

해외주식 Brief

추세반등은 제한적이지만 바닥을 다져가는 AI 밸류체인

해외주식 Brief

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

Check Point

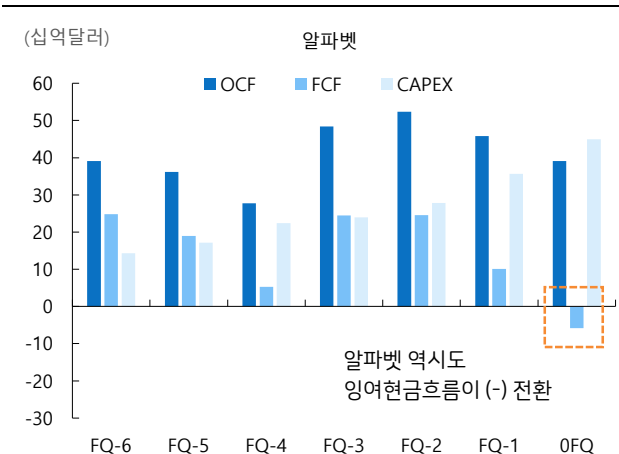
변한 것은 없다: AI Capex 상향이 실적 장세를 지지하고 AI 수익성 문제가 밸류에이션을 낮추는 등락의 연속이다
Capex 상향이 이어지는 한 강세장의 방향은 유효. AI 시장의 뇌관인 한국과 장기국채 ETF로의 저가매수 진행 중
현재 시장은 AI 저가매수를 고려할 만한 환경으로 변모 중: 단, 수익성 및 기술력 문제로 추세 반등은 제한적

알파벳의 실적을 통해 다시금 확인된 사실: 수익성 부담에도 AI 투자는 지속된다

AI 밸류체인을 중심으로 주가 조정이 지속되는 가운데, 시장이 주목했던 알파벳의 실적은 우려와 기대가 공존하는 결과였다고 평가할 수 있다. 표면적으로는 매출과 이익이 모두 시장 예상치를 큰 폭으로 상회했지만, 투자자들이 주목한 부분은 역시 Capex였다. 알파벳은 2026년 Capex 전망치를 기존 약 1,850억달러에서 2,000억달러로 상향했다. 특히 2분기에는 Capex가 영업현금흐름을 상회하면서 잉여현금흐름이 -59억달러를 기록했다. AI 수익성 우려가 이어지던 상황에서 재무 부담이 고스란히 드러난 알파벳의 현금흐름은 투자심리를 위축시키는 요인으로 작용했다.

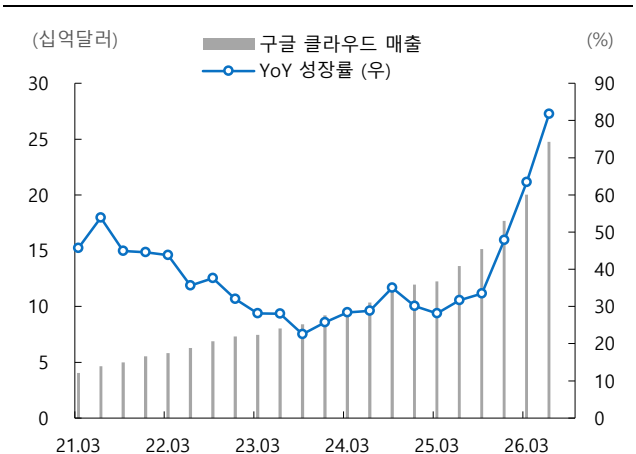
다만 긍정적인 부분도 분명히 존재한다. 시장은 그동안 AI 수익성 부담이 Capex 둔화로 이어질 가능성까지 반영하며 하락해 왔다. 그러나 이번 알파벳의 실적 발표를 통해 단기적인 수익성 부담과 관계없이 AI 투자는 지속될 것이라는 사실이 재확인됐다. 여기에 AI 시장은 여전히 수요가 공급을 초과하는 환경에 놓여 있으며, 알파벳의 클라우드 매출도 2분기 전년동기 대비 약 82% 증가하며 높은 성장세를 이어갔다. 극적인 분위기 반전이 나타난 것은 아니지만, 적어도 AI Capex 투자의 방향성이 훼손되지 않았다는 점은 향후 AI 밸류체인 전반에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다는 판단이다.

그림1. 알파벳 분기별 현금흐름 추이: Capex 비용 증가로 2분기 들어 잉여현금흐름은 (-) 전환



자료: Refinitiv, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 알파벳 클라우드 부문 매출 및 성장률 추이: 가파른 성장세 지속



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

프론티어 모델간 경쟁을 위해선 어차피 AI Capex 확대는 불가피: 수혜주의 실적 성장 방향은 유효

엔쓰로픽의 페이بل 5부터 최근 문샷AI의 Kimi K3까지 AI 모델이 고도화될수록 처리해야 하는 토큰의 양과 필요한 컴퓨팅 자원도 증가하고 있다. 그런 가운데 기업들의 재무 부담이 확대되면서 토큰 사용의 초점이 'Maximizing'에서 'Optimizing', 즉 절대적인 성능 확대에서 비용 대비 효율을 높이는 방향으로 변화하고 있다. 그러나 국가와 기업 간 AI 경쟁의 최종 승자는 단순한 가격 경쟁력보다 성능 우위에 의해 결정될 가능성이 높다.

이미 각국은 산업 내 양극화와 재무 부담이라는 부작용을 감수하면서도 AI 투자를 확대하고 있다. 이번 알파벳의 실적에서도 AI 수익성 논란과 관계없이 Capex 투자가 지속될 수밖에 없다는 점을 다시 확인할 수 있었다. AI Capex가 우상향하는 한 반도체·전력·네트워크·데이터센터 등 AI 인프라 밸류체인의 수요와 실적 성장 방향도 유효하다. 따라서 수익성 논란이 시장의 밸류에이션을 낮출 수는 있지만, AI 투자 확대가 뒷받침하는 실적 장세의 중장기 방향까지 훼손됐다고 보기는 어렵다는 판단이다.

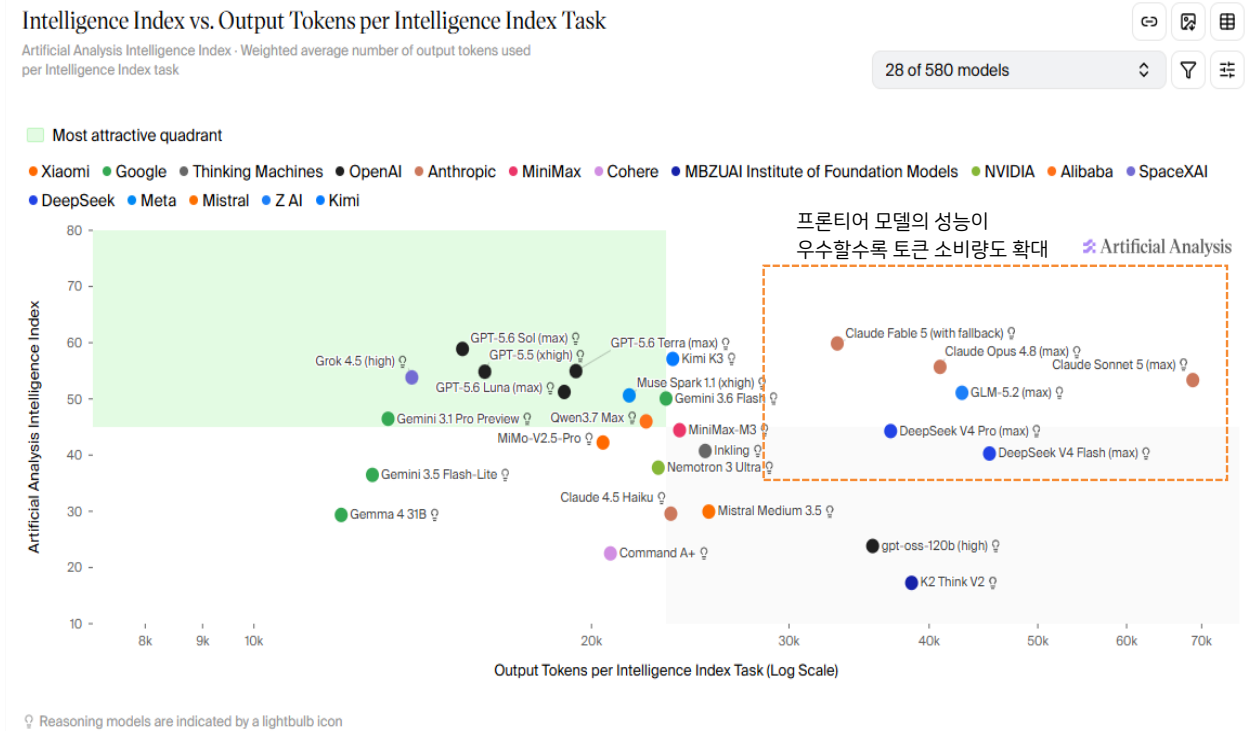
관건은 밸류에이션: 6~7월간 폭락과 함께 AI의 뇌관인 한국과 장기국채 ETF로 저가매수가 이어지고 있다

결국 관건은 밸류에이션이다. 전방산업의 AI 수익성 문제가 투자심리를 극단적으로 위축시키고 있다. 여기에 재차 격화된 이란과 미국의 분쟁이 국제유가와 국채금리 상승으로 연결되면서, 고금리 환경에서의 자금조달 부담도 주요 문제로 제기되고 있다. 반면 극단적으로 낮아진 투자심리와 함께 AI 밸류체인 전반의 가격 매력이 높아졌다는 점도 고려할 필요가 있다.

특히 주목할 부분은 최근 한국 증시에 투자하는 EWY ETF로 상장 이후 이례적인 규모의 자금이 유입됐다는 사실이다. 현재 국내 증시는 글로벌 AI 및 반도체 밸류체인의 투자심리를 좌우하는 주요 시장으로 자리 잡고 있다. 이러한 상황에서 EWY로 저가매수 자금이 유입되고 있다는 점은 국내 증시와 글로벌 AI 밸류체인의 반등 가능성, 또는 적어도 주가가 저점을 형성해 가고 있다는 판단을 뒷받침한다.

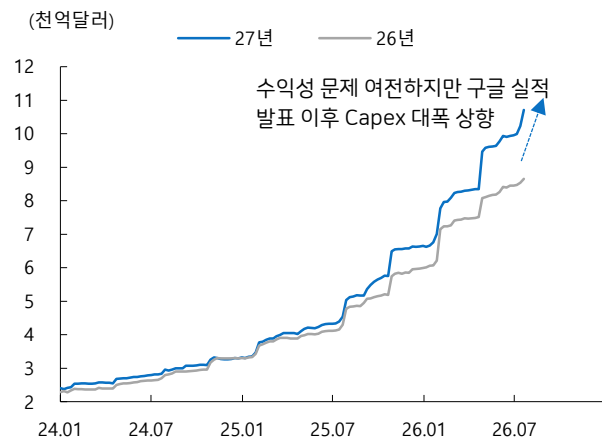
미국의 이란 공습으로 미국 장기국채 금리가 4.6%를 넘어 4.7%에 근접하자, 그동안 가장 기피됐던 자산군 중 하나인 장기국채에도 저가매수 자금이 강하게 유입되기 시작했다. 장기적으로는 지정학적 갈등과 패권 경쟁을 위한 재정지출 확대가 국채금리의 상방 압력으로 작용할 가능성이 높다. 다만 단기적으로는 트럼프 대통령의 이른바 'TACO' 전략을 기대해볼 수 있는 구간으로도 판단된다. 트럼프 대통령은 2기 행정부 출범 이후 주가 하락보다 국채금리 급등에 민감하게 반응하며, 금리 안정을 유도하는 방향으로 정책 강도를 조절하는 모습을 보여왔다. 지난 주말 이란에 대한 공습 중단을 발표한 것도 이러한 맥락에서 해석할 수 있다. 단기적으로는 전쟁의 전개 양상을 계속 지켜봐야 한다. 다만 11월 중간선거를 앞두고 유권자의 체감경기와 금융비용을 안정시키기 위해서는 정부 역시 국채금리의 추가 상승을 억제할 필요가 있다는 판단이다.

그림3. 모델 인공지능 대비 토큰비용 비교: 결국 프론티어 모델 경쟁은 곧 컴퓨팅 추가 확대로 이어질 수밖에 없음



자료: artificialanalysis, iM증권 리서치본부

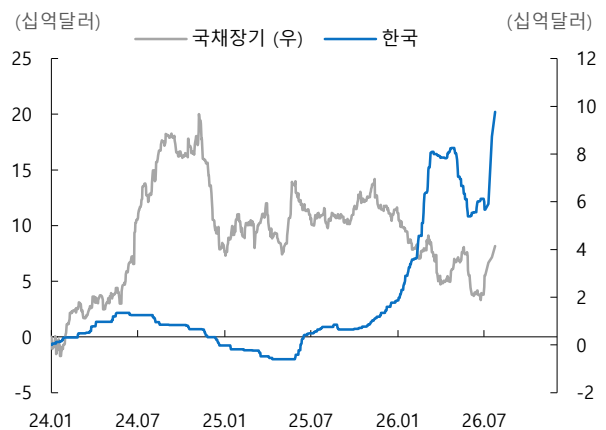
그림4. 주요 빅테크 연도별 Capex 추정치



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산

그림5. EWY (한국) 및 TLT (장기국채) 누적 펀드플로우 추이: 기피되던 테마로 저가매수 자금이 가파르게 유입되기 시작



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

AI 밸류체인 매수를 고려해 볼 만한 구간. 단, 추세반등 가능성은 아직 제한적

종합하면 AI 밸류체인의 가격이 먼저 큰 폭으로 하락한 이후, 글로벌 AI 시장의 주요 뇌관으로 작용했던 한국 증시와 미국 장기국채에 저가매수 자금이 유입되고 있다. AI 관련주는 수익성 문제가 투자 축소로 이어질 가능성까지 반영하며 하락했지만, 이번 알파벳의 실적을 통해 현재로서는 AI 투자 축소 가능성이 매우 낮다는 사실이 재확인됐다.

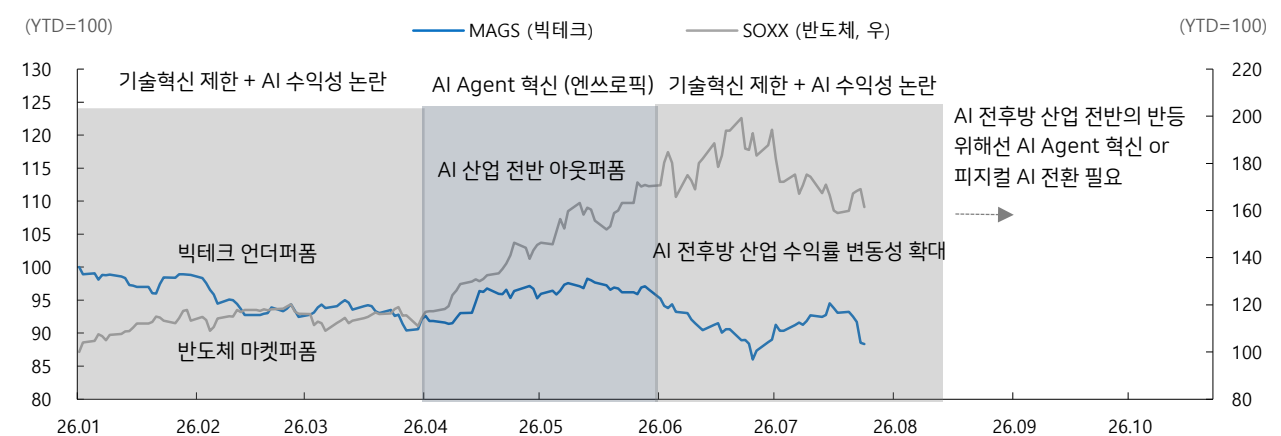
금리 측면에서도 시장은 미국과 이란 간 분쟁이 장기적으로 격화되기보다는, 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부가 금리 안정을 위해 정책 강도를 조절할 가능성에 베팅하고 있다. 여러 측면을 고려할 때 현재는 가격을 중심으로 AI 밸류체인의 저가매수를 검토해볼 수 있는 시점이라는 판단이다.

다만 추세적인 반등 가능성은 여전히 제한적이다. 현재 AI 시장은 Capex 수혜주의 EPS가 상승하는 한편, 전방산업의 AI 수익성 논란이 밸류에이션을 낮추는 구조에 놓여 있다. 기술 혁신이 정체되고 수익성 논란이 지속되는 구간에서는 AI Capex 수혜주와 Capex 부담이 커지는 빅테크 사이의 주기적인 순환매가 반복될 가능성이 높다.

AI 밸류체인 전반에서 추세적인 반등이 나타나기 위해서는 4~5월 엔트로픽의 클라우드 모델이 기술력과 수익성을 동시에 입증했던 것과 유사한 새로운 기술적 충격이 필요하다. 그러나 현재는 중국 AI LLM의 약진과 가격 경쟁 심화로 기존 사업자의 수익성이 지속적으로 압박 받고 있다. AI Agent의 기술적 한계도 단기간에 뚜렷하게 해소되고 있지 않으며, 피지컬 AI로의 전환 역시 빠른 시일 안에 완성될 수 있는 변화는 아니다.

결국 AI 밸류체인은 6~7월의 급락으로 단기적인 가격 매력은 높아졌지만, 장기 보유 관점으로 접근하기 위해서는 수익성과 기술력 문제의 해결이 동반되어야 한다. 당사 하반기 전망에서 언급했듯이 하반기에는 AI와 소외 업종을 함께 보유하는 바벨 전략이 유효하며, 종목 선택 과정에서는 사이즈·스타일·자산군 전반의 가격 매력을 우선적으로 고려할 필요가 있다는 판단이다.

그림6. S&P500 대비 빅테크 및 반도체지수 추가 추이: 현재 환경에선 빈번한 등락은 불가피하며 밸류체인 전반 반등을 위해선 AI 기술혁신 선행될 필요



자료: Refinitiv, 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.