

글로벌 전략

빅테크 실적, 총액 너머의 신호

분석의 기본 가정

- 하이퍼스케일러, AI 투자의 핵심인 것은 동일하나 각자의 입장은 다름
- 투자 총액 가이드선과 더불어 메모리 가격을 말하는 방식, 단수명 자산 비중 등을 함께 볼 필요

글로벌 전략 김효진 Ph.D.

T.02)2004-9419 / Kim.hyo-jin@shinyoung.com

하이퍼스케일러 CapEx와 국내 메모리, 총액 너머의 신호

중요한 변곡점이 될 하이퍼스케일러의 실적발표가 다가왔다. 하이퍼스케일러 4사가 올해 무려 7천억 달러의 투자계획을 발표했지만 정작 그 수혜주로 꼽히던 반도체 주가는 큰 폭으로 하락했다. 투자액과 수주잔고가 동시에 최대치를 경신하는데 관련 주가가 반대로 움직인다는 것은, 시장이 이제 단순히 투자 총액 자체 만으로는 호재로 읽지 않는다는 뜻이다.

그렇다면 수요에 대한 불안감이 확대된 지금, 더욱 필요한 것은 전체 규모를 넘어서 그 돈이 어디로 가고, 회사가 그것을 어떻게 말하는가다. ROI, 감가상각, 조달 부담 등 여러 쟁점이 있지만 중요한 것은 전체 투자 규모의 추이, 이를 뒷받침해줄 하이퍼스케일러들의 실적이다. 한발 더 들어가서는 메모리 가격 상승에 대한 입장과 단수명 자산(GPU, CPU 등)의 비중 등이 될 것이다.

국내 메모리 관점에서 가장 긍정적인 그림은, 메모리 가격 상승을 반영해 회사들이 예산을 더 잡아 계획대로 투자하겠다고 말하고, 마이크로소프트의 단수명 자산 비중이 3분의 2 이상에서 유지되거나 높아지는 경우다. 원가 상승이 수요 파괴가 아니라 물량 확대로 이어지고 있다는 가장 우호적인 신호이며, 자본지출 가이드선의 추가 상향이 동반되면 더욱 그렇다.

반대로 가장 부정적인 그림은, 메모리 가격 상승을 투자 확대로 흡수하겠다는 입장이 물량 조정이나 시점 재검토, 투자 효율화로 바뀌는 순간이다. 잉여현금 압박과 감가상각 부담을 이유로 자본지출 가이드스가 동결·하향된다면 이는 사이클의 둔화를 알리는 신호탄이고, 설령 투자 확대 기조가 유지되더라도 마이크로소프트의 단수명 비중이 눈에 띄게 낮아진다면 같은 예산에서 GPU·메모리 물량이 줄었다는 뜻이므로 국내 메모리엔 또 다른 부담이 된다. 다만 연간 투자의 약 2.5배에 이르는 계약 잔고와, 투자 확대에 대비해 최근 대규모로 조달해 둔 자금을 감안하면, 이들이 당장 투자를 줄이거나 효율화에 나설 가능성은 크지 않다.

I. 총액에서 문장으로

변곡점에 선 실적 발표

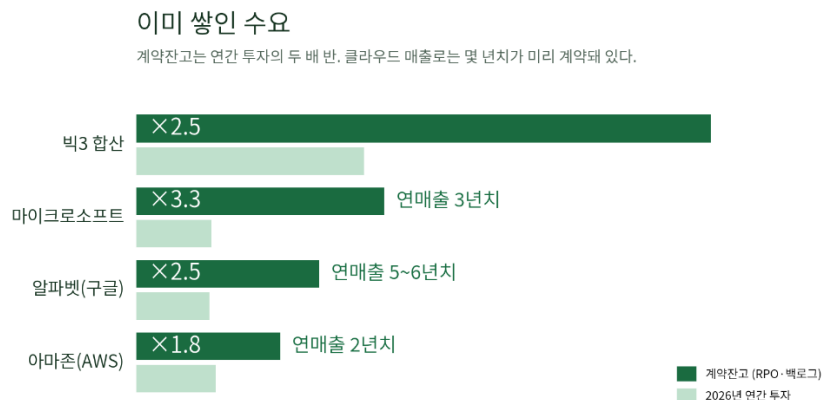
중요한 변곡점으로 지목되는 하이퍼스케일러의 실적 발표가 다가왔다. 투자는 사상 최대지만, 그럼에도 반도체 주가는 약세장에 진입했다. 마이크로소프트·알파벳·메타·아마존이 데이터센터에 쏟아붓는 돈은 분기마다 기록을 새로 쓰는데, 정작 그 투자의 수혜주로 꼽히던 반도체는 반대로 움직이고 있는 셈이다. 필라델피아 반도체지수는 6월 고점 대비 약 20% 하락했고, 코스피도 장중 고점 대비 약 30% 급락하며 방향을 같이 했다. 투자액과 수주잔고가 동시에 최대치를 경신하는 국면에서 관련 주가가 반대로 움직인다는 것은, 시장이 총액 자체를 더는 호재로 읽지 않는다는 뜻이다. 그 이면에는 이 막대한 투자를 정당화할 만큼 AI 수요가 이어질지에 대한 불안이 자리한다.

사상 최대의 투자

투자 규모를 숫자로 보면 이렇다. 하이퍼스케일러 4사가 2026년에 쓰겠다고 밝힌 자본지출은 합산 약 7,000억 달러로, 지난해보다 약 77% 많다.

계약된 수요도 기록적이다. 세 회사(마이크로소프트, 구글, 아마존)의 계약잔고(RPO, 잔여이행의무)를 더하면 약 1조 4,500억 달러로, 이들 세 회사의 2026년 투자 계획 합(약 5,700억 달러)의 약 2.5배에 이른다. 한 해 투자의 두 배 반이 이미 수주잔고로 쌓여 있는 셈이다. 개별로는 마이크로소프트의 RPO가 연간 투자의 약 3.3배, 알파벳이 약 2.5배다. 기간으로 환산하면 각 사 클라우드 연매출의 대략 2~6년치가 미리 계약돼 있는 셈이다. 구글 클라우드가 백로그 4,620억 달러로 연매출인 약 800억 달러의 5~6년치로 가장 길고, AWS는 3,640억 달러로 2년 남짓, 마이크로소프트 커머셜 RPO는 3년 안팎이다.

도표 1. 하이퍼스케일러 계약 잔고 현황



자료: 각사, 신영증권 리서치센터

총량 확인에서 세부 의미
파악으로

다시 적어놓고 보아도 탄탄해 보이기만 하지만 이는 이미 알려져 있고 가격에 반영돼 있다. 시장이 지금 확인하려는 것은 규모가 아니라 그 돈이 언제 어떤 형태로 반도체 발주와 매출로 전환되는가이며, 그 답은 총액이 아니라 그 아래에 있다. 투자 판단의 단계가 총량 확인에서 세부 의미 파악으로 넘어간 것이다.

형광펜으로 단어를 칠하던 시절

필자에게는 생소한 기업들의 재무제표와 씨름을 하다보니 오래전 연준 성명서를 읽던 시절이 떠올랐다. 미국 연준이 기자회견을 시작한 것은 2010년대 초반이었다. 그 이전에는 FOMC 회의 직후 단 한장짜리 통화정책 결정문만 발표되었다. 필자를 비롯한 이코노미스트들은 새벽에 일어나 직전 성명서를 나란히 놓고 형광펜으로 바뀐 단어를 칠해가며 행간의 의미를 곱씹었다.

2003년 12월 성명서의 상당 기간(considerable period)이 2004년 1월 인내(patient)로 바뀌었고, 그해 5월에는 신중한 속도(measured pace)가 등장했다. 신중한 속도라는 표현은 어떤 숫자도 말하지 않았지만 시장은 이를 매 회의 25bp 인상 신호로 읽었고 실제로 그렇게 진행됐다. 이 문구는 이후 12차례 성명서에서 반복됐고, 2005년 12월 회의에서 수정된 뒤 2006년 1월 회의에서 사라졌다. 그 뒤로 연준의 통화정책은 인상에서 동결로 바뀌었다. 한 단어의 변화가 25bp 인상 그 자체보다 큰 정보를 담던 시기였다.

도표 2. FOMC 통화정책 결정문의 문구변화

Side-by-Side Comparison of Last Two FOMC Statements November 2, 2011 and December 13, 2011

Red strikethroughs denote text that no longer appears.
Blue underlines denote new text.
Unformatted text denotes comments shared in both statements.

Information received since the Federal Open Market Committee met in ~~September~~ November indicates suggests that ~~economic growth strengthened somewhat in the third quarter, reflecting in part a reversal of the temporary factors that had weighed on growth earlier in the year~~ the economy has been expanding moderately, notwithstanding some apparent slowing in global growth. ~~Nonetheless, recent~~ While indicators point to ~~continuing weakness~~ some improvement in overall labor market conditions, ~~and~~ the unemployment rate remains elevated. Household spending has ~~increased at a somewhat faster pace in recent months~~ continued to advance, but business ~~fixed~~ investment in equipment and software ~~has continued to expand, but investment in nonresidential structures is still weak~~ appears to be increasing less rapidly and the housing sector remains depressed. Inflation ~~appears to have~~ has moderated since earlier in the year ~~as prices of energy and some commodities have declined from their peaks, and~~ longer-term inflation expectations have remained stable.

자료: https://graphics.thomsonreuters.com/11/12/FOMC-Statements_Side-by-Side1312.pdf,
신영증권 리서치센터

같은 조건이 반복되고 있다

지금 하이퍼스케일러 실적을 읽는 조건이 그때와 같다. 공시 형식이 표준화되지 않았고, 실적을 발표하는 기업 역시 자신의 문장이 직전 분기와 대조된다는 것을 알고 있으며, 정보는 숫자보다 문구에 실려 있다. 그렇게 읽어보면 총액이 왜 답을 주지 못하는지가 먼저 드러난다.

더할 수 없는 숫자

아울러 네 회사의 자본지출은 애초에 기준이 달라 단순히 더할 수 있는 숫자가 아니다. 메타는 자본지출에 금융리스 원금 상환액을 포함한다고 명시한다. 아마존은 설비와 부지를 할부 구매에 가까운 형태로 조달하는 금융리스로 취득한 자산을 현금흐름표에 별도 라인으로 표시하고, 이를 반영한 잉여현금흐름 지표를 세 종류 따로 제공한다. 알파벳과 마이크로소프트는 요약 재무제표에 해당 항목을 두지 않는다. 같은 금융리스라는 단어를 쓰지만 한 회사는 지급한 현금을, 다른 회사는 취득한 자산을 가리키고 있다. 용어가 어려운데, 회사마다 기준이 다르다는 얘기다.

금융리스(finance lease)

형식은 임차지만 실질은 할부 구매에 가까운 계약이다. 소유에 따르는 위험과 보상이 실질적으로 이전되면 임차인이 사용권자산과 리스부채를 재무상태표에 함께 인식하고, 이후 감가상각비와 이자비용으로 나누어 처리한다.

자본지출 분석에서 중요한 점은 계약 시점에 현금이 나가지 않는다는 것이다. 따라서 현금흐름표의 유형자산 취득 항목에 잡히지 않으며, 현금 기준 자본지출만 보면 실제 확보한 설비가 과소평가된다.

규모는 회사마다 크게 다르다. 재무상태표의 금융리스 부채로 보면 2026년 3월 말 마이크로소프트가 629억 달러인 반면 알파벳은 22억 달러로 약 28배 차이가 난다. 아마존은 133억 달러로 마이크로소프트의 5분의 1 수준이지만 미미하다고 하기는 어렵다. 분기 유입으로 봐도 마이크로소프트는 2026년 3분기 금융리스가 47억 달러로 자본지출 319억 달러의 15%에 달했고 대부분 대형 데이터센터 부지였다.

또한 금융리스는 리스 개시 시점에 계약 전액이 인식되므로 분기별 자본지출 총액에 변동성을 더한다. 마이크로소프트가 자본지출을 설명하면서 이 항목을 별도로 언급하는 이유다.

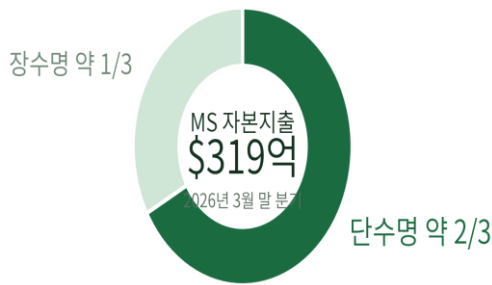
한국 투자자에게 중요한 것은 구성비다

투자 규모보다 중요한 것은 그 가운데 얼마가 반도체 발주로 돌아오느냐다. 자본지출이 늘어난다 해도 데이터센터 건물과 전력설비에 들어간 몫이 삼성전자와 SK하이닉스의 수주와 직접 연결되는 것은 아니기 때문이다.

마이크로소프트는 2026년 1분기(회계연도 2026년 3분기) 자본지출 319억 달러 가운데 약 3분의 2가 GPU와 CPU 등 단수명 자산이고 나머지는 15년 이상 사용할 장수명 자산이라고 밝혔다. 알파벳은 같은 분기 기술 인프라 투자의 약 60%가 서버, 40%가 데이터센터와 네트워크 장비라고 공시했다.

(아마존과 메타는 이 구분을 제시하지 않는다.)

도표 3. 단수명 자산과 장수명 자산



MS 회계연도 3분기 = 캘린더 2026년 1분기 · 구성비 공개는 MS가 유일

단 단수명 자산 short-lived · 상각 4~6년

GPU · CPU → 발주와 동시에 반도체 수요로.
삼성전자·SK하이닉스 주주로 연결

장 장수명 자산 long-lived · 15년 이상

토지 · 건물 · 데이터센터 · 전력설비
→ 금융리스로 조달, 15년에 걸쳐 천천히 수익화

핵심 자본지출 1,900억 달러가 다 메모리는 아니다 — 봐야 할 건 '단수명 비중'이다

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

단수명 자산과 장수명 자산

마이크로소프트가 실적 발표에서 자본지출을 나누어 설명할 때 쓰는 구분이다.

단수명 자산(short-lived assets) : 회사는 주로 GPU와 CPU라고 설명한다. 상각 기간은 4~6년이며, 발주와 동시에 반도체 수요로 연결된다.

장수명 자산(long-lived assets) : 회사는 향후 15년 이상 수익화를 뒷받침할 자산으로 설명한다. 토지와 건물, 데이터센터 구조물, 전력설비가 여기 속하며, 금융리스로 조달되는 부분도 대부분 이쪽이다.

* 회사마다 이 구分的 명칭과 범위가 달라 직접 비교에는 주의가 필요하다.

지표는 사라질 수 있다

다만 연준과 결정적으로 다른 점이 하나 있다. 연준은 성명서를 내지 않을 수 없었지만 기업은 지표를 공시에서 뺄 수 있다. 마이크로소프트는 2026년 3분기에 OpenAI를 제외한 매출을 공개했는데, 이는 정식 보도자료가 아니라 컨퍼런스 콜의 구두 발언이었다. 알파벳의 4,620억 달러 백로그 역시 보도자료에는 4,600억 달러 초과로만 표기됐고 정확한 수치는 컨퍼런스콜에서 나왔다. 이 시장에서는 문구의 변화만이 아니라 항목의 등장과 소멸 자체가 앞으로는 신호 역할을 해줄 것이다.

II. 같은 투자 증가, 다른 입장

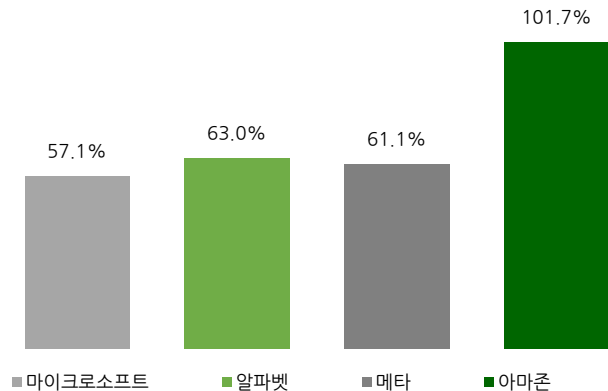
함께 볼 부분은 회사별 상황이다. 같은 투자를 하고 있어도 기업별로 서 있는 자리가 다르기 때문이다. 이는 마치 매파의 완화 발언과 비둘기파의 완화 발언이 다르게 읽히듯, 같은 문장도 누가 말했는지에 따라 무게가 달라지기 때문이다. 네 회사의 입장을 한 문단씩으로 요약하면 이렇다.

마이크로소프트 : 돈이 가장 많고, 유일하게 숫자로 말한다

네 회사 중 재무 여력이 가장 크다. 최근 4개 분기 자본지출, 즉 CapEx가 영업활동현금흐름의 57.1%에 그쳐 비율이 가장 낮고, 그리고도 남은 잉여현금흐름이 729억 달러로 1위이며, 같은 기간 배당과 자사주 매입으로 461억 달러를 주주에게 돌려줬다. 투자를 사상 최대로 늘리면서도 주주환원을 유지하는 유일한 회사다. 그리고 뒤에서 보듯 투입 원가를 금액으로, 자본지출 구성을 비율로, 공급 제약을 시한으로 밝히는 유일한 회사이기도 하다. 곳곳에 여유가 있으니 감출 이유도 없는 셈이다. AI 관련한 투자를 줄인다면 가장 마지막에 줄일 회사가 마이크로소프트가 아닐까 하는 생각도 든다. 그래서 이 회사의 문장은 나머지 셋을 읽는 기준점이 된다.

도표 4. 자본지출(CapEx) / 영업활동현금흐름 : 마이크로소프트가 가장 낮음

자본지출/영업현금(최근 4개분기 합산)

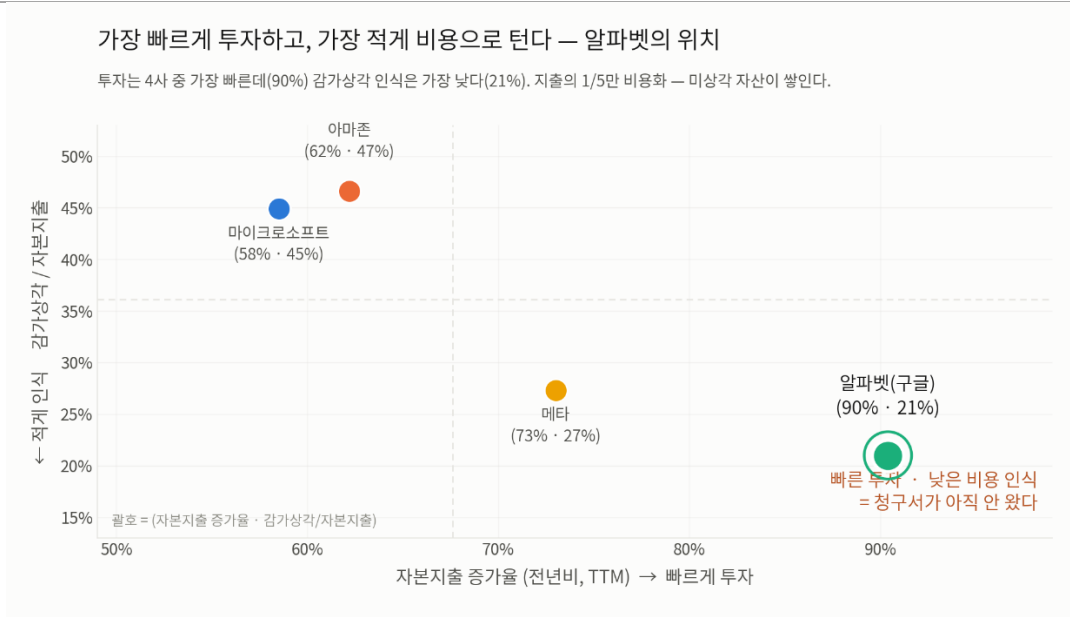


자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

알파벳 : 가장 빠르게 투자를 늘리고, 자체 칩을 팔기 시작했다

증가 속도가 가장 빠르다. 최근 4개 분기 누계 자본지출이 전년 대비 90.4% 늘어 나머지 셋을 앞섰고, 1분기 유형자산 취득액만 356억 달러로 전년의 두 배를 넘었다. 동시에 8세대 TPU를 고객사 데이터센터에 직접 공급하기 시작했다. 인프라를 사들이는 데 그치지 않고 자체 칩을 파는 쪽으로 넘어간 유일한 회사다. 그런데 감가상각비 비중은 가장 낮다. 매출 대비 5.5%, 자본지출 대비 21.0%로, 지출한 돈의 5분의 1만 비용으로 인식되고 있다. 가장 빠르게 투자하면서 가장 적게 비용으로 털고 있다는 조합이다.

도표 5. 투자 속도 vs 감가상각 인식, 알파벳의 위치

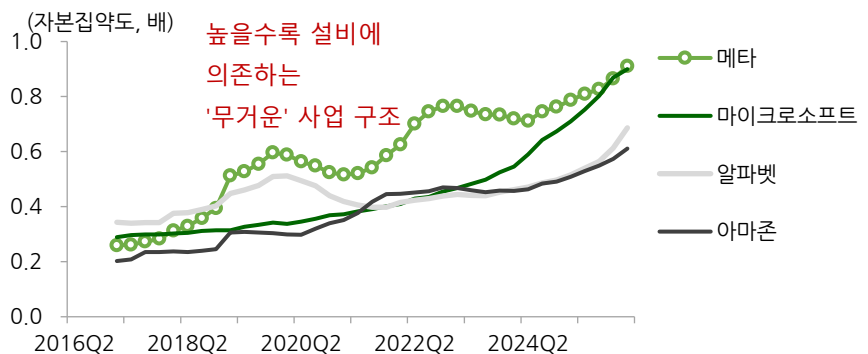


자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

메타 : 자산집약도 가장 높음

투입 원가를 가장 노골적으로 말한다. 저커버그 최고경영자가 자본지출 상향의 대부분을 메모리 가격 때문이라고 직접 지목했을 정도다. 그런데 나머지 셋과 달리 메타에는 이 설비를 되팔 클라우드 사업이 없다. 잔여수행의무나 백로그 같은 외부 수요 검증 장치 없이, 자사 서비스와 모델 학습을 위해 짓는다. 그 결과 순유형자산을 매출로 나눈 자산집약도가 1.01배로 네 회사 중 가장 높다.

도표 6. 자산집약도(순유형자산÷최근 12개월 매출)



자료: 신영증권 리서치센터

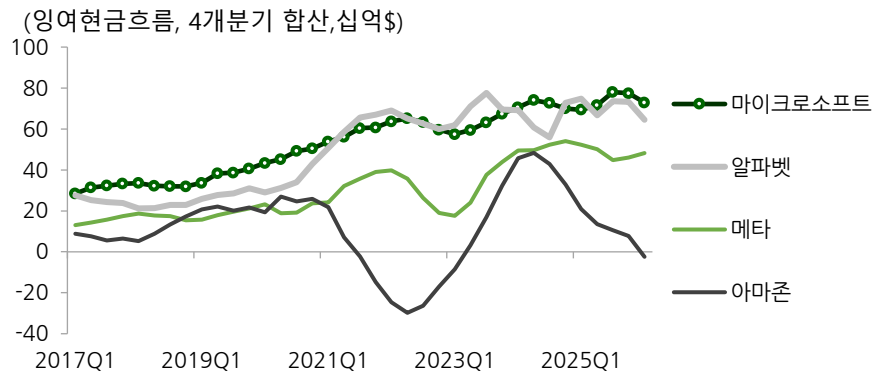
자산집약도는 순유형자산(감가상각을 뺀 설비의 장부가)을 최근 12개월 매출로 나눈 값으로, 매출 1달러를 만드는 데 유형자산이 얼마나 필요한지를 나타낸다. 높을

수록 설비에 의존하는 '무거운' 사업 구조라는 뜻이다. 매출 1달러를 만드는 데 가장 많은 설비가 필요한 회사가 소매업의 아마존이 아니라 광고 기업 메타라는 사실은, 이 회사의 무게중심이 얼마나 이동했는지를 보여준다.

아마존 : 현금이 쪼들리는데 투자 확대

유통소매업을 포함한 절대 투자 금액은 1,510억 달러로 압도적 1위지만, 처지는 가장 빠듯하다. 자본지출이 영업활동현금흐름(1,485억 달러)을 넘어서면서(101.7%) 잉여현금흐름이 마이너스로 돌아섰고, 최근 4개 분기 주주환원은 0이다. 부족분은 회사채로 메우고 있다. 장기차입금이 1,191억 달러로 네 회사 중 가장 많다. 리스를 주로 쓰는 마이크로소프트와 정반대 구조다. 여력이 가장 적은 곳이 가장 크게 베팅한 셈인데, 연준으로 치면 완화를 주장할 이유가 가장 적은 위원이 완화를 말한 격이라, 그 결정은 말보다 무겁게 읽어야 한다.

도표 7. 잉여현금흐름 : 아마존만 마이너스

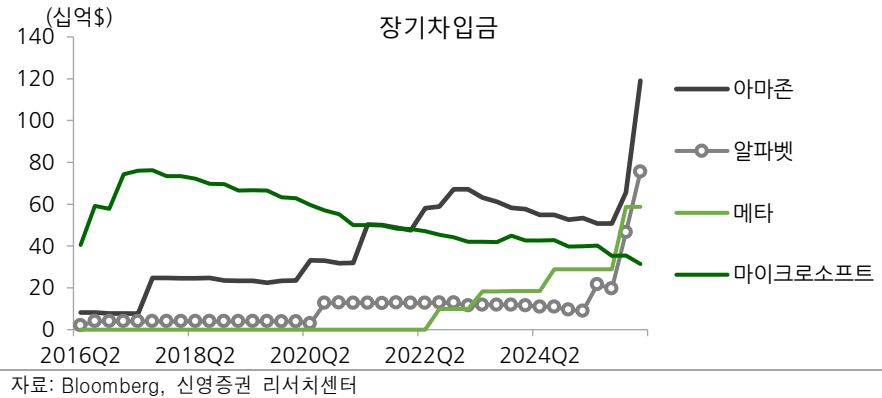


자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

아마존은 장기차입금으로,
마이크로소프트는 리스로
투자 여력 보완

아마존은 부족한 현금 여력을 장기차입금으로 메우고 있다. 장기차입금은 만기가 1년을 넘는 차입금으로, 주로 회사채와 장기 은행대출로 구성된다. 덧붙여 말하자면 설비 투자를 리스로 조달하는지(금융리스)와 빚으로 조달하는지(장기차입금)를 함께 보면 각 회사의 조달 전략이 드러난다. 아마존이 1,191억 달러로 가장 많고 마이크로소프트가 314억 달러로 가장 적는데, 이는 금융리스가 가장 많은 마이크로소프트와 정반대 구조다.

도표 8. 각사별 장기차입금



III. 문구에서 읽어내는 행간의 의미

총액만으로 부족하다면 무엇을 더 보아야 하는가. 하나의 숫자가 아니라 두 개의 문구를 나눠 들어야 한다. 두 문구는 각각 다른 것을 검증한다. 첫째 메모리 가격을 말하는 방식은 원가 상승이 국내 메모리 업체의 이익으로 남을지를, 둘째 단수명 자산 비중은 그 돈이 언제 반도체 발주로 이어질지를 가른다. 하나씩 보자.

1. 메모리 가격을 말하는 방식

왜 이 문구인가. 메모리는 이번 사이클에서 가장 크게 움직이는 투입 원가다. 그런데 국내 투자자에게 정작 중요한 것은 원가가 올랐다는 사실 자체가 아니라, 회사가 그 상승에 어떻게 반응하는가다. 원가가 올랐을 때 예산을 늘려 흡수하면 오른 판매가가 고스란히 메모리 업체의 매출과 이익으로 남는다. 반대로 물량이나 시점을 줄여 대응하면 판가 상승분이 수요 감소로 상쇄돼 버린다. 그래서 메모리 가격을 어떻게 말하는가는 사실상 가격 상승의 수혜가 메모리 업체에 온전히 돌아갈 것인가를 묻는 질문이다. 같은 원가 상승을 두고 네 회사가 서로 다른 방향으로 반응하고 있다는 점이 이 국면의 핵심이다.

[마이크로소프트] 예고에서 금액으로

지난해 4분기엔 메모리 값이 자본지출에 영향을 줄 것이라고 방향만 말했는데, 1분기엔 2026년 투자 1,900억 달러 중 250억이 부품값 상승분이라고 금액을 못 박았다. 위험을 알리는 단계에서, 그만큼 예산을 더 잡고 계획대로 가겠다는 단계로 넘어간 것이다.

[메타] 메모리 부담 지목에도 투자 확대

저커버그가 투자 상향분의 대부분을 메모리 가격 때문이라고 직접 지목했다. 중요한 건 그다음 문장이다. "모든 신호가 이 투자에 확신을 준다." 원가가 올랐으니 줄이는 게 아니라, 오른 만큼 더 투자하겠다는 뜻이다. 되팔 클라우드도 없는 회사가 이렇게 말했다는 점에서 가장 무겁다.

[아마존] 가격이 아니라 '확보' 문제

실적 발표문에서 환율·관세와 나란히 "메모리 확보의 변동성"을 위험요인으로 적었다. 비싸다가 아니라 못 구할 수도 있다는 프레임이다. 2027년 자체 칩인 트레이니엄4에 고대역폭메모리를 2배 넣겠다고 한 것도, 세대가 올라갈수록 메모리를 더 쓴다는 뜻이다.

[알파벳] 직접 언급 회피

원가에 대해 직접 언급을 피한다. 애널리스트가 직접 물어도 답을 돌렸다. 역설은, 자체 칩(TPU)을 직접 설계해 메모리를 직접 사는 알파벳이 오히려 원가 노출이 클 수 있다는 점이다. 그런데도 말을 아낀다. 칩을 팔기 시작해 값을 전가할 수 있어서일 수도, 아직 손익에 안 잡혀서일 수도 있다.

정리하면 세 갈래

정리하면 세 갈래이다. 예산을 늘려 흡수(메타·마이크로소프트), 침묵(알파벳), 확보 리스크로 프레임(아마존). 그래서 이번 분기 관전 포인트는 하나다. 이 '예산으로 흡수' 문장이 '물량 조정'으로 바뀌는지의 여부이다.

도표 9. 메모리 가격을 '어떻게' 말하는가

1 예산 늘려 흡수 국내 메모리 수혜 메타 메모리 부담을 직접 지목하고도 투자 확대. 되팔 클라우드가 없어 가장 무거운 발언. 마이크로소프트 '영향 줄 것' 예고 → 250억 달러로 금액을 못 박음.	2 확보 리스크로 프레임 '못 구할 수도' 아마존 '비싸다'가 아니라 '확보 자체가 실적 변수'. 환율·관세와 같은 층위로 명시. 트레이니엄4엔 고대역폭메모리 2배 — 세대가 오를수록 메모리를 더 쓴다.	3 언급 회피 · 침묵 신호 유보 알파벳 원가를 한 번도 언급하지 않음(질문에도 우회). 역설적으로 메모리를 직접 조달해 원가 노출은 오히려 클 수도. 칩 판매로 전가 가능성도.
관전 포인트 '예산으로 흡수' → '물량 조정'으로 바뀌는 순간이 첫 균열 신호		

자료: 신영증권 리서치센터

2. 단수명 자산 비중

여기서 두 번째로 볼 문구가 단수명 자산(GPU·CPU) 비중이다. 같은 100억 달러를 써도 그중 단수명 비중이 높을수록 반도체 발주가 더 빨리, 더 많이 나오기 때문에, 이 비중은 그 돈이 언제 국내 업체의 수주로 잡히는가를 가르는 부분이 된다.

이 비중을 수치로 밝히는 곳은 마이크로소프트 뿐이다. 회사는 단수명 자산을 "매출과 직접 연결되는" 항목으로, 장수명 자산은 향후 15년 이상을 내다본 선제 투자로 구분한다. 알파벳이 기술 인프라 투자의 약 60%를 서버라고 언급한 것을 빼면, 아마존과 메타는 이 구성비를 공시하지 않는다. 그래서 마이크로소프트의 단수명 비중이 사실상 업계의 기준선이 된다.

단수명 자산의 비중이 2/3
수준을 유지하는지 여부
주목

가격이 구성을 바꾼다. 여기서 첫 번째 문구와 두 번째 문구가 만난다. 메모리 가격이 오르면, 예산이 고정된 회사는 같은 돈으로 살 수 있는 단수명 자산의 물량이 줄어든다. 반대로 예산을 늘린 회사(메타·마이크로소프트)는 물량을 지킨다. 그래서 이번 분기에 마이크로소프트의 단수명 비중이 3분의 2 수준에서 유지되는지가, 원가가 올랐음에도 실제 발주 물량이 지켜졌는지를 보여주는 대리 지표가 된다. 이 비중이 눈에 띄게 낮아진다면, 예산증가로 메모리 가격 상승을 흡수하겠다는 첫 번째 문구가 말과 달리 지켜지지 않고 있다는 뜻이다.

남은 질문. AI는 돈을 버는가

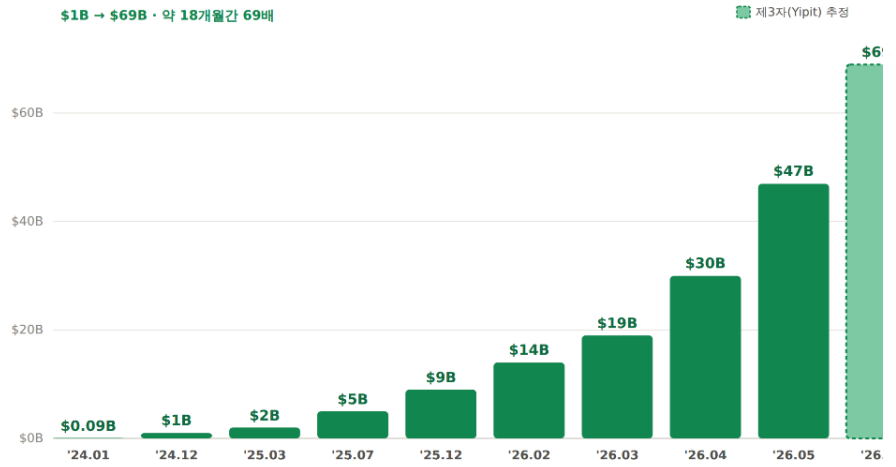
결국 모든 투자의 끝에는 하나의 질문이 있다. 이 막대한 돈이 실제로 이익을 내는가, 즉 투자 회수(ROI)다. 문제는 하이퍼스케일러들이 AI의 수익성을 따로 떼어 공시하지 않는다는 점이다. AI 관련 매출과 비용이 클라우드나 광고 같은 기존 부문에 섞여 있어, 순수 AI 사업이 얼마를 벌고 얼마를 쓰는지는 밖에서 정확히 가늠하기 어렵다. 이번 실적에서도 그 답이 또렷하게 드러날 가능성은 크지 않다.

다만 우회로는 있다. AI만 하는 순수 기업 엔트로픽을 보면 된다. 엔트로픽의 연환산 매출(ARR)은 2024년 말 약 10억 달러에서 2026년 중반 약 690억 달러로, 1년 8개월 남짓 만에 약 69배로 불어났다. 이익까지 보장하는 숫자는 아니지만, 적어도 'AI에 기꺼이 돈을 낼 수요'가 실재하며 폭발적으로 커지고 있다는 점만큼은 분명히 보여준다. 하이퍼스케일러가 가려 놓은 수익성의 실마리를, 순수 기업의 매출 곡선이 대신 드러내는 셈이다. AI에서도 선두에 있는 엔트로픽을 AI 전체로 일반화할 수는 없다. 그럼에도 AI의 수익성이 개선되고 있음은 엔트로픽의 실적으로 일정부분 확인된다.

도표 10. 엔트로픽 매출 추이

엔트로픽(Anthropic) ARR 추이 — 기하급수적 성장

연환산 매출 run-rate 기준 · 기준 2026년 7월



자료: Anthropic, CNBC, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

맏으며. 무엇을 지켜볼 것인가

정리하면, 투자 총액은 이미 사상 최대이고 시장도 그 숫자를 안다. 그래서 봐야 할 것은 규모가 아니라 그 돈이 어디로 가고 회사가 그것을 어떻게 말하는가다. 자본지출을 단순히 더할 수 없다는 점(집계 기준과 조달 방식의 차이), 그중 반도체로 곧장 이어지는 단수명 자산의 비중, 그리고 메모리 가격을 예산 확대로 받아내는지 물량 축소로 받아내는지가 국내 메모리 업체에 수혜가 온전히 돌아갈지를 가른다. 투자 회수(ROI)나 조달 부담, 감가상각 같은 쟁점도 함께 남아 있지만, 국내 메모리 투자자에게 당장 유효한 잣대는 메모리 가격에 대한 입장과 단수명자산 비중 등이다.

그렇다면 국내 메모리 투자자는 다음 실적에서 무엇을 확인해야 하는가. 가장 긍정적인 그림은, 메모리 가격이 더 올랐는데도 회사들이 예산을 더 잡아 계획대로 투자하겠다고 말하고, 마이크로소프트의 단수명 자산 비중이 3분의 2 이상에서 유지되거나 높아지는 경우다. 원가 상승이 수요 파괴가 아니라 물량 확대로 이어지고 있다는, 국내 메모리 업체에 가장 우호적인 신호다. 자본지출 가이드선의 추가 상향이 동반되면 더욱 그렇다.

반대로 가장 부정적인 그림은, 예산으로 흡수하겠다고던 문장이 물량 조정이나 시점 재검토, 투자 효율화로 바뀌는 순간이다. 잉여현금 압박과 감가상각 부담을 이유로 자본지출 가이드선이 동결·하향된다면 이는 사이클의 둔화를 알리는 신호탄이고, 설령 투자 확대 기조가 유지되더라도 마이크로소프트의 단수명 비중이 눈에 띄게 낮아진다면 같은 예산에서 GPU·메모리 물량이 줄었다는 뜻이므로 국내 메모리엔 또 다른 부담이 된다. 다만 연간 투자의 약 2.5배에 이르는 계약 잔고와, 투자 확대에 대비해 최근 대규모로 조달해 둔 자금까지 감안하면, 이들이 당장 투자를 줄이거나 효율화에 나설 가능성은 크지 않다.

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.