

마켓 BEAT



빅테크 실적 대기, 잃어버린 방향성을 찾아서

Analyst **황산해**

sh.hwang@ls-sec.co.kr



KEY 차트: 하이퍼스케일러 실적과 주가 반응

	알파벳	마이크로소프트	아마존	메타
4Q24	-4.9%	-7.2%	+3.0%	+1.9%
1Q25	+4.3%	+8.0%	+3.0%	+3.2%
2Q25	+0.4%	+4.1%	-6.7%	+10.5%
3Q25	+5.2%	-3.0%	+6.0%	-11.3%
4Q25	-2.5%	-9.8%	-9.7%	+9.7%
1Q26	+10.1%	-5.0%	+2.1%	-8.9%

2Q26 어닝시즌 관전 포인트 및 최근 화두:

①Full Stack(클라우드→실리콘→모델) 강점, ②ROI 증명을 동반한 CAPEX, ③NPU의 외부 판매,
④메모리 병목의 해결책 ⑤자본 조달 및 주주환원 계획,
⑥데이터센터 완공 속도 및 에너지 조달 계획, ⑦사회적 대응 계획 등

● 잃어버린 방향성을 찾아줄 빅테크 실적 발표

- 5월 이후 미 증시는 항보세를 보이고 한국 증시도 변동성 확대와 함께 지수 레벨이 되돌려진 상황. 수급, 지정학, 인플레이 등 복합 변수들이 증시를 흔들고 있으나, 결국 핵심은 시 투자 사이클의 지속가능성 여부

- 타이탄한 매크로 환경 속, 시장은 이번 실적시즌에서 빅테크들의 자금조달 여력과 AI 투자 지속 가능성을 다시 확인하려는 국면. 결국 클라우드 성장, AI 수익화, 비용 효율화가 동반된 CAPEX 상향 여부가 향후 방향성을 좌우할 전망

- 메모리 업종 또한 단순 CAPEX 상향 수혜가 아니라, AI 투자 정당성과 ROI 검증에 연동될 가능성이 높음. 그간 메모리의 독립적 강세는 엔비디아 Tax 완화와 NPU 확산에 따른 비용 효율화 기대에 기반. 그러나 이제는 병목의 지점이 옮겨오며 메모리 자체가 비용 부담 요인으로 부각되고 있고, 동시에 고객사 CAPEX 상향이라는 단일 변수 의존도가 높아지고 있기 때문

● 선두 타자 알파벳(7/22), 첫 기준점으로 기대

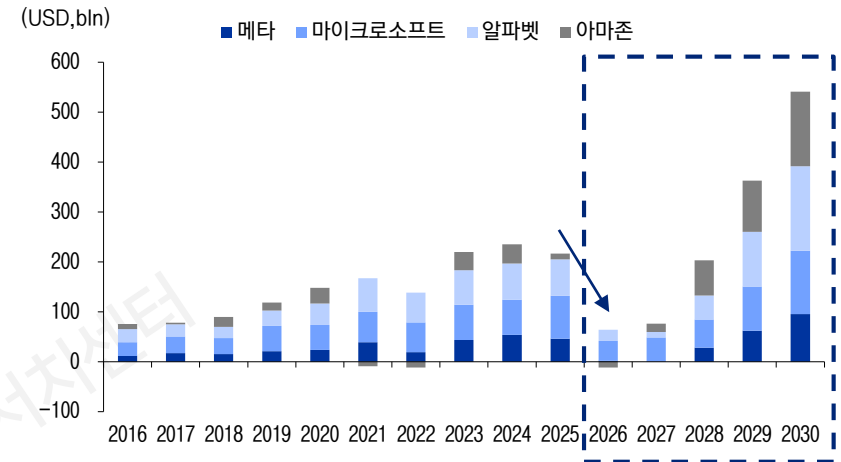
- 지난 분기 알파벳은 클라우드 성장, TPU 경쟁력, 생태계 내재화 측면에서 가장 명확한 답을 제시했던 기업. 이번에도 먼저 입증할 경우 시장 전반의 불확실성 완화에 기여할 수 있을 전망. **첫 대형주 실적이 시장 톤을 세팅한 뒤, 후속 발표는 이미 반영된 기대치와 겨루며 서프라이즈 강도가 체감상 약화되기 때문**

둔화된 AI 사이클, 동력이 필요하다

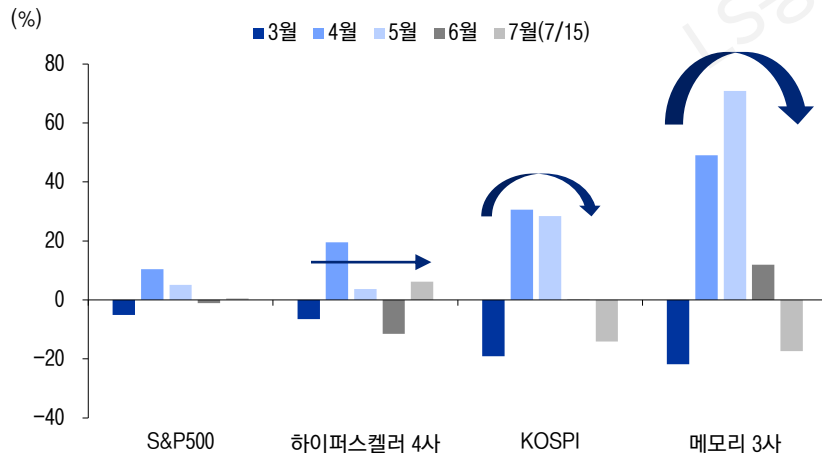
● 다시 한번 하이퍼스케일러 실적을 기다리는 이유

- 5월 이후 미 증시는 횡보세를 보이고 있으며 한국 증시도 급격한 변동성과 함께 5월 지수 레벨로 회귀한 상황
- 수급 요인부터, 지정학 불확실성, 인플레이션 압박 등 다방면의 압박을 받는 증시이나, 결국 AI 사이클이 중장기 흐름을 결정
- 근본적인 이유에는 AI 투자 비용 압박과 ROI에 대한 고민이 핵심이라 판단되며 여기에 환경적 요소들의 가감이 발생하는 구조
- 타이트한 매크로 환경에서 시장은 하이퍼스케일러 실적 발표를 통해 다시 한번 자금조달과 투자의 지속성을 확인하고 싶은 상황
- 클라우드 및 AI 활용 사업의 수익&성장성, 비용 효율화, 자금조달 전략이 뒷받침된 CAPEX 상향 여부가 향후 시장 방향성을 판가름할 것

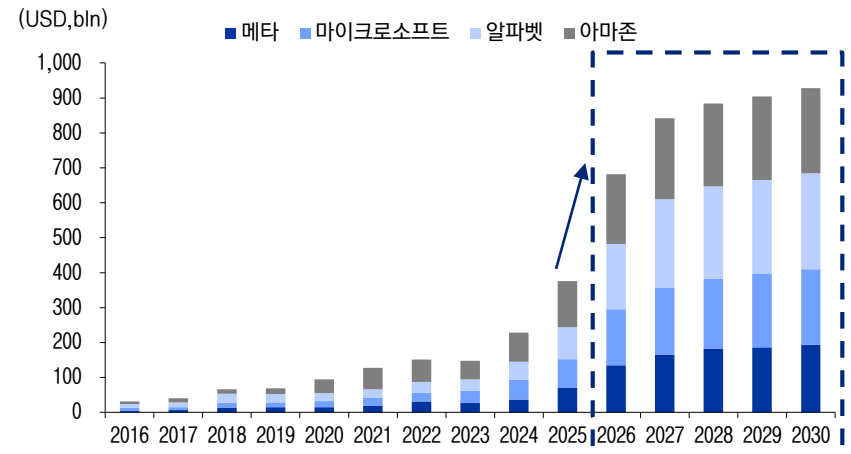
하이퍼스케일러 FCF 전망 추이



월별 수익률 추이, 다시 AI 버블론의 한복판에



하이퍼스케일러 CAPEX 전망 추이

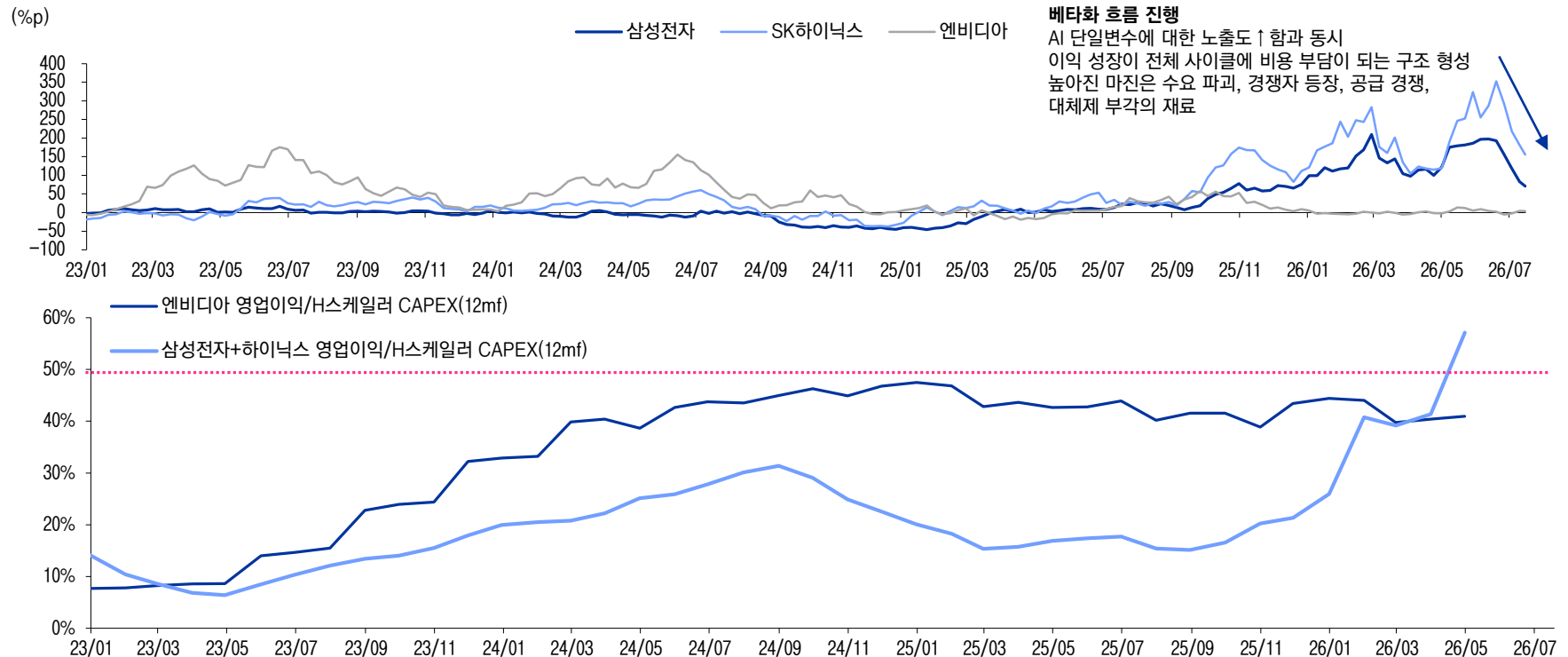


이제 메모리도 AI 버블 논란을 피할 수 없다

● 비용 효율화를 위한 NPU와 메모리가 아닌, 비용을 유발하는 메모리가 된 결과

- 25년 9월 이후 메모리 업종의 경우 하이퍼스케일러들의 CAPEX 규모, AI 버블론과 무관한 랠리를 펼침
- 이는 메모리 수요의 논리가 GPU 비용 및 엔비디아 Tax를 해결하기 위한 NPU 확산에 기인했기 때문. 그렇기에 26년 초까지 메모리 이익의 증가는 AI 투자 사이클에서 비용 부담 감소와 AI 버블론 해소를 의미하며 부담 없는 랠리가 가능
- 그러나 이제 CAPEX가 메모리 비용을 감당하기 위해 증가하는 국면. 이는 결국 메모리 업종의 미래 이익 역시 AI 투자의 정당화와 버블론 해소에 달려 있음을 의미

벤치마크(S&P500) 초과 수익률과 하이퍼스케일러 CAPEX 대비 엔비디아&메모리 영업이익 규모



자료: CEIC, Bloomberg, LS증권 리서치센터

이번엔 알파벳이 먼저, 기대되는 선두 타자

● 빅테크 실적만 바라본지 4년째, 매번 달랐던 색깔

- 빅테크 실적은 늘 호재이기보다, 시장의 색을 판독하는 리트머스지로 기능
- 시장의 의문에 답을 제시하는가에 따라 CAPEX 상향도 때로는 버블론의 근거로 해석. 기업간의 주가 반응차이를 만드는 요소
- 지난 1Q26 어닝의 주요 관심사는 AI 수익화, NPU 사업, 클라우드 성장이었고 가장 명확한 답(Google One, TPU, GCP +63%YoY)을 제시한 알파벳의 승리
- 그러나 이후 전반적 주식시장의 경우 혼조 흐름 이어졌는데 AI 버블의 인식과 함께 메모리 비용이 핵심 CAPEX와 매크로 전반의 변수로 부각되었기 때문
- 금번 어닝 시즌에서 하이퍼스케일러가 답해야 할 질문은 아래 표와 같음
- 다행인 점은 ROI에 대한 답을 제시한 알파벳(7/22) 먼저 실적 발표를 한다는 점과 어닝 시즌은 통상 '용두사미'로 흘러가는 경향이 있다는 점. 첫 대형주 실적이 시장 톤을 세팅한 뒤, 후속 발표는 이미 반영된 기대치와 겨루며 서프라이즈 강도가 체감상 약화되기 때문

하이퍼스케일러 실적 직후 주가 반응, 시장의 의문에 답을 해주는 것이 중요하다

	알파벳	마이크로소프트	아마존	메타	관련 포인트	증시 반응
4Q24	-4.9%	-7.2%	+3.0%	+1.9%	딥시크 사태 이후 CAPEX 거품론, 비 AI 수익 강조된 영역 강세	딥시크 사태로 AI 자본 지출 규모=주가 하락 공식 성립
1Q25	+4.3%	+8.0%	+3.0%	+3.2%	관세 불확실성에도 견조한 AI 투자 및 수익성	AI는 관세를 이긴다 내러티브, 불확실성에서 이익기반 방어 주
2Q25	+0.4%	+4.1%	-6.7%	+10.5%	AI 활용성 부각. 메타의 광고 매출+ROI 급등	AI 활용에 포커스, 월마트 등 AI 수익화 기업 랠리
3Q25	+5.2%	-3.0%	+6.0%	-11.3%	CAPEX 우려 지속, NPU 성과 부각(외부 수주) 알파벳 TPU 수주, 아마존 트레이닝용 공급 시작	과도한 CAPEX 지출의 솔루션으로 NPU 부각 메모리 리레이팅 본격화
4Q25	-2.5%	-9.8%	-9.7%	+9.7%	CAPEX 폭증과 자사주 매입 급감, 메타만 광고 효율화로 선방	CAPEX 과열, 잉여현금흐름 훼손 경고 등 AI 버블론 확산
1Q26	+10.1%	-5.0%	+2.1%	-8.9%	AI수익화, NPU, 클라우드 성적에 따른 주가 차별화, ROI 입증 안 된 CAPEX 상향은 부정적 주가 반응(메타)	혼조 반응, NPU 수요로 메모리 쓸림 강화 메모리 비용 압박 심화 흐름을 시장이 본격적으로 인식

2Q26 어닝시즌 관련 포인트 및 최근 화두:

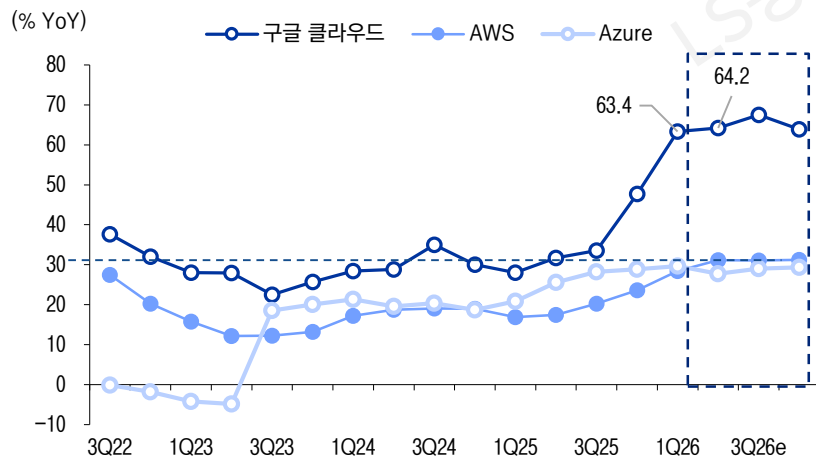
- ①Full Stack(클라우드→실리콘→모델) 강점, ②ROI 증명을 동반한 CAPEX, ③NPU의 외부 판매, ④메모리 병목의 해결책 ⑤자본 조달 및 주주환원 계획, ⑥데이터센터 완공 속도 및 에너지 조달 계획, ⑦사회적 대응 계획 등

알파벳을 기대하는 이유

● 믿을 만 클라우드와 내재화, CAPEX를 늘려도 설득력 있는 스토리

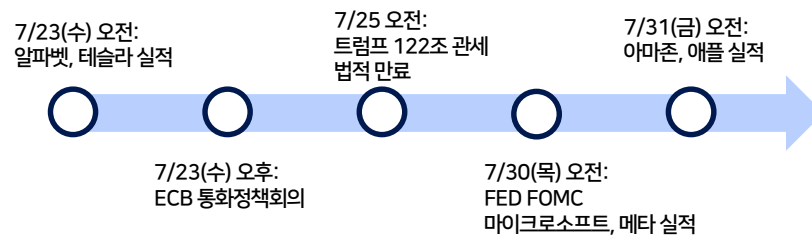
- 알파벳은 4Q25부터 소위 마의 30%라 불리는 클라우드 YoY 성장률 벽을 돌파. 1Q26에는 63.4%YoY 증가율을 기록했으며 현재 컨센서스상 적어도 4Q26까지 60%대 상승률 유지 전망
- 그 근간에는 알파벳의 풀 스택 내재화 구조가 위치
- 1Q26 어닝시즌에서 CEO 선다 피차이는 "AI 솔루션이 처음으로 클라우드 사업부 성장의 핵심 성장 동력이 되었다" 언급
- 주요 하이퍼스케일러 중 알파벳만이 자체 모델, 실리콘, 클라우드 3단 스택을 내재화에 성공
- AWS, Azure는 여전히 compute를 되파는 구조, 알파벳은 compute를 자체 모델과 번들로 판매. 같은 \$1 매출이라도 알파벳의 마진 기여도가 구조적으로 높음

클라우드 실적 디커플링, 마의 30% 벽을 뚫어버린 구글



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

7/20~31 주요 일정 타임라인(KST 기준)



알파벳의 이점, CAPEX 전망 상향을 낙관하게 하는 이유

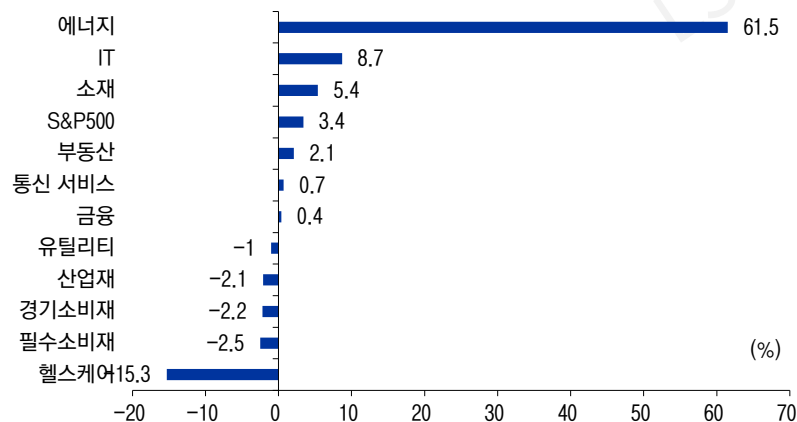
	알파벳	마이크로소프트	아마존	메타
프론티어 모델	Gemini	Open AI와 Anthropic로 외부 라이선스 피 유출 형태 비중 축소 및 지분 확보로 대응 중		Llama
자체 학습용 실리콘	TPU 8t	마이아 100	트레이니엄 2/3	MTIA (26년 9월 양산)
자체 추론용 실리콘	TPU 8i	마이아 겸용	인페르티아 2	MTIA 겸용
자체 CPU	엑시온(Arm)	코발트(Arm)	그래비톤 4	X

남아있는 걱정, 여전히 불안한 매크로 환경

● 실적 발표 전, 불안한 시그널들

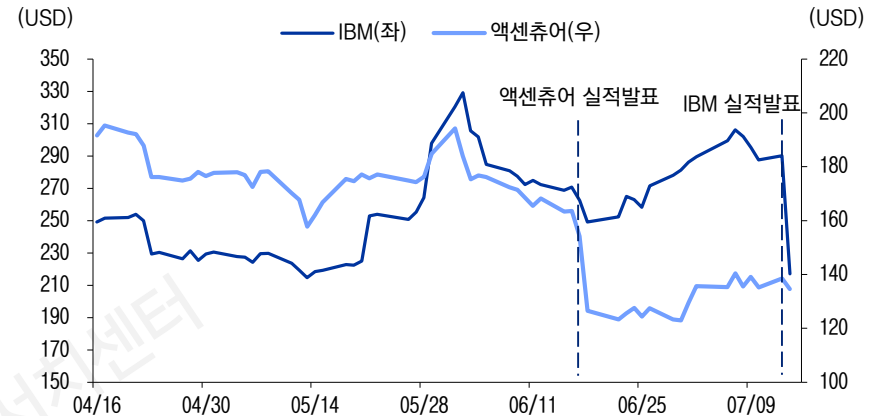
- 다만 전반적 매크로 압박과 업황 부진이 AI 사이클 전반을 둔화시킬 가능성도 존재하며 몇몇 시그널도 포착
- 클라우드 벤더의 영업사원 역할을 하는 MSP 기업인 액센츄어, 최근 6월 어닝에서 중동 리스크로 인해 일부 사업이 지연 또는 이월되었다 언급하며 부진한 실적. 2분기 중동 리스크의 단기 영향을 선반영했을 가능성
- S&P500 2분기 실적 전망 변화도 시그널. 최근 3개월간 에너지 업종의 EPS가 전망 대폭 상향. 이는 곧 그 외 기업단의 비용 압박이기도 한 상황
- 가장 최근 7/14 실적 발표한 IBM은 메모리 병목에 따른 영향을 시사하며 급락. CEO는 기업들이 컴퓨팅 인프라(메모리, 스토리지)를 구매하기 위해 우선적으로 예산을 지출한다 발언
- 이는 기업들의 우선순위가 AI 전환이 아닌 하드웨어에 있다는 의미로도 해석되며 Token Optimizing 등의 AI 확산 위축의 시그널과도 연결

S&P500 섹터별 2Q26 EPS 전망치 변화율(3/31 대비 6/30)

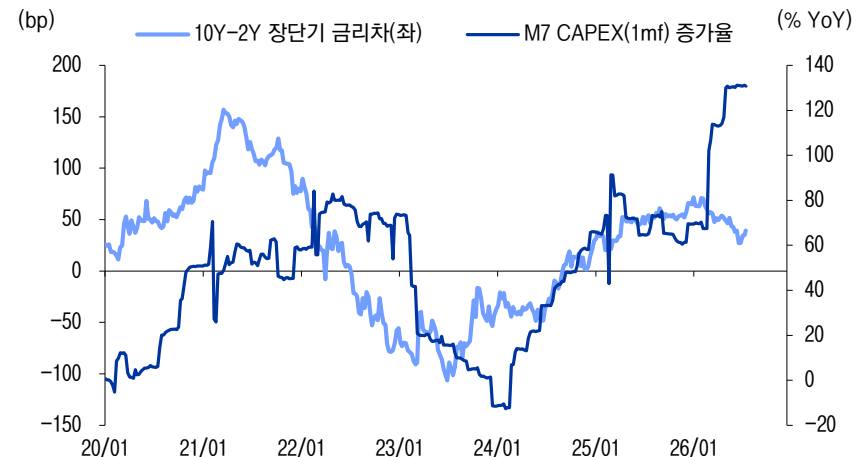


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

IBM 실적



타이트한 환경 속 지속되는 투자, ROI에 포커스



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 황산해).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.