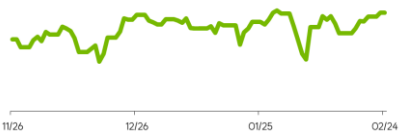
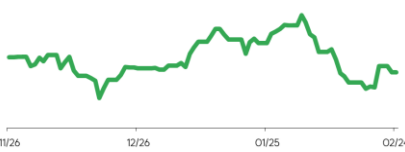
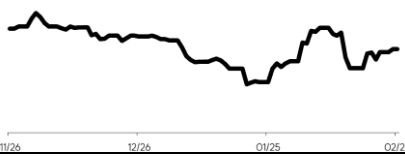
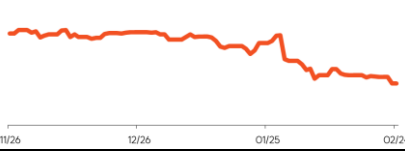
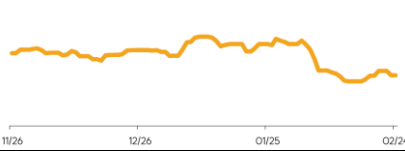
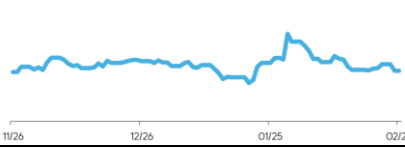
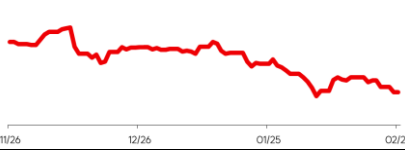




2026-02-25



SK증권 해외주식/AI. 박제민
jeminwa@sks.co.kr

	엔비디아	시가총액: 4,655	12MF PER: 27	
		-강한 수요 + Vera Rubin 생산 진행으로 펀더멘탈 견고 -H200 중국 수출, Physical AI 확산에 따른 시장확대 주목		
	알파벳	시가총액: 3,769	12MF PER: 25	
		-AI Full stack 기업, 텍스트 및 이미지 AI 모델 1위 사업자 -AI로 인한 Search 고도화, 온디바이스 확장 주목		
	애플	시가총액: 3,908	12MF PER: 31	
		-교체 주기+신품 프로모션을 통한 판매 호조, AI 발전 지연 -Gemini 결합을 통한 AI 서비스 주목		
	마이크로소프트	시가총액: 2,855	12MF PER: 22	
		-AIPaaS1위 사업자, OpenAI 엔진 활용 해자 -Azure 활용 Enterprise AI 도입 현황 주목		
	아마존	시가총액: 2,204	12MF PER: 22	
		-CPU DC1위 사업자, GPU DC 공격적 증설 진행 중 -Tranium 2 외부 고객 현황, Anthropic ARR 증가세 주목		
	메타 플랫폼스	시가총액: 1,612	12MF PER: 19	
		-AI 도입으로 광고 P,Q 개선. Llama 4 실패 후 투자 확대 -H26 차세대 AI 모델 발표, AI 글래스 판매량 주목		
	오라클	시가총액: 406	12MF PER: 19	
		-Stargate IaaS 담당 사업자, 수주 절반 이상 OpenAI -OpenAI 사업성, 추가 부채 발행 여부 주목		
	코어위브	시가총액: 46	12MF PER: -	
		-1위 네오클라우드 사업자, 수주 절반 이상 OpenAI -OpenAI 사업성, 공급 지연 해결, 추가 용량 수주 주목		

주: 시가총액 십억달러



Type your message here...

Send



· 지난 주 빅테크 주요 주가 변동은?

엔비디아 (+3.5%): 실적, GTC 앞두고 기대감에 상승세. 빅테크 Capex 상향 및 Coding AI 수요 낙관적

오라클 (-8.2%): 언론 보도를 통해 OpenAI의 자금 조달 과정 및 프로젝트 신뢰도 관련 우려 부각되며 하락

· 확산되는 Sell first, Ask questions later 움직임

B2B SW 에서 보안 및 전통 서비스(물류, 브로커리지)로 AI 공포가 전염되는 움직임

실적/펀더멘털보다 내러티브 리스크가 주가를 먼저 흔드는 국면

(2/12) 알고리즘 홀딩스, SemiCab에서 인력 증원 없이 알고리즘 통해 화물 처리량 300~400% 증가 주장 후 주가 급등

동시에 다우 운송지수 하루 4% 급락, 랜드스타 시스템 등 대표 대형 화물 기업 14% 급락

(2/23) Claude Code Security 등장하며 기존 보안 SW 예산 잠식 가능하다는 공포 확산

CrowdStrike -11%, Zscaler -10%, SailPoint -7.6%, JFrog -5.5%, Palo Alto -2.5% 등 급락

Claude code 는 기존 보안 업체들과 서비스하는 분야가 분명히 구분됨에도 AI 확산 공포로 매도가 선행되는 형태

시장이 AI로 인한 피해 섹터 하락을 경험한 후 해당 학습 효과가 다양한 섹터로 번져나가는 그림

다운 운송 지수는 급락 후 빠른 회복, 그러나 B2B SW 섹터는 여전히 회복하지 못한 모습 [차트 1] [차트 2]

· Anthropic의 리딩 투자자 목록에서 해석할 수 있는 해자

\$380B 밸류에이션으로 \$30B 조달. 자금 용도를 R&D, 제품 개발, 인프라 확장으로 밝힘

GIC·Coatue가 리딩 투자자. 그 외에도 금융 투자자들이 주요

전사 ARR \$14B로 공개, Claude Code ARR \$2.5B 상회. 2026년 초 대비해서도 Claude Code가 2배 이상 매출 성장

Claude Code 비즈니스 구독 또한 연초 대비 4배, 엔터프라이즈가 Claude Code 매출의 절반 이상으로 파악

투자자 목록이 OpenAI와 확연하게 다름. CSP, 인프라 사업자들의 종속을 최대한 회피하면서 서비스 주도권을 가져가겠다는 그림.

이미 AWS를 'primary cloud partner'로 두고 있으나 TPU를 추론에 적극 활용하는 모습을 보여주면서 협상력이

강한 플레이어임을 확인시켜주는 중. 향후 Anthropic의 인프라 선택이 '진짜 해자가 있는 인프라'라는 시그널이 될 수 있다

고 판단. 최근 Anthropic은 최근 Nvidia 인프라 사용을 확대하는 기조

추가로 주목할 점은 Claude Code의 엔터프라이즈 침투율. 시장에 공포를 확산시킬 만큼 빠른 채택이 이루어지는 움직임으로

판단. OpenAI Codex의 Data와 비교 필요하나 B2B 시장 침투가 빨라져 해당 ARR이 high single까지 일찍 도달한다면

면 CSP 업체들의 과감한 Capex 역시 정당화될 수 있다고 판단



Type your message here...

Send



- **OpenAI 자금 조달 막바지. 엔비디아 \$30B 투자 확정**

\$830B 밸류에이션으로 \$100B 조달 과정 막바지, 관련 투자자 자료도 유출되어 보도되는 중

Amazon \$10~50B, Softbank \$30B, Nvidia \$30B, Microsoft ~low single billion 으로 보도

Nvidia의 \$30B 투자는 기존 1GW 당 \$10B 투자를 대체하는 성격

OpenAI 에서 주목해야할 점은 Amazon 의 투자 금액 규모. Tranium 활용 가능성 증가, Rufus Agent 와 ChatGPT 의 연

계 가능성 증가. AWS 입장에서는 GPU 서버 이용자가 증가하며 동시에 아마존 온라인 스토어의 이용자 증가 도모 가능

Nvidia의 투자 조건 변경도 주목 필요. Nvidia는 기존 칩 할인 판매의 형태로 OpenAI와 계약이 이루어졌으나 이제는 지분

을 일부 받는 형태로 한번에 큰 금액을 투자. 이는 OpenAI 의 칩 자율권을 일부 보장하는 형태로 판단. AMD 6GW,

Broadcom 10GW 딜에 더 설득력이 생겨 해당 기업들에 큰 금액의 주문이 가능할 것으로 판단

- **OpenAI 투자 라운드 과정에서 목표 재무제표 공개, 2030년 목표 매출액 상향**

OpenAI는 2030년까지 매출 전망을 상향했지만, 현금소모(캐시번) 전망은 더 공격적으로 상향 [\[차트 3\]](#)

2025년 추론 비용이 4배 증가하며 GPM 33% (YoY -7%p) 기록, 2029년 GPM 70% 목표도 52~67%로 하향

이익률 전망치 낮아지면서 '흑자 전환' 시기 2030년으로 전망 [\[차트 4\]](#)

OpenAI는 현재 수요가 커질수록 비용이 더 빨리 늘어나는 구간

기존 SK 증권 전망 [2025.12.15 OpenAI 우려의 크기는?] 대비 흑자 전환 시기가 늦어진 상황, 가장 큰 이유는 비용 증가

향후 광고 수익화등으로 Unit Economy 흑자 달성 또는 인프라 효율화가 필수적인 상황, 현재 OpenAI는 미국 지역을 대상

으로 광고 시범 운영 중이며 Instant Checkout 등 무료 사용자 수익화 서비스 고도화 중

B2B 매출 비중 증가로 영업 레버리지가 자연스럽게 해소될 수도 있으나, 내부 전망치는 아직 보수적. FD 팀의 적극적 채용

뉴스에서 볼 때 Anthropic 만큼 기업 측의 선수요가 있지 않은 상황이라고 판단됨

그럼에도 \$830B 밸류에이션이 유효한 이유는 1) AI 서비스 이용자 풀이 가장 크고 2) 현재 OpenAI 의 상황은 대규모 AI

Labs 들이 모두 거쳐야하는 상황이라는 점. AI 서비스가 확정되기 전 단계에는 계속 워크로드가 변화하면서 추론 비용 역시

효율화되기 어려운 구간이라고 판단. Coding Agent 가 고정 서비스로 정착하며 효율화 시점을 당길지 주목 필요



- **OpenRouter 토큰 사용량 급증의 의미는?**

OpenRouter 는 여러 LLM(클로드·지피티·제미니·오픈소스 등)을 한 번에 붙여주는 API 게이트웨이
Cursor 같은 Application Layer 가 아닌 게이트웨이 Layer 로 일종의 백엔드 성격. Cursor 에서도 어떤 워크플로에 어떤 AI 모델을 활용할지 배치 가능하지만 OpenRouter 는 이를 최적화하는 성능이 더 뛰어남
Agent 중심의 인퍼런스 수요가 늘어나면서 작년 연말 주간 대비 OpenRouter 의 사용량 +151% 증가 [\[차트 5\]](#)
핵심 원인 중 하나를 OpenClaw 에 대한 관심으로 판단. OpenRouter 는 연동 가이드를 공식 문서로 제공
OpenRouter 트래픽은 대부분 개인 개발자 / 소규모 팀 비중이 대다수. Enterprise Page 운영하나 아직 소수 비용 절감을 위해 OpenSource 모델들의 순위가 높은 이유 [\[차트 6\]](#)
OpenClaw 발 B2C API 수요 급증은 향후 보안, 사용성 B2B 서비스, 대고객 서비스로 옮겨질 가능성이 높음
OpenAI 는 OpenClaw 개발자 Peter Steinberg 를 고용, 차세대 personal agents 를 리드한다고 보도됨

- **Anthropic, 중국 모델들이 증류를 통해 성능 개선했다고 주장하며 Free-ride 비판**

DeepSeek·MiniMax·Moonshot 이 Claude 를 대규모로 증류(distillation)해 성능을 끌어올렸다고 주장
OpenAI 역시 중국 모델들이 자사 모델의 증류를 통해 성능을 끌어올렸다고 주장
파인튜닝 특화 모델이 수익화된 이후 증류가 산업 스파이의 정석 메뉴가 될 가능성이 높다고 보임
예를 들어 SKhynix 메모리 반도체 설계 AI 를 CXMT 에서 스파이를 심어서 증류하려는 시도 가능
이러한 현상은 AI 도입 자체를 기업들이 망설일 수 있는 계기라고 판단 가능
AI 워크로드 관련 보안의 절반은 CSP, 나머지 절반은 서드파티 기업. 보안 관련 기업들 주목 가능
로컬 LLM 수요, 온프레미스로 하려는 수요들이 늘어날 가능성 존재, Dell, HPE 와 같은 엔터프라이즈형 서버 OEM사 수혜



Type your message here...

Send



2026-02-25



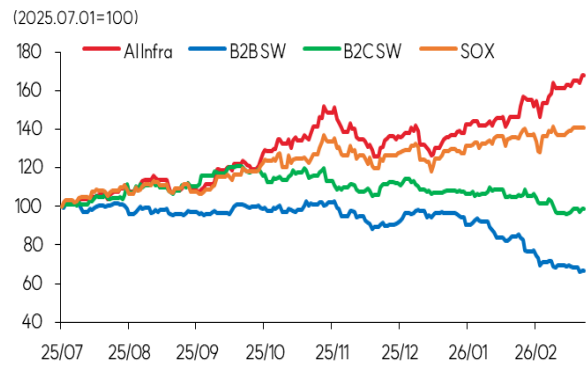
SK증권 해외주식/AI. 박제민
jeminwa@sks.co.kr

[차트 1] 다운 운송 지수 (26.02~)



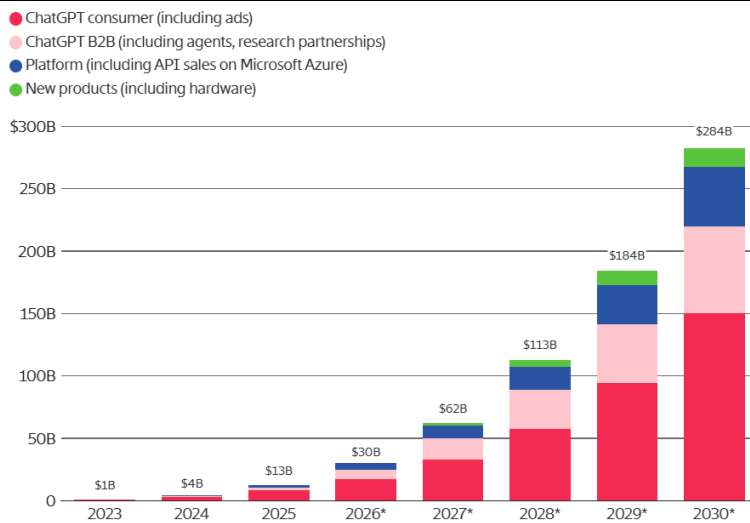
자료: IndexGo, SK 증권

[차트 2] 2H25 이후 AI 섹터별 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

[차트 3] OpenAI 매출액 추정치



자료: Theinformation, SK 증권

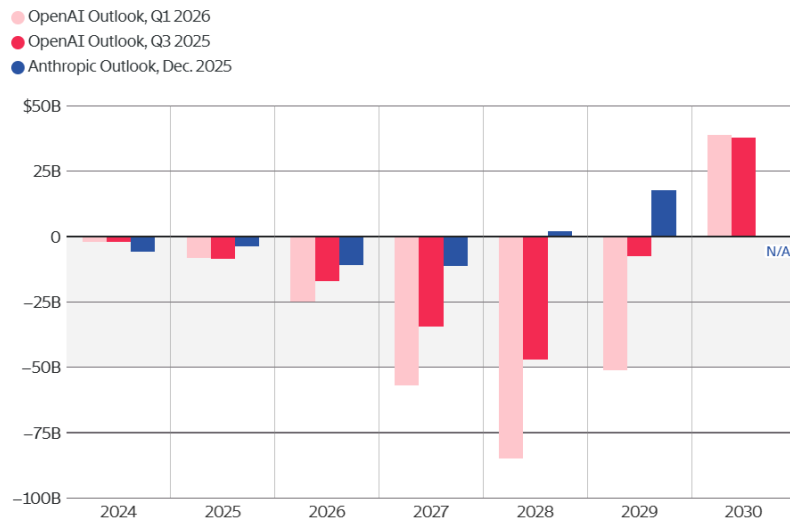


Type your message here...

Send

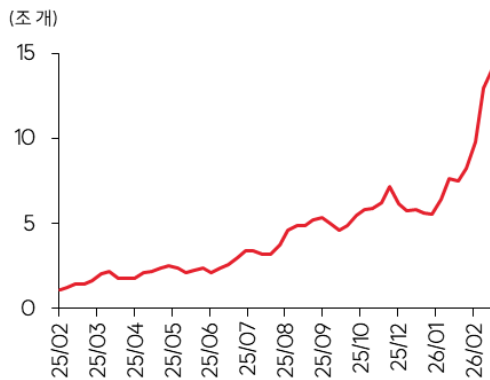


[차트 4] OpenAI 현금흐름 추정치 변화



자료: Theinformation, SK 증권

[차트 5] OpenRouter 토큰 사용량



자료: OpenRouter, SK 증권

[차트 6] OpenRouter 토큰 사용량 모델 순위 (2/16 주간)

LLM Leaderboard
Compare the most popular models on OpenRouter

Rank	Model	Provider	Tokens	Change
1.	MiniMax M2.5	by minimax	2,28T tokens	↑16%
2.	Kimi K2.5	by moonshotai	967B tokens	↓22%
3.	Gemini 3 Flash Preview	by google	887B tokens	↑12%
4.	GLM 5	by z.ai	769B tokens	↓2%
5.	DeepSeek V3.2	by deepseek	762B tokens	↑2%
6.	Grok 4.1 Fast	by x.ai	692B tokens	↑22%
7.	Claude Opus 4.6	by anthropic	651B tokens	↑20%
8.	Claude Sonnet 4.5	by anthropic	520B tokens	↓16%
9.	Trinity Large Preview (free)	by aiace-ai	468B tokens	↑7%
10.	Gemini 2.5 Flash	by google	429B tokens	↓5%

자료: OpenRouter, SK 증권

Compliance Notice

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

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

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

😊 : Type your message here...

Send