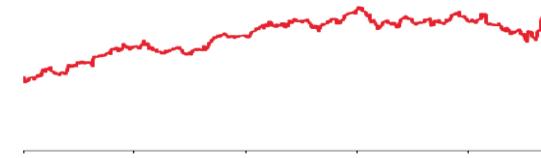
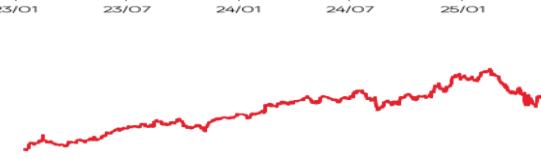
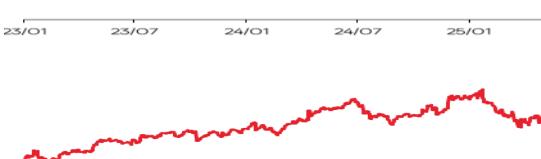


AI WEEKLY

SK증권 해외주식 박제민



종목 (티커)	시가총액(B, \$)	수익률 (%), 1W/1Y/커버리지 이후)			주가 추이 (23.01.01~)
마이크로소프트 (MSFT)	3,441	1.2	9.2	19.4	
		<ul style="list-style-type: none"> - Azure로 AI 시대 하이퍼스케일러 포지션 구축, B2B 비즈니스 툴인 Office의 AI 침투율 제한은 염려 사항 - 1Q25 실적 강세, Build 기반 상승세 지속. Putin의 러시아 추출 발언 영향 일시적, 회복 후 꾸준히 상승 			
엔비디아 (NVDA)	3,445	4.8	15.3	27.6	
		<ul style="list-style-type: none"> - 추론 시대 도입에 따라 GPU 사용량 증가 지속, Test time scaling으로 훈련 수요도 여전 - 1Q25 호실적 발표로 강한 주가, 중동 지역 외 유럽 지역 수주 관련 기대감 및 차세대 모델 기대감 			
아마존(AMZN)	2,183	0.5	13.5	13	
		<ul style="list-style-type: none"> - 물류센터 추가 건설을 통한 배송 최적화 지속 진행 중, AWS 역시 비용 최적화 관점이 우선시 - 관세 소식에도 주가 탄력성 둔감해진 모습, 한 주간 꾸준한 횡보 지속 			
알파벳 (GOOGL)	2,025	-3.6	-5.3	4.5	
		<ul style="list-style-type: none"> - 플랫폼 AI 제품 증가에 따른 Subscription 사업부 확장 주목. Search 부문 경쟁 우려는 지속 - I/O 이후 보여준 차별적 상승을 일부 반납, 재판 리스크 일부 해소됐으나 주가 반영 미미 			
메타 (META)	1,676	3.6	34.7	20.3	
		<ul style="list-style-type: none"> - GPU 전환, LLM 도입으로 피드, 광고 엔진 강화 진행 중. 광고 생성 엔진 가동 시작 - WSJ 내부자 인터뷰 이후 차별적 상승, 추후 광고 생성 엔진으로 컨설팅 기업까지 확대되는 포지셔닝 강조 			

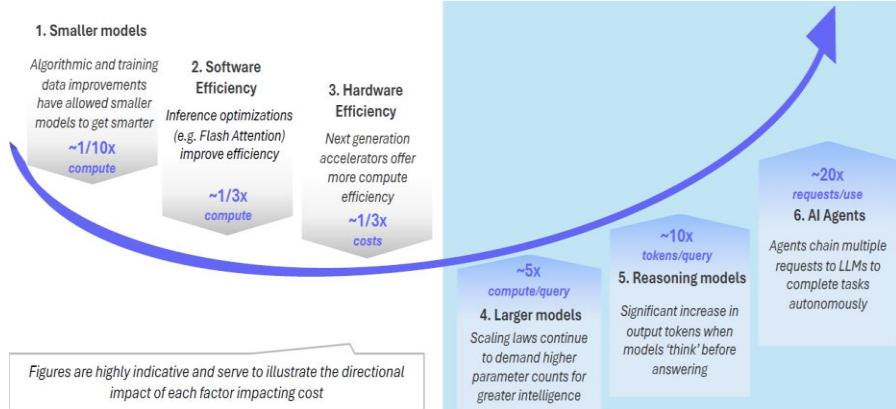
AI WEEKLY

SK증권 해외주식 박제민



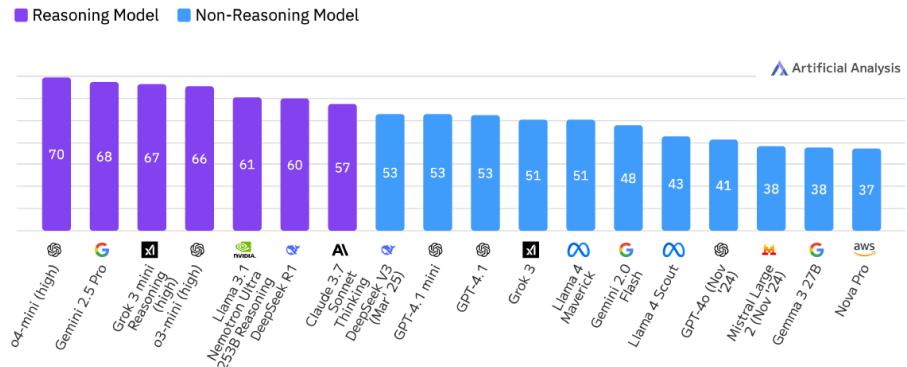
공격적인 AI 추론 비용 감소와 더 공격적인 AI 수요 증가

컴퓨팅 효율화 요소(추론 비용 감소 요소)와 컴퓨팅 수요 증가 요소 분류



자료 : Artificial Analysis, SK증권

순위권 모델의 대부분은 Reasoning 모델이 차지



자료 : Artificial Analysis, SK증권

Artificial Analysis 1Q25 보고서 공개, 추론 비용 감소와 수요 증가 factor 추정

보고서는 HW로 인해 3배, SW 최적화로 3배, 소규모 모델(종류, 데이터 품질 향상, RLVR 등)으로 인해 10배의 추론 비용 하방 압력 추정

향후 대규모 모델, Reasoning 모델, AI Agent로 효율화 이상의 컴퓨팅 수요 전망. 멀티모달 및 Latency 감소도 추가적인 수요로 작용할 것으로 추정

GPT-4(23년 3월 출시) 수준 성능을 위한 추론 비용이 2023년 초 대비 1년 반만에 100배 감소

가령 GPT-4 기반 CS 업무 처리 챗봇을 운영 중인 전자상거래 사업자는 서비스 원가가 1년 반만에 100배 저렴해진 것

그 주목할만한 지점: 1) AI 모델간 상향 평준화 기조 2) 중국 모델 부상 3) Reasoning 모델의 선전 4) Gemini 강세

2024년 보고서 대비 OpenAI의 최고 모델 대비 2순위 모델(gemini)의 차이점이 매우 미미(70점 vs 69점). 하반기 출시되는 GPT-5 주목 필요

딥시크 R1-0528 역시 2위권 성적인 69점 기록, 그 외 Qwen, 도 62점으로 중국 최고 모델들이 2024년 대비 점수 수준이 많이 올라온 모습

모델 상위권을 차지하는 모델은 대부분 Reasoning 모델. Reasoning 모델은 Output Token 사용량이 많아 추론 수요 증가

AI 밸류체인, 고성능 모델, 이미지, 스피치 모든 면에서 Google의 AI 역량을 높게 평가, 2순위는 OpenAI

AI WEEKLY

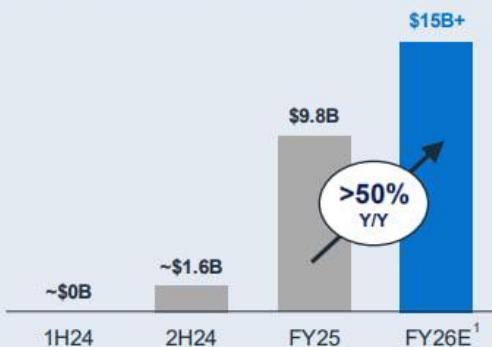
SK증권 해외주식 박제민



강한 AI 서버 수요를 보여준 두 기업의 실적

Dell: FY26 AI 서버 출하 금액 전망치 +50% YoY로 제시

Our AI server shipments have grown from ~\$0 in 1H24 to a projected \$15B+ for FY26E



자료 : Dell, SK증권

강력한 AI 서버 수요를 보여주는 Dell의 호실적

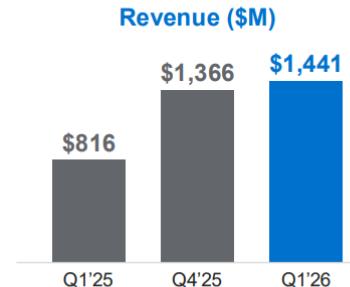
AI 서버 1분기 수주 주문 121억 달러. 이는 FY2025 출하량을 상회. 1분기 출하한 양은 수주금액 대비 10% 수준 차분기 가이던스가 시장 컨센서스 대비 12% 상회, 관세 pull in 효과로 낮아진 수요를 고려한 수치라고 설명

5개분기 파이프라인(수주 전환 이전의 불확정 계약) 또한 공격적으로 성장 중

Inference, reasoning, agentic 진화 과정에서 고성능 스토리지 필요성 강조. AI 고도화에 따른 서버용 DRAM, SSD 수요 증가 전망 가능

Marvell: 데이터센터 매출액 YoY 77% 상승

Data center end market



Up 76% y/y and 5% q/q

Custom silicon high-volume ramp and strong demand for interconnects

자료 : Marvell, SK증권

Marvell의 성장도 AI 관련 매출이 주도, 사상 최대 금액 가이던스 제시

AI 관련 매출(\$0.8B 이상 추정)은 올해 가이던스(\$2.5B)를 이미 초과 달성하는 중

현재 AI 매출이 데이터센터 매출의 과반(전체에서 데이터센터 비중 75%) 차지, 향후 전사 매출의 과반을 차지할 것으로 전망
전통적 하이퍼스케일러 외 소버린 데이터센터 및 신규 하이퍼스케일러의 주문량 증가 코멘트

AI WEEKLY

SK증권 해외주식 박제민



트럼프의 BBB가 빅테크들에게 미칠 영향

미국의 Big Beautiful Act 하원 통과



자료 : AP, SK증권

법인세 감세로 AI Capex 부담 감소

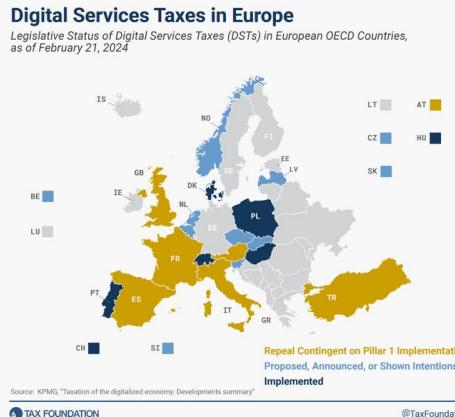
1) 낮은 법인세율(21%)의 유지 및 영구화 2) 공장 설비에 대해 100% 즉시 비용 처리 가능(보너스 감가상각) 3) R&D 비용 즉시 비용 처리 가능
Capex 확대 및 주주환원 여력 증가 기대. 다만 기술기업들의 실효세율은 이미 조세 회피로 꽤 낮은 상황 (2024년 하이퍼스케일러 4사 평균 15%)

디지털세 대응 보복조치로 유럽 활동 족쇄 약화

유럽 중심으로 시행중인 DST, UTPR, DPT 등 빅테크들을 중점적으로 겨냥한 세금을 노골적으로 견제하는 섹션 899 발표

섹션 899는 부당한 세금을 부과한 외국의 기업에 연 20% 까지 세율인상 가능, 현재 7개국 이상이 빅테크(구글·아마존·메타 등)에 디지털세 부과 중
상원 통과 가능 여부와 무관하게 추후 관세 협상에서도 디지털세 자체가 큰 협상 포인트일 것임을 시사. 특히 플랫폼 기업(구글, 메타)에게 호재로 작용 가능
현재 두 플랫폼 기업은 1) 디지털 서비스세(매출의 3 ~ 10 % 과세) 2) GDPR·DSA 벌금 및 준수 비용 3) DMA로 인한 데이터 결합, 타깃광고 제한
등으로 연간 수십억 달러 규모의 비용과 성장 제약이 발생 중

유럽 대부분의 국가들이 DST, UTPR 시행 중



자료 : Tax Foundation, 서울경제, SK증권

AI WEEKLY

SK증권 해외주식 박제민



AI Capex에 들어오는 부채의 바람, 플랫폼 기업 반독점 소송 진행 현황

아직 적자 기업인 Coreweave의 높은 Capex 가이던스

Q2 Guidance	Full Year Guidance
Revenue \$1.06 – 1.1 billion	Revenue \$4.9 – 5.1 billion
Adjusted Operating Income \$140 – 170 million	Adjusted Operating Income \$800 – 830 million
Interest Expense \$260 – 300 million	Capital Expenditures \$20 – 23 billion
Capital Expenditures \$3.0 – 3.5 billion	

자료 : Coreweave, SK증권

SNS에서 쇼츠 플랫폼으로 변모하여 경쟁이 확대됐다는 META 측 주장

TikTok, Instagram Reels, YouTube Shorts: Indistinguishable



TikTok

Instagram Reels

YouTube Shorts

자료 : META, SK증권

고금리 부채 또는 전환사채 동원한 신규 프로젝트 증가

(5/21) Coreweave, 올해 \$20B 규모의 AI 데이터센터 Capex를 위해 \$2B 규모 high yield 채권 발행. 3월 IPO 이후 6주만

(5/24) SoftBank, Stargate 프로젝트를 위해 \$15B 브릿지론 대출. 1차 프로젝트 공사를 위한 자금 조달 (전체 금액 규모의 10%)

(6/2) Nebius, AI 데이터센터 확장을 위한 \$1B 규모 전환사채 발행

기존 AI Capex는 대부분 하이퍼스케일러들의 영업이익 또는 저금리 채권으로 진행, AI 투자에 확신 증가 또는 버블 형성 초기로 해석 가능

Google 완화적 법원 시정 조치로 법률 리스크 축소, Meta 재판 일정 마무리

Google은 기존 Chrome 매각, Adx 분할 등 DOJ의 강력한 시정 조치 대비 완화적인 시정 조치 판결. 그러나 Google의 항소로 판결 연기될 예정 구조적 분할을 요구한 DOJ 대비 이번 판결은 10년간 규제 심사 판결, 현금 흐름에 영향 제한적으로 risk off에 가깝게 볼 수 있음

(5/28) 미국 연방거래위원회(FTC)가 Meta에 제기한 반독점 소송 재판 종료. 4개월간 서면 주장 이후 판결은 연말 이전에 결정

Google, Meta 모두 주요 쟁점은 '경쟁 시장의 정의'. 법원이 문제를 삼은 시장에 너무 많은 변화 발생하여 독점력 상실됐다는 것이 기업측 주요 주장