

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

AI Keep Going

- ✓ S&P500 동일가중 지수 > S&P500, Non-M7 > M7. 큰 흐름: AI 기술 독점 → AI 기술 확산
- ✓ AI의 확산 = AI 사용량 증가. AI H/W+S/W의 동반 상승 구간이 나타날 수 있다고 봄
- ✓ 단기 AI 하드웨어 저평가, 2월말-3월초 이벤트 소화하며 AI 하드웨어 중심 미국 시장 반등 기대

Magnificent 7의 약세, 미국의 약세?

연초 이후 미국 언더퍼폼

2월 21일 기준 S&P500의 연초대비 수익률은 2.2%다. 주요국 중 일본(-2.8%)를 제외하면 가장 저조하다. 특히 동기간 한국의 코스피(+10.6%), 유럽의 STOXX50(+11.8%)와 비교하면 차이가 극명하다.

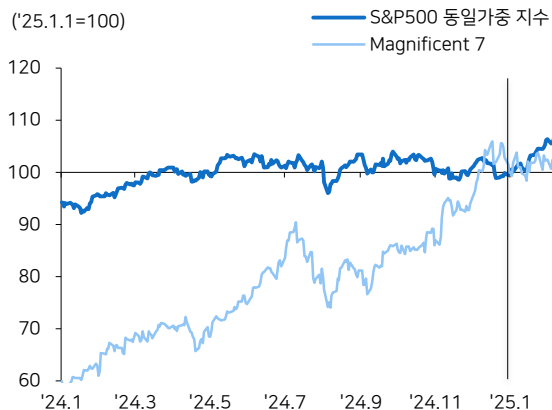
대형 기술주 부진이 원인

미국 지수의 언더퍼폼은 2024년 지수의 신고가 경신 랠리를 이끌던 Magnificent 7, 대형 기술주의 부진에서 비롯된다. Magnificent 7의 주가는 연초대비 1.9% 하락했다. 주도주의 부진은 시장 전반에 대한 우려를 키운다.

S&P500 동일가중지수는
다른 국가와 비슷한 수익률

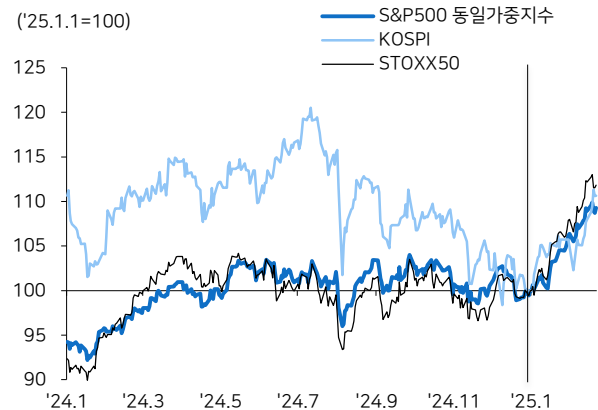
S&P500 동일가중지수 기준 시장 수익률은 연초 대비 +9.3%다. 분명 수익률이 나는 종목들이 적지 않다는 증거다. 시장이 무너졌다고보다 일부 주요 종목의 부진이 미국 시장이 안 좋아 보이게 한다.

그림1 S&P500 동일가중지수와 Magnificent 7 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P500 동일가중지수와 KOSPI, STOXX50



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Magnificent 7 내 차별화: 메타 vs 마이크로소프트, 아마존, 구글

빅테크 내에서도 차별화

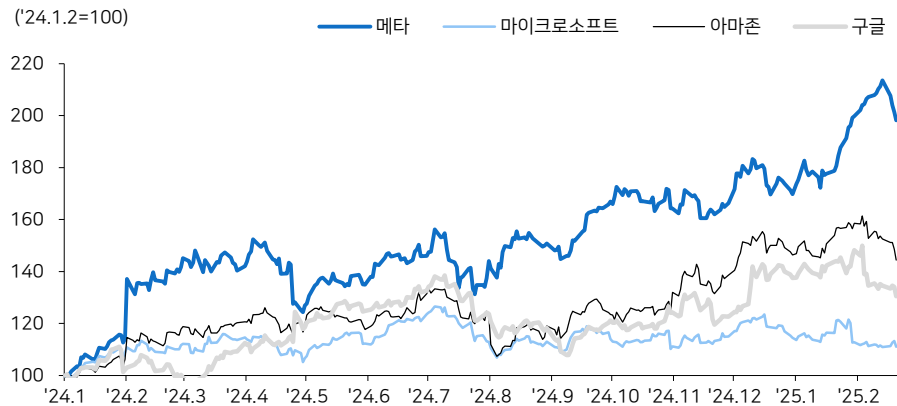
대형 기술주 안에서도 주가 차별화가 나타난다. 2023년 이후 시장을 이끌던 CSP(Cloud Service Provider, 마이크로소프트 Azure, 아마존 AWS, 구글 클라우드)는 4Q24 AI 사업을 포함한 클라우드 매출액이 시장 기대를 하회하고 성장률이 꺾이며 성장주 프리미엄을 반납하는 모습이다.

AI 인프라 독점 기업 vs AI 기술 활용 기업

이들은 엔비디아로부터 초기에 자금력을 바탕으로 AI 반도체를 독점적으로 공급받아 공격적으로 AI 인프라에 투자했던 기업이다. AI 투자에 기반해 먼저 성장했던 빅테크 AI 인프라 기업들의 주가 추세는 올해 들어 한풀 꺾였다.

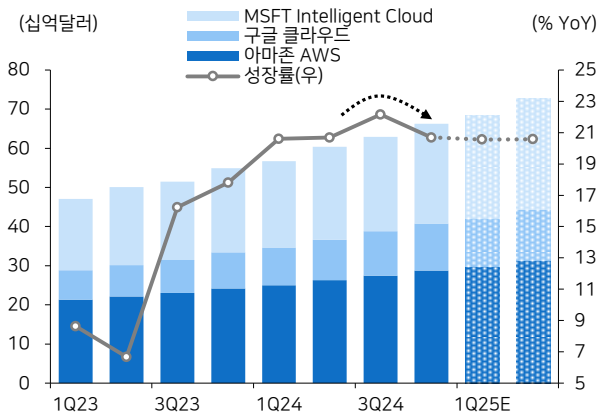
CSP 기업들이 연초대비 마이너스 수익률로 정체된 사이, 메타는 연초대비 10% 이상 양호한 수익률로 Magnificent 7 내 가장 고수익률을 기록 중이다. 메타는 AI 인프라에 대한 사업이라기보다는, AI를 응용해 원래 본업에서의 성장에 집중했다. 그 결과 AI 활용에 따른 광고매출 성과가 나타나기 시작했고 향후 AI 응용 사업에 대한 기대감이 더해지면서 주가 추세가 나타나고 있다.

그림3 메타 주가 vs 마이크로소프트, 아마존, 구글 주가



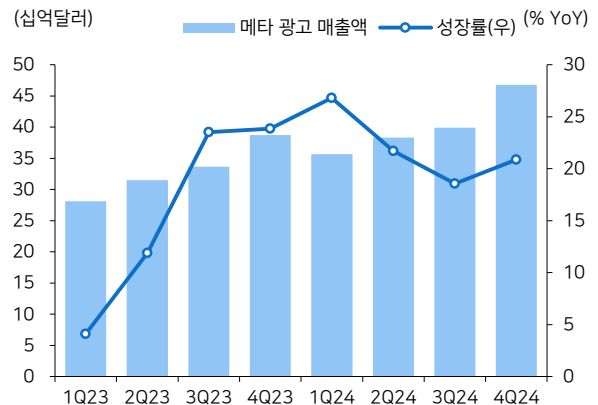
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Cloud Service Provider들의 매출액과 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 메타 광고매출액과 성장률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

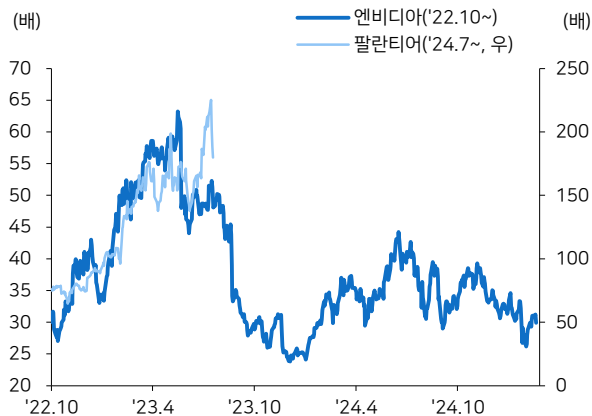
AI Usage 기업들의 약진

AI 소프트웨어 중심으로 AI 활용 기업에 대한 기대 확산

Magnificent 7 내에서 나타난 모습처럼, 딥시크 이후 AI 인프라 기업에 대한 눈높이가 낮아지는 가운데 AI 응용 기업에 대한 관심이 집중되고 있다. 새로운 주도로 떠오르는 팔란티어는 대표적인 AI 소프트웨어 기업이다. 지난주 마이크로소프트의 AI 과잉투자 우려, 국방부 예산 삭감 소식에 열기가 한 풀 꺾인 모습이지만, AI 활용 기업 중에서는 결국 미국 시장의 주도주 역할을 해나갈 가능성이 가장 높아 보이는 주식이다. 엔비디아가 그랬듯 높은 밸류에이션은 결국 실적 성장으로 증명해나가며 주가도 우상향 추세를 이어갈 가능성에 무게를 둔다.

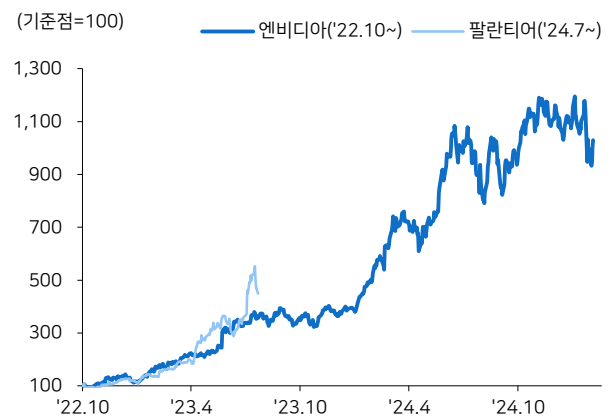
그리고 AI 응용의 확장 관점에서 지난 자료(2/6)에서 AI 금융과 AI 헬스케어 산업을 언급한 바 있는데, 리스팅했던 종목 중 템퍼스 AI와 리커전 파마수티컬스는 주가 측면에서 두각을 나타내고 있다. 두 종목은 각각 연초대비 102%, 37%의 수익률을 기록 중이다. 이중 리커전 파마수티컬스의 경우, 최근 엔비디아의 정기 투자공시(13F)에서 엔비디아가 보유를 유지한 것이 확인되며 주가가 상승했다.

그림6 엔비디아와 팔란티어 12MF PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 엔비디아와 팔란티어 주가



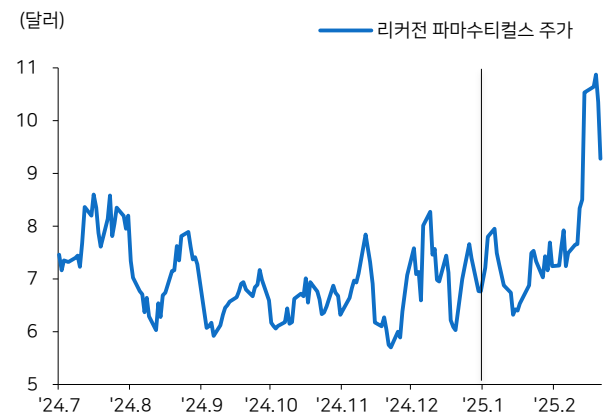
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 템퍼스 AI 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 리커전 파마수티컬스 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

너무 빠르게 새로운 특이점이 나오는 AI 소프트웨어

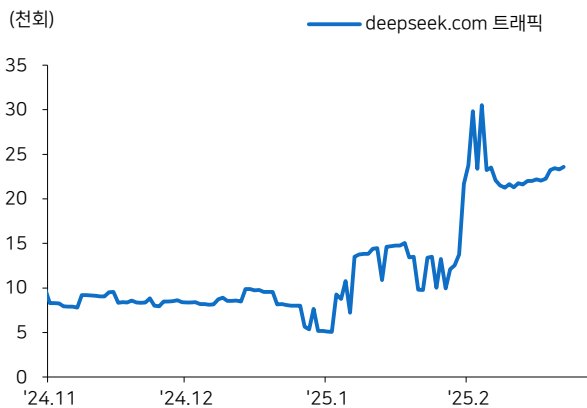
실체가 있는 AI 소프트웨어 확산

AI 소프트웨어에 대한 기대가 막연해 보일 수 있지만, AI 소프트웨어 시장 판도가 양적으로, 질적으로 변화하는 속도를 고려하면 관심을 늦출 수 없다. 1월 딥시크 모먼트 이후 딥시크 홈페이지의 트래픽은 최대 6배나 상승했다. 트래픽의 급등 이후 소강국면이 있었지만, 이후 꾸준히 사용량은 늘고 있다. 딥시크에 대응해 최신 AI 모델을 공개했던 OpenAI의 유료 트래픽도 직전대비 50% 상승했다. 딥시크 공개가 AI 소프트웨어 전반에 걸쳐 사용의 확산을 가속화시켰다는 증거다.

하루가 다르게 등장하는 AI 신기술의 상용화

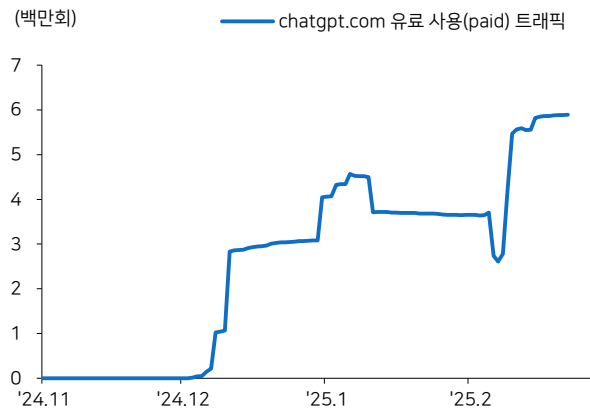
이번 주에는 OpenAI의 AI 에이전트 모델 '오퍼레이터'가 카카오와 연동을 시작했다. 오퍼레이터 서비스는 AI가 웹사이트를 자율적으로 탐색하고 작업을 수행하는 서비스다. 오퍼레이터에게 카톡 선물하기, 야놀자 예약 등을 시키면 간편하게 처리할 수 있게 되었다. AI에게 '이번 주말 아내와 관람할 영화를 예매해줘'를 시키는 일이 현실화되고 있다. 현재 오퍼레이터 서비스는 GPT Pro 요금제(월 200달러) 구독자만 이용할 수 있지만, 향후 ChatGPT 사용자에게도 제공될 예정이다.

그림10 deepseek.com 자연 트래픽 (SEMrush)



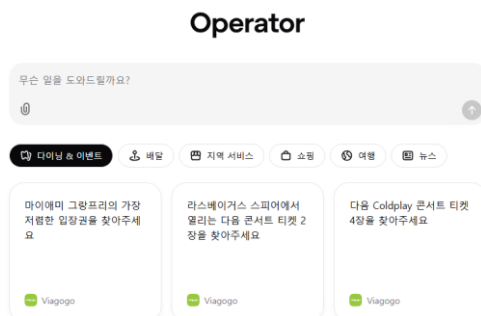
자료: SEMrush, 메리츠증권 리서치센터

그림11 chatgpt.com 유료 트래픽 (SEMrush)



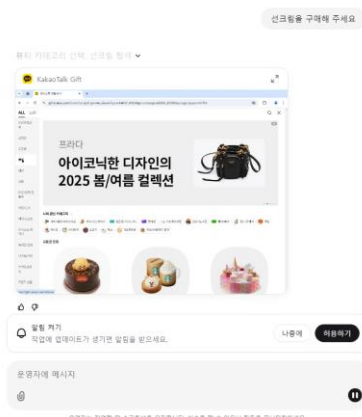
자료: SEMrush, 메리츠증권 리서치센터

그림12 OpenAI의 Agent AI인 오퍼레이터 메인 페이지



자료: operator.chatgpt.com

그림13 카톡 선물하기 구매 위해 operator가 접속하는 모습



자료: operator.chatgpt.com

AI 기술진보, 투자 누적에서 비롯된 비용 하락이 상용화를 가속

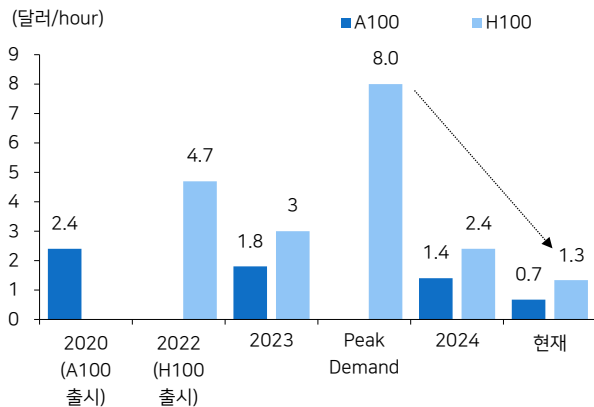
OpenAI의 딥 리서치, 오퍼레이터 등 AI 모델이 진보를 거쳐 정말 사람들에게 필요하고 쓸만한 서비스들이 계속해서 쏟아지고 있다. 다만 OpenAI의 해당 모델들은 가장 최신 고성능 모델로 이용 비용이 다소 비싸다고 생각할 수 있는 영역에 있지만, AI 기술 진보가 그래왔듯, AI 하드웨어 투자의 누적과 소프트웨어 기술 발전의 누적은 비용을 낮추고 사용을 확산시킬 것이다. 투자자 입장에서는 계속해서 AI 소프트웨어에서 투자 기회를 모색하려는 시도를 게을리할 수 없다.

AI 하드웨어는 진짜 끝인가?

AI 하드웨어도 끝이 아니다

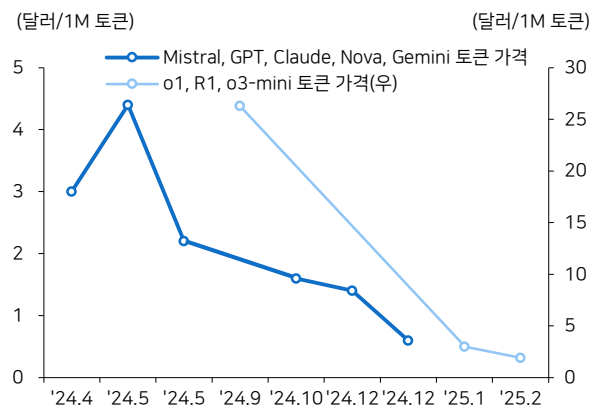
최근 미국 시장에서 소외되는 것처럼 보이는, AI 하드웨어의 주가 추세는 진짜 끝난 건지 재점검해볼 필요가 있다. 특히 지난주 금요일 마이크로소프트의 AI 과잉투자 우려로 AI 인프라를 비롯해 AI 소프트웨어까지 전반적으로 주가가 조정되어 시장 전반에 걸친 추세 전환에 대한 걱정까지 확산되기도 했다. 지금 시점에서 AI 하드웨어에 대한 방향성 판단은 미국 시장 전반에 걸친 향방을 가늠하는 가장 중요한 이슈일 것이다.

그림14 AI 하드웨어 임대료의 peak-out



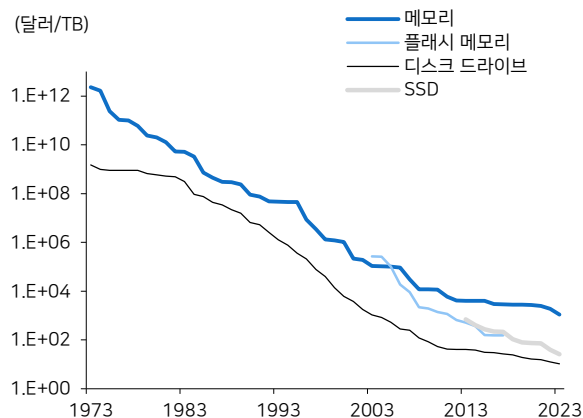
자료: Gurufocus, The Medium, Vast AI, 메리츠증권 리서치센터

그림15 기술+H/W 비용 안정 → AIS/W API 토큰 비용 하락



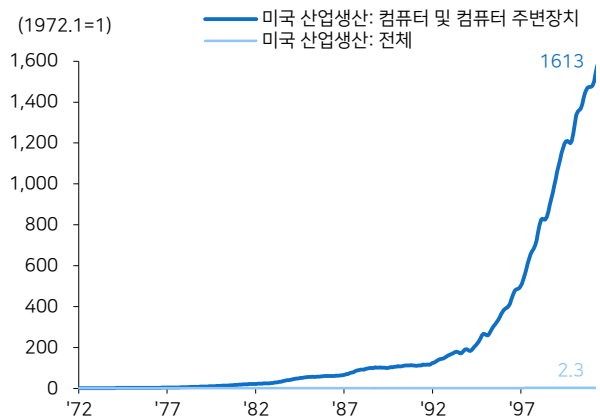
자료: Artificial Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림16 PC 사이클: exponential 비용 절감은 기술진보 과정



자료: Our World in Data, 메리츠증권 리서치센터

그림17 비용 절감은 기술 확산을 가속시키는 요인일 뿐



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

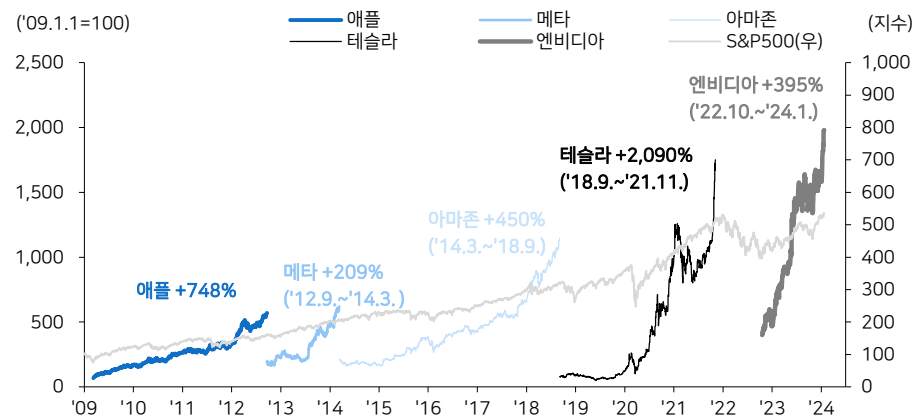
하드웨어→소프트웨어로 넘어간다는 큰 생각은 2010년 경험에서 비롯되었을 가능성

일차적으로 시장이 AI 인프라 산업에 대해 점차 눈을 낮추는 이유는 너무 멀지 않은 과거의 경험 때문일 것으로 생각한다. 기술은 하드웨어 산업의 물결이 먼저 온 이후 소프트웨어 산업의 물결이 강하게 왔던 2010년대의 경험이 그 예이다. 스마트폰이 먼저 보급되기 시작하면서 인터넷의 이용 빈도는 PC만 이용할 때보다 훨씬 더 강력해졌다. 스마트폰이라는 하드웨어 보급의 축적 이후 SNS 기반의 광고 산업의 성장과 전자 상거래 대기업이 탄생했다. 그래서 주도주의 흐름도 애플, 메타, 구글, 아마존의 순서로 나타났던 게 아닐까 싶다.

1990년대에는 기술 하드웨어, 소프트웨어 기업 동반 상승

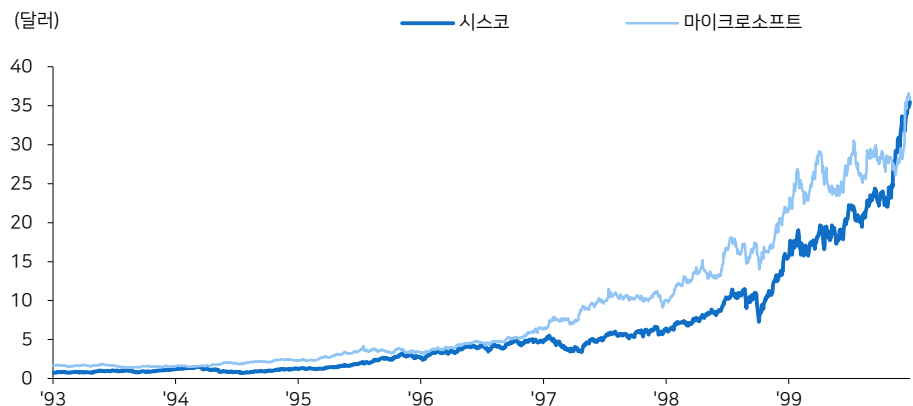
반면 1990년대 PC와 인터넷 보급이 확산되던 시절에는 IT 하드웨어 기업과 소프트웨어 기업이 동시에 좋았다. IT 인프라 대표 기업인 시스코가 1990년대 성장주의 대표주자였다고 하면, 1990년대 시가총액 1위 주식에 등극한 마이크로소프트의 원동력은 PC OS인 윈도우라는 소프트웨어의 독점과 빠른 확산에 기인했다. 기술이 빠르게 성장하고 확산하는 시기에 하드웨어 산업 성장과 동시에 소프트웨어 산업도 함께 고속성장했다. 이 경험들을 보면 하드웨어의 축적과 소프트웨어의 확산이 순차적으로, 혹은 동시에 나타날 수 있는 듯 하다.

그림18 2010년대의 경험: IT H/W 이후 S/W 성장: 스마트폰 → 전자상거래, SNS/검색/광고



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 1990년대의 경험: IT 하드웨어, 소프트웨어 기업의 동반 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

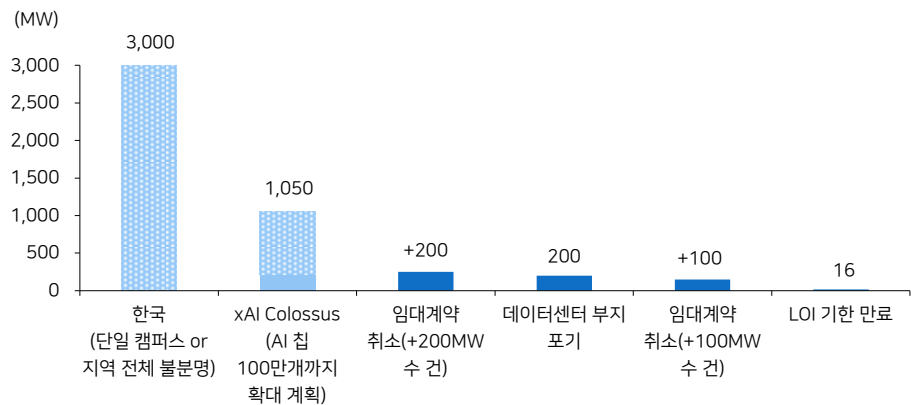
지금 시장을 주도하는 큰 흐름이 AI H/W→S/W라면 거스르지 않게 필요할 것

미국 주식시장에 대한 거대한 생각은 AI 인프라에서 AI usage로 성장의 추가 넘어간다는 것이다. AI 인프라는 어느정도 축적을 완료했고, 그 뒤의 기술 사이클에 해당하는 산업 또는 주식이 더 가파른 성장기대를 안고 주가 수익률도 AI 인프라 기업들에 비해 아웃퍼폼할 수 있다는 기대인 것이다. 이 생각이 큰 흐름이라면 거스르지 않고 잘 따라가는 것이 필요할 것이다.

다만, 단기적으로는 AI 하드웨어 기업에 대한 눈높이가 과하게 낮다는 판단

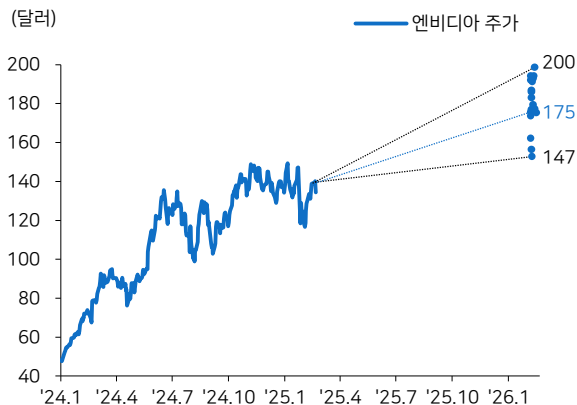
다만 단기적으로는 엔비디아를 중심으로 AI 하드웨어 기업들에 대한 눈높이가 과하게 낮아져 있다는 견해다. 특히 마이크로소프트발 공급과잉 우려는 향후 투자 예정인 AI 인프라 사업들의 규모와 비교할 때 매우 협소한 어젠다일 가능성에 무게를 둔다. 또한 OpenAI의 자체 AI 데이터센터 확보 움직임까지 고려하면 AI 인프라 산업 전반의 문제이기 보다는 마이크로소프트 개별 이슈일 가능성이 높아 보인다. 최근 1주일간 12개월 후 평균 TP가 175달러까지 상향되었지만 현재 시장은 낮아진 AI 하드웨어 기업들에 대한 새로운 기대를 크게 반영하고 있지 않다.

그림20 언급되는 MSFT 계약 취소 데이터센터 용량 vs 주요 AI 데이터센터 새 투자 계획



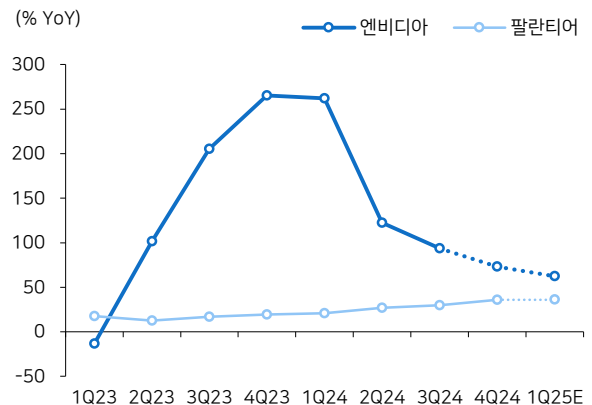
주: colossus 용량 추정은 H100 20만대, 서버 1대당 8개의 GPU 탑재, 서버 1대당 7kW의 전력 소비, PUE(냉각, 전력 변환 손실 등 오버헤드 반영) 1.2 가정해 추산. 향후 100만대까지 늘릴 계획을 반영한 전망에 대한 추산 포함
자료: 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림21 엔비디아 주가/컨센, 최근 1주일 업데이트된 추정치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 엔비디아 vs 팔란티어 매출액 성장률 비교



주: 점선은 블룸버그 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2월말-3월초 주요 기업 실적발표를 거치며 AI H/W 중심으로 미국 시장 아웃퍼폼 가능성 기대

엔비디아에 이어 다음주 브로드컴, 마벨 등 핵심 AI 반도체 기업들의 실적발표가 예정되어 있다. 최근 계속되는 AI 기업들의 투자 계획 발표, 낮아지지 않는 첨단 AI GPU 수요, 병목현상이 개선될 것으로 기대되는 TSMC의 생산 능력 등 AI 반도체가 좋아질만한 뉴스들이 이어지고 있다.

연초 이후 AI 인프라, AI 하드웨어 기업들의 주가 부진으로 미국이 다른 나라 대비 언더퍼폼했다. 2월말-3월 초 사이 핵심 AI 하드웨어 기업들의 실적들을 확인하면서 작년 12월처럼 AI 하드웨어를 중심으로 미국 시장 반등 및 아웃퍼폼 가능성을 대비해야 한다는 의견이다.

그림23 3월 초 주요 일정 캘린더

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일	토요일
					1 월간 한국 수출입 동향 스위스 자율주행 규제 조예 시행 EU 우크라이나 복구·재건 투자 기업 제안서 제출 기한
3 MWC(Mobile World Congress) 미국의 캐나다/멕시코 관세 유예 기한	4 Crowdstrike (CRWD) 한국 대체거래소 출범 중국 양회	5 Inter Battery 2025 서울보증보험 청약 Marvell (MRVL)	6 Broadcom (AVGO)	7 미국 고용보고서	8
10 Oracle (ORCL) TSMC 월간 실적	11 한국 수출입 잠정치	12 미국 철강 알루미늄 관세 및 한국 면세 쿼터 폐기	13 한국 주식선물 옵션 만기 KOSPI 200 수시변경	14 서울보증보험 IPO	15

자료: 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 하시기 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.