

AI 투자

| 리서치센터 투자전략실 | 주식전략 | 2026. 9. 1 |

어디에 투자해야 하나?

프레임의 변화

Part I AI 내러티브의 전환

Part II 핵심 키워드는 정상화

Part III AI 사이클, 新주도주 등장의 요건

리서치센터장

Chief Strategist 신중호
jh.shin@ls-sec.co.kr

**퀀트/전략**

Analyst 정다운
dw.jung@ls-sec.co.kr

**Market**

Analyst 황산해
sh.hwang@ls-sec.co.kr



LS증권 리서치센터입니다.

‘**롤러코스터피**’, 지난 1년간의 국내 증시를 설명하는 적절한 단어가 아닐까 합니다.

‘성장(feat. Capex, 메모리 가격)’이라는 단어가 모든 우려를 집어삼켰던 시간은 지났습니다. 전자닉스의 시장추동력이 약화되고 롤러코스터피가 된 이유는 AI 투자프레임이 빠르게 변화되었기 때문입니다. 이익모멘텀에서 이익지속성으로 바뀐 것이지요. 그렇다면 AI 투자프레임은 왜 그리고 어떻게 변한 것일까요?

AI 생태계가 확장되기 위해 반드시 풀어야 하는 숙제, 바로 ‘수익성’과 ‘돈’입니다.

AI인프라에서 확산으로 넘어가는 과정은 순탄치 않습니다. 단기적으로는 경기와 유동성 사이클이 둔화되고, 국내 증시는 여전히 변동성에 놓일 가능성이 높습니다.

그러나 우리는 미국 경제의 회복탄력성을 기반으로 2027년 레버리지 사이클의 진입을 예상하고 있습니다.

AI 생태계는 더욱 확장되고 투자 분야는 확산될 수 있습니다.

그에 대한 답과 LS의 전략을 담은 자료입니다.

Part I AI 내러티브의 전환에서는 내러티브의 전환이 발생한 배경을 짚어봅니다. 비용과 경쟁자의 부각, 규제에 이르는 간단한 프레임을 제시합니다.

이런 시점에서 AI 생태계가 더욱 확장되기 위한 조건은 무엇인지, 더불어 한국 시장은 AI생태계의 확장 속 시크리컬이라는 굴레에서 벗어날 수는 있는지 점검합니다.

Part II 핵심 키워드는 정상화에서는 AI 내러티브가 전환하는 과정에서, 급등 이후 한국 증시의 향방을 고민하고, 대응 전략을 제시합니다. 전반적인 업종 뷰와 함께 상반기 시장 급등을 주도했던 반도체, 그리고 로봇 테마와 함께하는 자동차 업종을 다루고, 추가 알파 전략에 대해서도 당사의 의견을 제시합니다.

Part III AI 사이클, 新주도주 등장의 요건에서는 그간의 AI 주도주 등장 배경과 현재의 매크로 환경을 고려, AI사이클 내 현금 방향성과 시간적 병목이 중첩되는 지점을 살펴봤습니다. 건설, 반도체 소부장, 사이버보안이 그 지점에 위치해있어 차기 AI 주도주로 비중 있는 역할을 기대합니다.

현재 AI 생태계의 플레이어들은 현금 가치의 상승, 생태계 유지 의무, 사회적 반발이라는 세 가지 변화에 직면해 있습니다. 따라서 차기 주도주는 대규모 투자를 집행하는 주체가 아닌, 1) 실제 현금이 흘러 들어가는 지점, 2) 비용과 병목을 해소하는 지점, 3) 고용·물가 등 사회적 부작용이 적은 지점에서 탄생할 것입니다.

특히 사회적 부작용 완화 조건은 미 중간선거를 기점으로 시장 영향력이 한층 강화될 것으로 판단합니다.

감사합니다.

Contents



AI 투자프레임의 변화 | 어디에 투자해야 하나?

Part I 04 AI 내러티브의 전환

1. AI 생태계는 계속 확장되나?
2. 한국은 결국 시크리컬인가?

Part II 43 핵심 키워드는 정상화

1. 박스권과 순환매
2. 반도체와 수급
3. 자동차와 로봇 테마
4. 알파에 대한 고민

Part III 73 AI 사이클, 新주도주 등장의 요건

지속가능성의 유지, 그리고 현금과 병목

Part I

AI 내러티브의 전환

전환점과 2개의 질문

- 내러티브 전환의 배경
- AI 생태계 확장은 계속되나?
- 한국은 결국 시크리컬인가?

AI 내러티브 전환 : 쓸림을 넘어 확산으로 가는 과정

AI 내러티브 : 쓸림

- 1) Cash 기반 Capex
- 2) 메모리 가격 상승: P의 시대
- 3) 고금리에도 반도체 상승
- 4) 경기와 유동성 사이클 상승국면 : 한국 수출증가율 상승

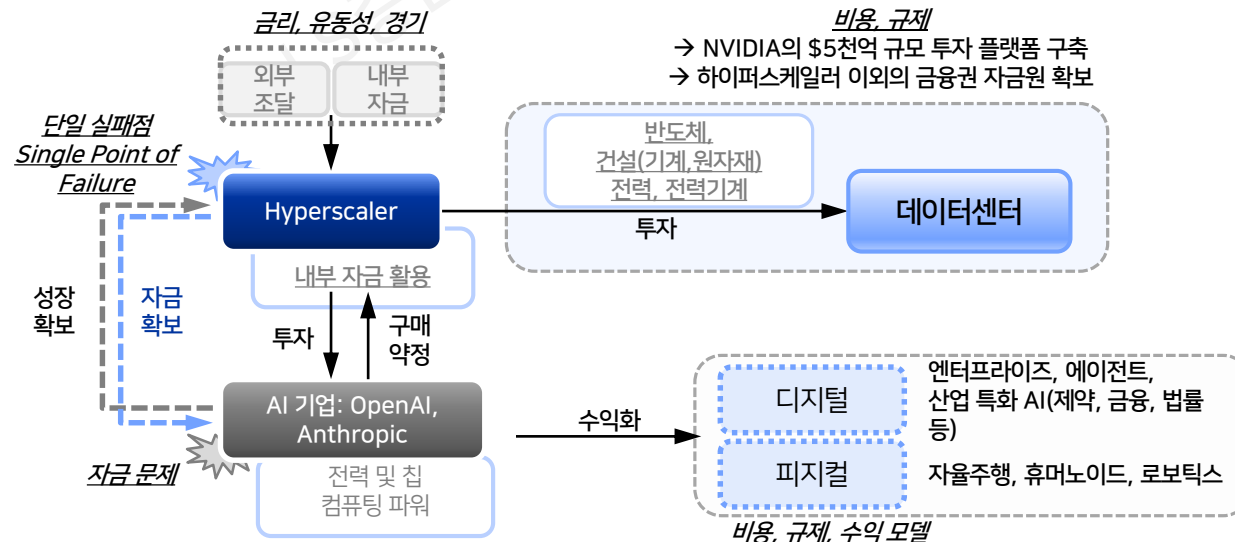
현위치

AI 내러티브 : 허들

- 1) 수요자들의 현금 소진 : 자본비용 증가
- 2) 메모리의 필수품화: 경쟁자와 규제 부각
- 3) 고금리 장기화 리스크
- 4) 경기와 유동성 사이클 둔화 : 한국수출증가율 Peak out

AI 내러티브 : 확산

- 1) 레버리지 사이클 본격화 : 빅테크의 자본+월가+빅테크 외 기업 투자
- 2) 메모리 Q의 시대 : 회복탄력성 높은 미국 경제, 중국 밸류체인 대항세력 구축
- 3) 비용 < 성장 factor : Capex → Sales. AI인프라에서 AX, 그리고 확산
- 4) 경기사이클과 유동성 사이클 저점 통과 : 한국 수출증가율 저점 통과



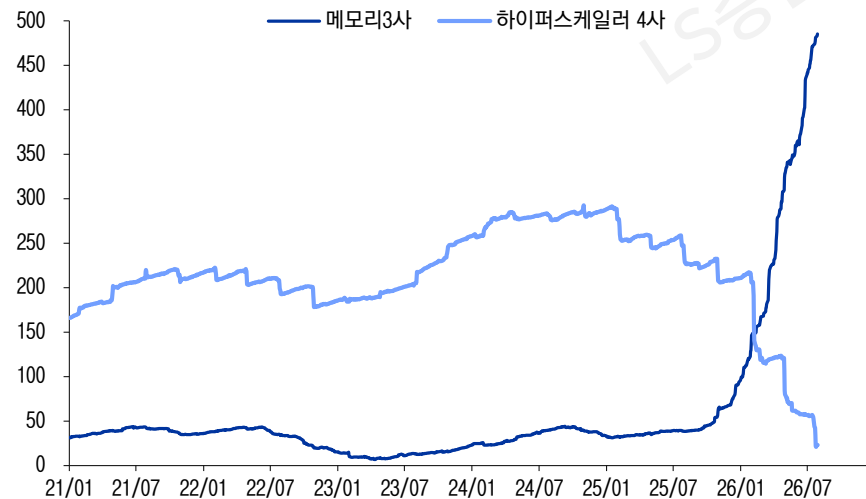
내러티브 전환 배경 1) 현금의 소진과 P의 압박

● 성장 보다 비용인식으로 전환

- 수요자의 현금흐름 악화
- 반도체 가격상승(메모리가격 상승)이 이제는 경쟁력이 아닌 비용
- 토큰 가격 하락이 Q의 급증으로 이어진다는 제본스의 역설은 주장이 아닌 확인이 필요
- 당장의 허들은 Cash 의 축소와 Cash를 빌리는 비용

잉여현금흐름(12mf) 추이

(USD, bln)



필수품화 된 메모리, 경쟁자의 등장

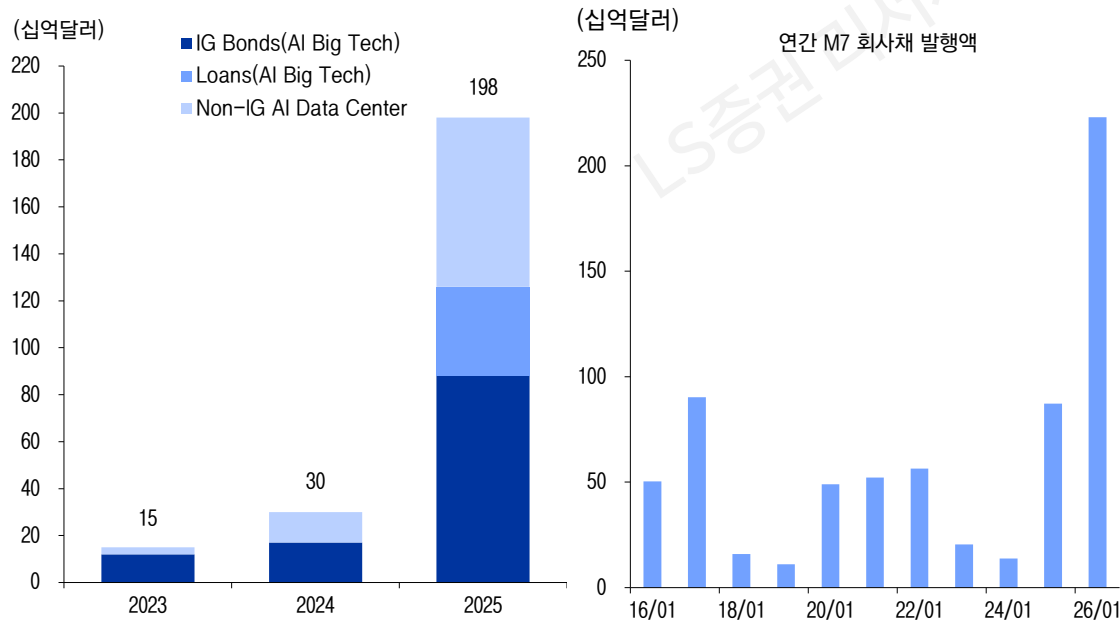


내러티브 전환 배경 2) '돈' 빌려서 투자, 금리에 연동

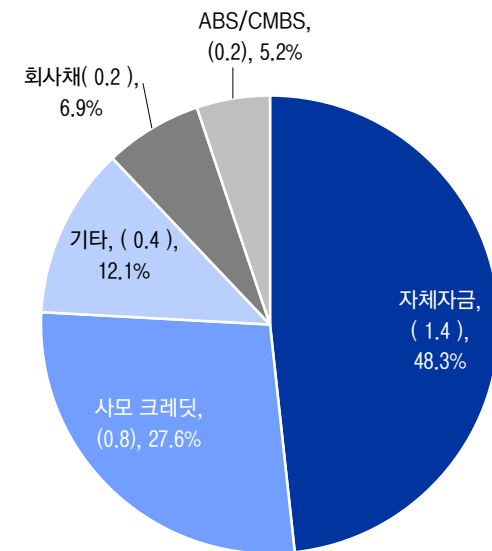
● Cash 기반 Capex에서 Debt 기반 Capex로 전환

- 연준 긴축구간(23~24년) M7 중심의 강세는 현금 위주의 투자였기 때문. 25년 이후 차입활동 증가. 26년 M7 회사채 발행액 2230억달러(YoY 156%)
- AI 투자 수요와 거대 자본이 결합된 프로젝트로 높은 수익 잠재력과 구조적 위험이라는 양면적 성격
- 빅테크는 '재무적 유연성', 금융사는 '빅테크 신용 기반' 의 안정적 수익을 얻음, 사모신용은 누적된 Dry Powder 활용한 신사업 분야 확장 유인 존재
- 수익화 저조할 시 대형 부실 누적의 부담과 그 여파에 대한 시장의 우려 존재

AI 빅테크의 차입조달 증가



Hyperscaler 자금조달 전망(Morgan Stanley)

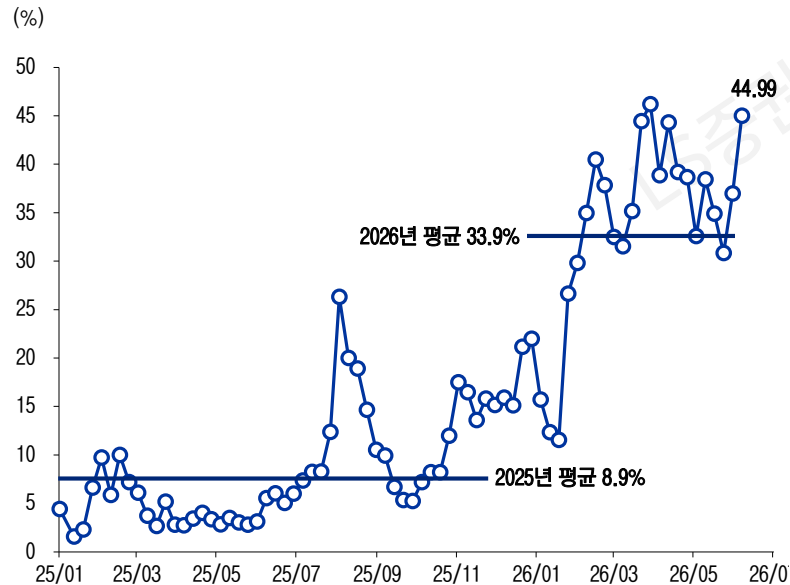


내러티브 전환 배경 3) 경쟁자의 진입

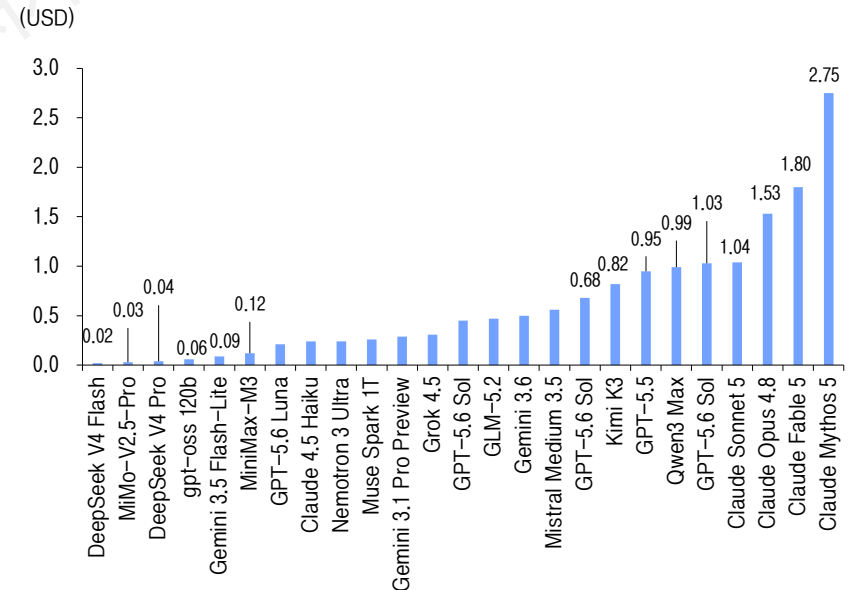
● 중국 AI 모델의 극강 효율성, 미국 '비용' 압박

- 최근 DeepSeek와 Z.ai 등의 중국 모델의 가성비 부각되며 미국 기업들이 사용하는 토큰양의 절반 가까이 차지. 오픈AI 등도 점유율 유지 위해 가성비 모델, 토큰 및 서비스 비용 인하 검토 등의 움직임으로 대응 중이나 역부족
- 인프라 규제로 인한 Q 증가 없는 P(가격) 경쟁은, 미국 내 AI 기업들의 마진 피해로 이어질 가능성. 이는 CAPEX보다 ROI에 민감해진 현 AI 사이클

미국 기업들이 사용 하는 토큰 중, 중국 AI 모델 비중



중국 토큰의 압도적 비용 우위, Intelligence Index 테스트 당 비용



주: Intelligence Index Task는 Artificial Analysis 기준의 AI 작업 단위로 Answer, Reasoning, Cache Write, Cache hit, Input 작업으로 구분. 위 차트의 비용은 전체 작업에 사용된 평균 비용 값

주2: GPT 5.6 sol의 경우 비용 순대로 High, Xhigh, MAX 모델

자료: Bloomberg, Open Router, Artificial Analysis, LS증권 리서치센터

내러티브 전환 배경 4) 데이터센터 규제 리스크

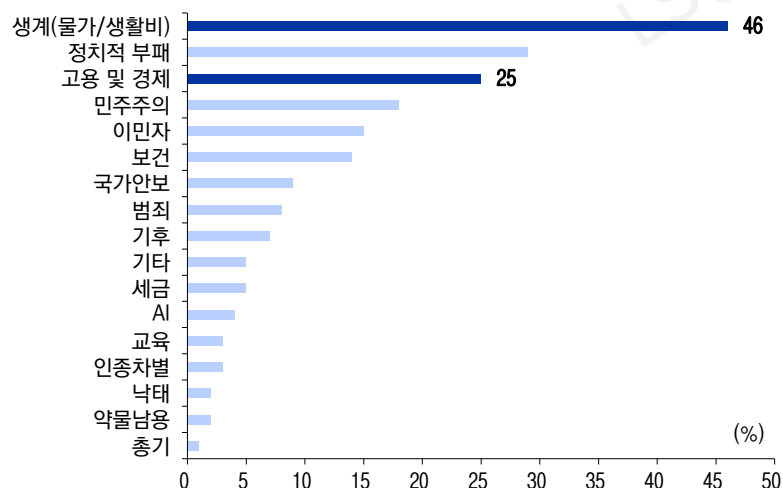
● 데이터센터 규제, 정부와 기업의 의지가 아닌 선거의 문제

- 데이터센터가 유발하는 전력, 용수 부담, 물가, 고용 우려가 표심과 결합하면서, 미국에서는 규제완화보다 규제 강화 논리가 더 빠르게 확산 중
- 2025년의 미국, 그리고 현재의 타 국가 규제 완화 흐름과 다른 미국의 변수는 결국 중간선거, 전략 자산, 미래의 생산성이라는 장기 목표보다 당장의 물가와 고용에 민감한 유권자들의 니즈 충족이 필요하기 때문
- 지방정부의 규제, 초당적 데이터센터 압박, 민주당의 과격한 정책 등이 대표적

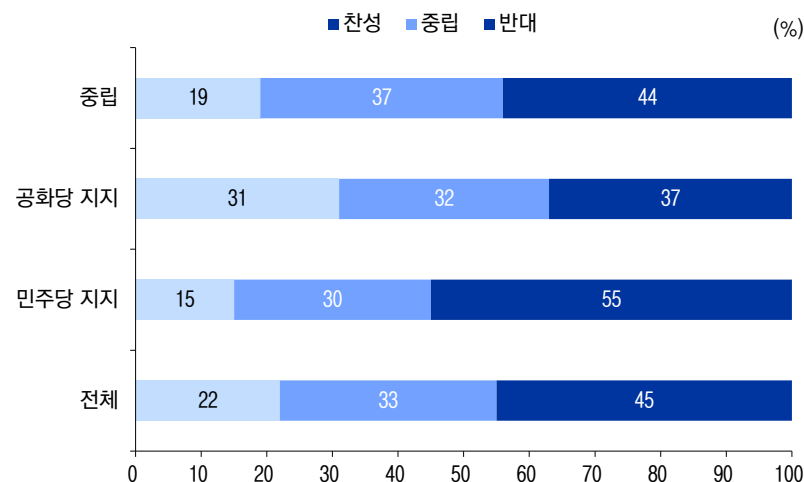
규제완화 & 유치 경쟁은 여전히 진행 중, 선거 앞둔 미국은 다른 기조

	최근 데이터센터 규제 이슈
EU	- 빅테크 투자 유치 위해 에너지 기준 대폭 완화된 EU 규제 초안 예고(FT) - 화석연료 사용 기준 완화, 원전과 같은 대체 재생에너지 강조
일본	- 6/24 데이터센터 입지 규제 완화 검토 중 - 건설에 필요한 리튬이온 배터리 수량제한에 따른 건설 기준 완화
중국	- 외국산 AI 가속기칩 사용에 대한 규제, 추론형 경우 국산 가속기 사용 - 석탄 등 전통 에너지 적극 사용. 정부의 적극적 지원아래 최근 1GW DC 완공
한국	- 인공지능 데이터센터 산업 진흥 특별법 공포 - 산지 이용 규제 등 환경적 측면 규제 완화 흐름
미국 2025	- 친환경 규제 완화, 화석연료 규제 완화, AI Action Plan 공포 - 38개주 데이터센터 세제혜택 발표 등 적극 유치 경쟁
미국 2026	- 28개주 세제혜택 철회or축소, 뉴욕주 모라토리엄, 14개주 모라토리엄 논의 중 - 트럼프 행정부도 빅테크들의 비용 부담 및 사회 인프라 환원 강조

현 유권자들의 최고 관심사항, 물가와 고용



서베이: 데이터 센터 건설에 찬성하는가? - Ipsos (2026.06)



Part I -1 AI 생태계는 계속 확장되나?

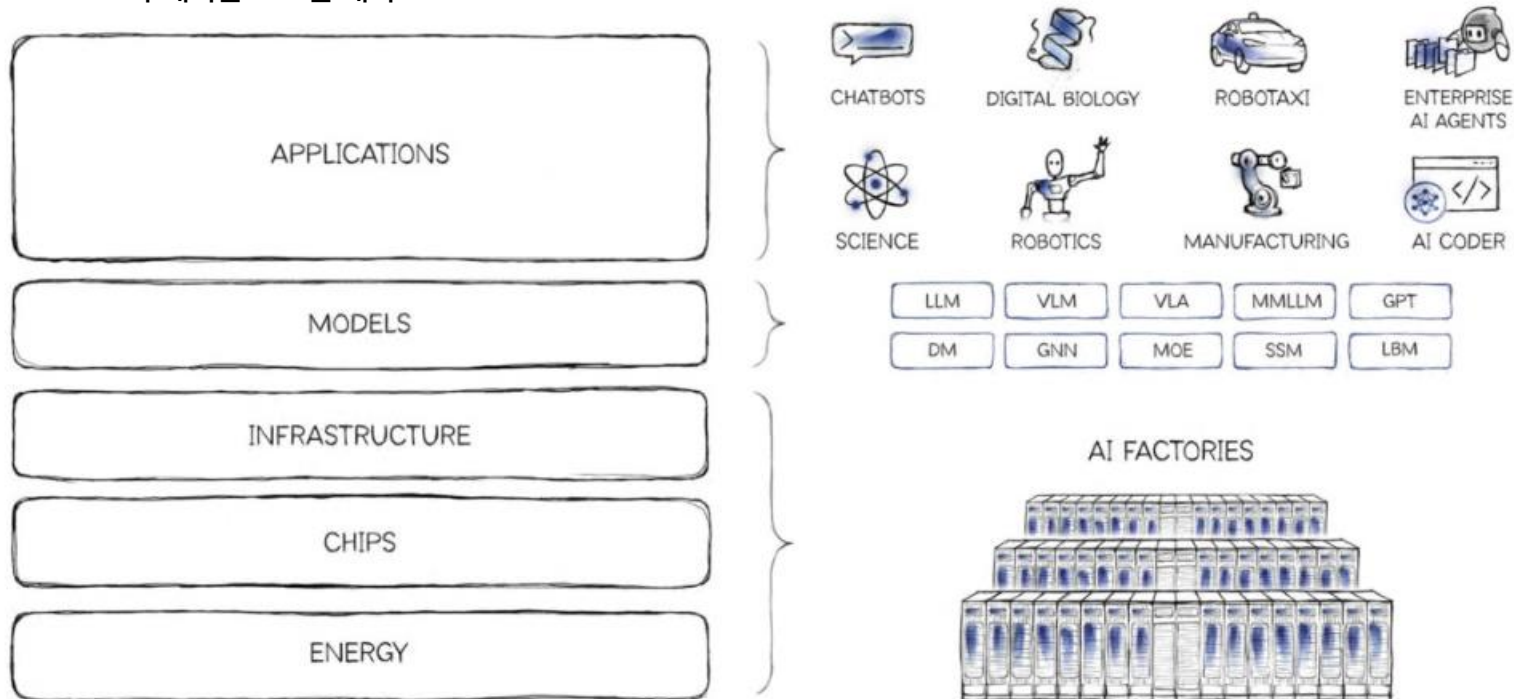
생태계 유지 조건
회복탄력성과 규제(비용)완화

AI Eco System 로드맵

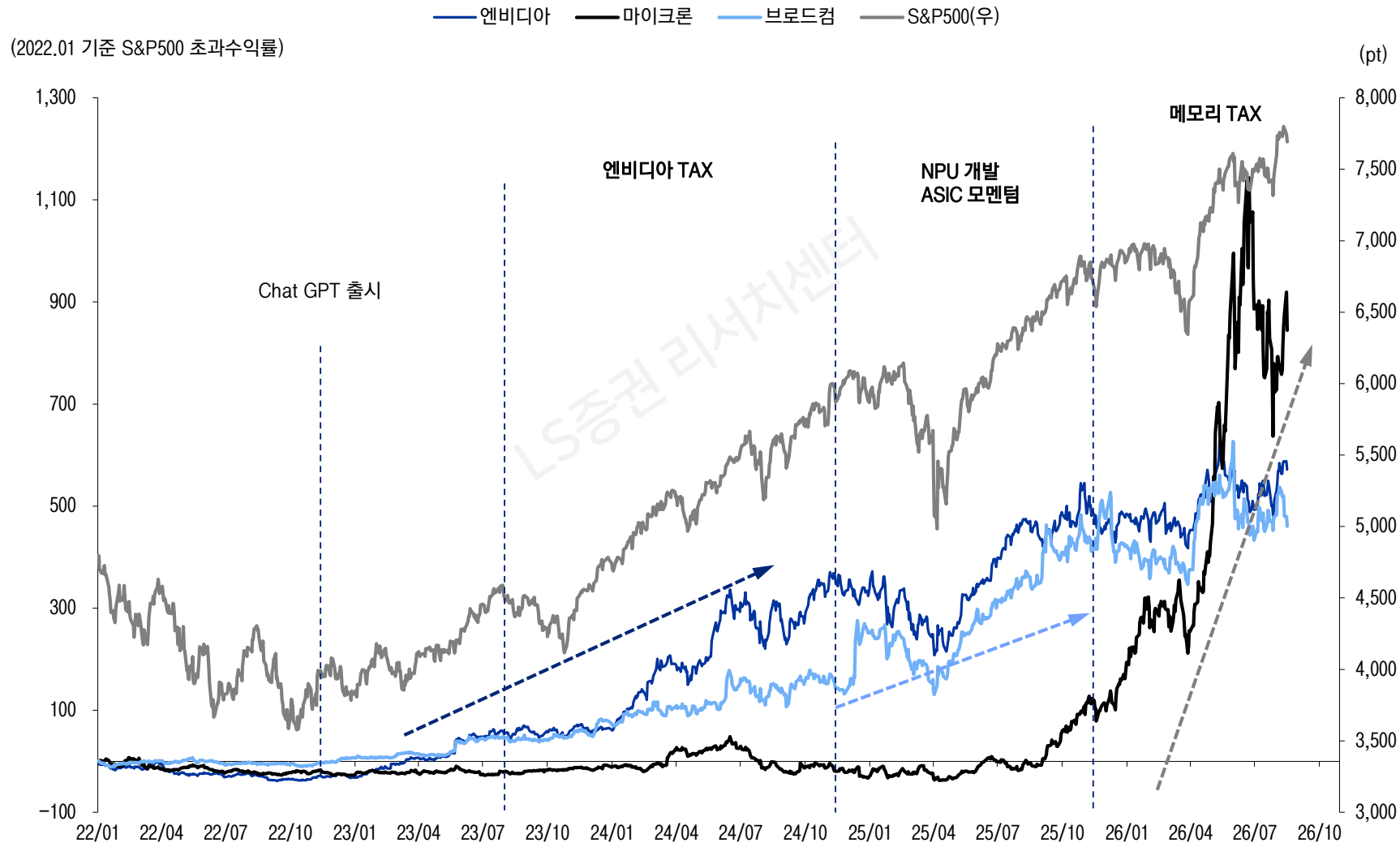
● NVIDIA가 5단 케이크에 비유한 AI

- 올 3월 NVIDIA는 AI를 5단 케이크(스택)으로 비유하여 설명하며, 이러한 구조가 산업 및 경제 전반을 재편하고 있다고 언급
- AI는 누가 뭐래도 주식시장의 가장 중요한 화두이며 주가의 동인이 되고 있음. 그러나 생태계 전반에서 보면 아직 실제 수요와 경제적 가치를 창출하는 Application으로는 나아가지 못한 상황. 계층 별로 단계를 의미하는 것은 아니지만, 막대한 규모의 자원이 소모되는 만큼 주식시장 뿐 아니라 사회적 요구가 높아지는 상황. 결국 Application 에서의 성과가 이러한 난관을 헤쳐나가는 Key가 될 것

NVIDIA가 제시한 AI 5단 케이크



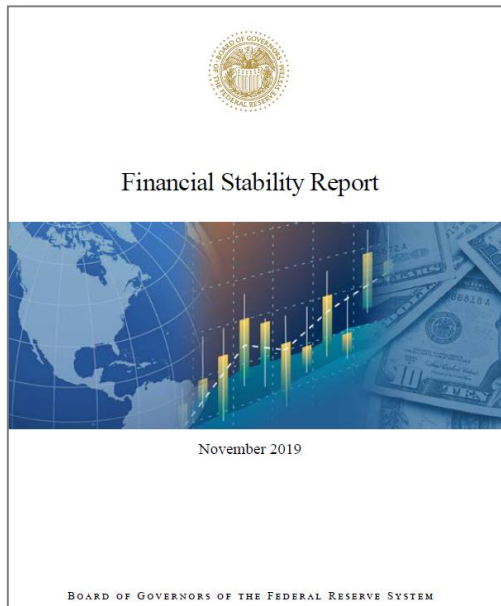
1) AI 버블 붕괴는 아닐 것이다 2) AI ≠ 메모리



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Shock(쇼크) vs. Vulnerability(취약성)

- 단기 충격이 가해진 현 시점에 주목해 볼 만한 주제는 바로 2019년 11월 발간된 FRB의 Financial Stability Report
 - 2019년의 주제는 금융시스템(미국)의 회복력에 대한 평가(the resilience of the U.S. financial system)와 그에 대한 잣대 제시
 - 특히, 금융시장 취약정도에 대한 연준의 평가는 향후 정책스탠스를 유추하는데도 도움이 됨
- FRB의 모니터링 프레임은 '충격(Shocks)'과 '취약성(Vulnerabilities)'을 구분
 - '충격'(금융 또는 경제상황의 갑작스런 변화)은 본질적으로 예측이 어렵다고 지적
 - '취약성'은 시간이 지나면서 쌓이는 경향이 있으며 금융시스템 측면에서 스트레스 발생시 광범위한 문제를 일으킴
 - FRB는 (예측이 불가한) '충격'이 아닌 '취약성'을 모니터링 하는데 집중해야 한다고 밝힘



Consistent with this view of financial stability, the Federal Reserve Board's monitoring framework distinguishes between **shocks** to and **vulnerabilities** of the financial system. **Shocks, such as sudden changes to financial or economic conditions, are typically surprises and are inherently difficult to predict. Vulnerabilities tend to build up over time and are the aspects of the financial system that are most expected to cause widespread problems in times of stress.** As a result, the frame work focuses primarily on monitoring vulnerabilities and emphasizes four broad categories based on research.

- 1) Valuation pressure
- 2) Borrowing by businesses and households
- 3) Leverage within the financial sector
- 4) Funding risks

FRB 금융안정보고서(26년 5월)

평가항목	Fed의 판단
자산평가	가장 우려되는 부분. 주식과 주택 모두 밸류에이션이 높음
기업 및 가계차입	전반적으로 양호하나 저신용 기업과 일부 가계는 부담 증가
금융부문 레버리지	헤지펀드 레버리지가 매우 높아 지속적인 모니터링 필요
자금조달 위험	2023년 은행위기 이후 상당 부분 완화되었으며 현재는 보통 수준

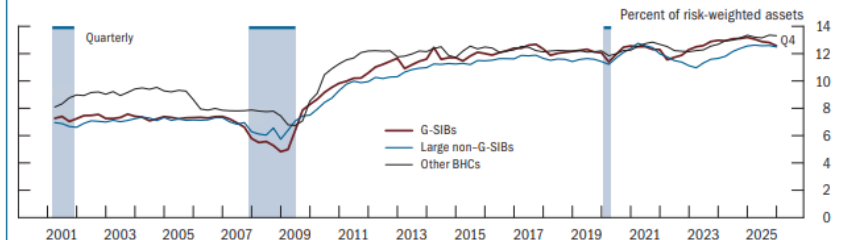
Figure 1.5. As of April, an estimate of the equity premium remained near a 20-year low



Source: LSEG, Institutional Brokers' Estimate System, North American Summary & Detail Estimates, Level 2, Current & History Data, Adjusted and Unadjusted, <https://www.lseg.com/en/data-analytics/financial-data/company-data/ibes-estimates>.

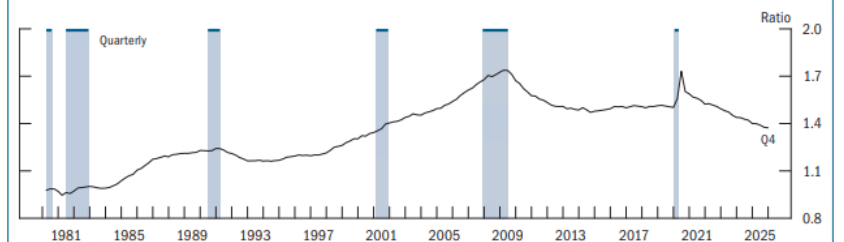
자료: FRB, LS증권 리서치센터

Figure 3.1. Banks' risk-based capital ratios remained near historically high levels



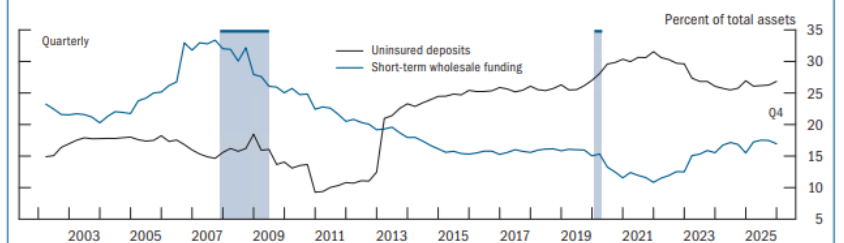
Source: Federal Reserve Board, Form FR Y-9C, Consolidated Financial Statements for Holding Companies.

Figure 2.1. The total debt of businesses and households continued to grow more slowly than GDP



Source: Federal Reserve Board staff calculations based on Bureau of Economic Analysis, national income and product accounts, and Federal Reserve Board, Statistical Release Z.1, "Financial Accounts of the United States."

Figure 4.3. Bank funding structures stabilized at levels consistent with historical norms



Source: Federal Reserve Board, Form FR Y-9C, Consolidated Financial Statements for Holding Companies; Federal Financial Institutions Examination Council, Consolidated Reports of Condition and Income (Call Report) Form FFIEC 031.

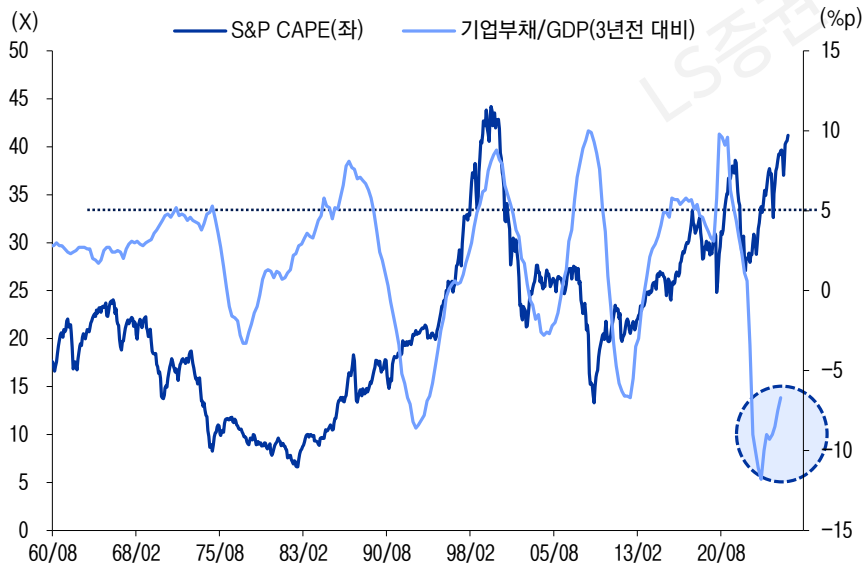
회복 탄력성은 있다

● 버블로 판정되려면, 실물에서의 레버리지 확대 필수

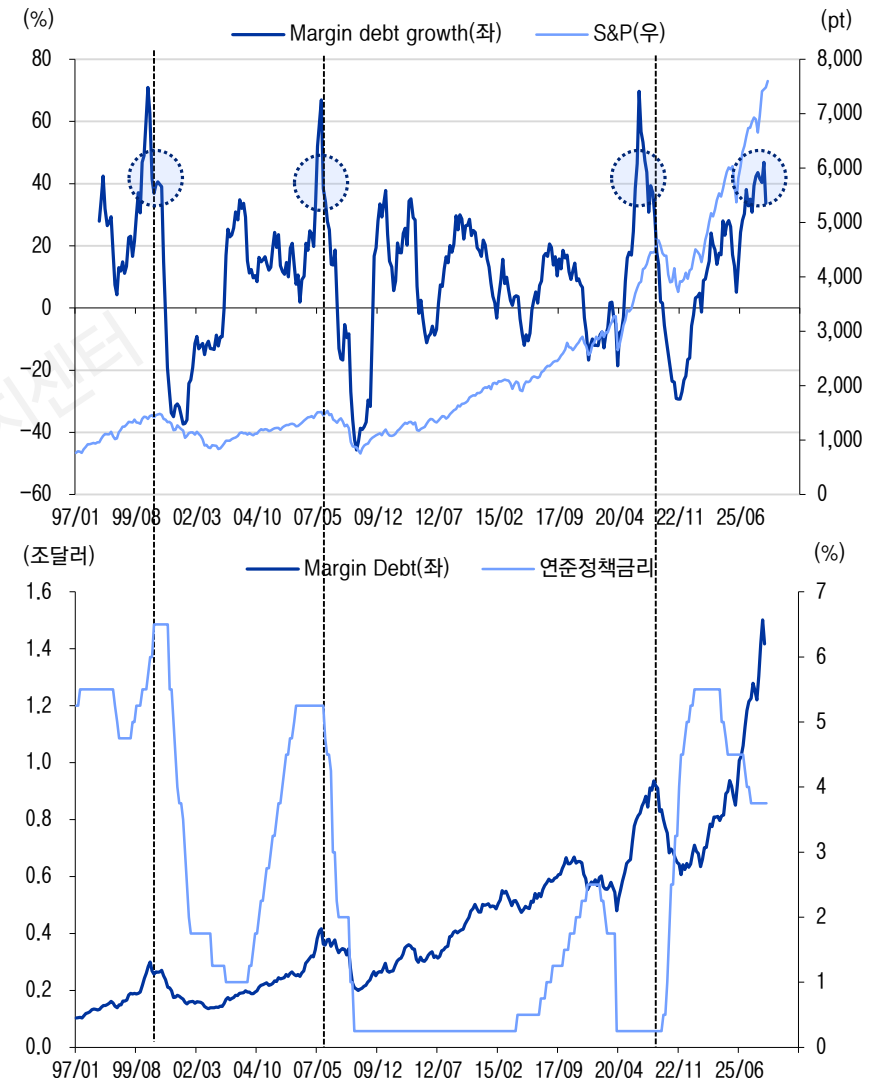
- 흔히 버블을 판단할 때 주식시장 자체만 놓고 보는 경우가 많음. 밸류에이션과 회전율, 신용증가율 등
- 중요한 것은 실물에서의 부채증가율도 함께 소위 '버블' 수준에 올라서야 함

● '버블 붕괴', 경제속도 보다 빠른 부채증가, 투기 과열 그리고 '긴축'

- 주식시장 밸류 레벨은 버블붕괴 마다 모두 상이. 다만 조건은 있음
 - 1) 기업부채/GDP 증가속도가 가파를 것(통상 3년전 대비 5%p)
 - 2) 마진 댐 증가율이 전년대비 40% 이상일 것
 - 3) 동시에 연준의 긴축이 진행되어 왔거나, 긴축이 임박했을 경우



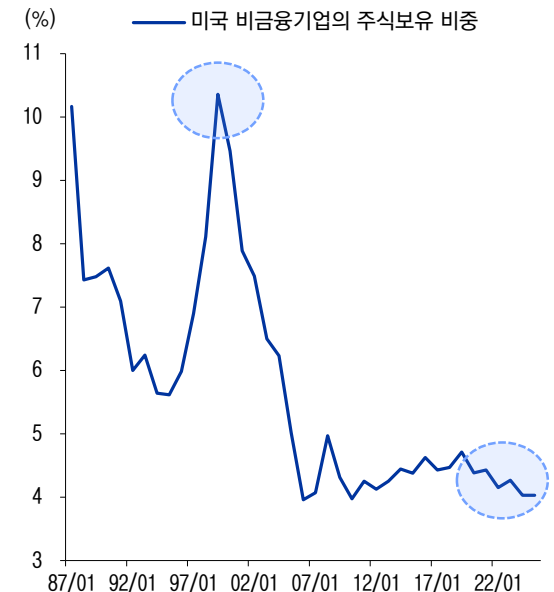
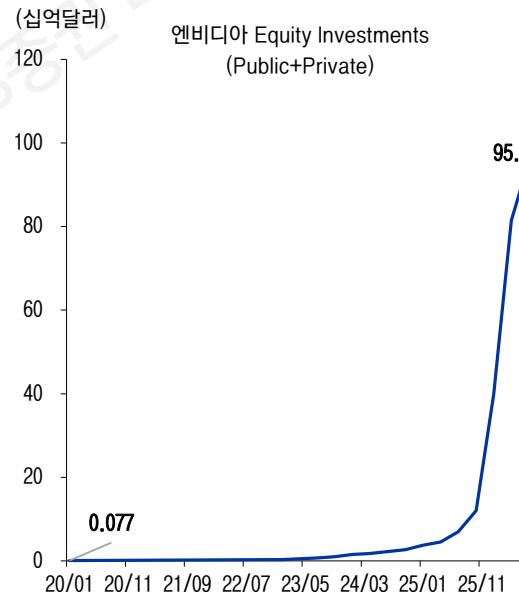
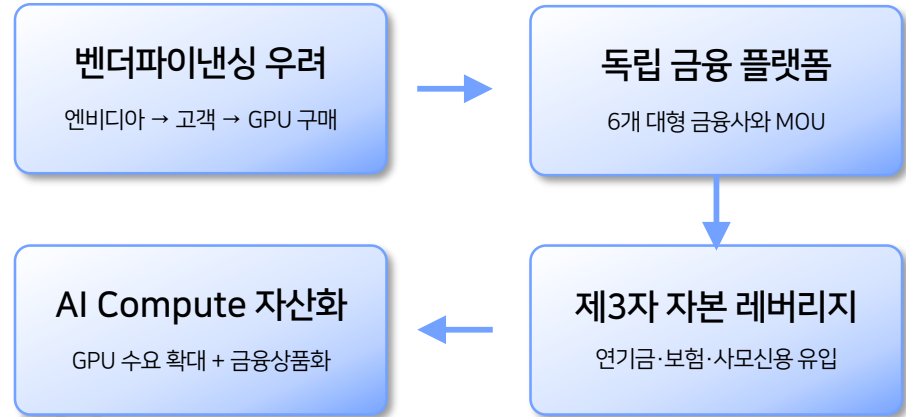
자료: FRB, FINRA, Bloomberg, LS증권 리서치센터



Bank of NVDA: 순환 금융의 금융시장화

● 엔비디아 주도의 AI 인프라 금융 파트너십의 의미

- 기존의 순환자금(엔비디아 → AI 기업 → 엔비디아 GPU 구매 → 엔비디아 매출)에서 'Wall Street → 고객 → 엔비디아'로의 전환
- 엔비디아가 고객에게 돈을 대는 구조 → 월가 자본을 모아 AI Compute를 '투자 가능한 인프라 자산'으로 만드는 구조. 직접 재무위험은 낮추지만, 최종수요·담보가치·ROIC 검증 부담은 금융시장으로 이전
- 긍정적인 것 : AI CAPEX의 자금원을 빅테크 현금흐름에서 글로벌 장기자본까지 확장
남은 과제는? • 최종 AI 수요가 원리금 상환을 뒷받침해야 함 • GPU 잔존가치·세대교체 속도·담보가치가 핵심 변수
- 그간 마이크로소프트의 OpenAI 투자, 엔비디아와 코어위브 등 빅테크 기업들의 AI 스타트업 투자와 클라우드 매출로 이어지는 순환출자 구조에 대한 우려 존재
- 엔비디아 AI 생태계 지분투자 \$95.6B
→ 총자산 \$320.3B의 약 30%
→ 현금+채권 \$56.6B보다 약 1.7배
- 닷컴 버블 당시 벤더 파이낸싱*과 비슷하다는 지적. 그러나 현재 미국 비금융 기업의 주식비중은 4% 수준에 불과

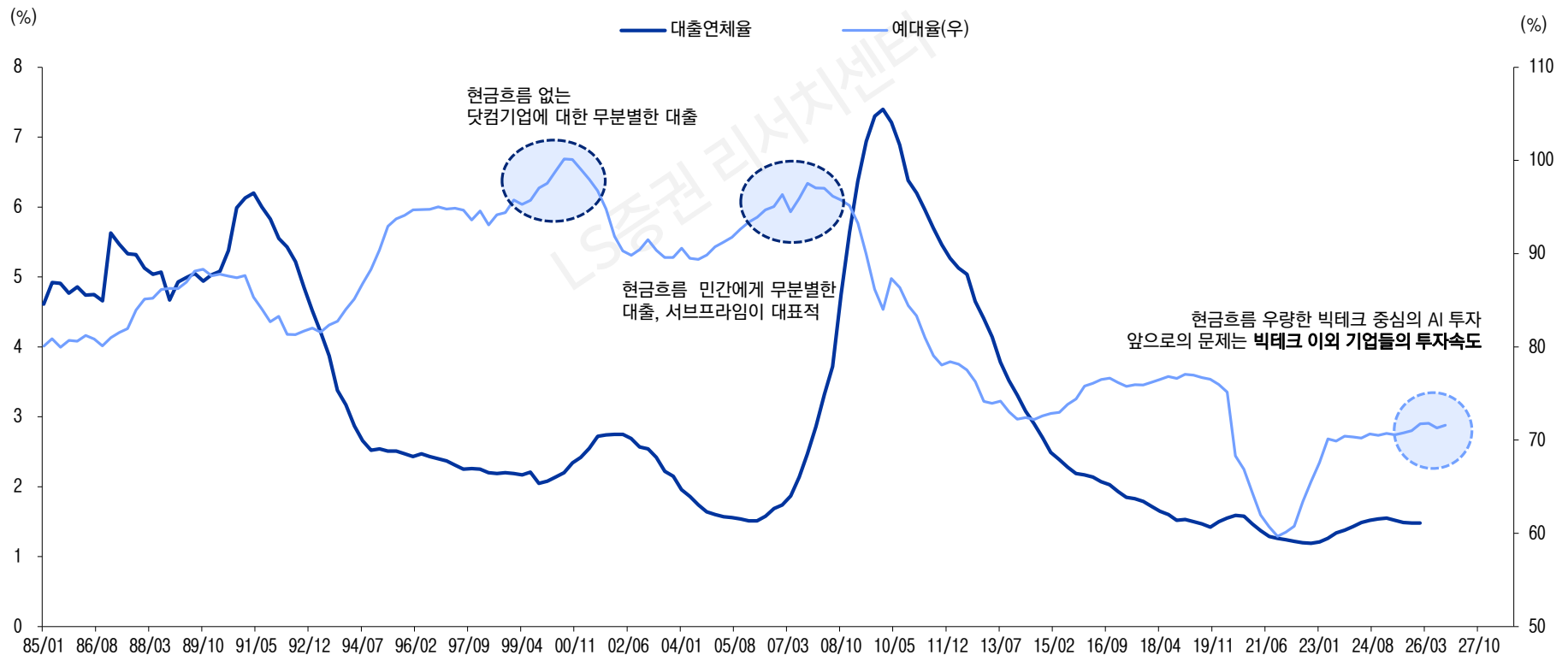


*벤처파이낸싱: 물건 판매자가 구매자에게 구매대금을 대출해주는 외상판매 금융 서비스
자료: FRB, LS증권 리서치센터

대출이 늘어나려면, 규제완화 (비용 하락)+ 차입자의 투자 의지

● 과거 버블 붕괴 원인은 높은 예대율과 무지성 대출

- 자금대여 측면에선 은행들의 역마진과 대출성장률 둔화, 차주 입장에서선 금리비용 상승과 연체율 증가에 의한 대출회수 과정의 악순환으로 인한 경제 전반의 신용창출 하락과 경제성장률 급락이 버블붕괴와 경기침체
- IT버블(닷컴기업), 금융위기(서브프라임 대출) 처럼 현금흐름이 수반되지 않는 민간에의 레버리지 속도와 레벨이 중요

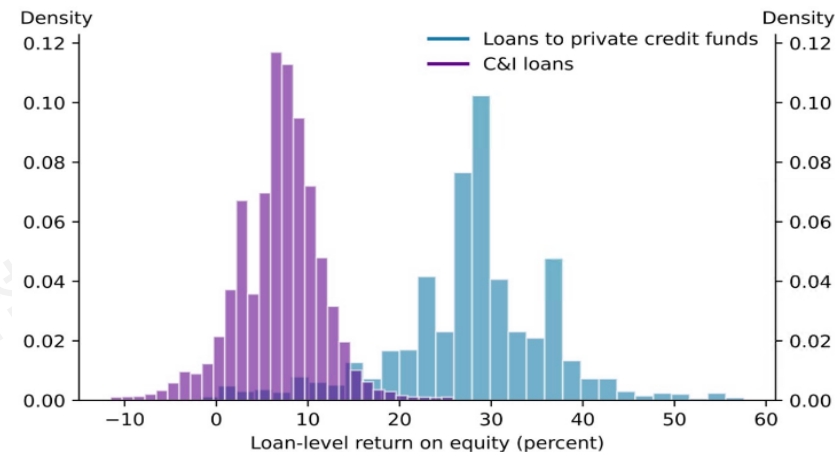


빅뱅크가 진입하고 싶어하는 이유

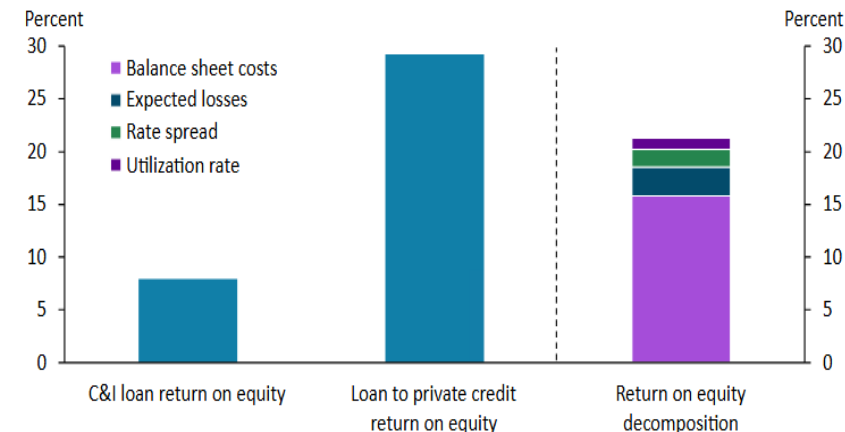
● 규제완화로 단기 신용 확장, 장기 신용리스크 증가

- 은행의 C&I 대출 평균 ROE 7.9%, private credit 펀드에 대한 대출 ROE 29.2%. private credit에 대한 대출이 자본 규제상 더 낮은 부담으로 취급되기 때문. 은행은 펀드에 자금을 공급함으로써 개별 차주의 신용위험을 직접 부담하지 않으면서 해당 시장에 간접적으로 참여. 따라서, 규제가 완화되더라도 은행이 고위험 차주를 직접 장부에 대규모로 편입할 유인은 제한적
- 규제 완화의 효과는 은행의 직접 대출 확대가 아니라, private credit를 통한 간접 신용공급의 확대 형태일 것. 캔자스시티 연은은 은행과 private credit이 동일한 차주를 둔 경쟁 보다, 서로 다른 위험 구간을 분담하는 보완적 관계로 평가. 이러한 구조에서 은행은 자본 효율성과 수익성을 동시 확보 가능. private credit는 이를 기반으로 기업대출을 지속적으로 확장
- 향후 케빈 워시 체제는 규제 완화 흐름을 정책적으로 뒷받침, 그 속도를 높일 가능성. 이 과정에서 은행과 사모대출 간 연결성은 더욱 강화될 것, 이는 단기적으로 신용 시장 내 유동성 경색 우려를 완화시키는 요인. 다만 사모대출 부문의 리스크가 은행권으로 전이될 수 있는 경로를 확장시켜 장기적으로 신용리스크가 증가

사모펀드와 C&I 대출의 위험 조정 수익률



사모펀드와 C&I 대출간의 수익성 차이 요소



생산성을 위한 규제완화

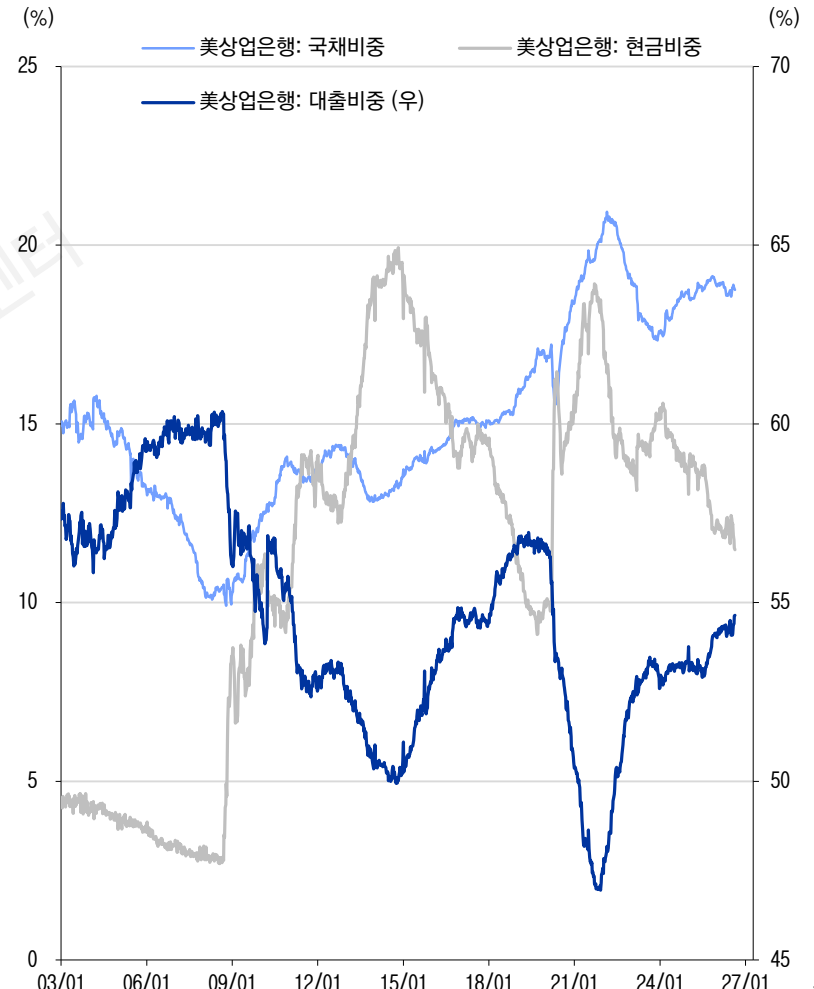
● 베센트와 위시의 조합 : 판을 깔아 준다

- 베센트의 자본규제 완화: 바젤 III 엔드게임(대형은행의 자기자본을 16~19% 늘리려던 계획 철회, 하반기 최종안 확정 예정)의 무력화와 SLR 규제완화

- 연준자산 매각 → 상업은행의 현금에서 보완

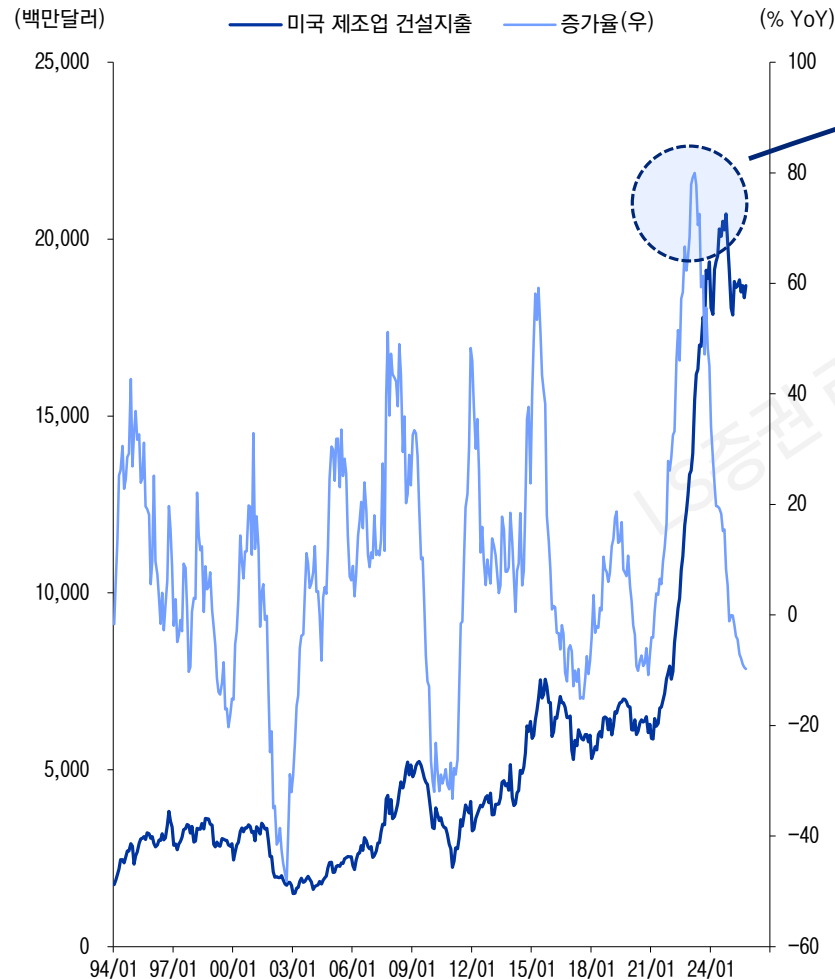
- 26년 8월 현재 미국 상업은행 자산은 25.6조 달러, 대출은 54.6%(14조 달러).
현금 비중은 11.5%(2.94조 달러), 국채 보유 비중은 18.7%(4.8조 달러)

구분	현행 제도	2023년 초안	2026년 수정안
핵심 기초	대형 은행 자율성 부여 (내부모델 인정)	규제 대폭 강화 (안전성 최우선)	규제 유연화 (자본 부담 완화 및 실물경제 지원)
자본 요구치 변화	기준점	대형 은행 기준 약 16~19% 증액 요구	전체 은행권 실질 자본 요구치 약 4~5% 감소 전망
측정 방법론	이중 계산 (표준방법 vs 내부모델)	확장된 위험기반 접근법 (ERBA) 강제	ERBA 단일화 (계산 방식 단순화)
G-SIB 가산금리	50bp(0.5%) 단위 부과	초안 유지 (엄격한 적용)	10bp 단위 세분화 (절벽 효과 방지 및 유연성 확보)
주택담보대출 (RW)	LTV와 무관하게 일괄 적용	LTV에 따른 위험가중치 대폭 상향	위험가중치 하향 조정 (가계대출 위축 방지)
기업 대출 (RW)	투자등급 기업 100%	투자등급 기업 100% 유지	95%로 하향 조정 (우량 기업 대출 장려)
파생상품 위험	현행 계산법 (SA-CCR) 적용	증액 요구 (약 15~20%)	증액폭 최소화 (상업용 헷지 거래 부담 완화)

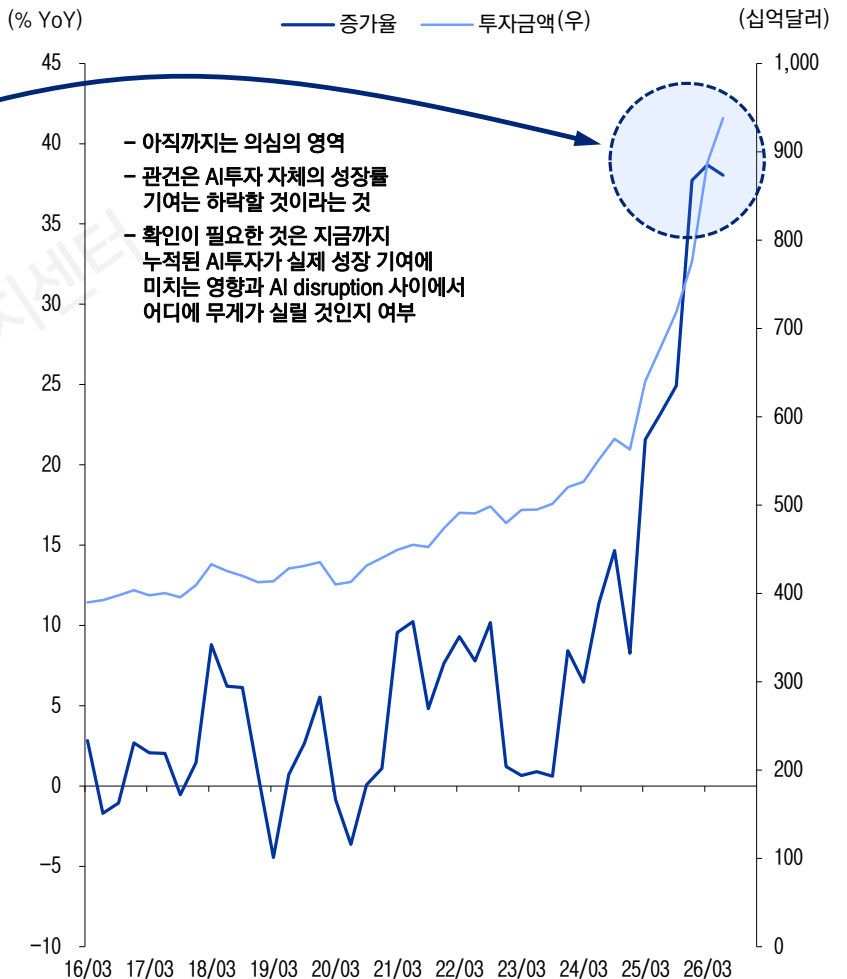


AI투자 규모는 지속. 다만 증가율은 하락 가능.

미국 제조업 건설지출 증가율



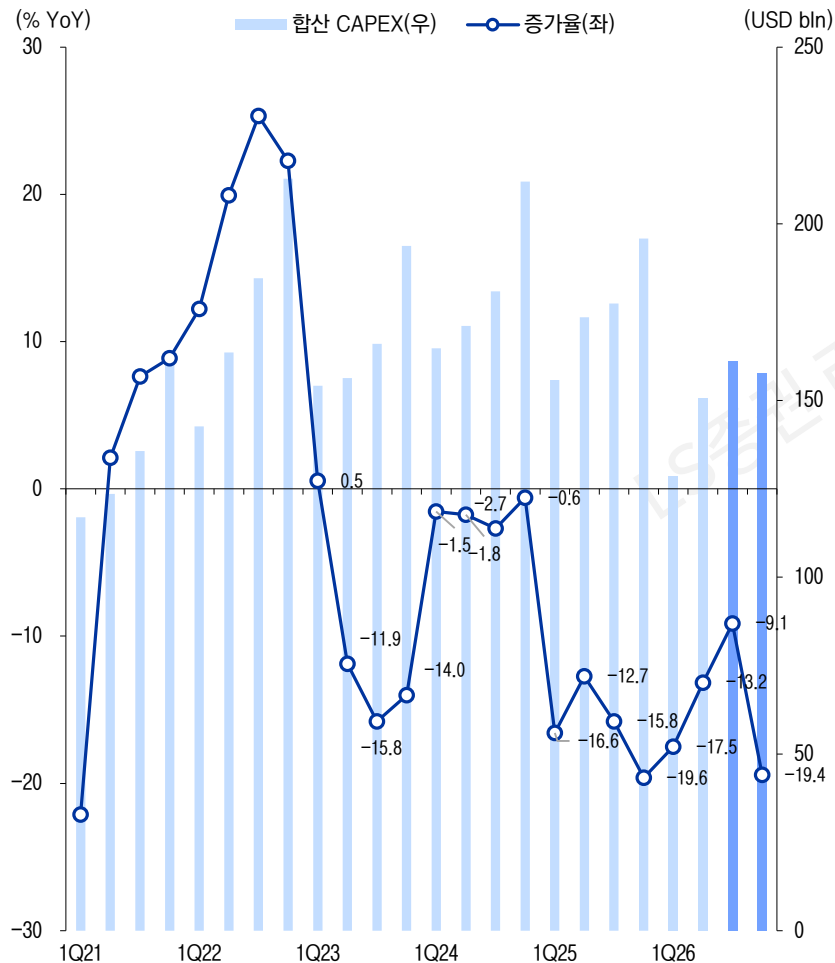
미국 AI투자 금액과 증가율: YoY 증가율에 대한 시장 반응



빅테크 + α (알파)의 투자 확대 필요

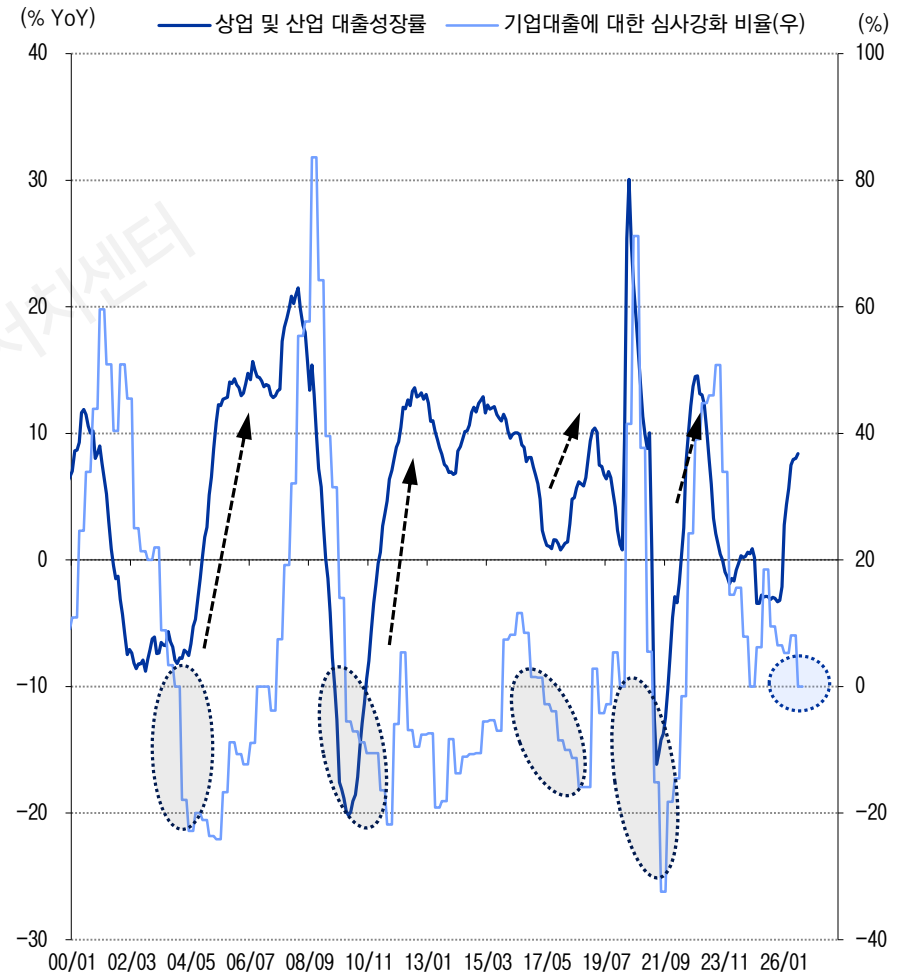
하이퍼스케일러 제외 S&P 500 합산 CAPEX 추이:

하이퍼스케일러 이외의 기업들은 여전히 낮은 CAPEX 전망 중



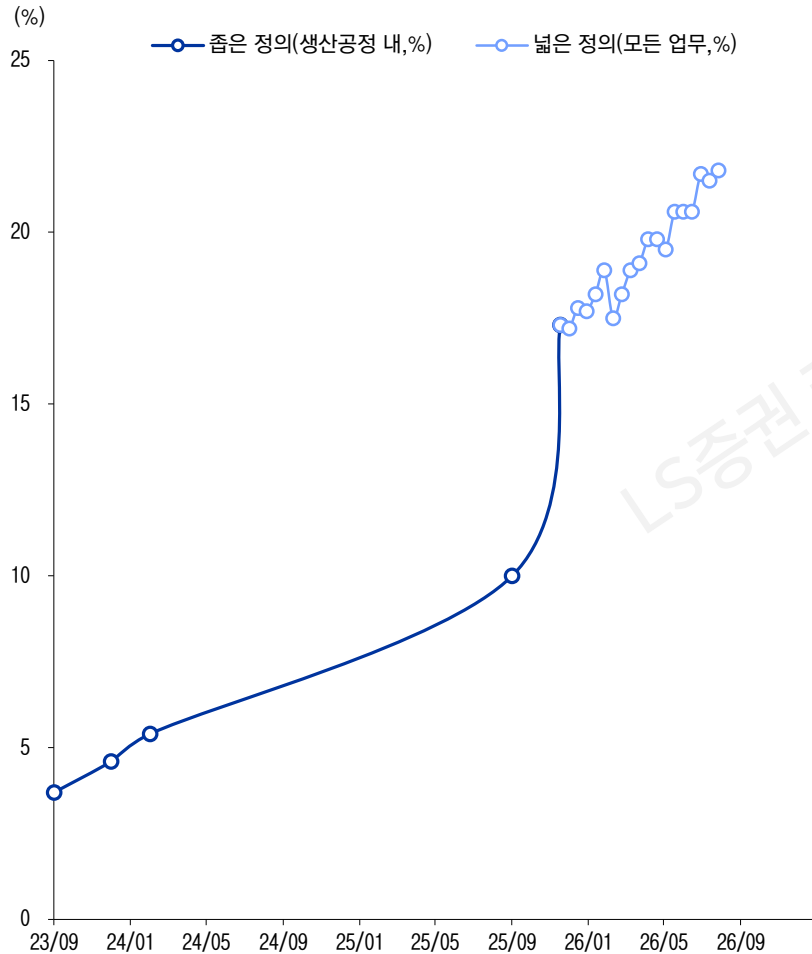
기업대출성장률 반등 :

금리인하와 추가 대출스탠스 완화 되면, AI확산 본격화

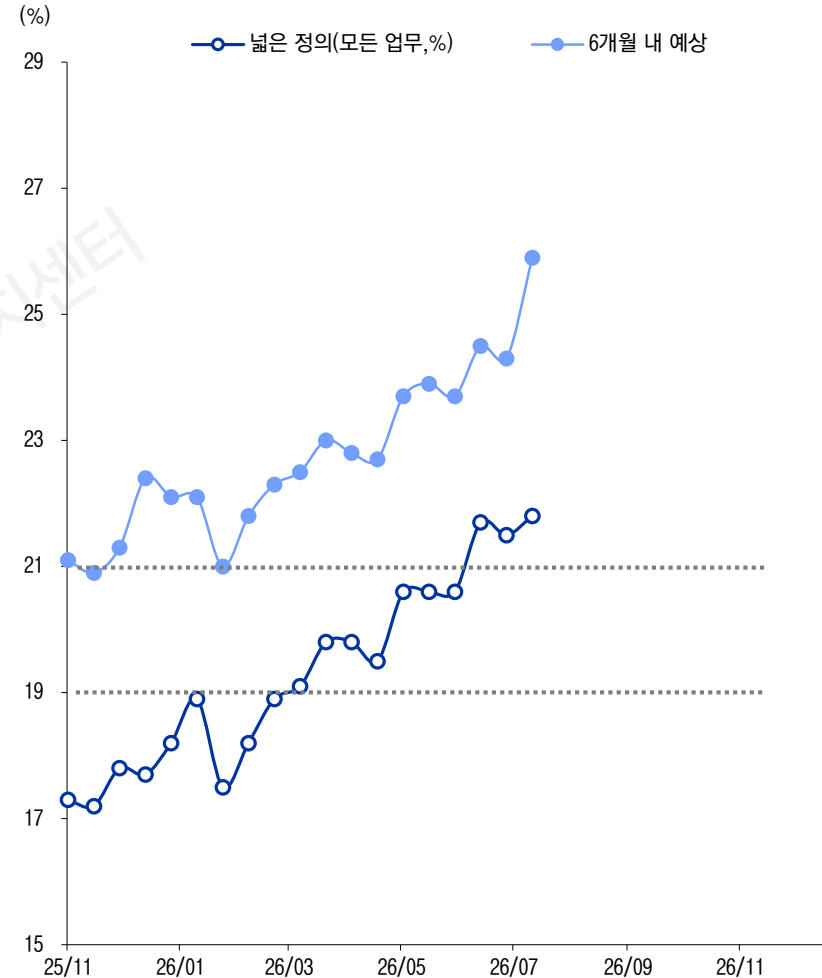


기업의 AI 투자 도입 늘어나지만 아직은 낮다

기업의 AI투자 사용률



기업의 AI투자 사용률 전망과 실제

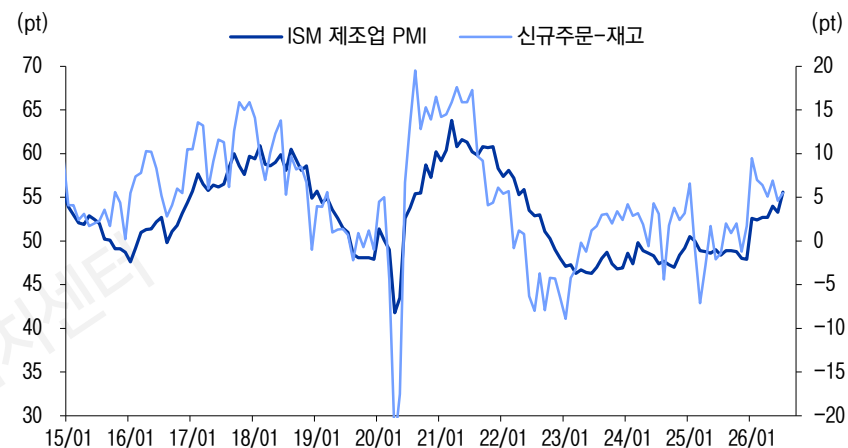


7월 ISM 제조업 PMI에서의 시그널

● 중동과 관세 불확실성에서 AI 투자 기대감으로 확실한 기조 전환

- 세부 산업별 구매관리자들의 코멘트 변화
- 6월 산업별 코멘트의 지배적 프레임은 리스크. 중동 분쟁에 따른 CAPEX 보수화, 높은 인플레이와 금리 레벨, 관세 정책 불확실성이 반복적으로 언급
- 반면 7월 코멘트는 AI발 수혜 가시화되며 프레임 전환.
컴퓨터·전자제품은 반도체, AI·첨단 패키징, HPC 수요를 근거로 전사 차원의 구매 규모 확대를 언급했고, 기계 부문은 AI 인프라가 실질적 가동 단계에 근접하며 데이터센터향 조달·생산이 완전 가동 국면이라고 응답

ISM 제조업 PMI

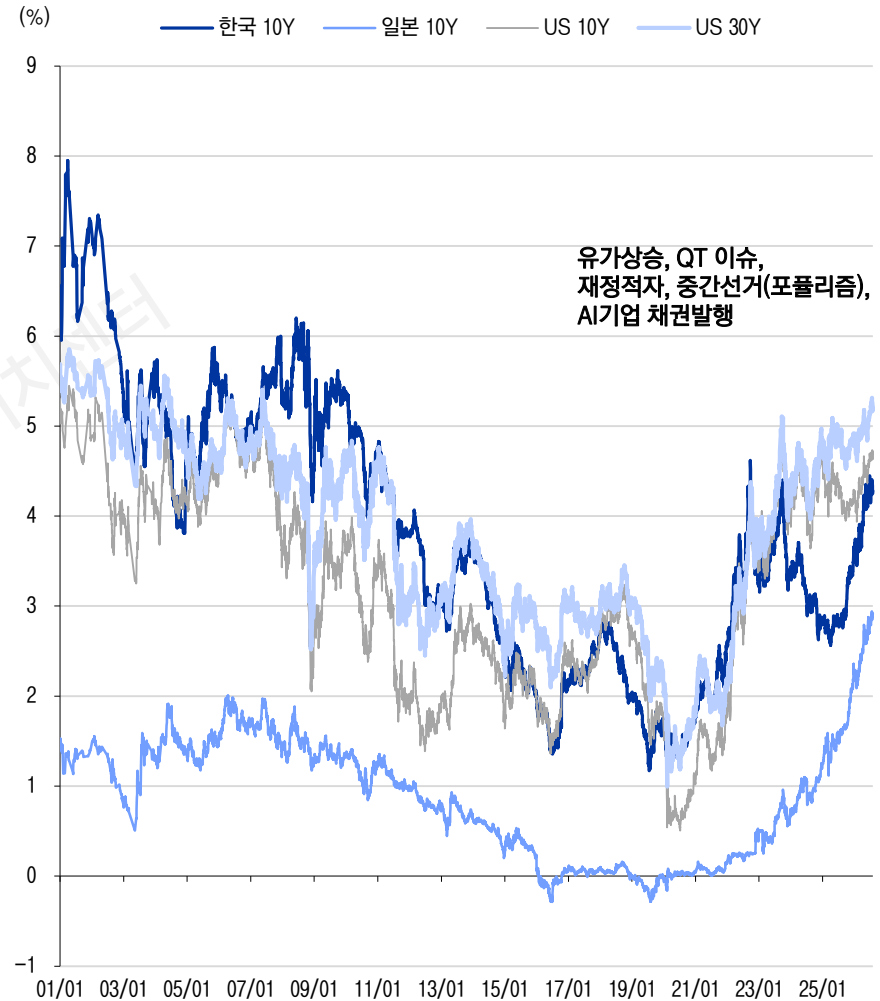
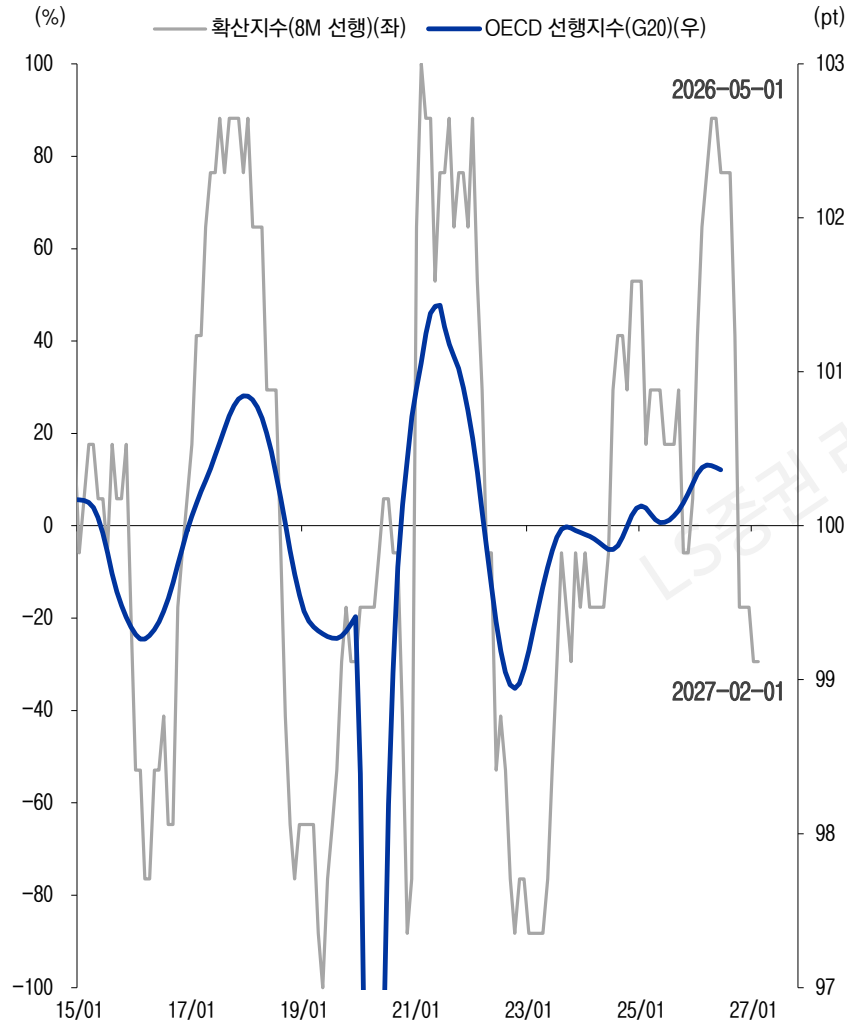


6월과 7월 ISM 제조업 PMI 산업별 코멘트

	6월	7월
컴퓨터, 전자제품	중동 분쟁에 따른 압박으로 CAPEX에 대한 보수적 접근 1)둔화되거나 여전히 높은 인플레이, 2)높은 금리 레벨, 3)관세 및 무역 정책 불확실성의 영향. 전반적 경제 성장세는 견조하나 에너지 및 필수재 비용 상승으로 소비자출 약화. 수요 가시성을 낮추고 구매자의 비용 민감도를 높이고 있음	반도체, AI, 첨단 패키징, HPC 시장 성장에 힘입어 우호적 수요 환경 실적발표에서 견조한 매출 성장과 투자 지속이 확인. 전반적 환경이 긍정적 업황 전망을 뒷받침하며, 전사차원의 구매 규모 확대 기회를 만들고 있음
기계	낙관적이나 아직 호황의 정도는 아님. 국방 및 반도체 제조 지원용 기계부문은 매우 강세. 산업, 의료 고객사들은 구매를 미루는 경향	AI 인프라 구축이 실질적 가동 단계에 근접함에 따라 데이터센터향 제품들의 조달과 생산은 완전 가동 국면. 반도체 및 컨넥티비티 수요가 호황 단계. 국방 부문 역시 사상 최고치 기록 중
화학제품	이란 관련 분쟁이 모든 원자재 카테고리에 영향을 미치고 있음. 특히 원유 성분 비중이 높은 품목	매우 기회주의적이고 반응적 양상. 병목이 풀리면 매입 움직임이 등장. 고객마다 상이한 재고관리
전기장비, 가전, 부품	가전 소매판매는 안정화. 최근 관세 변경이 소강 상태였던 것은 반가우나 추가 혼란은 시간 문제일 것으로 판단	가격과 리드타임 모두 둔화 조짐 없이 지속적인 상승 추세만 나타나고 있음 이는 팬데믹 시기 가격 급등과 재고 사재기가 몰렸다가 결국 제약이 해소되는 그림과는 상반
운송장비	동남아시아, 한국을 포함한 아태(중국 제외)에서 생산 능력 확대 관찰. 대다수 공급업체들은 전반위적 지정학 리스크 대비 위해 장기적 관점의 증설 진행 중	항공우주, 국방 수요는 수주잔고 기준으로 견조한 증가세 지속 다만 전자부품, 일부 핵심광물 등 공급이 부족한 품목 둘러싼 경쟁으로 공급망의 적기 이행 어려움 연관 산업의 수요도 견조하게 유지되고 있기에 이러한 어려움 가중 예상

주: ISM 제조업 내 산업별 코멘트는 동일 기업 및 구매관리자가 하는 것이 아닌 ISM에서 특징적 코멘트를 선별하는 방식
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

글로벌 매크로 : 경기는 둔화되고, 금리는 높다

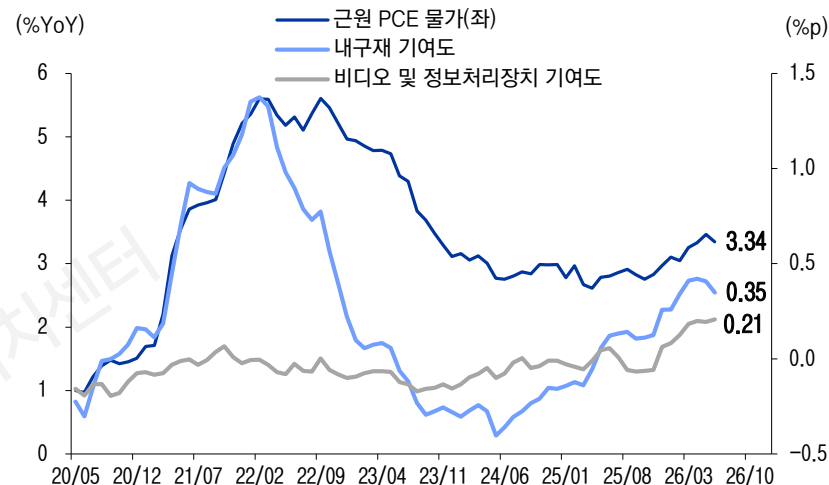


AI 사이클의 후폭풍, Chipflation

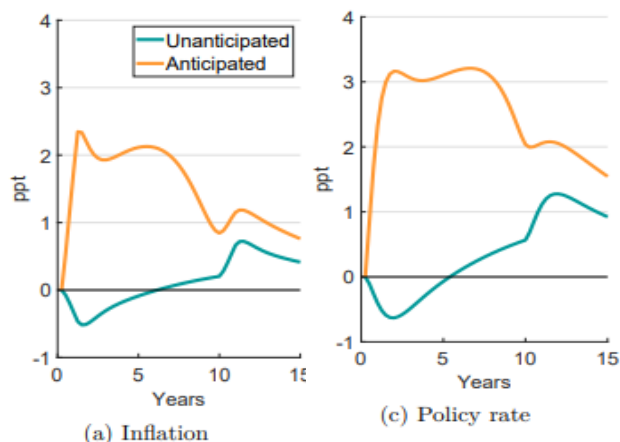
● AI 투자 후폭풍에 대한 중앙은행의 경계

- AI 생산성 낙관론자인 케빈 워시 의장과 달리 굴스비 총재 등 연준 인사들은 중단기적 인플레이에 경계심 표출
- 선행연구도 존재. BIS의 AI-경제 요소 분석(2024)에서는 장단기적으로 경제 전체의 생산을 증가시키나, AI 생산성 기대심리가 높다면 단기적으로 물가, 금리가 자극될 가능성 제기
- 2026년 진행된 시카고대 경제학자 서베이에서도 다수의 학자들이 AI 붐의 중립금리 레벨을 자극할 것이라 조사

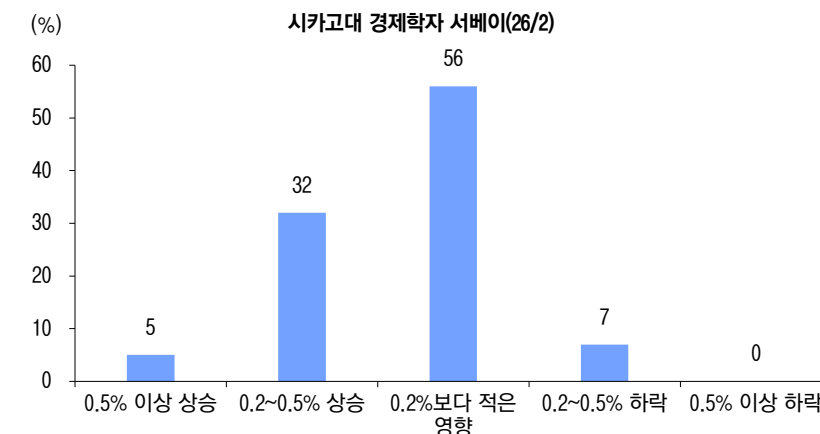
칩플레이션發 물가, 끈적끈적



AI 생산성을 인지하면 물가, 금리 ↑, BIS(2024)



AI 붐이 r^* (실질중립금리)에 미칠 영향



자료: Bloomberg, BIS(The impact of artificial intelligence on output and inflation), LS증권 리서치센터

시장이 알아서 움직여라 (feat. 물가의 속모습 본다)

● 물가 전반의 하방 압력을 확인할 때 까지 (PCE 헤드라인 보다 'Breadth' 중요)

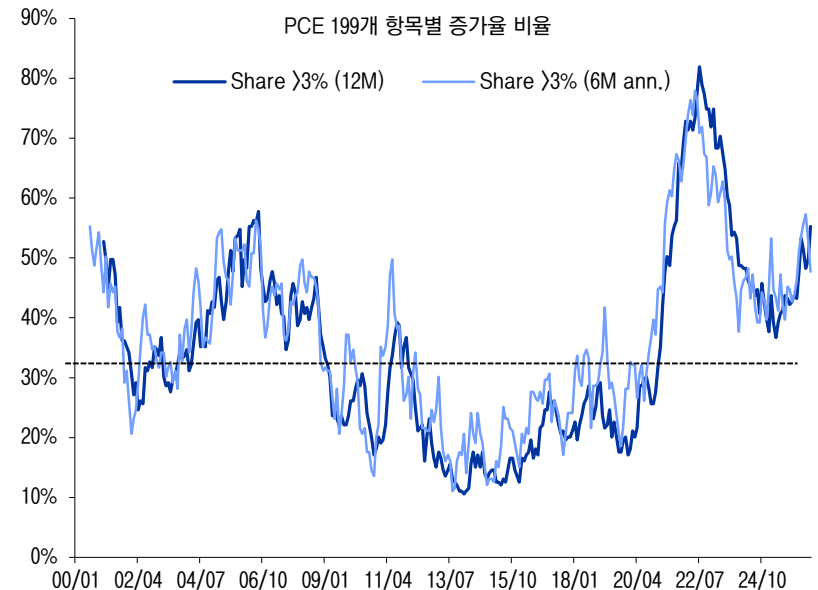
- 잭슨홀에서의 워시

1) 시장이 알아서 해라(포워드 가이드스 기대하지 마라) 2) 물가를 중요하게 보겠다(QE는 위기시에만 사용) 3) 금리인하 단기에 기대하지마라(인플레이션 리스크 상존)

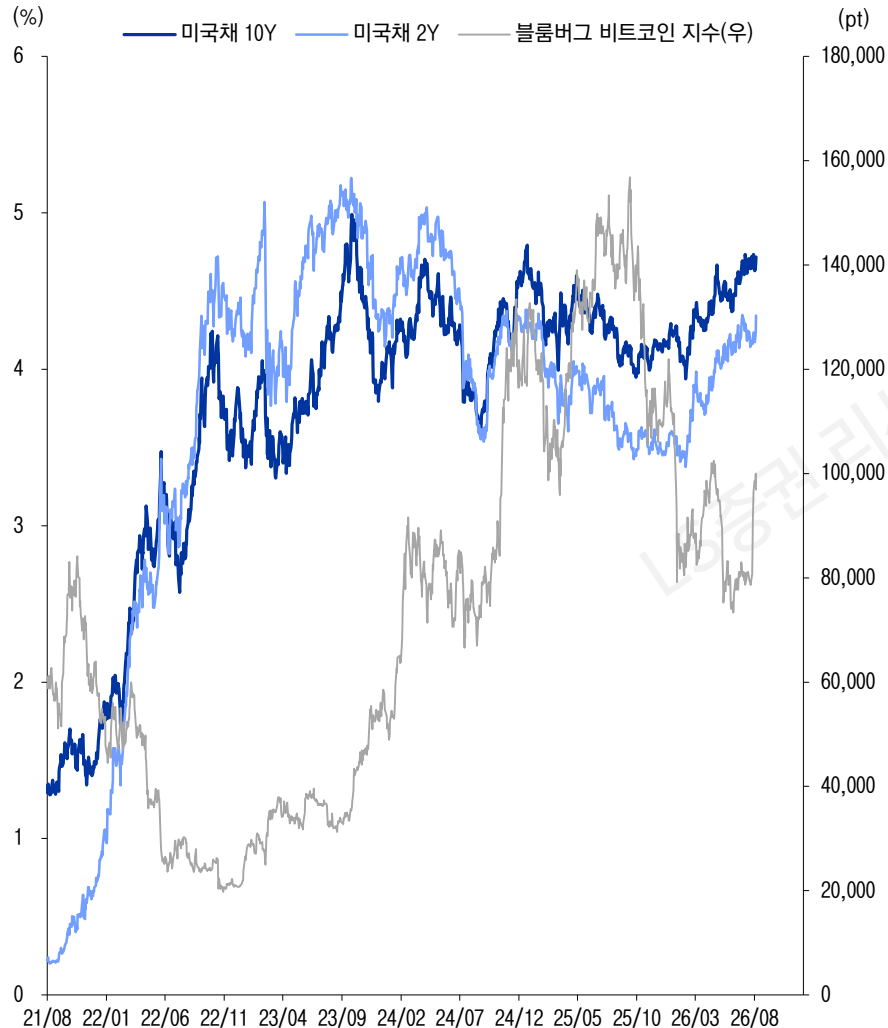
- 애릭 앙스트롬(TFT 통화정책 부문), 'Forward Guidance'가 오히려 독이 되었다'. 낮은 지도에 갇힌 시장이라고 지적. 앙스트롬을 지명한 이유는 명확. 점도표의 영향력을 약화시키고 발표방식을 바꿔 시장을 낚은 전망에 묶어 두지 않겠다

- 워시가 제시한 PCE Breadth: PCE 199개 품목 중 12개월간 3% 넘게 오른 비중은 54%, 팬데믹 이전 32%. 최근 6개월 기준으로 49%

구분	파월 체제	케빈 워시 체제
소통 방식	Forward Guidance	Market Discipline
데이터 반영	점도표(SEP)라는 고정관념을 시장에 앵커링	매월 시장 데이터에 맞게 시장이 즉각 대응
금리액션	인상/인하 경로의 가시성	매파적 경고 후 시장 스스로 금리형성 유도



비트코인과 미국채, 미국에서 CLARITY 법안이 논의되는 이유



자료: FRB, Bloomberg, LS증권 리서치센터

GENIUS ACT는 스테이블코인법, CLARITY는 디지털자산 시장구조법

구분	GENIUS ACT	CLARITY ACT
성격	이미 법률화	논의 중인 법안 (9월 중순 통과시도)
대상	지급결제용 스테이블코인	암호자산 시장 전체
핵심	1:1 준비자산, 상환, 감독	SEC/CFTC 관할, 거래소/브로커 규칙
미국채 영향	직접적	간접적
연결고리	스테이블코인 준비자산 → T-bill 수요	제도권 편입 → 스테이블코인 성장 확대

스테이블 코인의 T bill 수요는 얼마나?

● T-Bill 4천억 달러 ~ 2.3조달러 신규수요 가능

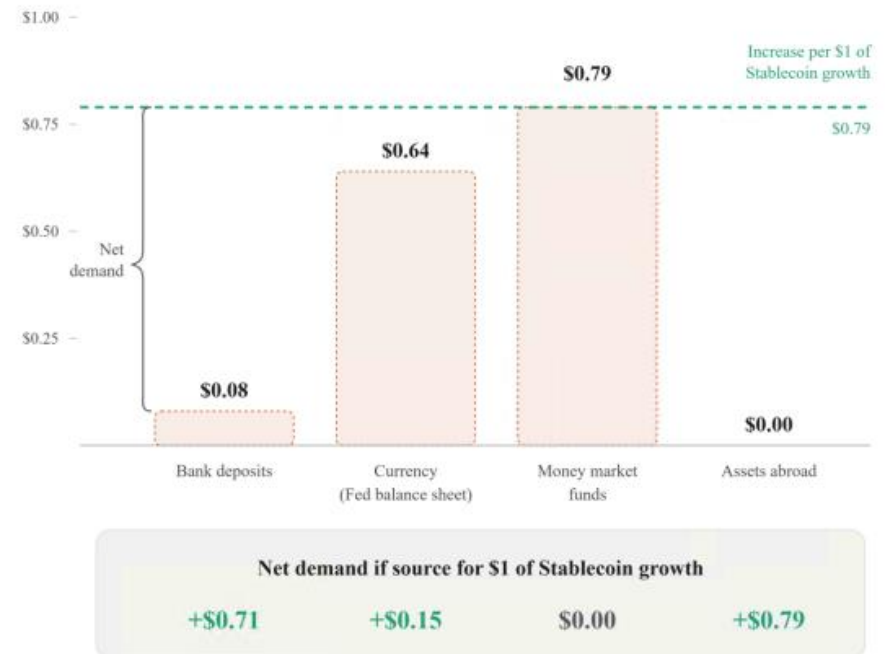
- 스테이블코인이 1달러 증가할 때 은행 예금(0.71달러), 현금(연준 재무제표, 0.64달러), MMF(변화없음), 해외자산(0.79달러) 순증
- 다른 자산 이탈에 따른 T-bill 수요 감소 감안, 최대 2.3조 달러(전체 T-bill의 26.3%)의 신규 T-bill 순수요가 발생 추정(Citi)

T-bill 수요 추정 (Citi 시나리오)

	LOW	MED	HIGH
(\$ Billions)			
Citi growth scenario	900	1,900	4,000
Stablecoin less existing supply	625	1,625	3,725
New demand (.79*stablecoin)	494	1,284	2,943
Net demand after substitution	411	1,050	2,277
(Percent of T-Bills outstanding)			
New demand (.79*stablecoin)	5.7	14.8	34.0
Net demand after substitution	4.7	12.1	26.3
(Percent of T-Bills outstanding plus repo outstanding collateralized by T-Bills)			
New demand (.79*stablecoin)	4.7	12.2	28.0
Net demand after substitution	3.9	10.0	21.0

Reduction per \$1 lost to Stablecoin growth

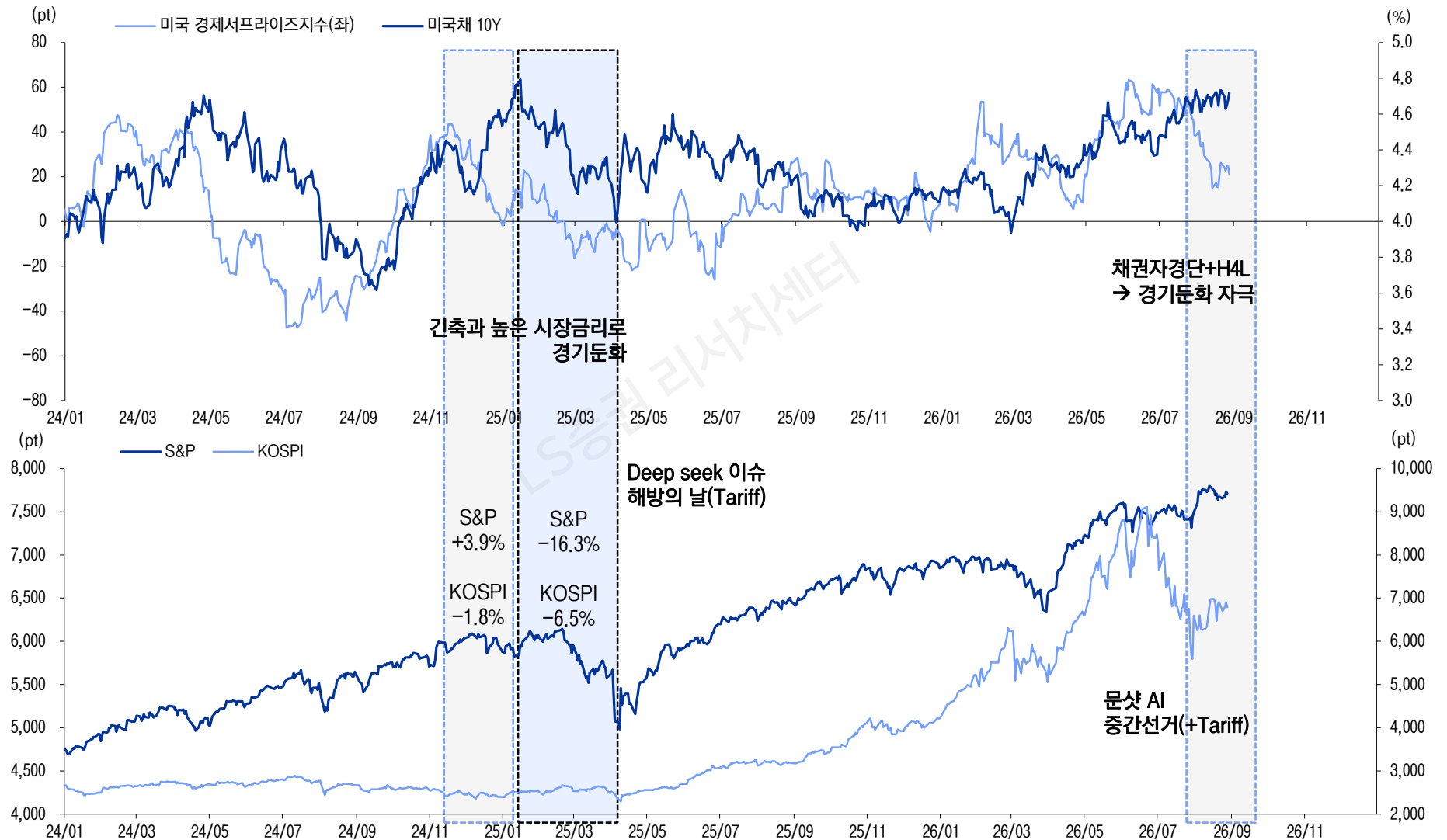
T-Bill Demand



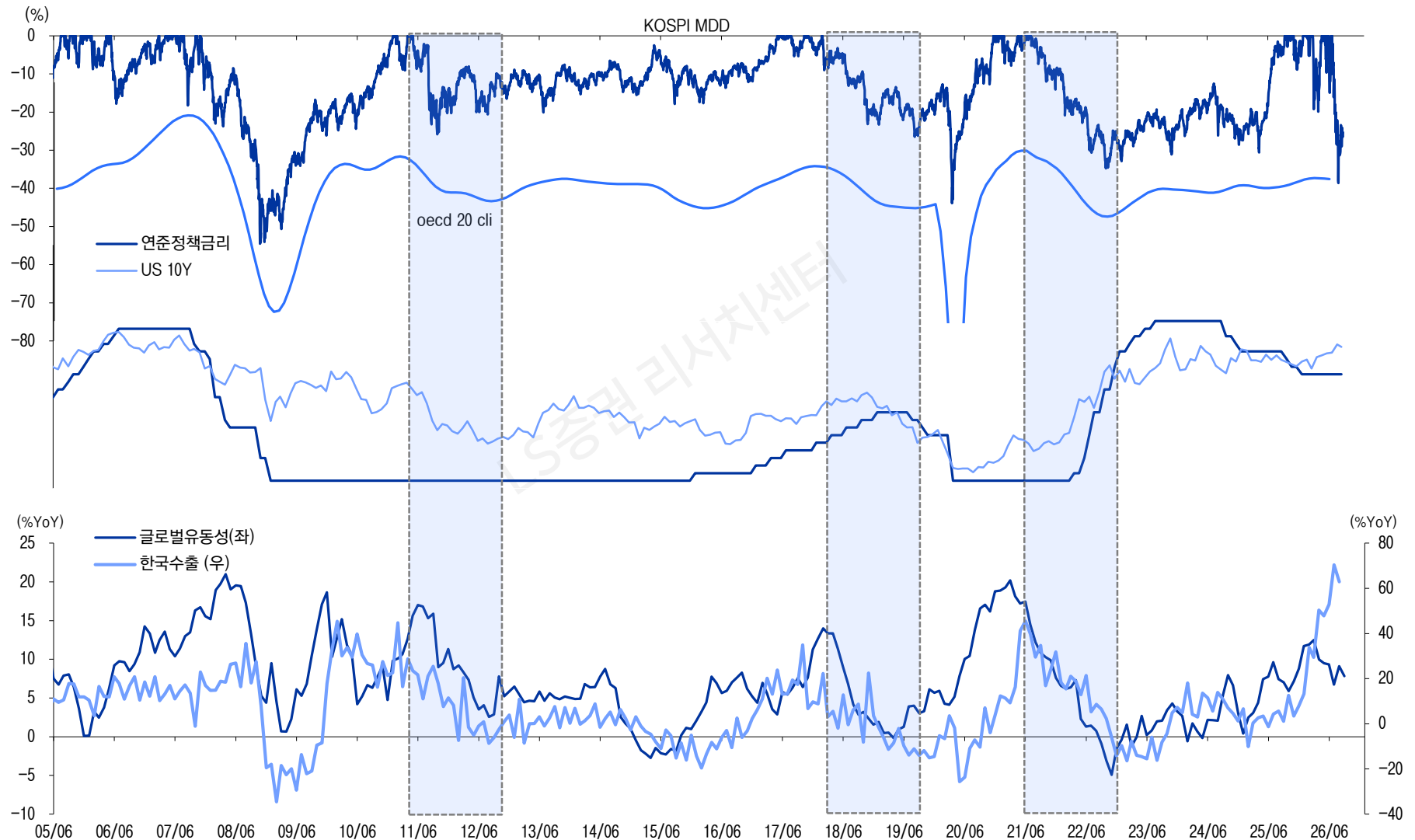
Part 1 -2 한국은 결국 시크리컬인가?

주요 사이클 국면 점검
시크리컬 vs. 신뢰자산

경제와 미 국채 괴리, 그 이후 주가흐름은?



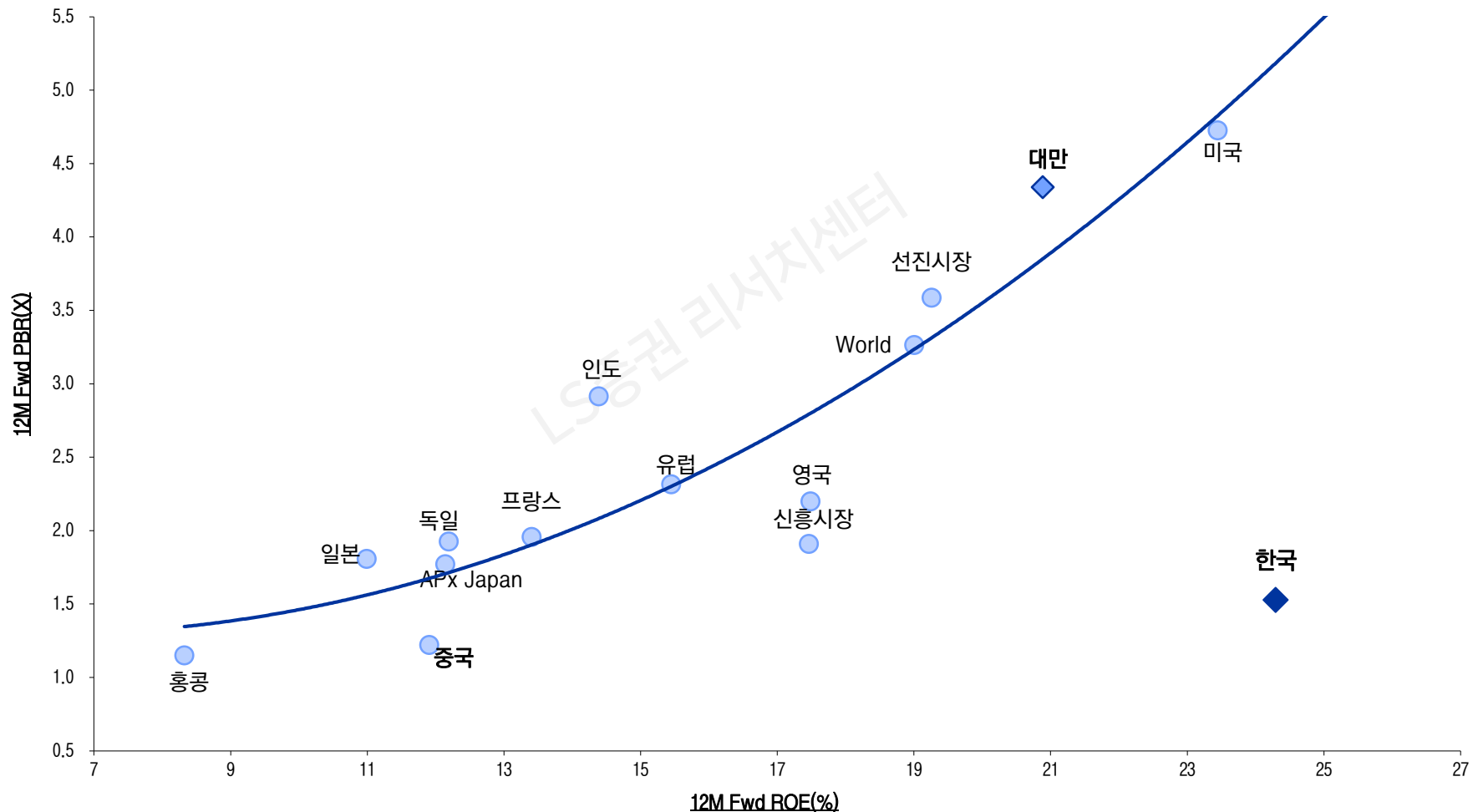
시크리컬의 압박 : V자 반등(ZIRP+수출/유동성 회복)보다 횡보장(H4L+수출/유동성 둔화)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

KOSPI는 왜 극단적으로 저평가인가? 왜 신뢰받지 못하나?

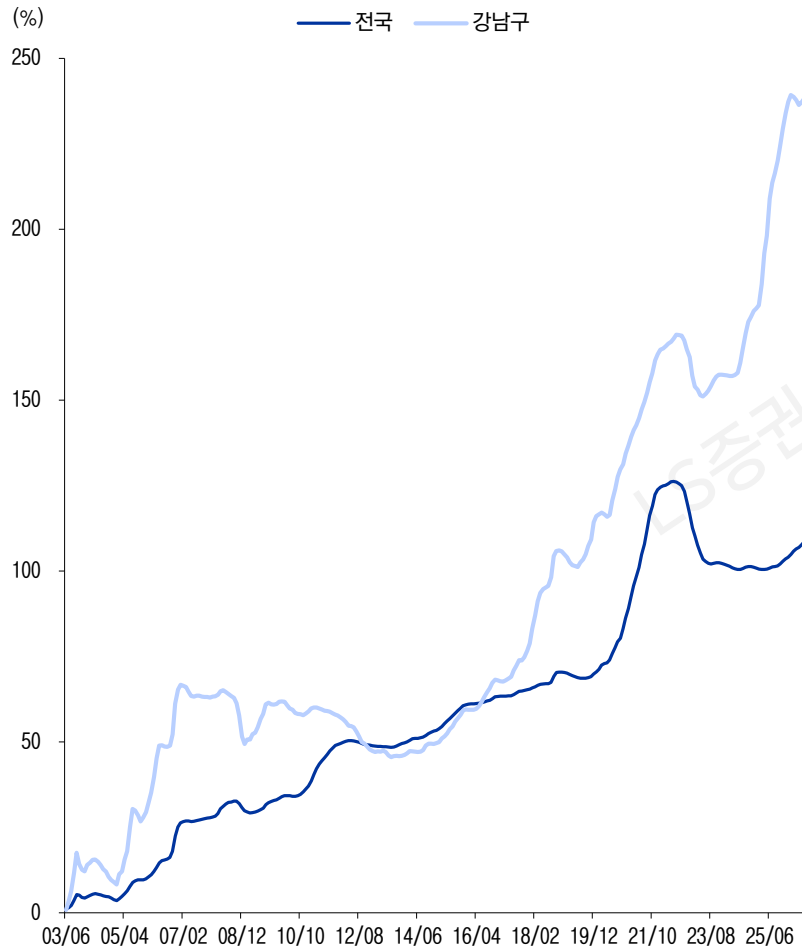
글로벌 주요 증시 ROE - PBR 산포도



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

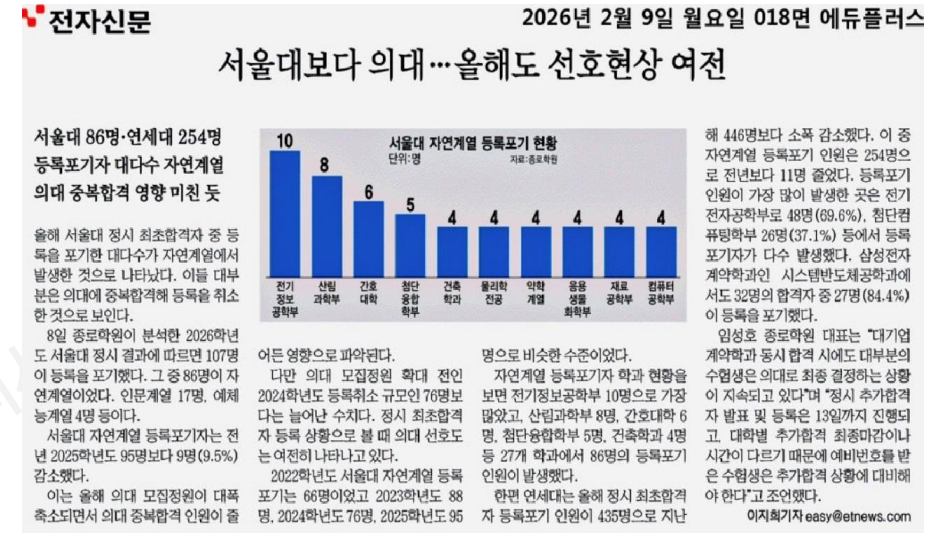
한국에서 믿을 수 있는 투자자산은?

(유형자산) 부동산, 그 중에서도 강남 부동산



자료: Bloomberg, 언론 보도, LS증권 리서치센터

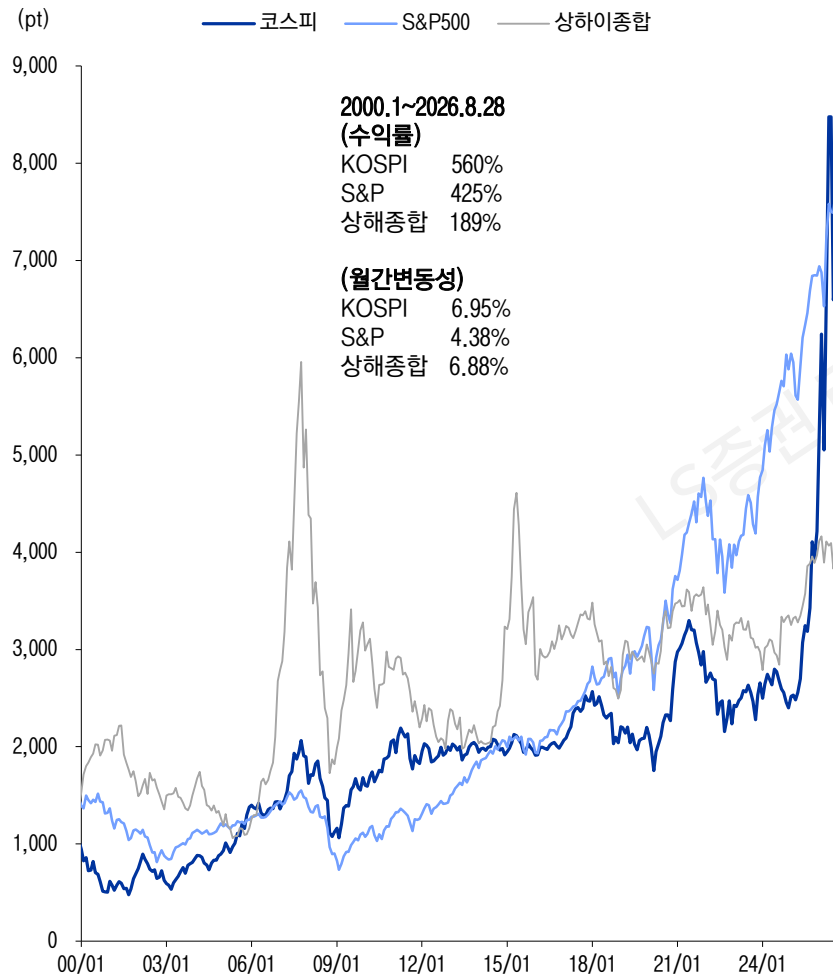
(현금흐름) 의사 면허증



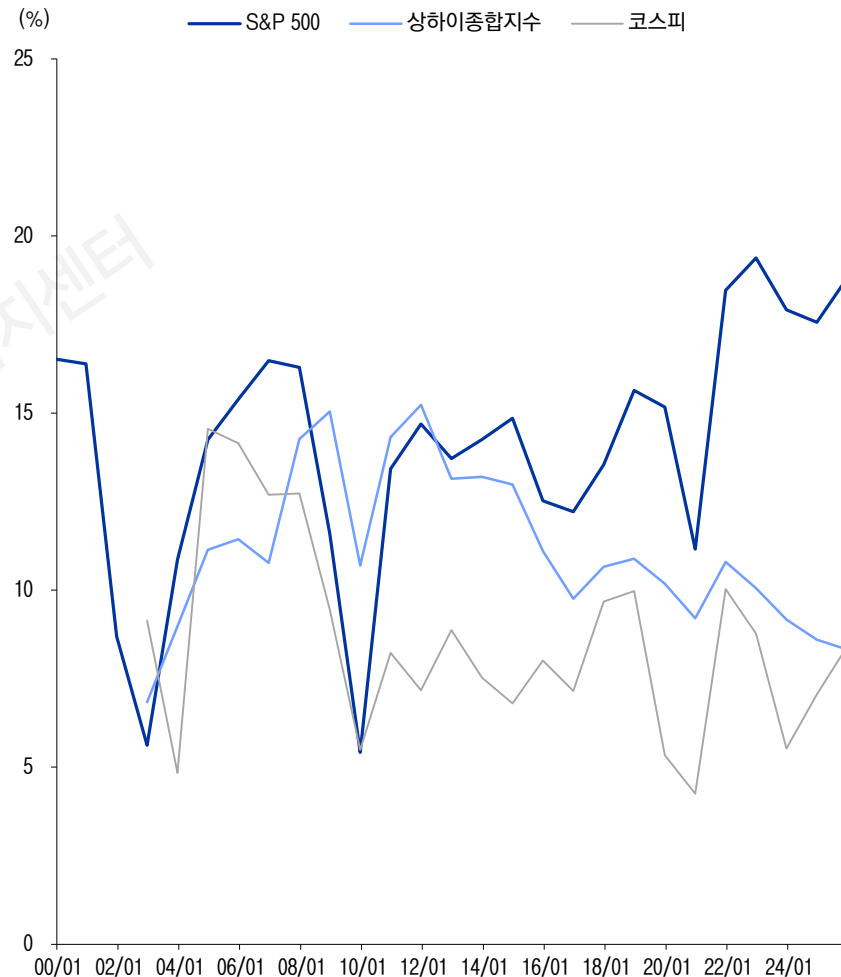
구분	2024학년도 N수생 비율
전국 39개 의대 전체 신입생	54.4%
전국 의대 정시 등록자	80.1%
서울대 의대 정시 등록자	66.7%
연세대 의대 정시 등록자	74.5%
가톨릭대 의대 정시 등록자	67.6%
울산대 의대 정시 등록자	100.0%

주식시장에선? 미국, 한국, 중국 중 택하라면?

(대표지수) 변동성 대비 수익률 (S&P > KOSPI)

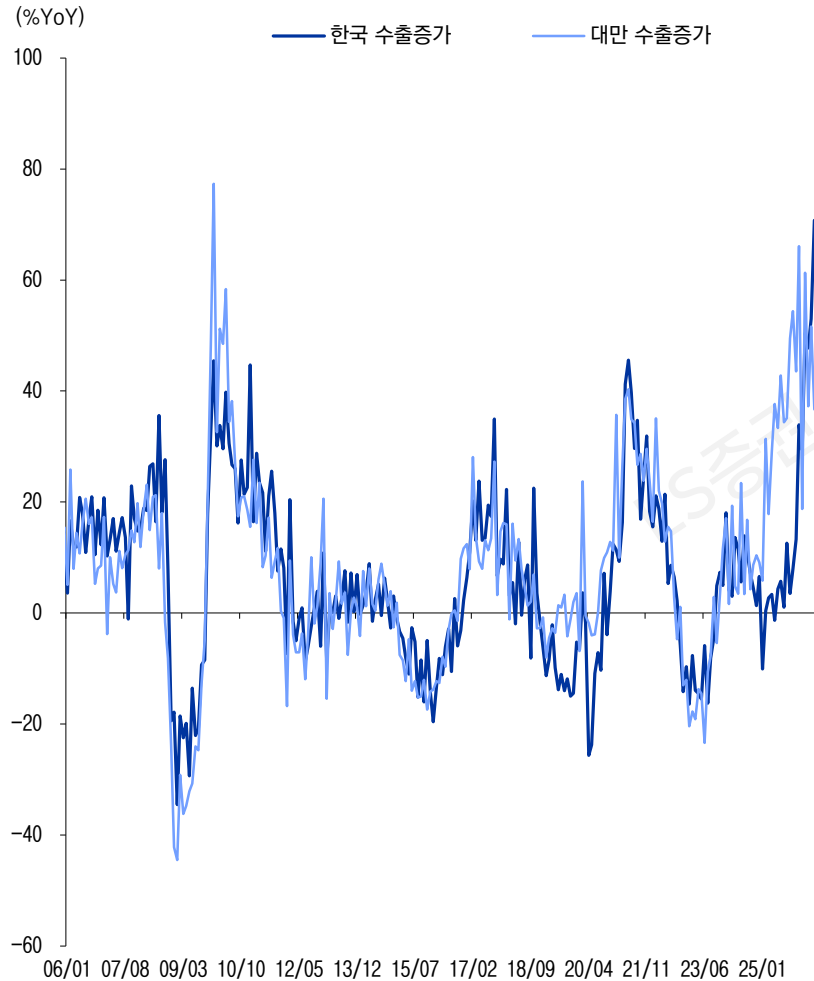


(ROE) 한국과 중국보다 높고 안정적 이익창출능력(+주주환원)



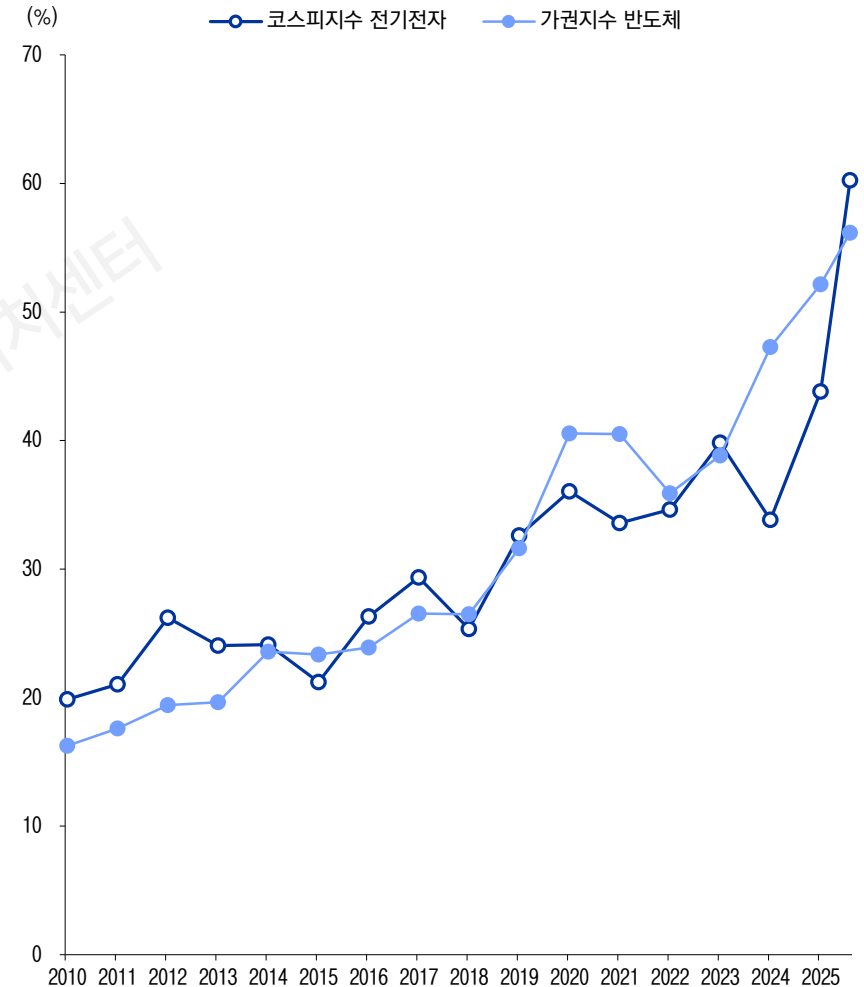
일부 업종 쏠림에 의한 것인가?

한국과 대만, 수출에 민감한 시장



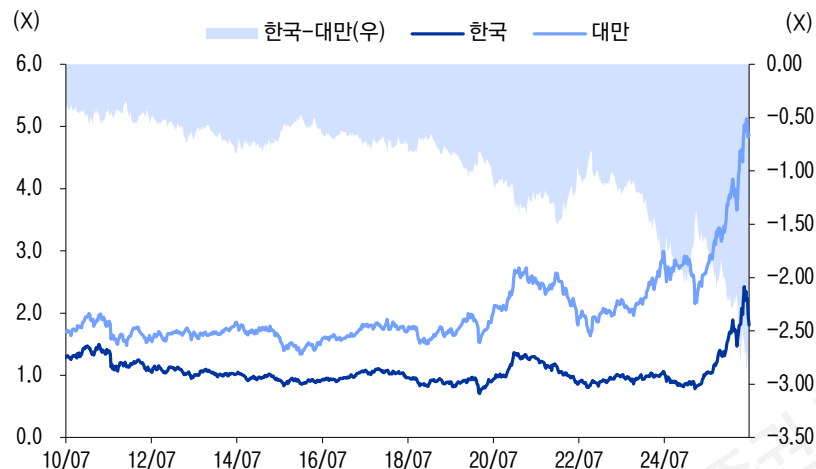
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

한국 및 대만 증시에서 최대 비중을 차지하는 반도체(전기전자)

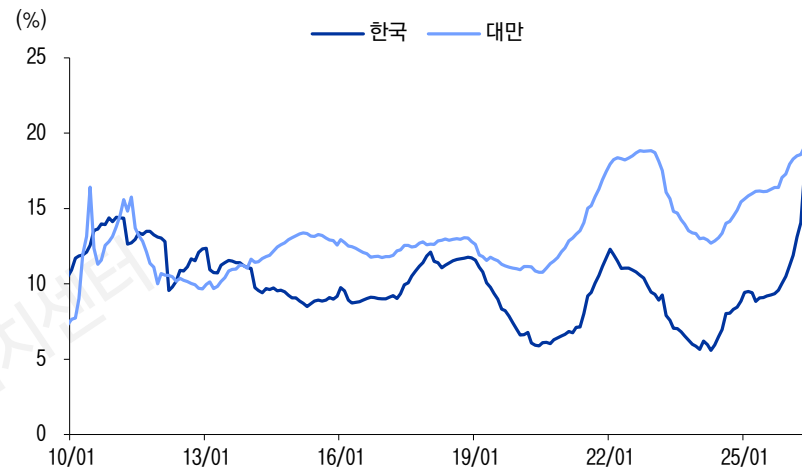


ROE를 높게 유지하는 능력을 보여줘야 함

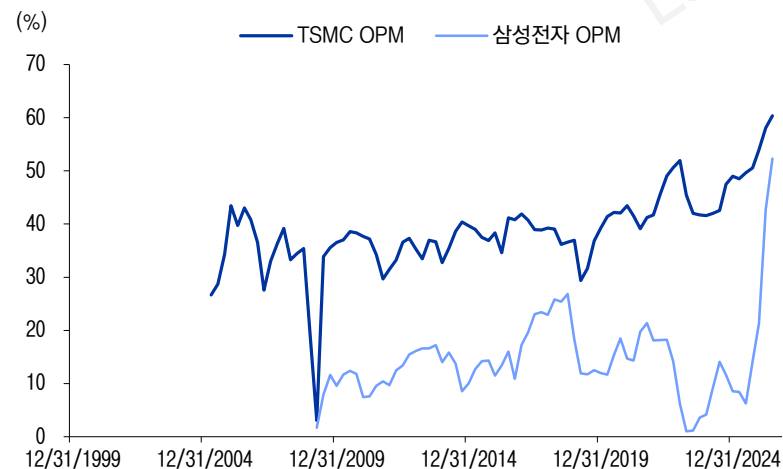
한국-대만 PBR 격차



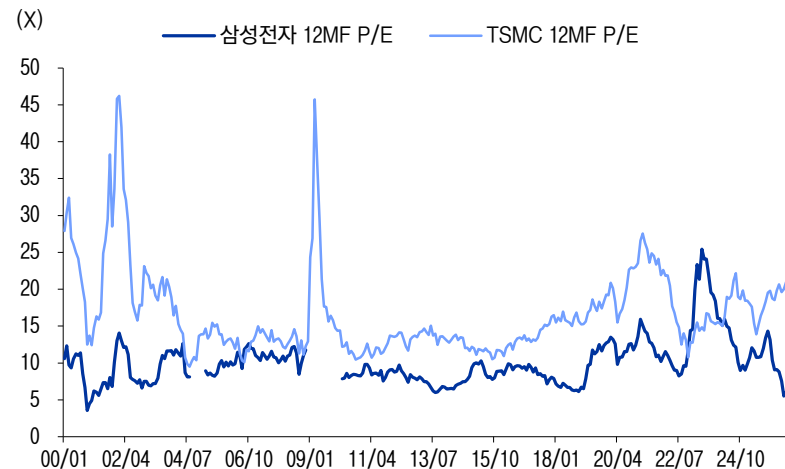
한국 vs 대만 ROE 추이



TSMC 이익률에 근접했으나



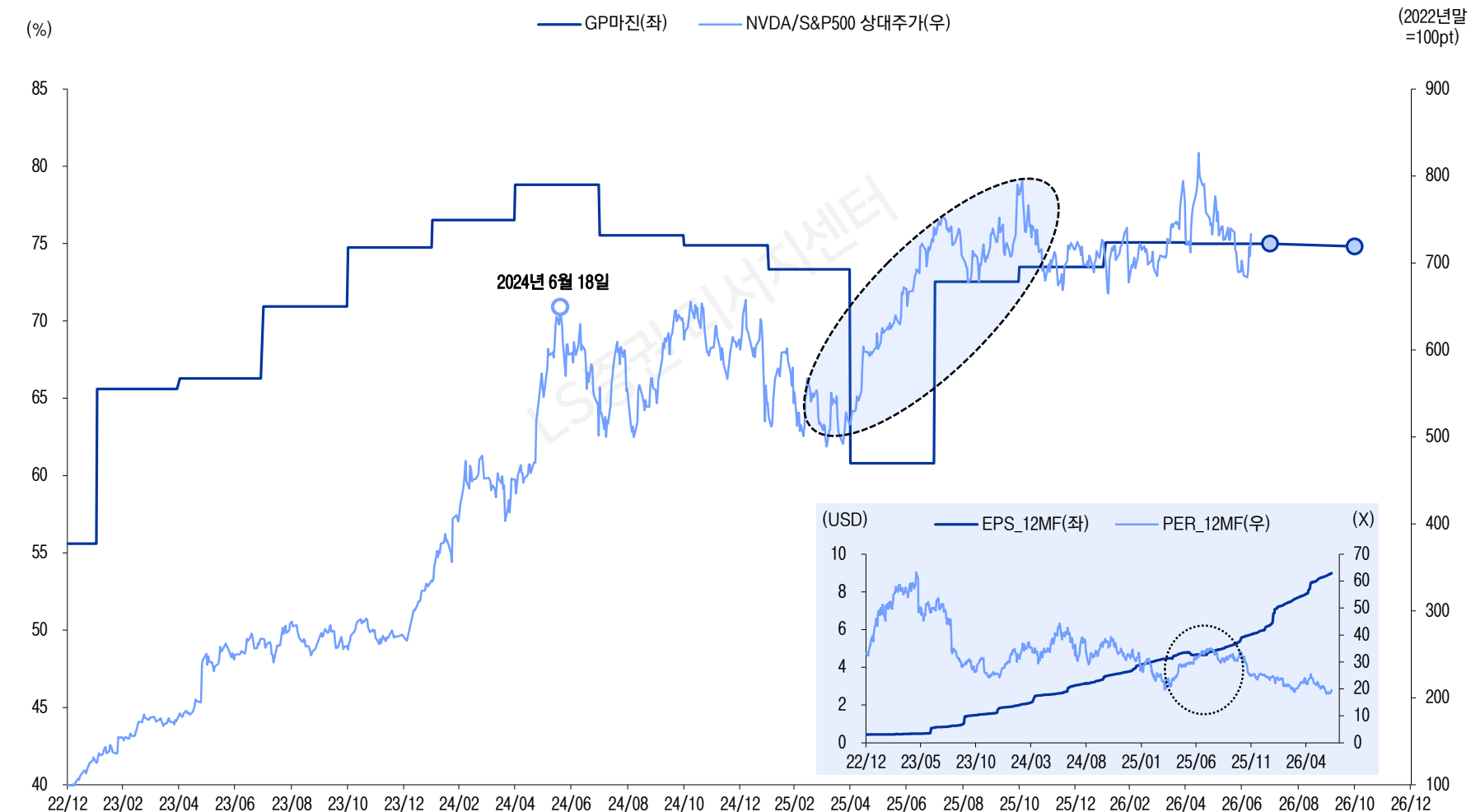
PER을 높게 부여 못하는 이유 : 지속성



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

엔비디아 사례에서 본다면? 이익률 안정화 필요

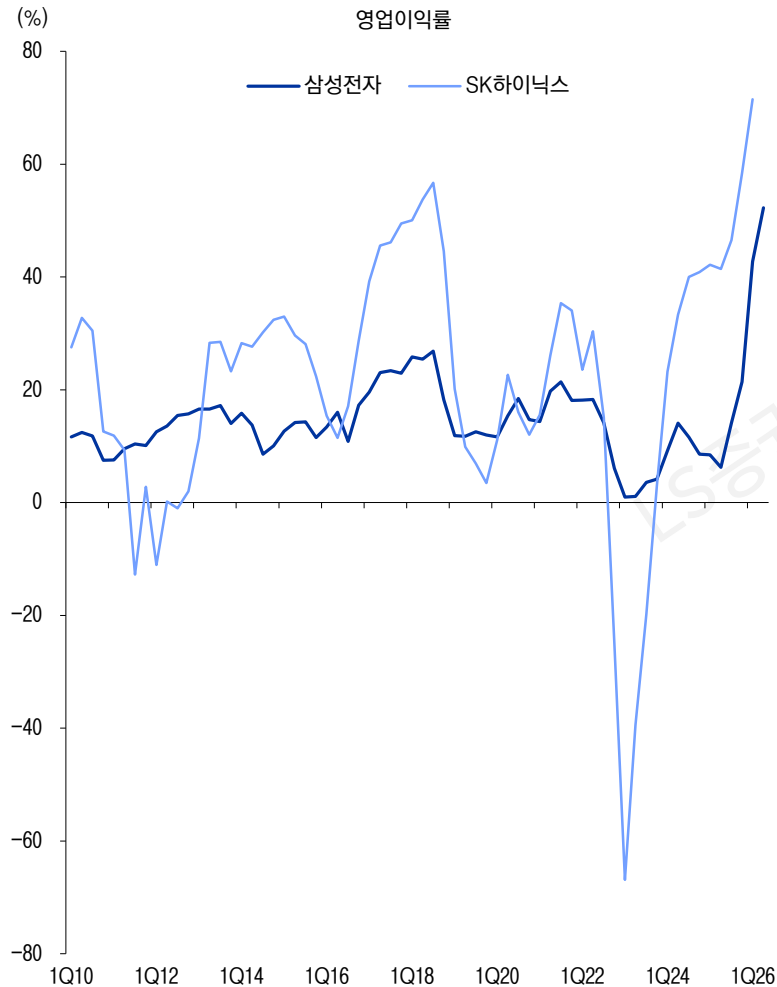
NVIDIA의 GP 마진과 S&P500 대비 상대지수



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

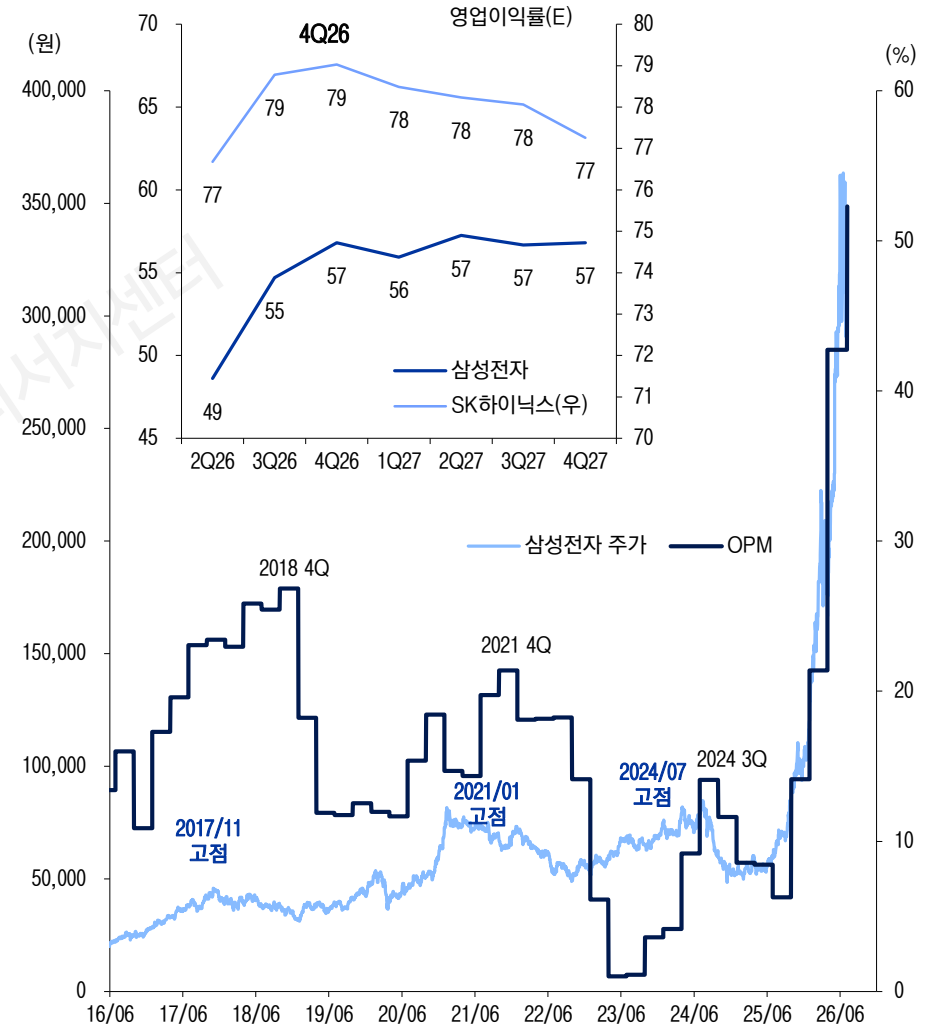
주장 보다 실제를 보여줘야 함

불과 3년 전, P의 하락이 적자로 이어졌던 SK하이닉스



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

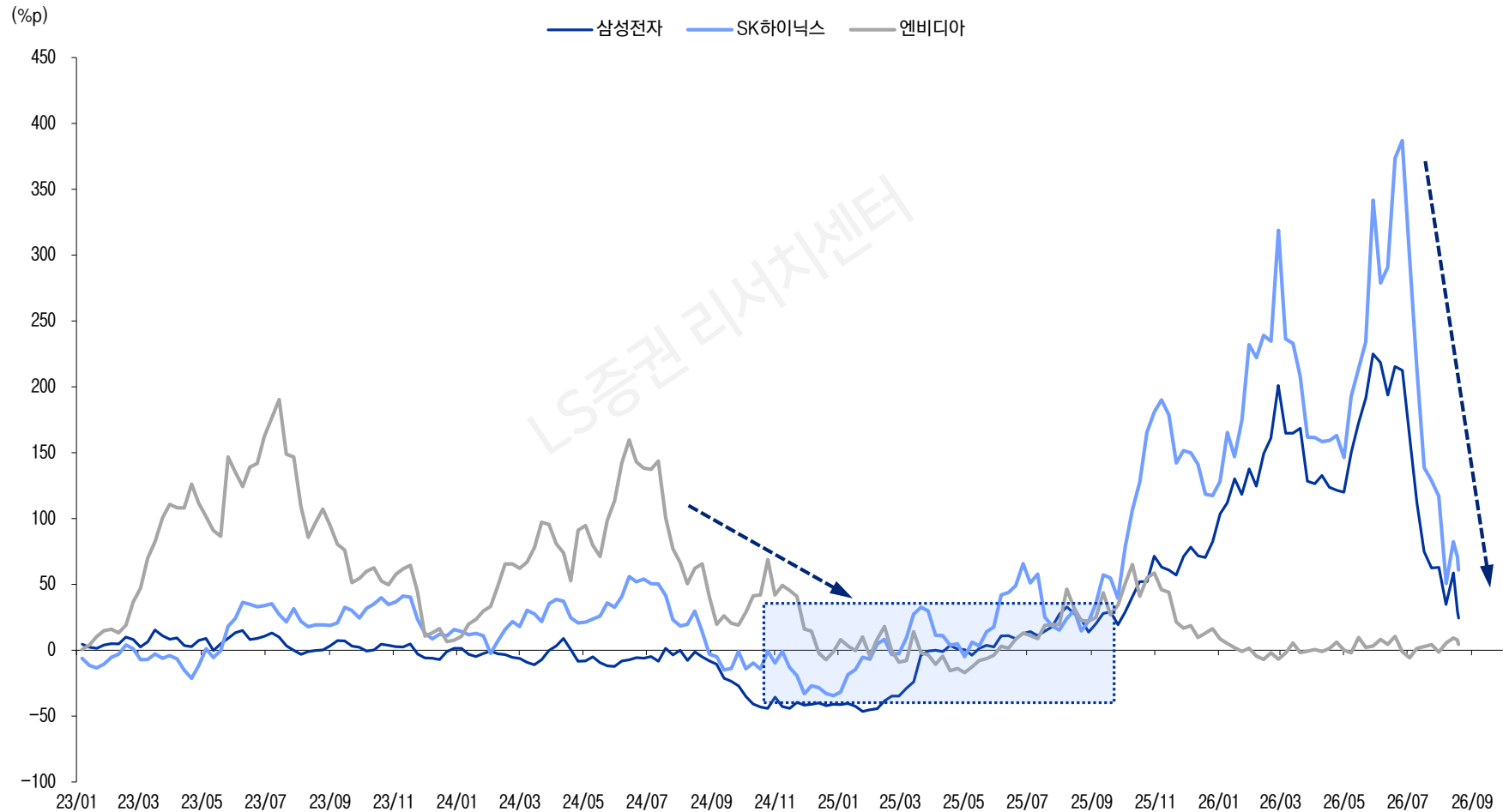
마진과 주가



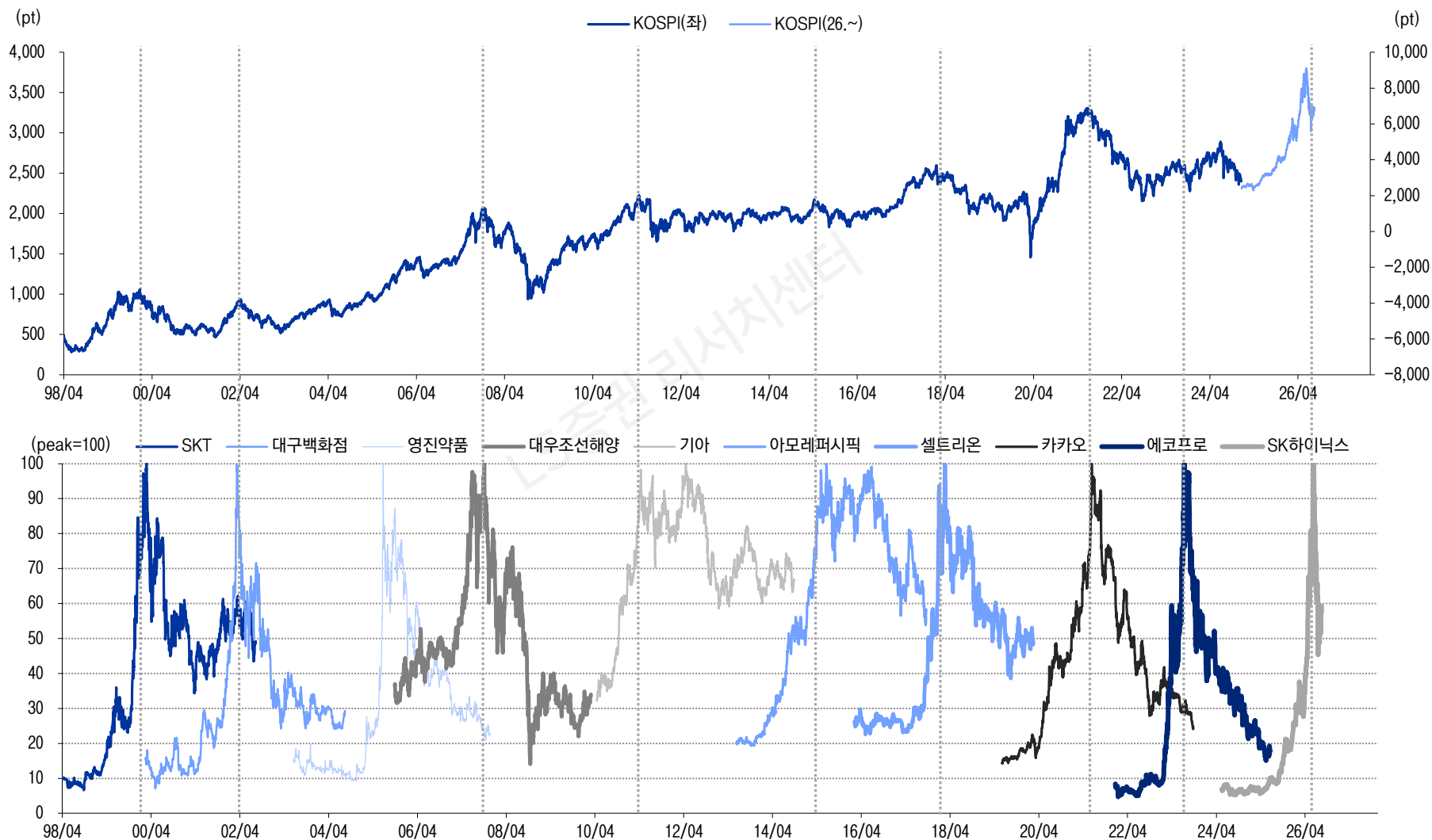
LS Securities Research

앞서간 쇼티지 주인공의 행보, 다음 주인공은 누구?

엔비디아, 삼성전자, SK하이닉스 벤치마크(S&P500) 초과 수익률(6M 수익률 기준)



주도주의 전철을 따라갈 것인가?



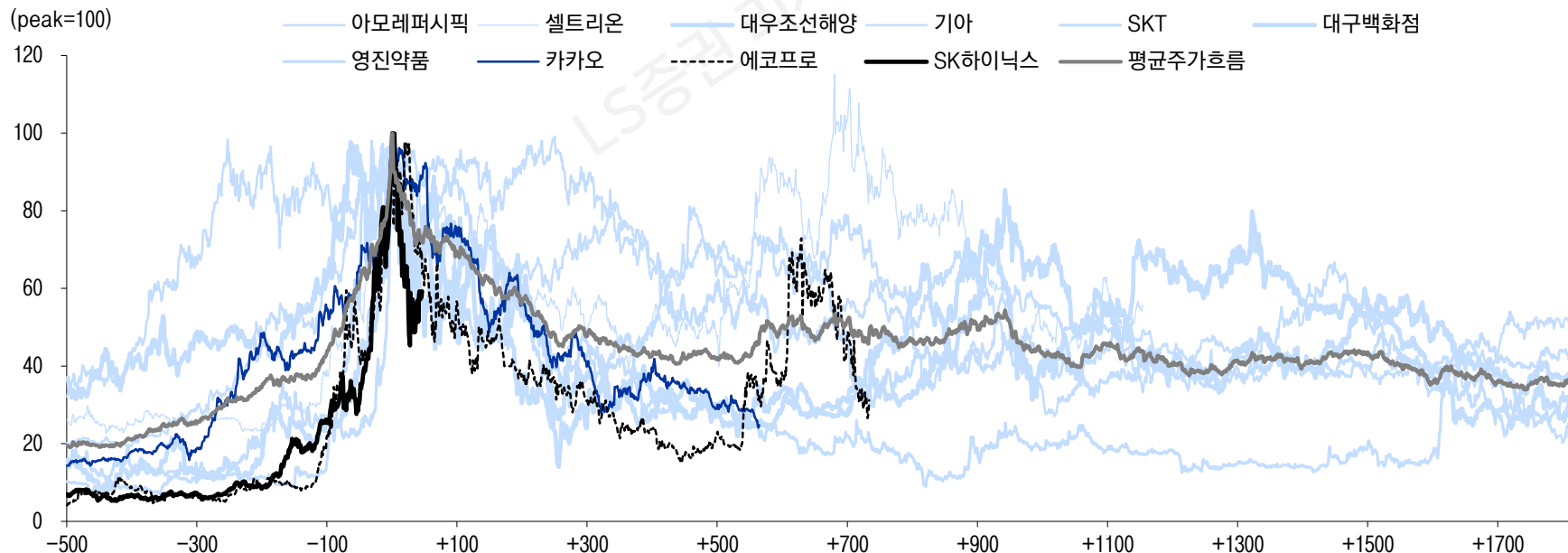
자료: Bloomberg, Quantiwise, LS증권 리서치센터

화려함과 폭발, 그리고 상처 (feat. 수급의 압박)

● 과도함은 상처를 남긴다

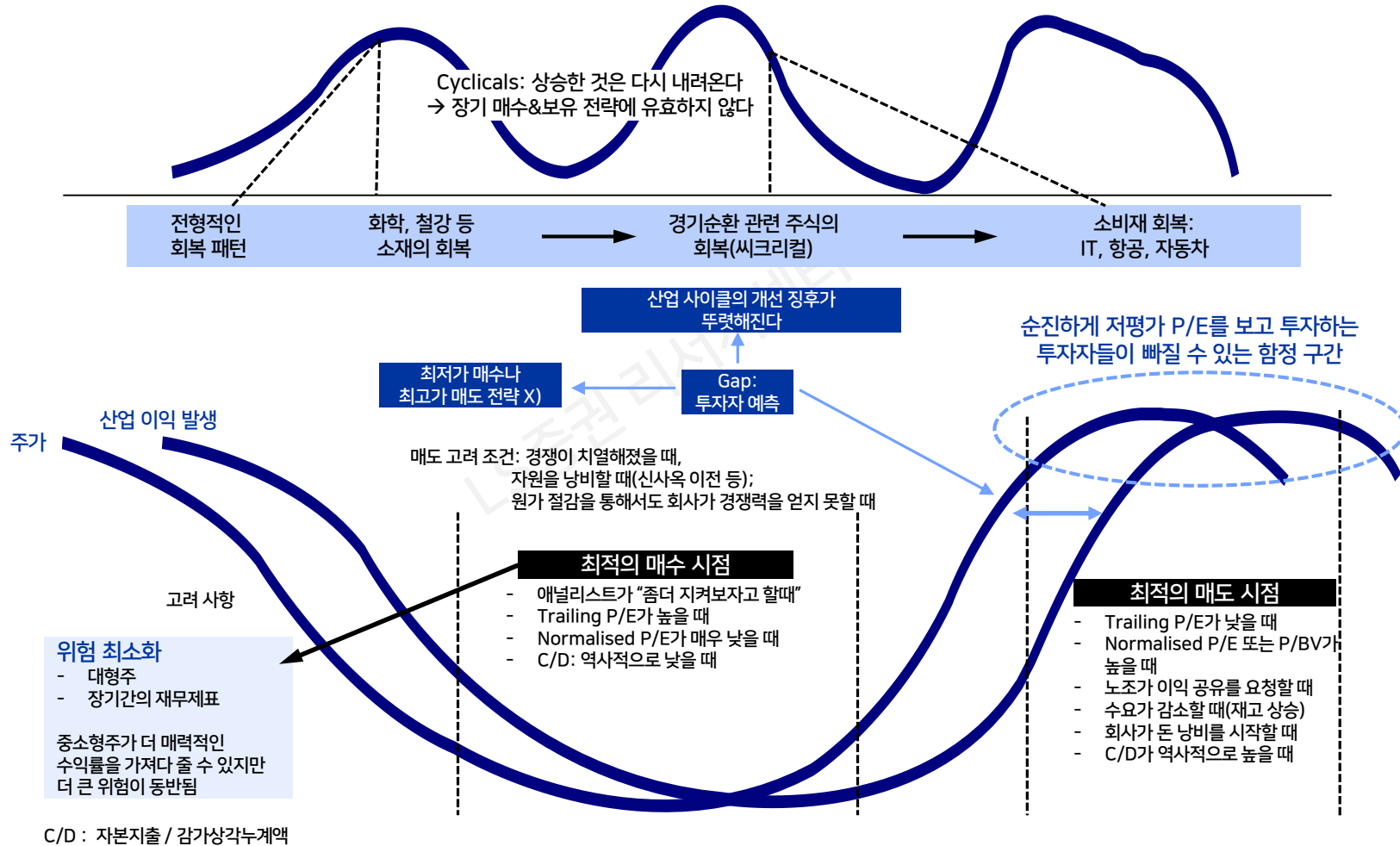
- 증시에서의 퇴장. 반복적으로 이어져오는 급등락의 역사. 개별 업종에 대한 흐름으로 축소할 수도 있으나, 경기와 시장흐름에 맞춰 보면 개인투자자들의 역할 변화(급등주체 세력 → 매물압박 세력)를 추적할 수 있음
- SKT에서 2차전지까지... 너무 단기에 수급의 쏠림 현상과 과도한 주가 상승은 아주 오랜 시간에 걸친 주가 하락을 감내해야만 했음. 2015년의 아모레퍼시픽, 2018년의 셀트리온, 팬데믹 시기의 카카오 등 과거를 더 거슬러 2000년 이후 우리 증시에서 화려한 주인공들, 반복되는 주식과 심리의 쏠림을 그대로 보여줌

시장 주도주 그리고 오랜 기간의 자금의 잠김



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

시크리컬 투자



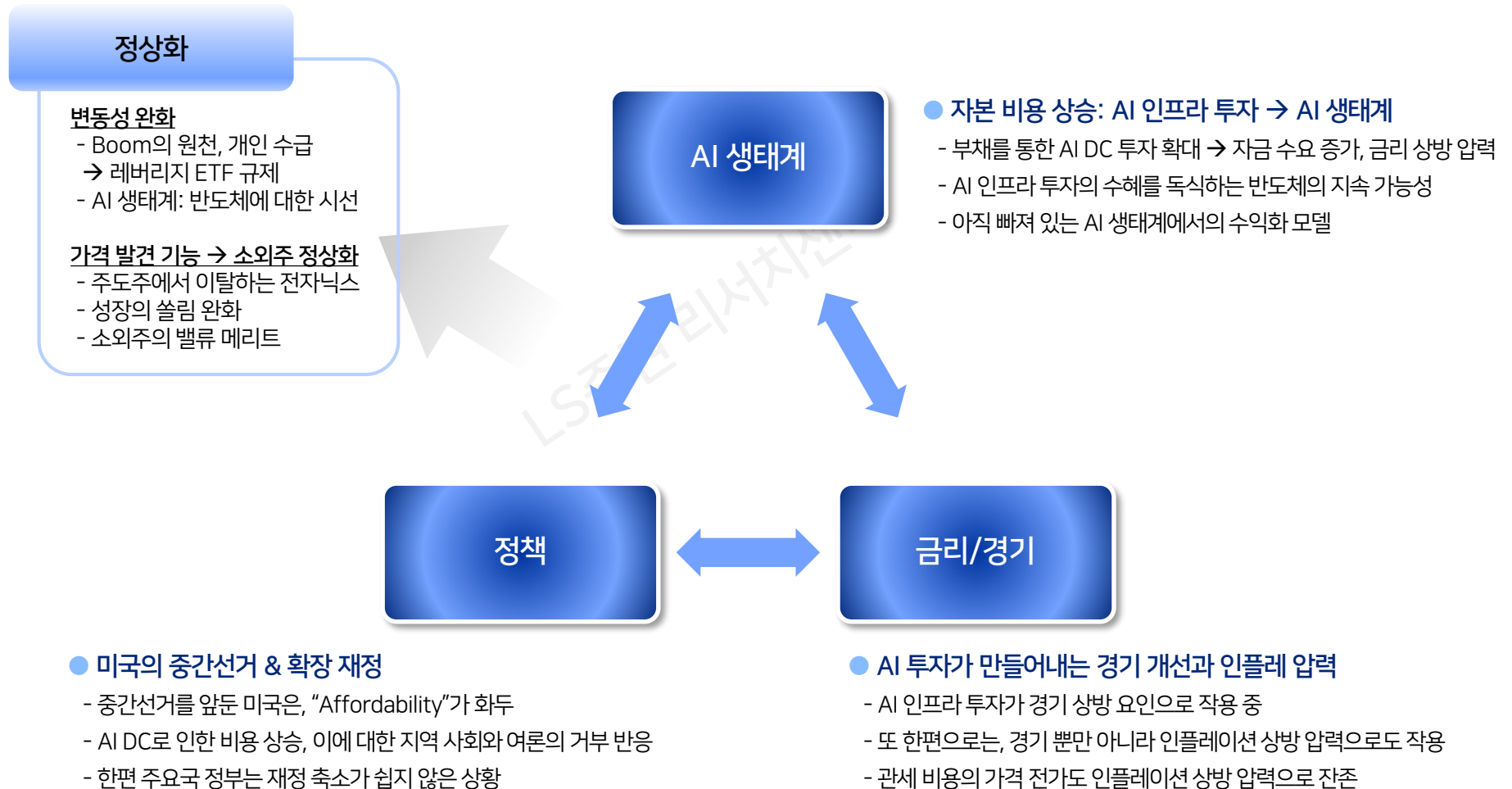
Part II

핵심 키워드는 정상화

변동선 완화와 순환매

- 물고 물리는 환경이 만들어 내는 정상화
- LS 업종 View: AI 생태계 + 고금리 환경
- 지수 상단이 제약된 환경에서의 수급 취약성
- 반도체와 수급: 닉스보다는 전자, 실적 불확실성
- 자동차와 로봇 테마: 금리가 변수, 시작은 공급망부터
- 추가 알파 아이디어: 실적과 주주환원

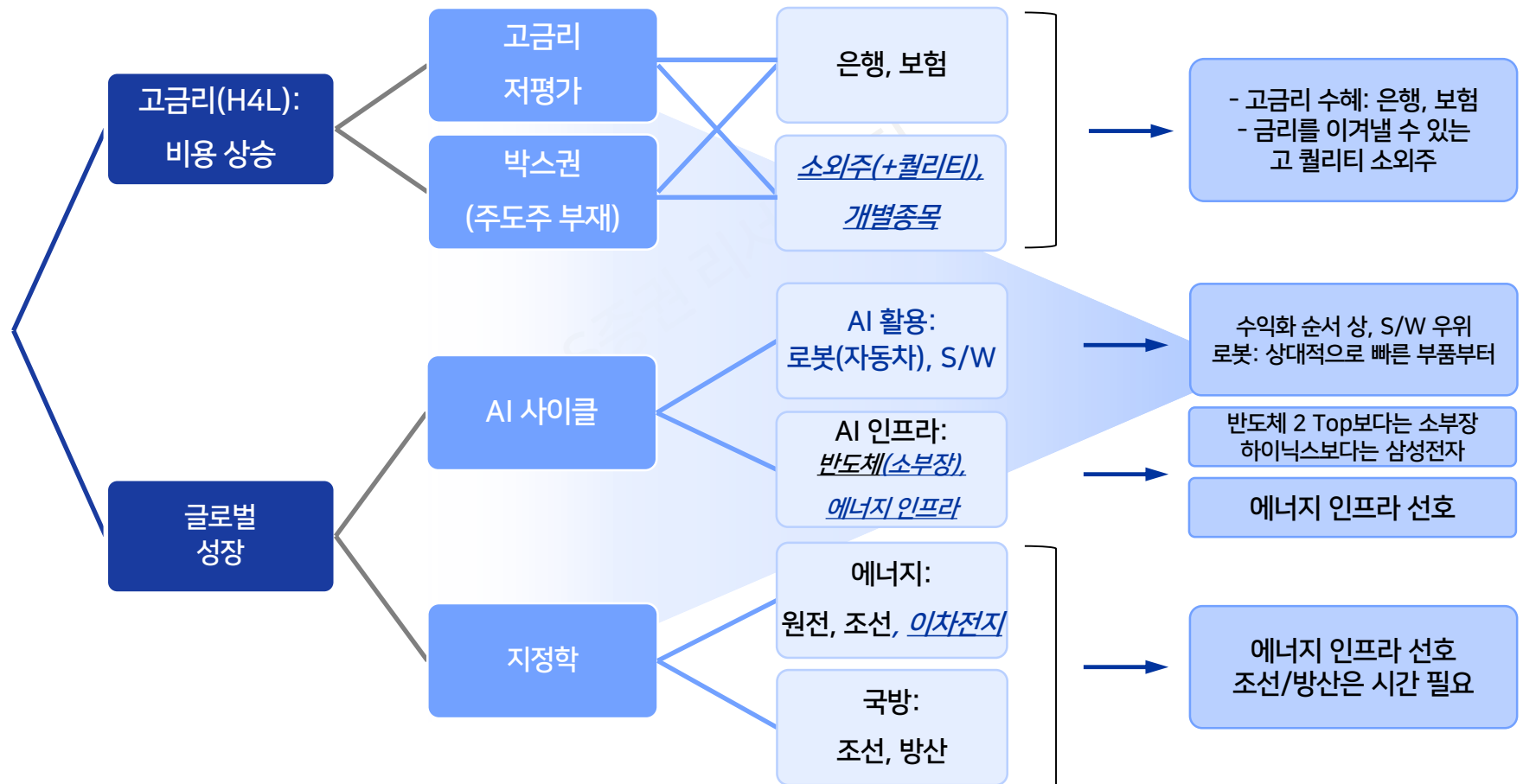
정상화 구간: AI 변수 소화 과정, 변동성 완화와 순환매



업종 View: 지수 상방 압력 완화로 순환매

● 당사는 반도체의 박스권 흐름 하에, 순환매 전망. 사이즈 감안 시 반도체가 쉬면 움직일 업종과 종목은 상당 수 확대될 것

- AI 관련 선호 업종에서는 IT S/W, 에너지 인프라(건설, 전력기계, 원전), 소부장 선호
- 고금리 장기화에 순응 혹은 대응하는 은행, 보험, 그리고 퀄리티를 갖춘 소외주 등



Part II-1 박스권과 순환매

KOSPI 7,500 ~ 5,200
상단을 막는 매크로와, 수급 취약성

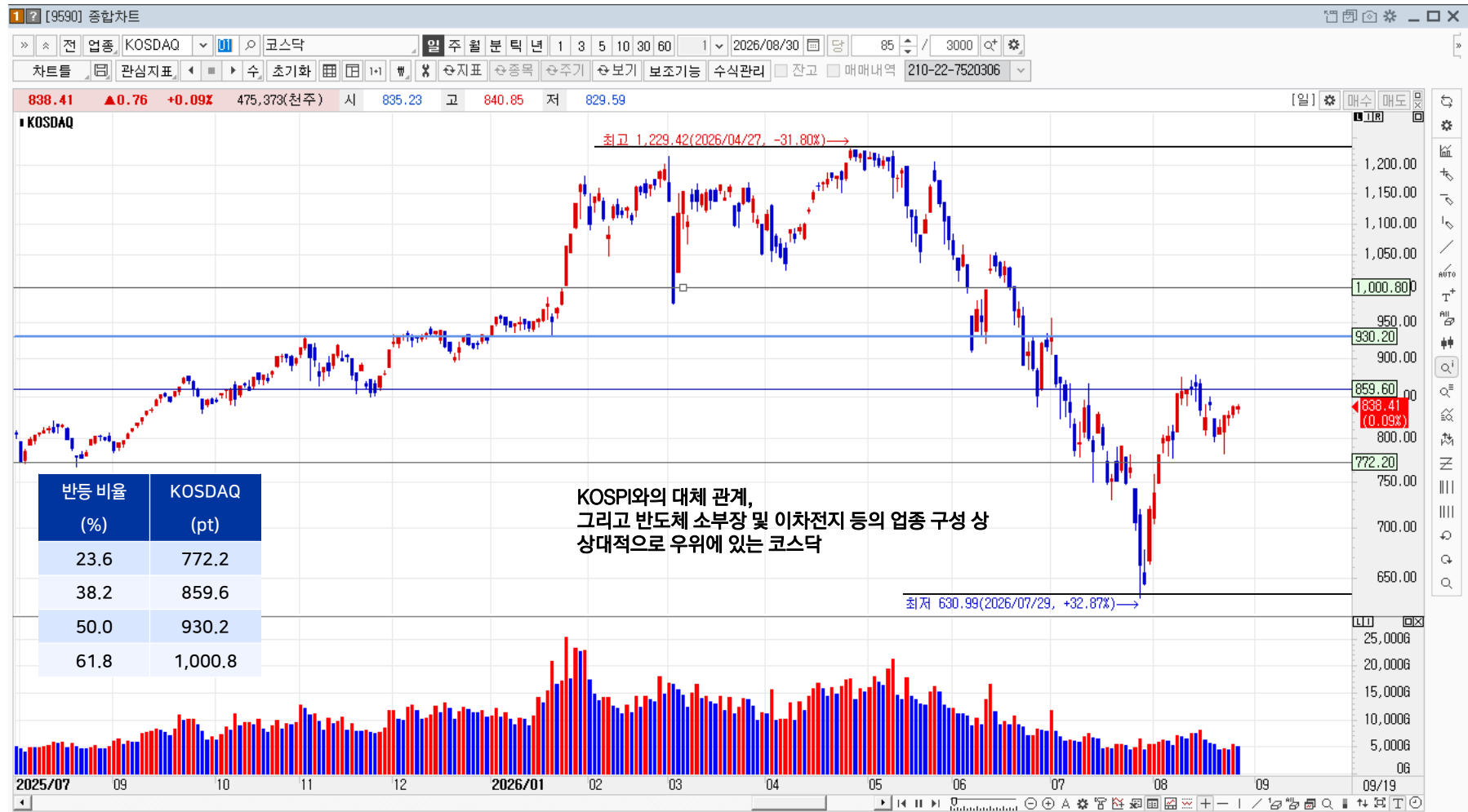
KOSPI 밴드는 7,500 ~ 5,200pt로 제시

KOSPI 지수 추이와 피보나치 반등 레벨



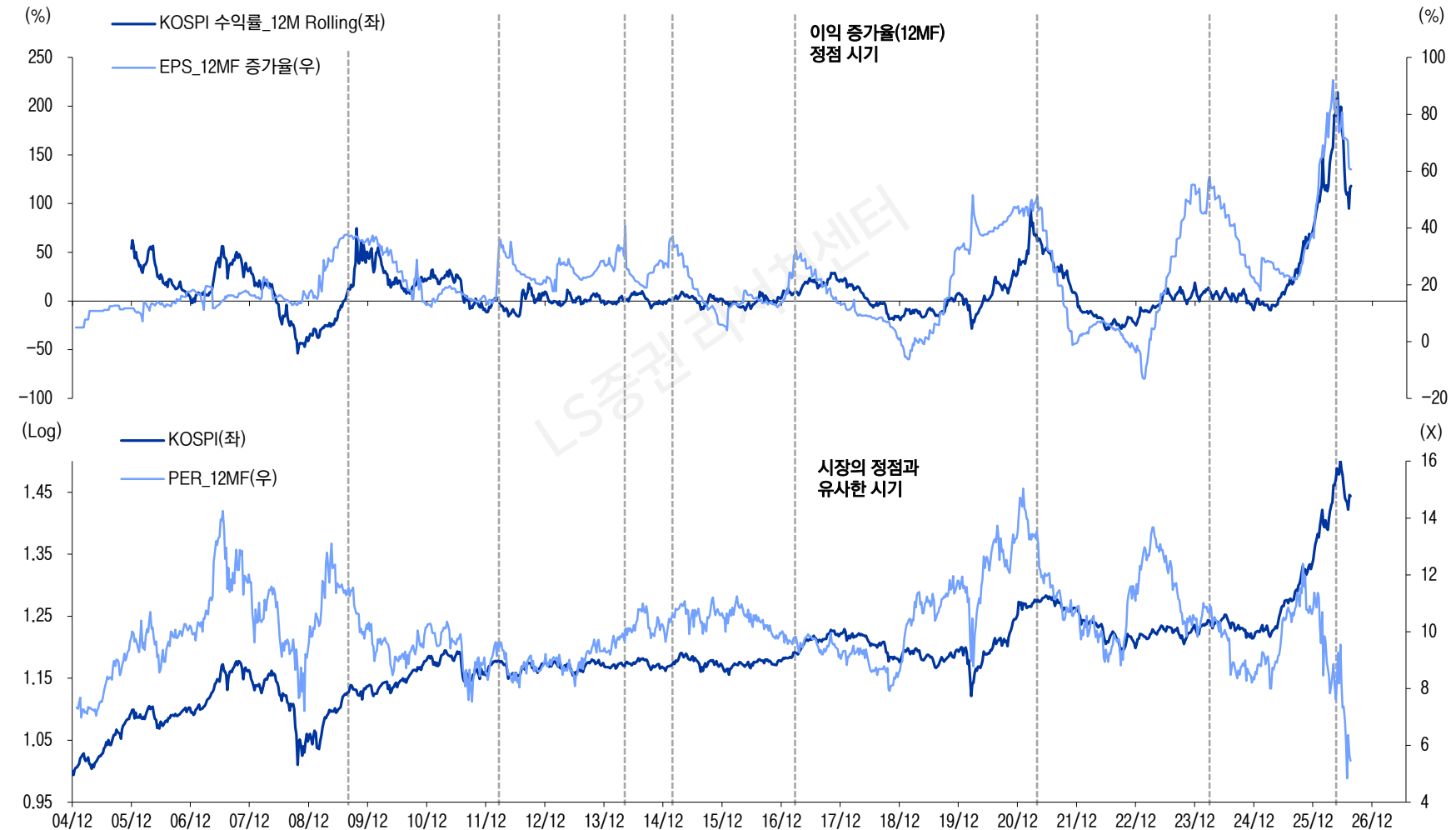
KOSDAQ 밴드는 930 ~ 770pt로 제시

KOSDAQ 지수 추이와 피보나치 반등 레벨



이익 증가율의 정점 통과 이후의 시장, 당분간 박스권 전망

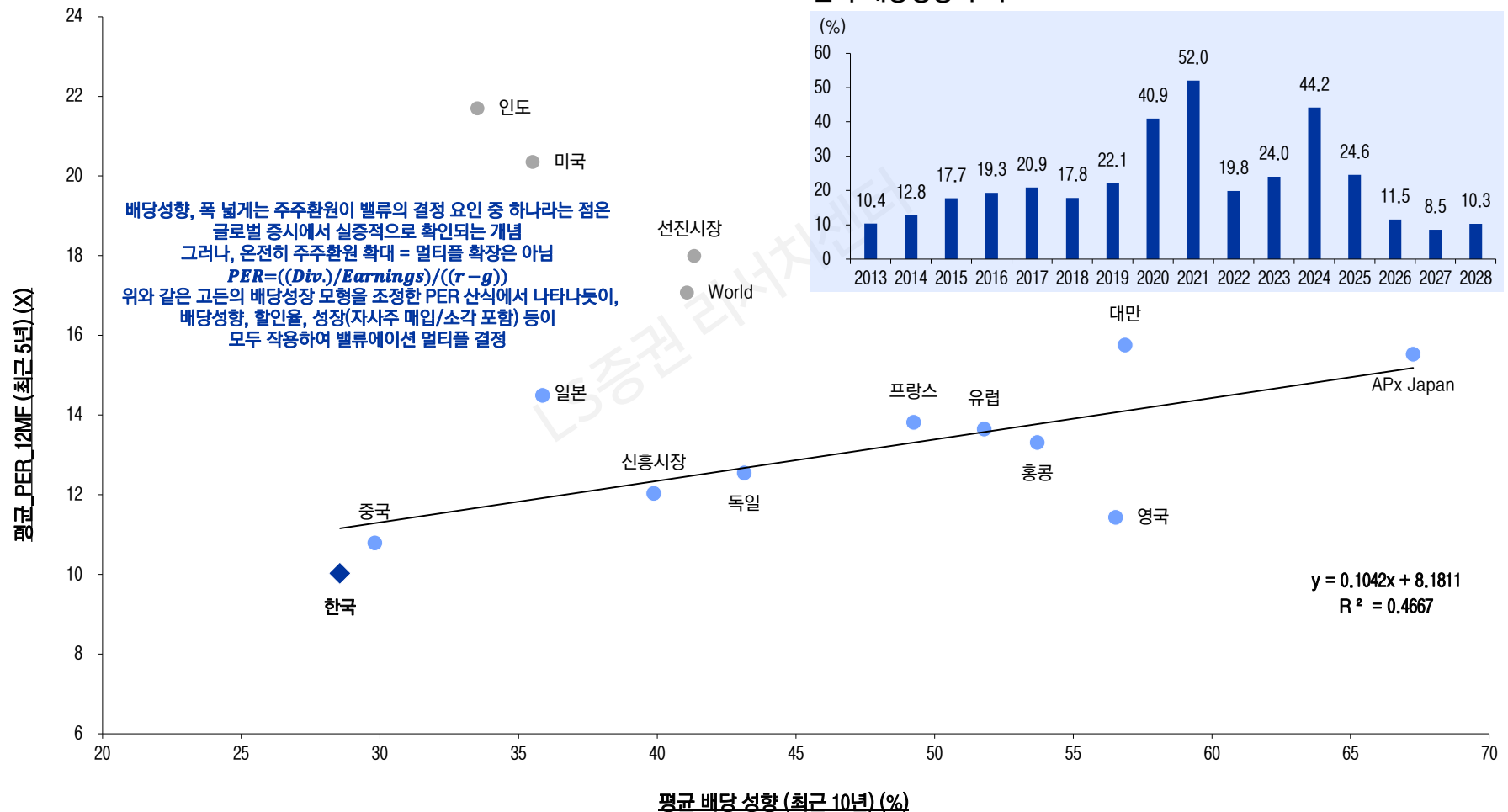
KOSPI 이익 증가율(12MF)과 주가, PER(12MF)



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

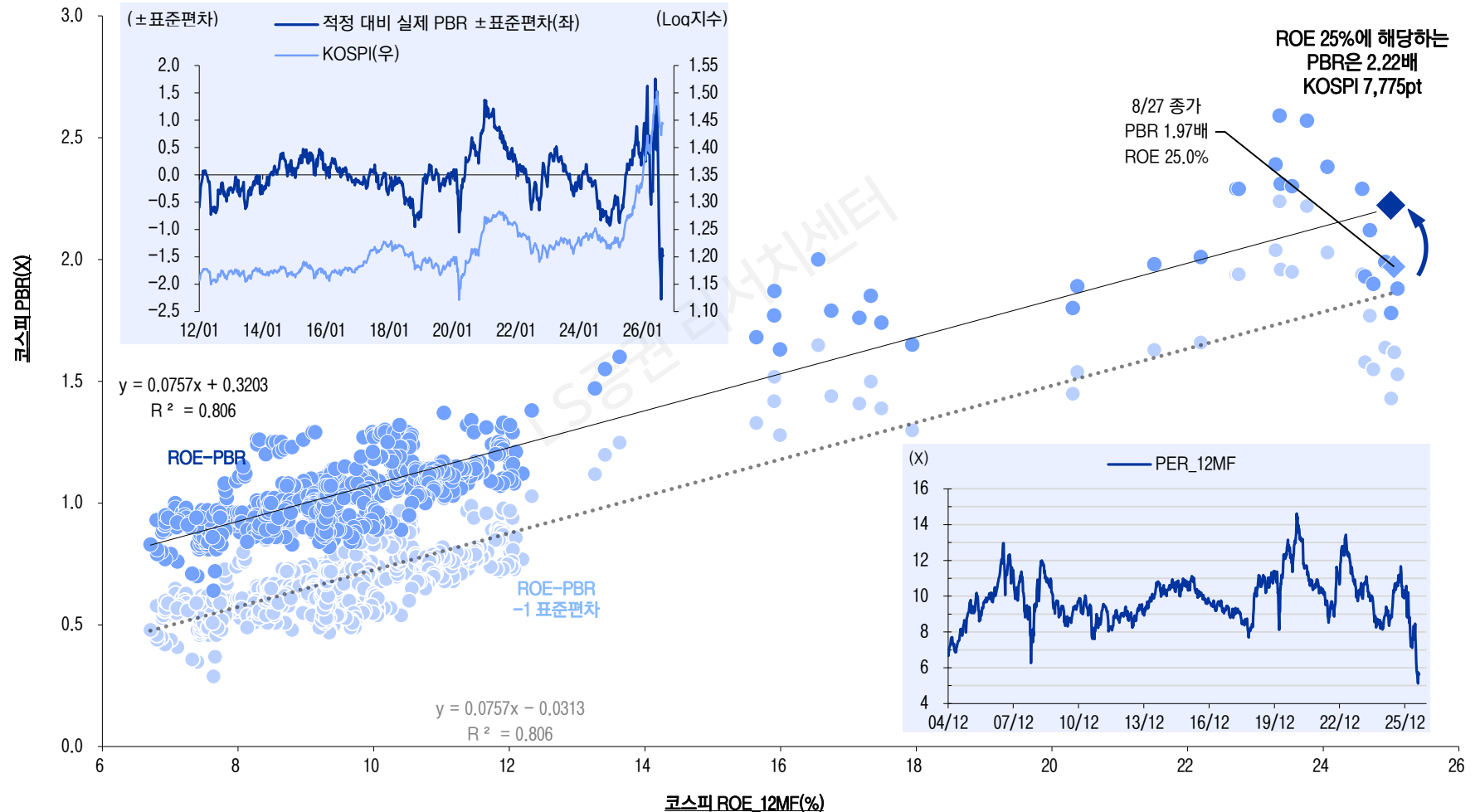
주주환원은 멀티플 결정의 전부가 아닌, 변수 중 하나

글로벌 주요 증시 배당성향 - PER 산포도



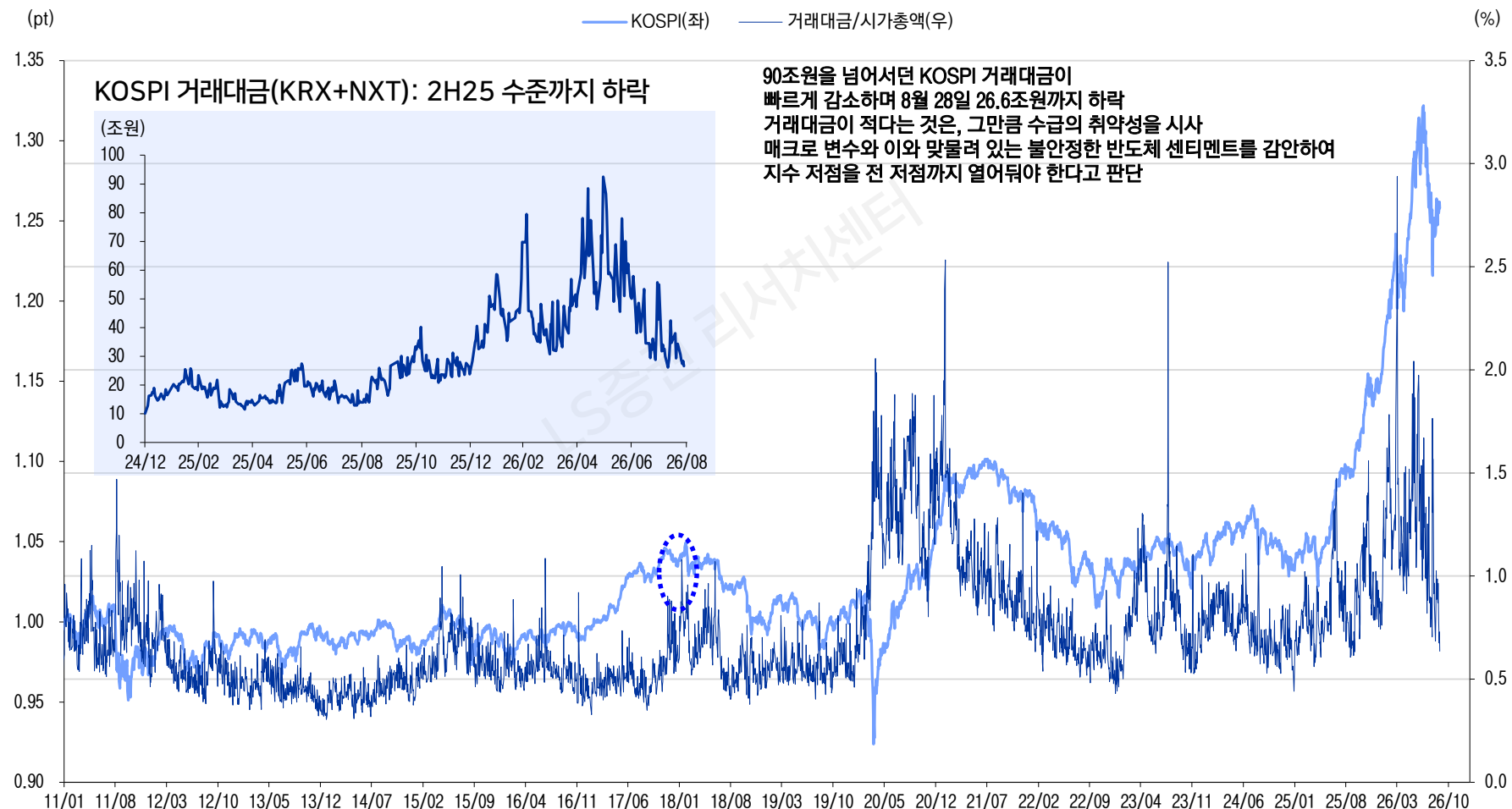
단순 밸류가 아닌, 이익 대비 밸류 관점 접근

KOSPI ROE_12MF - PBR_FQ0 산포도와 PBR -1 표준편차 레벨. 그리고 적정 PBR(회귀선과의 거리)



수급적 취약성으로, 전자점 테스트 가능성

KOSPI와 회전율(거래대금/시가총액): 가파르게 증가한 거래대금이, 더 빠르게 식어가고 있는 시장

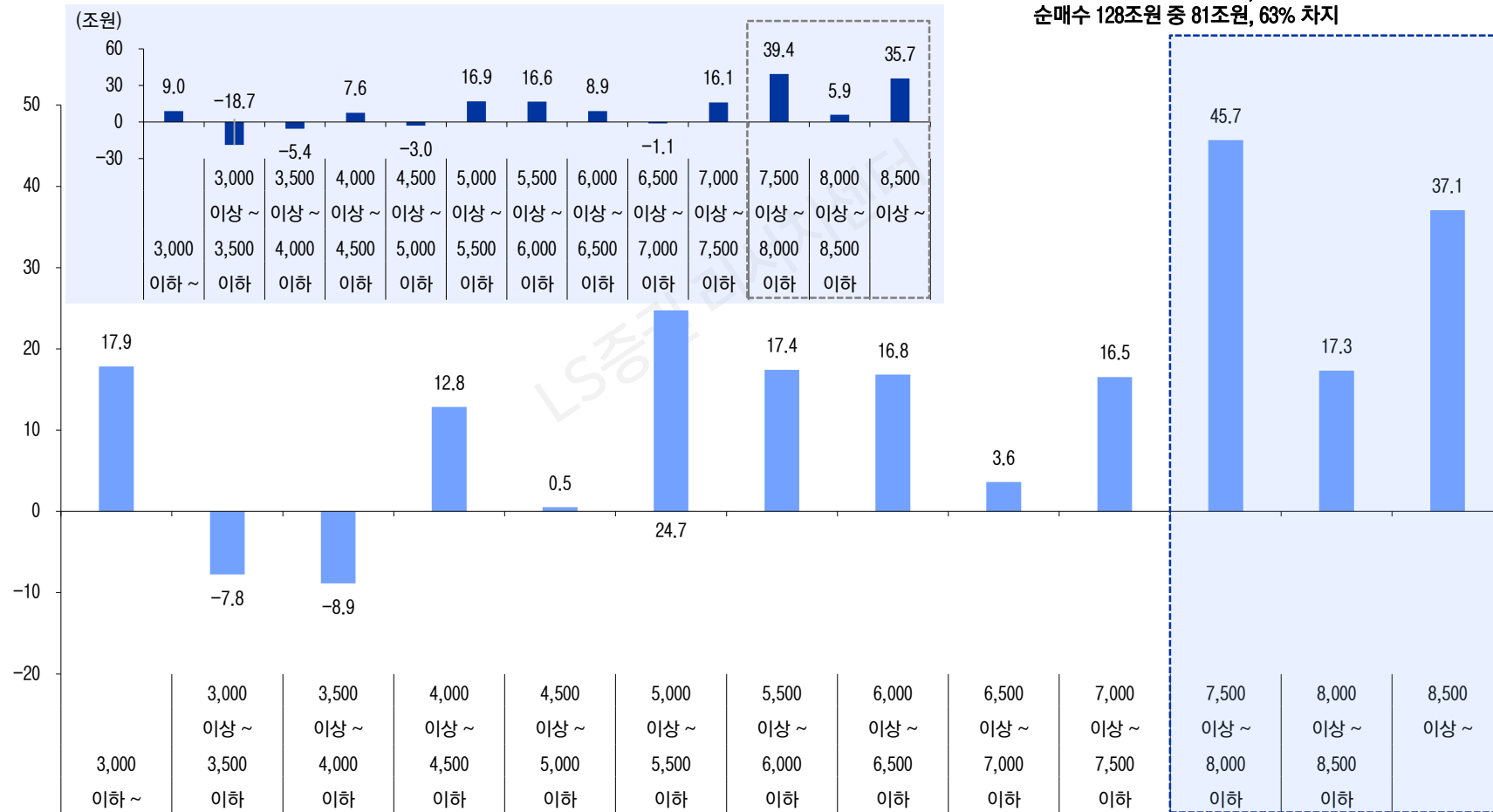


개인 매물대도 7,500pt 이상 레벨에 집중

KOSPI 구간 별 개인 매물대: 주식 순매수(KRX+NXT) + ETF 순매수 + 펀드 가입 총합

(조원) KOSPI 구간 별 개인 매물대: 주식 순매수(KRX + NXT 포함)

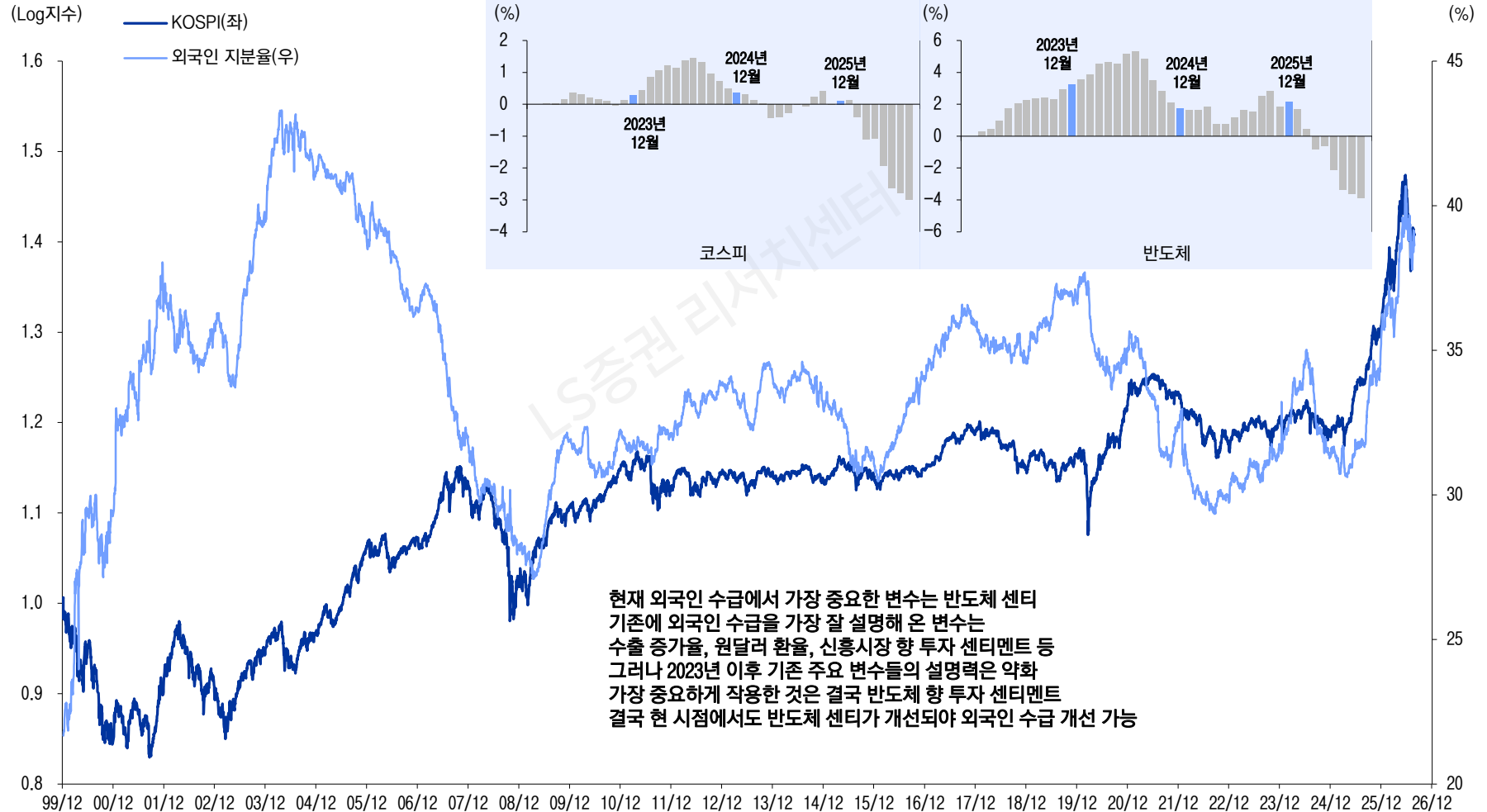
KOSPI 7,500pt 이상 레벨:
증시 유입액 194조원 중 100조원, 52% 차지
순매수 128조원 중 81조원, 63% 차지



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

외국인 수급도, 당장 기대하긴 힘들다

KOSPI와 외국인 지분율 추이

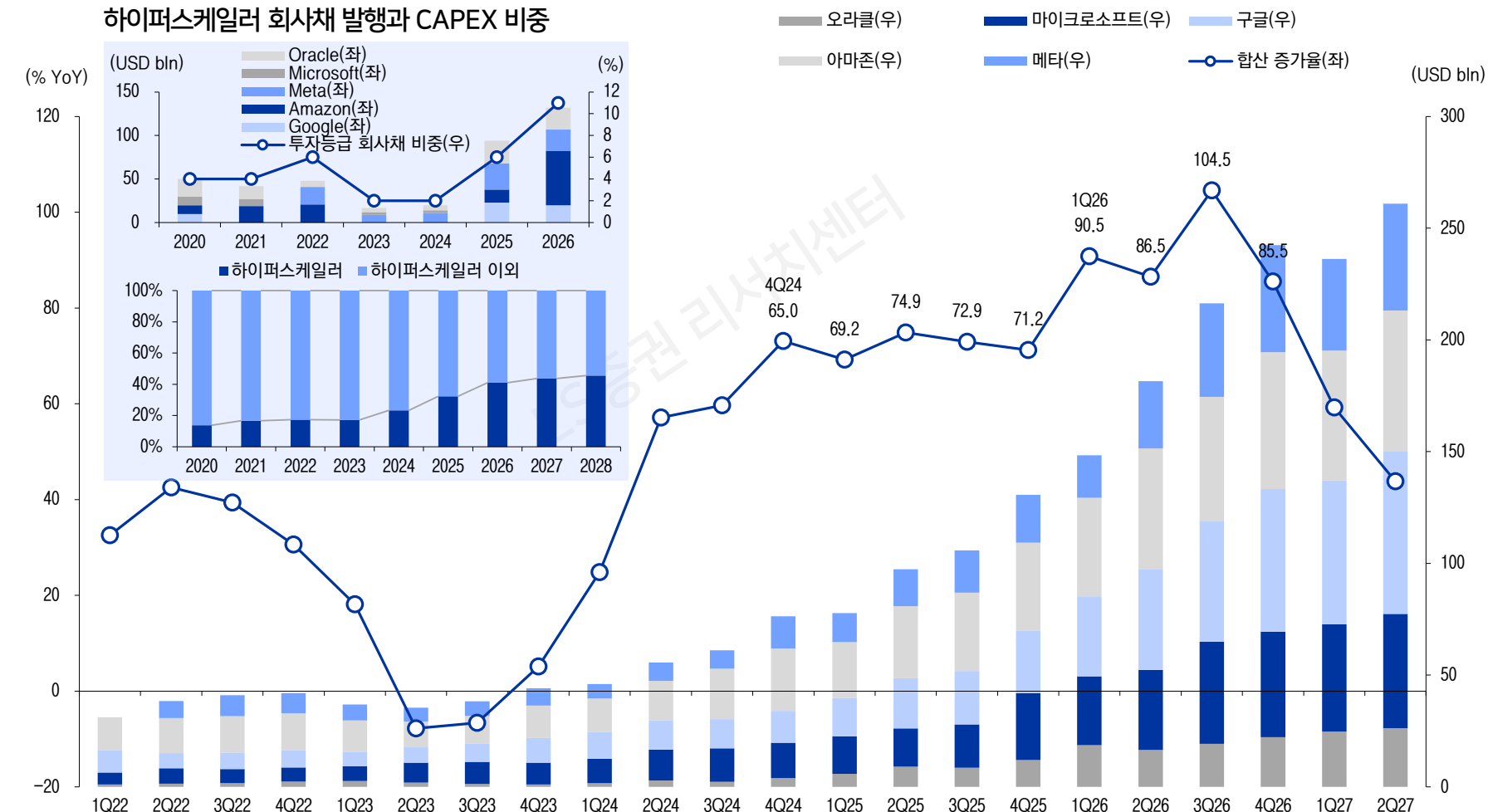


Part II -2 반도체와 수급

과열 완화
닉스보다 전자 선호

AI CAPEX: 현금 기반 → 부채 기반으로 이동하며 엄격해진 잣대

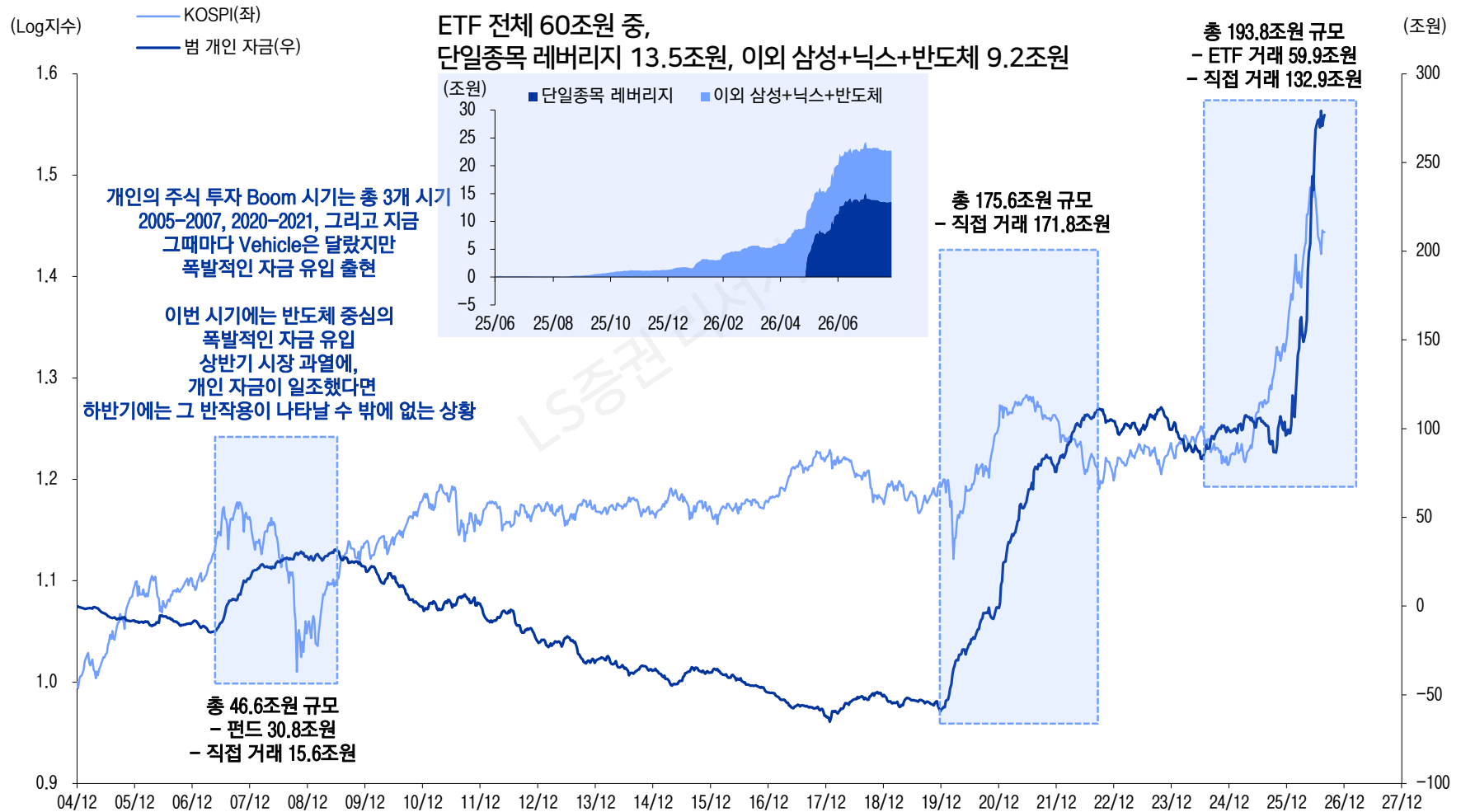
하이퍼스케일러들의 CAPEX



자료: Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

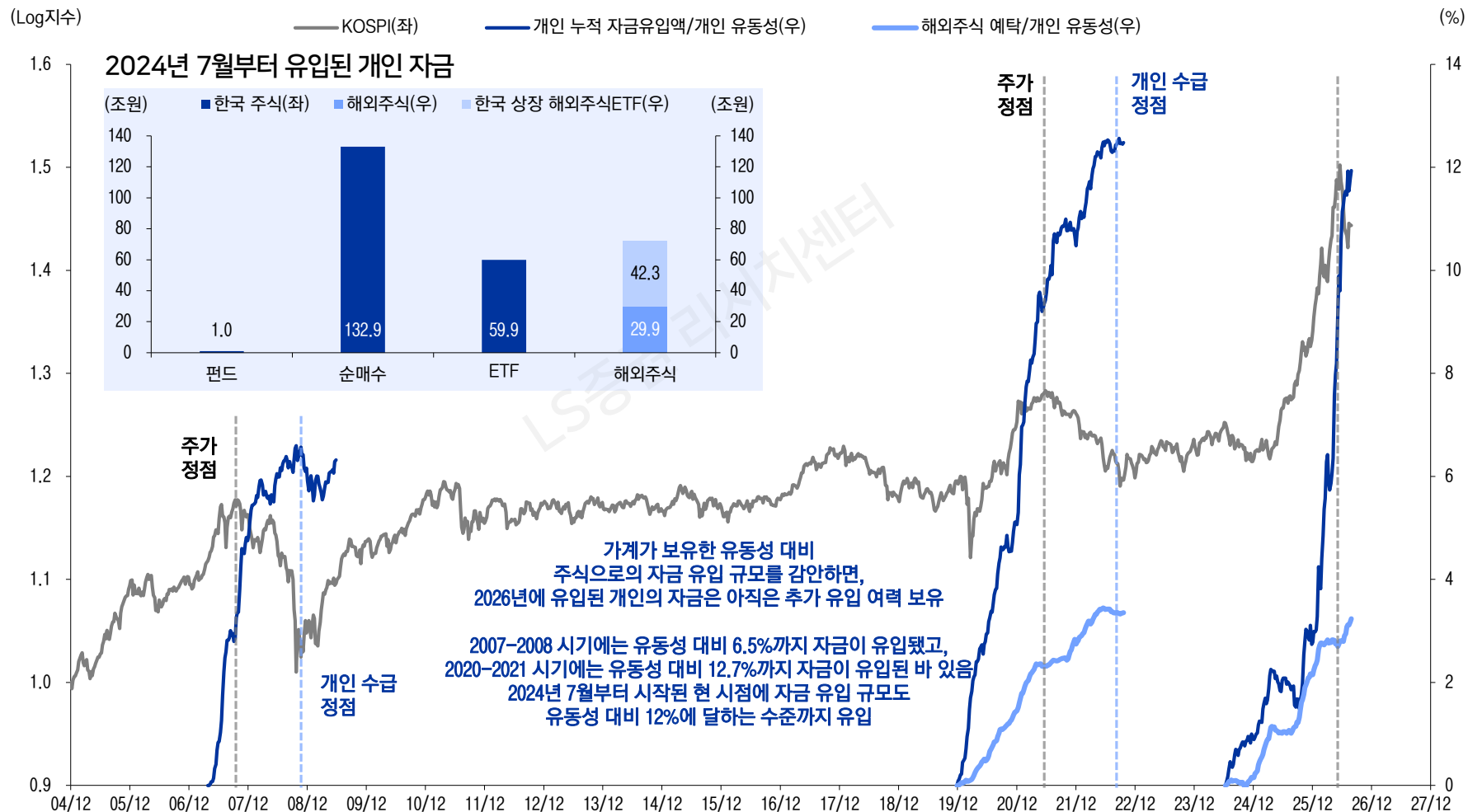
주식시장에 거의 200조원을 투입한 개인

주식시장을 향한 개인들의 누적 자금 추이



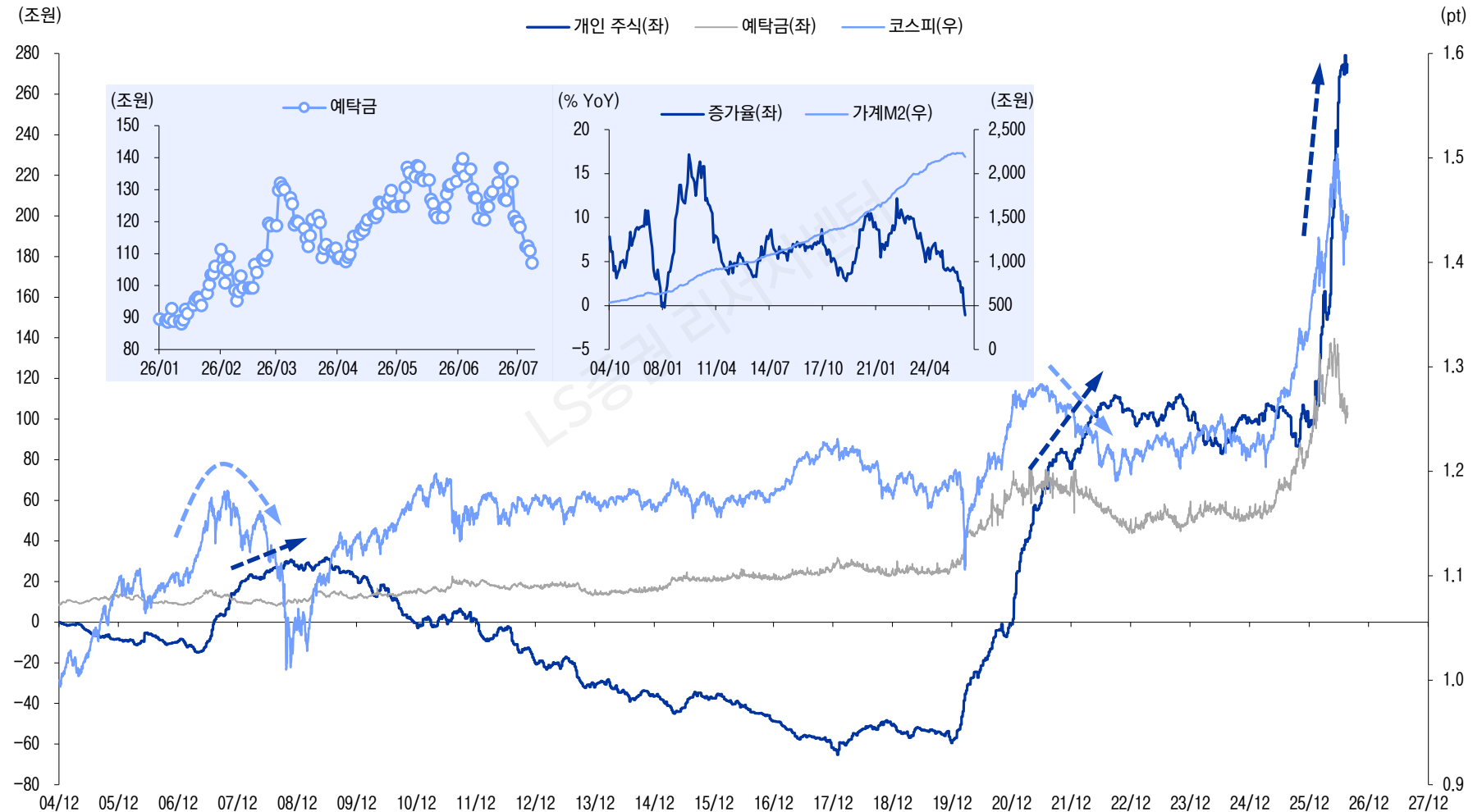
2021년에 준하는 자금 유입

개인 유동성 대비 누적 자금 유입액 규모



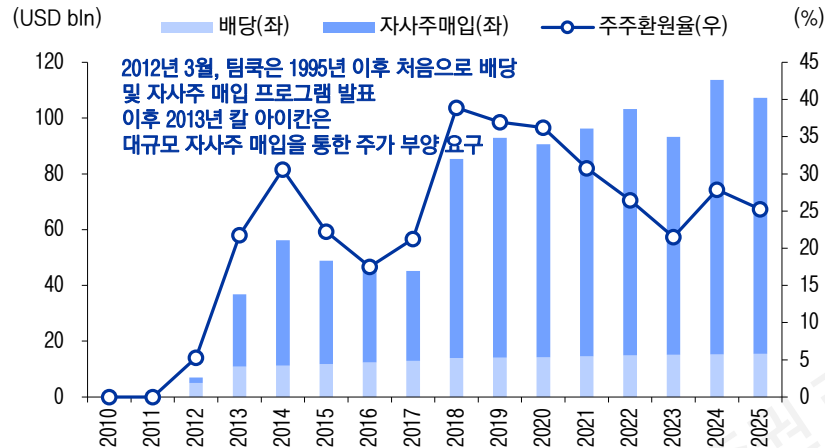
추가 매수 여력은 제한적인 듯한 개인

한국 증시에서의 개인 누적 순매수와 예탁금 추이

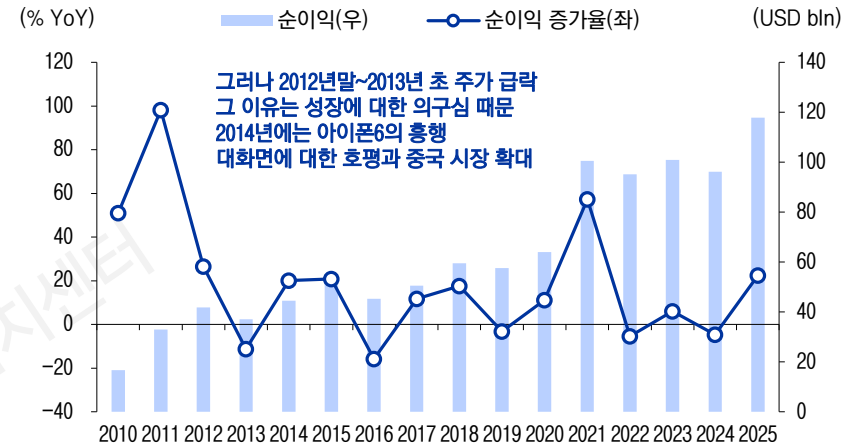


애플의 사례: 주주환원만으로 주가가 움직이지 않는다

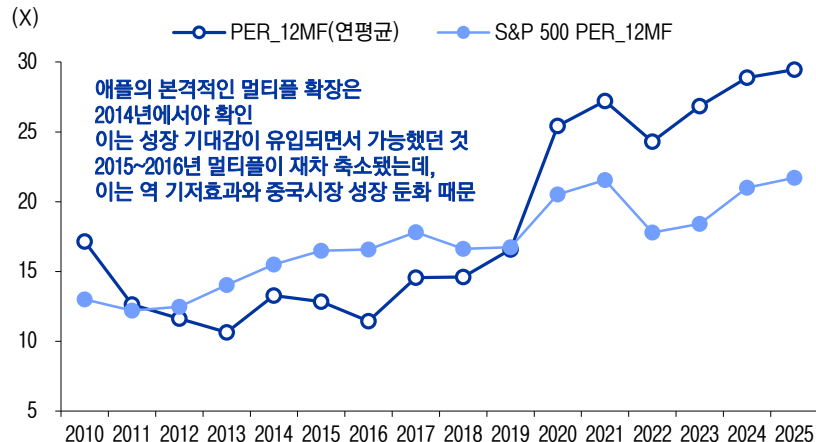
애플 연간 주주환원 추이



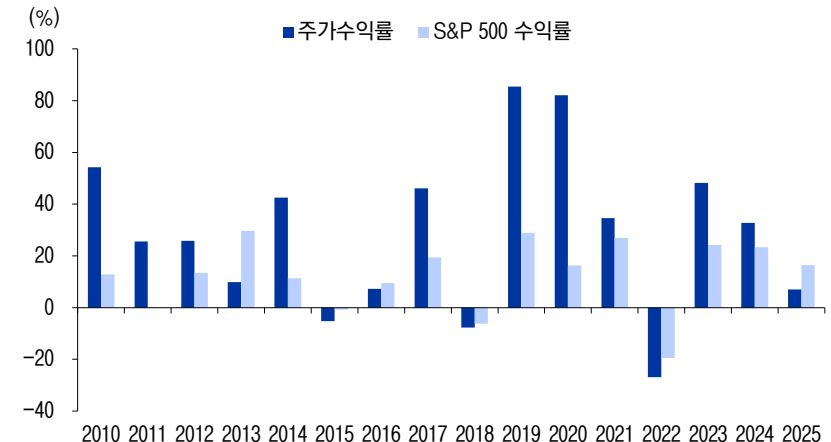
애플 순이익 추이



애플 PER_12MF 추이(연평균 기준)

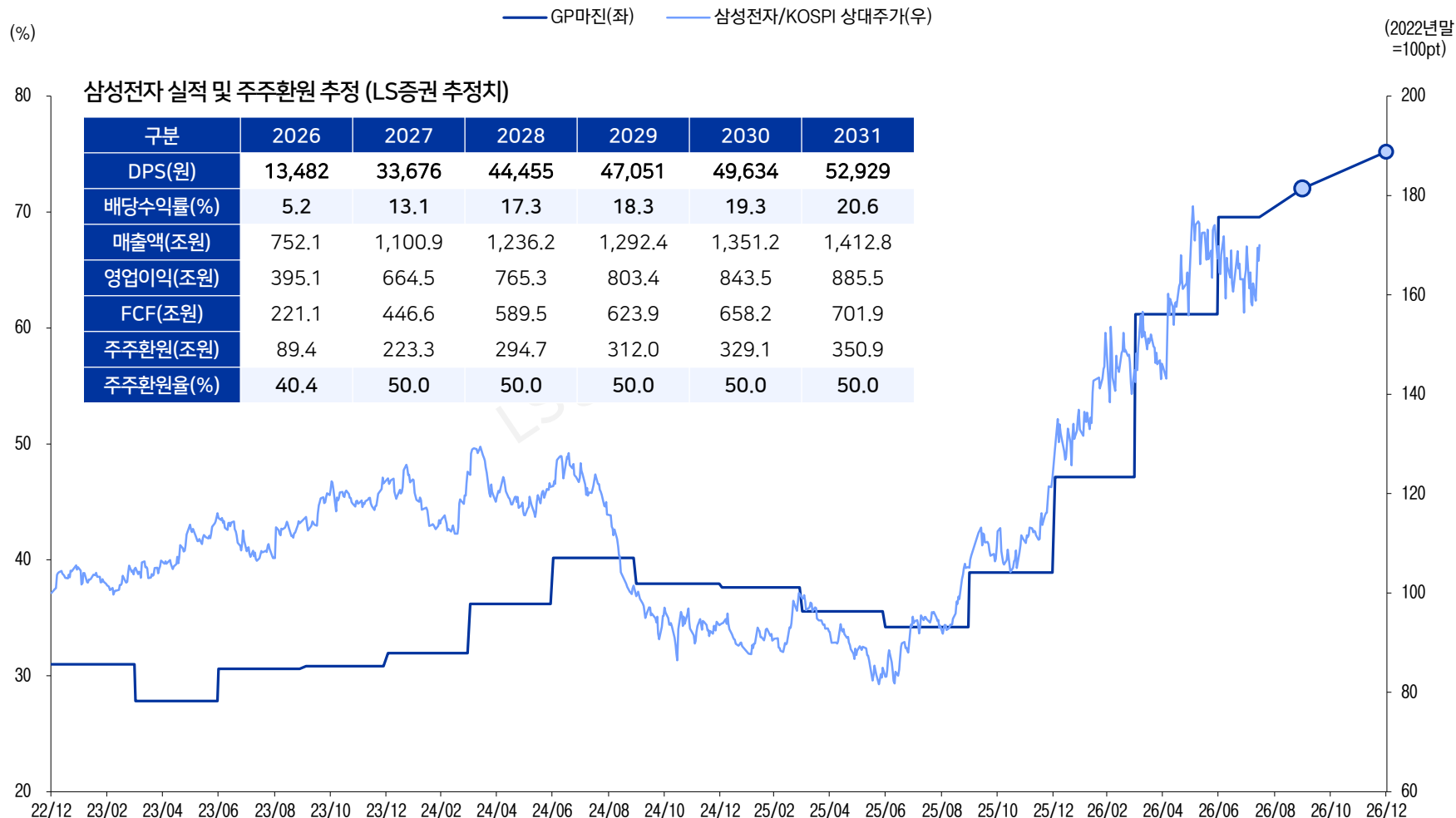


연도별 주가 수익률: 애플과 S&P 500



삼성전자, 상단은 AI 이슈가, 하단은 주주환원이 막고 있다

삼성전자의 GP 마진과 KOSPI 대비 상대지수

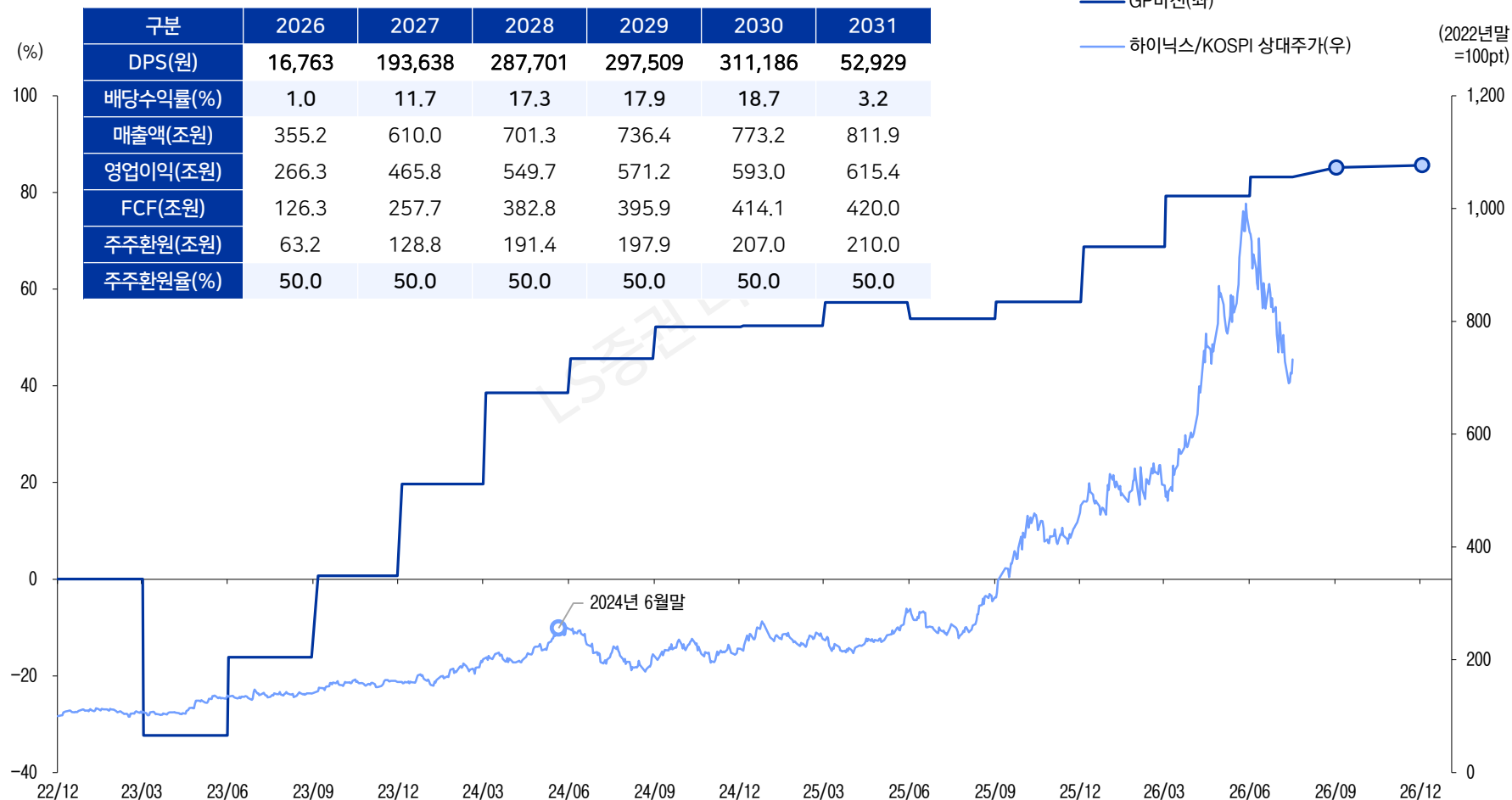


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

SK 하이닉스도 마찬가지. 다만 선호도는 전자가 더 우위

SK하이닉스의 GP 마진과 KOSPI 대비 상대지수

SK하이닉스 실적 및 주주환원 추정 (LS증권 추정치)

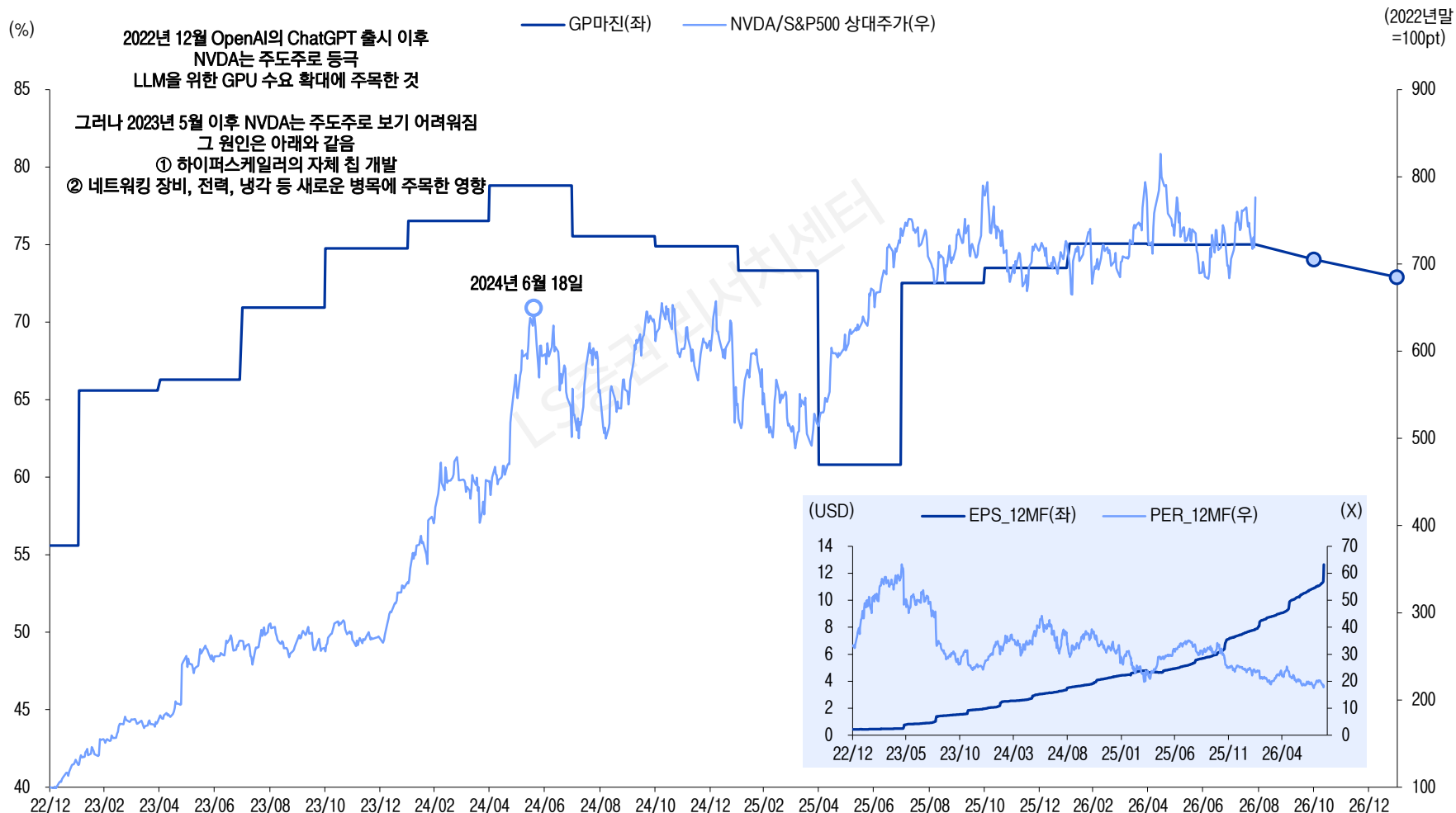


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS Securities Research

NVIDIA의 주도주 이탈 경험

NVIDIA의 GP 마진과 S&P500 대비 상대지수

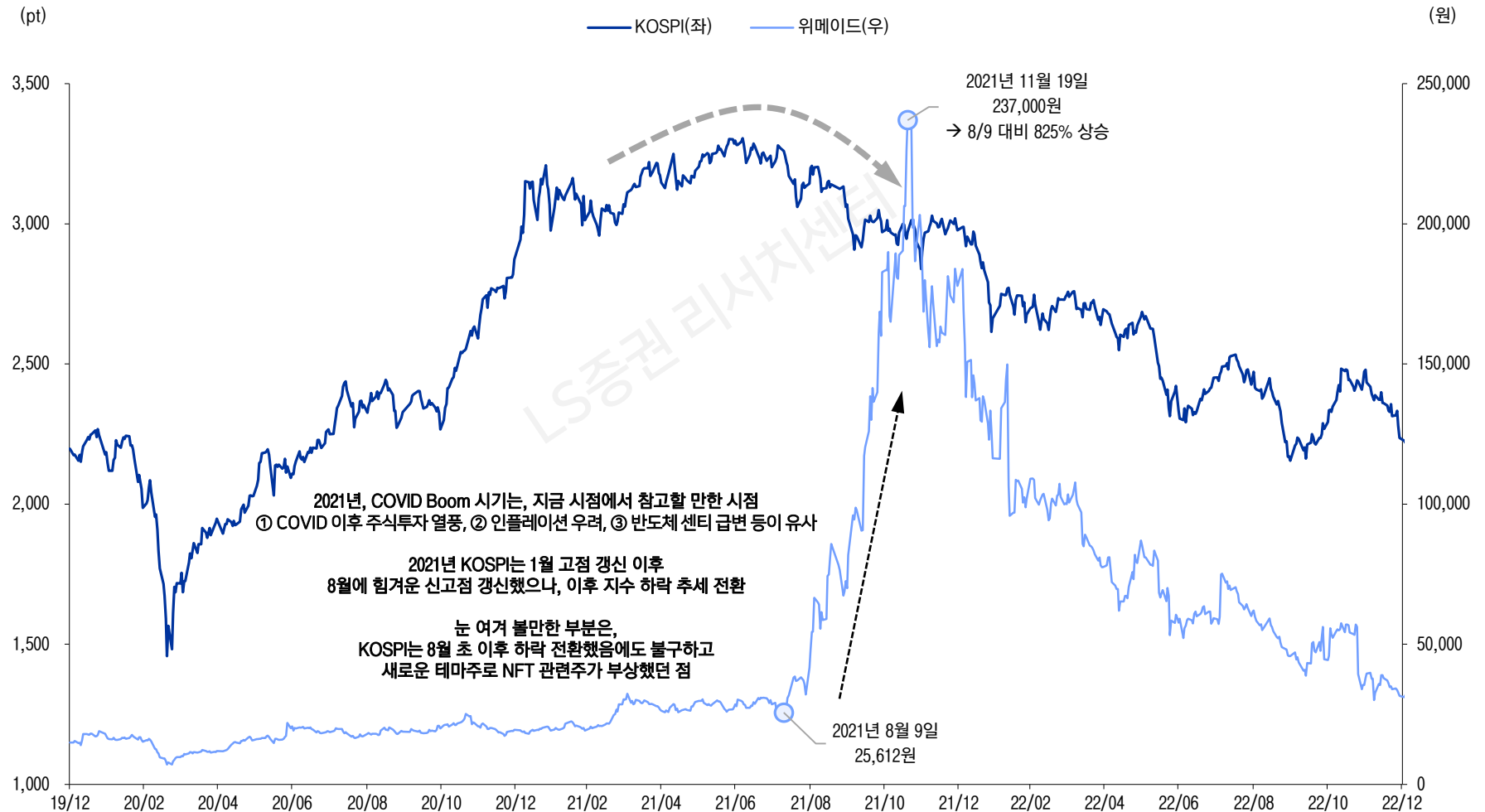


Part II -3 자동차와 로봇 테마

금리가 변수
공급망부터 천천히

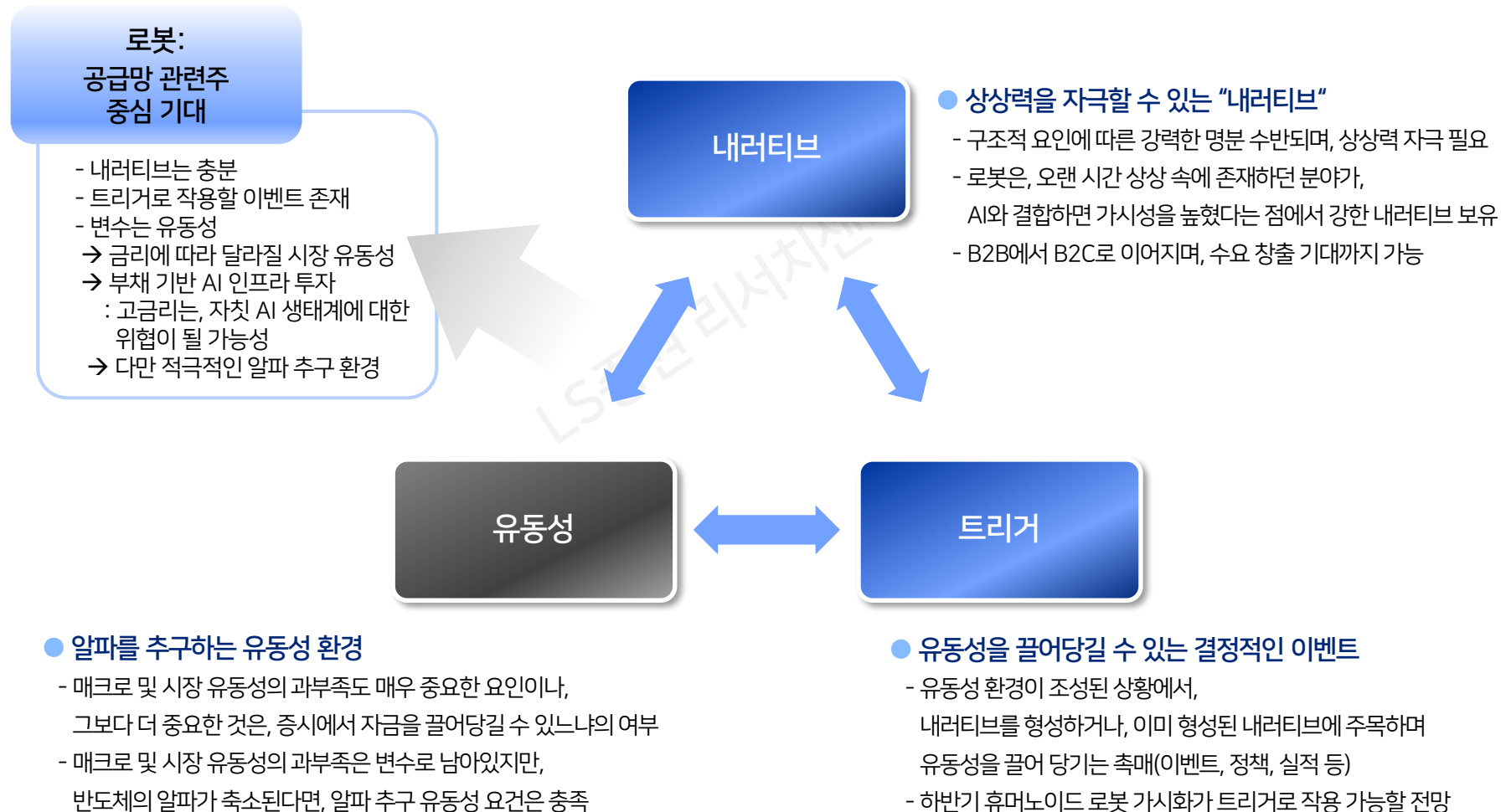
테마주가 형성될 수 있을까? Yes!

2021년 KOSPI 추세 전환과, 새로운 테마주로서 위메이드 급등 사례



후보 중 하나 로봇: 유동성은 변수이나, 공급망 관련주 관심 유효

주식시장의 테마 형성 조건과 로봇



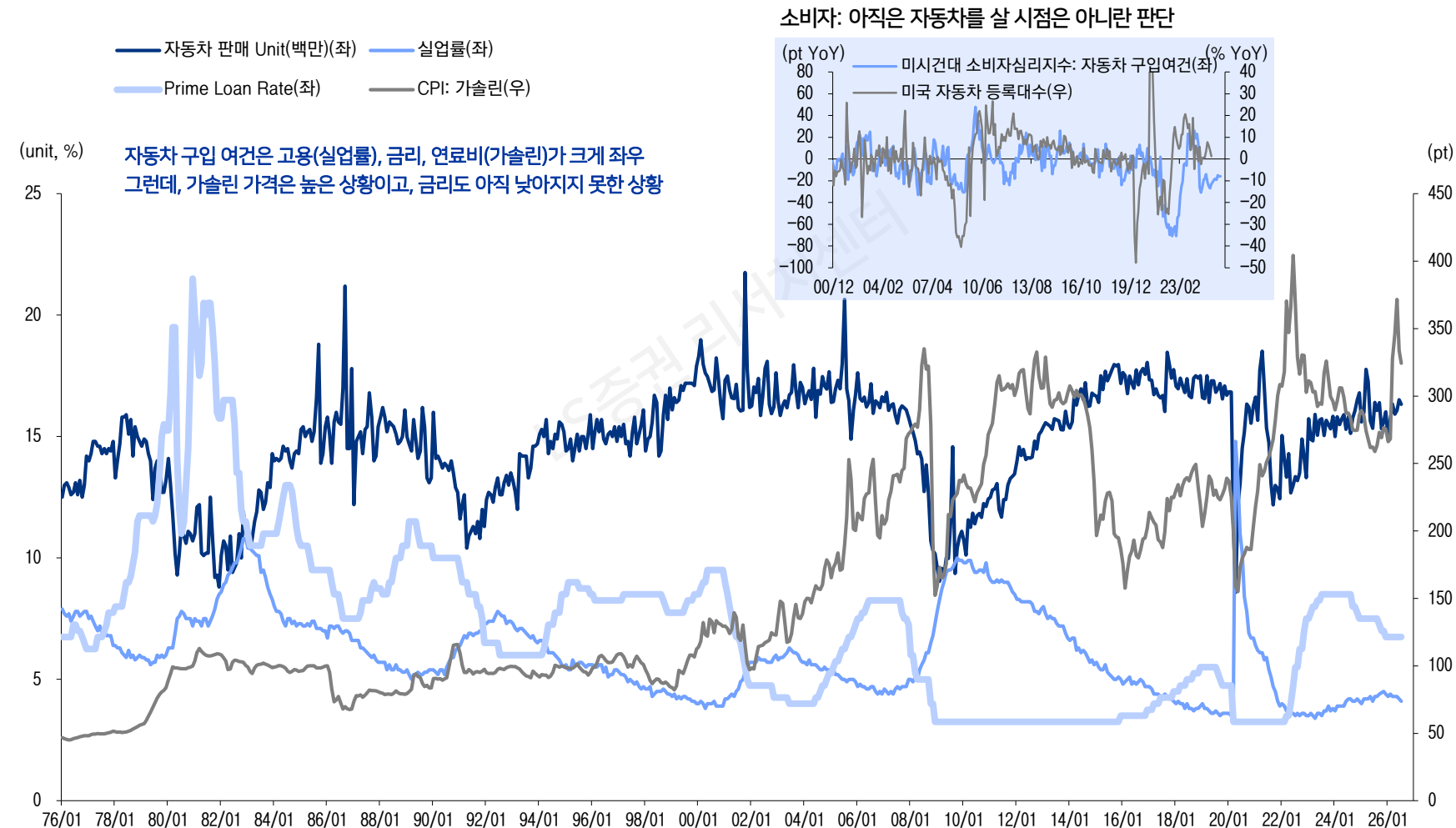
현대차그룹 로봇 관련 주요 이벤트: 밸류 체인부터 접근

주식시장의 테마 형성 요건과 로봇

예상 시기	이벤트	상태	코멘트
2026년 하반기	Atlas 생산형 모델 제조 및 현대차와 Google DeepMind 배치	확정	Boston Dynamics는 생산형 Atlas를 현재 제조 중이며, 2026년 배치 물량은 Hyundai RMAC와 Google DeepMind에 배정
2026년 하반기	RMAC 가동 (Robot Metaplant Application Center)	회사 공식 계획	현대차그룹은 RMAC를 2026년 개소해 Atlas 학습·검증 및 제조 현장 적용 데이터 확보에 활용할 계획
2026년 하반기 ~2027년	Boston Dynamics Atlas 핵심 부품 공급망 추가 공개	시장 기대	현대모비스의 차세대 Atlas 액추에이터 협력은 확인됐지만, 기타 핵심 부품사 선정 시점은 공식 발표되지 않음 따라서 "4Q 공급사 선정 확정"으로 표현하면 안 됨
2026년 하반기 ~2027년	미국 로봇 생산법인 설립·지분구조 공개 가능성	시장 기대	그룹이 미국에 로봇 생산시설을 구축한다는 방향은 공식화했으나 별도 생산법인의 설립 시점·지분구조는 아직 공식 확정되지 않음
2027년 1월	CES 2027	행사 확정	Atlas가 2026년 '제품 공개' 단계를 거쳤기 때문에 CES 2027에서는 양산 규모·공급망·외부 고객·작업 성능 업데이트 여부가 핵심
2027년 초	Atlas 외부 고객 확대 시작	회사 공식 계획	Boston Dynamics는 2026년 Hyundai·Google DeepMind 배치 이후, 2027년 초 additional customers를 추가할 계획이라고 명시
2027년 상반기 ~하반기	미국 로봇 생산공장 투자·착공 구체화 가능성	회사 목표 기반 추정	현대차그룹은 2028년까지 미국에 연 최대 3만대 생산능력 구축 계획을 공식화 다만 2027년 착공 일정 자체는 아직 공식 확정되지 않음
2027년	로봇 생산설비·부품 발주 확대 가능성	추정	2028년 3만대 CAPA 구축 목표를 감안하면 2027년 중 생산설비 및 공급망 발주가 구체화될 가능성 국내 부품·자동화 업체에 중요한 실적 모멘텀
2027년	Atlas 초기 외부 상용화 확대	회사 공식 방향성	2027년부터 early adopter 고객 확대 단계로 진입 단순 실증에서 실제 고객 확대로 넘어가는 시점
2028년	Atlas HMGMA 본격 투입	회사 공식 계획	현대차그룹은 2028년부터 HMGMA에 Atlas를 본격 투입할 계획 이후 2029년 하반기 Kia Georgia 등으로 확대

비단 미국만의 이야기가 아닌 자동차 수요 부진

미국의 자동차 수요와 수요 환경: 관세 부과 전 앞당겼던 자동차 구매 이후의 반작용. 충격은 크지 않은 모습



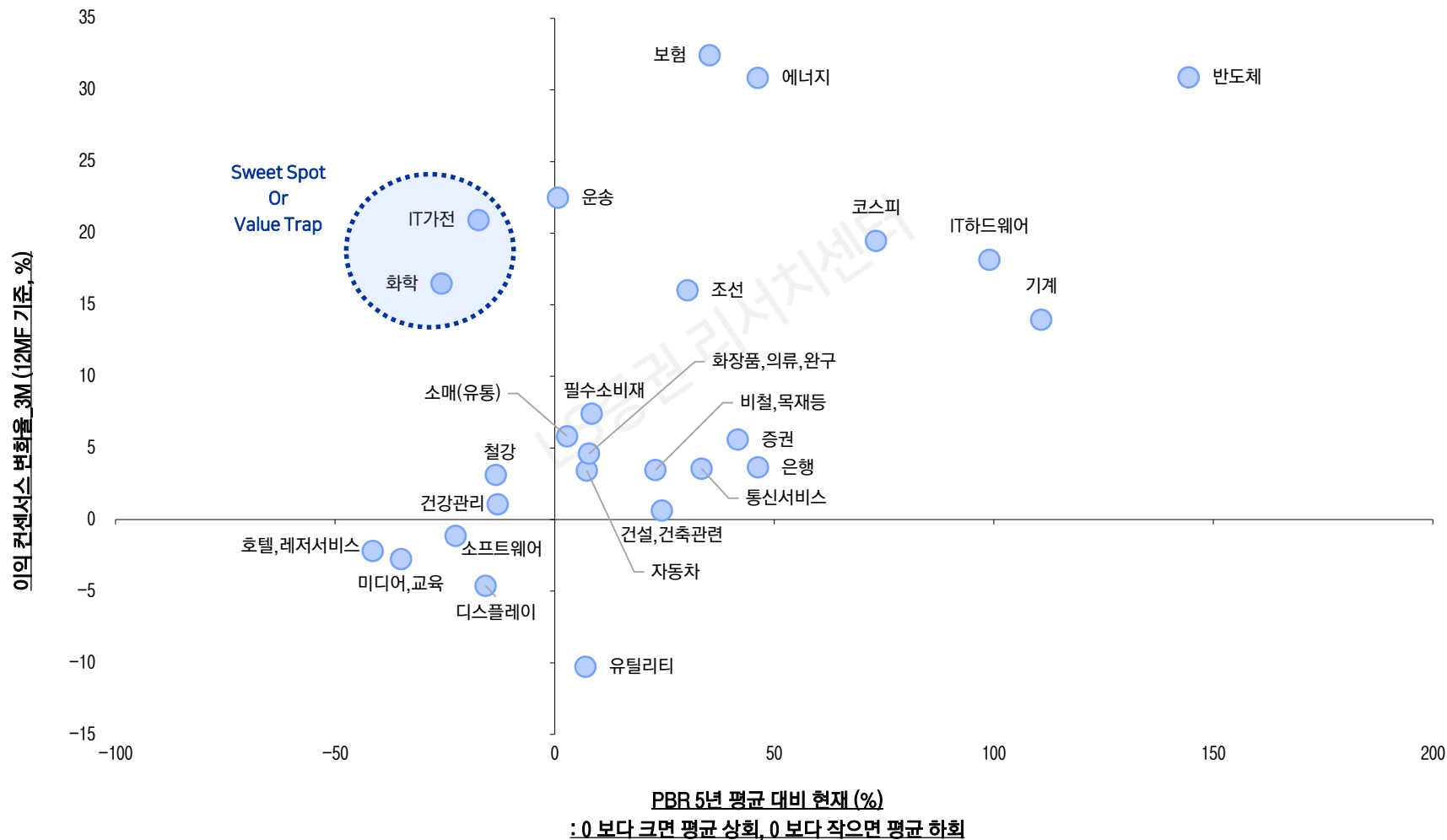
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Part II -4 알파에 대한 고민

실적과 주주환원
화학, 개별종목

이익 전망 개선됐지만, 주가는 반영하지 않은 화학

업종 별 PBR 현재 위치와 이익 컨센서스 변화



실적 관심 종목

● 2Q26 실적 발표 확인 후 관심 종목: 예상보다 많은 종목이 선별된 화학 업종(DL, 롯데정밀화학, 금호석유화학)

: 전반적인 매크로 환경 상 소비 수요가 부진하다는 점은 화학 업종을 짓누르는 요인

: 종목 장 성격이 좀더 이어진다면, 단기적인 매매 아이디어로서 접근 가능

2Q26 실적 관심 종목

No.	코드	종목	업종	시가총액	영업이익 증가율				순이익/시총	순이익/자본	PER		PBR	ROE		
					1Q26		2Q26				12MF	최근 4개분기		FQ0	12MF	최근 4Q합산
					(% YoY)	(% QoQ)	(% YoY)	(% QoQ)								
				(십억)												
1	A000210	DL	화학	1,047.8	0.1	8.6	2.6	1.3	11.5	2.9	4.2	8.0	0.27	6.1	3.4	
2	A004000	롯데정밀화학	화학	1,247.4	0.7	0.7	6.1	0.9	7.5	3.7	6.2	6.2	0.50	7.5	8.2	
3	A006040	동원산업	필수소비재	1,706.0	0.2	0.3	0.1	0.0	5.9	2.6	4.1	3.9	0.46	10.3	12.9	
4	A011780	금호석유화학	화학	3,167.3	(0.5)	37.2	4.2	4.7	9.0	4.5	7.3	7.2	0.50	7.1	7.9	
5	A012630	HDC	건설,건축관련	1,386.0	0.2	0.4	0.4	0.3	14.6	6.3	n/a	3.1	0.39	n/a	14.8	
6	A023590	다우기술	증권	1,707.7	0.9	0.8	0.9	0.3	16.5	7.3	n/a	2.3	0.47	n/a	21.4	
7	A073240	금호타이어	자동차	2,114.2	0.0	0.0	0.0	0.2	6.1	5.4	4.9	4.4	0.94	16.4	23.1	
8	A078930	GS	에너지	12,002.1	0.6	0.6	2.5	0.4	8.7	6.5	6.4	5.2	0.80	10.9	15.4	
9	A111770	영원무역	화장품,의류,완구	3,292.3	0.5	0.1	0.2	0.5	4.8	3.5	5.2	5.6	0.74	13.5	14.6	
10	A294870	IPARK현대산업개발	건설,건축관련	1,525.8	0.5	0.9	0.5	0.5	5.5	2.5	3.3	8.3	0.45	12.9	5.7	
11	A298020	효성티앤씨	상사,자본재	1,497.4	0.1	0.9	1.6	1.2	6.4	5.5	4.9	13.3	0.91	15.6	7.2	

주주환원 확대 기대 종목 10개

- 주주환원 확대 흐름 역시 기대할만한 요인으로 꼽히고 있음. 이에 아래 10개 종목을 선별. 선별 조건은 총 4개를 모두 충족한 종목
선별 조건: ① 순현금, ② 주주환원율(배당+자사주매입) 20% 이하, ③ PBR 1배 미만, ④ 애널리스트 이익 추정치 존재
- 이러한 선별 조건은, 시장에서 저평가 받는 종목(PBR)이 주주환원 여력(FCF와 기존 주주환원)을 보유한 종목을 타겟으로 하는 방식

주주환원 확대 기대 종목: 시총 상위 순

No.	코드	종목	시장구분	업종	시가총액 (십억)	순현금 (십억)	주주환원율_1Q25~2Q26 누적 기준_FCF대비			PBR FQ0 (X)	자사주 지분율 (%)	ROE 12MF (%)
							배당 (%)	자사주매입 (%)	배당+자사주 (%)			
1	A028260	삼성물산	KOSPI	상사,자본재	60,812.8	890.5	3.1	0.0	3.1	0.6	0.0	4.9
2	A051900	LG생활건강	KOSPI	화장품,의류,완구	4,762.2	1,093.7	11.8	-0.5	11.3	0.9	2.1	4.7
3	A375500	DL이앤씨	KOSPI	건설,건축관련	2,836.2	900.6	11.4	6.5	17.9	0.6	3.4	8.4
4	A192080	더블유게임즈	KOSPI	소프트웨어	1,253.5	713.6	13.1	5.7	18.8	0.9	8.1	15.4
5	A090460	비에이치	KOSPI	IT하드웨어	576.5	1.2	471.9	-798.5	-326.5	0.7	3.7	11.7
6	A317400	자이에스앤디	KOSPI	건설,건축관련	436.3	145.1	14.3	0.0	14.3	0.9	1.8	n/a
7	A200670	휴메딕스	KOSDAQ	건강관리	294.8	45.8	47.7	-100.6	-52.9	0.9	2.8	13.3
8	A043150	바텍	KOSDAQ	건강관리	284.3	68.1	13.1	0.0	13.1	0.5	0.0	10.5
9	A214180	헥토이노베이션	KOSDAQ	소프트웨어	195.2	280.1	15.9	-0.7	15.2	0.8	3.2	17.0
10	A052900	KX하이텍	KOSDAQ	반도체	74.5	15.8	0.0	-7.2	-7.2	0.5	0.0	n/a

Part III

AI 사이클, 新주도주 등장요건

지속가능성의 유지, 그리고 현금과 병목

- 레버리지 사이클의 압박과 생산성의 희망
- 돈과 시간의 병목 교차점: 건설, 반도체 소부장, 보안
- AI 생산성 결실, 시그널 발생 지점 찾기

Next Stage: 레버리지 사이클의 압박과 생산성의 희망

● 더욱 강해진 압박, 조금 선명해진 생산성

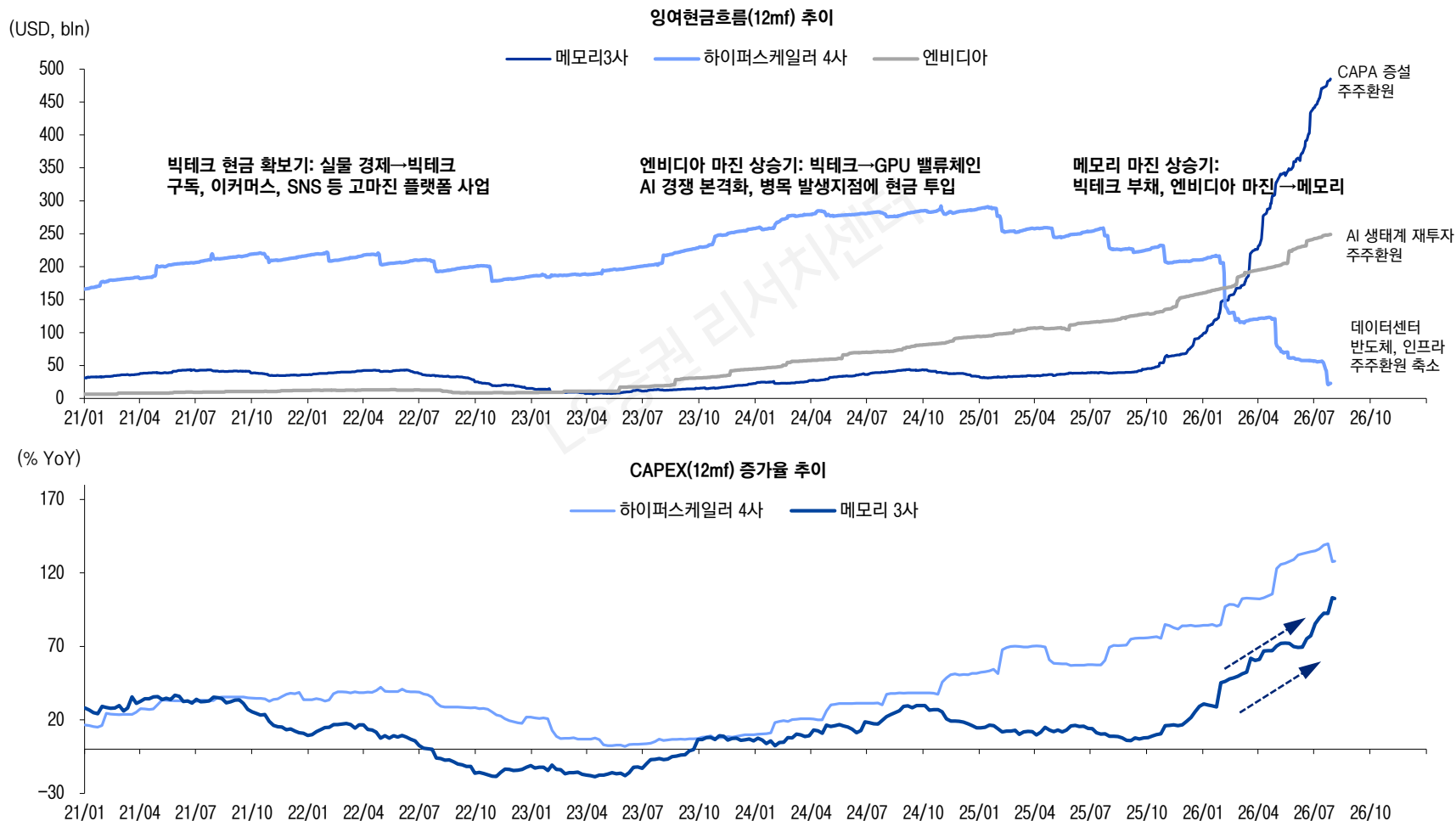
- 시장은 지속된 노이즈로 레버리지 사이클의 시작과 AI 버블론의 구조를 강하게 인식. 사이클의 지속가능성을 유지시킬 ROI 측면의 힌트에 반응
- 이제는 레버리지의 후폭풍인 돈과 인프라의 병목을 견뎌내며 AI 생산성의 결실을 만들어내야 하는 단계
- 총 3가지의 특성이 포착되는데, 1)레버리지의 과열로 현금의 가치가 상승, 2)AI 주도주들의 생태계 지속의 의무 인식, 3)AI 쓸림의 부작용으로 사회적 반발 심화
- 즉 차기 주도주를 선별할 때, 1) 현금을 투입하는 곳(하이퍼스케일러, 엔비디아, 메모리)가 아닌 현금이 흘러가는 지점, 2)AI 사이클에 비용과 병목을 해소해주는 지점, 3)고용과 물가 측면에서 사회적 부작용이 적은 지점을 고려할 필요. 특히 3번째 요건은 미 중간선거를 기점으로 영향력 강화 가능성

Phase 별 AI 수혜주들의 과거 및 향후 전망

기업 투자 사이클		레버리지 투자 사이클		생산성 기반 선순환	
경쟁력, 성장성의 증명	확장성의 증명	ROI, 지속가능성의 증명		경제적, 사회적 필요성의 증명	사이클 선순환
Phase 1: 엔비디아	AI 핵심 인프라 부각 초기 수혜 기업	대체제(NPU)의 등장 주도주 탈락, 퀄리티 기반 메리트		생태계 유지 의무 부여 순환 금융, 지분투자, 파트너십	AI 비용의 유틸리티화 고정 수입 및 플랫폼 기반 R&D 및 혁신 지속
Phase 1-2: 반도체 및 인프라	데이터센터 밸류체인 부각	메모리 AI 주도주 지위 비용 및 자원 효율화		비용 및 자원 효율화 사회/매크로적 비용 완화 필요 (전력, 용수, 반도체 케파 증설)	Q 사이클 기반 성장 수요와 병목(마진) 균형점
Phase 2: AI 수익화	AI 생태계 적응 및 비용 압박 AI 전환기 경쟁 부담 (S/W, 디바이스)		AI 확산에 따른 시장 확대 및 경쟁 AI 중간재 비용 전가 시도 P(가격) 및 C(비용) 동반 상승		P(가격) 전가한 상황에서 C(비용) 하락으로 마진 개선
Phase 3: 생산성	AI 적용 테스트 구간 Token Maxing에서 Token Optimization 등 장기 AI 도입 계획 수립: 리테일, 금융, 바이오 등 일반 기업		경쟁사의 AI 도입 본격화 AI 생산성 효과 일부 확인		AI 생산성 가시화 AI 도입 경쟁 종료에 따른 투자 부담 감소

AI 투자 사이클 내 현금, 방향이 곧 테마

AI 투자사이클 내 현금의 흐름, 하드웨어 및 중간재 공급망으로 유입



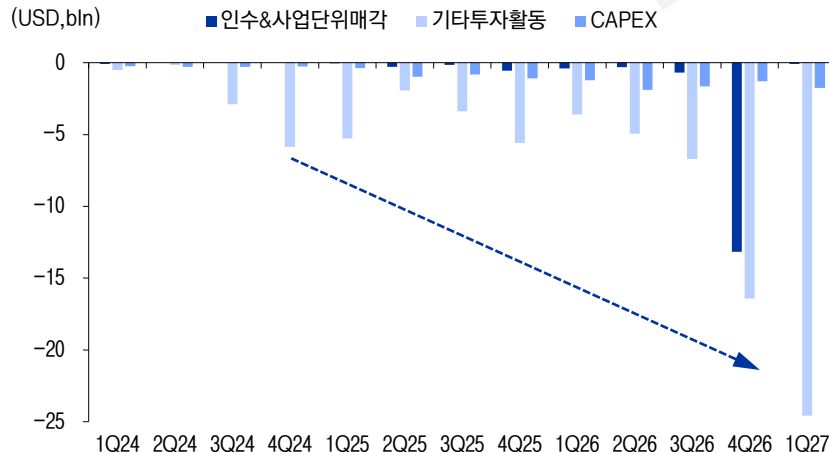
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

생태계 수호자 엔비디아의 자금 흐름

● 엔비디아의 또다른 관전 포인트

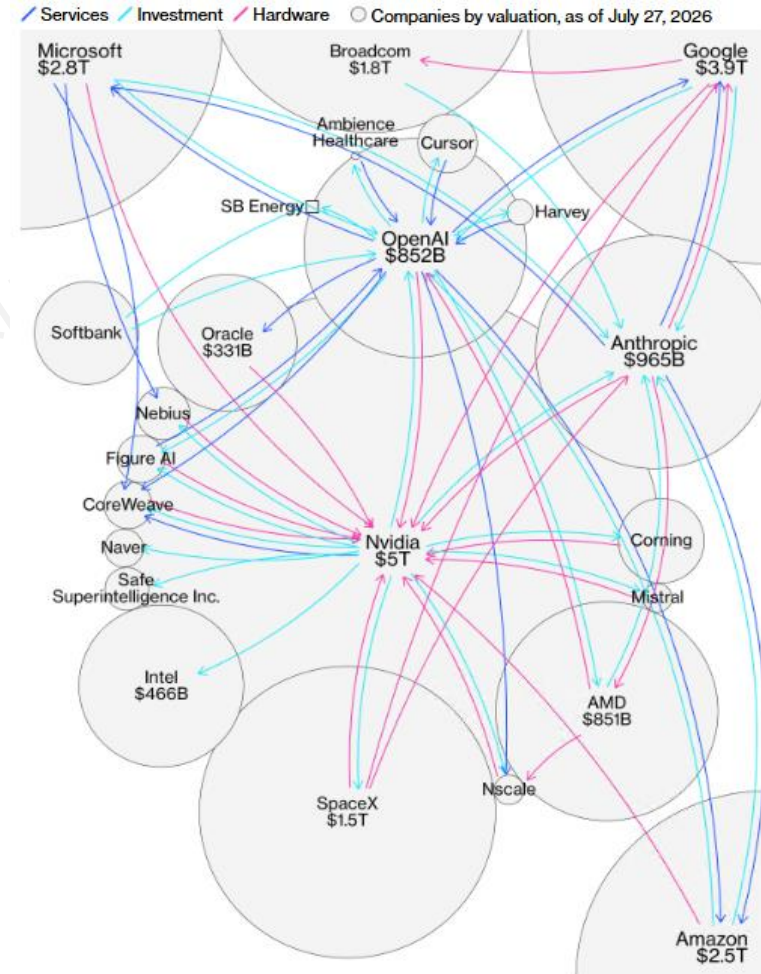
- 하이퍼스케일러들이 CAPEX 상향으로 AI 사이클을 증명한다면, 엔비디아는 투자 활동과 M&A로 AI 사이클의 지속가능성을 지탱
- 빅테크들의 CAPEX 확대가 엔비디아, 메모리 등의 호재인 것처럼 엔비디아의 견조한 FCF와 이익은 엔비디아보다 순환금융의 파트너사들, 엔비디아 생태계의 참여자들의 수혜로 해석되는 경향
- 엔비디아발 금융이 확장되는 것을 버블 형성의 시그널로도 볼 수 있으나 방향성 측면에서 차기 테마를 확인하는 이정표로도 활용 가능

엔비디아 투자관련 현금흐름



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

엔비디아 중심의 순환 금융 구조 - Bloomberg

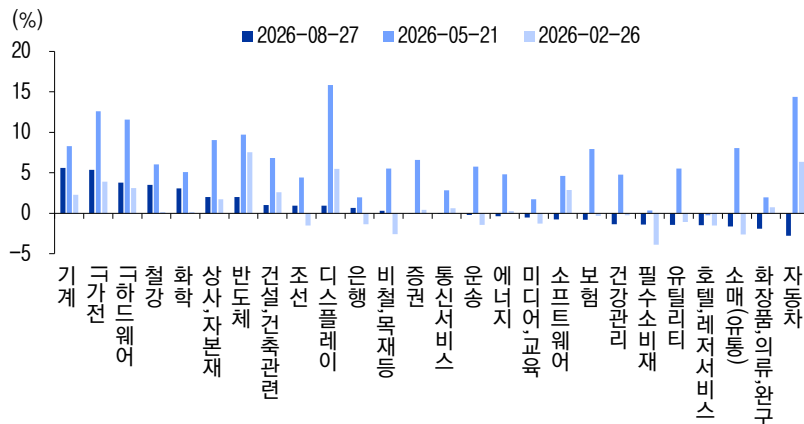


엔비디아 실적발표에서 확인되는 AI 인프라 생태계의 확장

● 로봇, 전력, 냉각/공조, 반도체 장비, 건설, 2차전지

- 한국 증시에서도 반도체만 엔비디아 실적에 반응하는 것이 아닌, 한층 넓어진 AI 밸류체인 전반의 긍정적 주가 반응으로 연결될 가능성에 주목
- 26년 2월과 5월 엔비디아 실적 발표일 상위 반응은 한미반도체(장비), LG전자(냉각), 현대모비스(로봇), 현대건설, 대우건설(건설), LS ELECTRIC(전력기기), 삼성에스디에스(S/W) 등
- 이번 8월 실적에서 동일한 반응을 보였던 건설, 전력기기, S/W
- 특히 엔비디아와 파트너십이 구체화된 그룹의 반응 두드러짐. LG의 경우 LG전자의 CDU(냉각), CNS 데이터센터, 그리고 LG이노텍의 로봇, 전장을 비롯해 그룹 전반에 걸쳐 전력, 에너지, 네트워크 등의 수혜 부각
- 두산도 두산에너지빌리티의 원전/가스터빈, 두산로보틱스의 로봇, 두산전자BG의 반도체 장비 등 부각

KOSPI 섹터별 엔비디아 실적 당일 반응



주: 종목별 반응은 2026년 엔비디아 실적 발표 이후 주가 수익률의 평균치로 정렬. 2회 실적 발표 중 한 번이라도 +3% 이하의 수익률을 기록한 종목은 제외
자료: Bloomberg, Fnguide, LS증권 리서치센터

최근 엔비디아 실적 KOSPI200 종목 반응

2,5월 실적 평균 기준 내림차순	엔비디아 실적발표 직후 1D 수익률			
	2026-08-27	2026-05-21	2026-02-26	2,5월 평균
한미반도체	1.1	15.7	28.4	22.0
LG전자	-1.1	29.8	10.1	19.9
현대모비스	-2.7	25.2	12.7	19.0
LG이노텍	2.4	10.3	20.0	15.1
LG디스플레이	1.1	17.4	7.0	12.2
LG	0.1	19.3	3.5	11.4
대우건설	4.7	6.4	14.9	10.6
LS ELECTRIC	8.9	13.8	6.6	10.2
SK스퀘어	1.0	14.6	5.0	9.8
삼성에스디에스	2.6	12.4	7.1	9.7
SK하이닉스	2.5	11.2	8.0	9.6
현대차	-2.5	12.5	6.5	9.5
기아	-4.0	12.4	5.1	8.7
삼성물산	-3.1	13.0	3.8	8.4
한온시스템	-1.8	11.0	5.6	8.3
LG씨엔에스	0.4	12.6	3.9	8.3
삼성전자	1.7	8.5	7.1	7.8
DB하이텍	4.3	11.7	3.4	7.6
효성중공업	10.1	10.1	4.9	7.5
현대글로비스	-0.5	10.9	3.6	7.2
SK	0.4	9.5	3.3	6.4
두산	2.9	8.3	4.3	6.3
현대건설	-0.8	8.0	4.4	6.2
코오롱인더	0.8	7.8	4.4	6.1
카카오페이	1.3	5.4	6.6	6.0
삼성SDI	10.3	8.1	3.7	5.9
삼성E&A	3.8	8.2	3.5	5.8
대한전선	5.7	7.7	4.0	5.8
카카오	-1.0	4.1	7.0	5.5
HD현대일렉트릭	12.0	6.6	4.3	5.4
태광산업	-0.3	4.5	4.7	4.6
한솔케미칼	1.7	3.6	3.5	3.5

병목과 수혜의 인식, 리드타임이 결정

● 현금의 쓸림과 병목의 인식이 만드는 마진

- 주도주를 만드는 또다른 요인은 시간. 짧게는 하루~길어야 몇 달이 걸리는 금융의 리드타임과 실물 인프라의 리드타임의 괴리는 병목을 유발
- 더해 투입된 자금규모(투자 의지)에 따라 공급자의 마진 상승으로 연결
- AI 인프라 경쟁이 본격적인 전략적 투자, 레버리지 투자로 진입했던 기점은 25년초 스타게이트 프로젝트
- 메모리와 서버의 경우, 이를 기점으로 6~8개월 이후 리레이팅 국면에 접어들었고 스토리지 광자 등 핵심 컴퓨팅 중간재도 마찬가지
- 데이터센터 건설 과정에서 본다면 비교적 초기인 디자인&엔지니어링 단계에서 컴퓨팅 스펙이 결정돼야 하기 때문인데 이를 중심으로 MEP(기계, 전기, 배관) 설계가 정해지기 위함
- 그 이후 6~18개월간 본격적인 유틸리티단의 연결과 건설이 시작되는 단계로 접어들게 됨. 최근 급격히 증가한 미국의 데이터센터 반대 운동과 정치적 논쟁이 현재 이 단계에 위치해 있다는 시그널

데이터센터 공급망 주가와 리드타임

	구성 항목	YTD 수익률	리드 타임
하드웨어 부품	서버, 메모리, CPU 등	+100%~+300%	6개월+
	스토리지	+200%~+300%	4~5개월
	광 네트워크, 소자	+100%~+150%	2~3개월
건물 및 인프라 설비 모듈	건물 및 설비 인프라 발전, 냉각, 기어 모듈	+20%~+100%	18~24개월
	원전 및 발전 인프라	-50%~+30%	7~15년
에너지 인프라	변전소, 전력기기, 유틸리티	-10%~+100%	24~36개월

디자인 및 엔지니어링 단계에서 스펙은 결정, 건설과 전력은 한 템포 뒤

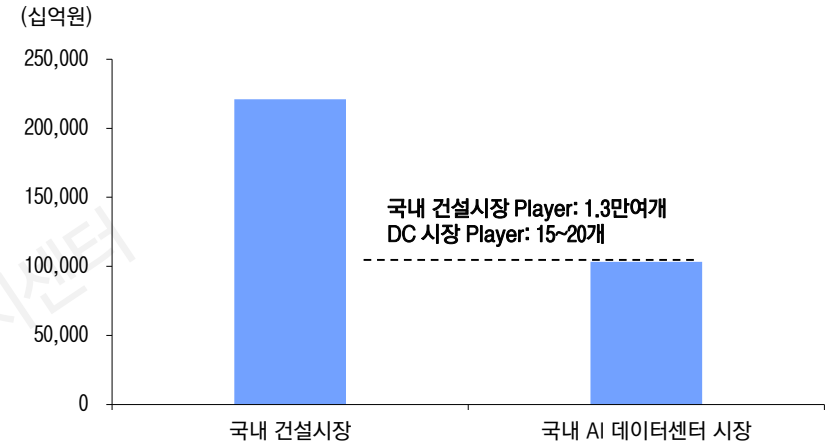


[건설] 넥스트 병목이자 테마, 건설과 에너지 인프라

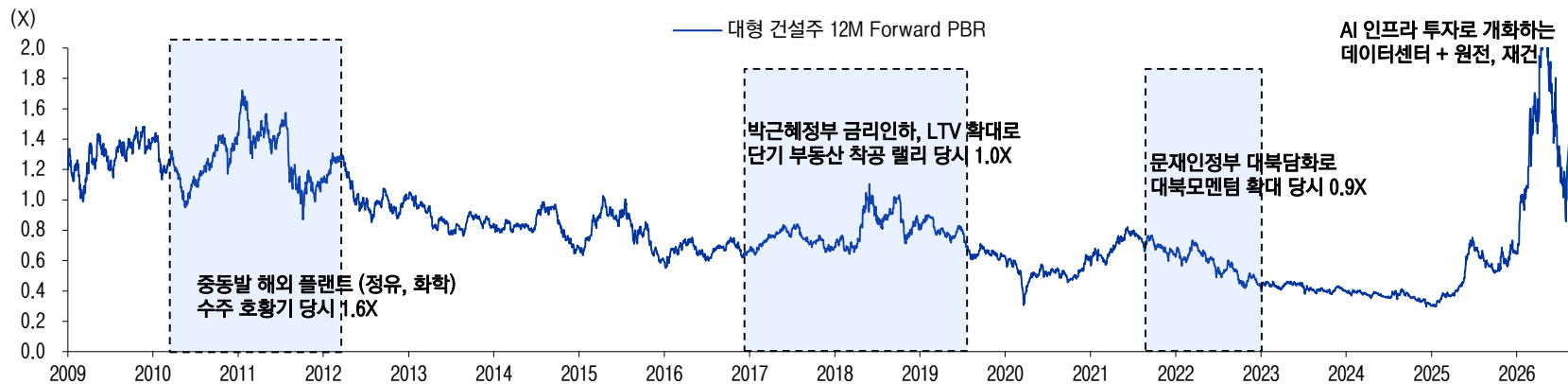
● 열려있는 상방, 살아있는 재료

- AI 투자사이클의 현금과 병목이 교차되는 지점으로 건설과 인프라 제시
- 건설 섹터는 본격적인 AI 인프라 투자로 인한 조 단위 해외 수주 기대감과 업사이드가 밸류에이션 상방을 여는데 성공
- 과거 중동발 해외 정유/화학 플랜트 빅사이클 당시 업종 PBR이 1.8X 수준이었던 데 반해, 고점 기준 2X 이상을 터치하고 조정 받은 상황
- 국내 또한 3대 메가 프로젝트라는 정책 목표로 AI 데이터센터는 18.4GW의 증설이 제시
- 주요 기업들의 증설 목표치 추정해보면 AI 데이터센터 시장 규모는 100조원을 상회. 지난해 국내 건설 수주는 200조원
- 장기 탐픽: 두산에너지빌리티, 현대건설, 차선회주:삼성물산, 삼성E&A
- 데이터센터 수주 기대로 단기적으로 강한 모멘텀 기대되는 GS건설, 연쇄적인 수주 파이프라인 가시화가 기대되는 대우건설 대응 필요

데이터센터 시장 규모와 국내 건설시장 비교



대형 건설주 Historical PBR 추이



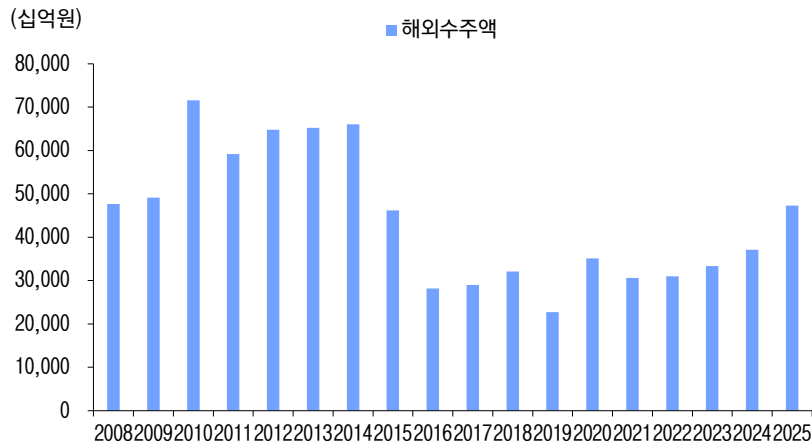
자료: FnGuide, "데이터센터로 붙이고, 원전으로 여는 건설"(LS증권 김세련, 2026/08/10), LS증권 리서치센터

글로벌 경쟁력을 갖춘 국내 건설사들

● 숨가쁜 AI 사이클을 만족시킬 국내 건설사들의 경쟁력

- 미국이 원전 강국인 것은 맞지만 원전 시공에 있어서는 경쟁력이 다소 떨어진 상황
- 반면 우리나라가 건설한 UAE 바라카 1~4호기, 새울 1,2호기는 비교적 On time, On budget으로 완성
- 미국의 원전 용량 목표인 400GW 달성을 위해서는 시공 역량이 강한 우리 나라를 비롯한 우호국의 공조가 필수적인 상황으로, 한국 기업들의 대미 원전 진출에 대한 기대감은 여전히 유호
- 인프라 예산 중에서 데이터센터향 전력 투자 예산 비중이 가장 큰 국가 역시 미국이기 때문에 AI 인프라 시장 확대에 따라 원전 외에도 AI 데이터센터, 가스복합화력, 송변전, LNG 등 다양한 분야의 신규 수주 역시 기대

한국 건설사 해외 수주액

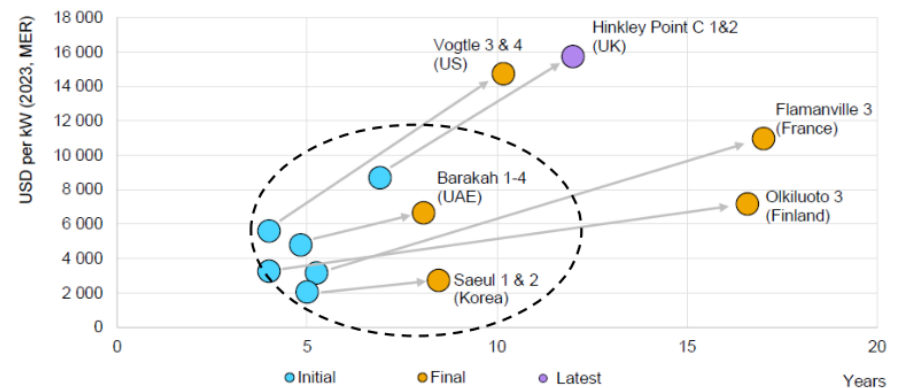


자료: 해외건설협회, MEED, IEA, LS증권 리서치센터

중동 플랜트 호황기 당시 EPC Top 10 Contractor

Rank	Contractor	Country	Value of award (\$bn)
1	대림산업	한국	4.87
2	삼성엔지니어링	한국	4.47
3	Petrofac	영국	2.08
4	GS 건설	한국	1.95
5	SK 건설	한국	1.75
6	TR	스페인	1.56
7	Saipem	이탈리아	1.33
8	Tecnimont	이탈리아	1.08
9	Toyo	일본	1.00
10	JGC	일본	0.99

글로벌 원전 시공~준공까지 시간, 비용 증가 추이

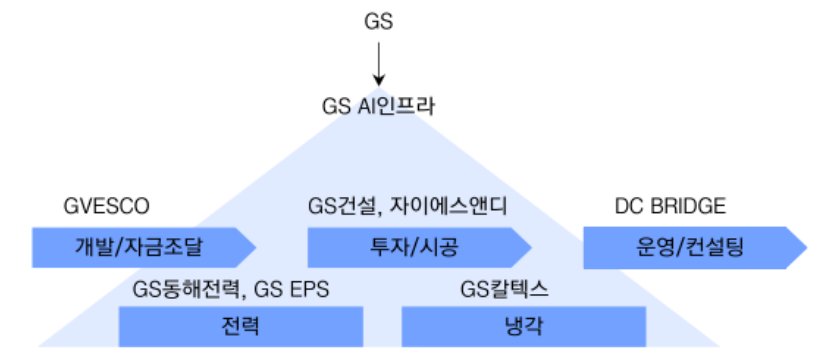


복합 인프라 수요에서 부각되는 그룹의 강점

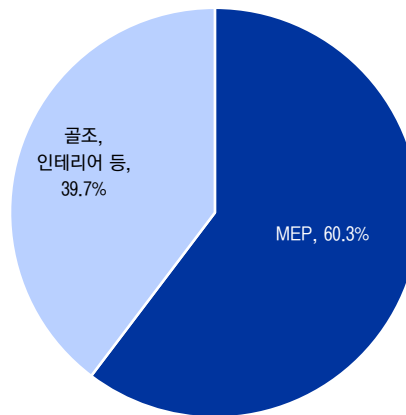
● 대규모 조별과제에 대비된 그룹사들

- AI 인프라 건설 사이클에서 국내 그룹들의 수직 계열화 시너지와 보유한 부동산들의 메리트 부각 가능성
- 데이터센터 공사비의 60% 이상을 차지하는 MEP(기계,전기,배관)는 AI 데이터센터의 경우 MEP 비중이 70~80%까지 상승
- 특히 컴퓨팅 스펙에 맞춰 전력, 냉각 배관, 고밀도 배전반이 복잡하게 얽히게 되며 기존 실적이 있는 EPC 위주로 진입장벽 생성 불가피
- GS 그룹 사례를 보면, GS 지주 산하에 GS AI인프라를 설립하여 AI 밸류체인 구축을 주관. GS건설을 필두로, GS칼텍스의 냉각과 DC BRIDGE의 데이터센터 운영 컨설팅 노하우가 투입
- 더해 GS E&R이 북평국가산업단지에서 운영 중인 GS동해전력을 중심으로 인접한 북평 제2산업단지를 데이터센터 건설 부지로 활용할 예정

GS 그룹 AI 데이터센터 투자 구조



데이터센터 공사비 구성, MEP는 대규모 조별과제



LG 그룹의 One LG 전략과 계열사 포지션

계열사	피지컬 AI	데이터센터	기타 확장성
LG전자	로봇 액추에이터	냉각 솔루션	가전 시너지
LG디스플레이	휴머노이드 디스플레이	-	차량용 OLED
LG CNS	로봇 플랫폼·SW	설계·구축·운영	AI 팩토리·DBO
LG에너지솔루션	로봇 배터리 팩	ESS/UPS 배터리	EV 배터리
LG이노텍	센서 (카메라·라이더·레이더)	-	EV·자율주행 전장
LG유플러스	로봇 네트워크·데이터	AIDC 운영·DCIM	프라이빗 5G·엣지

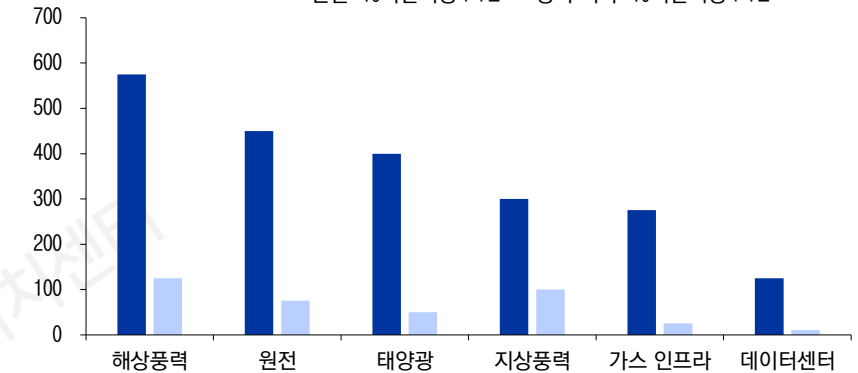
건설 병목에 비춰지는 스포트라이트, 사회적 부작용과 정치

● 정치와 사회적 논쟁으로 건설과 인프라의 병목 부각

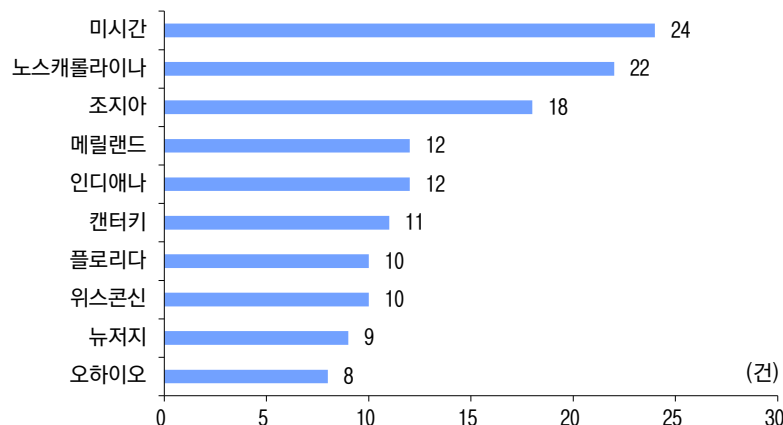
- 최근 급격히 화두로 떠오른 데이터센터 인프라의 사회적 부작용은 기업들의 경쟁적 AI 투자와 미래의 낙관과 대비
- 그리고 이를 더욱 선명하게 만들 중간선거라는 이벤트를 기점으로 미국 곳곳에서 발생 중인 데이터센터 모라토리엄
- 당사는 이러한 정치, 사회적 관점에서의 노이즈가 건설과 인프라단의 병목과 필요성을 강조할 것으로 전망. 반도체 및 다른 AI 주도주로 치중된 수급과 열기가 옮겨올 가능성
- 특히 용수와 에너지, 물가(Chipflation), 고용 측면에서 건설 및 기타 인프라 밸류체인으로 자금이 투입되는 것은 반도체, 데이터센터보다 사회, 경제적 부담이 덜함

데이터센터의 부족한 고용 효과

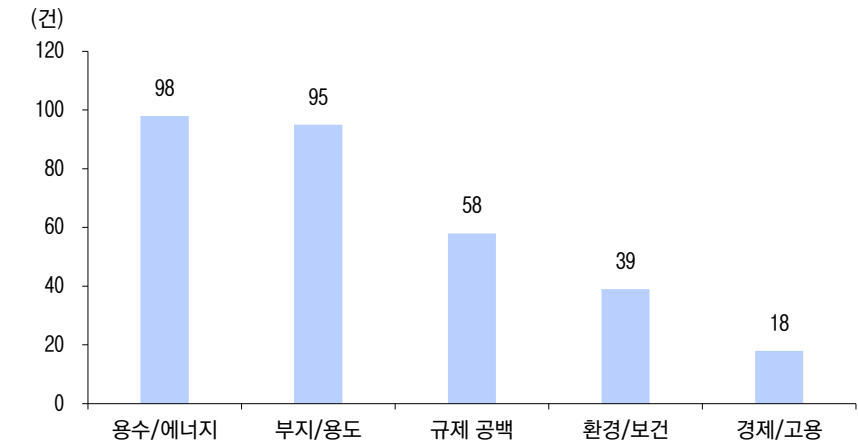
(FTE(정규직 환산건수), 건) ■ 건설: 10억달러당 FTE ■ 장기 지속: 10억달러당 FTE



미국 주별 지자체 모라토리엄 조치 건수



미국 지자체 모라토리엄 조치 사유



자료: IEA, 언론종합, InterConnected Capital, Latitude Intelligence, LS증권 리서치센터

주 의회보다 빠른 지자체, 실제 부작용은 이미 시작

● 현실을 반영하는 가장 빠른 움직임, 지자체 모라토리엄 예시

- 주 단위 규제가 지연되거나 무산된 지역에서도 지자체 레벨에서는 선제적 유예와 용도변경 거절이 빠르게 누적. 현재까지 251(8/30)개의 지자체 모라토리엄이 추진됐으며 그 중 211개는 통과된 상황
- 대표적으로 미시간주의 경우 주지사의 강경한 반대 스탠스로 지자체단의 움직임이 상당히 활발한 지역. 16개의 도시, 카운티 등에서 모라토리엄 통과. 뉴올리언즈, 덴버, 시애틀 등 대도시도 주 차원의 반대와 달리 지자체단의 모라토리엄 시행

미국 지자체 레벨 데이터센터 모라토리엄 케이스

미주	지자체 레벨	정지 기간	일자	내용 및 특이사항	규제 목적
미시간	Northville	12M	26/1/6	데이터센터 신청서 접수 전 선제적 규제 목적 강조	사전 차단형
	Pontiac	6M	26/1/21	부작용 검토를 위한 일시적 규제, 검토 없는 건설에 대한 부작용 강조	사전 차단형
	Sterling Heights	12M	26/2/4	전력 및 자원에 미칠 수 있는 영향, 소음 공해 등의 연구 시간 확보 목적	사전 차단형
	Ypsilanti	60D 긴급 적용 후 12M 결의 중	26/3/3	상수도 인프라 검토 및 주정부 차원의 세제혜택 전면 비판	미시간대학교, Thor Equities 잠재 후보지였으나 거절
	Detroit	24M	26/3/18	14.4에이커 규모 대형 데이터센터 거절, 환경 및 경제 영향 평가 진행	잠재 제한 거절
	East Lansing	6M	26/3/18	데이터 센터 관련 조례 부재로 유예	사전 차단형
	Springfield Township 등	6M~12M	26/1~26/7	개발 관련 루머 및 인근 지역 부작용 경계 심리에 따른 법안 추진	
노스 캐롤라이나	Canton	12M	26/2/12	수자원 고갈, 식수 오염, 소음, 신기술에 대한 위협 등	폐쇄 공장 데이터센터 전환설 대응
	Chatham	12M	26/2/12	자연 보호 및 주거 환경 보호 목적	사전 차단형
	Boone	12M	26/3/23	개발 전 환경, 경제 영향 평가 기간 확보 목적	사전 차단형
	Swain	12M	26/4/21	기존 에너지, 수자원 인프라 피해 우려	사전 차단형
	Orange	12M	26/4/21	전력 및 자원에 미칠 수 있는 영향, 소음 공해 등의 연구 시간 확보 목적	사전 차단형
	Clyde 등	6M~12M	26/4 전후	개발 관련 루머 및 인근 지역 부작용 경계 심리에 따른 법안 추진	
기타 지역 특정 계획 거절형	Douglas County (GA)	용도변경 부결	26/7/9	표결을 통해 데이터센터 부지 용도변경 거부	Edge ConneX 거부
	Hill County (TX)	12M	26/5/12	텍사스 카운티 최초 모라토리엄, 개발자 소송 이후 철회	Provident Data Centers 거부 후 소송
	Citrus County (FL)	12M	26/5/8	모라토리엄 적용 직전 개발 신청했으나 용도 변경 부결	Holder Industrial Park 거부
	Spartanburg County (SC)	12M	26/6/7	선제적 모라토리엄, 카운티 의원들의 선거철 전략이라는 언론 평가	LightHouse Data Center 거부

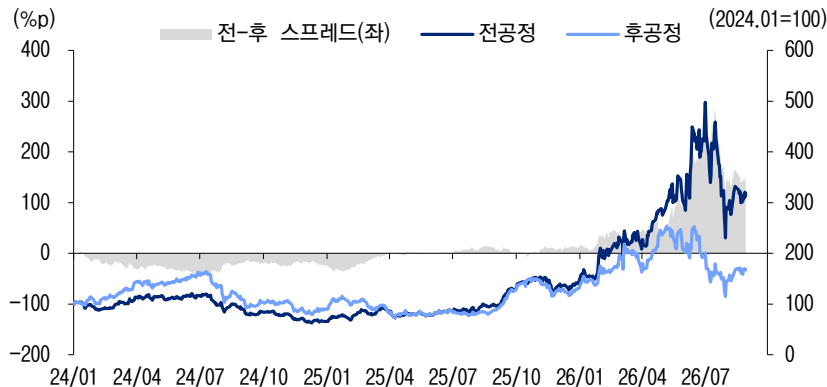
자료: LS증권 리서치센터

[반도체 소부장] 메모리의 현금이 향하는 곳

● 후공정에서 전공정으로 돌려지는 시선

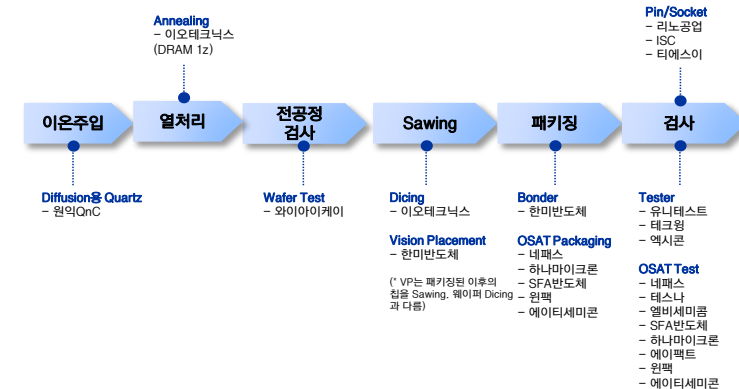
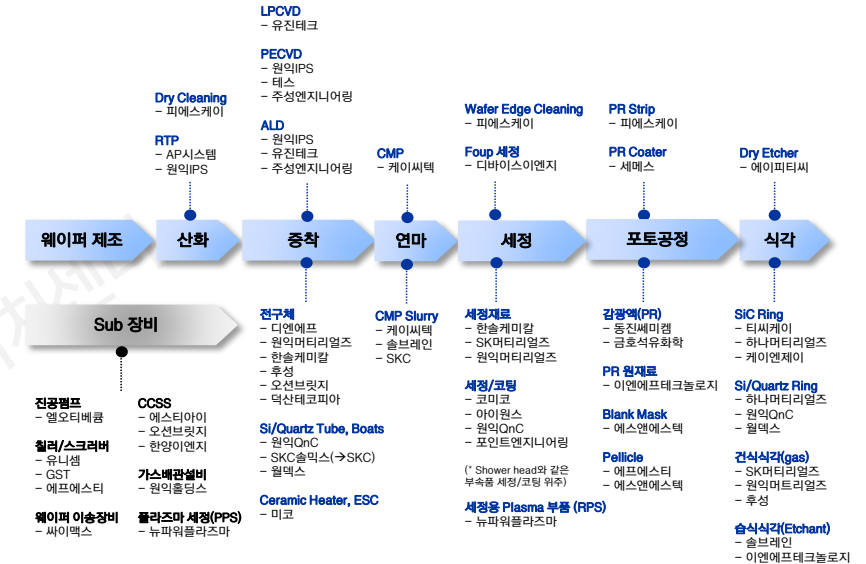
- AI 메모리 수요에 대응한 본격적인 CAPA 증설이 시작되며 후공정에서 전공정으로 관심 이동
- 특히 AI 사이클의 유동성이 쏠려있는 메모리에서의 현금 흐름이 신규 증설에 투입된다면 전공정 장비, 소재 업체로 수혜 범위가 확대될 가능성
- 이미 상당부분 밸류는 높아졌으나, 앞선 엔비디아, 메모리 업종도 이익 성장이 밸류를 해소하는 구간이 가장 퍼포먼스가 좋았던 구간
- 또한 전공정은 후공정 대비 긴 리드타임이 필요한 만큼 병목의 인식 강도 (P 상승)가 강하고, 선행 투자에 따른 수주 가시성이 먼저 나타날 수 있음
- 미국에서도 패키징뿐 아니라 메모리 Fab 투자 확대에 대한 압박이 높아지는 상황. 최근 트럼프 행정부의 반도체 관세 압박의 근간에 후공정 패키지 공정보다 규모 및 고용 창출효과가 높은 팹 투자 확대를 위한 행보라는 의견도 존재

본격적 CAPA 증설, 전공정의 아웃퍼폼



자료: OECD, Bloomberg, LS증권 리서치센터

반도체 제조 공정 밸류체인 정리

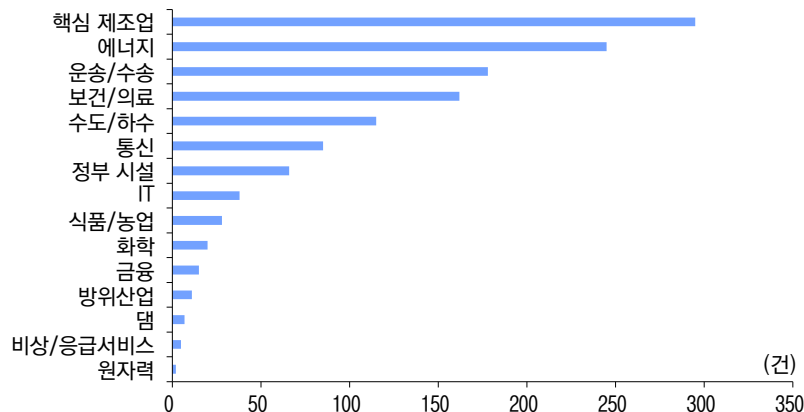


[보안 및 S/W] 시작된 이익 재평가 기간

● 패치 지옥에 빠진 AI 사용자, 사이버 보안의 수요

- 보안 테마의 경우 AI 기술 고도화에 따른 수요 급증을 시장이 본격적으로 인식하는 단계. 당사 역시 S/W 수요를 가장 앞서 보여주는 영역으로 이익 재평가 기간이 단기에 끝나진 않을 것으로 판단
- 금번 테마 선정의 관점인 현금과 병목의 시선에서도 유효한 투자영역
- AI와 자동화 도입 확산과 함께 기존 폐쇄망이었던 OT설비까지 네트워크로 연결. 핵심 제조업에 대한 보안 취약점 또한 급증
- 병목의 관점에서는 공격 소요 시간의 감소와 방어(패치) 대응 시간의 증가에 따라 상대적 병목이 발생. Sidero Labs는 공격자 소요 시간이 제로를 넘어 마이너스까지 가능함을 언급
- Mitiga.io는 2025년 취약점 노출이 4.8만건이었던 반면 패치는 7.5천건에 불과했다고 분석

산업별 CISA(미국 사이버보안국) 보안 취약점 권고안 발행 건수

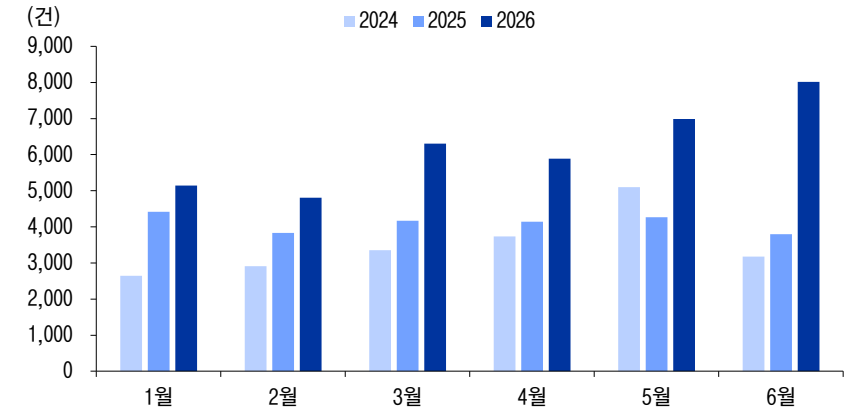


자료: Forescout Technologies, CISA, Gartner, LS증권 리서치센터

글로벌 AI 투자 시장 전망, 작지만 확실한 성장성

Market (USD bn)	2025	2026	2027	CAGR
AI Infrastructure	965	1,366	1,748	35%
AI Models	14	26	43	74%
AI Services	439	589	761	32%
AI Cybersecurity	26	51	86	82%
AI Software	283	452	636	50%
Data Science and ML Platform	22	31	44	43%
AI Application Development Platforms	7	8	11	29%
AI Data	1	3	6	179%
Total AI Spending	1,757	2,528	3,337	38%

상반기 기준 연도별 신규 사이버 보안 취약점 발견 건수



소프트웨어, 떨어지지 않은 이익 전망을 믿어보자

● S.W의 근거 있는 낙관, 믿어 볼만 하다

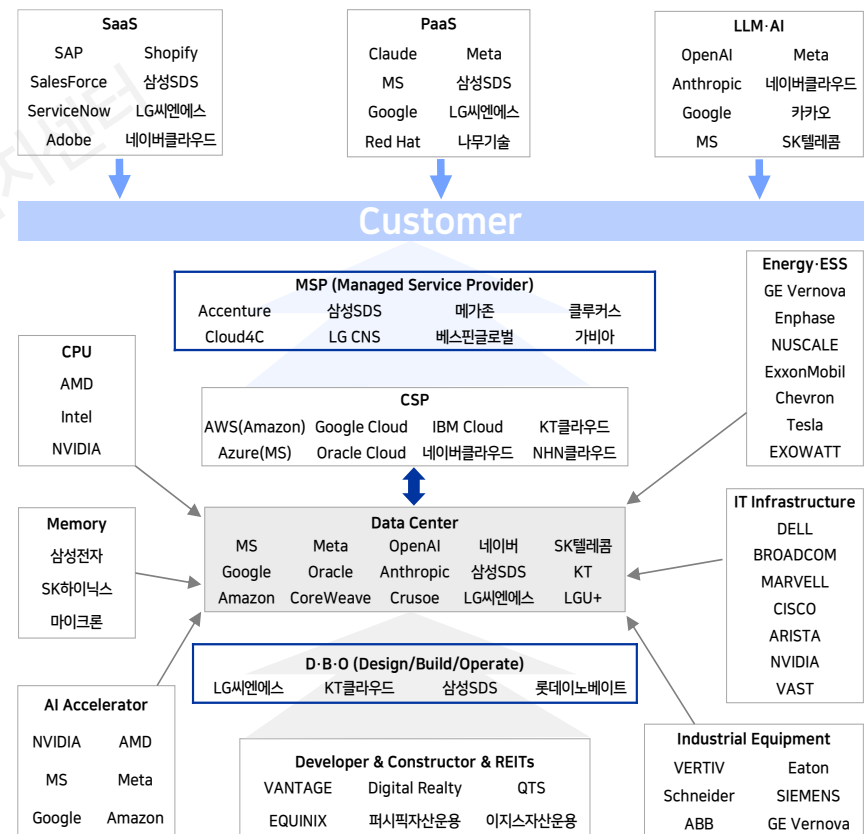
- 이익 모멘텀을 중심으로 선별적 매수 기회 존재. AI의 등장으로 무형자산의 가치가 재산정되는 국면임에도 IB들의 낙관과 EPS 성장 전망은 유지
- 시장의 시선이 AI 활용으로 넘어옴에 따라 기존 S/W기업들의 이익, 시장 점유율, AI시대의 활용성 급격히 부각되며 리레이팅 국면 진입

견조한 이익 중심으로 반등하기 시작하는 S.W

이름	시가총액(\$,b)	EPS(2027) YoY	1M 수익률	1Y 수익률
마이크로소프트	3,813.2	16.6%	14.1	2.2
팔란티어 테크놀로지스	447.5	43.7%	52.4	18.9
오라클	434.5	7.8%	18.3	-32.5
팔로 알토 네트워크	302.8	8.7%	14.1	95.0
CrowdStrike	223.6	34.7%	17.9	106.2
IBM	222.0	6.8%	7.0	-0.7
세일즈포스	210.7	41.9%	41.7	0.8
서비스나우	149.6	23.3%	31.5	-21.1
포티넷	121.8	9.7%	7.6	110.7
액센츄어	116.1	5.8%	16.1	-24.6
어도비	115.9	12.3%	17.6	-18.3
인튜이트	97.9	0.1%	13.5	-45.7
케이던스 디자인 시스템	93.7	16.9%	2.3	-2.9
Datadog Inc	85.3	21.3%	-11.8	73.4
시놉시스	84.8	16.0%	18.9	-26.7
오토데스크	55.0	22.8%	10.9	-17.2
워크데이	49.3	21.3%	29.5	-11.3
로퍼 테크놀로지스	42.2	9.2%	9.5	-18.3
코그니전트	28.8	10.2%	19.5	-9.5
베리사인	26.4	14.9%	2.2	8.1
페어 아이삭	24.9	22.7%	1.2	-24.2

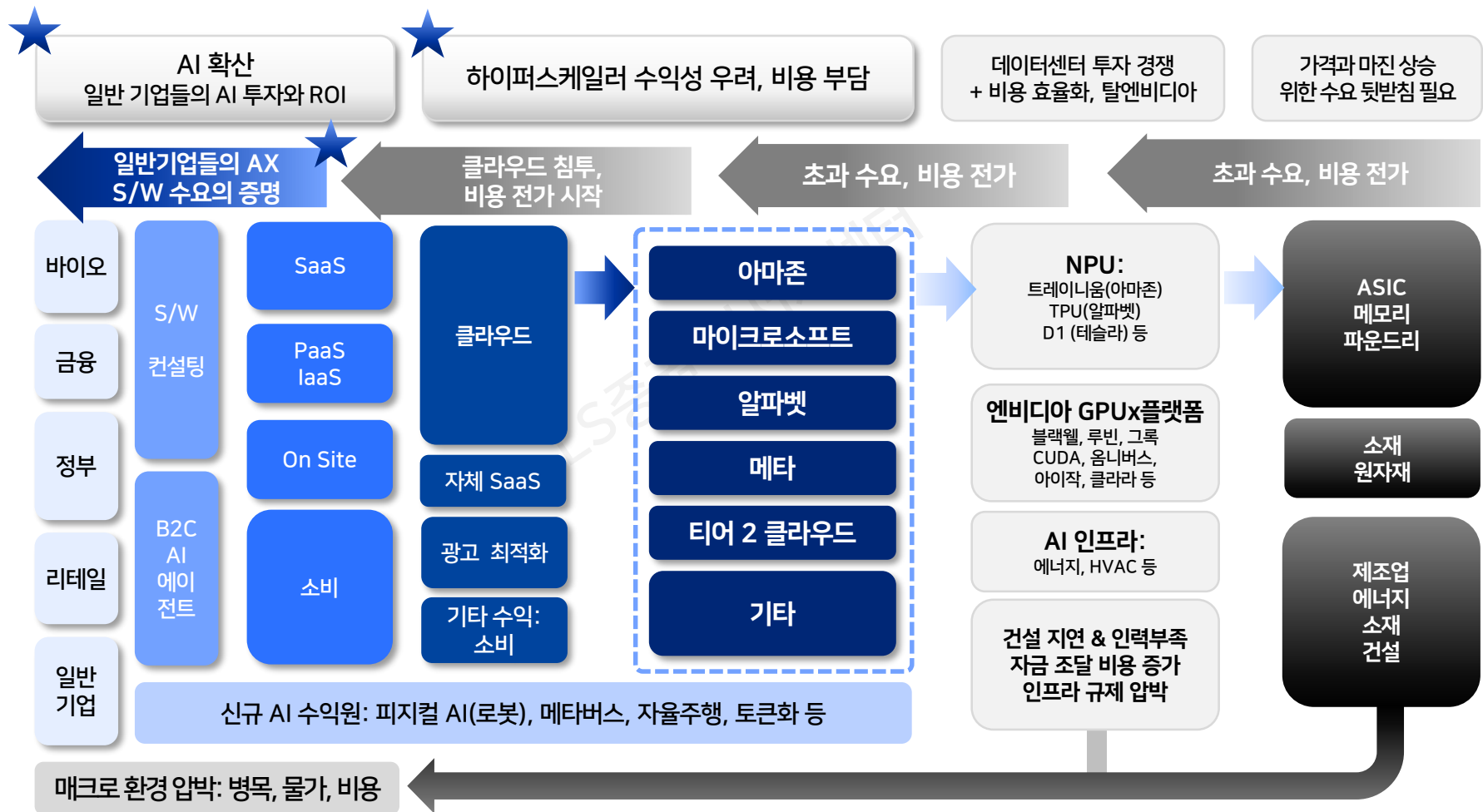
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

AX 밸류체인 도식



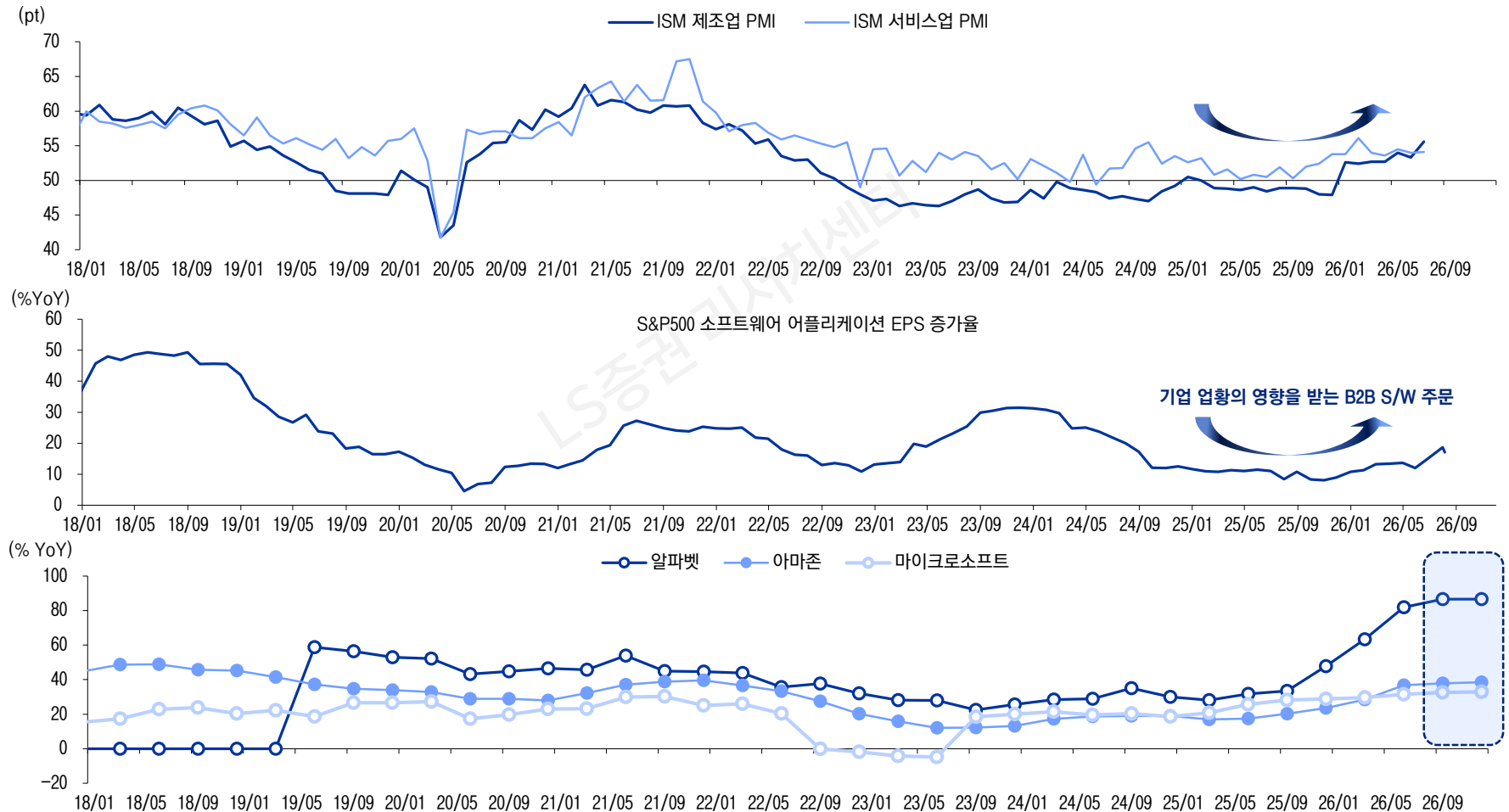
AI 산업 밸류체인 구조, 이제 Return의 차례

빅테크 ROI 압박, S/W를 넘어 일반기업들에게 전가 가능할지 여부



[AI 생태계 지속가능성의 시그널] S/W와 기업 투자심리의 회복

일반 기업들의 AI 투자 → S/W 업종의 실적 → 빅테크 클라우드 성장 가속화

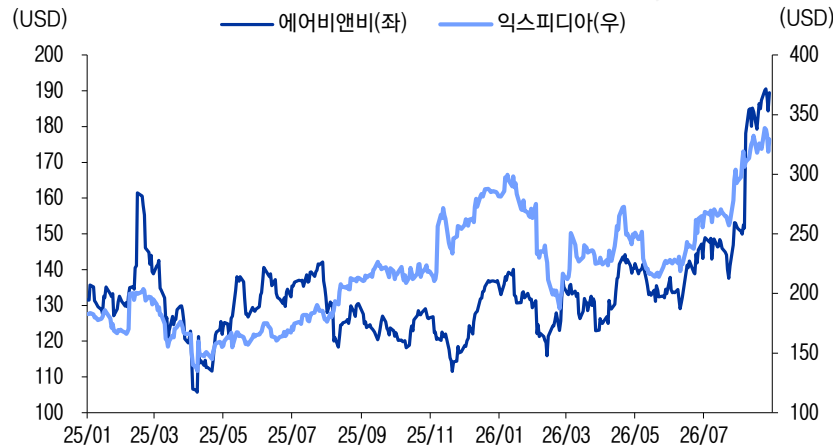


[Phase 3의 아이디어] 조금씩 포착되는 AI 생산성 혁명의 결실

● 바텀업단에서 확인되는 시그널

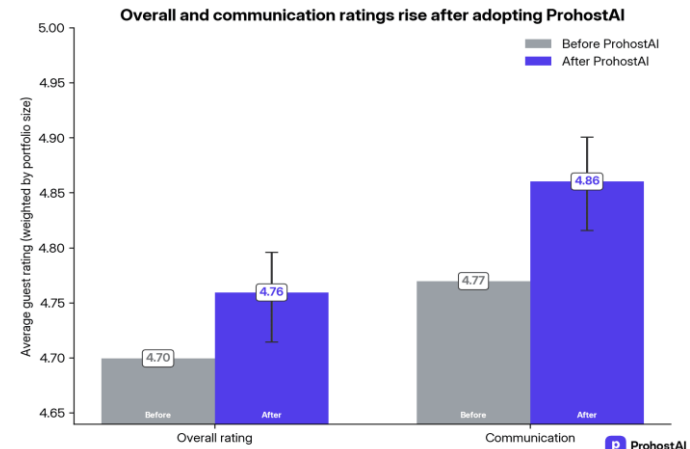
- AI 생산성의 결실이 점차 가시화 됨에 따라 AI 사이클의 최종단계인 생산성 수혜 영역에도 장기적 관심이 필요. 개별 기업의 비용 및 업무 효율화 사례에서 산발적으로 확인되고 있는데, 금번 어닝시즌에서는 Airbnb와 Expedia가 AI 활용 사업성 개선으로 주목
- Airbnb의 경우 AI 기반 고객지원 도입으로 전체 문의의 약 45%를 사람의 개입 없이 처리. 이에 따라 예약 한 건당 고객지원 비용이 전년 대비 16% 감소, AI 도입 이후 제품 출시 소요기간은 최대 60% 단축, 새로운 기능 출시 건수는 전년 대비 80% 증가
- Expedia는 2Q26 실적에서 AI 기반 개인화 및 추천 기능이 기록적인 고객 확보율을 달성하는데 기여했음을 강조했으며 운용효율성이 극대화됨에 따라 매출이 +14%YoY 증가할 동안 순이익이 +166%YoY 급증(OPM 12%대→18%대)
- 이처럼 AI의 효과가 비용 절감과 처리능력 개선으로 연결되기 시작하면서, 생산성 개선 여력이 높은 산업을 선별할 필요
- 장기적으로 이러한 생산성 효과가 등장할 영역을 판별하기 위해 AI 대체가능 Input비율(AI 대체 용이성)과 Out 대비 인건비 압박(AI 대체 압박)을 기준으로 산업을 선별. 재무적 기준점을 적용했을 때, 섹터단에서는 소프트웨어, 미디어/교육, 호텔/레저서비스, 통신서비스, 건강관리 등이 선별되며 금융 관련 업종 또한 산업의 성격을 고려한다면 AI 도입에 따른 생산성 증대 기대 영역

에어비엔비와 익스피디아 주가 추이



자료: Bloomberg, ProhostAI, LS증권 리서치센터

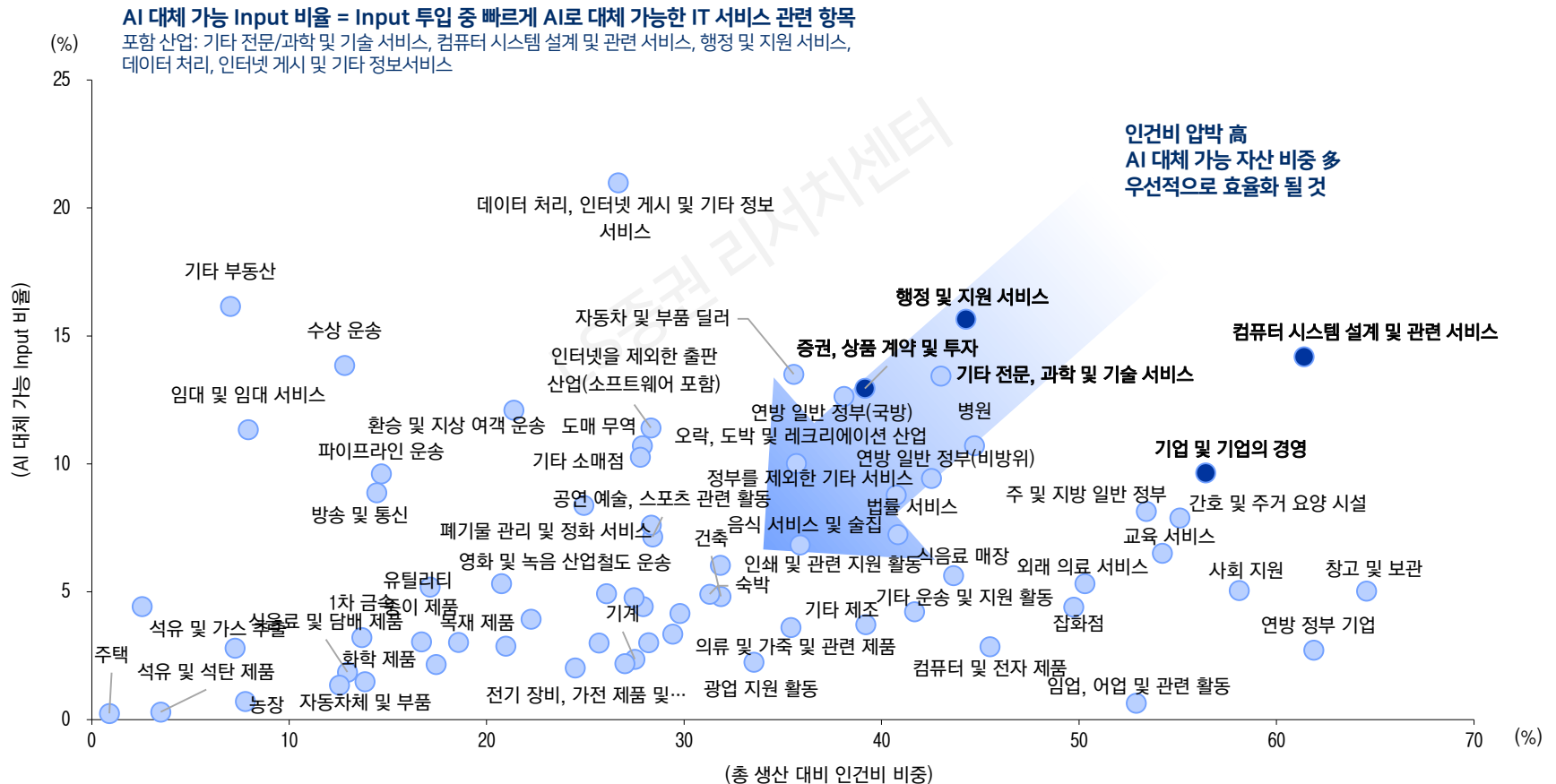
AI 응답 기술 적용에 따른 에어비엔비 호스팅 리뷰 개선 효과



AI 생산성 혁명의 결실이 포착될 지점

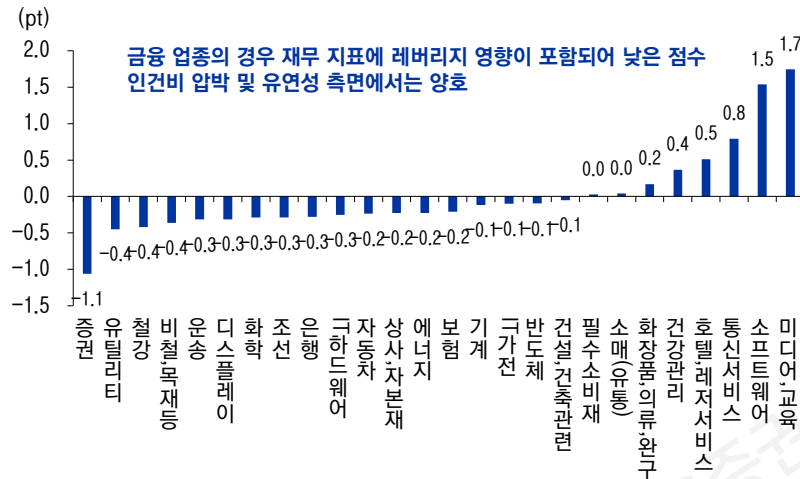
● 미국의 Input-Output Data로 보는 잠재적 AI 생산성 개선 산업

- 노동력에 따른 비용압박을 받고 있으며 AI 전환에 유리한 사업구조를 가진 산업이 우선적으로 생산성 개선 작업에 들어갈 것

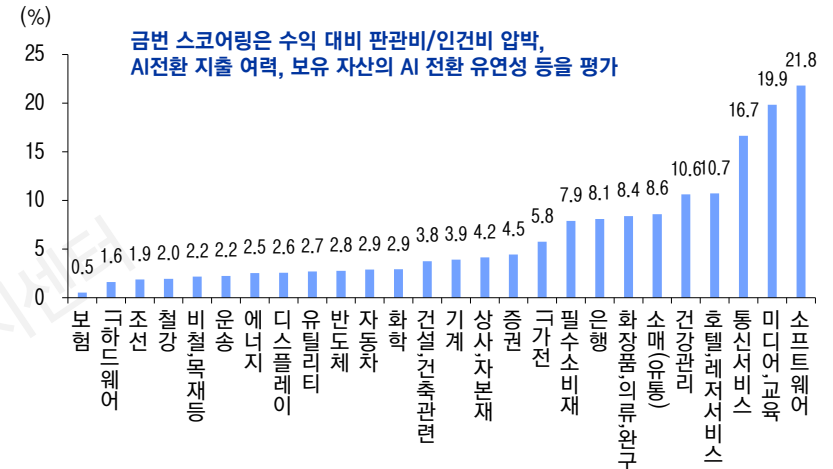


투자아이디어: 비용압박/구조적 유연성/자금 여력을 고려

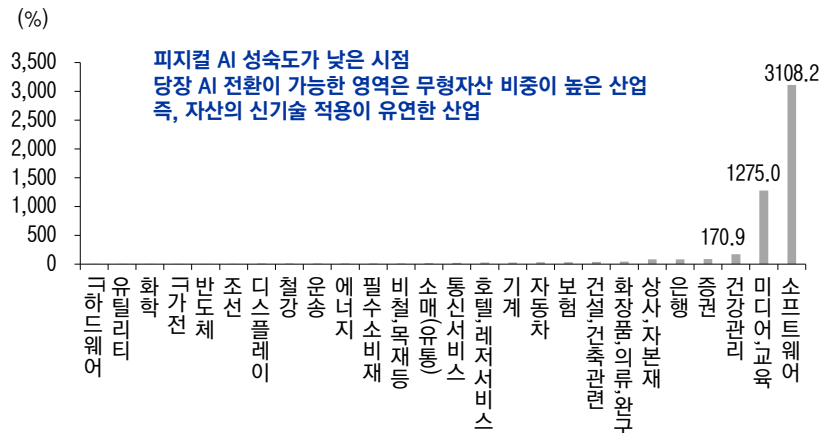
종합: 섹터별 AI 최적화 가능성 점수



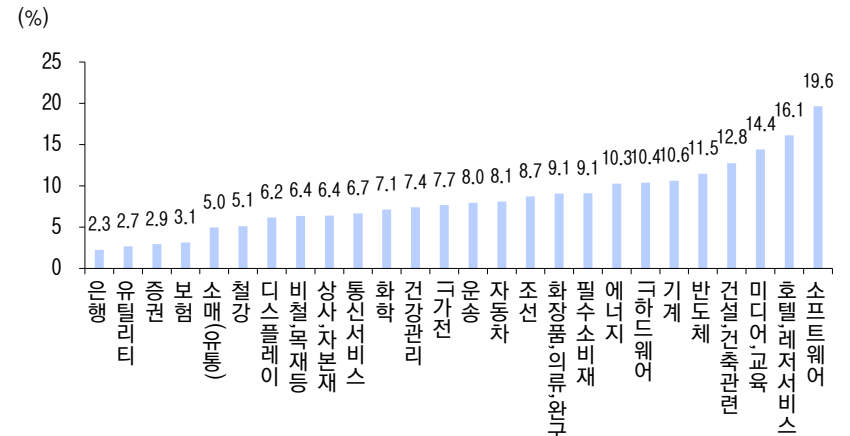
구성 지표 예시: 섹터별 인건비&복리후생/매출액(%) - AI 전환 압박



구성 지표 예시: 섹터별 무형자산/유형자산 비율 - AI 전환 유연성



구성 지표 예시: 섹터별 현금성 자산/자산총계 - AI 전환 투자 여력



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호, 정다운, 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 당사에 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.