

Strategy Weekly

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

코스피 우려 불식할 하이퍼스케일러 실적 발표 3가지 포인트

- AI 모델 범용화로 인한 AI 이익 창출 우려가 AI 인프라 투자 지속성 의구심 높임
- AI 모델의 범용화는 AI 시대 수혜주(Winner)에 대한 인식 바꾸는 중
- 국내 증시 우려를 불식할 열쇠는 반도체가 아닌 하이퍼스케일러의 실적 발표
- (1) 기존 실적 호조, (2) AI 매출 성장 모멘텀, (3) 알파벳과 MS의 CAPEX 가이드런스 주목

반도체 실적 호조에도 불구하고 글로벌 반도체 기업 주가 조정 중

2분기 실적 시즌을 맞아 삼성전자와 TSMC 등 주요 반도체 기업들의 실적 호조 소식에도 불구하고 글로벌 증시에서 반도체 기업들의 주가는 조정이 이어지고 있다. 필라델피아 반도체지수는 지난주 -10% 급락하며 6월 22일 고점 대비 -20.2% 하락해 약세장(Bear Market)에 진입했다(그림1). 반도체 업종을 개별종목으로 보면 전고점 대비 일본 낸드 플래시 기업인 키옥시아가 -52% 하락했고, SK하이닉스(-38%), 웨스턴디지털(-36%), 삼성전자(-30%), 마이크론(-30%) 등 메모리 반도체 기업들 주가가 급락했다(그림2).

AI 모델 범용화로 인한 AI 이익 창출 우려가 AI 인프라 투자 지속성 의구심 높임

실적 호조에도 글로벌 반도체 업종이 조정을 받는 이유는 투자자들의 관심이 현재의 실적
이 아닌, 향후 대규모 AI 투자가 지속될 수 있을지 옮겨가고 있기 때문이다. AI에 대한 투자 지속성에 대한 의구심은 결국 현재 오픈AI와 엔트로픽, 구글과 같은 프론티어 AI 모델 개발 기업들과 미국의 하이퍼스케일러들이 이끌고 있는 AI 투자가 장기적으로 충분한 이익을 창출
할 수 있을지 우려가 높아지고 있기 때문이다.

미국 하이퍼스케일러들의 자본 지출(CAPEX)은 올해와 내년 각각 7,529억 달러, 9,500억 달러가 전망되고 있다(그림3). 미국 빅테크 기업들은 과거 영업현금흐름(OCF) 대비 CAPEX 비율이 50% 미만이었으나, 최근 AI 인프라 경쟁으로 인해 OCF 대비 CAPEX 비율이 100%에 근접하고 있다(그림4). 영업 활동을 통해 벌어들이는 현금흐름의 대부분을 AI 인프라에 재투자하고 있는 것이다. CAPEX가 경제적 해자를 만들어 미래의 독점적인 이익을 창출할 수 있다면 정당화될 수 있다. 프론티어 AI 모델 개발 기업들과 하이퍼스케일러의 AI 투자는 AI 시장이 과거 인터넷, 플랫폼 경쟁과 마찬가지로 ‘승자독식(Winner-takes-all)’ 구조로 흘러갈 것이라는 전망에 기반하며, 지금 뒤처지면 미래에 시장 전체를 잃고 도태된다는 FOMO를 만들어냈다. 과소 투자의 위험이 과잉 투자의 위험보다 크다는 전망이 지배했던 것이다.

이러한 시각이 변화하기 시작했다. 2026년 들어 에이전틱 AI의 확산과 함께 토큰 소비를 최대화하는 토큰 맥싱(TokenMaxxing) 움직임에 토큰 소비량이 폭발적으로 증가하자 기업들은 늘어난 AI 비용을 줄이기 위한 토큰 이코노믹스(Tokenomics)로 이동하기 시작했다. 이 과정에서 중국의 저렴한 오픈웨이트 AI 모델들이 주목받기 시작했다. AI 게이트웨이 플랫폼인 OpenRouter의 통계를 보면 GPT와 Claude, Gemini 등 미국 AI 모델 사용량은 정체된 반면, 중국산 AI 모델의 사용량이 급격히 늘고 있다(그림5). OpenRouter는 AI 중개 플랫폼으로 오픈AI와 앤트로픽, 구글과 직접 계약해 접속·이용하는 B2B 비즈니스에서의 AI 수요와는 무관하다. OpenRouter 통계는 가격에 민감한 개발자와 스타트업 생태계를 중심으로 중국의 저렴한 AI 모델이 사용량이 빠르게 확대되고 있다는 신호를 보내고 있는 것이다.

여기에 우려를 키운 것이 7월 16일 출시된 MoonShot AI의 Kimi-K3이다. AI 모델의 전반적인 지능과 업무 수행 능력을 측정하는 Artificial Analysis Intelligence Index에서 Kimi-K3는 57점을 기록해 3위에 올랐다(그림6). 물론 Kimi-K3가 DeepSeek와 MiniMax 등으로 대표되는 중국산 저렴한 AI 모델이 아니라는 점에서 당장의 미국 프론티어 AI 모델을 대체할 수 없겠지만(그림7), 중국의 오픈웨이트 기반의 AI 모델들의 성능이 미국의 폐쇄형 프론티어 모델 수준까지 도달했다는 점에서 미국의 대규모 AI 인프라 투자에 대한 당위성과 향후 수익화에 대한 우려를 키웠다. 중국 기업들은 엔비디아의 최첨단 GPU에 대한 구매가 제한되고 있지만 대규모 스케일업 모델 구조를 통해 미국의 프론티어 모델과의 격차를 줄이고 있다. 또한 고성능 오픈웨이트 AI 모델 등장은 AI 모델에 비용을 지불하는 기업들이 특정 프론티어 모델에 종속되기 보다는 여러 AI 모델을 선택적으로 사용하는 AI 범용화를 가속화할 것이다. 실제로 토큰 이코노믹스가 강조되면서 토큰당 비용은 점차 감소하고 있다(그림8). AI 모델의 범용화는 프론티어 AI 모델 기업들의 독점력을 감소시켜 미래 수익화를 제한하는 요인이다. 중국산 고성능·가성비 제품의 공세에 디스플레이, 태양광 셀·모듈, 2차전지, 석유화학, 조선 등 글로벌 많은 산업들이 점유율과 수익성을 잃었다는 점에서 AI 모델 경쟁에서 중국의 범용화 전략에 경계감이 드는 것은 자연스럽다.

AI 모델의 범용화는 AI 시대 수혜주(Winner)에 대한 인식 바꾸는 중

AI 모델의 범용화는 향후 AI 산업 성장에 대한 승자에 대한 인식을 바꾸면서 주가의 흐름도 변화시키고 있다. 7월 17일 개장초 애플이 엔비디아를 제치고 글로벌 시가총액 1위를 탈환했다. 2025년 4월 엔비디아에 1위를 내어준 뒤 1년 3개월만에 복귀였다. 이후 장 후반 주가가 회복되면서 종가 기준으로 엔비디아가 시가총액 1위를 이어갔지만 이러한 변화는 투자자들의 인식 변화를 분명히 보여준다. 중국산 오픈 모델의 확산으로 AI 모델

을 교체 가능한 부품으로 보는 시각이 높아지고 있다. AI 범용화의 시대인 것이다. AI 범용화의 시대에 가치 중심은 AI 모델에서 고객과의 접점과 신뢰, 데이터와 로열티를 가진 애플리케이션 기업으로 이동하고 있다. 투자자들의 관심이 애플과 같이 소비자와 접점을 가지고 AI 모델을 선택적으로 사용해 수익화 할 수 있는 기업으로 물리는 이유이다.

메모리 반도체에 대한 우려는 바로 여기서 발생한다. AI 모델의 범용화는 프론티어 AI 모델 기업들과 하이퍼스케일러들의 대규모 AI 투자에 대해 수익화를 제한해 추가적인 AI 투자를 보수적으로 만들 수 있다. 엔비디아의 CEO 젠슨 황이 제시한 'AI 5단 케이크 전략'의 맨 위에는 고객이 실제 이용해 가치를 만들어내는 애플리케이션(디바이스, 로봇틱스, 에이전트 AI 등)이 있고 그 아래로 AI 모델, AI 인프라, 칩, 에너지로 이어지는 계층이 존재한다. 다층의 밸류체인 형태는 채찍 효과(Bullwhip effect)를 만들어내 고객과의 접점이 먼 기업일수록 조금의 인식 변화에도 변동성이 확대될 수 있다(그림9). 애플이 지난 6월 25일 메모리 반도체 공급난과 가격 폭등을 이유로 맥북과 아이패드 등 주요 제품 가격을 인상한 이후 애플과 메모리 반도체 기업들의 주가가 상반되게 움직였다는 점은 조그만 변화에도 고객과의 접점이 약한 반도체의 투자 심리가 크게 영향을 받는 것이다(그림10).

국내 증시 우려를 불식할 열쇠는 반도체가 아닌 하이퍼스케일러의 실적 발표

국내 주식 투자 전략 관점에서 보면 이번 2분기 실적 발표에서 반도체 업종 스스로 투자자들의 우려를 해소하기 어렵다. 글로벌 반도체 업체 실적은 미국 하이퍼스케일러의 AI 인프라 투자로 인한 후행적 지표로 시장의 관심도가 낮아진 상황이다. 투자자들은 프론티어 AI 모델 기업들과 하이퍼스케일러가 AI 투자를 수익화해 2028년 이후에도 꾸준히 CAPEX 투자를 이어갈 수 있는지 확인하고 싶어한다. 오픈AI와 엔트로픽 등 주요 프론티어 AI 모델 기업들이 비상장이라는 점에서 AI 수요 확대와 수익화, 미래 CAPEX 확대 지속에 대한 단서는 하이퍼스케일러의 실적 발표에서 찾을 수 밖에 없다. 주목해야 할 포인트는 크게 3가지이다.

첫째, 기존 사업의 실적 호조이다. 하이퍼스케일러의 AI에 대한 대규모 CAPEX는 기존 사업의 이익과 현금흐름에 기반한다. 이번 실적 시즌에서 본업의 이익과 현금흐름이 중요하다. 기존 사업의 수익성이 둔화되거나 마진이 하락할 경우 CAPEX 축소에 대한 압력이 높아질 수 있다. 이는 국내 반도체 업종에 부정적으로 작용할 것이다.

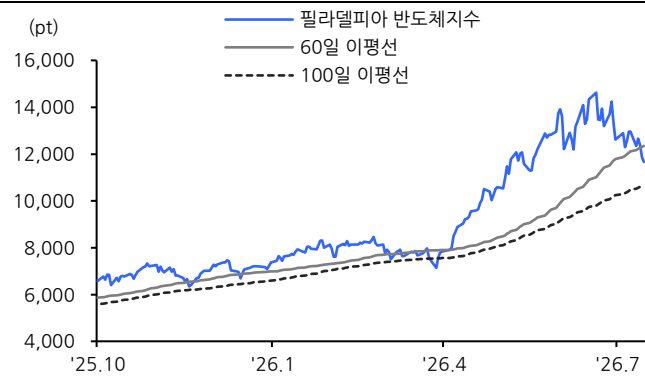
둘째, AI 매출 성장을 확대가 이어져야 한다. 현재 시장은 성장률의 변화인 모멘텀에 더욱 민감히 반응하고 있다. 국내 반도체 업종의 주가 변동성이 확대된 이유도 이익 규모가

아닌 성장률이 점차 둔화될 것이란 우려에 기인한다. 지난 1분기 AI 클라우드 부문의 매출 성장을 확대가 본격화되었다는 점에서 매출 성장률이 전분기 대비 낮아질 경우 시장에 상당한 충격으로 다가올 수 있다(그림 11). AI 클라우드 부문의 매출 성장을 둔화는 중국산 AI 모델의 성장과 멀티모델 활용 확대, 이에 따른 토큰당 비용 하락과 같은 AI 범용화 우려를 확대시킬 수 있다. 반대로 AI 클라우드 부문 매출 성장률 모멘텀이 확대될 경우 '제번스의 역설'에 대한 낙관론을 높일 수 있을 것이다.

셋째, 하이퍼스케일러의 CAPEX 가이드선 확대 여부에 주목해야 한다. 투자자들은 하이퍼스케일러의 내년 CAPEX 전망치의 변화에 주목하고 있다. 특히 알파벳과 마이크로소프트의 CAPEX 가이드선에 주목해야 한다. 알파벳과 마이크로소프트는 AI 경쟁을 이어가고 있지만, 영업현금흐름 대비 CAPEX 규모는 오라클과 아마존, 메타에 비해 보수적이다(그림 12). AI 경쟁에서 알파벳과 마이크로소프트가 소극적으로 비춰지는 상황에서 AI 투자에 상대적으로 보수적인 두 기업이 CAPEX 전망을 상향 조정하거나, AI 경쟁에 대해 보다 적극적으로 나설 경우 AI 인프라 투자 사이클 지속 기대감이 높아지면서 국내 반도체 업종의 투자심리가 빠르게 확대될 수 있다. 반대로 AI 데이터센터 투자에 대한 지역사회 반발과 규제, 반도체 가격 등을 이유로 후발주자로 포지셔닝을 강화할 경우 AI 범용화로 인한 투자 사이클 정점 우려가 가속화될 수 있다.

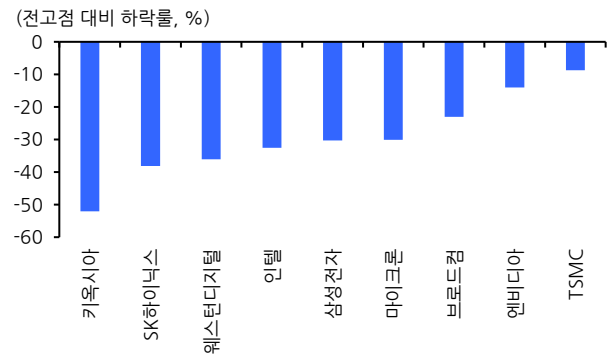
위 3가지 포인트를 중심으로 2분기 하이퍼스케일러의 실적 발표에 주목해야 한다. 알파벳(7월 22일)을 시작으로, 메타와 마이크로소프트(29일), 아마존(30일)의 실적 발표가 대기하고 있다. 코스피는 하이퍼스케일러 실적 발표 전까지 변동성이 확대될 전망이다.

〈그림 1〉 미국 필라델피아 반도체 지수 고점대비 -20% 하락



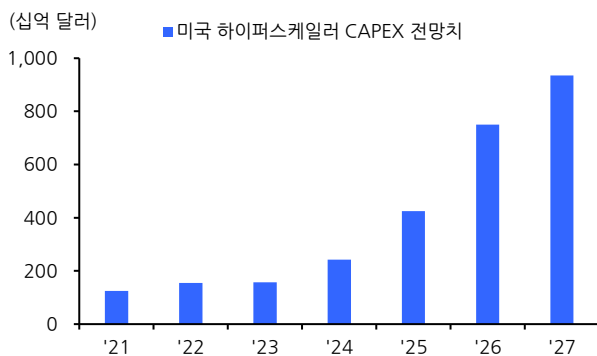
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 2〉 글로벌 반도체 주가, 메모리 중심 하락



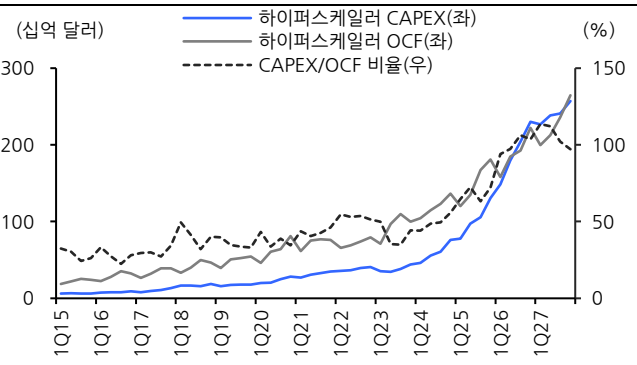
주: 각 종목의 전고점 대비 하락률로 전고점 시점은 종목마다 다소 차이 존재
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 3〉 늘어나는 하이퍼스케일러 CAPEX 전망치



주: 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클의 연간 CAPEX 전망치 컨센서스 합
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 4〉 빅테크 현금흐름 대비 CAPEX 비율, 부담 확대 중



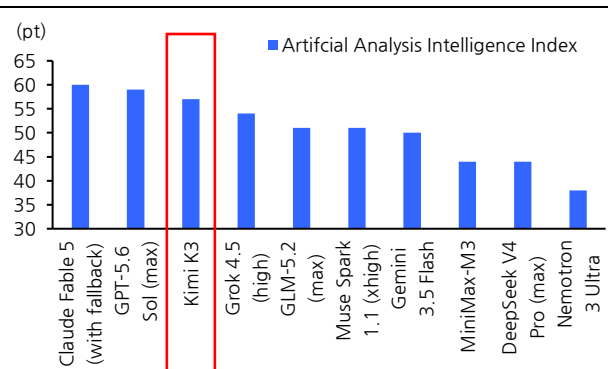
주: 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클의 분기별 OCF(영업현금흐름), CAPEX 전망치 컨센서스 합
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 5〉 OpenRouter에서 중국산 AI 모델 사용량 급증



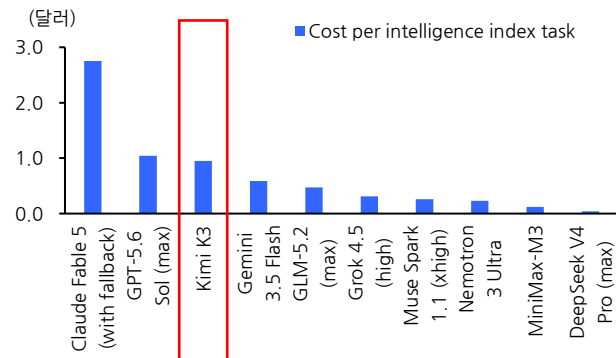
주: AI 게이트웨이 플랫폼 OpenRouter에서 2026년 중국 및 미국 AI 모델 사용량 추이
자료: OpenRouter, Financial Times 재인용, 현대차증권

〈그림 6〉 Kimi-K3, 주요 프론티어 AI 모델과 비등한 성능



주: Artificial Analysis Intelligence Index는 AI 모델의 전반적인 기능과 추론 성능 비교 점수
자료: Artificial Analysis, 현대차증권

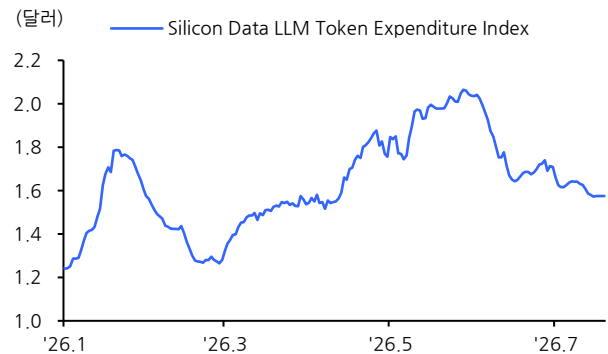
〈그림 7〉Kimi-K3, DeepSeek 같이 저렴한 모델은 아님



주: Cost per intelligence index task는 모델이 실제 지능형 과제를 처리하는 데 소비되는 평균 비용으로, AI 모델의 업무 경제성의 비교하는 지표

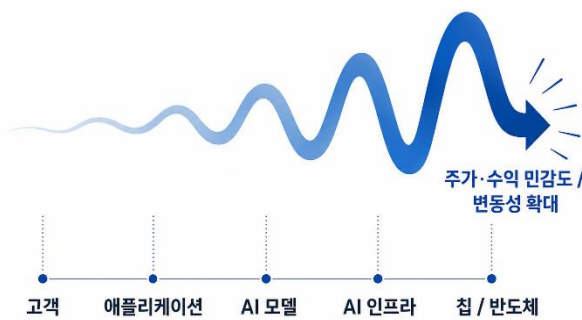
자료: Artificial Analysis, 현대차증권

〈그림 8〉저가 AI 모델 사용 확대에 토큰 사용 가격 하락 중



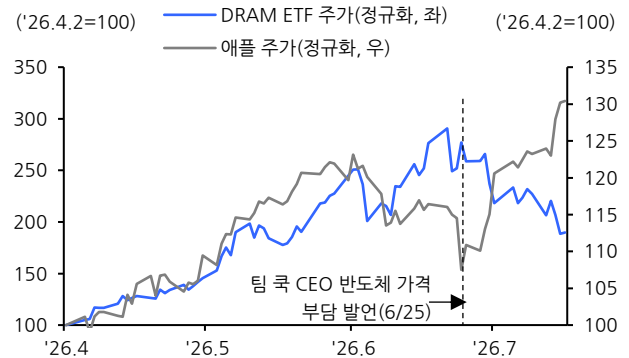
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 9〉AI5단 케이크 구조는 작은 변화에 채찍 효과 만듦



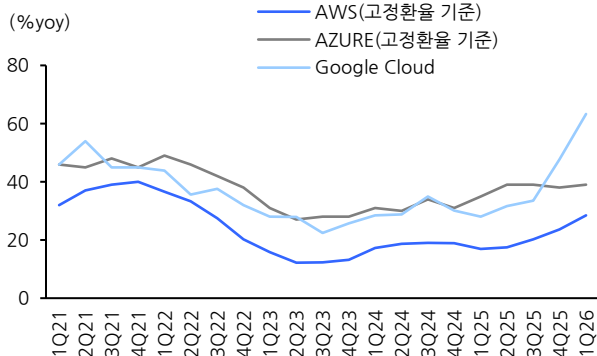
자료: 현대차증권

〈그림 10〉6월 25일 이후 엇갈린 반도체와 애플 주가



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

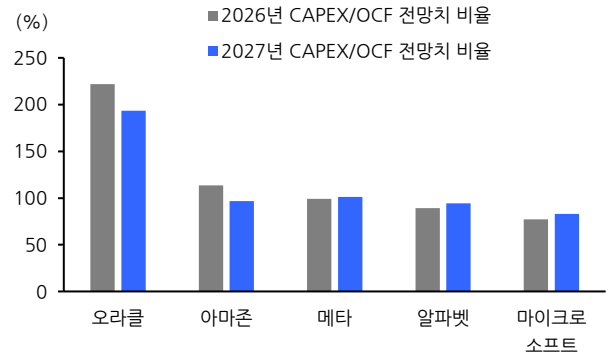
〈그림 11〉하이퍼스케일러 AI 매출 성장 모멘텀 이어질 지 주목



주: 고정환율 기준 성장률이란 전년 동기 환율을 그대로 적용한 성장률로 글로벌 매출에서 환율 효과를 제외해 실제 성장률을 계산하기 위한 방법론

자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 12〉보수적인 알파벳과 MS의 CAPEX 가이드스 주목



자료: FACTSET, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-