

Strategy Idea

시장 불안에 외면된 AI 생태계 확장



투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

- ✓ KOSPI 밸류에이션은 이례적 저점; 1) 이익에 대한 신뢰, 2) 수급 주체에 대한 걱정 기인
- ✓ 두 문제 중 적어도 이익에 대한 신뢰 우려는 빅테크 실적 확인하며 완화될 것으로 생각
- ✓ 우려의 시작이었던 메타는 AI 비즈니스 확장 가속+AI 인프라 투자 주체 확산, 우려 요인 아님
- ✓ 이익 신뢰 저하는 다소 과하다는 의견, 회복시 밸류에이션이 낮다는 인식으로 이어질 가능성

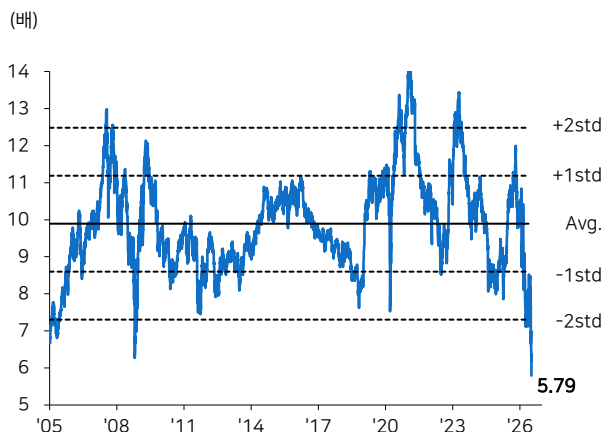
한국 시장의 이례적 하락

1) 이익 추정치에 대한 의구심

7월 13일 종가 기준 KOSPI 지수의 12개월 선행 PER은 5.8배를 기록했다. 2003년 이후 가장 낮은 이례적인 수준이다. 전쟁, 경기침체, 금융위기 시기보다 낮은 밸류에이션 구간에 위치했다.

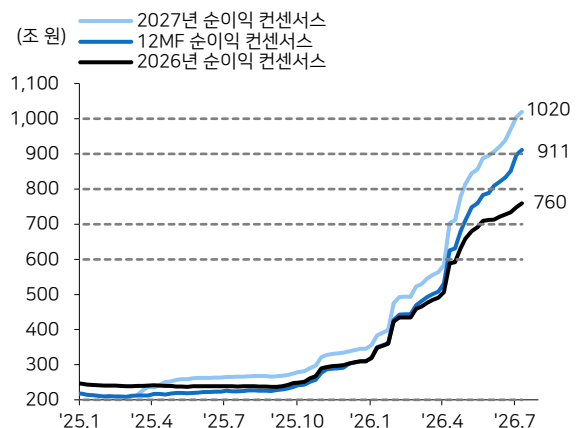
이 수준은 주가와 멀티플, 이익의 관계($P=EPS \times PER$)를 고려할 때 이익(EPS)에 대한 신뢰가 낮은 상황으로 해석할 수 있다. 올해, 내년 코스피 순이익 전망치는 연초 이후 반도체를 중심으로 가파르게 상승해왔는데, 이 숫자가 지켜지지 않을 수도 있다는 걱정이 주가에 반영되기 시작한 것으로 보인다. 주가가 멀티플 중심으로 먼저 하락하고 1~2개월 뒤부터 이익이 하향조정되기 시작하는 것이 통상적인 하락장의 패턴이어서 고민이 더 깊어진다.

그림1 KOSPI 12MF PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스피 이익 추정치 추이



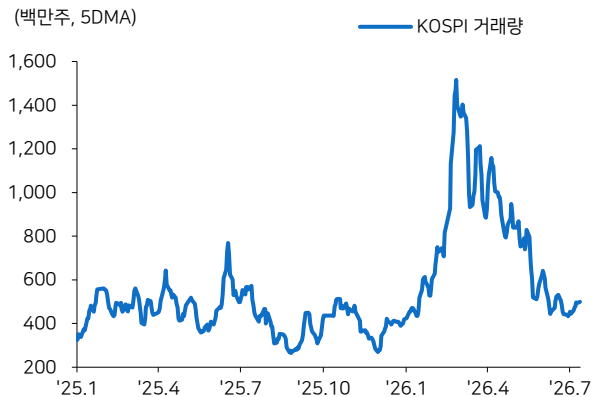
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2) 수급 불안

최근 가장 많이 받는 질문 중 하나는 ‘누가 한국 주식을 사줄까?’다. 수급 주체에 대한 고민이 깊어지는 시기다. 국내 주식시장 유동성 환경 위축으로 KOSPI 일간 거래량은 3월 고점 이후 연초 수준으로 회귀했고, 거래대금도 6월 초를 고점으로 감소 중이다.

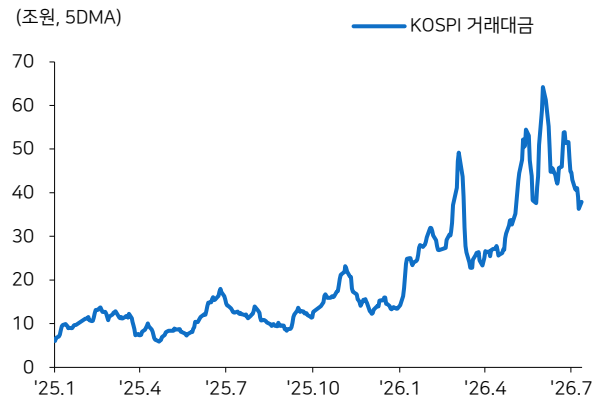
외국인 수급 동향도 불편하다. 삼성전자, SK하이닉스 외국인 보유 잔고는 6월 25일을 고점으로 하락 중이다. 주가가 하락해서 그렇다고도 볼 수 있지만, 연초 이후 트렌드와 바뀐 점 하나는 외국인 지분율이다. 연초 이후 외국인의 매도세에도 KOSPI 외국인 지분율은 지속적으로 상승했다. 이를 근거로 외국인의 매도는 한국 시장의 눈높이 하향이 아닌 기계적 차익실현으로 해석해왔는데, 이 또한 6월 25일을 고점(40.7%)으로 계속 하락 중이다(7월 13일 38.8%).

그림3 KOSPI 일간 거래량(5일 이동평균)



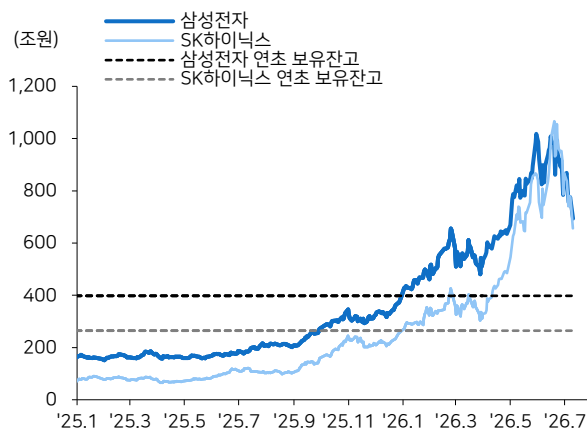
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSPI 일간 거래 대금(5일 이동평균)



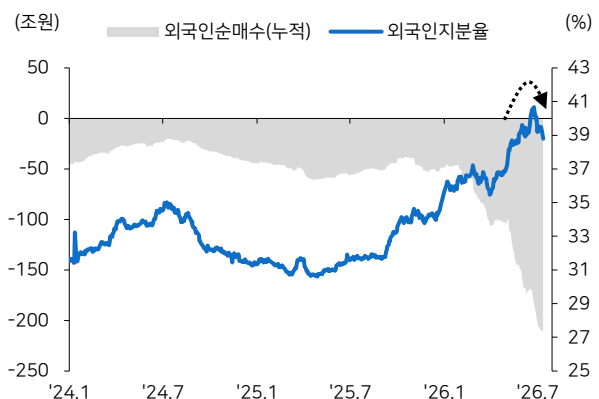
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전자, SK하이닉스 외국인 보유잔고



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 외국인 누적 순매수와 지분율 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

반등 트리거를 고민

시장 고점 이후 하락한 이유들에 대해 하나씩 실마리를 풀어가 보면, 변동성이 커지는 구간에서 1) 고점 이후 외국인이 지분율을 낮춰가는 순매도세가 이어졌고, 2) 6월말, 7월초에는 리밸런싱이라고 해석했던 섹터 로테이션이 나타나기 시작했으며, 3) 메타가 7월 초에 컴퓨팅 자원을 외부 판매하겠다고 선언하며 AI 컴퓨팅 과잉 공급 우려가 부각되기 시작했다. 4) 이어 삼성전자의 놀라운 잠정실적 발표에도 시장은 아쉬워하는 반응이었고, 5) SK하이닉스의 실적 우려까지 번지기 시작했다.

1), 2)는 수급 요인이라고 해석할 수 있겠고, 3), 4), 5)는 펀더멘털 요인으로 해석할 수 있겠다. 수급과 펀더멘털에 대한 우려가 완화되는 것이 한국시장의 턴어라운드 조건이라고 생각한다. 수급의 턴어라운드 가능성은 추후에 다시 고민해보기로 하고, 이번 자료에서는 펀더멘털에 대한 고민을 좀 더 해보고자 한다.

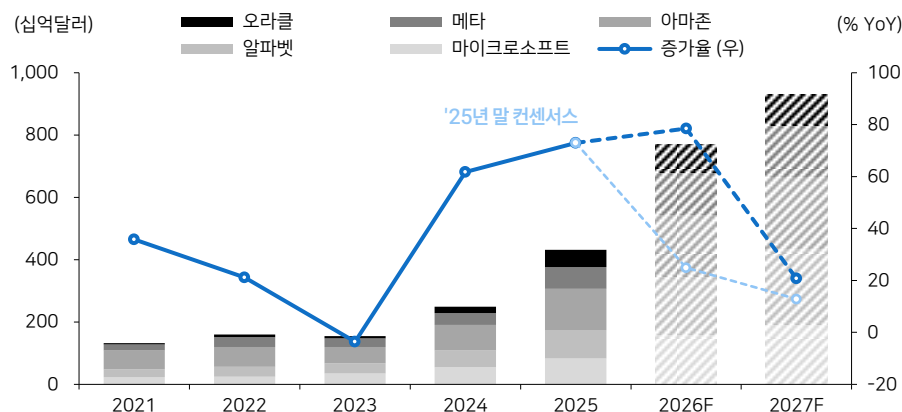
시장이 2Q 실적에서 확인하고 싶은 포인트: 메타부터 시작된 AI CapEx 우려

주도주 실적에 대한 의구심이 피어나기 시작한 것은 메타의 보유 데이터센터 컴퓨팅의 외부판매 발표였다. 시장은 AI 과잉 공급 우려 요인으로 해석했지만, 우리는 구형/신형 AI 컴퓨팅의 재배치 과정으로 이해했고, 그 근거로 외부 최신형 컴퓨팅 임차 지속, AI CapEx 확장 지속을 들었다.

시장은 여전히 우려가 있어 AI CapEx에 대한 안도감을 찾기 위해 실적시즌 AI CapEx 가이드를 확인하고 싶어하지만, 이미 좋은 힌트들이 먼저 나오고 있다.

7/13 메타는 루이지애나주 하이페리온 데이터센터 투자 규모를 기존 270억 달러에서 500억달러로 대폭 확대했다. 완공하면 5GW 규모의 메타 사상 최대 데이터센터가 될 예정이다. 현금 여력 우려 속에도 투자가 가능했던 이유는 SPV 등의 외부자금 유치와 주 정부의 세제 혜택 때문이다. 해당 투자는 off-balance 형태로 메타의 CapEx 가이드를 상향에 직접적인 요인은 아니지만, 올해 가이드 1,250-1,450억달러에 약 20% 규모나 된다.

그림7 미국 빅테크 CSP CapEx 가이드: 메타도 사실상 CSP 비즈니스 합류. 생태계 확장



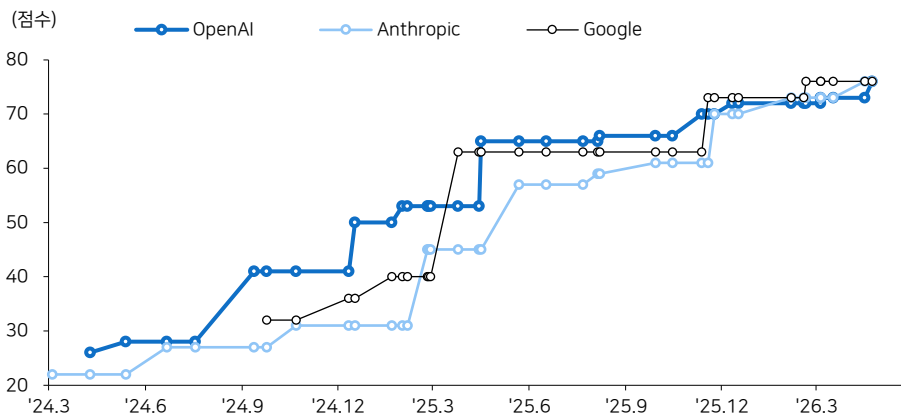
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

메타의 AI CapEx 우려를 덜어낼 AI 수익화 실현

최근 메타와 관련해 서프라이즈로 관측했던 소식은 자체 개발 AI 모델 Muse Spark 1.1 기반으로 AI 컴퓨팅 비즈니스를 개시하겠다는 것이었다. 외부 개발자는 메타 자체 데이터센터에서 구동하는 Muse Spark 1.1을 API로 호출하고 사용한 토큰량에 따라 비용을 지불한다. 메타가 처음으로 자체 프론티어 모델의 Model-as-a-Service 사업을 시작한 것이다. 메타의 대규모 CapEx가 내부 광고 효율 개선을 넘어 직접적인 외부 AI 매출로 연결되기 시작한 증거다.

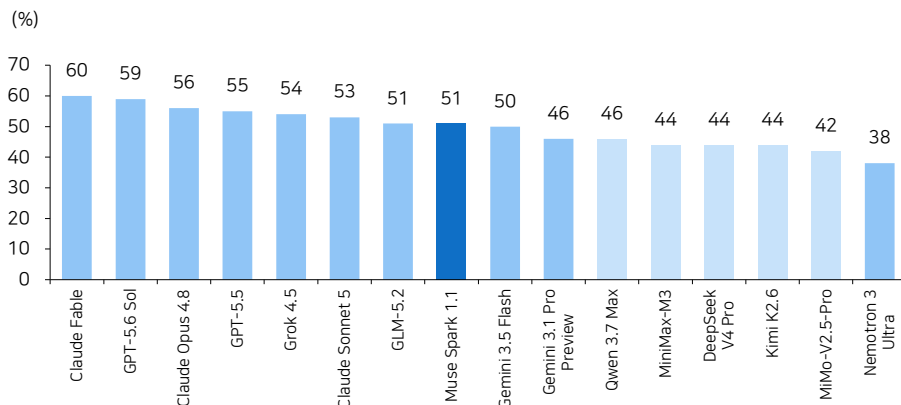
그동안 AI 프론티어 모델 경쟁은 OpenAI, Anthropic, Google이 주도했고 승자독식 비즈니스로 생각했다. 메타가 빅테크 중 아픈 손가락이었던 이유는 AI 개발 경쟁을 하면서 클라우드 서비스나 AI 모델 외부 서비스를 하지 않고 있었기 때문에 메타의 CapEx 지속 가능성에 대한 의구심이 컸었다. 그런데 AAI 지수 기준 메타의 Muse Spark 1.1은 작년 가장 고평가받던 Gemini 3.5 Flash 성능을 앞섰다. 이 모델을 기반으로 외부 토큰 판매 수익화를 실현할 셈이다.

그림8 AI 모델 성능 지수(AAI v3): 프론티어 모델 경쟁은 Top3가 주도하지만



자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림9 AI 모델 성능지수(AAI): Follow 기업들이 경쟁을 포기하지 않음. 승자독식이 아닐수도



자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

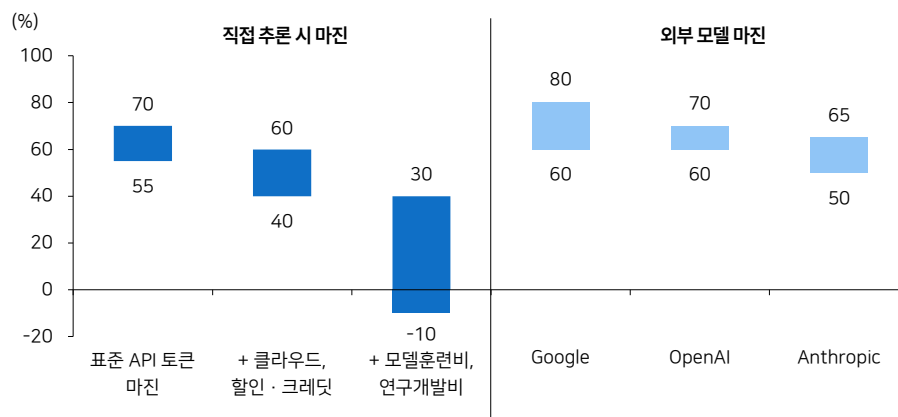
AI CapEx가 승자독식일까?

다른 관점에서 생각해 보면 AI CapEx는 승자독식이 아닐 가능성이 보인다. <그림 9>에서 보이듯 AI 모델 프론티어 경쟁은 상위 기업이 주도하던 그림이 고착화된 것은 오래되었다. 그럼에도 불구하고 후발 주자들도 상위 기업의 기술 진보를 오랜 시간 추종하고 있다.

대부분 기업이 토큰 외부판매가 어려울 수 있음에도 개발을 지속하는 이유 중에는 ‘스스로 쓰기 위해서’가 중요할 수 있다는 생각이다. 최근 토큰의 수익성이 확인되고 있지만, 반대편에서는 토큰의 비용이 문제가 되고 있다. AI 토큰, AI 모델을 결국 많이 써야 하는 경제 구조로 이행 중인데, 어차피 스스로가 많이 쓸 것이라고 한다면, 스스로 만들 수 있으면 이득이다.

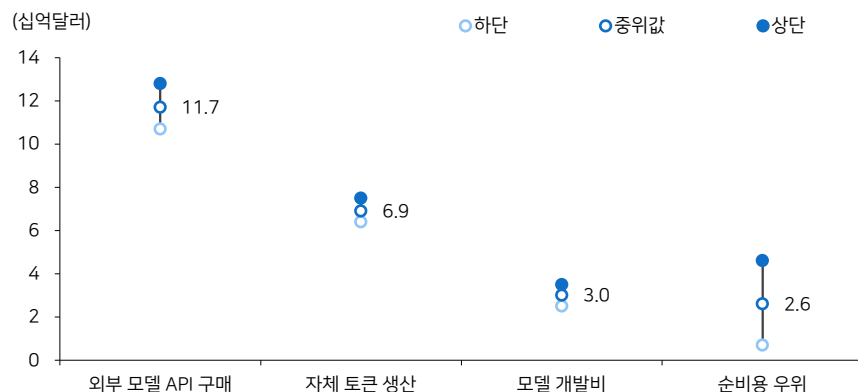
구글의 내부 토큰 처리량(연간 2.84경개, '26.5 발표) 기준, 자체 생산 및 모델 개발비보다 외부 구매 비용이 더 커 연간 20~50억 달러 이득인 것으로 추정된다. AI CapEx 경쟁을 포기하는 기업이 쉽게 나오지 않을 것으로 보는 이유다.

그림10 API 토큰의 추정 마진 범위



자료: Reuters, WSJ, OpenAI, Anthropic, Google, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 구글 사례: 구글의 내부 사용 API를 외부구매 vs 자체 생산 비용 비교



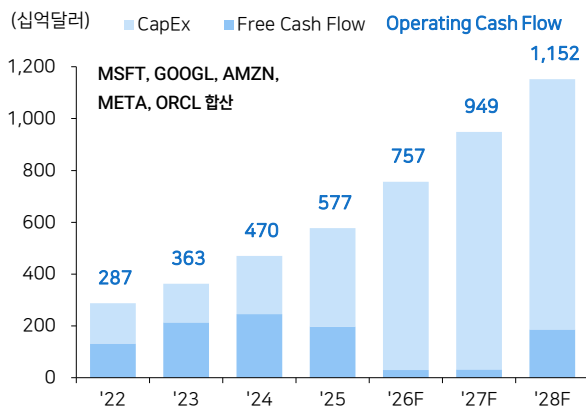
자료: Google, 메리츠증권 리서치센터 추정

AI DC 투자 트렌드 변화: 주체의 확산, 빅테크 포기→사이클 종료 우려 점검

토큰의 수익성이 확인된 AI 데이터센터는 현금기반 선제투자에서 계약 담보형 레버리지(부채) 투자로 이행 중이다. 초기 AI 투자는 어떻게 쓰일지 아직은 잘 모르지만 경쟁에서 죽지 않기 위한 선제 투자 형태였다. 그렇기 때문에 현금이 있는 주체만 투자를 할 수 있었다. 그런데 이제는 토큰 효용, AI 데이터센터의 수익성이 확인된 이후 빅테크 내부 현금흐름을 넘어 네오클라우드/코로케이션 사업자, JV/SPV, 채권 시장을 활용한 계약 담보형 부채 투자로 확산되는 중이다.

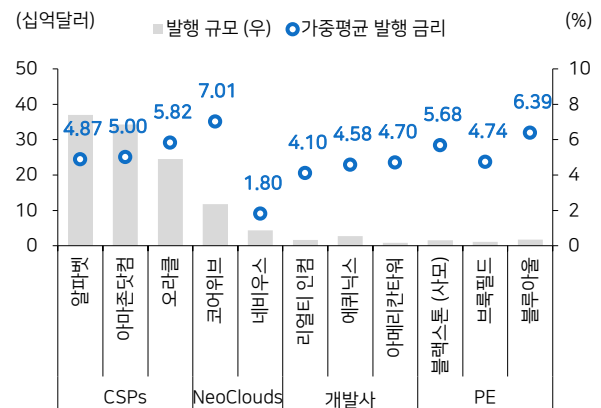
AI 투자 주체의 확산 시그널은 엔비디아 실적에서도 체크할 수 있다. 3Q25 이후 엔비디아 매출액 성장률이 다시 반등 중인데, 동기간 엔비디아 데이터센터 매출액에서 하이퍼스케일러 비중은 줄고 그 외 주체의 비중은 늘었다. AI 데이터센터 투자가 빅테크 중심 현금흐름 사이클에서 AI 데이터센터 생태계 전반에 걸쳐 금융 조달이 가능한 인프라 구축으로 넘어가고 있다는 증거다. 이번 실적에서도 이 추세 유지 여부는 체크 포인트 중 하나다. 빅테크 중 하나가 투자를 멈출 확률도 낮아졌지만, 멈춘다고 해도 다른 주체가 CapEx를 이어나갈 수 있는 그림이다.

그림12 미국 CSP 현금흐름 추이 및 전망



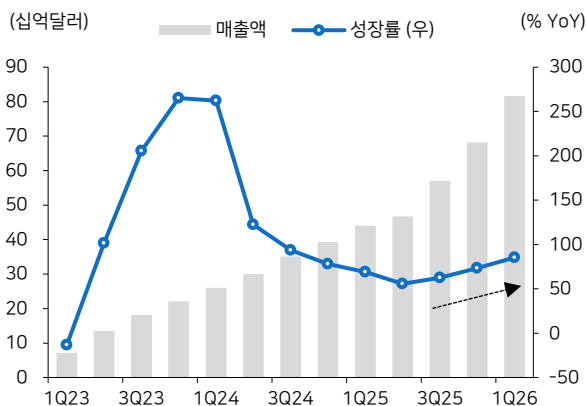
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 AI 데이터센터 사업자 부채 발행 현황 (26.6)



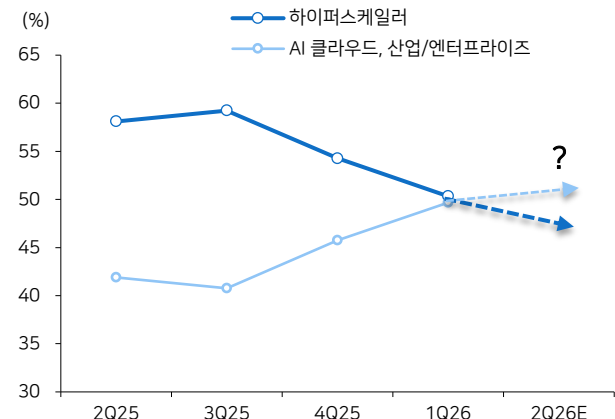
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 엔비디아 3Q25 이후 매출성장률 가속



자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 엔비디아 데이터센터 매출: 하이퍼스케일러 vs 그 외



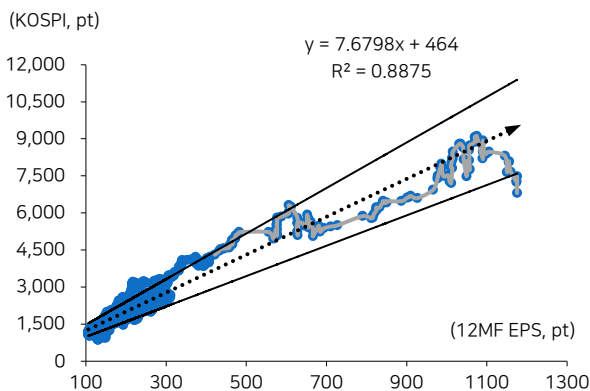
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

한국시장의 위치

위와 같은 흐름을 고려할 때 메모리 계약 가격 불안이 우려가 된 중기 코스피 실적 추정치에 대한 신뢰도 저하는 다소 과하다는 의견이다. LTA 계약의 단기 가격 상단 제약 가능성은 인정하지만, 시장이 워낙 불안하다보니 사이클 자체가 길어질 수 있다는 초기의 기대는 옳은 듯하다. AI 인프라 수요 주체가 확산되고 있다는 점도 사이클 연장의 징후로 생각한다.

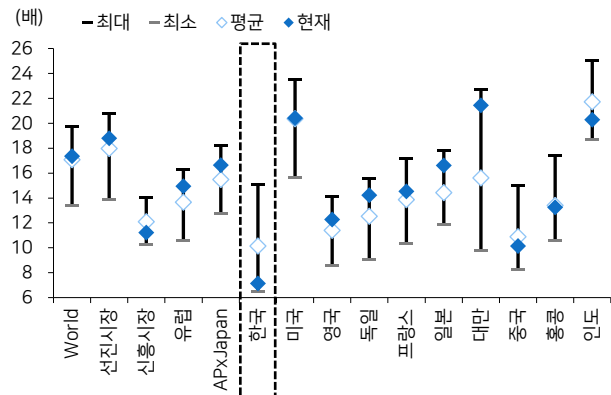
시장이 정상화되기 위해서는 이익 신뢰 회복에 더불어 수급 불안이 함께 완화되는 것이 필요하겠다. 다만 이익 신뢰 회복만으로도 밸류에이션이 매우 저평가 되어있다는 인식으로 이어질 수 있다. 시장이 이를 인식하는 트리거는 빅테크 실적 발표겠지만, 그 전의 현상들을 위와 같이 정리해보면 긍정적으로 기대해볼 여지가 있다. 주요국 주식시장 중 한국만 밸류에이션 밴드 하단에 위치해 있다. 전세계 시장을 보면 아직 올해 주식 투자 자체를 비관할 단계는 아니라고 본다.

그림16 KOSPI 이익과 지수 상관성 및 궤적, 추세 하향이탈



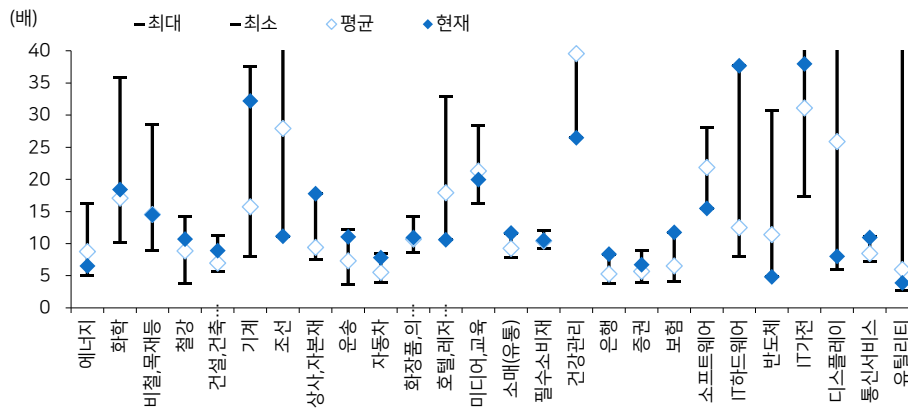
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 글로벌 주요국 PER 밴드(MSCI 지수 기준)



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림18 KOSPI 업종별 밸류에이션 밴드



주: 상하위 5%, 음수 값은 제외

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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