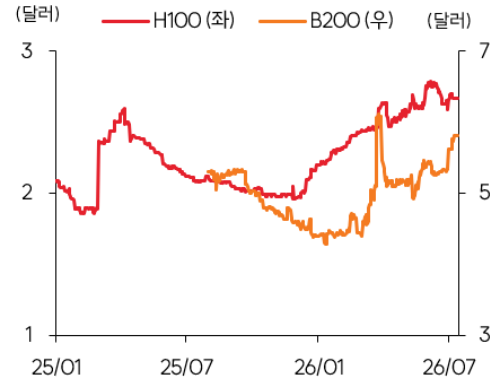
세 기업은 1) CoreWeave, NVIDIA \$6.3B 백스톱 + Meta take-or-pay SPV(프로젝트별 파산 격리) 2) Nebius, \$9.3B 현금
+ 고객 선불로 balance sheet 부담 최소화 + debt 아예 없음 3) Oracle, 본체 신용 + \$75B 고객 선불로 아예 다른 전략을 가
져가는 중. 즉 매크로 상황 악화는 개별 리스크로 번질 가능성이 높음
국채 금리 상승은 대부분 고정 금리로 조달받은 Oracle, 전환 사채 활용 Nebius 에는 영향 제한적. 변동 금리(SOFR+가산 금리)
로 조달한 Coreweave 에 치명적일 수 있음
Coreweave 는 현재 이자가 매출의 27%, EBITDA 의 50% 수준을 차지. AIDC 증설에 따라 부채가 필연적으로 늘어나는 구조
Nvidia 지원 및 프로젝트별 분산을 통해 1차적인 보험 존재 및 연쇄 파산은 막아놓은 상황

Oracle, Coreweave CDS Spread



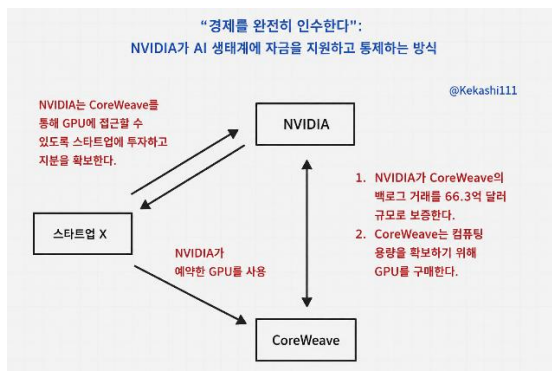
자료: Bloomberg, SK 증권

여전히 강한 B200, H100 렌탈 가격



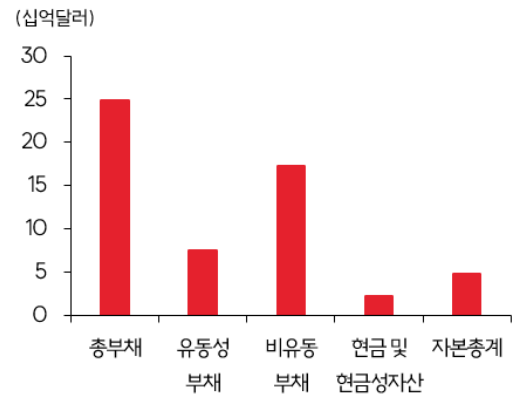
자료: Bloomberg, SK 증권

Coreweave-Nvidia Backstop 구조



자료: X(KaKashi111), SK 증권

1Q26 Coreweave 주요 재무상태



자료: Coreweave, SK 증권

Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.