

해외주식 Brief

정기 행사처럼 또다시 수익성 문제에 직면한 AI 산업

해외주식 Brief

[해외주식] 박윤철 2122-9201 nzc888@imfnsec.com

Check Point

AI 밸류체인 전반의 변동성 여전한 상황. 그 근간에는 늘 그래왔듯이 AI 수익성 문제가 자리잡고 있다
 소강상태에 있는 AI 전방산업: 규제 리스크에 막힌 엔쓰로픽과 본격적으로 시작된 AI 토큰 가격경쟁
 AI 가격 조정은 여전히 매수 기회. 추가 기술혁신을 대기하며 극심한 변동성 장세는 당분간 지속될 수 있음

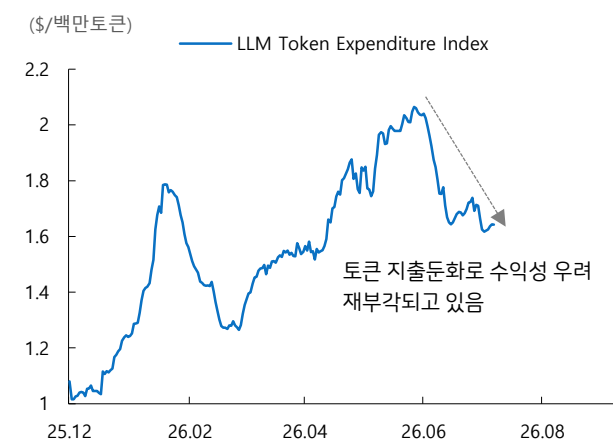
다시 수익성의 벽에 부딪힌 AI 산업

국내외 반도체를 포함한 AI 밸류체인 전반의 급등락이 지속되고 있다. 이는 AI 에이전트 시대 전환과 엔쓰로픽 신규 모델의 압도적인 기술력에 환호했던 연초와는 전혀 다른 흐름이다. 표면적으로는 6월 이후 스페이스X의 대형 IPO, 케빈 워시 연준 의장의 매파적 정책 기조와 금리 인상 우려, 빅테크의 유상증자와 회사채 발행, OpenAI 상장 연기, 메타(META)의 클라우드 임대 사업 전환 발표 등 기존 AI 주도주에 부담을 줄 만한 수많은 이슈가 시장을 끌어내렸다.

AI 시장을 둘러싼 여러 이슈를 간단히 요약하면 결국 돌고 돌아 '수익성 문제'라는 한 단어로 귀결된다. 지난해 하반기부터 AI 투자는 자체 현금 조달 중심에서 부채 조달을 병행하는 단계로 진입했고, 이후 AI 수익성 문제는 시장의 크고 작은 충격으로 이어져 왔다. 그런 가운데 LLM Token Expenditure Index는 6월 들어 하락하기 시작했다. 이는 여전히 폭증하는 AI 사용량에도 높아진 재무 부담 속 저가 모델로의 수요 이동이 함께 반영된 결과일 수 있으며, 가격 경쟁 심화로 투자 회수 속도가 늦어질 가능성을 시사한다.

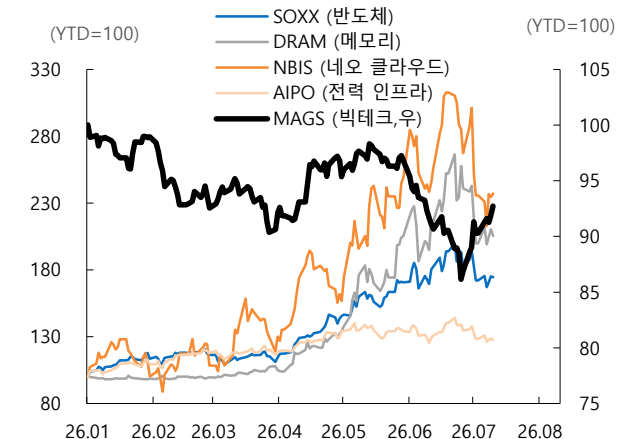
AI 투자 회수에 대한 우려는 시장 수익률을 상회하던 AI 밸류체인 전반의 주가 하락 요인으로 작용 중이다. 특히 데이터센터와 클라우드 사업자는 비용 대비 수익성 문제의 직접적인 영향을 받았고, 전력·반도체·메모리 기업도 장기 투자 지속성에 대한 의문 속에 밸류에이션 조정을 겪었다. 반면 Capex 부담의 대표적인 피해주로 지목되며 선제적으로 주가가 하락했던 빅테크는 오히려 반동했다. AI 수익성 문제가 반복되는 이상 가격 중심의 접근은 필수이며, 향후 관건은 2분기 실적 시즌을 통해 Capex 투자를 정당화할 만한 매출 성장과 생산성 개선이 확인되는지 여부다.

그림1. LLM Token Expenditure Index 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. S&P500 지수 대비 주요 AI 테마 상대주가 추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

경쟁 구도가 변화한 AI 전방산업: 엔쓰로픽의 규제 불확실성과 본격화된 AI 모델 가격 경쟁

지난해부터 반복적으로 확인되던 패턴의 연속이다. 시장이 OpenAI의 부진한 성과에 실망할 때마다 Google Gemini의 발전, AI 에이전트 시대로의 전환, 엔쓰로픽 Claude 모델의 약진 등 기술적 진전이 AI 시장의 성장 기대를 다시 높여왔다. 다만 현재는 신규 모델 출시가 이어지고 있음에도 단순한 성능 개선보다 가격 대비 성과와 투자 회수 가능성이 더욱 중요한 평가 기준으로 부각되고 있다.

2026년 들어 AI 시장 확대에 가장 큰 기여를 한 엔쓰로픽은 국방부와의 갈등과 신규 프론티어 모델을 둘러싼 정부 규제 논의로 정책 불확실성을 경험했다. 국가안보와 사이버보안, 첨단 기술의 해외 확산 우려가 규제의 주된 배경이다. 경쟁사 대비 우수한 모델 성능을 보유하고 있지만 가격이 높은 데다 규제와 사용 제한 가능성까지 더해지면서, 기술적 우위만으로 시장을 추가 확대하기 어려운 상황이다.

AI 사용량 증가와 함께 토큰 비용 부담에 시달리는 기업이 늘어나자 OpenAI, xAI 등 경쟁사는 '가격 대비 성능'을 전면에 내세우기 시작했다. 최근 출시된 OpenAI의 GPT-5.6과 xAI의 Grok 4.5는 프론티어 모델 대비 비용 우위를 강조하고 있으며, 클라우드 임대 사업과 자체 칩 생산을 추진 중인 메타 역시 Muse Spark 1.1을 통해 공격적인 가격 정책을 제시했다. 이는 AI 모델 시장의 경쟁 축이 절대 성능에서 성능 대비 비용으로 이동하고 있음을 의미하며, 원가 절감 속도보다 판매가격 하락 속도가 빠를 경우 전방산업의 수익성 압박은 더욱 커질 수 있다.

표1. 주요 AI 기업 최신 모델 비교

기업	모델	포지션	입력 가격	출력 가격	특징
Anthropic	Claude Fable 5	최신 최고성능 모델	\$10	\$50	장기 에이전트·코딩·복잡한 추론 특화. 비교 모델 중 가장 비쌈
Anthropic	Claude Opus 4.8	고성능 에이전트 모델	\$5	\$25	복잡한 코딩·기업용 에이전트 업무에 특화
Anthropic	Claude Sonnet 5	주력 범용 모델	\$2*	\$10*	성과와 가격의 균형형
OpenAI	GPT-5.6 Sol	최고성능 모델	\$5	\$30	전문지식·코딩·컴퓨터 사용·장기 에이전트 작업 강화
OpenAI	GPT-5.6 Terra	균형형	\$2.5	\$15	GPT-5.5급 이상의 성능을 더 낮은 비용으로 제공
OpenAI	GPT-5.6 Luna	저비용·고속형	\$1	\$6	단순 반복 작업과 대량 API 처리에 적합
XAI	Grok 4.5	고성능·저가 모델	\$2	\$6	경쟁 모델 대비 약 2배 높은 토큰 효율을 회사 측이 제시
Meta	Muse Spark 1.1	저가형 멀티모달 모델	\$1.25	\$4.25	코딩·컴퓨터 사용·이미지·영상·PDF 및 병렬 에이전트 지원

자료: iM증권 리서치본부

주1: 가격은 백만 토큰당 가격을 의미

주2: Claude Sonnet 5는 2026년 8월 31일까지 \$2/\$10의 출시 할인 가격이며, 2026년 9월 1일부터 \$3/\$15로 인상 예정임.

AI는 여전히 Buy the Dip. 단, 추가 기술혁신 전까지 높은 변동성은 지속

결론적으로 현재의 주도주 가격 조정은 추세 하락보다는 Buy the dip 기회라는 판단이다. AI는 이미 국가 간 전략산업의 핵심 축으로 자리 잡았고 글로벌 패권 경쟁도 진행 중인 만큼, 단순한 수익성 우려가 투자 감소로 연결될 가능성은 제한적이다. 기업 역시 과잉투자로 수익성이 악화될 위험보다 과소투자로 경쟁에서 도태될 위험을 더 크게 인식할 가능성이 높다.

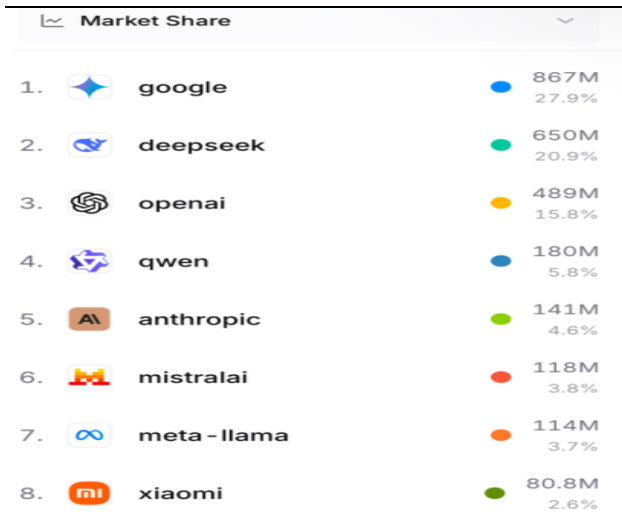
엔쓰로픽을 필두로 AI 기술력에서는 미국이 앞서 있지만 가격 경쟁력에서는 중국이 우위에 있는 상황이다. 특히 AI 토큰 비용 부담이 높아지면서 DeepSeek 등 중국 LLM의 사용량과 시장 점유율이 함께 증가하고 있다. 중국을 견제하기 위해서는 추가 Capex 투자가 불가피하며, 미국 정부 역시 자국 AI 기업의 경쟁력을 약화시킬 수 있다는 점에서 엔쓰로픽에 대한 규제를 장기간 강화하기는 부담스러울 것으로 판단한다.

수익성 문제가 지속되더라도 투자를 이어가야 한다면 관건은 재무상태가 건전한지 여부다. 미국 비금융기업의 GDP 대비 이자발생 부채 규모는 코로나 이전보다 낮아 전체 기업 레버리지가 부담스러운 수준은 아니라는 판단이다. 재무 여력을 지지하는 또 다른 요인은 AI 생태계 내 자금 순환 구조다. 현재 AI 밸류체인은 HBM 등 공급 병목을 보유한 기업이 전방산업의 현금흐름을 흡수하는 구조다. 이는 과거 NVIDIA가 하이퍼스케일러의 현금을 흡수한 뒤 OpenAI, Oracle, CoreWeave 등 AI 기업에 재투자하며 생태계를 지원했던 구조와 유사하다. 순환투자는 최종 수요의 자생력에 대한 의문을 키우는 주가 조정 요인이지만, 동시에 자금력이 우수한 기업이 취약한 구간에 유동성을 공급해 투자 사이클을 지지한다는 측면도 있다.

최근 Micron이 미국 내 장기 투자계획을 2,500억달러 이상으로 확대하겠다고 발표한 점도 AI 메모리 수요에 대한 장기 확신을 보여준다. 다만 Micron의 투자는 NVIDIA의 생태계 지분투자과 달리 생산설비와 공급망 확대를 위한 장기 Capex라는 점에서 구분할 필요가 있다. 막대한 현금을 확보한 기업은 자발적인 투자뿐 아니라 정부의 공급망 내재화 요구에 따라 현금 지출을 이어가며 AI 시장을 지지할 가능성이 높다.

결론적으로 수익성과 기술 경쟁을 둘러싼 우려로 AI 밸류체인은 앞으로도 높은 변동성에 시달릴 가능성이 크다. 그러나 토큰 가격 하락은 모델 사업자의 수익성을 압박하는 동시에 AI 도입 비용을 낮춰 전체 사용량을 확대하는 요인이기도 하다. AI Capex가 지속적으로 상향되는 한 장기적인 우상향 방향은 유효하다. 주가 조정에도 AI 관련 주요 테마 ETF로의 자금 유입이 이어지고 있다는 점에 주목할 필요가 있으며, 추가 기술혁신을 기다리는 동안에는 AI 밸류체인에 대한 가격 중심의 접근과 소외주로의 로테이션을 병행하는 전략이 유효하다는 판단이다.

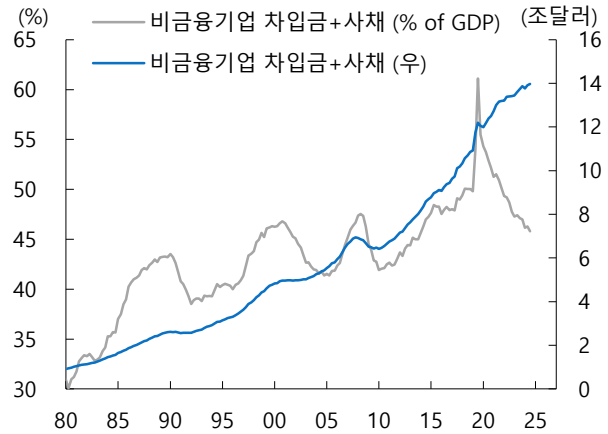
그림3. OpenRouter 내 주요 AI 모델 제공사별 사용 비중



자료: OpenRouter, iM증권 리서치본부

주: 7월 13일 기준

그림4. 미국 비금융기업 이자발생 부채 및 % of GDP: GDP 대비 부채규모는 건전한 상황



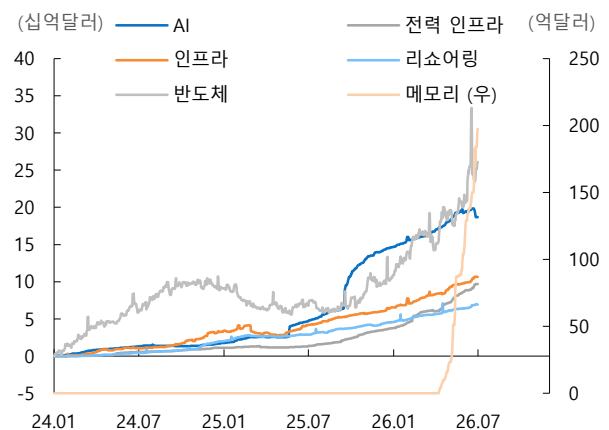
자료: FRED, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 내 2500억달러 규모 신규 투자를 발표한 마이크론



자료: Indexbox, iM증권 리서치본부

그림6. AI 관련 테마 ETF 누적 펀드 플로우



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박윤철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.