true friend 한국투자증권

글로벌 AI: 선택과 집중이 필요한 구간

- 오라클 노이즈는 지속될 이슈
- 오라클 주가 변동성과 CDS 프리미엄이 단기에 안정되기는 어려울 것
- 성장과 수익성 방어가 동시에 되는 핵심 종목에 대한 압축 투자 필요

글로벌산업 Note

2025. 12. 19

오라클 노이즈 지속

오라클발 노이즈가 FY2Q26(25년 9~11월) 실적 발표 후 다시 커지기 시작했다. FY2Q26 실적 자체는 무난했지만, 실적이 과대 투자 및 이에 따른 신용위험 확대라는 우려를 해소시킬 정도로 인상적이지 않았다. OpenAI향 데이터센터가 2027년이 아닌 2028년에 공급(12/12 보도)되고, Blue Owl이 오라클과 OpenAI의 미시건 데이터센터 프로젝트에서 제외(12/17)됐다는 언론보도는 센티먼트 악화로 이어졌다. OpenAI향 프로젝트는 계획대로 2027년 인도에 차질이 없고, 미시건 프로젝트는 Blue Owl보다 경쟁력이 높은 파트너를 선정해 예정대로 진행 중이라는 게 오라클의 입장이다. 단, 오라클의 해명에도 불구하고, 대규모 투자(FY26 Capex 추정치 350억달러→500억달러로 상향)의 재원을 어떻게 마련할지에 대한 노이즈는 지속될 전망이다.

높아진 오라클의 주가 변동성이 안정되고, 빠르게 상승한 CDS 프리미엄이 단기적으로 낮아지기는 쉽지 않을 것이다. 1) 오라클의 YoY 매출 성장률이 28%로 높아지는 시점은 FY2027(FY25 +8%, FY26E +16.6% YoY)로 예상되며, 이에 따라 FY2026(25년 6월~26년 5월)까지는 ROIC에 대한 논란이 지속될 것이다. 2) 오라클의 FCF(잉여현금흐름)가 FY4Q25(25년 3~5월)부터 마이너스 전환했고, Capex가 늘어나는 가운데 FY2026 부채비율은 480%로 높아질 전망이다. 오라클 경영진이 자금조달 옵션을 주로 채권 발행(선순위 무담보채권 등)으로 소통한 바를 고려하면, 급증하는 AI Capex 자금조달 방식에 대한 의문 제기가 이어질 수 밖에 없을 것이다.

2021~2023년 아마존의 사례에서도 오라클의 단기 주가 변동성이 높을 것이라는 점을 유추해볼 수 있다. 아마존의 FCF는 1Q21~1Q23 기간 동안 2개 분기를 제외하고 모두 마이너스를 기록했다. 팬데믹 기간 동안의 공격적인 이커머스 Capex 집행, 인건비/물류비 상승, 커머스 수요 정상화 과정에서 나타난 성장률 둔화의 영향이 겹친 결과다.

이동연
dy.lee@koreainvestment.com

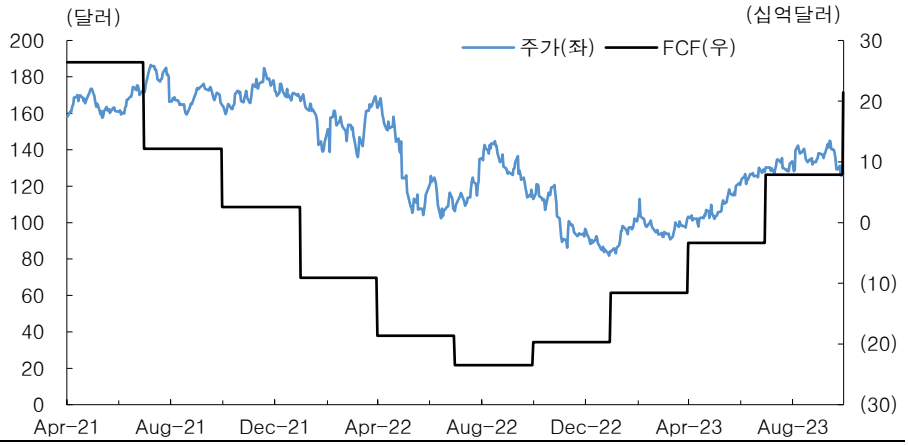
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

물론 21년 말부터 기준금리 인상 사이클이 시작된 점도 고려해야 하지만, FCF 부진이 아마존의 동기간 주가 수익률이 마이크로소프트, 알파벳 대비 저조했던 원인 중 하나였음은 분명하다.

'성장 + 수익성 방어'가 동시에 되는 종목에 집중

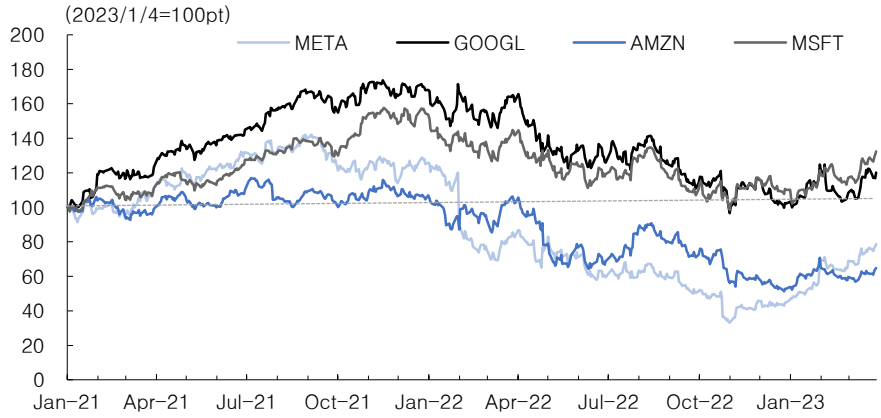
전술한 아마존의 사례는 FCF 부진이 주가 하락의 요인으로 작용했지만, 반대로 FCF가 개선되고 수익성이 훼손되지 않으면 주가 또한 반등할 수 있음을 보여준다. OpenAI와 오라클을 중심으로 AI 버블에 대한 우려가 있지만, AI 인프라 수요가 공급을 초과하며 투자가 확대되는 사이클이라는 사실 또한 분명하다. 실제로 3Q25 실적 발표 이후 빅테크 4사의 26년, 27년 합산 Capex 추정치는 기존 대비 모두 18% 상향 조정된 바 있다. 신용 위험과 수익성 악화 우려가 간헐적으로 제기될 수 있는 오라클과 네오클라우드 업체에 대한 투자는 보수적으로 접근해야겠지만 AI Theme을 주도하는 하이퍼스케일러(알파벳)와 하드웨어(엔비디아, 마이크론) 대표주 중 성장과 수익성 방어가 동시에 기대되는 기업에 대한 압축적인 투자는 여전히 이어가야 한다고 판단한다.

[그림 1] 아마존 FCF와 주가 추이(2Q21~3Q23 기준)



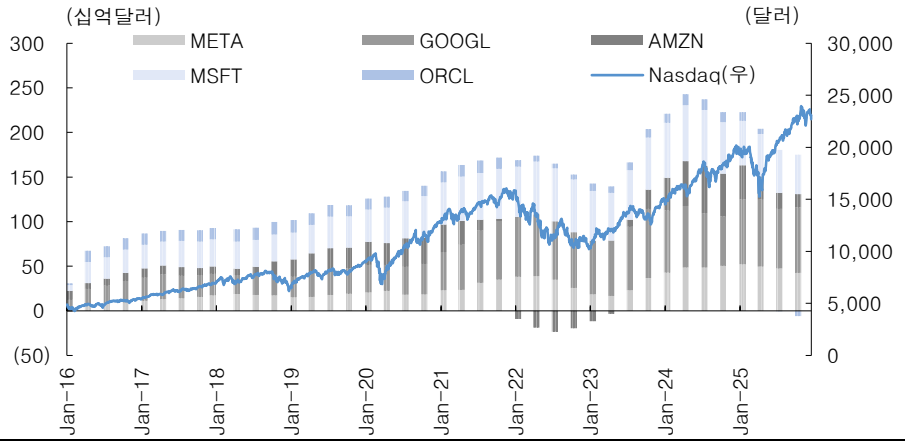
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 2] 1Q21~1Q23 빅테크 4사 상대주가 추이



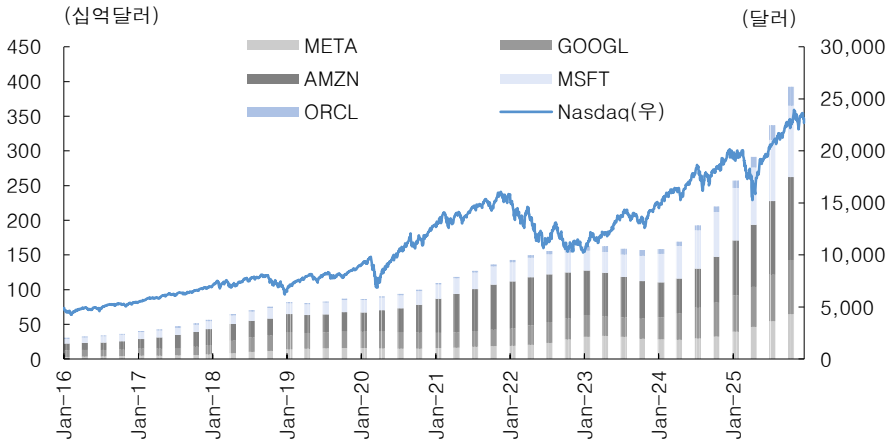
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 3] 하이퍼스케일러 5사의 FCF와 주가 추이



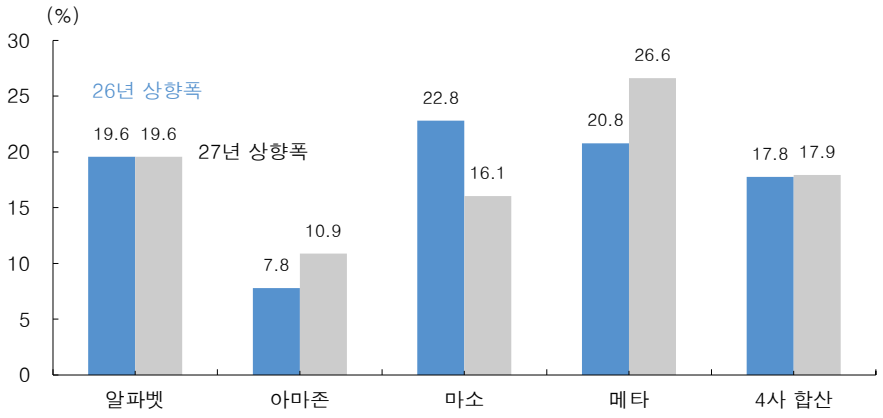
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 4] 하이퍼스케일러 5사의 Capex와 주가 추이



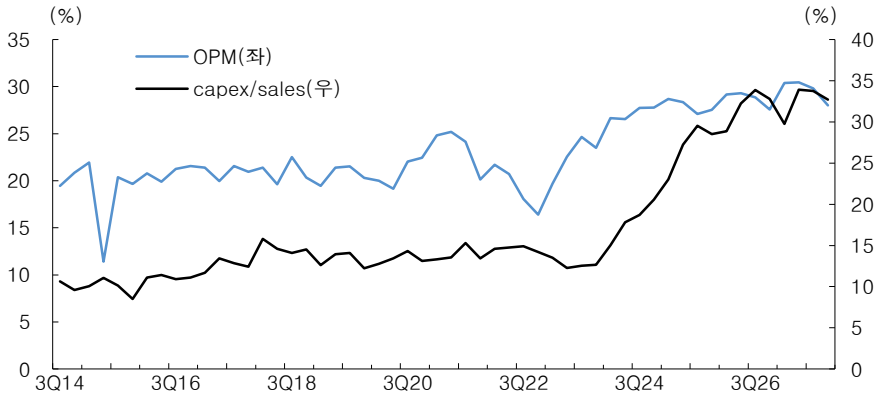
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 5] 3Q25 실적 발표 후 26년, 27년 Capex 각각 17.8%, 17.9 상향



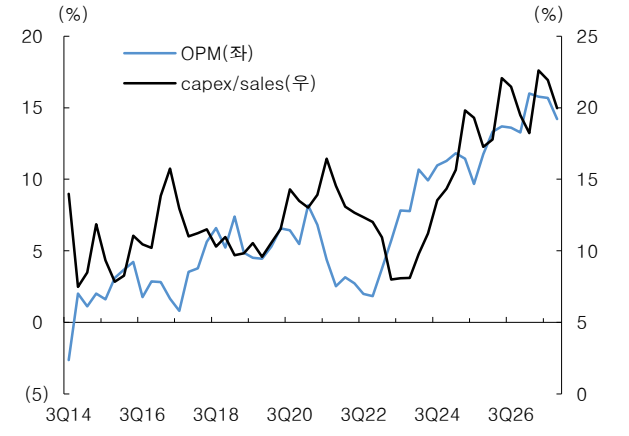
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 6] 하이퍼스케일러 합산 Capex/매출액 비율, 영업이익률 추이



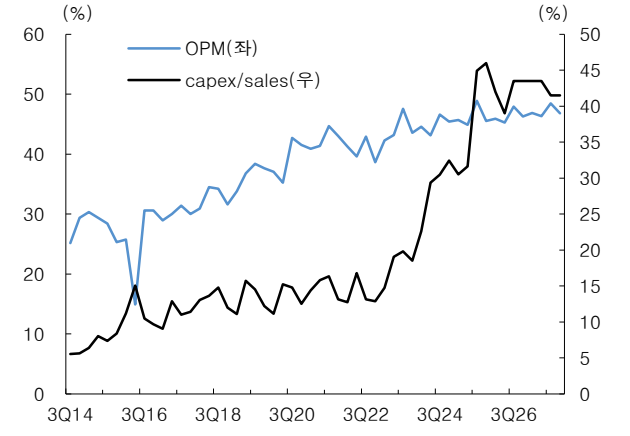
주: 하이퍼스케일러는 빅테크 4사 + 오라클
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 7] 아마존 Capex/매출액, 영업이익률 추이



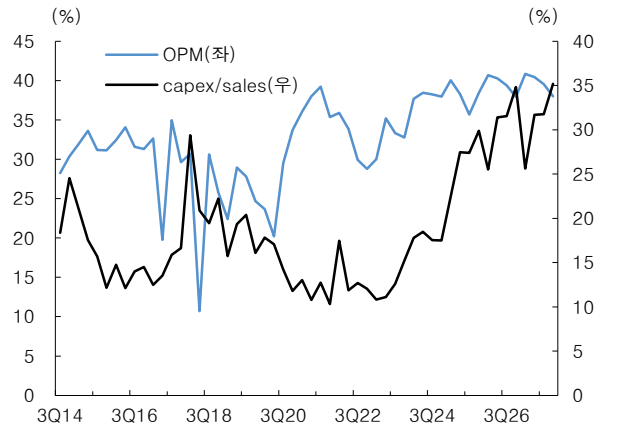
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 8] 마소 Capex/매출액, 영업이익률 추이



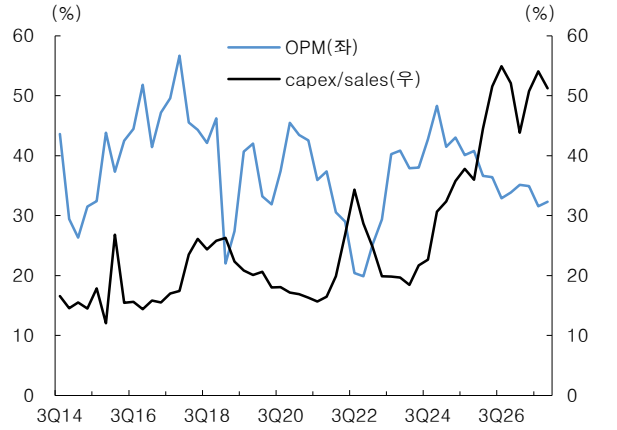
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 9] 알파벳 Capex/매출액, 영업이익률 추이



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 10] 메타 Capex/매출액, 영업이익률 추이



자료: Factset, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 19일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.