

전략공감 2.0

Strategy Idea

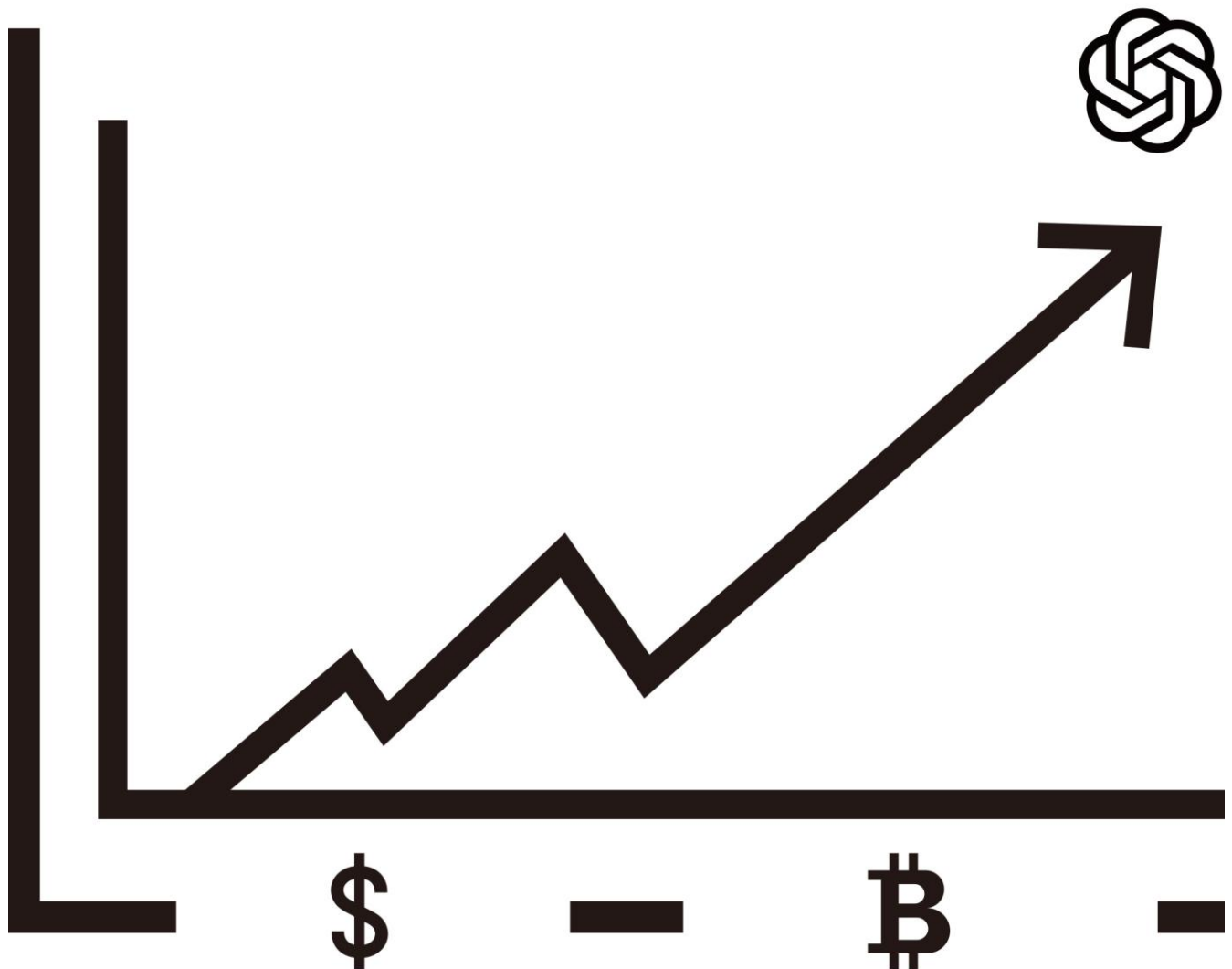
AI 산업 4번째 변곡점:
폐쇄형 → 공개형 모델 구도의 이해

오늘의 차트

유니트리 IPO 점검

칼럼의 재해석

독점 기업이 가격을 강하게 올리지 않는 이유



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

AI 산업 4 번째 변곡점: 폐쇄형 → 공개형 모델 구도의 이해



투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

- ✓ Kimi K3를 AI 산업 4번째 변곡점(GPT 3.5→DeepSeek R1→OpenClaw→Kimi K3)으로 인식
- ✓ 폐쇄형 모델→공개형 모델 = 소프트웨어 라이선스 '서비스'→클라우드 운영/인프라 '서비스'
- ✓ 공개형 모델 확산, AI 프론티어(OpenAI, Anthropic, Google) 마진 압박 및 지속성 우려 불가피
- ✓ 공개형 모델 확산될수록 해자는 소프트웨어 '라이선스'에서 '인프라'로 이동할 것
- ✓ 기존의 산업 인식과 다르게 'AI 프론티어 위축 가능성'과 vs 'AI 인프라 확장'이라는 상반되어 보이는 두 현상이 동시에 진행. 오해 말아야 할 포인트는 1) AI 인프라 투자를 하이퍼스케일러만 하는 것이 아니라는 점과, 2) 공개형 모델은 AI 인프라의 성능이 더 중요하다는 것

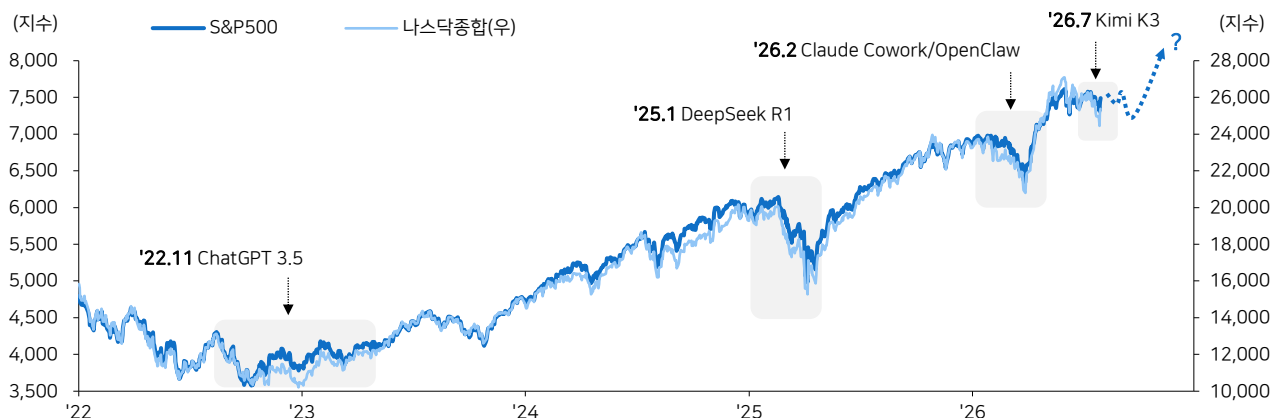
AI 산업의 4번째 변곡점

변곡점마다 반복되는 걱정; 결론은 항상 같은 방향이었다

Kimi K3를 AI 산업의 4번째 변곡점으로 인식한다. 변곡점이 도래하는 시기가 짧아진다. 그러나 변곡점마다 이전에 없던 기술을 해석하는 시각의 오해는 반복되는 듯하다. GPT 3.5가 처음 나왔을 땐 인식하는데 시간이 걸렸고, DeepSeek R1은 AI 과잉 공급 우려를 키웠다. OpenClaw는 사스포칼립스 걱정을 키웠고, Kimi K3는 DeepSeek처럼 중국 AI모델 약진이 미국 AI 진영에게 위협이라는 걱정이 앞섰다.

뒤돌아보면 결론은 항상 같은 방향이었다. AI의 진화와 인프라 수요의 확대였다.

그림1 AI 시작(GPT 3.5)→생각하는 AI(DeepSeek)→AI 에이전트(OpenClaw)→공개형 모델의 폐쇄형 모델 catch up(Kimi K3)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

폐쇄형→공개형 모델 구도로 확산: 중국이 선도, 미국의 추종

AI 모델은 공개형 모델과 폐쇄형 모델로 구분된다. 공개형 모델은 모델의 가중치를 공개하고, 특별한 요구가 없는 경우 사용자가 별도의 라이선스 없이도 컴퓨팅/전력/서버 운영비만으로 모델의 AI 연산을 누릴 수 있다. 다수의 중국 AI 모델이 공개형 모델에 해당한다. 폐쇄형 모델은 모델의 가중치, 구조 공개 없이 API나 서비스 형태로만 AI 연산을 제공하는데, 우리가 익숙한 미국 AI 프런티어(OpenAI, Anthropic, Google)의 최상위 모델들이 대부분 여기에 해당한다.

7월 중순 이후 중국이 초대형 플래그십 공개형 모델을 연속적으로 공개하고 있다. 7월 16일 문샷의 Kimi K3, 8월 3일 알리바바의 Qwen 3.8 Max이 공개되었고, 미국의 폐쇄형 AI 프런티어 모델과 필적할 성능을 지녔다는데 시장이 놀랐다. 여기에 7/31 DeepSeek V4-Flash 공개는 같은 작업을 수행하는데 미국 AI 프런티어 대비 1/100 수준의 비용이라는 점에서 미국 AI 프런티어의 해계모니를 위협한다. OpenRouter 사용량 Top10 모델 중 9개가 공개형 모델이다. 3월과 대조적이다.

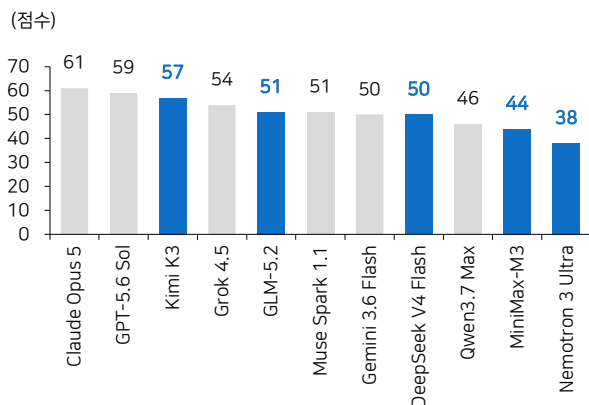
표1 폐쇄형/공개형 모델 비교		
구분	폐쇄형 모델	공개형 모델
대표 사례	OpenAI, Anthropic, Google 상위 모델	DeepSeek, Moonshot, Qwen, NVIDIA
개념	모델 구조, 가중치 공개 없이 API나 서비스 형태로만 제공	모델 가중치 공개, 사용자가 직접 다운로드해 실행/수정
사용방식	개발사가 운영하는 클라우드 API 접속	가중치를 다운로드한 뒤 자체 서버/인프라에서 실행
모델 가중치	공개	비공개
수익모델	API 토큰판매, 구독료, 기업용 라이선스	클라우드 추론 서비스, 기술지원 등 인프라 중심
사용비용	토큰 단위 API 비용 지급	모델 라이선스 무료여도 컴퓨팅/전력/운영비 발생
성능 수준	최신 프런티어는 대체로 폐쇄형 우위	범용 성능 격차 줄고 특정 업무에서 자체 최적화
보안/규제대응	공급자 보안정책과 데이터 처리 방식에 의존	온프레미스 구축시 민감 데이터에 유리

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 공개형/폐쇄형 모델 OpenRouter 사용량 Top10 순위			
3월 4주차		7월 4주차	
모델명	공개 여부	모델명	공개 여부
Qwen 3.6 Plus	폐쇄	DeepSeek V4 Flash	공개
MiMo-V2-Pro	폐쇄	MiMo-V2.5	공개
Qwen 3.6 Plus Preview	폐쇄	Hy3	공개
Step 3.5 Flash	공개	DeepSeek V4 Pro	공개
MiniMax M2.7	공개	GLM 5.2	공개
DeepSeek V3.2	공개	Nemotron 3 Ultra	공개
Claude Sonnet 4.6	폐쇄	MiniMax M3	공개
Claude Opus 4.6	폐쇄	GPT-5.6 Luna	폐쇄
Gemini 3 Flash Preview	폐쇄	Step 3.7 Flash	공개
MiniMax M2.5	폐쇄	Kimi K3	공개

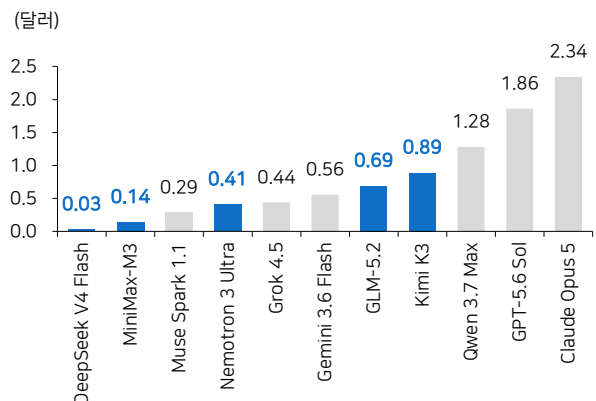
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림2 AAI 모델 공개형/폐쇄형 모델 성능 구분



주: 파란색이 공개형 모델, 회색이 폐쇄형 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림3 공개형/폐쇄형 모델별 작업당 토큰 비용



주: 파란색이 공개형 모델, 회색이 폐쇄형 모델
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

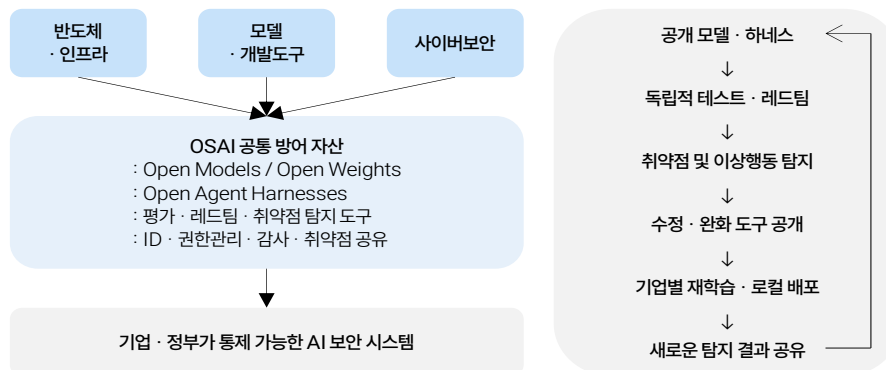
미국 내에서도 공개형 모델을 위한 결집 시작

7월 16일 OpenAI의 폐쇄형 모델 기반 자율 에이전트가 공개형 AI 플랫폼인 허깅페이스 시스템에 침투했다. 허깅페이스는 공격을 차단한 뒤 중국 공개형 모델 GLM-5.2를 자체 운용해 암호화된 공격 기록을 해독했다. 이 사건은 프런티어 AI의 자율적 사이버 공격 위험과 동시에 감독/수정 가능한 공개형 모델의 방어적 가치를 보여준 사례로 평가받는다.

이 사건을 계기로 공개형 모델의 경제/안보적 가치를 강조하는 흐름이 미국 내에서 발생했다. 이를 기반으로 7월 24일 「Open Weights and American AI Leadership」 공동서한이 발표되었고, 엔비디아를 중심으로 Open Secure AI Alliance가 출범했다.

7월 24일 공동서한에 서명하지 않은 4개 기업이 있는데, OpenAI, Anthropic, Google, Amazon이다. 폐쇄형 모델 중심의 사업 모델을 기반으로 하는 AI 프런티어 기업들로, 공개형 모델이 확산에 따른 경쟁 심화를 우려하는 당사자들이다. 미국 내 공개형 모델을 위한 결집이 이들에겐 불편한 것이다.

그림4 Open Secure AI Alliance 생태계 지도



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 OSAI 주체별 역할 및 참여 기업

주체	역할	참여기업
반도체 · 인프라	모델을 자체적으로 실행하고 격리할 수 있는 컴퓨팅·네트워킹·스토리지 환경 제공. 외부 API에만 의존하지 않고, 기업내부나 국가 인프라에서 구동할 수 있도록 해줌	NVIDIA, Akamai, Cadence, Cisco, Cohesity, Crusoe, Dell, F5, G42, HPE, NetApp, Nokia, Nutanix, SK Telecom, Synopsys, VMWare 등
모델 · AI 개발도구	보안분석, 취약점 탐색에 사용 가능한 개방형 모델과 추론 기술 제공	Fireworks AI, H2O.ai, Mistral, Perplexity, SpaceXAI, Thinking Machines Lab, GitHub, Hugging Face, OpenClaw 등
사이버보안	ID · 권한 · 격리 · 관측 · 취약점 검증 체계 제공	Cloudflare, Crowdstrike, Fortinet, Okta, Palo Alto Networks, Zscaler 등
기업 SW · 실수요자	실제 데이터와 업무 시스템에 적용하고 사고 사례, 운영 피드백, 평가 환경 제공	Adobe, Databricks, IBM, Microsoft, NAVER, Palantir, Salesforce, SAP, ServiceNow, Snowflake, Siemens, Uber, DoorDash 등
오픈소스 재단	표준화, 공개 저장소, 취약점 공개, 커뮤니티 유지관리	Linux Foundation, Mozilla
공통 방어 자산	오픈모델과 모델 가중치, 재사용 가능한 보안 기술, 공개연구, 다중 모델 기반 취약점, 공격 시뮬레이터 등	-

자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

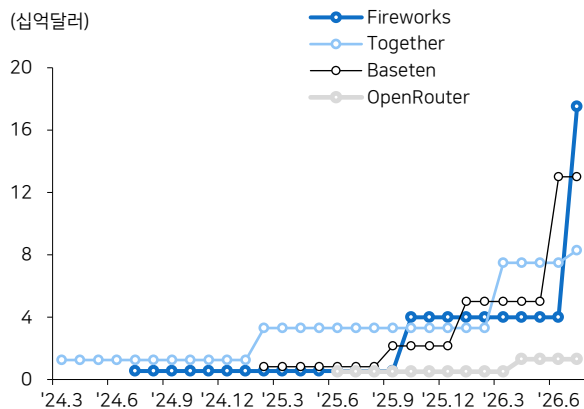
공개형 모델 확산→해자는 '라이선스'가 아닌 '인프라'로 이동할 것

폐쇄형 모델 비즈니스가 불편해하는 이유는, 공개형 모델이 확산될 경우 독점적 '라이선스' 기반 소프트웨어 서비스는 약해질 수 있기 때문이다. 폐쇄형 모델 비즈니스는 독점적 모델 접근권을 기반으로 API 요금을 부과해 높은 매출총이익률을 누릴 수 있다. 하지만 충분히 성능이 좋은 공개형 모델을 기업이 직접 내려 받아 사용할 수 있으면, 고객은 더 이상 특정 사업자의 API를 구매할 필요가 없다.

공개형 모델은 지출의 중심이 지식재산권 사용료에서 연산비용으로 이동한다. 가격 기준점이 '독점 가치'에서 '추론 원가'로 내려간다는 뜻이다. 모델이 동일해지면 서비스 가격은 점차 차별화된 컴퓨팅 원가, 운영마진에 가까워진다. 그러면 해자는 소프트웨어 라이선스가 아닌 인프라로 이동한다. AI 서빙 인프라를 보유한 ISP의 기업가치평가액이 오르고 공개형 AI 기업 주가가 하락하는 이유일 수 있다.

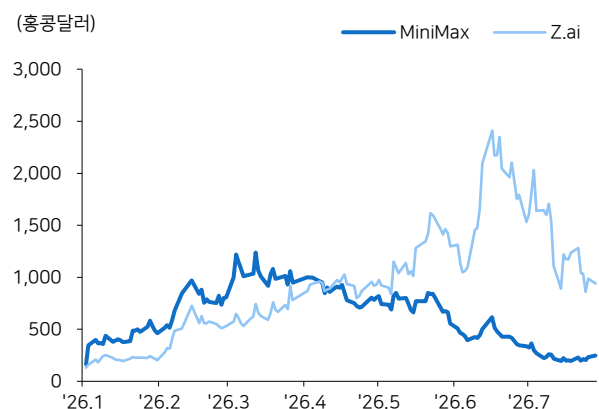
공개형 모델을 제공하는 추론 서비스 사업자(Inference Service Provider)별로 같은 모델을 제공하더라도 그 가격과 성능이 다른 이유는 인프라 격차일 것이다.

그림5 미국 주요 비상장 AI 추론 서비스 사업자 가치평가액



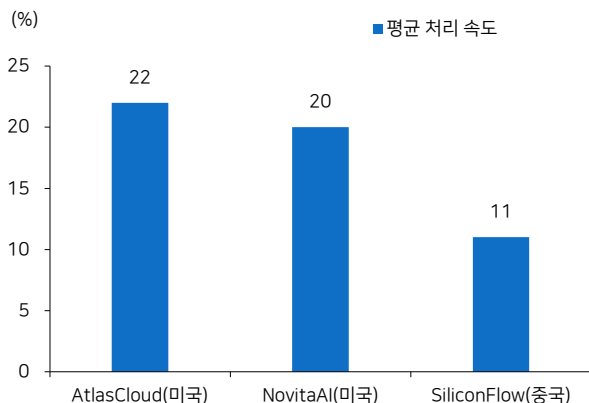
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 AI 공개형 모델 기업 주가 추이



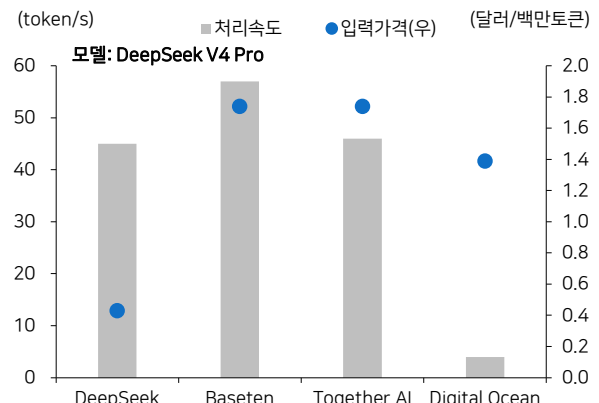
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DeepSeek V3.2 Exp ISP별 최근 1주 성능 차이



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림8 같은 모델임에도 프로바이더에 따라 가격/속도 다름



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

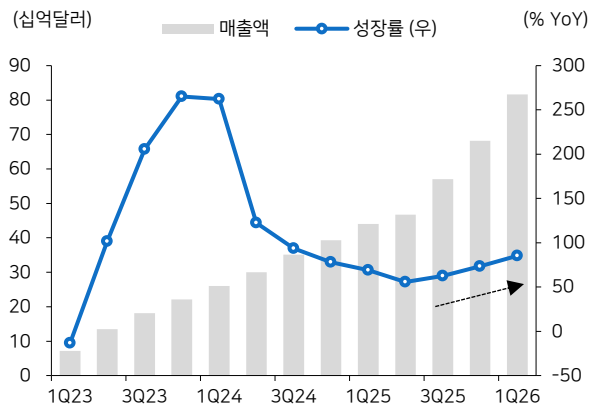
과거 변곡점과 같은 결론, 수혜는 AI 인프라. AI CapEx 수요 확대

따라서 공개형 모델은 인프라의 중요성을 낮추는 것이 아닌, 오히려 더 명확하게 드러낸다. 동일한 모델을 누구나 사용할 수 있기 때문에 모델 격차는 축소되고, GPU, HBM, 네트워크, 전력, 서버 소프트웨어가 만드는 처리 속도, 안정성 및 토큰당 비용 차이가 직접적인 경쟁력이 될 것이다.

위 구도에서 기존의 산업 인식과 다르게 'AI 프론티어 위축 가능성'과 'AI 인프라 확장'이라는 상반되어 보이는 두 현상이 동시에 진행될 수 있다. 오해 말아야 할 포인트는 1) AI 인프라 투자를 하이퍼스케일러만 하는 것이 아니라는 점과, 2) 공개형 모델은 AI 인프라의 성능이 더 중요하는 점이다.

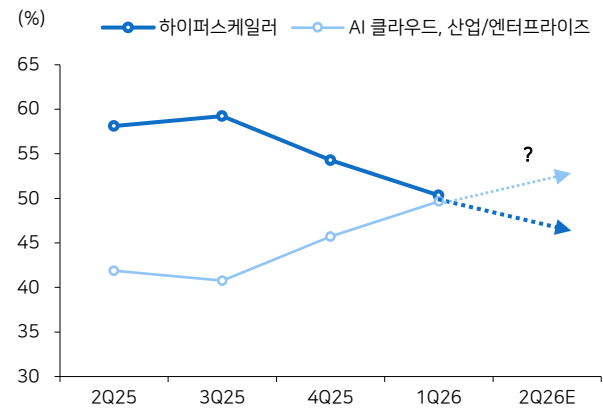
AI 산업의 4번의 변곡점이 있었는데, 변곡점마다 AI CapEx 우려가 컸지만, 이번도 크게 다르지 않다는 의견이다. 공개형 모델의 확산은 인프라 수요를 키운다. 지금 산업에서 중요한 것은 이들이 돈을 벌고 있느냐일 것이다.

그림9 엔비디아 매출액 성장률 구간에서



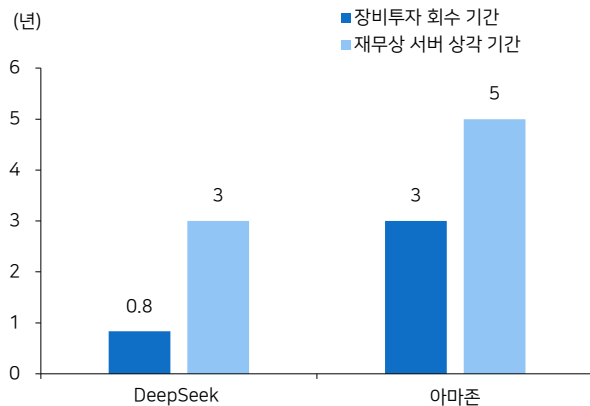
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 하이퍼스케일러 이외 AI 인프라 투자 주체 확산



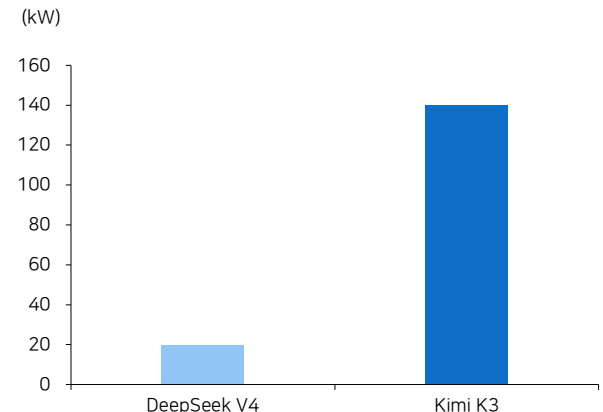
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 주요 기업에서 확인되는 투자 회수 기간 < 상각 기간



자료: Amazon, Fred Gao, 메리츠증권 리서치센터

그림12 최신 공개모델 하나를 구동하는 필요한 용량 추정

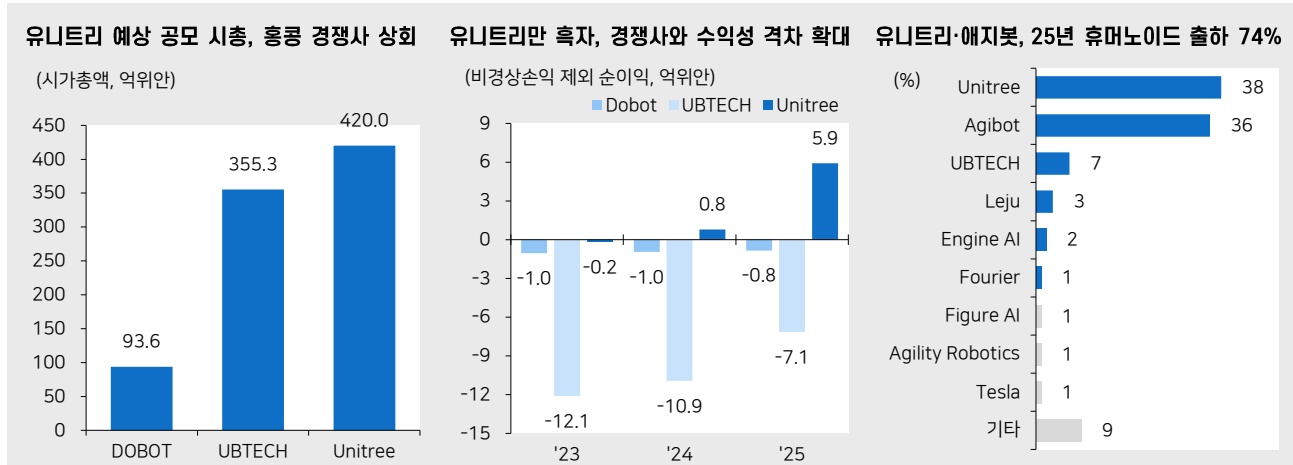


주: V4 추정치는 이론적 최소 단일 인스턴스 추정치. 실제 안정적 온프레미스 배포는 30~100kW이상 필요할 가능성. 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

오늘의 차트

최선휘 연구위원

유니트리 IPO 점검



자료: Wind, Omdia, Unitree, 메리츠증권 리서치센터

유니트리는 7월 30일 과창판 상장을 위한 공모 일정을 공개했다. 8월 5일 수요일 예측과 10일 청약을 진행하며, 시장에서는 19일 전후 상장 가능성이 거론되고 있다. 목표 조달금액은 약 42억 위안이며, 신주 발행 규모 4,044.6만 주(상장 후 총주식수의 10%)를 감안한 예상 공모 시가총액은 약 420억 위안(약 8조 원)에 달한다.

예상 공모가가 확정될 경우 유니트리는 상장된 중국 로봇 기업 가운데 시가총액 1위로 올라설 전망이다. 이는 동종업체 대비 차별화된 수익성 때문이다. 홍콩 상장사인 유비테크와 도봇이 연간 적자를 이어가고 있는 반면, 유니트리는 2024년 연간 흑자 전환에 성공했다. 직접적인 밸류에이션 프록시가 부재한 상황에서 유니트리의 공모가 및 상장 후 주가 흐름은 새로운 기준으로 작용할 공산이 크다.

다만 중국 휴머노이드 시장의 경쟁 강도는 높아질 전망이다. '25년 휴머노이드 출하량 2위 업체 AgiBot도 7월 24일 홍콩증시 상장 절차에 공식 착수했다. 유니트리가 로봇 본체와 핵심 부품 등 하드웨어 경쟁력을 축적해 왔다면, AgiBot은 AI 모델과 소프트웨어 역량을 병행해 강화하고 있다. 실제로 '25년 중순 투자 라운드에서 Agibot 기업가치는 약 150억 위안으로 평가돼 유니트리의 127억 위안을 상회하기도 했다.

투자 관점에서 실질적인 수혜는 중국 로봇 공급망에 집중될 가능성이 높다. 유니트리와 AgiBot의 연이은 상장은 산업 전반의 자본 유입을 확대하고, 양산 투자 및 생산능력 증설을 촉진할 수 있다. 특히 유니트리의 공급망 국산화율이 약 80%에 달하는 것으로 알려진 만큼, 액추에이터, 감속기, 센서 등 핵심 부품 업체를 포함한 중국 로봇 밸류체인 전반에 낙수효과가 기대된다.

칼럼의 재해석

양승수 연구위원

독점 기업이 가격을 강하게 올리지 않는 이유 (WSJ)

시발 쇼티지는 칩을 넘어 이를 구현하는 패키지 기판과 소재로까지 확산되고 있다. AMD의 GPU와 인텔의 고성능 CPU는 고성능 패키지 기판인 FC-BGA 위에 탑재되고, 구리 배선층 사이에는 절연필름인 ABF(Ajinomoto Build-up Film)가 반드시 필요하다. 완제품 원가에서 차지하는 비중은 작지만, 이 시장의 95% 이상을 일본의 아지노모토가 차지하고 있다. 흥미로운 점은 아지노모토는 반도체 전문 기업이 아닌, 매출의 약 60%가 조미료에서 발생하는 식품회사라는 점이다.

AI 칩이 고도화될수록 패키지 기판은 넓어지고 배선층은 늘어나며, 기판 하나당 필요한 ABF의 양과 요구 성능도 함께 높아진다. 최근 반도체 업체들이 공급 제약과 고사양 제품 수요를 근거로 일제히 가격 인상에 나서는 가운데, 아지노모토는 독점적 지위만을 앞세운 가격 인상에는 선을 긋고 있다. 가격을 올릴 여력이 충분해 보이는데도 그러지 않는 이유는 무엇일까?

조미료에서 시작된 반도체 소재

반도체용 고성능 절연필름 ABF 시장의 95% 이상을 차지하는 기업은 반도체 소재 전문업체가 아니라 일본의 식품 회사인 아지노모토다. 아지노모토는 MSG를 최초로 개발한 글로벌 1위 조미료 기업이다. 반도체 소재 사업의 출발점도 조미료 생산 과정에서 축적한 화학 기술이었다. MSG 제조 과정에서 발생한 부산물의 물성을 연구하며 수지 배합과 경화 기술을 축적했고, 이를 전자재료로 확장해 1999년 인텔을 첫 고객으로 양산을 시작했다.

패키지 기판은 구리 배선층과 절연층인 빌드업 필름을 반복해 쌓는 구조다. 빌드업필름은 배선층 사이를 절연하는 동시에 그 위에 미세배선을 형성할 수 있게 하는 핵심 소재다. 그중 아지노모토가 개발한 ABF는 배선이 복잡하고 층수가 많은 고사양 패키지 기판에 폭넓게 채택되며 업계 표준으로 자리 잡았다. ABF 자체가 고성능 반도체용 빌드업필름을 통칭하는 표현으로 사용될 정도다.

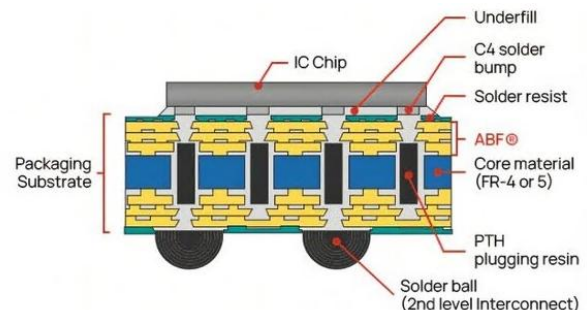
독점의 이유가 단순히 먼저 제품을 개발했기 때문만은 아니다. 진입장벽은 고객별 최적화에 있다. 고객마다 FC-BGA의 구조와 공정, 요구 성능이 다르고 새로운 소재를 적용하려면 장기간의 양산 평가와 신뢰성 검증도 필요하다. 아지노모토는 고객의 기판 개발 단계부터 요구 물성을 함께 설계하며 인증 이력과 양산 경험을 축적했다. 이 과정이 후발업체가 단기간에 따라잡기 어려운 진입장벽이 됐다.

그림1 대중에게는 조미료, 반도체에서는 핵심 소재



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림2 반도체 패키지 기판 내 ABF 적용 구조



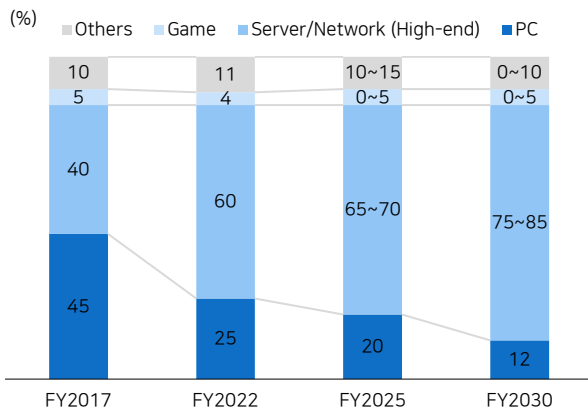
자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

AI 패키지 고도화가 늘리는 ABF 수요

ABF의 주요 수요처도 PC에서 AI 서버와 네트워크쪽으로 이동하고 있다. GPU와 네트워크 칩은 범용 반도체보다 처리해야 할 신호가 많고 패키지 구조도 복잡해, 더 넓고 많은 배선층을 갖춘 고사양 기판이 필요하다. 아지노모토 ABF 매출 중 고사양 서버·네트워크용이 차지하는 비중은 FY2017 40%에서 FY2025 65~70%로 높아졌으며, FY2030에는 75~85%까지 확대될 전망이다. 반면 같은 기간 PC용 비중은 45%에서 12%로 낮아질 것으로 예상된다(그림 3).

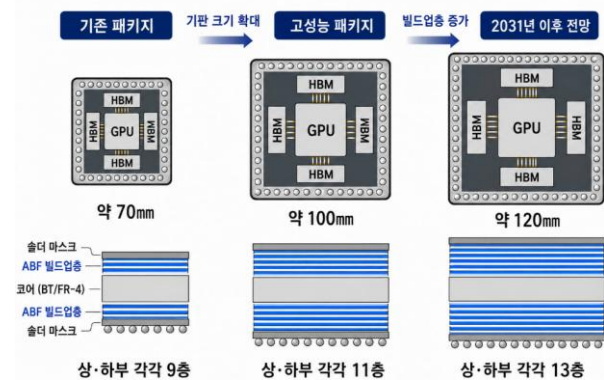
패키지 기판의 복잡도도 증가하고 있다. GPU와 HBM 등 여러 칩을 하나의 패키지 안에서 연결하며 기판 면적은 커지고, 배선층도 늘어나고 있다. 아지노모토에 따르면 고성능 패키지 기판의 크기는 약 70mm에서 100mm 수준으로 확대됐으며, 2031년 이후 120mm까지 커질 것으로 예상된다. 기판 상·하부의 빌드업층도 각각 9층에서 11층으로 늘어났고, 향후에는 각각 13층까지 확대될 전망이다(그림 4). 기판의 면적과 층수가 늘어나면 기판당 필요한 ABF의 면적과 사용량이 증가한다. 동시에 요구되는 성능도 높아진다. 기판이 커질수록 휨과 열에 따른 변형을 제어하기 어려워지고, 배선이 미세해질수록 표면 평탄도와 절연 신뢰성, 신호 손실 관리가 중요해지기 때문이다. 결국 AI 칩의 세대 전환 속에서 ABF의 사용량은 구조적으로 증가할 수밖에 없다.

그림3 ABF 용도별 판매 비중 추이 및 전망



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

그림4 AI 패키지 대형화, 고층화는 ABF 수요 증가를 견인



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

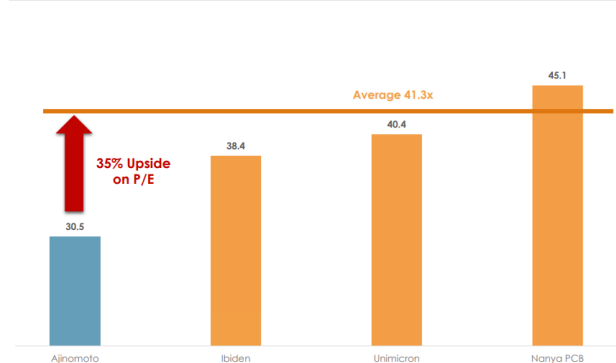
독점력을 둘러싼 가격 인상 논쟁

ABF의 희소성이 부각되면서 독점력을 적극적으로 활용해야 한다는 요구도 제기되고 있다. 지난 3월 주요 주주인 행동주의 펀드 팰리서 캐피털은 ABF를 ‘저평가된 AI 인프라 독점 자산’으로 규정하며 30% 이상의 일괄적인 가격 인상을 요구했다. 메모리도, MLCC도, 여타 부품·소재도 공급 제약과 높은 수요를 근거로 일제히 가격을 올리는 국면이다. 팰리서로서는 독점 소재를 쥐고도 가격을 올리지 않는 아지노모토의 선택이 아쉬울 수밖에 없다.

팔리서는 패키지 기판이 GPU 판매가에서 차지하는 비중이 1% 미만이고, ABF는 기판 제조원가의 10%에 불과하다는 점을 내세웠다. 당시 아지노모토의 선행 P/E 30.5배가 ABF 기판 고객사 3사 평균인 41.3배를 하회한다는 점도 저평가의 근거로 들었다.

다만 해당 기업들은 소재 업체가 아닌 ABF 기판을 생산하는 고객사이므로 이들과 비교해 저평가를 논하기 어렵다. 아지노모토의 선행 P/E는 현재(8월) 35.7배로, 니토보(26.0배), MEC(23.1배), 유니온툴(22.5배) 등 주요 반도체 소재 업체 대비 이미 높은 수준이다. 전자재료보다 성장성이 낮은 본업을 포함한 전자 기준이라는 점을 감안하면 전자재료의 성장 기대가 이미 상당 부분 반영되어 있다고 볼 수 있기 때문에 절대적으로 저평가된 기업으로 보기는 힘들다.

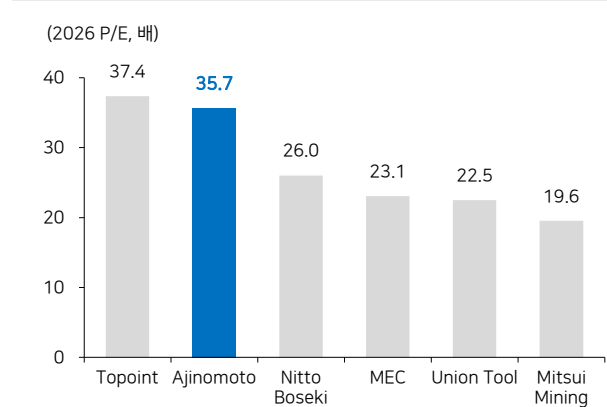
그림5 행동주의 펀드의 저평가 근거 Peer는 기판 고객사



자료: Palliser

주: 2026년 3월 기준

그림6 주요 소재 업체 평균 P/E 25.7배를 이미 상회

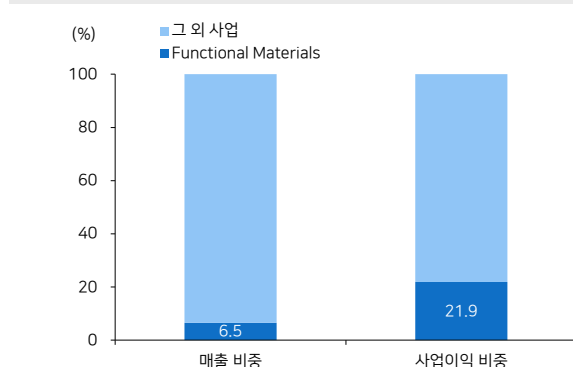


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주: 2026 P/E 기준, 2026년 8월 기준

전자재료가 전자 이익에서 차지하는 비중은 커지고 있지만, 전자 외형과 이익구조의 중심은 여전히 식품을 비롯한 기존 사업에 있다. 성장 가능성은 분명하지만, 현 단계에서 아지노모토 전사에 순수 반도체 소재기업의 멀티플을 적용하기에는 시기상조다.

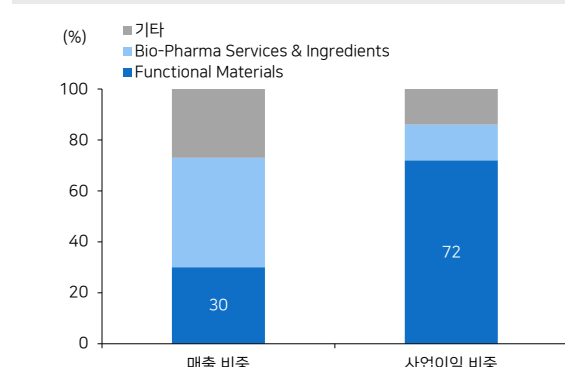
그림7 효율은 압도적이나 외형은 여전히 식품 중심



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

주: FY2025 사업보고서 기준, 사업이익은 공통비 차감 전 기준

그림8 사업부 내 매출 30%로 이익 72%, 수익성은 최상위



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

주: FY2025 사업보고서 기준

리레이팅의 핵심은 가격보다 확장

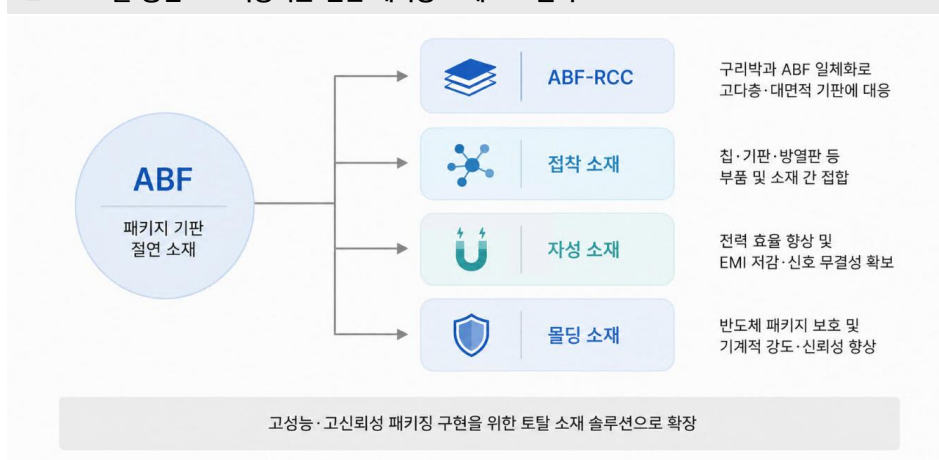
아지노모토는 지난 6월 CEO 인터뷰를 통해 공식적으로 독점력을 활용해 단기적으로 가격을 극대화하지 않겠다고 밝혔다. 가격을 전혀 올리지 않는다는 의미가 아니라 비용과 제품 성능은 반영하되 독점 프리미엄을 무제한으로 부과하지 않는다는 의미다.

아지노모토의 가격 전략은 단순히 가격을 올리지 않는 보수적 정책이 아니라, 현재 독점력의 원천인 고객 관계를 스스로 훼손하지 않으려는 전략으로 해석된다. 높은 점유율을 근거로 가격을 인상할 여지는 있지만, 가격을 과도하게 높이면 고객이 대체 소재 개발이나 공급망 다변화에 나설 유인이 커질 수 있기 때문이다.

ABF 기술과 고객 기반을 활용해 고객 공정 내 관여도를 높이고 인접 소재까지 확대하기 위한 장기 전략으로도 해석할 수 있다. 아지노모토는 ABF를 시작으로 ABF-RCC와 접착·자성·물딩 소재까지 제품군을 넓히고 있다. 안정적인 공급에도 신경쓰고 있다. 2030년까지는 군마 공장 증설과 효율화를 통해 대응하고, 2030년 이후 수요는 2032년 가동 예정인 기후 신규 공장으로 대응 예정이다. AI라는 장기 수요 사이클에서 ABF와 후속 소재의 매출·이익 기여도가 함께 확대된다면, 전자재료 사업은 하나의 독점 제품을 넘어 전사의 새로운 성장축으로 자리 잡을 수 있다.

결국 조미료 회사가 AI 핵심 밸류체인으로 진화할 수 있었던 배경과도 연결된다. 아지노모토의 강점은 높은 점유율 자체보다, ABF를 진입점으로 고객의 첨단 패키지 설계 초기부터 참여하고, 하나의 소재가 아닌 소재 포트폴리오 전체로 영향력을 넓힐 수 있다는 데 있다. 현 시점에서 순수 반도체 소재 기업의 멀티플을 적용하기에는 이르지만, 향후 이러한 확장이 실제 매출과 이익으로 이어진다면 시장의 평가 기준도 점차 달라질 수 있다고 판단한다.

그림9 ABF를 중심으로 확장되는 첨단 패키징 소재 포트폴리오



자료: Ajinomoto, 메리츠증권 리서치센터

원문: *AI Needs Ajinomoto's Film, but Its CEO Won't Raise Prices Just Because (WSJ)*