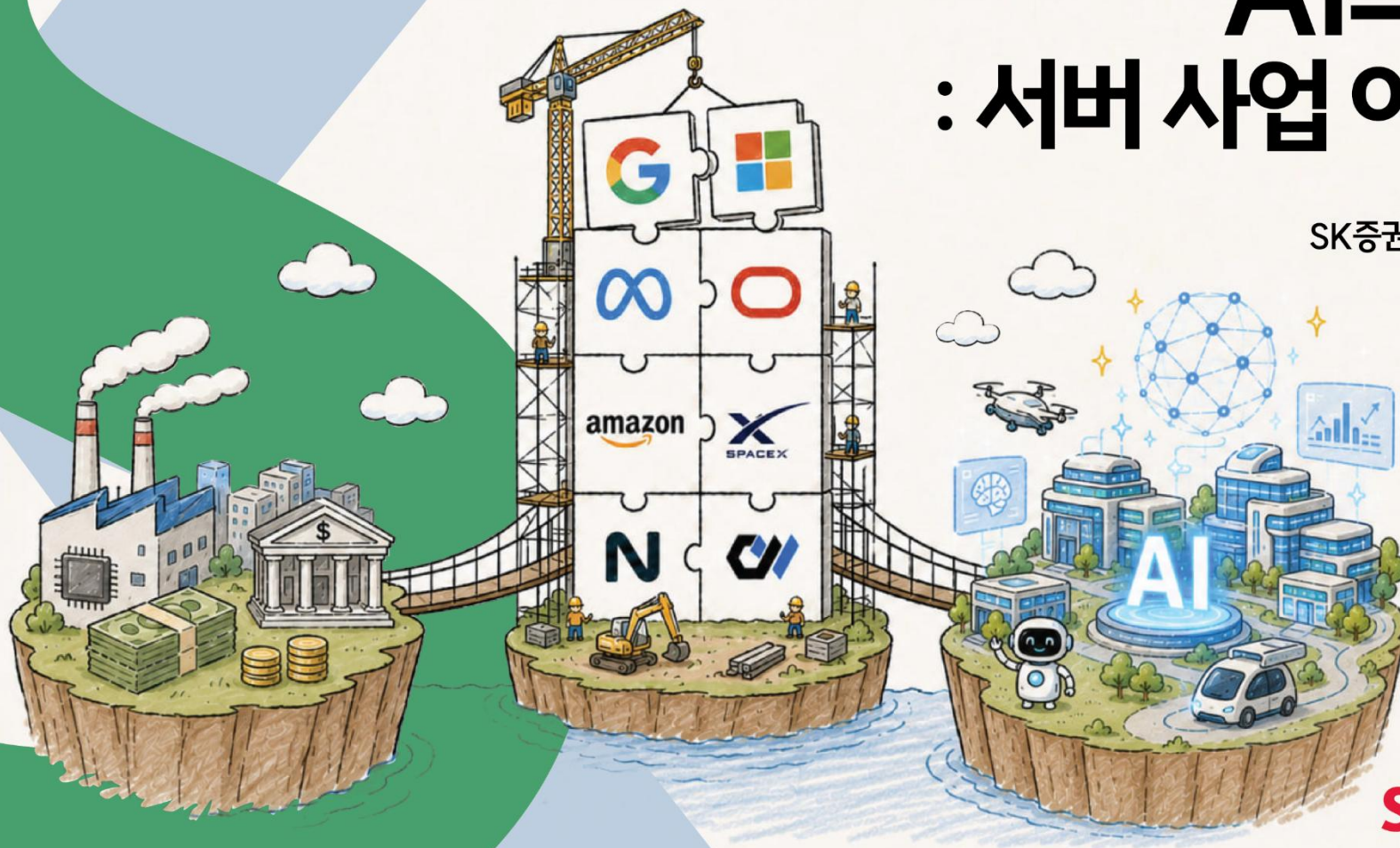


2026-09-03

해외주식/AI AI의 허리 : 서버 사업 이해하기

SK증권 해외주식/AI. 박제민



SK securities

Contents

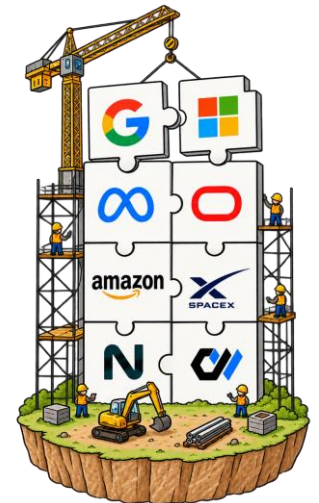
03 CSP는 밸류체인을 잇는 다리

07 아마존이 밝혀준 CSP 경제학

14 CSP의 이익 결정 모형

23 향후 서버 수요와 공급은?

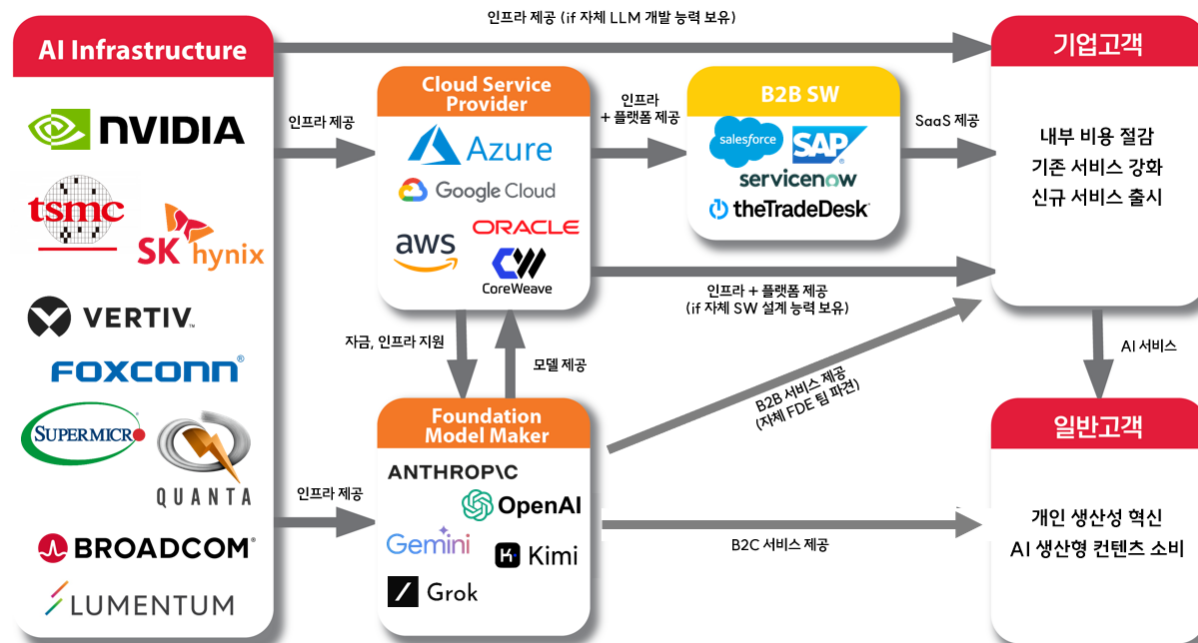
30 기업별 AI Capex 흐름도



CSP는 AI 밸류체인을 잇는 다리

- CSP(Cloud Service Provider)는 서버를 사서 소유하고 운영하며 시간 단위로 빌려주는 사업자
- 자본집약형 임대업. 자산을 먼저 사고 나중에 회수하는 구조. 디지털, AI 세상의 '건물주' 같은 포지션
- 전방 고객들은 여건에 따라 1) 인프라 2) 인프라+모델 3) 인프라+SW 등의 조합으로 임대
- 후방 IT기기 및 인프라 사업자들은 CSP의 조달 계획에 따라 수요 결정
- 전통 CSP(CPU 기반 범용 클라우드)에서 2023년 Gen.AI 발전 이후 GPU CSP 시대 개화
- 급격한 GPU 수요 증가로 GPU DC(데이터센터) 수요 증가. 선제적 증설 집행 중. 신규 플레이어인 네오클라우드 탄생

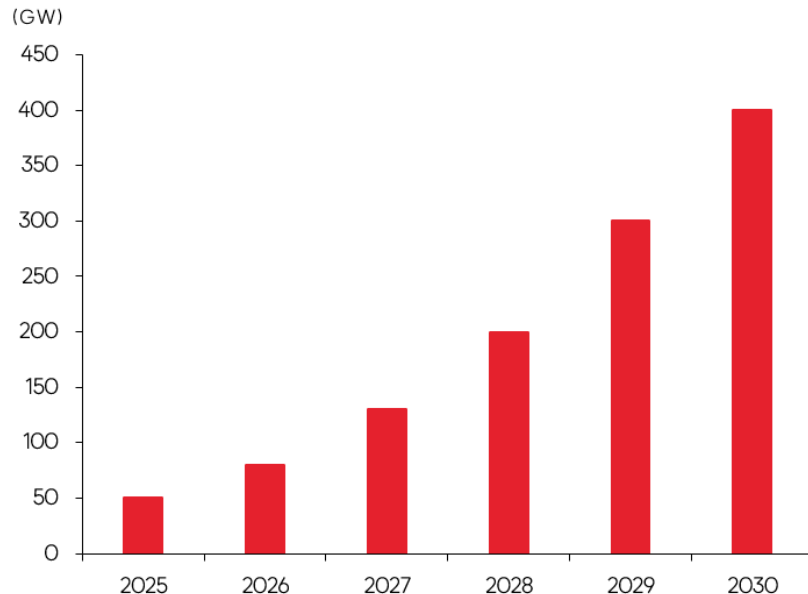
AI 밸류체인



주요 CSP 플레이어

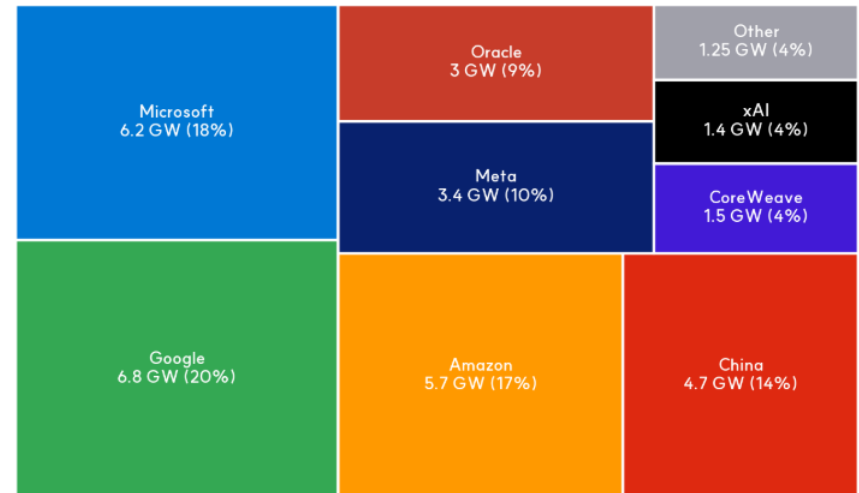
- 직접 AI DC를 조달하는 일부 기업과 국가(소버린AI)를 제외하고 대부분 GPU DC는 소수의 CSP 위주로 지어지는 중
- Semianalysis의 딜런 파텔에 따르면 2025년말 전세계 AI DC 용량은 50GW 내외. 2028년까지 200GW 이상까지 추가 전망
- 2Q26 기준 가장 많은 GPU DC를 보유한 사업자는 Google. 지난 2년간 높은 Capex를 집행한 빅테크들이 순위권 (EpochAI 수치 역산)
- CPU 클라우드 점유율의 경우 AWS가 전통적으로 1위 (1Q26 35% 수준). EpochAI 추정치는 AI향 GPU DC 용량만을 추정한 것
- Google은 TPU 위주 DC로 일부 CPU 작업 용량이 존재
- 중국의 경우 '중국 기업에 판매된 것으로 추정되는 AI 칩'을 점유율로 치환. 향후 Ascend 등 자체 ASIC 생산에 따라 용량 증가 전망

전세계 AI DC GW 추정 (Semianalysis)



자료: Semianalysis, SK증권

CSP 별 보유 AI DC GW 점유율 추정 (EpochAI 수치 보정)



자료: EpochAI, SK증권 추정

CSP 서비스 구분

- 전통적으로 IaaS, PaaS, SaaS 3단 구조. 사업자 관리 범위가 넓어질 수록 마진도 높아지는 구조
- AI 도입 이후 하단(전력·베어메탈)과 중단(MaaS)에 신규 Layer가 생겨나는 중. 5~6단으로 세분화
- 과금 단위도 vCPU-시간에서 GPU-시간, 그리고 토큰 사용량당 과금으로 이동. 레이어별 수익성 서열이 재편되는 중
- **PaaS**: SW 사업자가 인프라 관리 인력까지 확보하고 싶지 않을 때 선택. Platform 위에서 SW를 개발하여 유통, 판매
- **베어메탈**: 많은 양의 GPU를 원하지만 DC를 직접 지을 능력 또는 시간이 부족할 때 선택. 대부분 하이퍼스케일러-네오클라우드 계약
- **MaaS**: AI로 신규 어플리케이션을 제작을 원할 때 선택. 모델 개발 비용은 감내하지 않고 보편적 모델을 니즈와 데이터 기반으로 차별화

전통적 Layer 구분: IaaS, PaaS, SaaS

사업자 관리 범위	On-Premise	IaaS	PaaS	SaaS
애플리케이션	고객	고객	고객	사업자
데이터	고객	고객	고객	고객 입력
런타임-미들웨어	고객	고객	사업자	사업자
OS	고객	고객	사업자	사업자
가상화	고객	사업자	사업자	사업자
서버·스토리지	고객	사업자	사업자	사업자
전력·데이터센터	고객	사업자	사업자	사업자
과금 단위	자체 감가상각	vCPU-시간	인스턴스-시간	시트-월

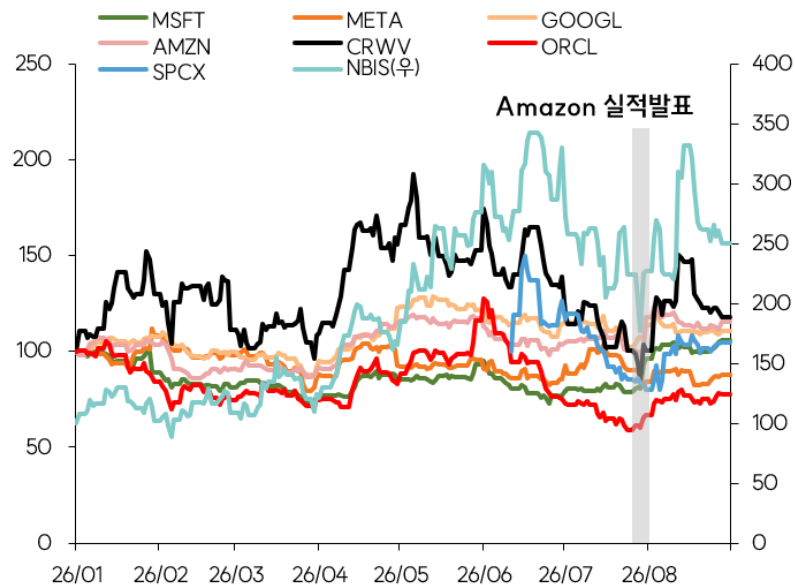
AI 시대 늘어난 CSP Layer

레이어	정의 / 대표 플레이어	과금 단위
L5. SaaS/AaaS 기존 레이어	완성 애플리케이션, 에이전트 M365 Copilot, Bedrock AgentCore	시트-월
L4. MaaS AI 시대 신설	모델 API 게이트웨이, 파인튜닝 AWS Bedrock, Nebius Token Factory	백만 토큰당
L3. AI 플랫폼 기존 PaaS	학습·실험 관리, MLOps SageMaker, W&B, Databricks	인스턴스-시간
L2. IaaS 기존 레이어	GPU 클러스터 스케줄링, 스토리지 CoreWeave CKS-SUNK, Nebius AI Cloud	GPU-시간
L1. 베어메탈 AI 시대 신설	물리 GPU 노드, 인피니밴드 패브릭 Lambda, Crusoe, Fluidstack	GPU-시간, 예약

최근 주가 및 멀티플 흐름

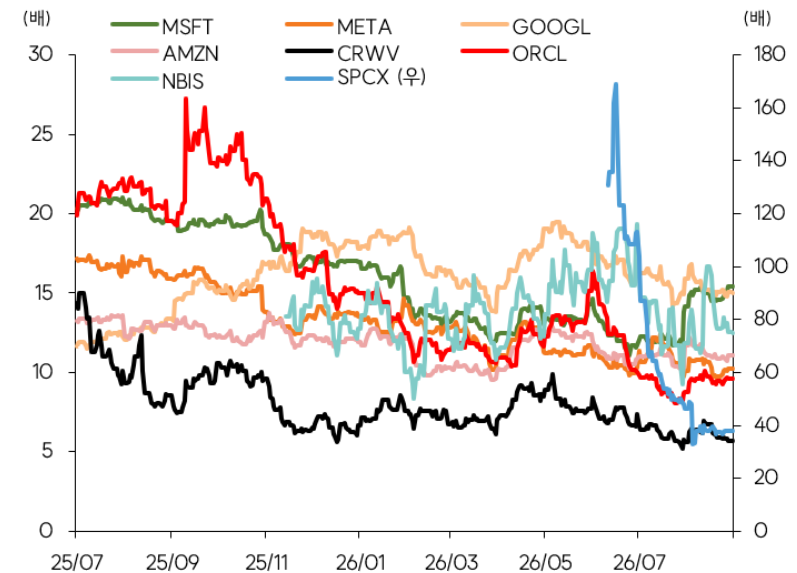
- 4Q25 실적발표 이후 1분기 주가 약세. Capex 내러티브 피로 누적, 일부 기업 FCF 음수 전환에 관한 우려 확대
- 1Q26 실적발표는 클라우드 매출액 가속화 증명. Capex 우려 여전했으나 강한 Backlog 누적으로 지속성 우려 완화. 주가 재상승
- 2Q26 실적발표 당시 가장 먼저 발표한 구글은 Capex Up, 분기 FCF 적자 기록으로 7% 급락. 투자자들의 투자 지속성 우려 반복
- 1주일 후인 Amazon 실적 발표에서 지속성 우려 완화해줄 시그널 다수 공개. 긴 계약 기간과 짧은 회수 기간 소통. 아마존 신고가 기록
- 다른 CSP 일제히 상승. FCF 악화 구간을 지나고나면 큰 수익화가 가능하다는 믿음 확산
- CSP들의 EV/EBITDA는 SpaceX를 제외하고 성장성(Backlog)보다 재무 안정성(부채비율, 이자보상비율)을 위주로 평가되는 중

주요 플레이어 주가 추이 (2026.01.01=100)



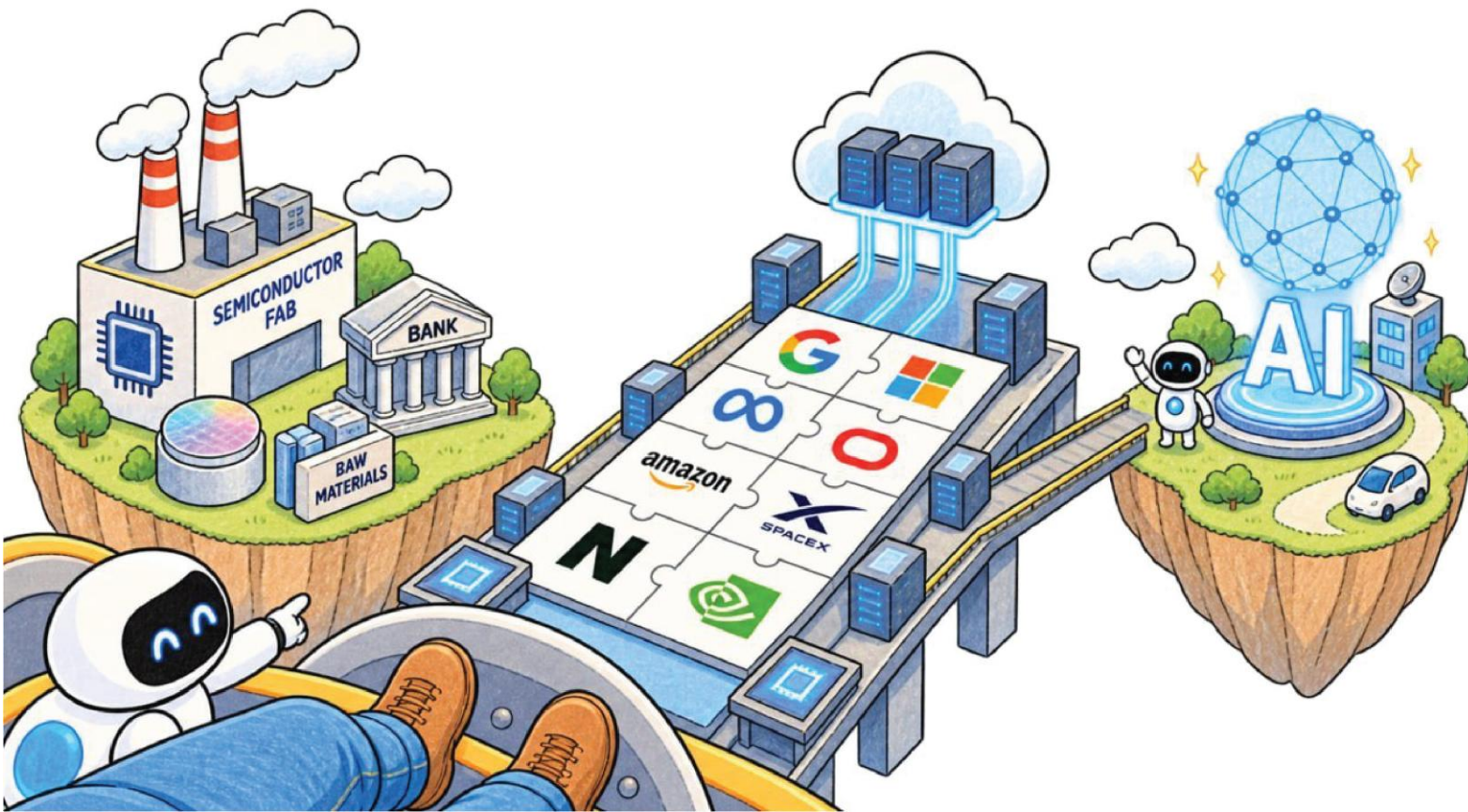
자료: Bloomberg, SK증권

주요 플레이어 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, SK증권

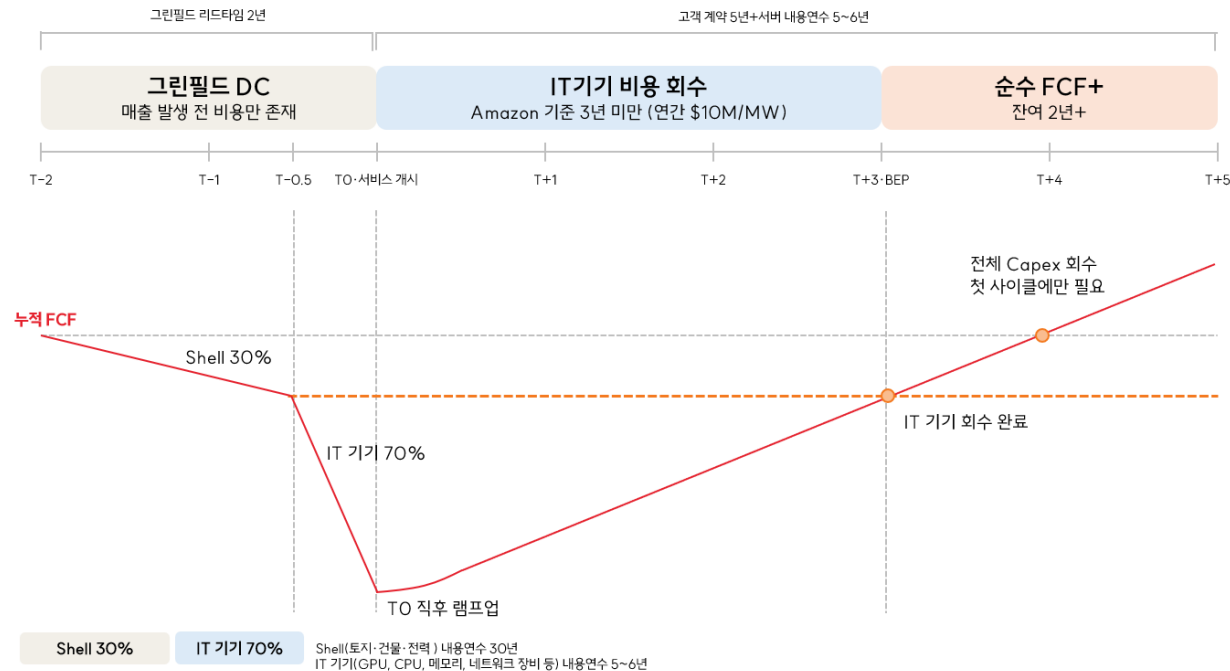
아마존이 밝혀준 CSP 경제학



아마존이 밝혀준 CSP 경제학

- Amazon, 7/30 실적 발표 직후 신고가 기록 및 CSP 섹터 반등. 신고가를 만들어준 주요 숫자는 3개
- **2년**: 그린 필드 AI DC 리드 타임. 통상적으로 1.5~2년 Shell(데이터센터 전력 인프라) 건설 후 3~6개월간 IT기기 구입
- **3년**: 현재 계약 가격으로 현재 IT 기기 비용을 회수하는데 걸리는 시간
- **5년**: 최근 들어 맺고 있는 장기 계약 기간. 대표적으로 Anthropic 10년, OpenAI와 8년 이상 장기 계약
- Capex 내 Shell 비중 30%, IT기기(반도체, 네트워크) 70% 가정. 아마존의 IT기기 내용 연수는 5년, 장기 인프라 내용 연수는 30년
- IT 기기 회수 비용으로 소통한 이유는 장기 인프라는 내용 연수가 보통 25년 이상으로 영향 미미. 첫 세대 사이클 이후 고려 대상이 아님

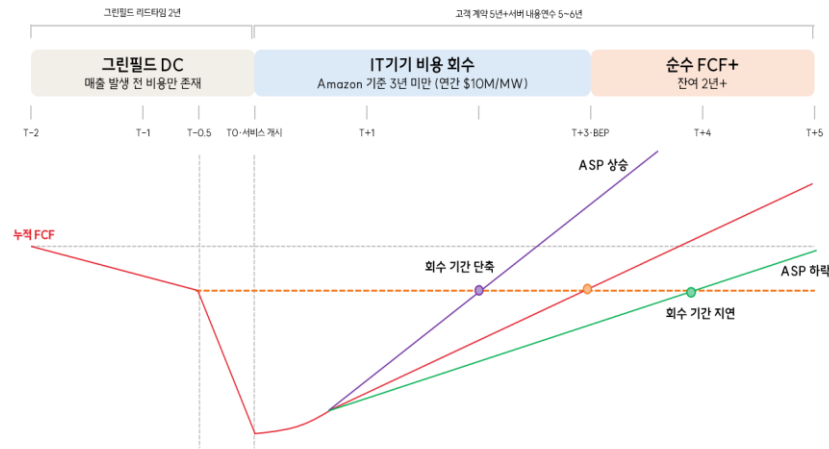
아마존 수치로 구성한 서버 사업자 누적 FCF 곡선



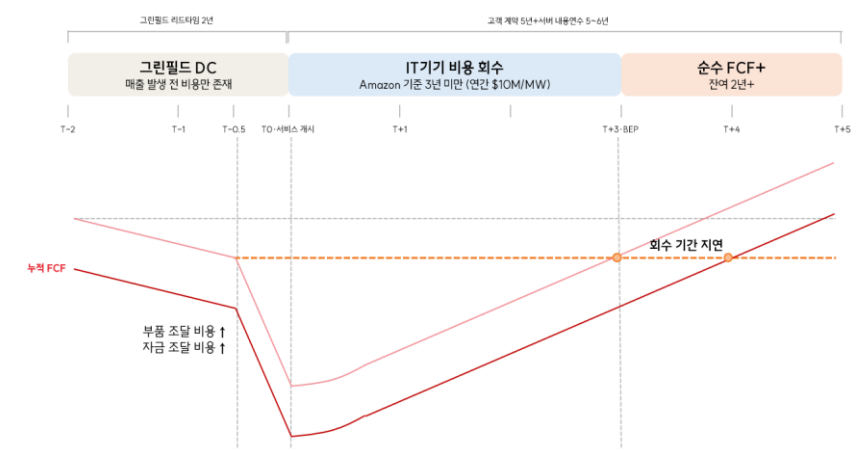
Price와 Cost 에 따른 회수 기간 차이

- 같은 서버 임대 사업자들도 기업별로 다른 회수 기간 언급 중
- Coreweave**: 조정 EBITDA 기준 회수 2.5년. 5년 계약 기준 초반 5년 구간 공헌마진 25%, 계약 전체 FCF 마진 ~15%
- Nebius**: Hopper 회수 2.5~3년. 2Q26 집행된 중기 계약 회수 기간 1~2년. GB300 단기 계약 회수 기간 1년 미만
- SpaceX**: 현재 수급 불균형으로 1년 미만 회수 기간. 향후에도 수급 불균형 지속 전망
- P는 수급과 서비스 Layer, C는 부품 조달 비용 및 자금 조달 비용이 주요 영향

누적 FCF 곡선: P 변동에 따른 회수 기간 이동



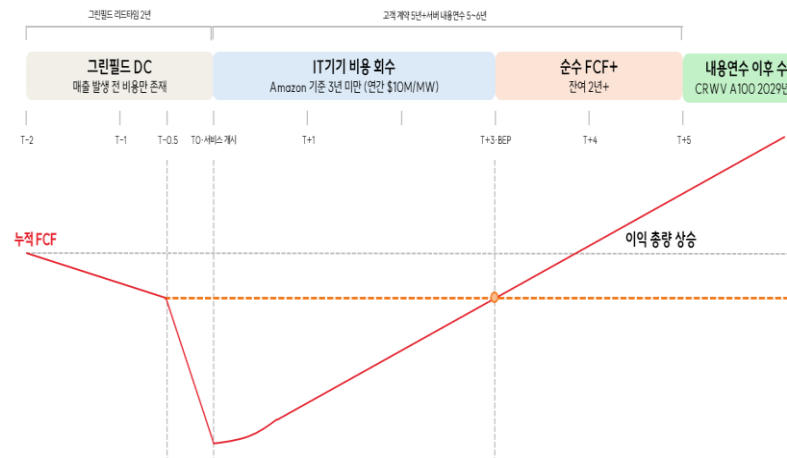
누적 FCF 곡선: C 변동에 따른 회수 기간 이동



GPU 활용 기간은 수급에 따라 변칙

- 5년 내외 내용연수를 가진 IT 기기의 실질 사용 기간에 따라 AI DC에서 얻을 수 있는 이익 총량이 변화
- Amazon 5~6년, Coreweave, Microsoft는 6년으로 회계. Nebius는 1Q26 실적발표에서 IT 기기 내용연수를 4년에서 5년으로 연장
- Coreweave, 2020년형 A100칩의 가격이 2026년 들어 상승. 2029년까지 장기 계약 체결 완료
- GPU 품귀가 더 심한 중국의 경우 알리바바가 2017년 출시 V100 칩을 여전히 '풀가동 중' 언급
- GPU의 내용연수는 결국 GPU 수급에 따라 변칙적일 것으로 판단. 현재같이 초과 수요 상황에서 물리적 내용연수보다 길게 수익화 가능
- 1GW 기준 Capex를 \$50B로 가정하여 FCF 수치를 환산할 경우 GW당 \$12B/연 수익이 있어야 IT 기기를 3년안에 회수 가능

누적 FCF 곡선: 내용 연수 추가에 따른 추가 이익



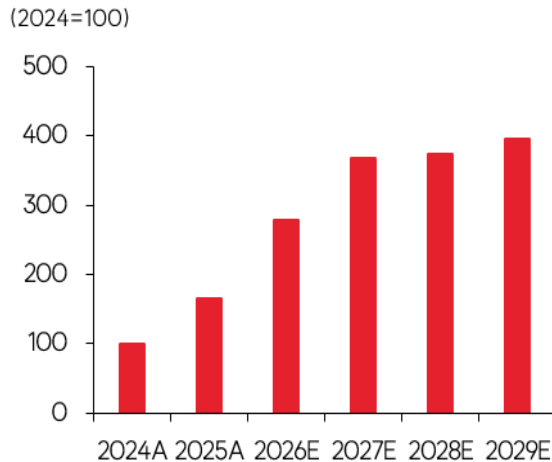
누적 FCF 곡선: 1GW 기준 수치 환산



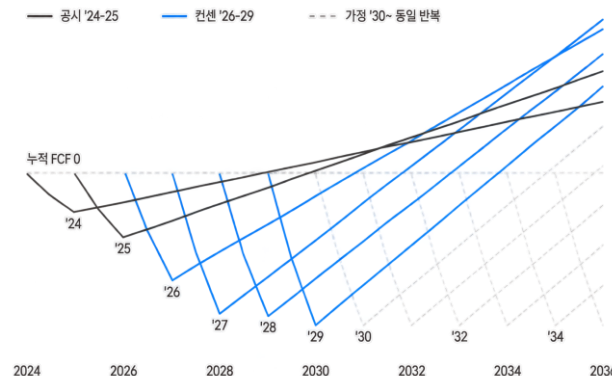
FCF 곡선 다수의 합산

- 누적 FCF 곡선은 단발성 AI DC 투자에 따른 FCF 흐름을 보여주는 그림
- CSP 사들은 2024년부터 대규모 AI Capex 진행 중. 미리 Shell 확보 노력, AI DC마다 위치해있는 구간이 다른 여러개의 프로젝트 진행.
- Microsoft, Alphabet 모두 현금 Capex 기준 Shell: IT기기(네트워크 포함) 비중을 3:7 수준으로 지출. (리스로 헤드라인 비율은 상이)
- 나머지 기업은 구체적 코멘트 부재하나 유사할 것으로 판단. 현재 그린필드 투자 구간으로 30%를 Shell에 투자, 향후 비중 축소될 전망
- 아마존 Capex 규모 기반 2029년부터 Capex가 유지된다고 가정할 때 누적 FCF 곡선을 가정해서 그려볼 수 있음 (중앙 차트)
- 이럴 경우 2030년 FCF 바닥 형성. 실제 컨센서스는 2027년부터 바닥권 형성, 본업 이익 및 회수 기간 낙관적
- 1) 아마존의 나머지 사업부의 FCF 상승 영향 2) 2029F부터 예상되는 Capex 감소 효과 2가지로 인해 바닥 형성 시기는 앞당겨지는 구조

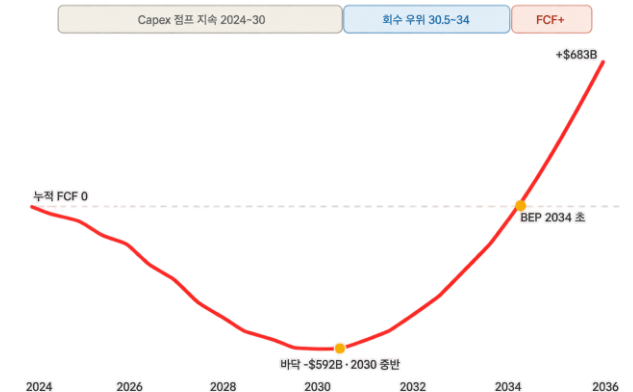
아마존 Capex (2024년 = 100)



아마존 연간 누적 FCF 곡선 추이



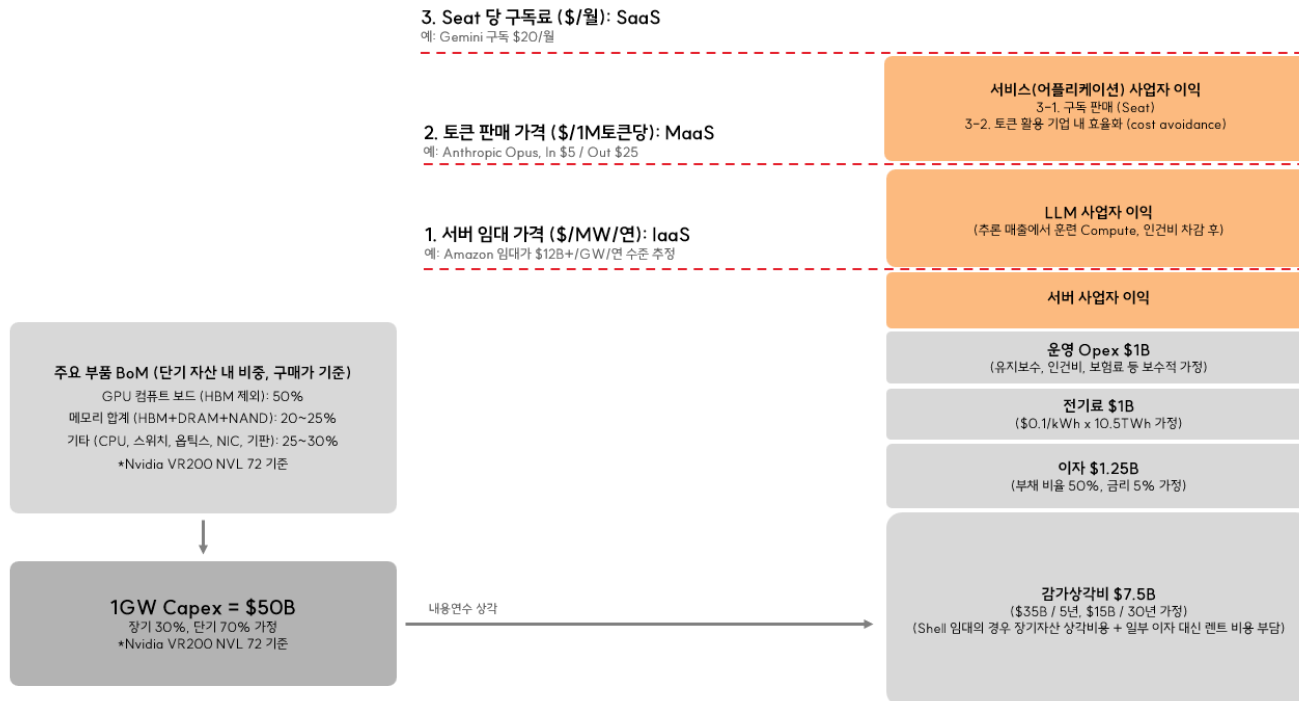
아마존 연간 누적 FCF 곡선 합산



회수 기간을 결정하는 수익성은?

- 1GW Capex \$50B 가정할 때 서버 사업자는 1) Capex에 대한 감가상각비 2) 이자 3) 전기료 4) 운영 Opex 등의 비용 지출
- Amazon의 3년 회수 기간은 비용 1)~4)를 제외한 서버 사업자의 이익이 감가상각비의 1/3 수준이라고 추정 가능
- Amazon은 IaaS위주의 사업자이나 MaaS(BedRock, SageMaker), SaaS 사업도 제공. 모든 사업 믹스를 혼합한 회수 기간으로 추정
- Amazon은 토큰 수요를 '바벨 구조'로 비유. 아래 차트의 1번 3-2번의 수요가 많은 상황. 향후에는 2번 수요에 대한 강한 자신감
- 1번 수요는 AI Labs 수요, 3-2번 수요는 효율화 위주로 프로젝트성인 경우가 많으며 용처가 인건비 절감이 명확한 분야에 한정
- 향후 Agent가 기업의 핵심 업무를 수행하게 된다면, 상시적으로 많은 양의 서버 필요. 2번 MaaS 쪽 이익의 TAM이 크다고 기대하는 이유

CSP 사업자 수익 및 비용 재구성



바벨 구조 이해하기 (예시)

- 자산운용사를 예시로 바벨 구조를 적용 가능
- **좌측 끝**: 운용역 개개인의 Claude·ChatGPT 구독. 소액이나 AI Labs로 집결되어 대규모 컴퓨트 임대(1번 IaaS) 수요 형성
- **우측 끝**: 거래 전산 처리, 국민연금 컴플라이언스 등 백오피스 자동화. ROI가 명확해 도입은 빠르나 프로젝트성
- **중앙**: 운용업의 본질인 '투자 의사결정' 경로에는 아직 AI 편입 제한적. 향후 리서치·트레이딩 Agent가 커버리지 전 종목의 공시·컨콜을 상시 분석하고 트레이드마다 사전 체크를 수행하는 단계. 토큰 소비는 인력 규모가 아닌 커버리지 유니버스 × 시장 이벤트 × 거래량에 비례
운용사의 데이터(포트폴리오, 리서치 아카이브)가 위치한 클라우드로 추론이 착지하는 구조

아마존: 현재 AI 수요는 바벨 구조

2Q26 아마존 컨퍼런스 콜 내용

Jassy 아마존 CEO 코멘트

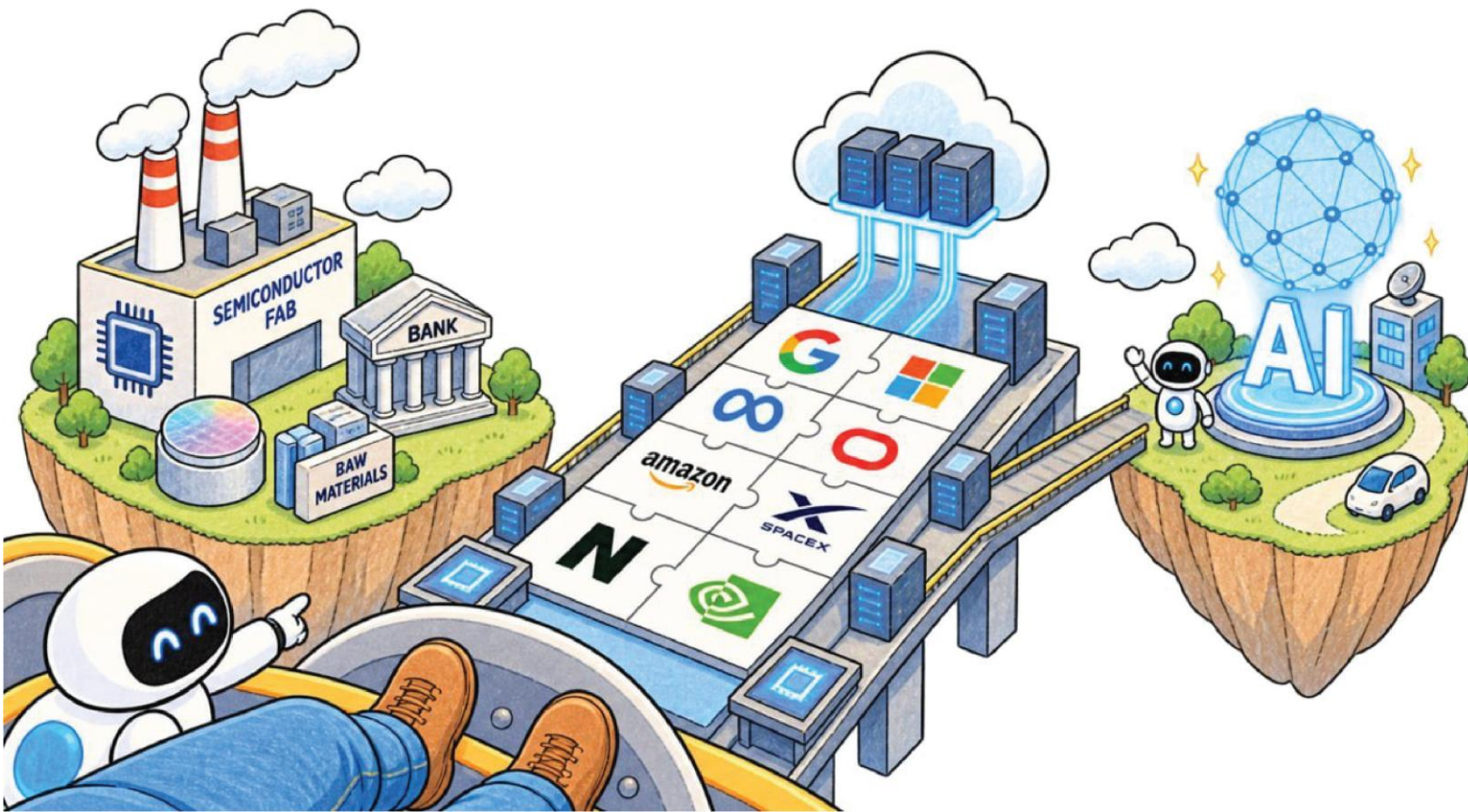
바벨의 가운데에는 현재 기업들의 프로덕션 워크로드 전부가 있습니다. 그중 일부는 추론을 이미 전방위적으로(pervasive) 쓰고 있지만, 대부분은 아직 아닙니다. 그리고 그건 시간이 지나면서 매우 크게 바뀔 겁니다. 그리고 **그것이 가장 큰 절대 규모의 세그먼트**가 될 겁니다.

...
포인트는 이 워크로드들이 새로 생기는 게 아니라 이미 존재하는데 추론이 아직 안 박혀 있다는 것. 그래서 "가운데가 온다"는 건 신규 시장 창출이 아니라 기존 워크로드의 AI 침투라는, 상대적으로 보수적인 논리 구조입니다.

...
AWS에게 1조 달러 매출 사업이 될 잠재력이 있다고 봅니다. 다만 바벨 가운데 부분의 성장 궤적이, 지금 AI Labs 쪽에서 본 것 같은 거칠게 가파른 (wildly steep) 궤적과 같을지는 모르겠습니다.



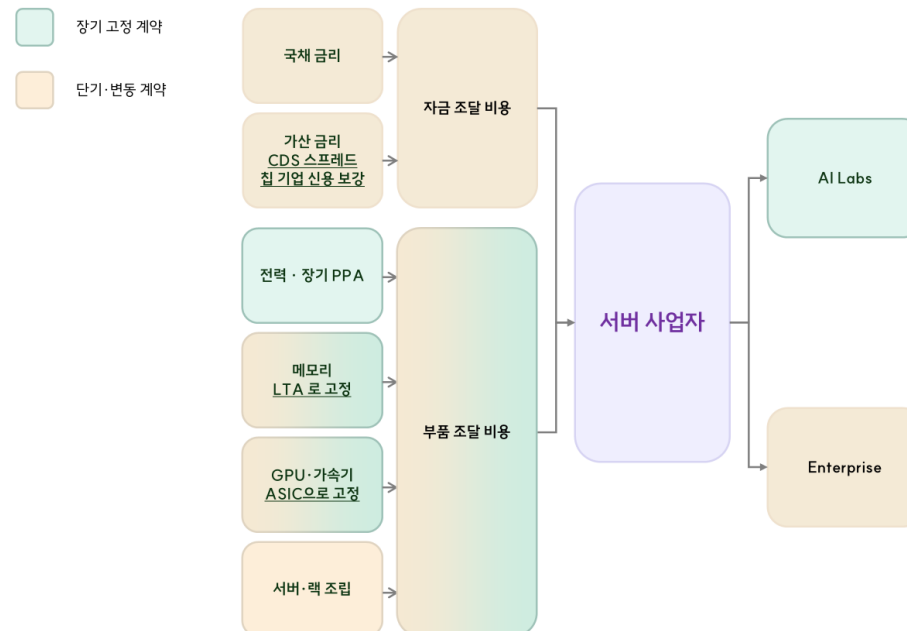
CSP의 이익 결정 모형



CSP 구조도: 장기 공급 계약으로 이동

- Amazon은 이번 실적발표에서 자신들의 AI Capa 대부분이 최소 5년 이상의 계약으로 묶여있다고 언급
- 2026년 OpenAI와 \$100B+/8년, Anthropic과 \$100B+/10년 계약을 발표. GPU DC 전방이 장기 고정 가격을 형성하는 중
- Coreweave는 장기 공급 계약 위주 모델 운용, Nebius 역시 본업은 중-단기 임대였으나 장기 Backlog 공격적으로 증가 중
- GPU 공급 부족이 지속되는 한 증설되는 용량에서 Enterprise 지분도 많은 부분 '장기 고정 계약' 형태가 될 가능성이 높다고 판단
- P(임대료)가 고정되는 만큼 C(조달 비용) 고정에 대한 요구도가 높아지는 상황
- 장기 PPA가 표준인 전력 계약 외에 메모리, GPU 또한 안정적 수급을 위해 LTA, ASIC으로 조달 비용 안정화를 위해 노력 중

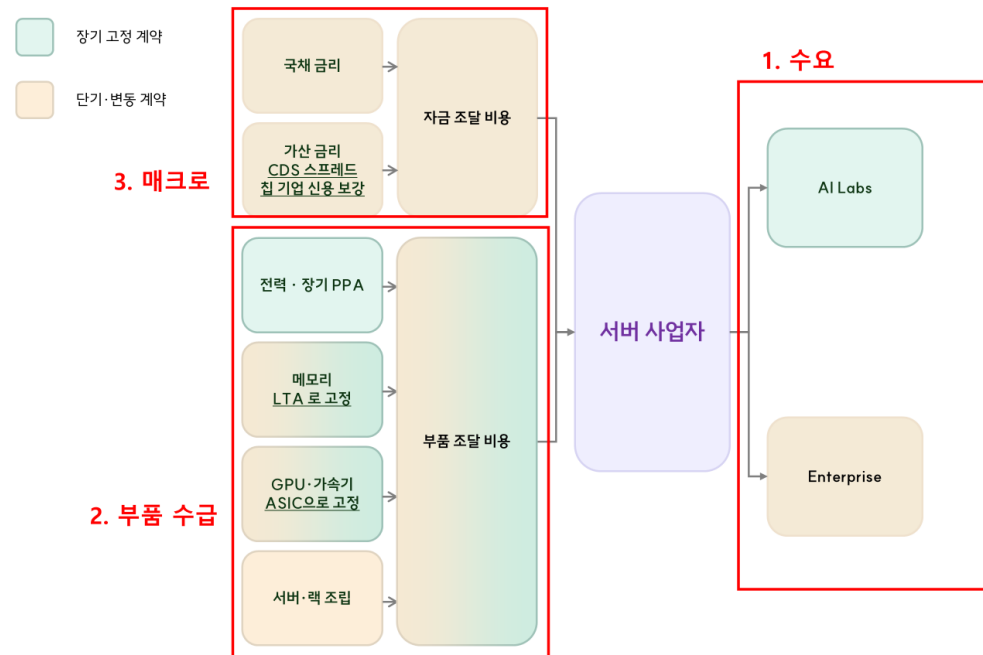
CSP 마진 구조: 변동-장기 성격 구분



CSP 구조도: 수요, 부품 수급, 매크로

- **1. 수요:** 장기 계약이 이루어졌지만, 지속적으로 공급 대비 높은 수요로 최신 계약에서도 높은 GPU 임대료 유지하는 것이 핵심
- **2. 부품 수급:** BoM은 세대, 기기, 시기마다 다르지만 대략 GPU 50%(HBM 제외), 메모리 15%, 네트워크 장비 15%, 기타 20% GPU를 저렴하게 수급할 수 있는 것이 가장 중요. 최근 변화량이 커지면서 영향력이 커지는 것은 메모리
- **3. 매크로:** 본래 AI Capex는 대부분 빅테크의 Equity로 집행. 빅테크의 Equity 고갈, 네오클라우드 등장, 파이낸싱 고도화 등으로 Debt의 비중이 커지는 상황. 회사채, SPC, GPU 담보 대출 등 대부분의 금리는 국채 금리 위에 가산 금리를 얹는 변동 금리 형태

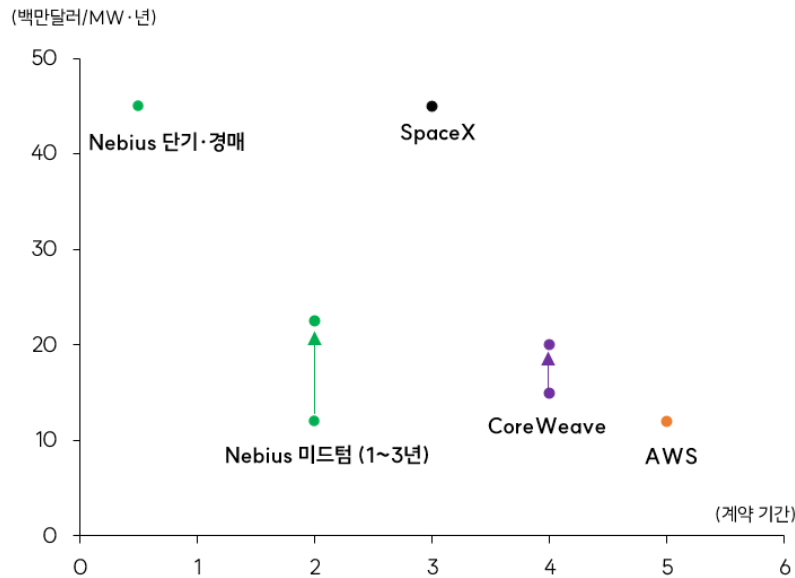
CSP 마진 구조: 수요 / 부품 수급 / 매크로



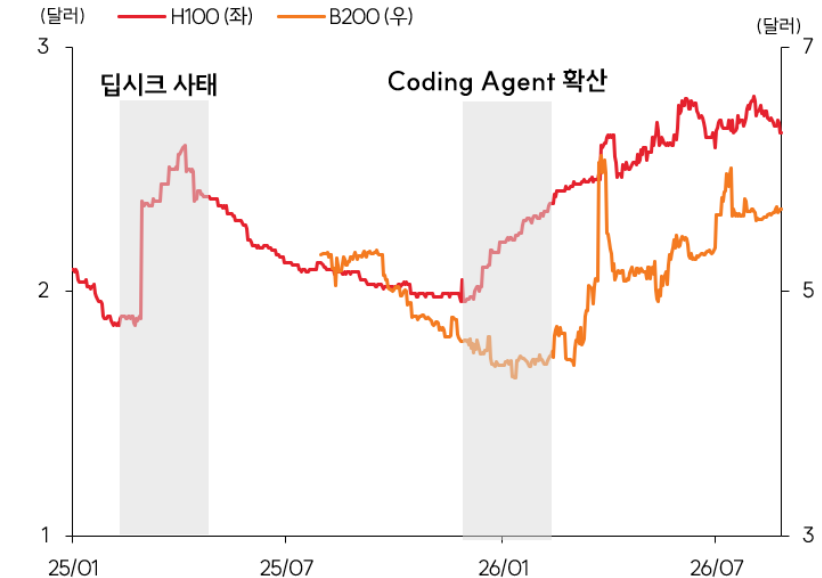
임대 가격 결정 요소: GPU 수급

- 현재 대부분의 CSP들은 '공급 제약' 상황. 신규 수요처가 생길 때마다 강한 가격 상승 동반
- 2Q26 실적발표에서 SpaceX, Amazon, Nebius, Coreweave 모두 기존 대비 높은 수준에서 최근 계약 체결
- 단기 계약이 더 높은 가격 형성 중. SpaceX 계약 기간은 3년이나 원할 경우 90일 이내 회수 조건으로 단기 계약 성격
- '단기 계약 단가 > 장기 계약 단가'는 현재가 공급 부족 상황임을 다시 보여주는 지표
- GPU 임대 가격으로 수급 상황 참고 가능. ORNN, SiliconData는 현재 체결된 거래 가격을 기반으로 평균 임대 가격 제시
- 10월 5일 H100-B200 GPU 임대가격을 기초자산으로 하는 선물 상품 상장 예정. 이는 미래 기대감까지 반영한 가격 확인 가능한 지표

2Q26 컨퍼런스 콜에서 언급된 회수 기간 기반 임대 가격 추정



GPU 임대 가격 추이: 수요 상황에 맞추어 변동



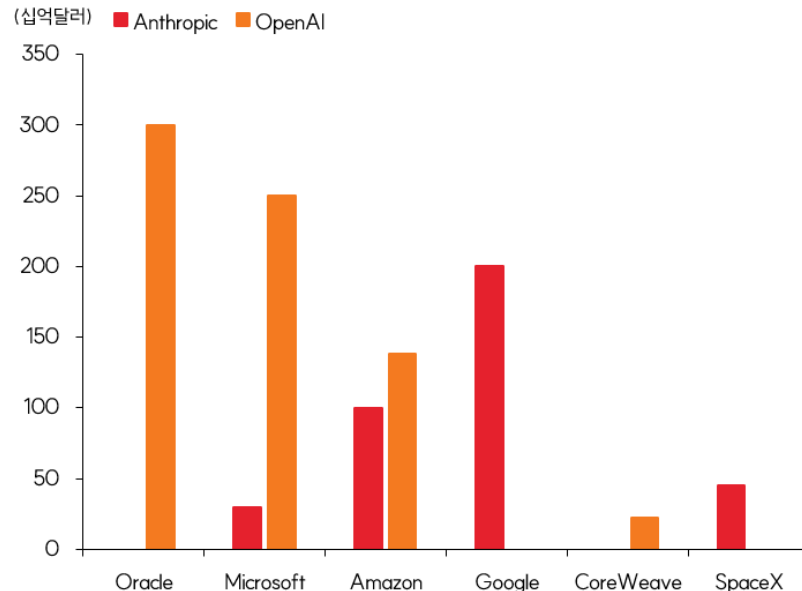
자료: 각 사, SK증권 추정

자료: Bloomberg, SK증권

임대 가격 결정 요소: 전방 고객과의 관계

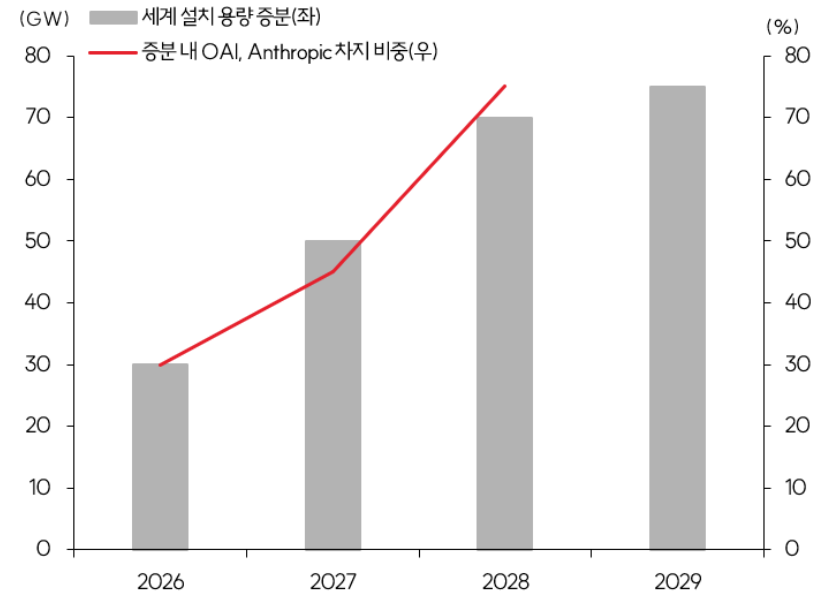
- 2025년말 기준 설치 용량 중 절반은 AI Frontier 훈련, 나머지 중에도 구세대 CPU 알고리즘 개선에 활용분이 많은 상황
- 현재 AI DC 활용량의 20%대로 추정되는 OpenAI, Anthropic의 LLM, Agent 추론이 상반기부터 주력 시장으로 등극
- CSP 입장에서 두 기업과의 관계 중요도가 점점 커지는 상황. 빅테크 CSP들은 대부분 \$100~300B에 이르는 계약을 맺은 상황
- Semianalysis의 딜런 파텔은 팟캐스트 내에서 향후 OpenAI, Anthropic이 증분 용량 내 차지하는 비중이 지속 증가할 것을 주장
- 두 Lab은 현재 1) 가장 큰 규모 수요자 2) 임대 DC로 가장 높은 수익성을 달성 중인 사업자. 높은 가격에 DC를 판매하기 위해 필수 고객
- 보유 지분 추정: Google - Anthropic 15% / Microsoft - OpenAI 25% / Amazon - Anthropic 20%, OpenAI 5%

Anthropic, OpenAI의 클라우드 임대 계약 규모



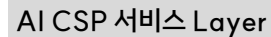
자료: 각 사, SK증권

Anthropic, OpenAI가 향후 AI DC 내에서 차지하는 비중 (Semianalysis)



자료: Semianalysis, SK증권

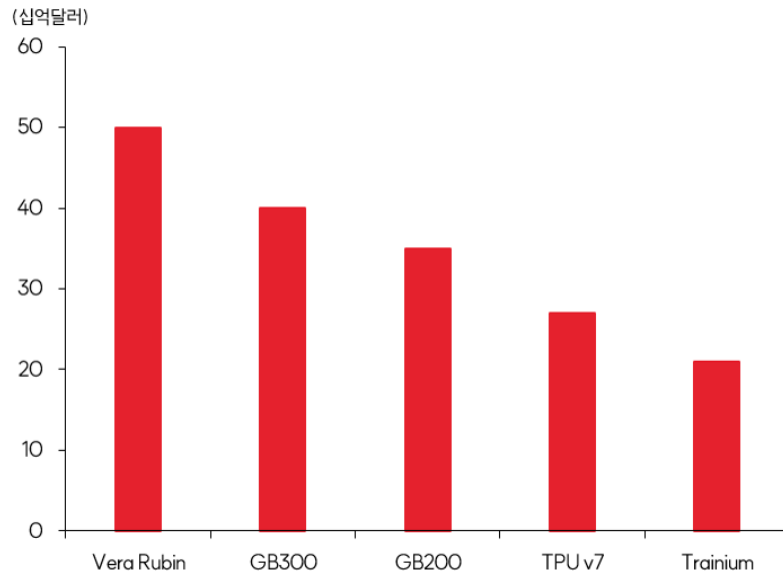
- GPUaaS 사업자의 서비스 품질 평가표

19

부품 수급: ASIC과 메모리 LTA

- 1GW Capex의 70%가 IT 기기. GPU가 IT 기기 BoM에서 50% 수준을 차지하는 것으로 추정. 메모리 및 네트워크 장비 대비 큰 비중
- Nvidia에 70%를 상회하는 GPM을 지불하지 않은 사업자는 현재 Nvidia 최신 GPU 대비 절반 수준 가격으로 1GW Capex 가능
- Nvidia는 Capex 가격이 비싸더라도 '같은 토큰 생산을 위해 들어가는 전력비'가 더 높다는 사실 주장
- 그러나 ASIC 사업자는 더 낮은 Capex로 많은 AI DC Capa 마련 가능, 공급 부족 상태에서 전방 장기 공급 계약 확보 가능
- GPU, ASIC의 효율성 문제는 공급 부족 상황에서는 크게 대두되지 않을 것. 공급 초과 상황에서는 낮은 Opex가 전방에 중요하게 작용
- 메모리 사업자들은 실적 발표를 통해 LTA 자신감 및 선수금 구조 발표. 서버 사업자들은 신규 계약의 경우 계약 가격 반영을 통한 전가

칩 종류별 1GW Capex 가격



CSP 사업자별 부품 비용 전가 구조 관련 코멘트 정리

Amazon, Microsoft – 부품가 직접 부담 고정가 구조.
공급사와 미리 협상을 통해 전방 고정가 계약 소화

Oracle – 장기 공급 계약의 경우 인프라 딜리버리에
필요한 모든 부품의 비용을 계약에 반영하는 계약
(Floating 조항)

Nebius – 계약 없이 선제적으로 Capa 증설. 이를 통해
부품 가격 상승을 이익으로 보는 구조

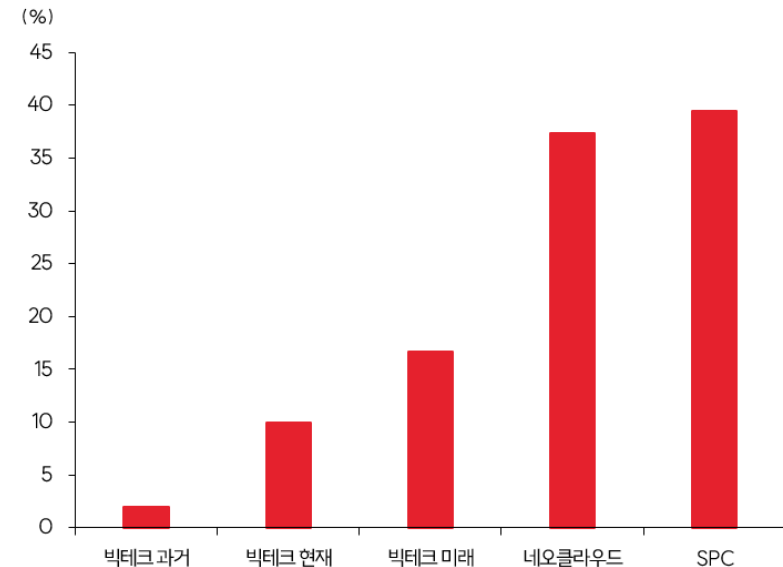
금리: 커져가는 존재감

- AI Capex가 2025년 이전까지 Equity 위주로 집행. 2026년 들어 적극적인 Debt 활용이 늘어나는 추세
- 상반기 빅테크들은 \$150B 이상의 적극적 자금 조달 집행: Amazon \$63B, Alphabet \$52B, Meta \$55B(작년 11월 합산)
- 레버리지율과 조달 금리에 따라 기존 핵심 비용이었던 부품 조달 비용의 감가상각비 대비 비중이 크게 올라오는 중
- Debt 50%(레버리지 50%) AI DC의 연간 감가상각비는 \$50B/GW 기준 \$7.5B. 이자 비용 \$1.25B로 감가상각비 대비 20% 수준
- 빅테크 Equity 부족으로 레버리지율 상승은 필연적인 상황. 국채 금리, 유가 등의 매크로 지수가 CSP 수익성에 직결
- 기존 매크로 및 금리는 CSP들의 '수요' 부문에 영향. 이제는 수익성 및 회수 기간에 영향을 주는 구조로 변모 중

서버 투자 유형별 레버리지율 및 조달 금리 (가정)

구분	레버리지	조달금리
빅테크 과거	10%	3.00%
빅테크 현재	30%	5.00%
빅테크 미래	50%	5.00%
네오클라우드	70%	8.00%
SPC	90%	6.58%

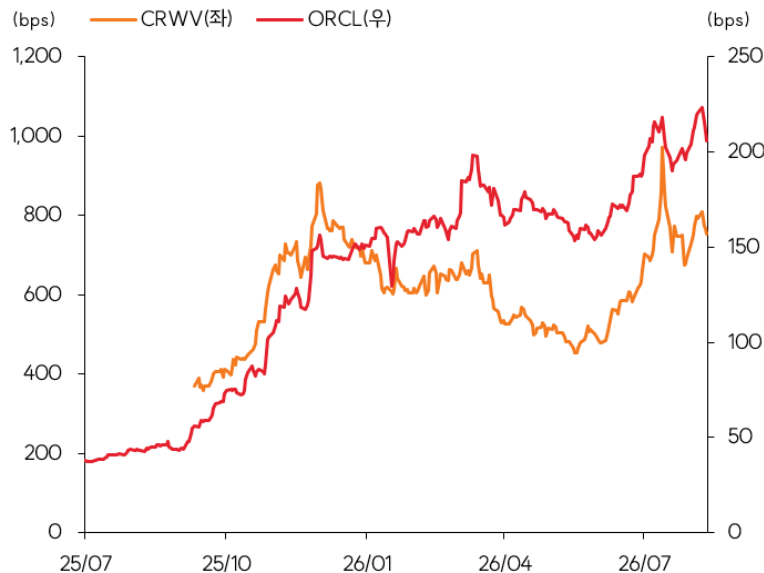
감가상각비 vs 부채로 인한 이자 비용의 비중



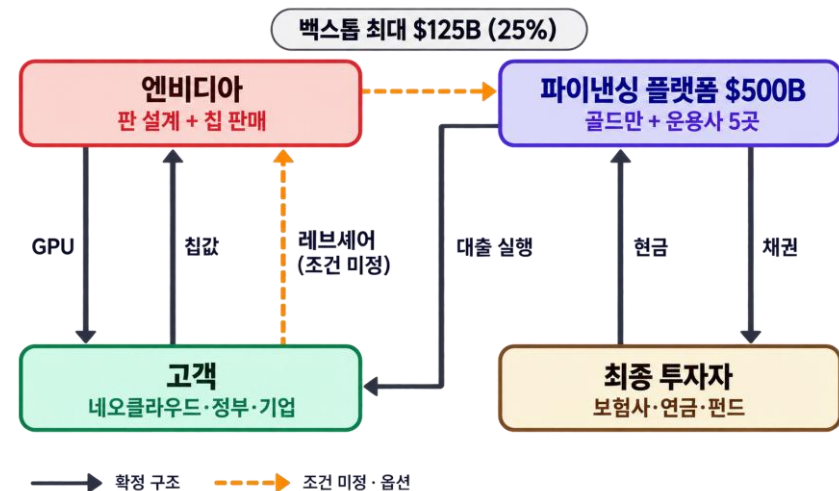
금리: 가산 금리를 낮추려는 다양한 노력

- **GPU 담보 대출:** Coreweave는 GPU 계약 담보 대출 템플릿 개척. 2023년 DDTL 1.0은 GPU 담보 대출의 시초. 15% 금리 적용
GPU 사업성 개선으로 2024년 DDTL 2.0은 9%, 2025년 DDTL 3.0 SOFR+400bp, 2026년 DDTL 4.0 SOFR+225bp 변동으로 조달
- **Credit Platform:** GPU 담보 대출 규모를 키우기 위해 엔비디아를 필두로 이를 플랫폼화
- **Take-or-Pay 구조:** 계약자가 사용 여부와 상관 없이 임대료 지불. 해당 계약서를 토대로 SPV 에 저리로 인수금융 가능. SPV 활용할 경우 네오클라우드의 낮은 신용과 무관하게 프로젝트 별로 조달 가능
- **Backstop(신용대여):** 네오클라우드에 Nvidia, Google등의 칩 사업자들이 보증. 칩 대여 수요자가 수요를 못찾더라도 판매자가 임대

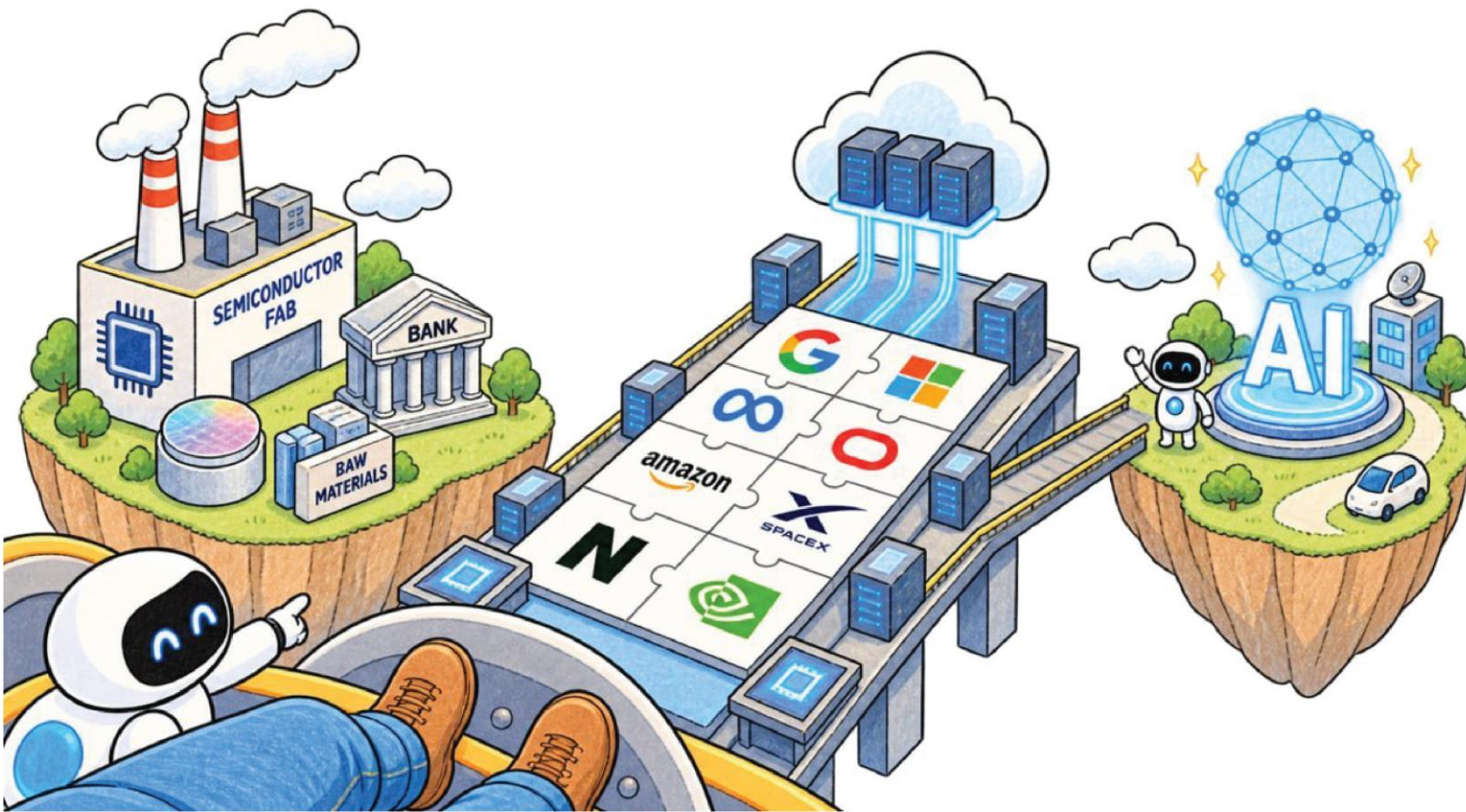
Oracle, Coreweave CDS Spread 추이: 가산 금리로 생각 가능



엔비디아 주도 Credit Platform 구조



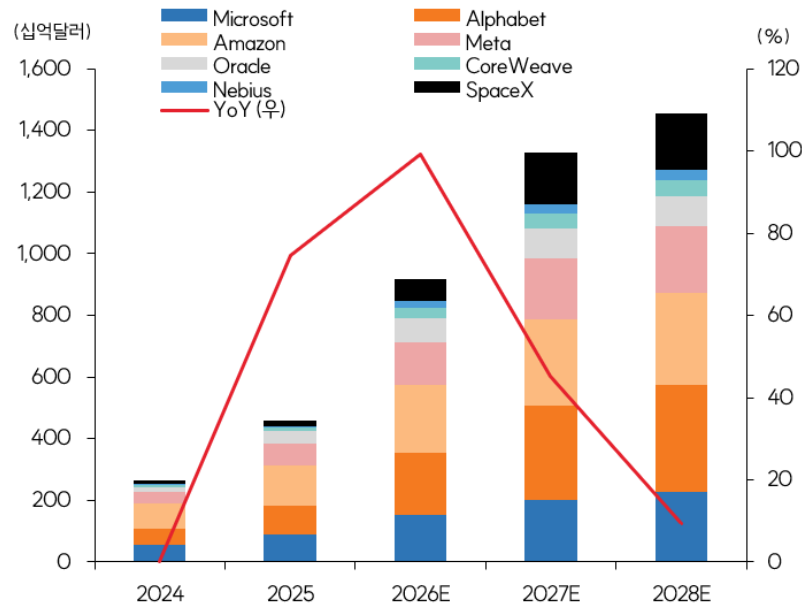
향후 서버 수요와 공급은?



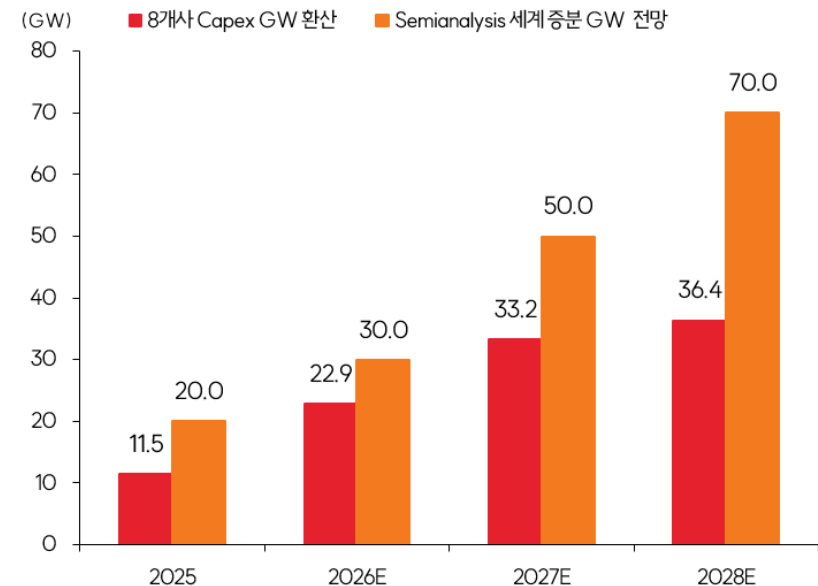
공급: 공격적 Capex가 가는 길

- 현재 주요 CSP 8개사 컨센서스 기준 Capex 금액은 가파르게 상승하나 상승률 둔화. 올해가 피크, 이후에는 가파르게 감소
- Capex 진행 상황 (Shell:IT 기기 비중), GPU 세대, 메모리 가격 등에 의해 동 금액으로도 CSP 별로 다른 GW 달성 전망
- 평균적인 Capex를 1GW=\$40B 수준으로 생각할 때, Capex Bull 의견을 강하게 주장하는 Semianalysis 대비 컨센서스는 낮은 수준
- Capex 컨센서스는 기업의 FCF를 크게 훼손하지 않는 선에서 형성 됐을 것으로 판단. 수요 및 경쟁 상황에 따라 Upside 존재한다고 판단
- 결론적으로 올해부터 AI DC 공급 증가는 연 20GW 수준에서 시작하여 40GW 수준까지 매년 증분을 높여가며 공급될 예정
- GW 치환에 Lagging이 없다는 공격적 가정. 아직까지 Shell 투자 30%가 있으나 Capex가 줄어드는 시점에서 IT기기 투자 위주로 변환
- 현재 Microsoft가 유일하게 Shell:IT 기기 비율 소통. 향후 실적 발표에서 Shell 비중 급감을 경계해야

주요 CSP 8개사 합산 Capex 추이 및 전망



향후 AI DC GW 전망 (컨센서스 vs Semianalysis)



자료: Bloomberg, SK증권

자료: Bloomberg, Semianalysis, SK증권 / 주: 평균 Capex 금액을 1GW=\$40B로 환산

공급: 이익 규모가 결정할 Capex 여력

Microsoft를 제외한 빅테크는 작년말부터 사전적 부채 조달 및 유상증자 진행하여 Capex 여력 확충

Amazon \$63B, Alphabet \$102B(\$52B 부채 + \$50B 유상증자), Meta \$55B(작년 11월 합산) 조달

현재 컨센서스에서 Capex 여력은 Google, Amazon 존재. Microsoft, Meta의 경우 컨센서스 이상의 이익이나 추가 조달해야 집행 가능

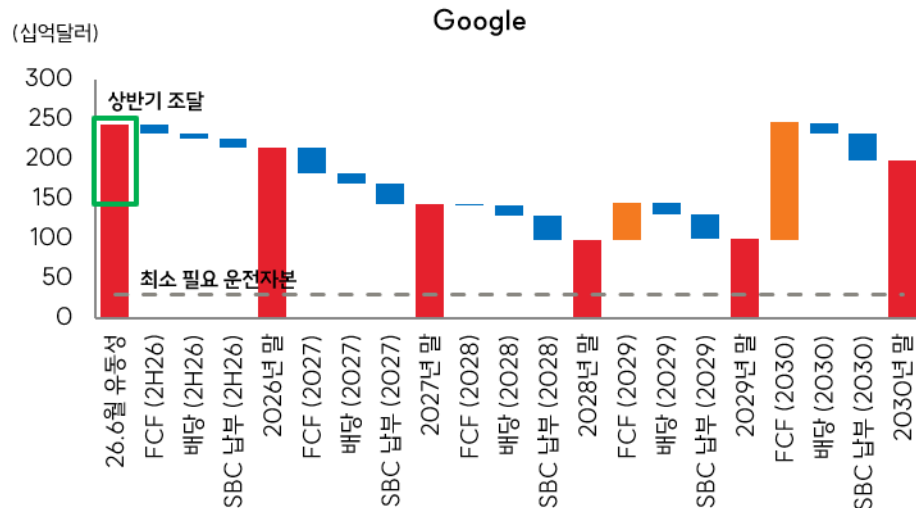
Google: Capex - 2025~2028F 평균 55.9% 상승 후 \$350B 도달, 2029년부터 Capex 금액 소폭 감소 및 유지

매출 - 상반기 YoY 18% 성장한 Service 사업부 2027년 이후 10% 초반으로 완화. Cloud 성장률도 2028년 48%, 2029년 25%로 완화

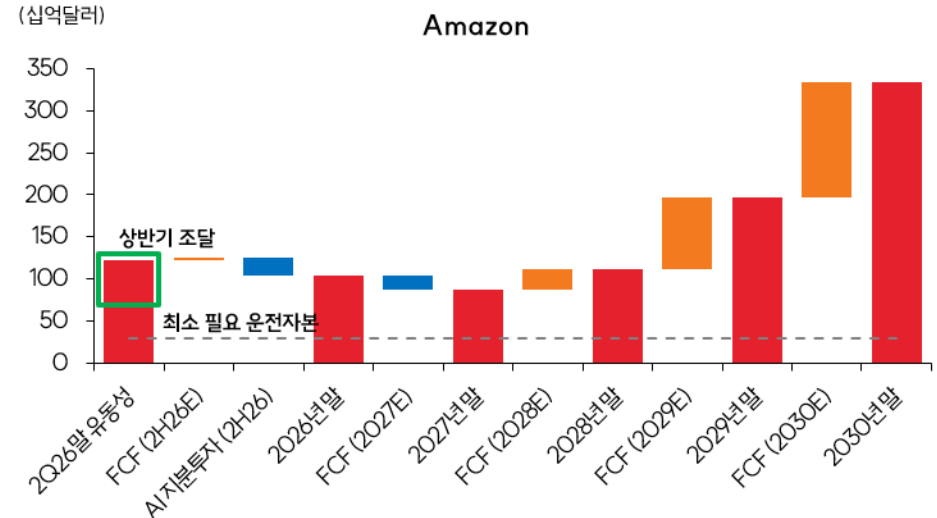
Amazon: Capex - 2025~2028F 평균 28% 상승 후 \$280B 도달, 2029년부터 Capex 금액 소폭 감소 및 유지

매출 - AWS 올해 YoY 34%에서 2028F 30%, 2029F 18% 로 가파른 둔화 가정. OPM 37%대로 유지

Google 유동성 Waterfall: 컨센서스 기준 미래 보유 현금 전망



Amazon 유동성 Waterfall: 컨센서스 기준 미래 보유 현금 전망



공급: 이익 규모가 결정할 Capex 여력

Microsoft, Meta의 경우 컨센서스 이상의 이익 + 조달이 있어야 집행 가능. 특히 Microsoft는 배당 Cut 또는 1년 내 조달 필요

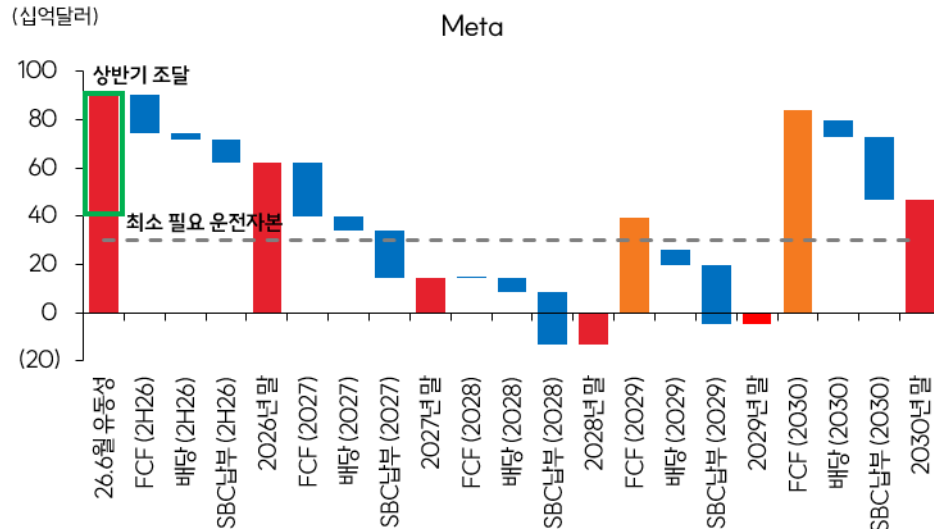
Meta - 2025~2028F 평균 43% 상승 후 \$210B 도달, 2029년부터 Capex 금액 소폭 감소 및 유지

매출 - 광고 본업 2026년 YoY 26%에서 2030년 10%까지 둔화 경로. RL(Reality Labs) 적자는 27년까지 피크 후 지속

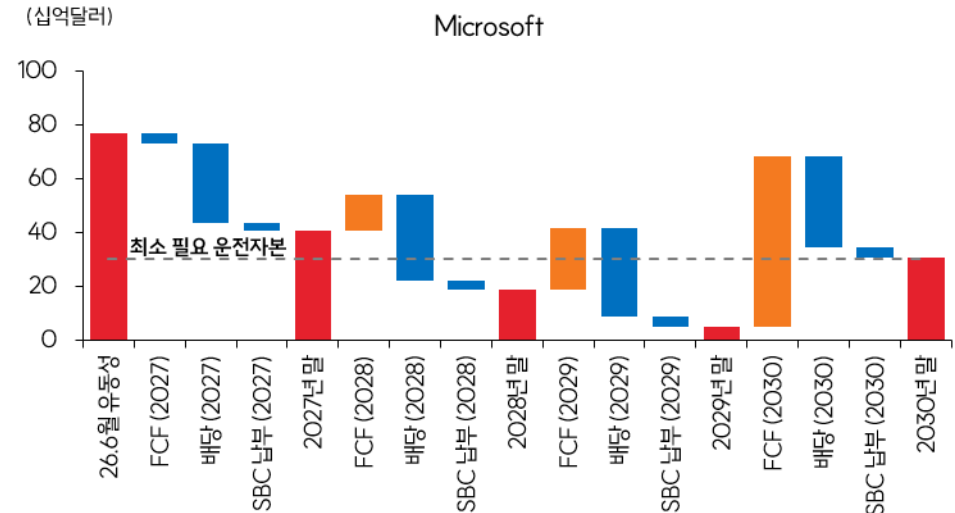
Microsoft: 4사 중 유일하게 Capex 컨센서스가 2030년까지 우상향, 평균 24% 상승

매출 - IC(Intelligent Cloud) 매출, OP 모두 YoY 30% 상회하는 성장률. OPM도 40% 박스권

Meta 유동성 Waterfall: 컨센서스 기준 미래 보유 현금 전망



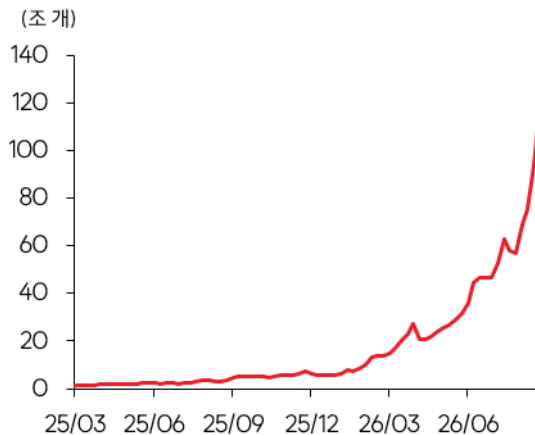
Microsoft 유동성 Waterfall: 컨센서스 기준 미래 보유 현금 전망



수요: 상반기 눈부신 Coding Agent 성장

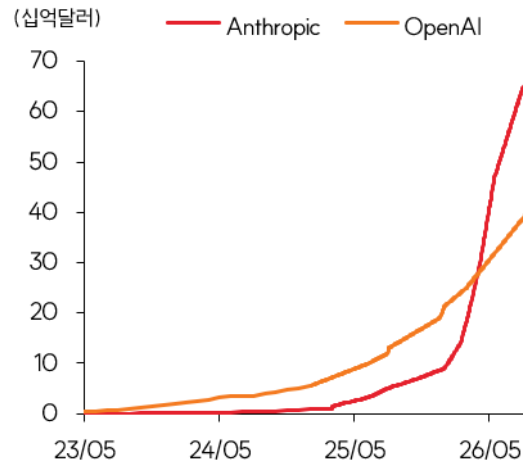
- 상반기 Coding Agent 위주의 토큰 사용량 급증. 기존 챗봇 사용자 대비 더 많은 토큰 활용, 토큰당 단가 과금에도 수용적
- 개인 개발자들이 많이 활용하는 OpenRouter의 주간 토큰 사용량은 연초 6조/주간 수준에서 현재 120조/주간 수준을 상회
- 연초 대비 OpenAI ARR 3배 이상 증가, Anthropic의 경우 6배 증가
- OpenAI의 기관 대상 토큰 중 60% 이상이 이미 Codex 생성 토큰. 개인 토큰 중에서도 Codex 차지 비중 16% 상회
- 신규 제품 출시 속도 급증. OpenAI Codex, Cursor, Grok, Google Antigravity 등 관련 AI 기업들이 신제품 출시 빈도 급증
- Coding Agent 훈련/추론을 위한 수요가 상반기 CSP 수요의 큰 부분을 차지했을 것으로 판단

OpenRouter 토큰 사용량



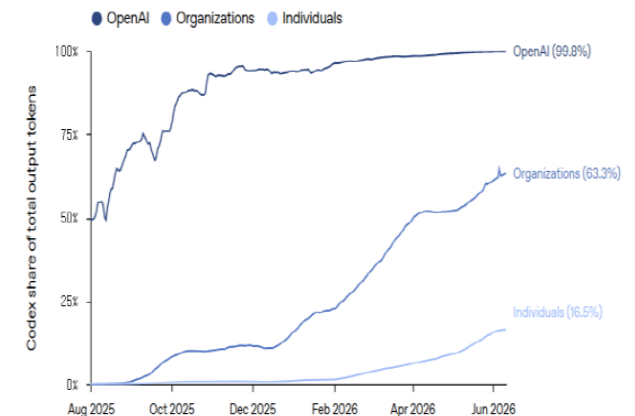
자료: OpenRouter, SK증권

주요 AI Labs ARR 추이



자료: EpochAI, SK증권

전체 토큰 사용 중 Codex의 출력 토큰 비중

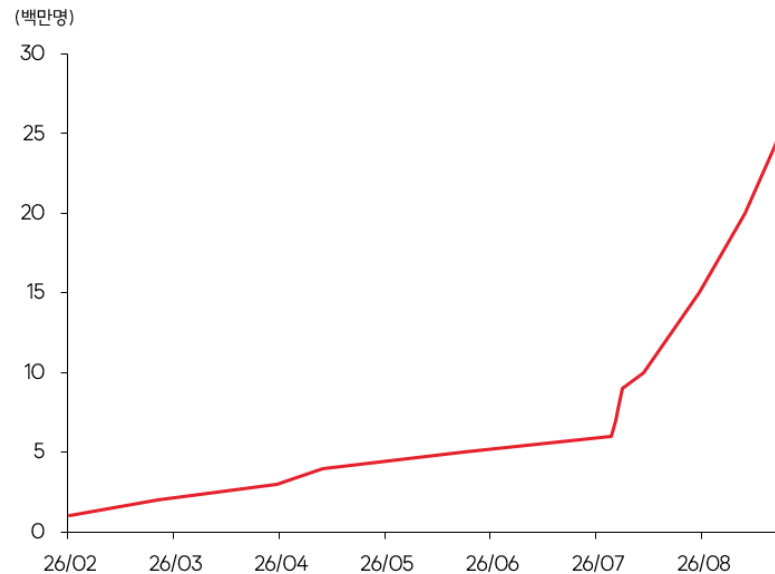


자료: OpenAI, SK증권

수요: Coding Agent가 계속 갈 수 있을까?

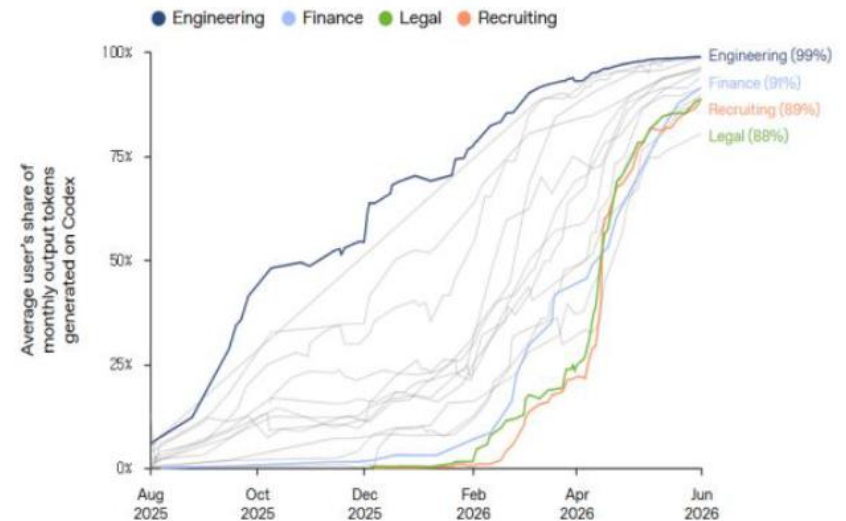
- 전 세계 프로 개발자 3,000만명. OpenAI는 8월 31일 자사 Codex 사용자 수를 2,500만명으로 발표. 대부분 개발자들이 Agent 활용 중
- 개발자들이 모두 최상위 \$200 구독을 지출할 경우 1년 TAM은 \$72B. OpenAI, Anthropic 합산 ARR은 이미 \$100B 상회
- '개발자 보조로 인한 구독료'는 이미 매력적인 비즈니스이기 어려운 상황. Coding Agent 성능 상향 평준화 진행 중
- 결국 'API 지출'이 핵심. 개발자들이 더 많은 Agent, 긴 Context 활용하며 토큰당 과금 진행돼야
- 직업적으로 '개발자'로 분류되는 인원 외의 Coding Agent 활용 필요. OpenAI 내부 이미 SW 엔지니어 외 Codex 활용도 급증
- 결론적으로 Coding Agent는 단순히 개발자 보조로 성장하는 구간은 끝. 더 넓은 영역에서, 더 높은 성능을 내며 무한한 SW 수요를 흡수해야

OpenAI Coding Agent Codex WAU



자료: X(Tibo Sottiaux), SK증권

OpenAI 부서별 Codex 활용률

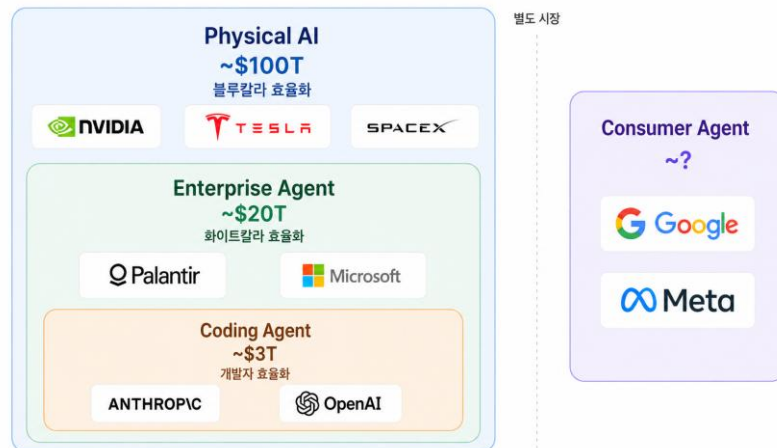


자료: OpenAI, SK증권

수요: Coding Agent 다음은?

- 전통적으로 IT SW가 공략하는 시장은 Enterprise Tech와 Consumer Tech으로 분류 가능
- Enterprise Tech는 기업의 효율화를 통해 IT 예산을 배정받는 기업. 전통적 SaaS인 ERP, CRM 등에 이어 Coding Agent로 확장
- Consumer Tech는 개인 사용자의 시간과 관심을 획득 후 광고 중개 또는 구독료 수취. SNS, Search, Media 등이 흥행
- AI는 Agent 성능 개선을 바탕으로 Enterprise Tech 내에서 SW 개발자를 넘어 여타 화이트컬러 직군으로 적용 범위를 확장하는 단계
- 범용 Enterprise Work Agent, 직군별 Vertical Work Agent이 등장하는 단계. Amazon의 바벨 가운데 영역에 해당
- Consumer Agent는 아직 Agent 한계 비용이 광고와 소액 구독 수준까지 낮아지지 못한 것으로 판단. 기술 발전이나 창의적 서비스 개발 필요

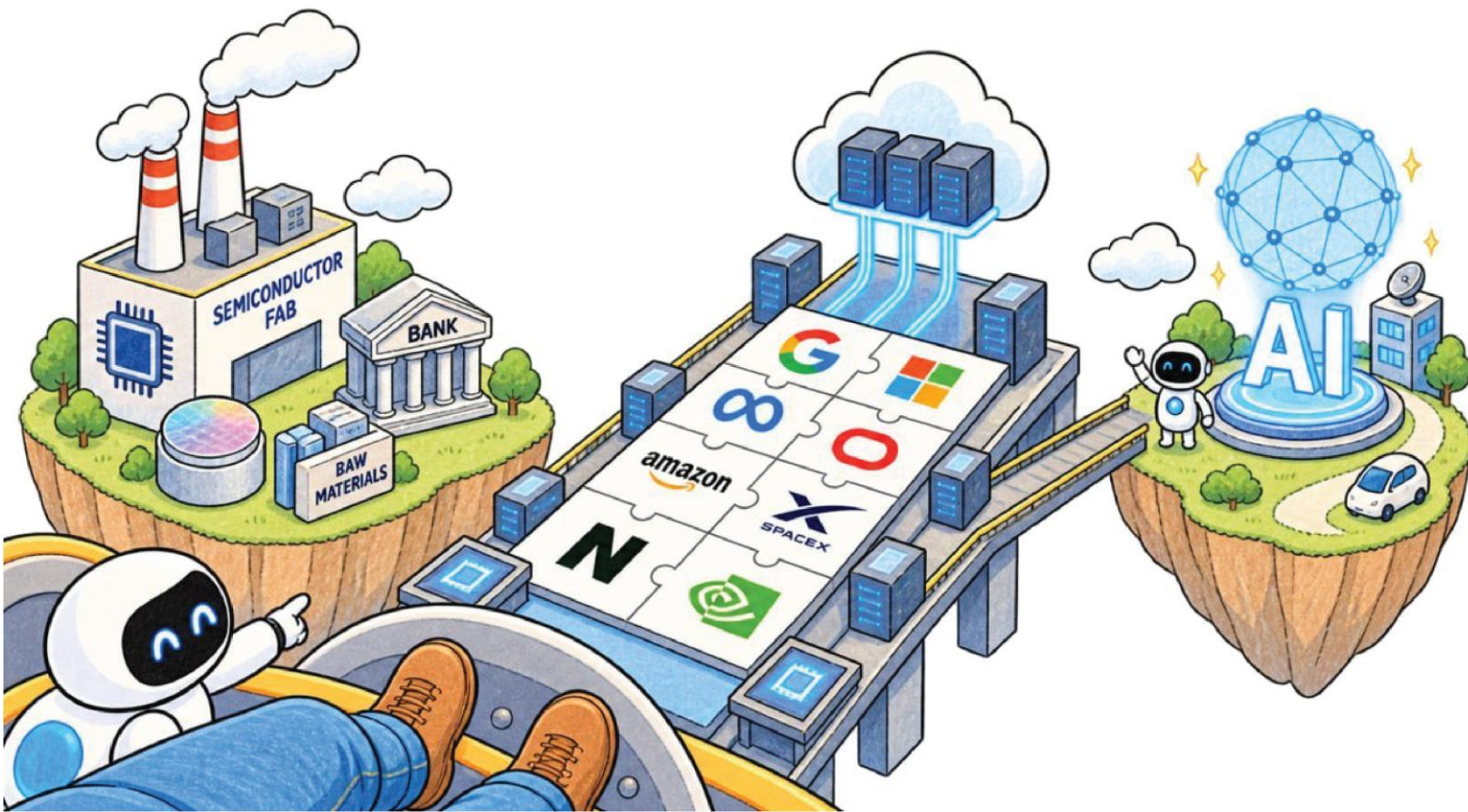
IT SW 전방 시장 분류



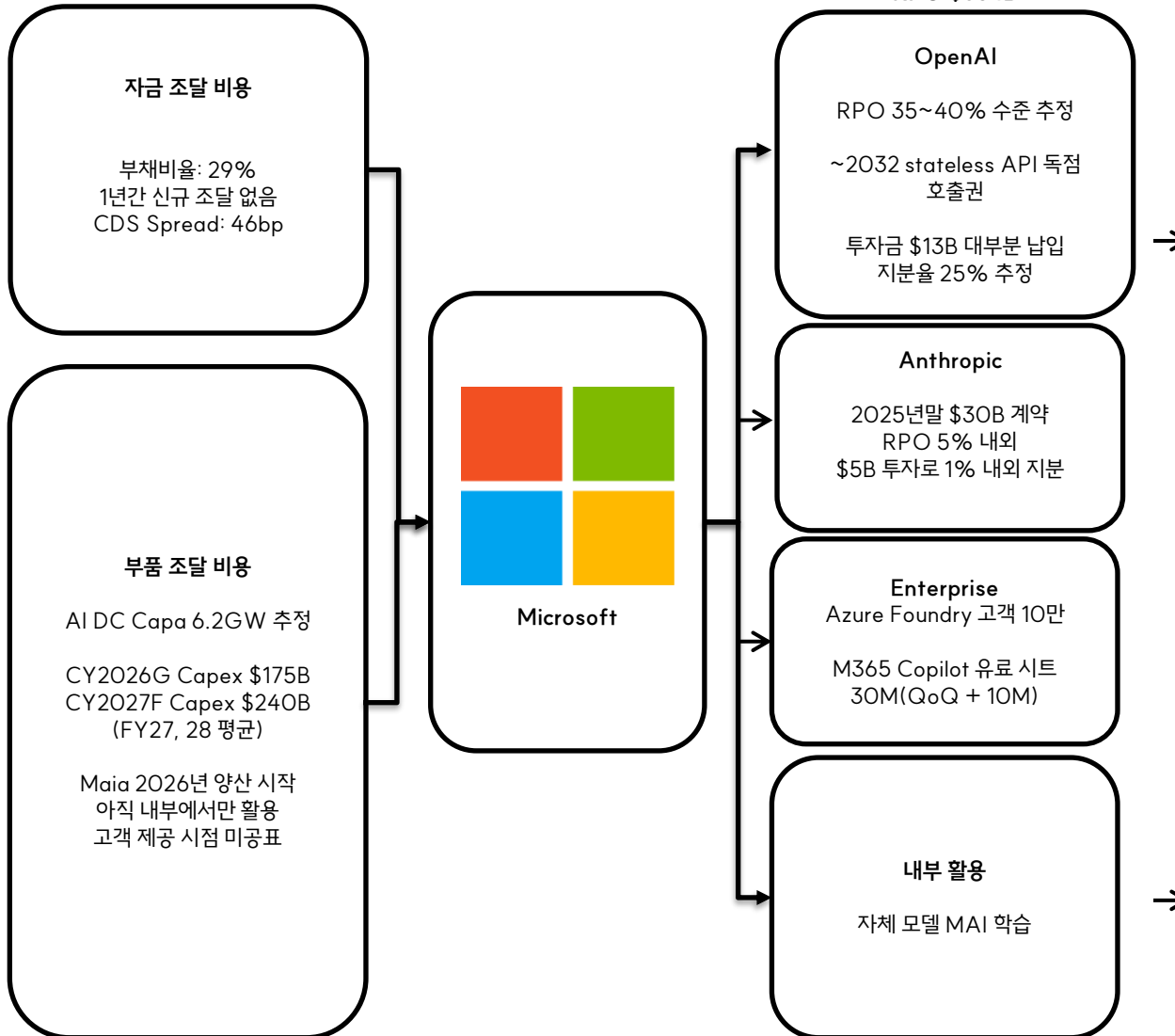
대표적인 Vertical Work Agent 기업 및 성과

직군/산업	대표 기업	기업 로고	대표 성과
Legal	Harvey	Harvey.	\$100M+ ARR - WAU 4x YoY - Valuation \$11B
Finance	Rogo	rogo	250+ Financial Institutions - Funding \$300M+
Healthcare	Abridge	ABRIDGE	\$117M Revenue 300+ Health Systems 250M+ patients
Insurance	Sixfold	SIXFOLD	1M+ submissions - Underwriter review time -50%

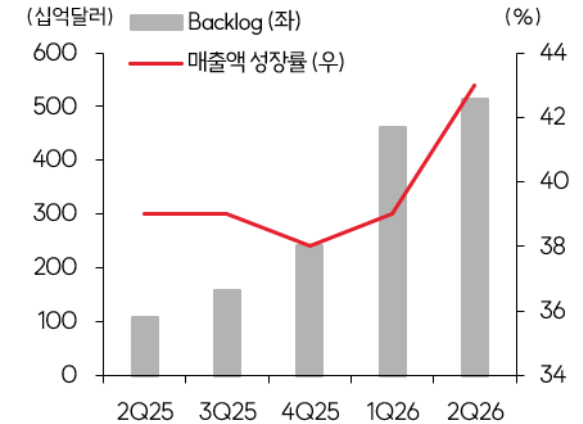
기업별 AI Capex 흐름도



Microsoft AI Capex 활용 지도

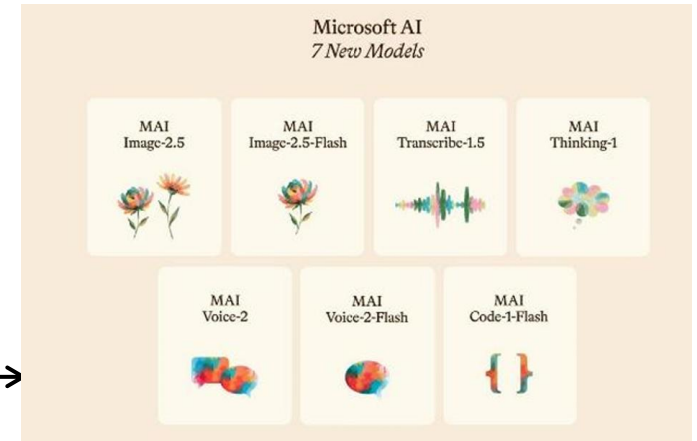


Azure 매출액 및 영업이익률



자료: Microsoft, SK증권

Microsoft AI 모델: Parameter 수 Frontier 대비 1/500

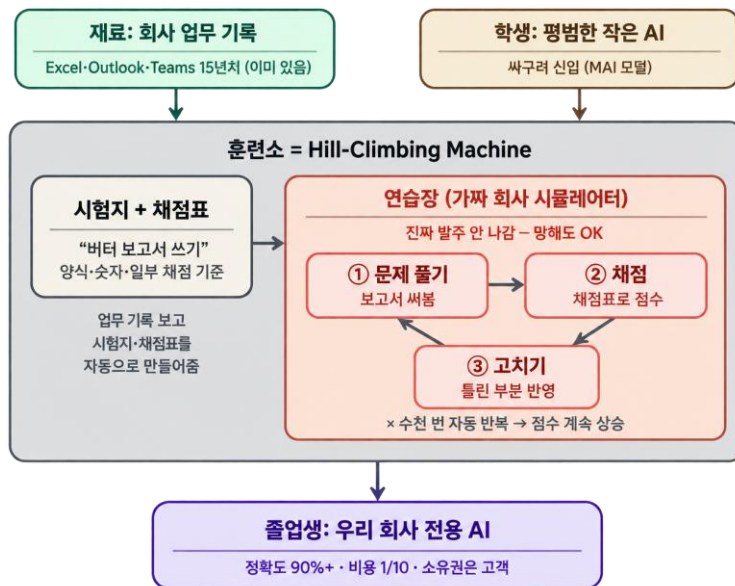


자료: Microsoft, SK증권

Microsoft: 시대 정신에 맞는 기업

- 지난 1 년여간 Microsoft 는 AI 투자에 소극적인 기업. OpenAI 의 컴퓨팅 임대 자리는 Oracle, CoreWeave, AWS 가 침투
- 1) 모델 주권화 필요성 대두 2) 오픈 웨이트 모델이 부상 및 모델 성능 상향 평준화 3) 토큰 최적화(Token-Optimizing)가 새로운 트렌드
- AI 에서 '성능'보다 '가성비'와 '주권'을 찾는 시대로의 전환은 기존 B2B SaaS 강자인 Microsoft에게 좋은 환경을 제공
- 핵심 BM은 1) Frontier Tuning 2) Office 구독제 ASP 상승
- Frontier Tuning은 기업의 재료를 토대로 MAI(자체 모델)을 훈련. 기업별 특성을 가진 AI를 제조. 기업 재료가 Azure의 해자 작동 가능
- Office 구독제 E7은 Work IQ Layer를 통해 Frontier Tuning에 필요 데이터를 실시간 공급 가능

Microsoft의 Frontier Tuning 컨셉



Office 구독제 및 핵심 기능

SKU	가격 (유저당/월)	핵심 추가 기능	추정 비중
Business/F-SKU 등	\$3~\$20	가장 기본 웹, 모바일	~40%
E1	\$10	가장 기본 웹, 모바일	~3%
E3	\$39	Ent 용 OS, 디바이스 관리	~27%
E5	\$60	보안, 컴플라이언스	~29%
E7	\$99 (5/1 출시)	AI 기능 추가	<1%

자료: SK증권

자료: SK증권

Microsoft: 재무제표

Microsoft 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27E	2025	2026	2027E
매출액	69,632	70,066	76,441	77,673	81,273	82,886	90,007	89,779	281,724	331,839	383,865
Productivity & Business	29,437	29,944	33,112	33,020	34,116	35,013	37,847	36,681	120,810	139,996	154,625
Microsoft 365 Consumer Products & Cloud Services	21,117	21,883	24,318	23,966	24,524	25,593	27,914	26,908	87,767	101,997	116,740
Intelligent Cloud	25,544	26,751	29,878	30,897	32,907	34,681	39,306	40,041	106,265	137,791	177,048
More Personal Computing	14,651	13,371	13,451	13,756	14,250	13,192	12,854	13,046	54,649	54,052	51,356
YoY(%)	12%	13%	18%	18%	17%	18%	18%	16%	15%	18%	16%
Productivity & Business	14%	10%	16%	17%	16%	17%	14%	11%	13%	16%	10%
Microsoft 365 Consumer Products & Cloud Services	15%	11%	16%	17%	16%	17%	15%	12%	14%	30%	28%
Intelligent Cloud	19%	21%	26%	28%	29%	30%	32%	30%	21%	-1%	-5%
Azure	31%	33%	39%	40%	39%	40%	43%	45%	34%	23%	45%
More Personal Computing	0%	6%	9%	4%	-3%	-1%	-4%	-5%	8%	-1%	-5%
영업이익	31,653	32,000	34,323	37,961	38,275	38,398	40,603	42,766	128,528	155,237	179,379
OPM (%)	45.46	45.67	44.90	48.87	47.09	46.33	45.11	47.43	45.62	46.78	46.36
Productivity & Business	16,885	17,379	18,993	20,407	20,599	20,973	21,900	20,739	69,773	83,879	85,962
Intelligent Cloud	10,851	11,095	12,140	13,391	13,873	13,753	15,955	16,876	44,589	56,972	72,497
More Personal Computing	12,757	13,360	14,166	14,796	14,682	14,828	14,386	14,386	14,166	14,386	14,386
매출원가 (COGS)	21,799	21,919	24,014	24,043	25,978	26,828	29,525	29,816	87,831	106,374	128,772
판관비	16,180	16,147	18,104	15,669	17,020	17,660	19,879	17,304	65,365	70,228	76,778
감가상각비	6,827	8,740	11,203	13,061	9,198	10,167	11,022	13,146	34,153	38,534	57,157
Capex	-15,804	-16,745	-17,079	-19,394	-29,876	-30,876	-35,802	-45,155	-64,551	-115,948	-188,819

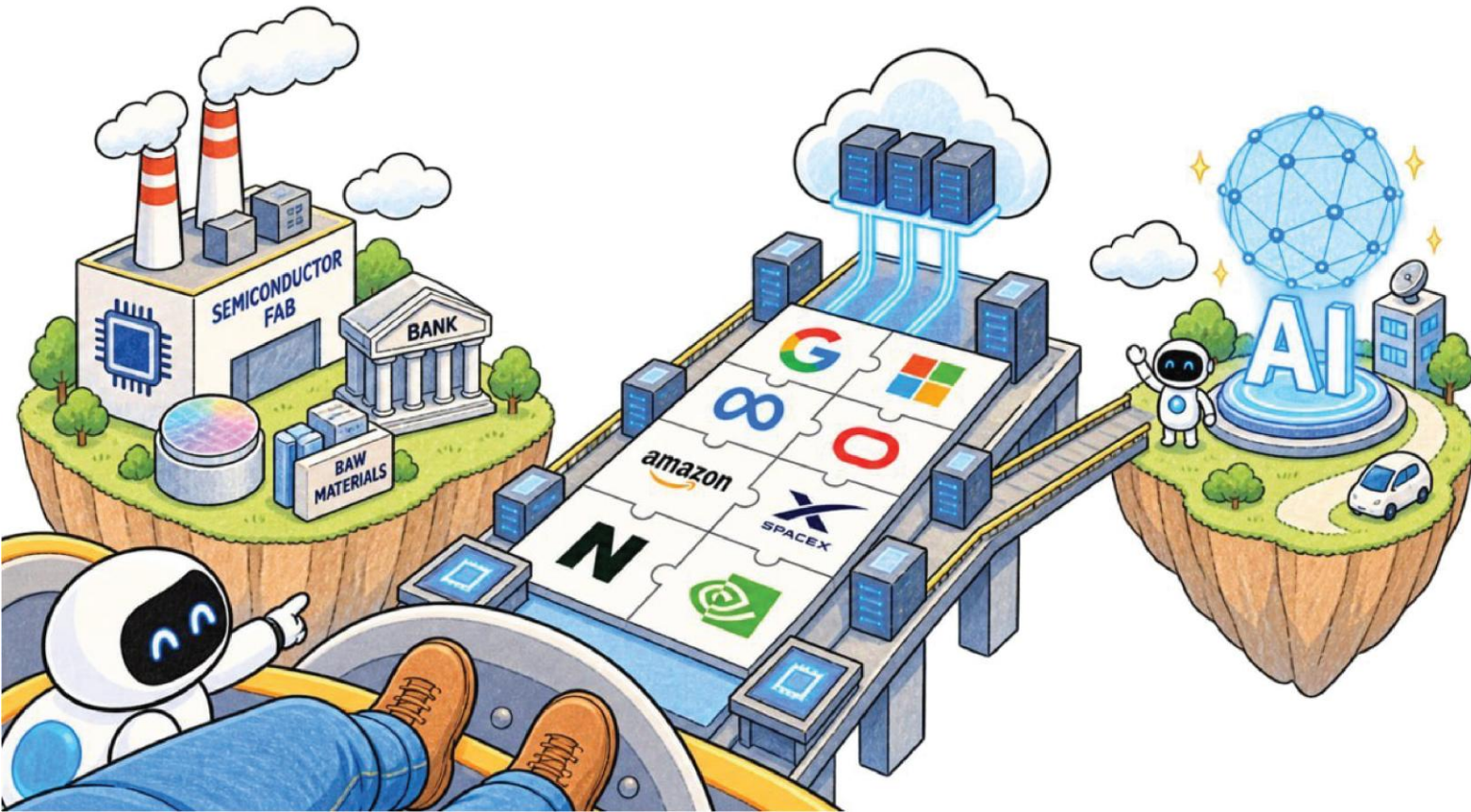
자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

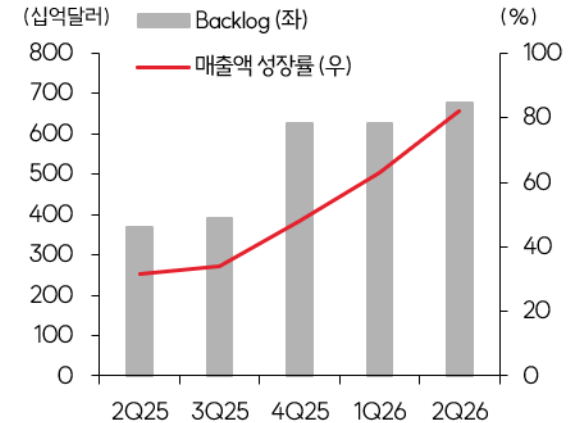
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.



Google AI Capex 활용 지도

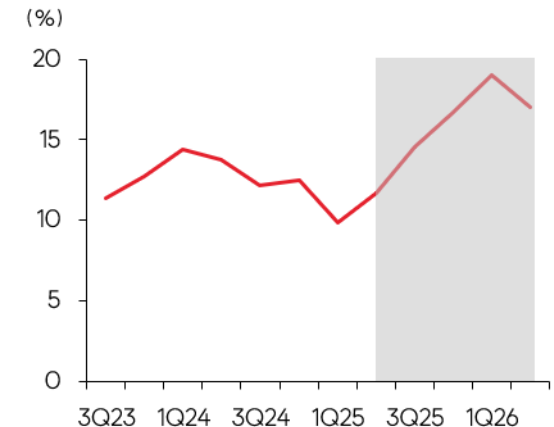


클라우드 사업부 Backlog, 매출액 성장률 추이



자료: Google, SK증권

Search 사업부 매출액 성장률 추이

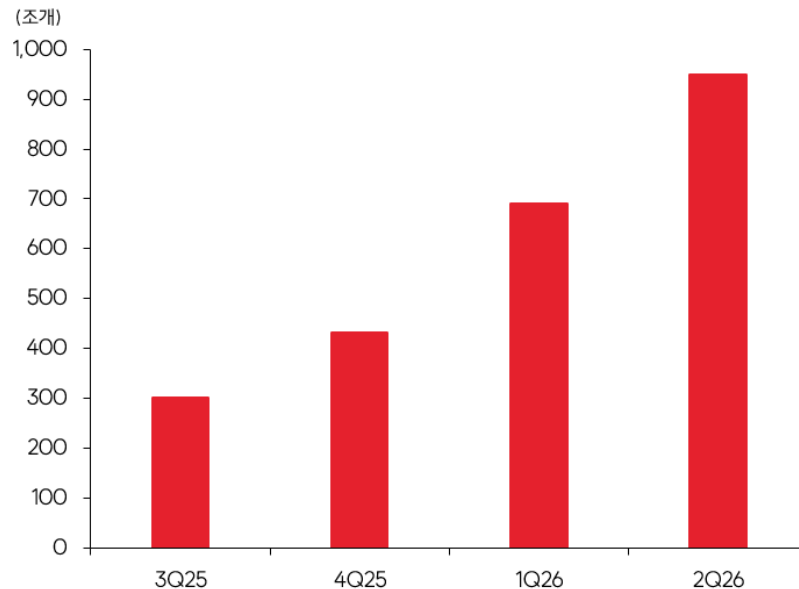


자료: Google, SK증권

Google: Gemini 부진과 함께 커진 GCP

- 월 평균 1P API(Gemini 류) 토큰 사용량이 QoQ +40%, 작년 말 대비 2.2 배 증가한 950T 개를 기록
- Coding Agent 관련 산업 지표(OpenRouter 토큰 사용량 20배, Anthropic ARR 6.5배) 대비 아쉬운 성장률
- Anthropic 위주의 매출 견인은 Google이 Gemini 경쟁력을 잃어가고 있음을 반증. 풀스택으로 인한 비용 절감 기대하기 어려운 상황
- Search 산업은 1Q부터 높아진 성장률 추세를 이어가는 중. AI 활용 품질 개선으로 광고 관련성 20% 개선
- AI Mode 응답 원가가 출시 이후 최저치. 다만 ASP 상승의 Key인 Agent Shopping은 여전히 UCP, Cart 등 백엔드 개선에 그치는 중

Gemini 1P API 토큰 사용량 (월간)



자료: Google, SK증권

Google Shopping Agent 층위: 5월 I/O 발표, 실적발표에서는 가동 확인



자료: SK증권

Google: 재무제표

Google 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2024	2025	2026E
매출액	96,469	90,234	96,428	102,346	113,828	109,896	119,796	124,010	350,018	402,836	488,335
Google Services	84,094	77,264	82,543	87,052	95,862	89,637	94,540	98,361	304,930	342,721	390,213
Google Advertising	72,461	66,885	71,340	74,182	82,284	77,253	81,629	83,299	264,590	294,691	333,585
Google Search & Other	54,034	50,702	54,190	56,567	63,073	60,399	63,271	65,006	198,084	224,532	260,464
YouTube Ads	10,473	8,927	9,796	10,261	11,383	9,883	11,055	11,286	36,147	40,367	44,710
Google Network	7,954	7,256	7,354	7,354	7,828	6,971	7,303	7,145	30,359	29,792	28,836
Subscription, Plat & Device	11,633	10,379	11,203	12,870	13,578	12,384	12,911	14,864	40,340	48,030	56,064
Google Cloud	11,955	12,260	13,624	15,157	17,664	20,028	24,768	25,465	43,229	58,705	97,106
Other Bets	400	450	373	344	370	411	382	399	1,648	1,537	1,637
YoY(%)	12%	12%	14%	16%	18%	22%	24%	21%		15%	21%
매출액	10%	10%	12%	14%	14%	16%	15%	13%	14%	12%	14%
Google Services	11%	8%	10%	13%	14%	16%	14%	12%	12%	11%	13%
Google Advertising	13%	10%	12%	15%	17%	19%	17%	15%	11%	13%	16%
Google Search & Other	14%	10%	13%	15%	9%	11%	13%	10%	13%	12%	11%
YouTube Ads	-4%	-2%	-1%	-3%	-2%	-4%	-1%	-3%	15%	-2%	-3%
Google Network	8%	19%	20%	21%	17%	19%	15%	15%	-3%	19%	17%
Subscriptions, Plat & Devices	30%	28%	32%	34%	48%	63%	82%	68%	16%	36%	65%
Google Cloud	-39%	-9%	2%	-11%	-8%	-9%	2%	16%	31%	-7%	6%
Other Bets	12%	12%	14%	16%	18%	22%	24%	21%	12%	15%	21%
영업이익	30,972	30,606	31,271	31,228	35,934	39,696	40,770	42,634	112,390	129,039	170,283
OPM(%)	32.11	33.92	32.43	30.51	31.57	36.12	34.03	34.27	32.11	32.03	34.73
Google Services	32,836	32,682	33,063	33,527	40,132	40,589	39,544	41,024	121,263	139,404	166,466
Google Cloud	2,093	2,177	2,826	3,594	5,313	6,598	8,814	7,921	6,112	13,910	30,830
Other Bets	-1,174	-1,226	-1,246	-1,426	-3,617	-2,100	-1,799	-1,728	-4,444	-7,515	-7,243
매출원가 (COGS)	40,613	36,361	39,039	41,369	45,766	41,271	45,943	48,996	146,306	162,535	190,108
판관비	24,884	23,267	26,118	29,749	32,128	28,929	33,083	32,693	91,322	111,262	129,241
감가상각비	4,205	4,487	4,998	5,611	6,040	6,482	7,104	8,701	15,311	21,136	33,936
Capex	-14,276	-17,197	-22,446	-23,953	-27,851	-35,674	-44,924	-50,188	-52,535	-91,447	-186,400

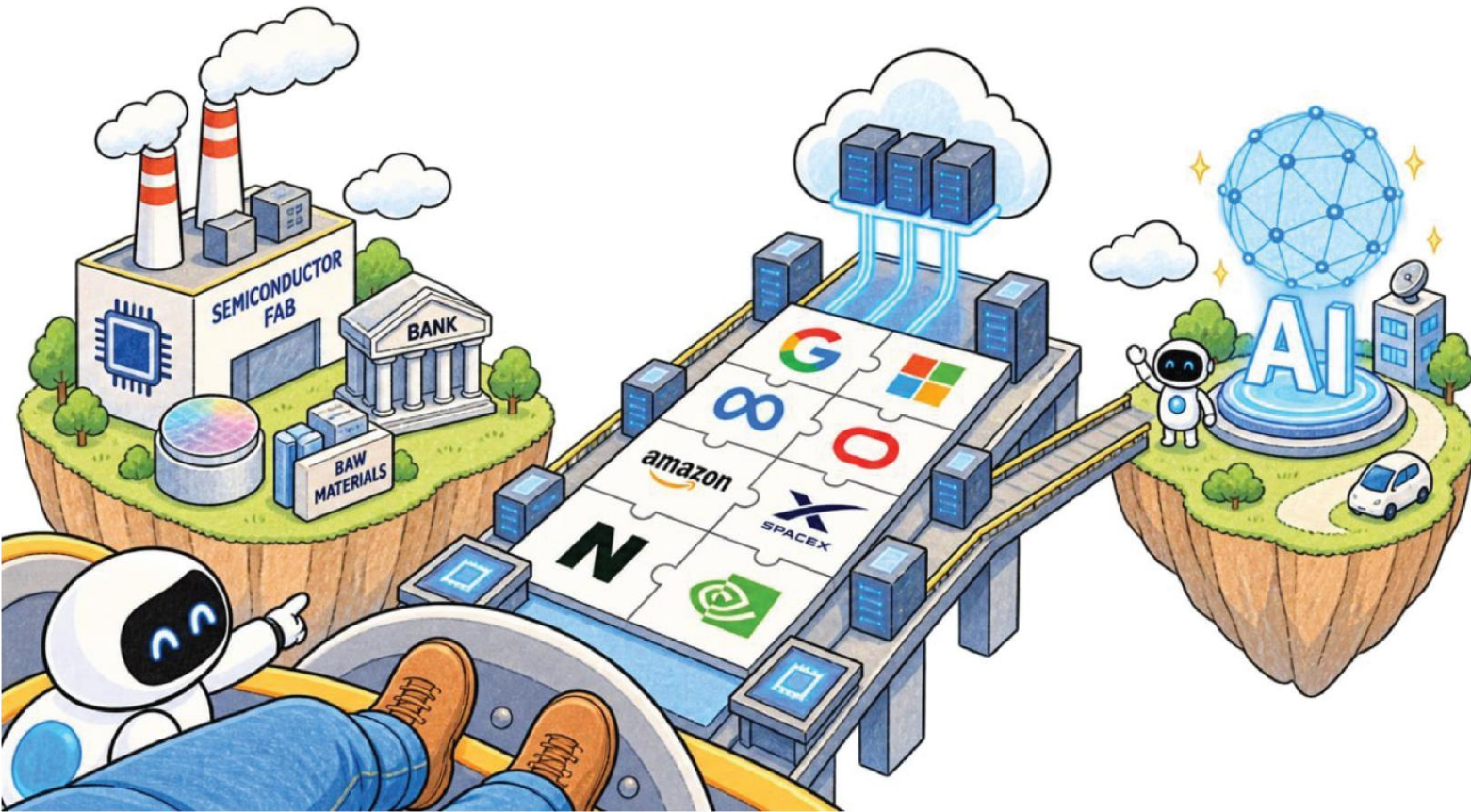
자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

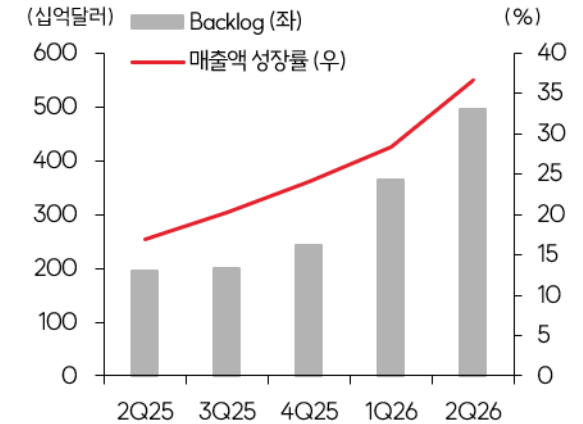
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.



Amazon AI Capex 활용 지도

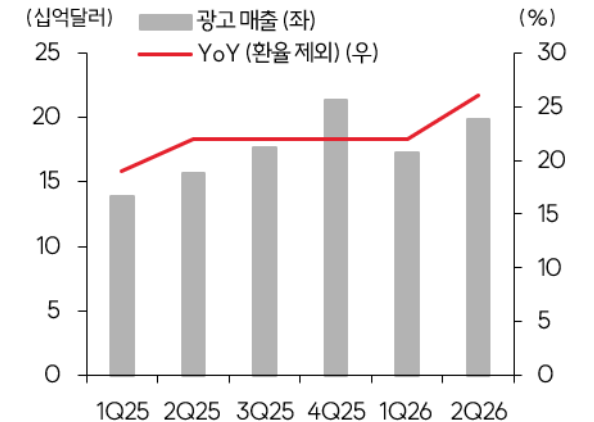


AWS Backlog, 매출액 성장률



자료: Amazon, SK증권

Amazon Ads 사업부 매출액 성장률 추이



자료: Amazon, SK증권

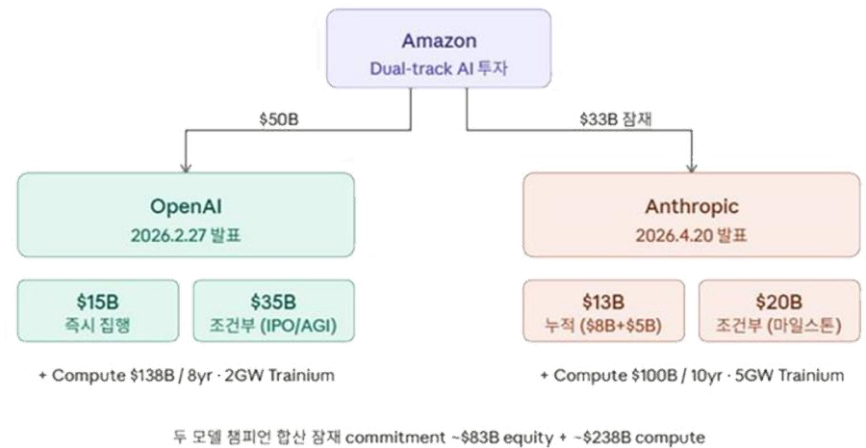
Amazon: 선두 모두가 파이프라인

- Coding Agent 호조에 힘입어 AWS 매출이 5분기 연속 가속, 수주 잔고 큰 폭 개선
- AWS 핵심 수치 공개: 서버 손익분기 3 년 미만, 내용연수 최소 5~6년이며 최근 AI 캐파 대부분은 5년 이상 계약
- DC 가 수익화되고 몇 년 가동되기 전까지는 capex 부담과 FCF 역풍이 불가피. 현재의 FCF가 구조적 통과 구간임을 설명하는 수치
- AI 런레이트가 1Q \$15B+에서 \$25B+로 점프했고 세 자릿수 yoy 성장을 유지. 공급 제약으로 성장 기울기 결정은 수요가 아닌 공급
- 칩 사업 런레이트 \$25B+. Graviton5 가 Graviton4 대비 약 2 배 속도로 램프 중. Trainium 외판 가능성 시사

Amazon AI 사업 Layer 별 ARR 비중

SaaS · 터키 애플리케이션 Amazon Q · Kiro · Connect · Transform · Continuum · Quick	2~3% \$3~5B
AIaaS · 모델 · 에이전트 플랫폼 Bedrock · Bedrock Agents · SageMaker AI · Nova Forge	2~3% \$4~5B
PaaS · 관리형 플랫폼 RDS · Aurora · DynamoDB · 벡터 DB · Lambda · Redshift	24~26% \$40~44B
IaaS · 원시 인프라	
코어 IaaS (non-AI) EC2 · S3 · EBS · VPC · CloudFront 55~59% · \$92~100B	AI IaaS Trainium · NVIDIA GPU 12~13% · \$20~21B

Amazon 주요 AI Labs 투자 사항



Amazon: 재무제표

Amazon 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2024	2025	2026E
매출액	187,792	155,667	167,702	180,169	213,386	181,519	200,606	203,841	637,959	716,924	824,889
Online Stores	75,556	57,407	61,485	67,407	82,988	64,254	70,432	71,664	247,029	269,287	295,182
Physical Stores	5,579	5,533	5,595	5,578	5,855	5,785	5,794	5,850	21,215	22,561	23,668
Retail Third-Party Seller	47,485	36,512	40,348	42,486	52,816	41,578	46,780	46,446	156,146	172,162	192,842
Retail Subscription Services	11,508	11,715	12,208	12,574	13,122	13,427	13,730	13,954	44,374	49,619	55,657
Advertising Services	17,288	13,921	15,694	17,703	21,317	17,243	19,809	21,013	56,214	68,635	82,993
Amazon Web Services	28,786	29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	42,232	43,399	107,556	128,725	168,262
YoY (%)	10%	9%	13%	13%	14%	17%	20%	13%	11%	12%	15%
Online Stores	7%	5%	11%	10%	10%	12%	15%	6%	7%	9%	10%
Physical Stores	8%	6%	7%	7%	5%	5%	4%	5%	6%	6%	5%
Retail Third-Party Seller	9%	6%	11%	12%	11%	14%	16%	9%	11%	10%	12%
Retail Subscription Services	10%	9%	12%	11%	14%	15%	12%	11%	10%	12%	12%
Advertising Services	18%	18%	23%	24%	23%	24%	26%	19%	20%	22%	21%
Amazon Web Services	19%	17%	17%	20%	24%	28%	37%	31%	19%	20%	31%
영업이익	21,203	18,405	19,171	17,422	24,977	23,852	27,461	25,071	68,593	79,975	104,465
OPM (%)	11	12	11	10	12	13	14	12	11	14	14
AWS	10,632	11,547	10,160	11,434	12,465	14,161	16,621	15,055	39,834	45,606	59,223
AWS OPM (%)	37	39	33	35	35	38	39	35	37	35	35
매출원가 (COGS)	98,893	76,976	80,809	88,670	109,959	87,463	95,778	98,843	326,288	356,414	401,901
판매비	67,696	60,286	67,722	74,077	78,450	70,204	77,367	80,603	243,078	280,535	319,404
감가상각비	15,631	14,262	15,227	16,796	19,471	18,945	19,988	21,970	52,795	65,756	86,141
Capex	-27,834	-25,019	-32,183	-35,095	-39,522	-44,203	-54,208	-52,414	-82,999	-131,819	-203,129

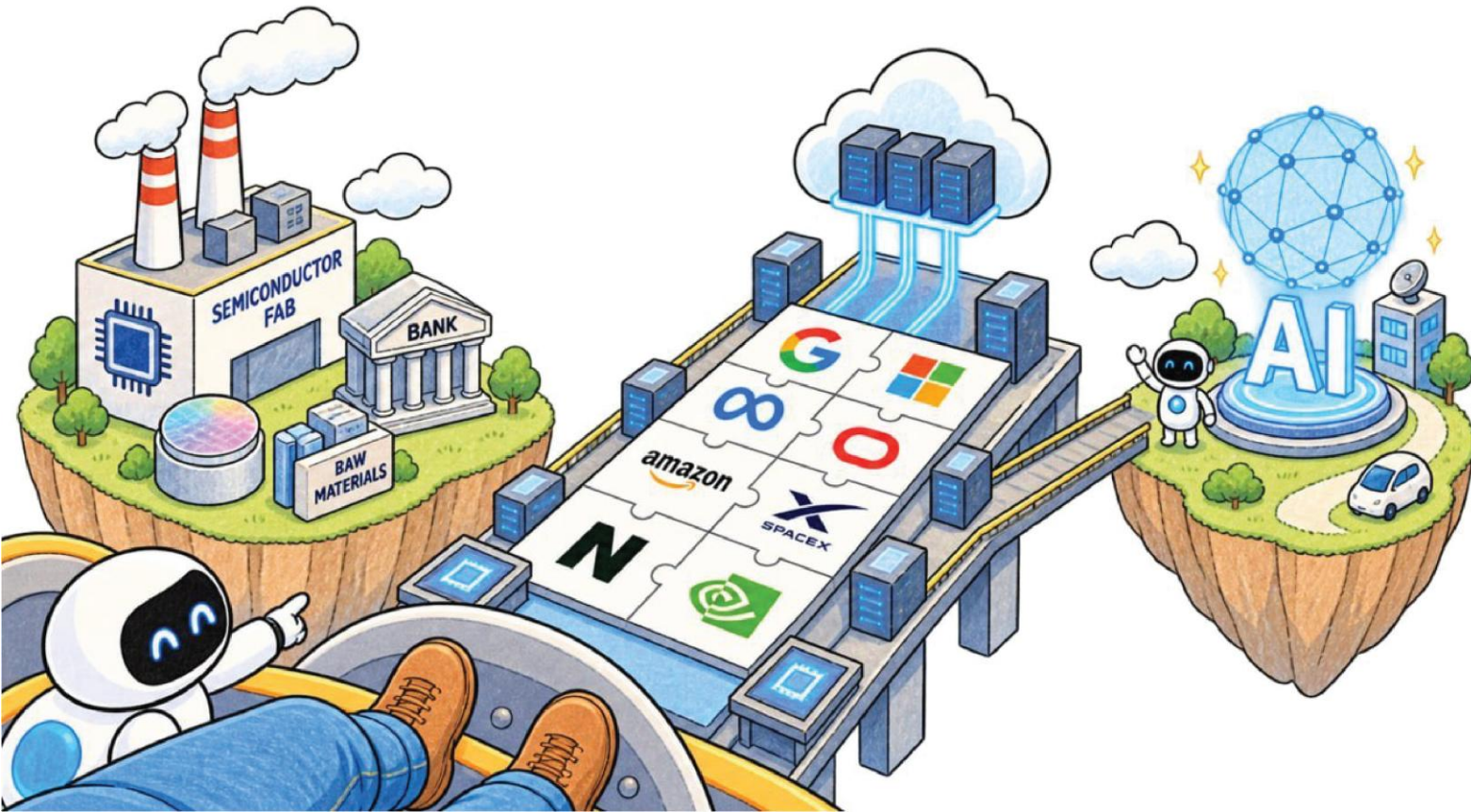
자료: Bloomberg, SK 증권

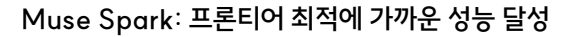
Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

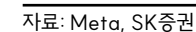
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.





(%) — 광고노출량 YoY (좌)
50 — 광고단가 YoY (우)



Meta: 필요한건 Consumer Agent

- 2Q26 콜 전체에서 날씨가 명시되지 않은 "곧 더 공유하겠다(more to share soon)"가 5 회 반복
- Compute 외부 판매 사실상 인정, 그러나 Capex 가이드선 하단만 소폭 상승. Consumer Agent 제품화 자신감 부재로 해석
- 그러나 8월들어 개인 에이전트 출시에 대한 기대감이 커지는 중. Business Insider에 따르면 9월초 소비자용 'Hatch' 서비스 출시 예정
- 별도로, Meta가 코드명 "Watermelon"인 신규 AI 모델의 10월 출시를 목표. MSL 투자는 이제 14개월을 지나는 구간
- 개인용 Agent와 별개로 GPU를 활용한 기존 플랫폼 강화는 지속해서 일어나는 중. 광고 노출량, 단가 지속 개선
- Meta의 주가는 그동안 AI Capex 본업 성과에 대해 제한적으로 인정, 직접적 AI 엔진 성과만을 기대. 보수적 주가는 기회로 작용 가능

메타 신규 AI Agent 'Hatch'

BUSINESS INSIDER

EXCLUSIVE

Meta memo reveals what its new 'Hatch' AI agent can do, from booking a restaurant to finding a dog sitter

By Hugh Langley + Follow

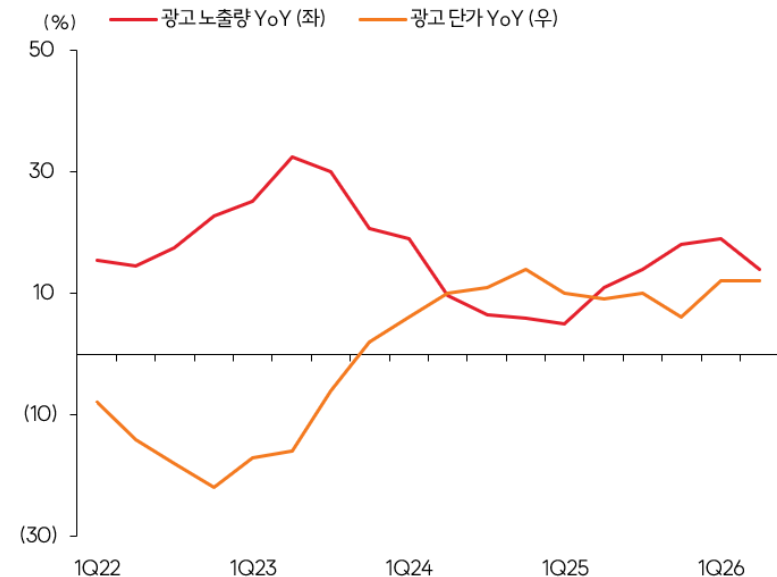


CEO Mark Zuckerberg says Meta is building "personal superintelligence for everyone."

Bloomberg/Getty Images

자료: Business Insider, SK증권

광고 노출량, 단가 추이



자료: SK증권

Meta: 재무제표

META 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2024	2025	2026E
매출액	48,385	42,314	47,516	51,242	59,893	56,311	60,801	63,164	164,501	200,966	253,189
Family of Apps	47,302	41,902	47,146	50,772	58,938	55,909	60,370	62,454	162,355	198,759	250,207
Reality Labs	1,083	412	370	470	955	402	431	524	2,146	2,207	2,443
North America	21,783	18,605	18,454	21,751	26,472	24,079	26,816	17,680	72,063	87,199	108,819
Europe	11,503	9,680	11,128	12,268	14,480	13,500	14,296	11,023	38,778	47,960	60,275
Asia	9,245	8,439	12,858	10,272	11,182	10,914	11,164	8,596	32,834	39,260	49,163
Rest of World	5,854	5,590	5,076	6,951	7,759	7,818	8,525	8,794	20,826	26,547	34,723
YoY(%)	21%	16%	22%	26%	24%	33%	28%	23%	22%	22%	26%
Family of Apps	21%	16%	22%	26%	25%	33%	28%	23%	22%	22%	26%
Reality Labs	1%	-6%	5%	74%	-12%	-2%	16%	12%	13%	3%	11%
North America	17%	18%	10%	24%	22%	29%	45%	-19%	18%	21%	25%
Europe	22%	14%	20%	29%	26%	39%	28%	-10%	26%	24%	26%
Asia	23%	13%	63%	25%	21%	29%	-13%	-16%	22%	20%	25%
영업이익	23,365	17,555	20,441	20,535	24,745	22,872	18,775	20,964	69,380	83,276	90,476
OPM (%)	48.29	41.49	43.02	40.07	41.32	40.62	30.88	32.97	42.18	41.44	35.81
매출원가 (COGS)	8,839	7,572	8,491	9,206	10,905	10,218		13,018	30,161	36,175	50,582
판관비	16,181	17,187	18,584	21,501	24,243	23,221	30,696	29,546	64,960	81,515	113,296
감가상각비	4,460	3,900	4,342	4,963	5,411	5,999	6,356	8,377	15,498	18,616	29,428
Capex	-14,425	-12,941	-16,538	-18,829	-21,383	-18,997	-30,116	-37,814	-37,256	-69,691	-136,152

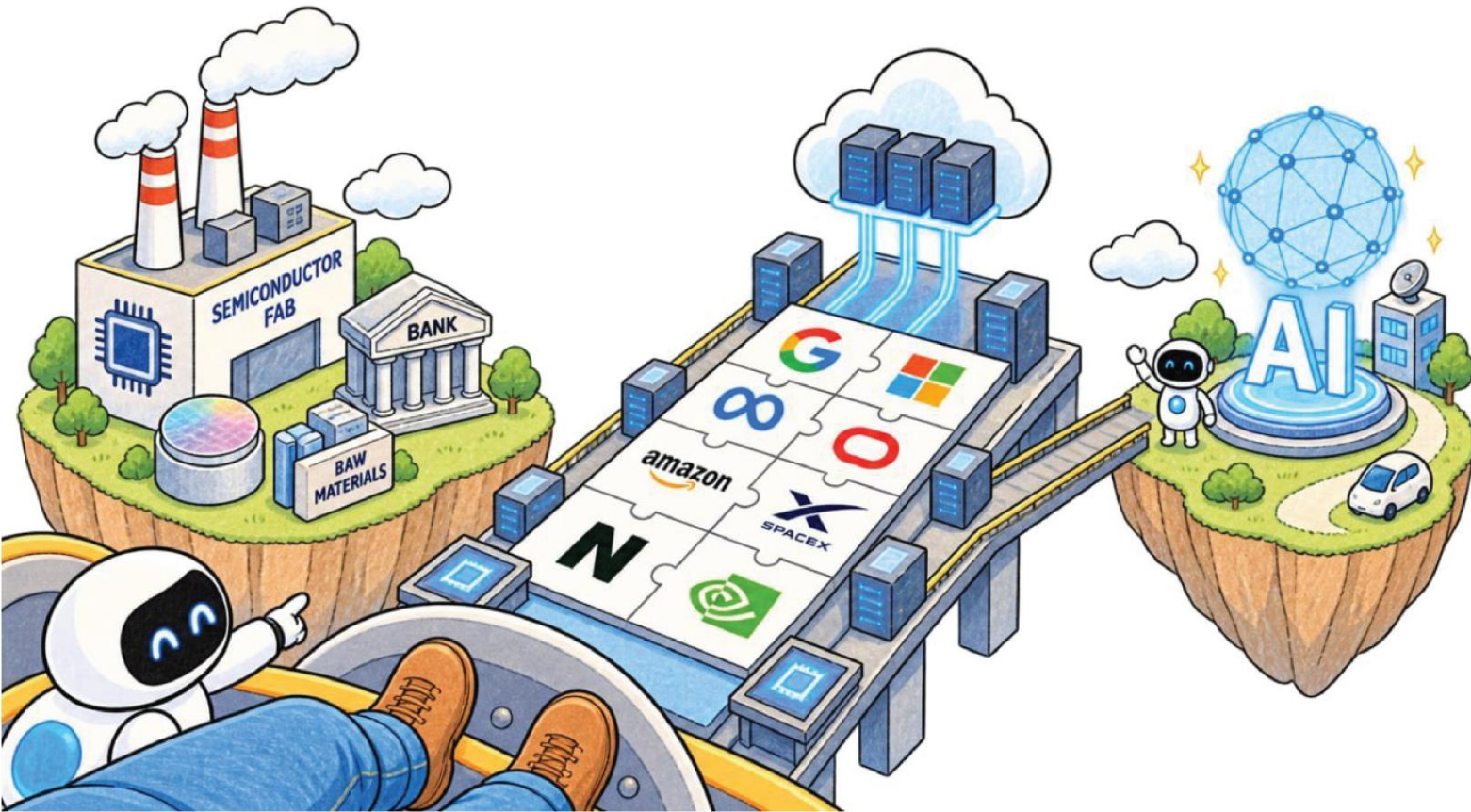
자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

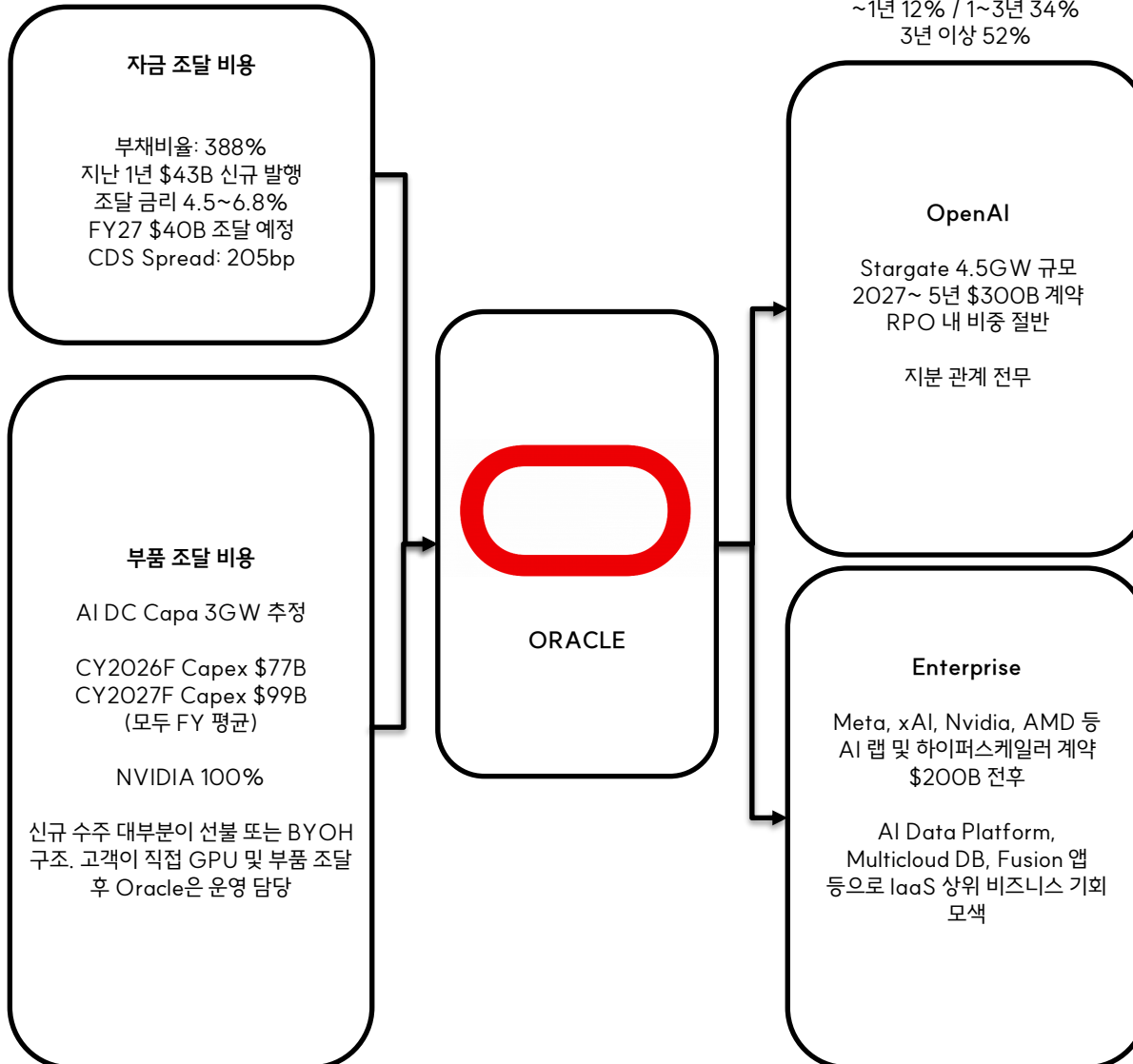
작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

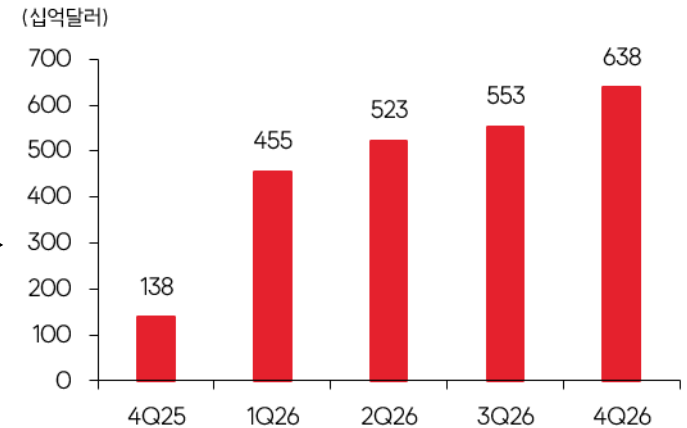
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.



Oracle AI Capex 활용 지도

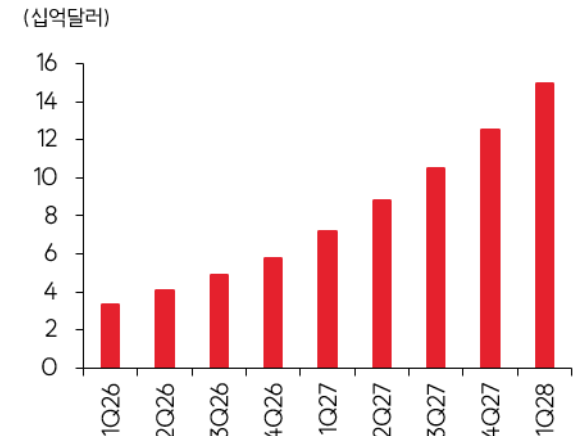


Oracle RPO 추이



자료: Oracle, SK증권 / 주: FY기준

OCI 사업부 매출액 추이 및 전망



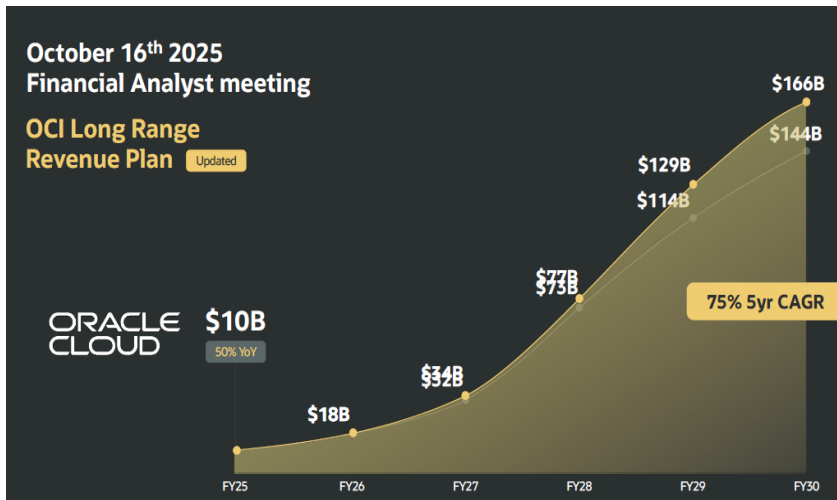
자료: Oracle, SK증권

Oracle: 큰 그림이 나중에 몰려온다

- 2025년 7월 OpenAI와 오라클은 4.5GW 규모(\$300B)의 Stargate 캐파를 개발하기로 합의. 선금금 없이 선제적으로 지은 후 제공
- RPO 12개월 내 인식분은 12%. 1~3년 34%, 3년 이후 54%. OpenAI향 DC 프로젝트들을 '지금 지원'하는게 아니라 차후 지원 예정
- 계약 단가 조건은 미공개이나 미래 구간 가격은 고정하지 않고 비용을 플로팅으로 전가한다고 언급
- FY2030 OCI 목표 매출 \$166B 달성 시 OpenAI가 차지하는 비중은 대략 35% 수준
- Shell Capex 하지 않고 건설사에게 15~20년간 임차. OpenAI 계약은 5년 계약. 10~15년 미스매치 존재. IT기기도 BYOH 활용
- OpenAI AI DC 제공하는 OCI 사업부 외 엔터프라이즈 본업 CFO는 연 \$20B 수준으로 FY27 자금 소요의 1/4 수준

2025년 10월 Investor day: OCI 부문 5년간 매출 16배 성장

Oracle의 AI DC 사업 전개 예시: GM 35% 전망



AI Infrastructure Delivery Example

	YEAR 1	YEAR 2	YEAR 3	YEAR 4	YEAR 5	YEAR 6	
	\$10B	\$10B	\$10B	\$10B	\$10B	\$10B	= \$60B revenue
Land, Data Center and Power							35% of total costs
Compute, Network, Storage							65% of total costs
	\$570M	\$6.4B	\$6.4B	\$6.4B	\$6.4B	\$6.4B	= \$39B costs
Gross margin: \$21B, 35%							

Oracle: 재무제표

Oracle 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27E	2025	2026	2027E
예상 비교 매출	14,059	14,130	15,903	14,926	16,058	17,190	19,184	19,130	57,399	67,357	89,147
Cloud & Software	12,001	12,136	13,705	12,907	13,854	15,033	16,737	17,153	49,230	58,530	80,158
Cloud	5,937	6,210	6,737	7,186	7,977	8,914	9,913	11,523	24,506	33,989	56,560
Cloud Applications	3,503	3,558	3,742	3,839	3,898	4,026	4,126	4,257	14,272	15,888	17,656
Cloud Infrastructure	2,434	2,652	2,995	3,347	4,079	4,888	5,787	7,190	10,234	18,101	38,966
Software	6,064	5,926	6,968	5,721	5,877	6,119	6,824	5,665	24,724	24,541	24,315
Software Support	4,869	4,797	4,961	4,955	4,938	4,969	4,943	4,877	19,523	19,804	19,685
Software License	1,195	1,129	2,007	766	939	1,150	1,881	719	5,201	4,737	5,342
Hardware	728	703	850	670	776	714	924	671	2,936	3,084	3,082
Service	1,330	1,291	1,348	1,349	1,428	1,443	1,523	1,380	5,233	5,743	5,891
YoY(%)	9%	6%	11%	12%	14%	22%	21%	28%	8%	17%	32%
Cloud & Software	11%	8%	14%	13%	15%	24%	22%	33%	11%	19%	37%
Cloud	24%	22%	27%	28%	34%	44%	47%	60%		39%	66%
Cloud Applications	9%	8%	13%	11%	11%	13%	10%	11%		11%	11%
Cloud Infrastructure	52%	47%	50%	55%	68%	84%	93%	115%		77%	115%
Software				-1%	-3%	3%	-2%	-1%		-1%	-1%
Software Support	0%	-2%	1%	1%	1%	4%	-0%	-2%	-0%	1%	-1%
Software License				-12%	-21%	2%	-6%	-6%		-9%	13%
Hardware	-4%	-7%	1%	2%	7%	2%	9%	0%	-4%	5%	-0%
Service	-3%	-1%	-2%	7%	7%	12%	13%	2%	-4%	10%	3%
영업이익	6,096	6,195	7,035	6,236	6,721	7,378	8,590	7,809	25,033	28,926	36,142
OPM (%)	43	44	44	42	42	43	45	41	44	43	40
매출원가 (COGS)	3,866	3,973	4,531		5,165	5,855	6,470	7,294	16,087	22,162	36,724
판매비 및 R&D	4,097	1,754	4,338	1,844	4,172	3,957	4,125	4,059	16,279	16,269	17,006
감가상각비	908	1,003	1,152	1,351	1,704	2,153	2,415	2,749	3,867	7,623	14,142
Capex	-3,970	-5,862	-9,080	-8,502	-12,033	-18,635	-16,493	-19,704	-21,215	-55,663	-91,695

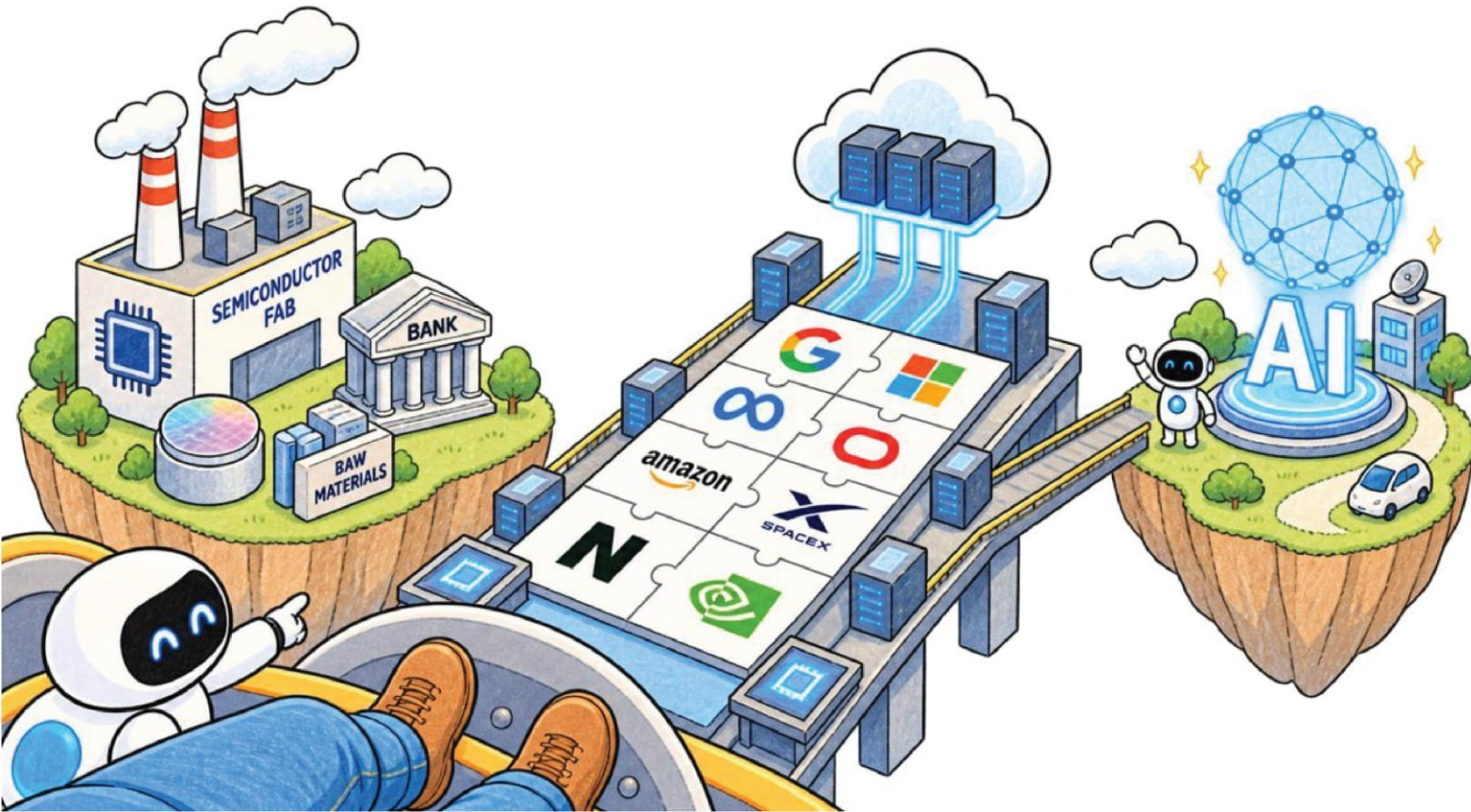
자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

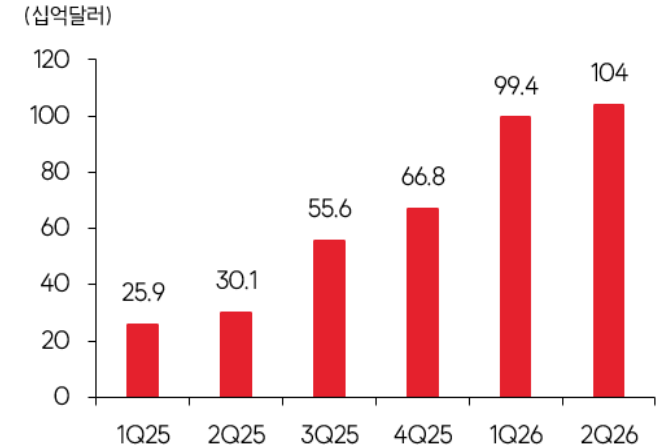
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.



Coreweave AI Capex 활용 지도

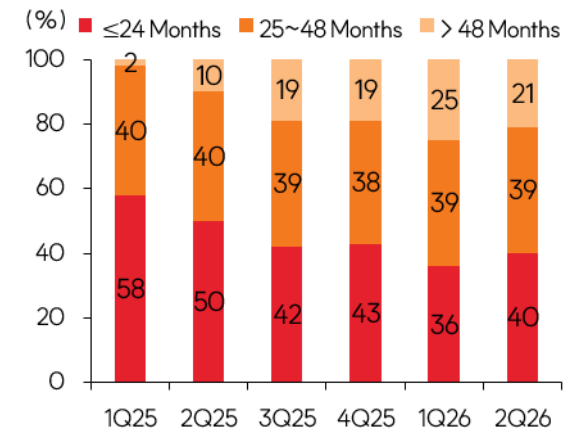


Coreweave Backlog 추이



자료: Coreweave, SK증권

Coreweave Backlog 구성 추이

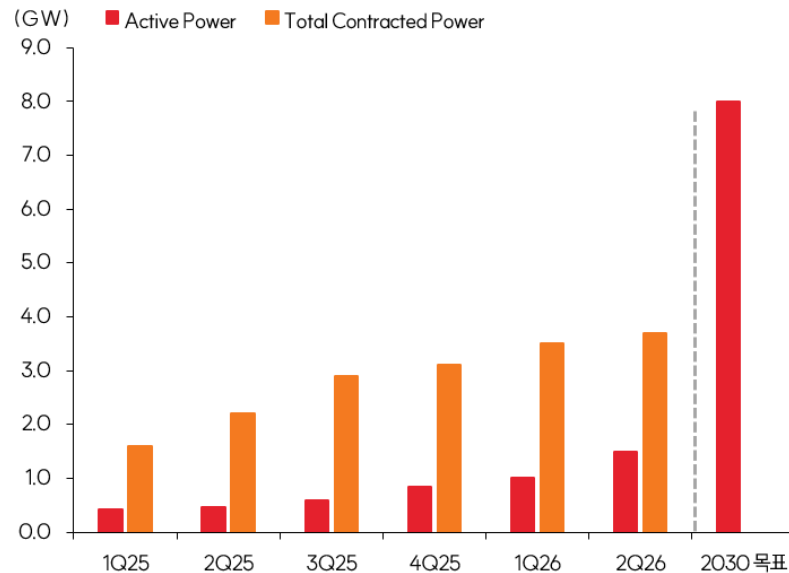


자료: Coreweave, SK증권

Coreweave: 레버리지 최대로

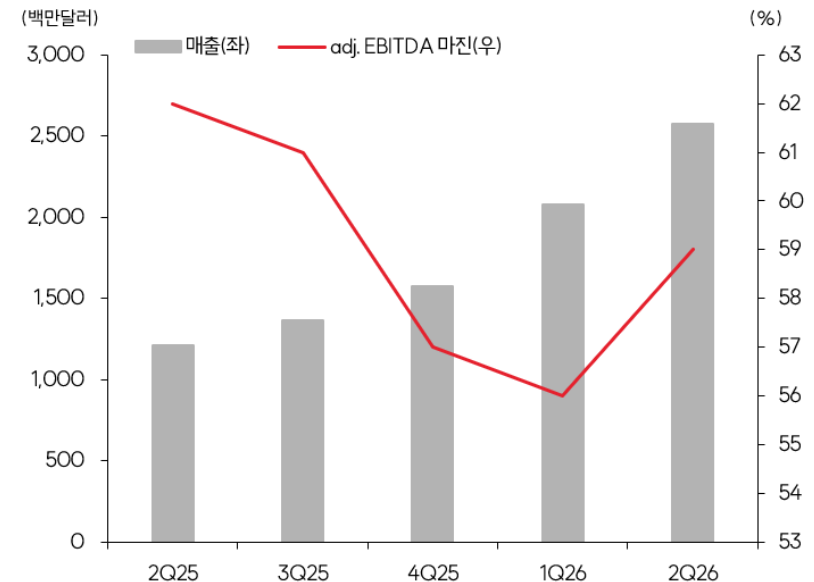
- 공격적 증설 진행 중. 2Q26 Capex \$9.4B로 가이드언스 상단 초과. 기존 공급 실패 우려 타파. 일부 Self build 시작
- 원대한 Capa 목표. 2Q26 500MW(6월 300MW) 추가. 현재 Active power 1.5GW > 2030년 Active Power 8GW+ 목표
- 강한 전방 수요 확인. Backlog \$104B(+246% YoY) 3Q26 초반 대량 in-service 및 \$25B+ 신규 커밋. 3Q 수차 Backlog 미포함
- 높아지는 임대료. 7월 25% 가격 인상, 신규 계약 margin 최근 분기 대비 +5~10%p 상승. 기존 회수 기간 2.5년 > 2년 축소 추정
- Layer Up 노력 일부 드러나는 중. MaaS 서비스 출시 수 개월만에 ARR \$100M+, W&B 활용 학습 런 10억건 돌파
- 재정 상황은 불안. 2Q26 부채 \$35B 가중평균 금리 8.4%, 변동 금리가 35% 수준으로 노출. 일부 스왑 해징 있으나 금리 상승에 취약
- 1) 빠른 증설 완료 2) 강한 수요로 높은 임대료 유지 및 상승 3) 가중평균 금리의 하락 3가지가 이루어졌을 때 기업 가치 최대화

Coreweave AI DC Capa 추이 및 전망



자료: Coreweave, SK증권

Coreweave 매출 adj. EBITDA 마진 추이



자료: Coreweave, SK증권

Coreweave: 재무제표

CoreWeave 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2024	2025	2026E
매출액	748	982	1,213	1,365	1,572	2,078	2,575	3,549	1,915	5,131	12,920
Committed Contracts								3,532			12,828
On-Demand-Services								58			174
YoY(%)		420%	207%	134%	110%	112%	112%	160%	737%	168%	152%
Committed Contracts											
On-Demand-Services											
영업이익	121	163	200	217	88	21	128	245	356	666	1,070
OPM (%)	16	17	16	16	6	1	5	7	19	13	8
매출원가 (COGS)	182	262	625	369	509	716	879	1,179	493	2,906	4,225
영업비용	453	747	568	944	1,152	1,506	1,745	2,312	1,098	2,271	8,341
감가상각비&무형자산상각비	365	443	559	630	821	1,147	1,393	1,802	863	2,454	6,525
Capex	-3,498	-1,407	-2,453	-3,279	-4,060	-7,695	-6,422	-11,471	-8,702	-10,309	-35,509

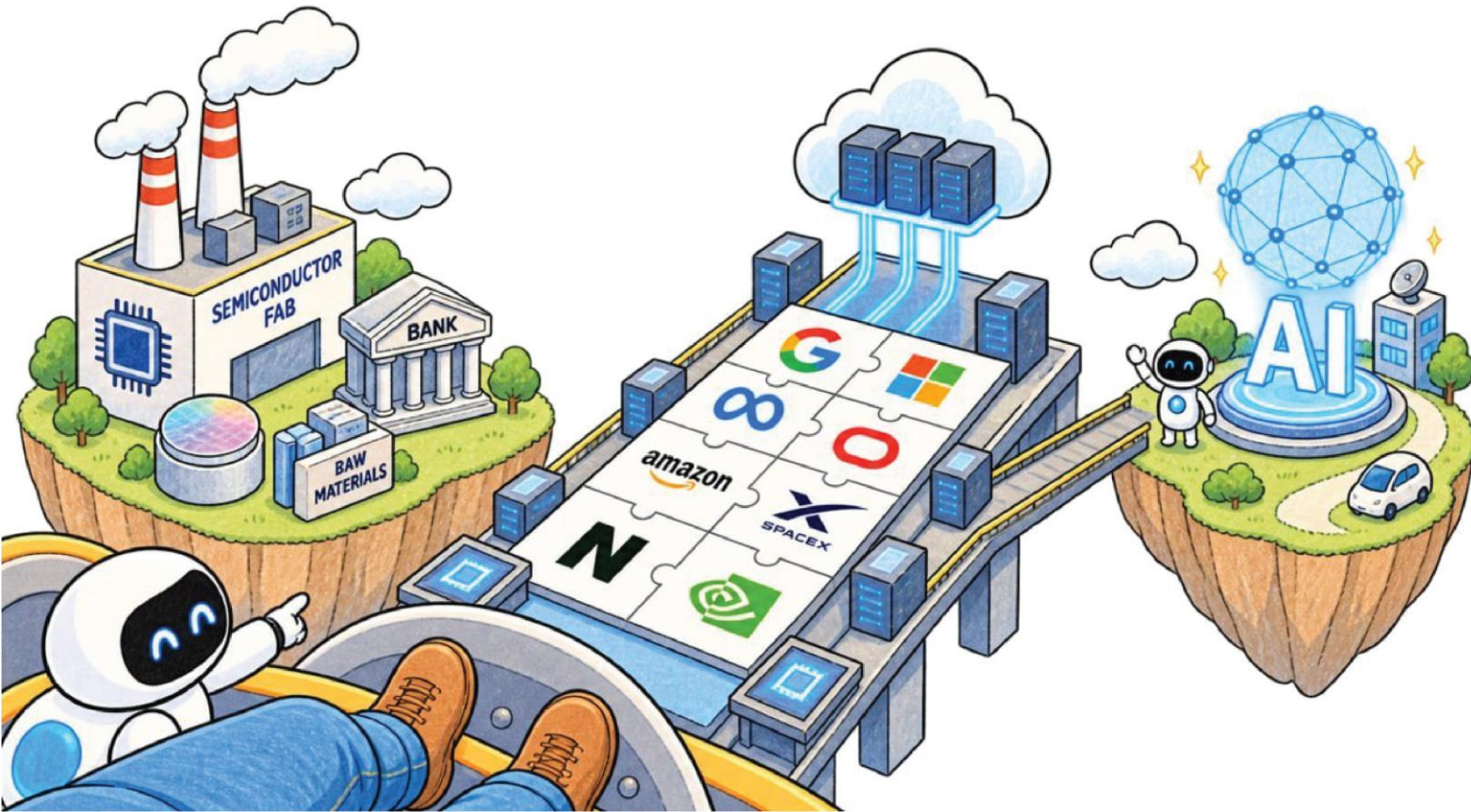
자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

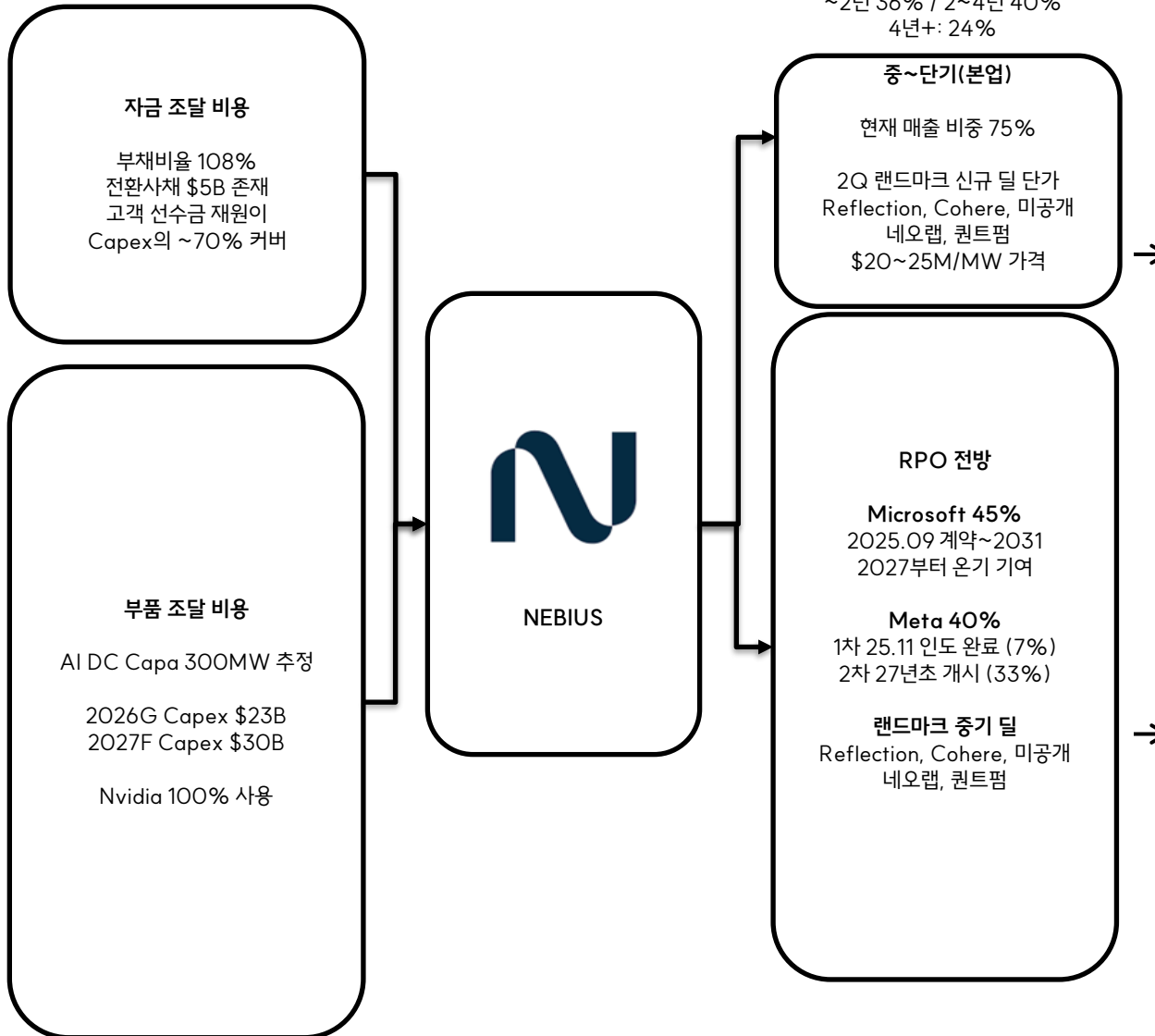
작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.



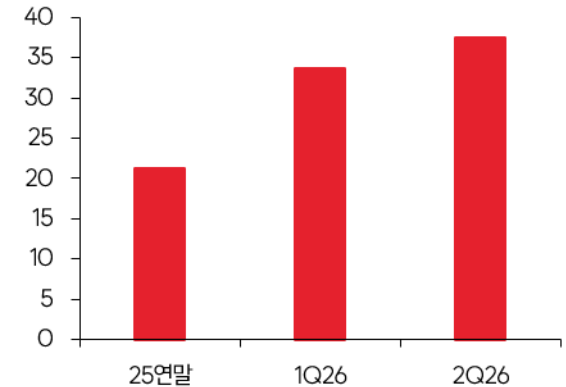
Nebius AI Capex 활용 지도



RPO \$37.5B
~2년 36% / 2~4년 40%
4년+: 24%

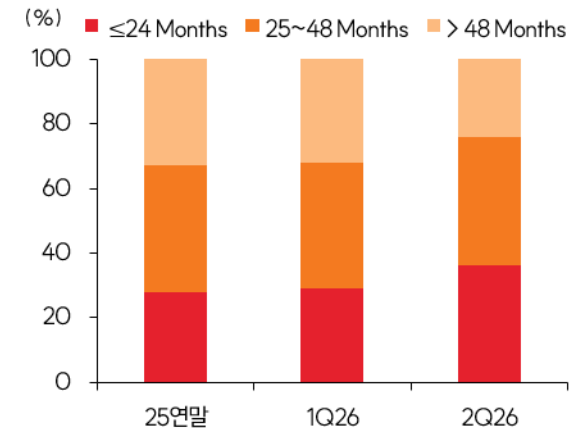
Nebius RPO 추이

(십억달러)



자료: Nebius, SK증권

Nebius Backlog 구성 추이

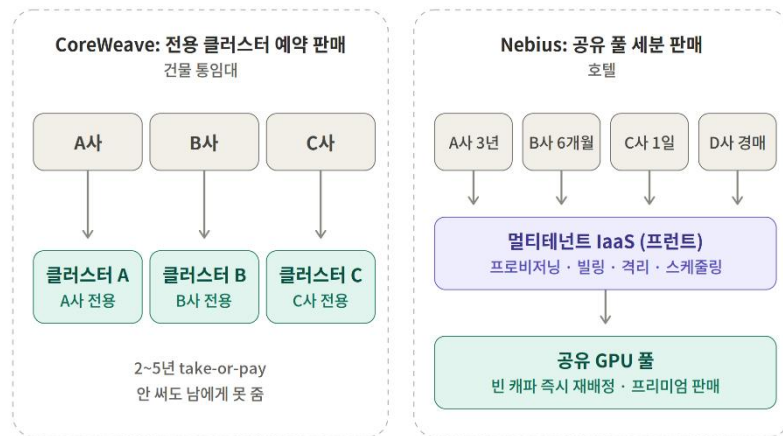


자료: Nebius, SK증권

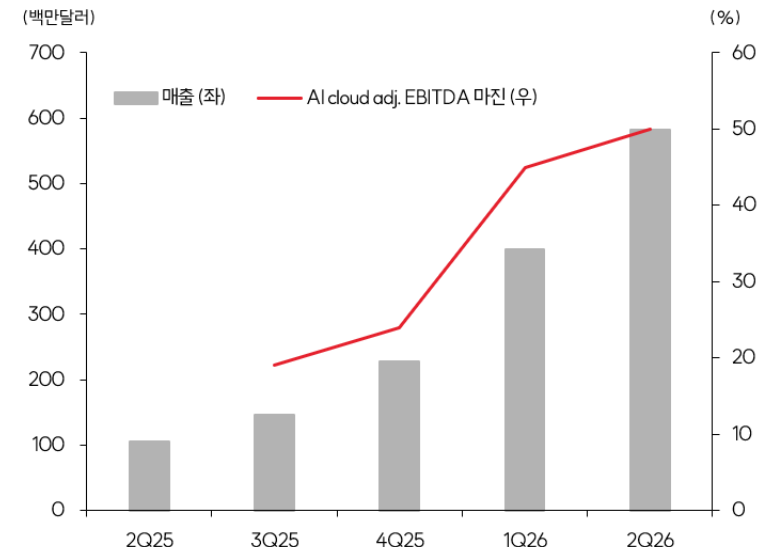
Nebius: 건실하게, 직접

- 2025년 연말 170MW Capa에서 1H27 800MW~1GW Capa로 빠른 증설 진행 중. 2Q26 Capex \$5.7B, FY26 가이드스 유지
- 2027년 1GW 이상 추가 배치, 2030년 인도 예정인 자체 DC 합산 Capa 2.4GW. 70%이상 Capa self build 위주로 진행
- 2025년 연말 RPO \$21.3B 에서 \$37.5B로 공격적 상승. Meta, Microsoft와 장기 계약 체결. 1~3년 사이 중기 계약
- 공격적인 임대료 상승. 2026 base \$12M/MW > 신규 1~3년 계약 \$20~25M > Q3 3~6개월 단기 딜 \$40~50M 협상 중
- 현재 대형 계약 위주 Coreweave 대비 Nebius는 멀티테넌트 클라우드 고객이 아직 높은 매출 비중
- 추가로 Coreweave는 기존 SKU까지 포함한 단가 상승(25%) 공개. Nebius 언급 임대료는 세대 전환(GB300 > Rubin) 영향 존재
- Layer Up 노력, Token Factory 워크로드 QoQ 3배 증가. 관련 인수 및 Agent 출시
- 순부채 \$2B. 변동 금리 노출도 0. 2026년 수취 선금금 \$9B 이상, 2Q26 딜의 50~60% Capex 커버, 향후 딜의 70% 커버 전망

Coreweave, Nebius 현재 비즈니스 모델 차이



네비우스 매출 및 AI Cloud 마진율



Nebius: 재무제표

Nebius 부문별 매출액 추이								
(단위: 백만달러)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2025	2026E	2027E
매출액	105	146	228	399	582	530	3,316	11,443
ARR (분기말)		551	1,250	1,900	3,000	1,250	7,311	15,473
그룹 adj. EBITDA	-21	-5	15	130	236	-65	1,350	6,387
그룹 adj. EBITDA Margin	-20%	-4%	7%	32%	41%	-12%	41%	56%
AI Cloud Adj. EBITDA Margin		19%	24%	45%	50%	12%		
중분 EBITDA Margin		39%	25%	67%	58%	37%	51%	62%
매출원가 (COGS) / 매출	29%			26%	23%	31%	25%	26%
D&A / 매출	72%			53%	45%	79%	63%	60%
EBIT	-111	-130	-235	-128	-176	-612	-892	-412
OCF		-81	834	2,258	2,300	385	6,829	9,835
Capex		956	2,056	2,473	5,700	4,066	23,259	29,315

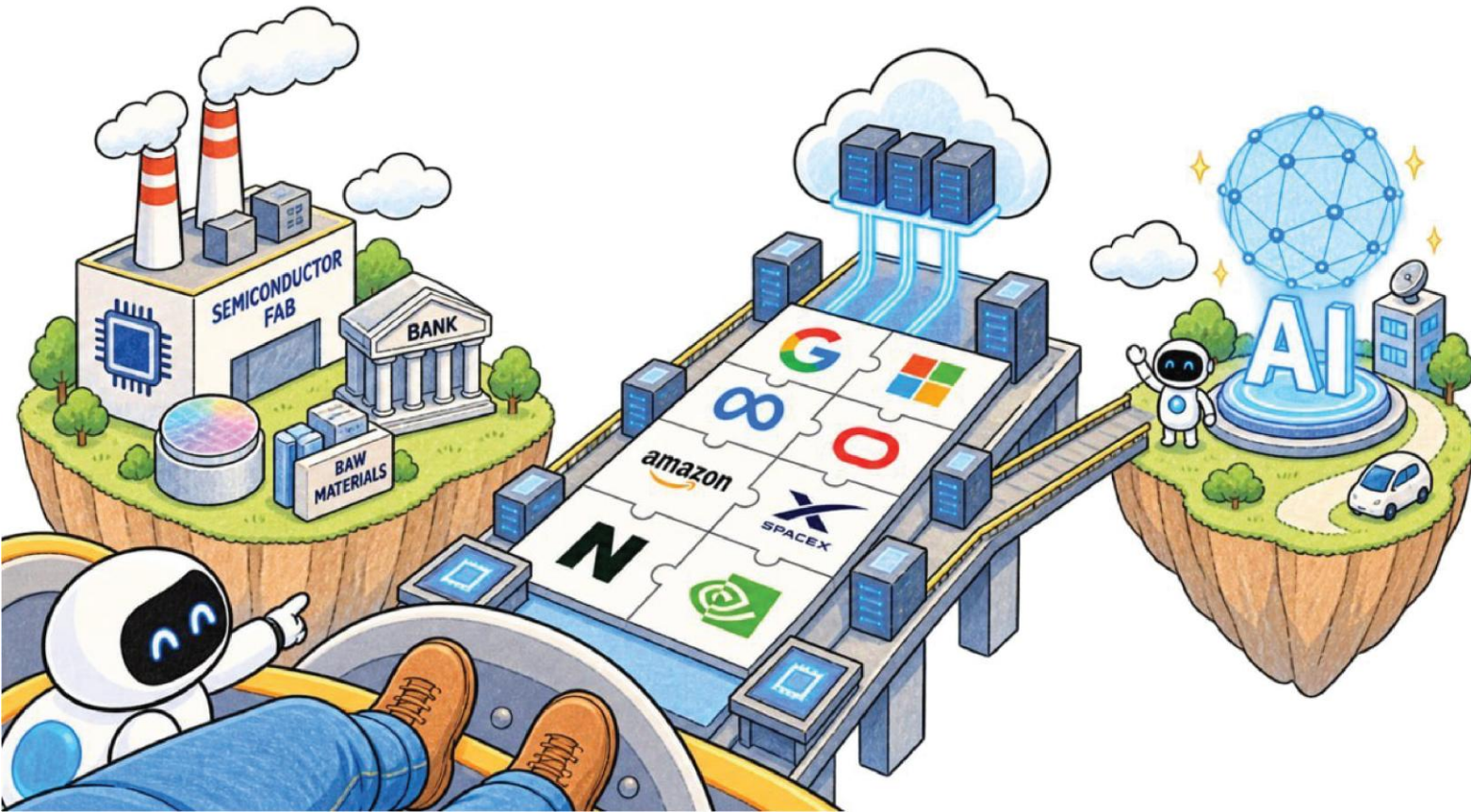
자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

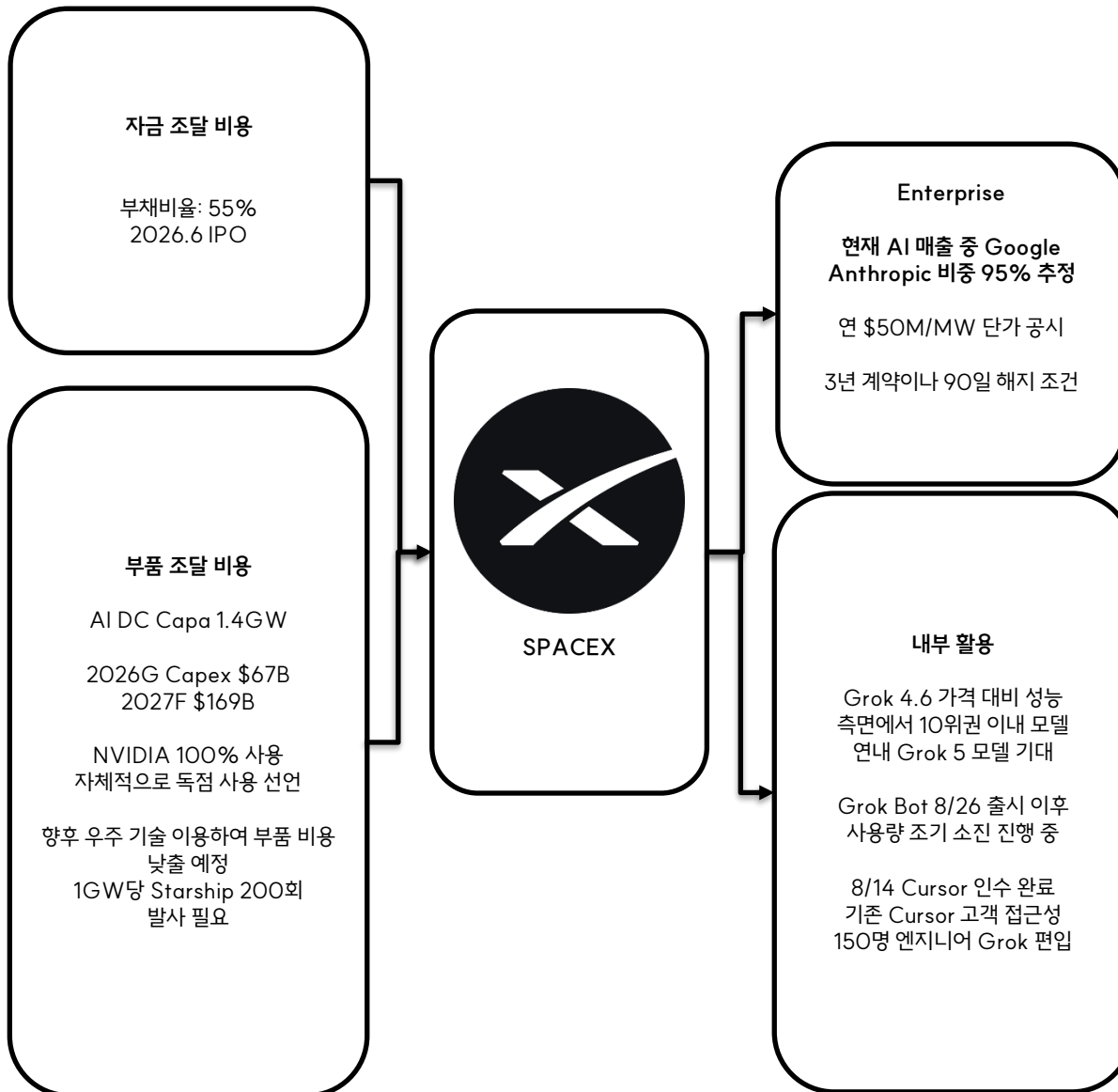
작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

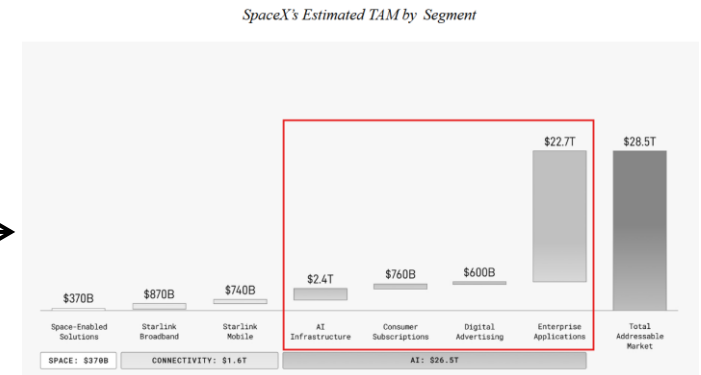
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.



SpaceX AI Capex 활용 지도

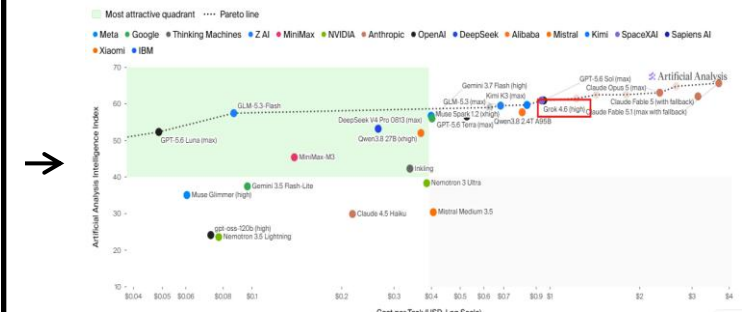


SpaceX 추산 AI TAM



자료: SpaceX, SK증권

Grok 4.6: 프론티어 최적에 가까운 성능 달성

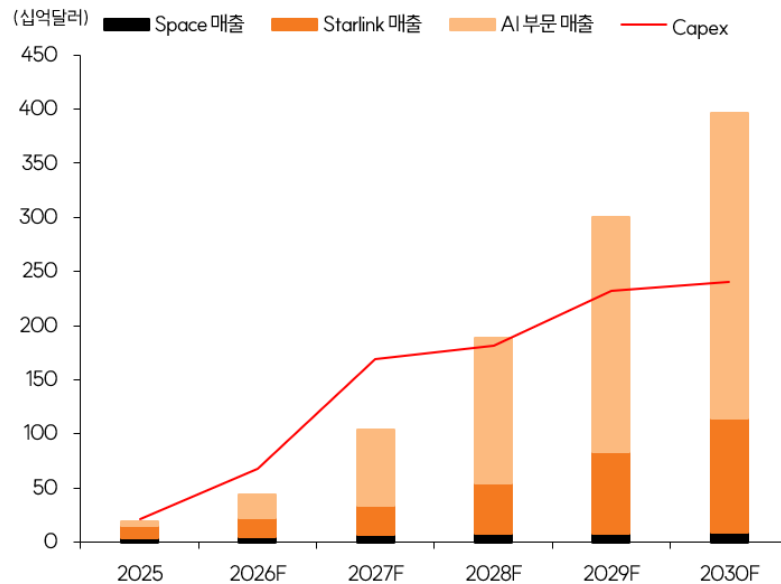


자료: SpaceX, SK증권

SpaceX: CSP 계의 조커픽

- AI DC Capa 급증 중. 2Q25 0.4GW, 1Q26 1GW, 2Q26 1.4GW. 연말 2GW+ 목표. 2027년말에는 하이싱글 GW 목표
- 2027년말 전력 확보된 Connected DC 잠정 목표 15~20GW. Shell을 선행 확보 자산으로 가져가려는 전략
- Starwind 위성(VR NVL72 최적화) 2027년 발사 시작. GW당 Starship 200회 발사 필요. 단기간 내 유의미한 Capa 확보 어렵다고 판단
- 현재 AI 세그먼트 고객 95%는 Google을 통해 Anthropic으로 나가는 매출. 양사 90일 해지 조항 존재
- Layer Up 노력, Grok 4.5 출시 이후 토큰 소비 3배 증가. Grok 5 연내 출시 전망. Grok Build 출시 예정, AI 기반 광고 엔진 재구축 중
- 총 부채 \$38.4B, 변동 금리 노출은 제한적. Capex 진행을 위해서는 \$100B 이상 추가 조달 필요

SpaceX 부문별 매출 및 Capex 전망



자료: Bloomberg, SK증권

Starwind 위성: 우주 DC로 지상 DC 문제 타파



자료: 언론 자료, SK증권

SpaceX: 재무제표

SpaceX 부문별 매출액 추이											
(단위: 백만달러)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2024	2025	2026E
매출액		4,067	4,071			4,694	7,814	12,877	14,015	18,674	43,612
Space		865	746			619	962	1,419	3,796	4,086	4,465
Connectivity		2,475	2,588			3,257	4,291	4,856	7,599	11,387	18,084
AI		727	737			818	2,561	6,429	2,620	3,201	21,273
YoY(%)						15%	92%		35%	33%	134%
Space						-28%	29%		7%	8%	9%
Connectivity						32%	66%		96%	50%	59%
AI						13%	247%		-12%	22%	565%
영업이익		27	-970			-1,943	-143	1,709	466	-2,589	4,646
OPM(%)		1	-24			-41	-2	15	3	-14	8
매출원가 (COGS)		1,962	2,282			2,388	3,495	5,317	7,996	9,451	18,606
판관비		493	606			746	912	1,096	1,813	2,644	4,045
감가상각비		1,443	1,310			2,442	2,735	3,923	2,977	5,915	14,101
Capex		-4,140	-2,825			-10,107	-18,369	-18,951	-11,163	-20,737	-67,687

자료: Bloomberg, SK 증권

Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

