

[글로벌 AI] 권영배, CFA yb.kwon@miraeeasset.com

[전기/전자부품, 배터리 장비] 박준서 park.junseo@miraeeasset.com

[글로벌 테크] 장다현 dahyun.jang@miraeeasset.com

글로벌 AI 진검승부

최근 개발자 커뮤니티를 뜨겁게 달군 오픈클로는 AI의 본격적인 확산과 개인화를 상징적으로 보여준다. 재밌는 사실은 갑자기 애플의 맥 미니가 불티나게 팔린다는 것이다. 오픈클로 덕분에 AI에 한발 뒤쳐진 것으로 평가받는 애플이 재미봤다.

이는 AI 산업의 무게중심이 옮겨가고 있음을 의미한다. 모델의 성능 경쟁보다 시가 어떤 도메인에서 활용되는지, 어떤 네트워크와 생태계 위에서 확산하며 수익화 할 수 있는지가 더 중요해지고 있다.

막대한 자본이 투입되는 AI 진검승부가 시작됐다. 경쟁력의 핵심은 독점적인 데이터와 유니크한 도메인, AI를 핵심 비즈니스와 연결하는 수익창출력이다. 이 경쟁에서 살아남을 승자를 알아보자.



CONTENTS

Executive Summary	3
I. AI 대전환의 시대	4
모델 성능은 빠르게 평준화되고 있다	4
컴퓨팅 수요는 폭증하고, 대규모 CAPEX 사이클이 시작됐다	5
반면 토큰 가격은 빠르게 하락하고 있다	6
결국 핵심은 ‘누가 투자비를 감당할 만큼 수익화할 수 있는가’다	7
II. 경쟁의 축이 이동한다: 데이터 독점성과 도메인 네트워크의 중요성	8
모델 경쟁에서 데이터 경쟁으로...	8
독점적인 데이터	8
지속 생성 데이터	9
네트워크 데이터	10
III. 수익화 구조가 없으면 소용없다	11
성공적인 수익화 모델 구축을 위한 조건	12
IV. 투자전략: 데이터와 수익화 역량을 가진 기업에 집중	16
알파벳	16
메타 플랫폼스	18
알리바바	19
애플	20
테슬라	22
Global Company Analysis	23
알파벳	24
메타 플랫폼스	29
알리바바	34
애플	39
테슬라	47

Executive Summary

글로벌 AI 산업은 모델 경쟁의 시대를 지나 실질적인 수익화 경쟁으로 이동하고 있다. 모델의 성능 격차는 축소되고 있으며, 오픈소스 모델도 프런티어 모델을 빠르게 추격하고 있다. 이제는 실제 응용 영역에서 '압도적으로 뛰어난 모델'보다 '충분히 좋은 모델을 얼마나 잘 활용하느냐'가 더 중요하다. 추론 비용 하락과 멀티모달 표준화까지 맞물리면서, 모델 자체는 점차 범용 인프라에 가까워지고 있다.

이는 AI 경쟁의 핵심이 모델 성능에서 데이터, 도메인, 네트워크, 수익모델로 이동하고 있음을 의미한다. 범용 모델의 지능이 일정 수준 이상으로 올라온 뒤, 누가 그 모델을 차별화된 데이터와 고객 접점에 결합할 수 있는가가 승부를 가른다. 독점적인 데이터 네트워크를 보유한 기업은 AI를 통해 더 정교한 예측, 추천, 자동화, 개인화를 구현할 수 있으며, 이는 곧 가격 결정력과 고객 락인으로 이어질 것이다.

AI 확산은 전례 없는 컴퓨팅 수요와 대규모 CAPEX 사이클을 동반하고 있다. 학습뿐 아니라 서비스 단계의 추론 수요까지 급증하면서 GPU, 데이터센터, 네트워크, 전력 인프라 투자는 구조적으로 확대될 수밖에 없다. 그러나 동시에 토큰 가격과 모델 호출 비용은 빠르게 하락하고 있다.

결국 AI 산업의 승부는 누가 투자비를 감당할 만큼 반복적인 현금흐름을 만들 수 있느냐에 달려 있다. 광고, 구독, 거래 수수료, 클라우드 사용량, 하드웨어 판매처럼 확고한 수익모델을 가진 기업이 유리하며, 그렇지 못한 기업은 높은 투자비와 낮아지는 단가 사이에서 현금흐름 압박에 직면할 것이다.

이 관점에서 우리의 투자 선택은 명확하다. 최선호주인 **알파벳**(GOOGL US/매수/TP \$500)은 검색·광고·클라우드에 최고수준의 모델인 Gemini를 결합해 AI를 이미 수익화하고 있으며, 광고 효율 개선과 클라우드 마진 확대가 핵심이다. **메타**(META US/매수/TP \$760)는 35억 명 규모의 소셜 그래프와 관계 데이터를 기반으로 광고 노출과 단가를 동시에 끌어올리는 골디락스 구간에 접어들었다. **알리바바**(9988 HK/매수/TP HKD175)는 Qwen과 방대한 커머스 데이터를 결합해 마케팅 효율화와 클라우드 성장으로 연결하고 있다. **애플**(AAPL US/Not rated)은 온디바이스 AI와 개인·헬스케어 데이터를 통해 생태계 락인, 프리미엄 기기 교체를 이끌고 있다. **테슬라**(TSLA US/Not rated)는 장기적으로 로보택시와 로보틱스 확장이 핵심 투자포인트나, 아직 검증이 필요하다.

I. AI 대전환의 시대

모델 성능은 빠르게 평준화되고 있다

글로벌 인공지능(AI) 산업은 2025년을 기점으로 기술적 과시의 시대를 지나 실질적인 경제적 가치 창출의 시대로 빠르게 전환되고 있다. 지난 수년간 시장의 관심을 독점했던 AI 모델의 성능 경쟁은 모델 간의 격차가 축소되고 오픈소스 모델이 프런티어 모델의 성능을 빠르게 추격함에 따라 점차 상향 평준화되었다. 주요 성능 지표에서 이미 일반 성인의 평균 지능을 넘어섰고, 이제 전문가 수준의 마지막 1-2%를 다투는 단계다. 또한 추론 비용이 급락하면서, AI 사용자 입장에서 모델은 차별화 자산이라기보다 가격, 응답속도, 보안 및 안정성 등을 기준으로 선택하는 범용재에 가까워지고 있다. 멀티모달의 표준화로 텍스트뿐만 아니라, 이미지, 음성 처리에서도 지연시간과 실시간 반응성 등이 중요해졌다.

표 1. 최신 AI 모델의 주요 성능 지표 비교

지표 (Benchmark)	설명	과거 모델 수준 (GPT-3.5 등)	최신 모델 수준 (SOTA)	비고
MMLU	대학 수준의 일반 지식	~70%	86~88%	인간 전문가(89.8%)에 근접
GSM8K	초등 산수/수학 추론	~57%	92~98%	사실상 정복 단계
HumanEval	파이썬 코딩 능력	~48%	85~95%	실무 코드 작성 가능 수준
Math	고난도 수학 문제	~30%	50~80%	가장 빠르게 점수 상승 중

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 모델 유형별 특징 및 한계

모델 유형	특징 및 한계	주요 동향 (2025~)
폐쇄형 모델	최첨단 성능, 높은 운영 지원, 데이터 보안 관리 용이	API 비용 부담 가중, 벤더 종속 위험 존재
오픈소스 모델	낮은 운영 비용, 높은 커스터마이징, 온프레미스 배포 가능	기술 지원의 한계, 직접적인 인프라 관리 필요
도메인 특화 모델	특정 산업(금융, 의료 등)에 최적화된 성능 및 정확도	소형 언어 모델(SLM)을 통한 엣지 디바이스 배포 확산

자료: 미래에셋증권 리서치센터

물론 최상위 모델 간에는 여전히 차이가 존재한다. 하지만, 다수의 실제 응용 영역에서는 모델의 '압도적 우위'보다는 '충분히 좋은 성능'이 더 중요해지고 있다. 앞서가는 개발자들은 적당한 성능의 오픈소스 모델을 각자의 컴퓨터에서 무료로 사용한다. 이런 기술적 평준화는 역설적으로 모델 자체의 가치보다 모델이 작동하는 '도메인 네트워크'와 그 네트워크를 통해 수집되는 '데이터의 독점성'을 기업 경쟁력의 핵심으로 부상시키고 있다. 독점적인 네트워크를 구축한 AI 리더들로 손해가 집중될 것이다.

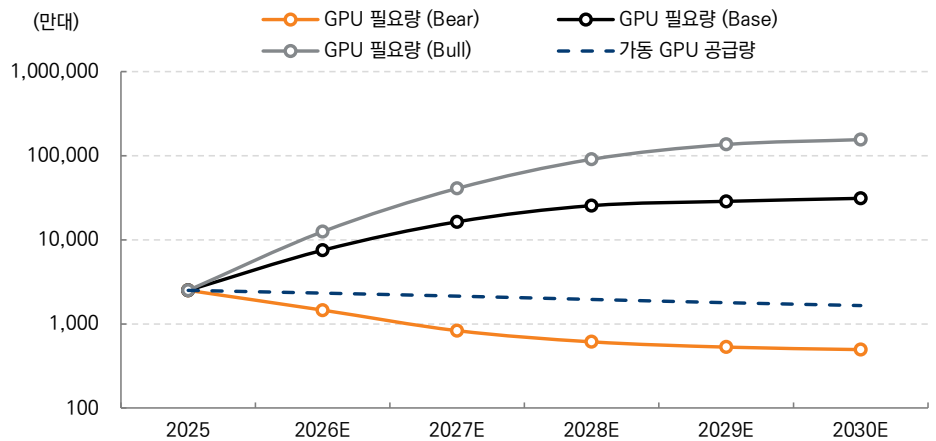
이러한 변화는 경쟁의 축이 모델 자체에서 다른 영역으로 이동하고 있음을 시사한다. 즉, 범용 모델의 지능이 일정 수준 이상으로 올라온 이후에는, 누가 더 뛰어난 모델을 단독으로 보유했는가보다 누가 그 모델을 차별화된 데이터, 도메인 지식, 고객 접점과 결합할 수 있는가가 더 중요해진다. 다시 말해 모델은 점차 기반 인프라로 성격이 바뀌고 있으며, 초과 수익의 원천은 모델 자체보다 그 위에 구축되는 데이터와 서비스 레이어로 이동하고 있다.

컴퓨팅 수요는 폭증하고, 대규모 CAPEX 사이클이 시작됐다

한편 AI 확산은 전례 없는 수준의 컴퓨팅 수요를 유발하고 있다. 대규모 모델의 학습뿐 아니라, 실제 서비스 단계에서 발생하는 추론 수요까지 감안하면 GPU, 데이터센터, 네트워크, 전력 인프라에 대한 투자는 구조적으로 확대될 수밖에 없다. 우리의 분석에 의하면, 기본 시나리오 하에서도 GPU 수요는 연평균 66% 늘어날 것이다.

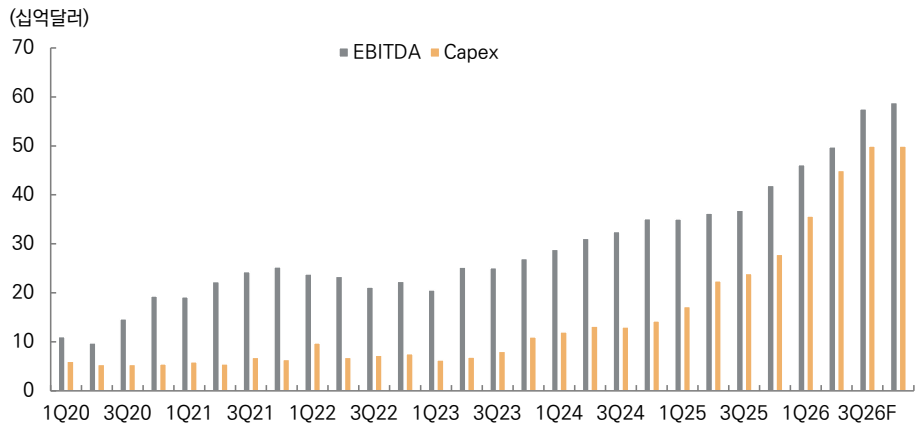
이는 단순한 일시적 투자 사이클이 아니라, AI가 산업 전반에 내재화되는 과정에서 수반되는 새로운 자본집약적 국면으로 볼 수 있다. 문제는 이 투자 규모가 매우 크고, 선제적 성격이 강하다는 점이다. AI 기업들은 미래 수요를 기대하며 인프라를 앞당겨 투자하고 있지만, 그 투자 회수 속도와 최종 수익성에는 아직 의문이 남아있다. 따라서 향후 AI 산업의 승패는 누가 더 큰 투자를 하느냐보다, 누가 막대한 CAPEX를 감당하면서도 지속 가능한 수익 구조를 만들 수 있느냐에 의해 갈릴 가능성이 높다.

그림 1. AI 연산 수요 증가에 따른 시나리오별 GPU 수요 전망



주: Y축은 로그 스케일
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 알파벳의 분기별 EBITDA와 Capex



자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

반면 토큰 가격은 빠르게 하락하고 있다

흥미로운 점은, AI 서비스의 확산 속도와 달리 AI 연산의 단위 가격은 빠르게 낮아지고 있다는 점이다. 모델 효율화, 반도체 성능 개선, 오픈소스 확산, 경쟁 심화가 동시에 진행되면서, 사용자가 지불하는 토큰 단가나 모델 호출 비용은 점점 낮아지고 있다. 모델 운영 비용도 낮아지고 있다. 구글은 2025년 Gemini의 단위 비용이 78% 감소했다고 밝힌바 있다. 이는 AI 도입 장벽을 낮추고 응용 서비스 확산을 촉진한다는 점에서는 긍정적이다.

그러나 공급자 입장에서는 이는 결정력의 약화를 의미한다. 범용화될수록 차별화가 어려워지고, 장기적으로는 가격 경쟁이 심한 유틸리티적 성격을 띠 가능성이 있다. 이 경우 단순히 모델 사용량을 늘리는 것만으로는 투자비를 회수하기 어렵다. 따라서 AI 산업에서 이익 창출은 토큰 판매보다, 토큰을 활용해 더 높은 부가가치를 창출하는 애플리케이션·플랫폼·도메인 서비스 계층으로 이동할 것이다.

표 3. 토큰 요금 변화

연도	모델 예시	1M 토큰당 비용 (입력+출력 평균)	비고
2023년	GPT-4	\$45.00 ~ \$90.00	초기 고성능 모델의 높은 비용
2024년	GPT-4o / Claude 3.5	\$5.00 ~ \$15.00	멀티모달 최적화 및 경쟁 심화
2025년	GPT-4o mini / Llama 3.1	\$0.15 ~ \$0.60	'가성비 모델'의 등장으로 가격 파괴
2026년 (현재)	최신 경량화 모델 SOTA	\$0.05 ~ \$0.10	23년 대비 약 1,000배 저렴해짐

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. AI 모델 과금체계의 변화

구분	과거 (2023년)	현재 (2026년)	특징
기본 단위	단순 토큰(Token) 과금	계층형(Tiered) 토큰 과금	사용량 많을수록 단가 하락
재사용	매번 동일 비용 지불	프롬프트 캐싱 (Prompt Caching)	한 번 입력한 긴 문서는 다시 읽을 때 최대 90% 할인
처리 속도	실시간 단일 가격	배치(Batch) API	24시간 내 처리 조건으로 50% 할인
추론 유형	일반 답변	추론 토큰 (Reasoning Tokens)	생각하는 과정(o1, o3 모델 등)에 대한 별도 과금 도입

자료: 미래에셋증권 리서치센터

결국 핵심은 ‘누가 투자비를 감당할 만큼 수익화할 수 있는가’다

종합하면, AI는 빠르게 확산되고 있지만 모든 AI 기업이 안정적인 수익 모델을 확보했다고 보기는 어렵다. 컴퓨팅 투자 부담은 커지고 있으며, 동시에 단위 가격은 하락하고 있다. 이는 기술의 보급 속도와 산업의 수익성이 반드시 같은 방향으로 움직이지 않을 수 있음을 보여준다.

이런 국면에서는 산업 내 수익이 일부 구간에만 집중될 가능성이 높다. 예를 들어 인프라를 공급하는 일부 기업, 혹은 AI를 기존 사업에 성공적으로 접목해 가격 결정력을 확보한 플랫폼 기업은 수혜를 볼 수 있지만, 그렇지 못한 플레이어는 높은 투자비와 낮은 단가 사이에서 압박 받을 것이다.

결국 AI 산업의 핵심은 경제성이다. 누가 AI를 활용해 투자비를 회수할 만큼 반복적이고 방어적인 현금흐름을 만들 수 있는지가 더 중요해지고 있다. 이는 AI가 단순한 기술 경쟁을 넘어, 데이터, 플랫폼, 유통, 과금 구조가 결합된 사업 경쟁으로 전환되고 있음을 의미한다.

이 관점에서 보면 승자는 명확해진다. 1) 남들이 쉽게 복제할 수 없는 데이터나 도메인 네트워크를 가진 기업이어야 한다. 2) 그 AI 기능을 핵심 비즈니스 모델에 연결할 수 있어야 한다. 그리고, 3) 광고, 구독, 거래 수수료, 클라우드 사용량, 하드웨어 판매처럼 확고한 수익 구조를 갖춰야 한다. 결국 AI 시대의 초과수익은 모델 그 자체가 아니라, 차별화된 데이터 자산을 바탕으로 AI를 수익화할 수 있는 기업 구조에서 발생할 것이다.

II. 경쟁의 축이 이동한다: 데이터 독점성과 도메인 네트워크의 중요성

모델 경쟁에서 데이터 경쟁으로...

AI 산업이 성숙해가면서 경쟁력의 원천은 점차 모델 자체에서 데이터 구조로 이동할 가능성이 높다. 범용 모델의 성능이 일정 수준 이상 평준화되면, 동일하거나 유사한 모델을 활용하더라도 무엇을 학습시키고, 어떤 맥락에서 활용하며, 어떤 사용자 흐름 속에서 지속적으로 개선할 수 있는가에 따라 결과는 크게 달라지기 때문이다. 그래야만 특정 분야에서 경쟁력을 높이기 위한 결정적인 지능을 제공할 수 있다. 이때 기업의 핵심 자산이 되는 것이 바로 독점 데이터, 지속적으로 생성되는 데이터, 그리고 네트워크 효과를 내재한 데이터다.

그림 3. AI 데이터셋 개념도



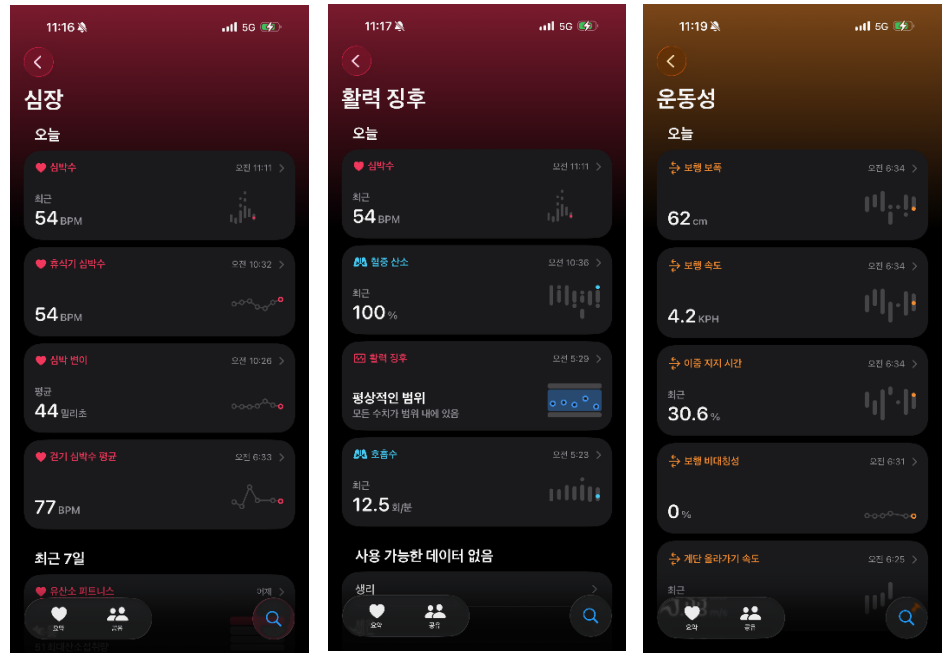
자료: 미래셋증권 리서치센터

독점적인 데이터

첫째는 독점적인 데이터(Exclusive Data)다. 독점성은 특정 기업만이 구조적으로 확보할 수 있는, 외부에서는 '접근 불가능한 영역의 데이터'를 의미한다. 이는 외부 플레이어가 돈을 들여도 쉽게 획득하거나 복제할 수 없는 종류의 데이터다.

예를 들어, 애플이 디바이스 생태계를 통해 축적하는 인체 기반의 바이오 데이터는 프라이버시 영역에 속해 접근이 극히 제한된다. 이런 독점적인 데이터는 단순한 학습 데이터셋을 넘어, 모델의 성능뿐 아니라 문제 정의 자체를 독점하게 만든다. 즉, 경쟁사는 같은 모델을 사용하더라도 동일한 수준의 지능에 도달할 수 없다. 결국 독점 데이터는 AI 시대의 가장 강력한 진입장벽이다.

그림 4. 애플이 접근 가능한 인체 데이터셋



자료: 미래에셋증권 리서치센터

지속 생성 데이터

둘째는 지속적으로 생성되는 데이터(Continuously Generated Data)다. AI 모델의 경쟁력은 정적인 데이터셋이 아니라, 시간이 흐르면서 계속 축적되는 데이터 흐름(data flow)에 의해 결정된다. 테슬라의 차량 플릿에서 발생하는 초당 수 기가바이트의 주행 데이터나, 알리바바의 거래 데이터처럼 실시간으로 생성되는 데이터는 모델을 지속적으로 업데이트하고, 환경 변화에 대한 적응력과 정확도를 동시에 높이는 원천이 된다. 특히 이러한 데이터는 시간이 지날수록 후발주자와의 격차는 누적된다.

그림 5. 지속적으로 생성되는 데이터 개념도

지속적으로 생성되는 데이터 (Continuously Generated Data)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

네트워크 데이터

셋째는 네트워크 효과가 있는 데이터(Networked Data)다. 데이터의 가치는 개별 데이터 포인트의 합이 아니라, 데이터 간의 연결과 상호작용에서 기하급수적으로 증가한다. 메타의 소셜 그래프처럼 사용자 간 관계, 행동, 상호작용이 축적되는 구조에서는 사용자가 늘어날 수록 데이터의 밀도와 맥락이 강화된다. 이는 다시 서비스 품질을 개선하는 선순환을 만든다. 신규 플레이어는 동일한 규모의 사용자뿐 아니라, 그들 사이의 관계망까지 동시에 재현해야 하기 때문에 진입 장벽이 매우 높다.

특히 도메인 네트워크를 가진 기업은 단순히 데이터를 “보유”하는 수준을 넘어, 데이터가 계속 생성되고 스스로 관계가 강화되는 구조를 가진다. 사용자가 많아질수록 더 많은 상호작용이 축적되고, 그 상호작용은 다시 추천·예측·자동화 성능을 개선하며, 다시 더 많은 사용자를 끌어들이는다.

이 선순환 구조가 형성되면 경쟁사의 추격은 사실상 불가능하다. 결국 AI 시대의 진정한 경쟁력은 모델의 우월성 자체보다, 데이터에 접근할 수 있는 권리와 그 데이터가 계속 생성·증폭되는 도메인 네트워크를 누가 장악하고 있는가에서 갈릴 것이다.

그림 6. 네트워크 데이터 개념도



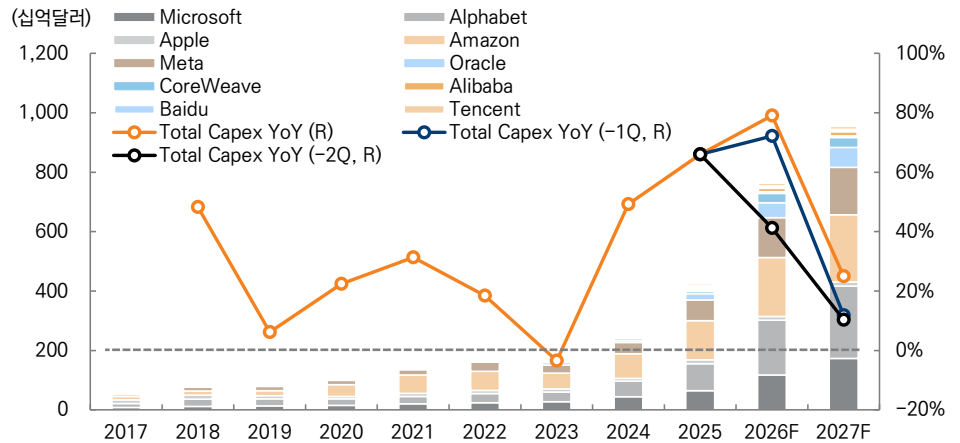
자료: 미래셋증권 리서치센터

III. 수익화 구조가 없으면 소용없다

많은 기업이 시에 대규모 자본을 투자하고 있으나, 모든 투자가 수익으로 연결되는 것은 아니다. 오히려 수익화가 가능한 구조와 그렇지 못한 구조 사이의 간극은 점차 벌어지고 있는 게 현실이다.

글로벌 빅테크들의 대규모 투자(Capex) 이면에 수익화에 대한 자신감이 있겠지만, 시장에서는 일부 기업에 대해 의심을 거두지 않고 있다. 26년 빅테크의 Capex는 작년 EBITDA의 88% 수준이다. 이들은 수익화 능력에 대한 검증을 강하게 요구받을 것이다.

그림 7. Big tech의 Capex 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

문제는 AI 연산의 단위 가격이 빠르게 하락하고 있다는 점이다. 이미 중국의 Minimax 등 압도적인 가격경쟁력을 갖춘 업체들이 빠르게 시장에 침투하고 있다. 단순히 토큰을 판매하거나 모델 호출량에만 의존하는 구조로는, 대규모 학습 비용과 데이터센터 투자, 추론 인프라 비용을 감당하기 쉽지 않다. 다시 말해 AI를 ‘연산 단위’ 자체로만 파는 비즈니스는 시간이 지날수록 가격 경쟁에 노출될 것이다.

수익화에 실패하는 사례는 대개 모델의 지능은 높으나 이를 실제 사용자가 지불 의사를 느끼는 지점(Willingness to Pay)과 연결하지 못한 경우다. 즉, AI 자체가 아니라, AI가 만들어내는 차별적 가치가 부족한 경우다. 이런 기업들은 모델 경쟁력은 좋다하더라도, 이를 유지 및 발전시킬 수 있는 자본력이 부족해져 도태될 수밖에 없다. 수많은 AI 스타트업들이 어려움을 겪고 있는 지점이다.

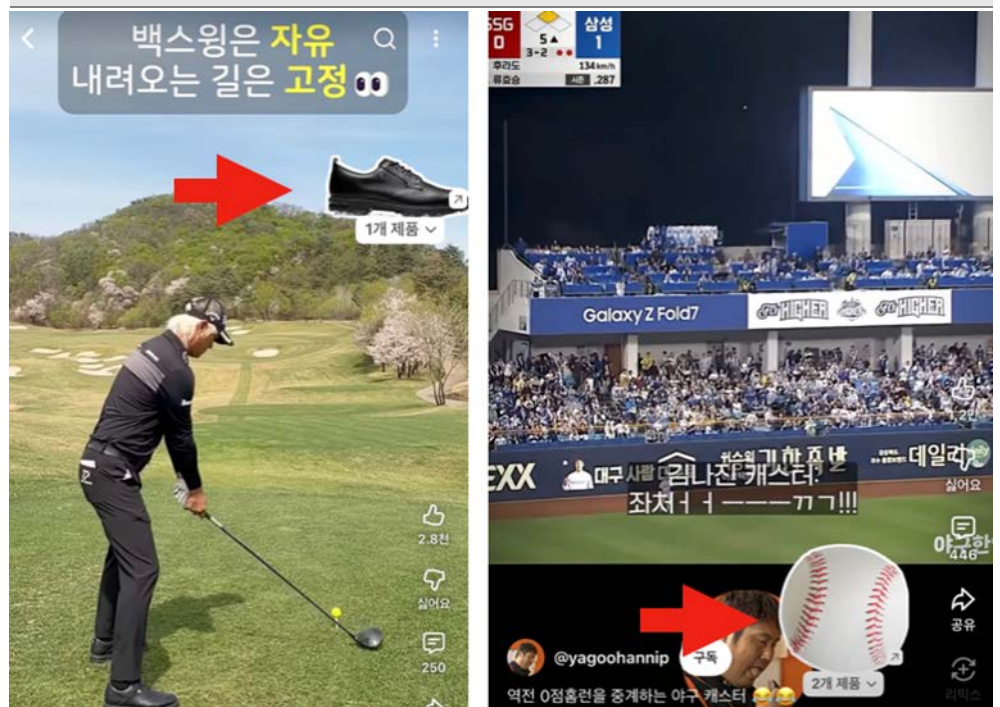
성공적인 수익화 모델 구축을 위한 조건

핵심 사업에 연결할 수 있어야 한다

AI의 경제적 가치는 기술 그 자체보다, 그것이 기존 사업의 핵심 가치사슬 안으로 얼마나 깊게 들어가 있는가에 의해 결정된다. 단순히 새로운 기능을 덧붙이는 수준으로는 강한 수익화를 기대하기 어렵다. 반면 AI가 검색의 정확도를 높여 광고 효율을 끌어올리거나, 전자상거래 플랫폼에서 추천과 마케팅 성과를 개선하거나, 자율주행 기능을 통해 차량의 상품성과 가격을 높이는 경우처럼, 기존 사업의 핵심 엔진과 직접 연결되면 AI는 비용 센터가 아니라 매출과 이익을 만들어내는 수익 엔진으로 전환된다.

최근 유행하는 쇼핑태그(Shopping Tag)가 대표적이다. 구글의 AI는 유튜브 영상 속에 등장하는 물건을 실시간으로 분석한뒤, 영상의 특정 부분에 어떤 제품 광고를 넣을지를 영상 제작자에게 추천한다. 같은 영상에서도 AI가 시청자가 클릭할 확률이 높은 제품을 우선적으로 보여준다. 구글은 클라우드에서 AI를 수익화 할 뿐만 아니라, 검색과 광고라는 기존 핵심 비즈니스에 직접 연결한다. AI가 개선하는 것은 모델 자체가 아니라, 광고의 클릭률(CTR)과 전환율(Conversion Rate)이며, 이는 곧 매출로 직결된다.

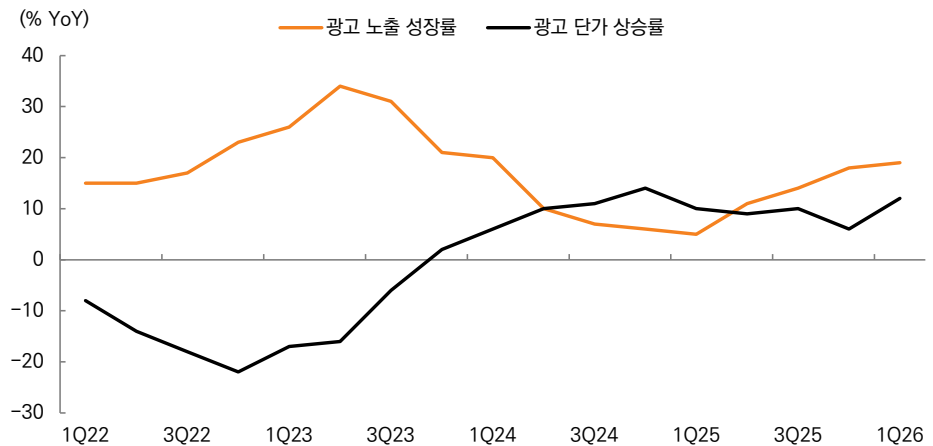
그림 8. 유튜브 쇼핑 태그



자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

메타는 AI 추천 알고리즘을 통해 광고 타겟팅 정확도를 높여 매출을 직접적으로 견인했으며, 알리바바는 판매자의 ROI를 높여주는 마케팅 도구에 AI를 이식했다. 이는 단순 기능 추가가 아니라, 데이터 기반 AI를 통해 고객의 수익을 개선시키고 그 일부를 수취하는 구조다. 최근 메타의 광고노출(Ad impressions)과 광고단가(Avg price per ad)가 이례적으로 동시에 상승하고 있는데, 이는 AI의 수익화를 보여주는 좋은 예다.

그림 9. 메타의 광고 노출 성장률과 광고 단가 상승률



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

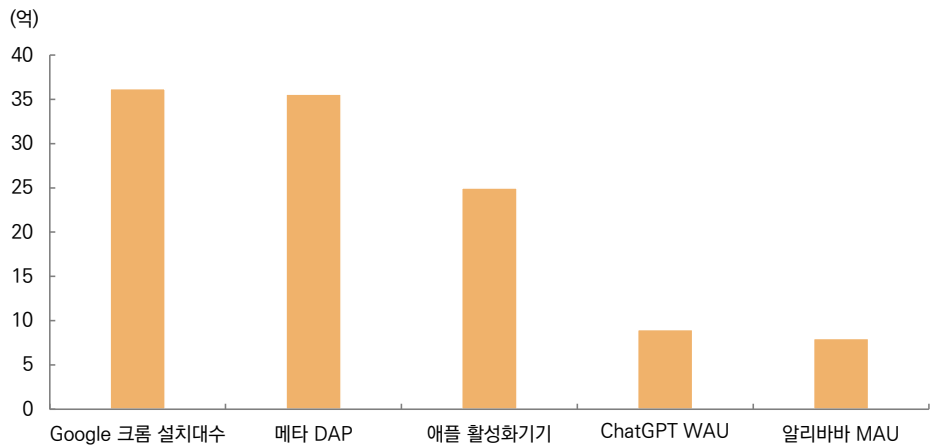
이 점에서 중요한 것은 AI를 별도 사업으로 떼어내어 볼 것이 아니라, 기존 비즈니스 모델을 얼마나 강화하는가의 관점에서 평가하는 것이다. 성공적인 기업은 AI를 '보여주기 위한 기술'로 쓰지 않는다.

대규모 고객 접점이 있어야 한다

아무리 뛰어난 AI 기능이라도 사용자를 만나지 못하면 경제적 가치는 제한된다. 이 때문에 AI 산업에서 플랫폼, 배포, 고객 접점은 모델 성능만큼이나 중요하다. 사용자가 이미 머무르고 있는 검색, 소셜미디어, 스마트폰, 전자상거래, 클라우드 플랫폼 같은 접점을 가진 기업은 새로운 AI 기능을 매우 낮은 마찰 비용으로 시장에 배포할 수 있다. 반면, 별도의 앱 설치나 사용 습관 변화가 필요한 서비스는 기술적으로 우수하더라도 수익화까지 이어지기 어렵다.

고객 접점은 단지 배포 채널 이상의 의미를 갖는다. 접점이 있으면 사용자 반응과 행동 데이터가 다시 축적되고, 이는 서비스 개선과 개인화로 이어지며, 개선된 경험은 다시 이용 빈도와 락인을 높인다. 즉 접점은 데이터 축적과 수익화가 동시에 일어나는 순환 구조의 출발점이다. 이런 점에서 AI 시대의 경쟁력은 모델의 품질만이 아니라, 누가 이미 강한 플랫폼과 유통망을 장악하고 있는가에 의해 좌우된다. 구글과 메타는 수십억 인구에 곧바로 도달한다. 애플은 전세계 25억개의 활성 디바이스(접점)을 갖고 있다. 시리(Siri)나 건강앱 등을 통해 AI를 일상에 사용하게 하며 강하게 락인시키고 있다.

그림 10. 주요 고객 접점수 비교



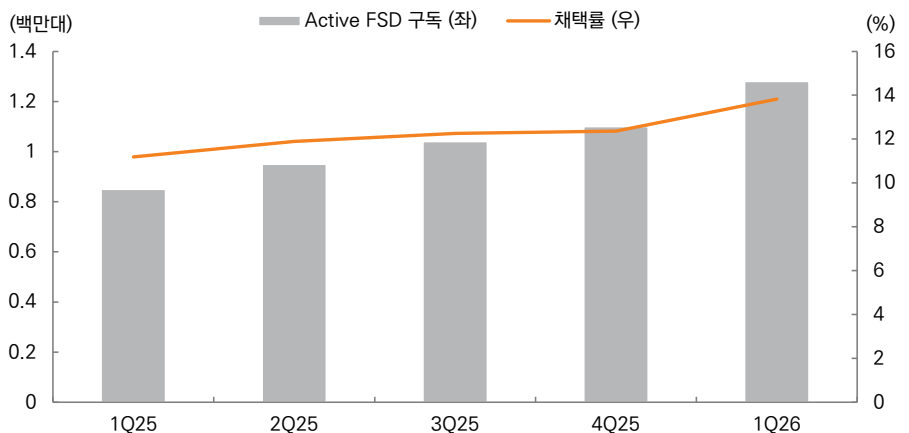
자료: 알파벳, 메타, 애플, 알리바바, Open AI, 미래에셋증권 리서치센터

반복 수익으로 이어져야 한다

또한, AI의 경제성은 반복적이고 예측 가능한 수익 구조로 연결될 수 있는지에 달려 있다. 광고 기반 플랫폼은 추천 및 타게팅 개선을 통해 광고 단가와 전환율을 높일 수 있고, 구독 모델은 AI 기능을 프리미엄 요금제로 묶어 ARPU를 높일 수 있다. 전자상거래 플랫폼은 거래 성사율과 판매자 ROI를 끌어올려 거래 수수료나 마케팅 매출을 확대할 수 있다. 중요한 것은 AI가 매출의 원천과 직접 연결되어야 한다는 점이다.

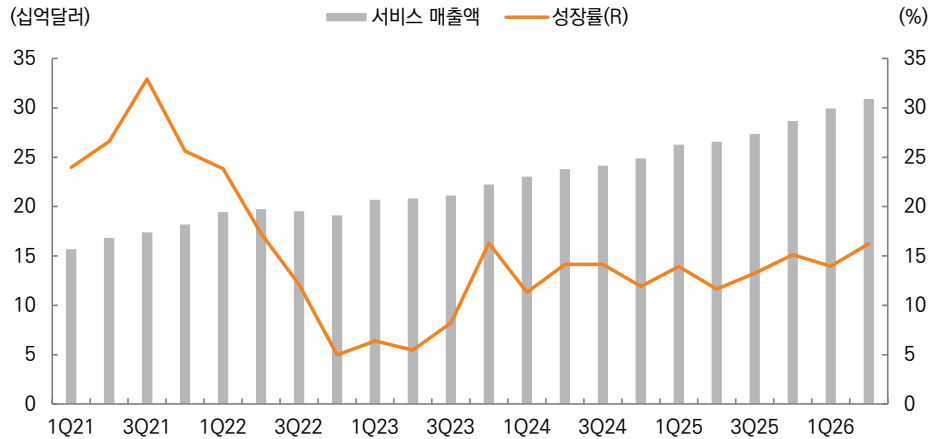
특히 반복 과금 구조는 AI 산업에서 매우 중요하다. 대규모 컴퓨팅 투자와 지속적인 모델 운영 비용을 감안하면, 일회성 판매만으로는 비용 구조를 안정적으로 흡수하기 어렵기 때문이다. 클라우드 기반 과금이나 테슬라의 FSD 구독 모델은 지속적인 현금 흐름을 보장한다. 특히 이러한 모델은 지속적으로 생성되는 데이터와 결합될 때 가치가 극대화되며, 시간이 지날수록 서비스 품질과 수익이 함께 상승하는 구조를 형성한다.

그림 11. 테슬라 FSD 구독



자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 애플 서비스 매출액과 성장률



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

승자는 데이터+유통+수익구조를 동시에 가진 기업이다

종합하면, AI 시대의 승자는 단순히 우수한 모델을 가진 기업이 아니다. 보다 중요한 것은 차별화된 데이터 경쟁력, 강한 유통 및 고객 접점, 그리고 반복적 수익 구조를 동시에 갖춘 기업인가 하는 점이다. 데이터 경쟁력은 서비스의 차별화를 가능하게 하고, 유통과 고객 접점은 이를 빠르게 확산시키며, 수익화 구조는 그 차별화를 실제 현금흐름으로 전환한다. 이 세 가지 요소가 함께 작동할 때에만 AI는 막대한 투자비를 정당화할 수 있는 산업적 가치로 이어진다.

이 관점에서 우리가 선별한 핵심 AI 기업은 아래와 같다.

표 5. 핵심 AI 기업들 비교

기업	핵심 데이터 자산	데이터 유형	배타성 / 재현 난이도	성능 기여도	수익화 연결 방식	종합 평가
알파벳 (구글)	검색 의도 데이터, 유튜브 시청 데이터, 지도·위치 데이터	Network + Flow + Quasi-exclusive	매우 높음. 대규모 검색 쿼리와 클릭 데이터는 동일한 규모와 밀도로 복제하기 어려움	검색 정확도, 광고 타겟팅, 추천 품질 개선에 직접 기여	검색 광고 CTR·전환율 개선, 유튜브 광고 및 클라우드 AI 서비스 확장	의도 데이터 기반 수익화의 대표 사례
메타	소셜 그래프, 사용자 관계·행동 데이터, 콘텐츠 상호작용 데이터	Networked Data	매우 높음. 사용자 수 자체보다 관계망과 상호작용 구조의 복제가 어려움	추천 알고리즘, 피드 랭킹, 광고 정밀도 개선	광고 노출/단기 상승, 체류시간 증가, 인벤토리 가치 상승	네트워크 데이터 해자의 대표
테슬라	차량 플릿 주행 데이터, 센서 데이터, 운전자 행동 데이터	Flow + Exclusive	높음. 실제 차량 fleet 운영 없이는 확보 불가	자율주행 알고리즘, 안전성, 예측 정확도 개선	FSD 옵션 판매, 구독 모델, 차량 차별화	현실 세계 실시간 데이터의 복리 효과
애플	디바이스 기반 건강·생체 데이터, 온디바이스 사용 패턴 데이터	Exclusive + Ecosystem Data	매우 높음. 자사 하드웨어와 OS 생태계 없이는 생성 불가	개인화, 건강 기능, 사용자 경험 정교화에 기여	디바이스 판매 촉진, 서비스 락인, 생태계 ARPU 상승	배타적 디바이스 데이터 기반 락인 구조
알리바바	전자상거래 거래 데이터, 판매자-소비자 상호작용 데이터, 물류 데이터	Flow + Network + Commercial Data	매우 높음. 거래·결제·물류가 통합된 플랫폼 운영 없이는 재현 어려움	추천, 검색, 광고, 판매자 ROI 개선	광고, 판매자 마케팅 툴, 거래 수수료, 클라우드 AI 서비스	상거래 데이터의 수익화 전환력이 가장 높음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 투자전략: 데이터와 수익화 역량을 가진 기업에 집중

글로벌 AI 선도 기업들을 비교하기 위해 우리는 네 가지 핵심 지표를 설정하였다. 이는 기술적 잠재력뿐만 아니라 비즈니스 실행력을 동시에 측정하기 위함이다. 1) 자체 모델 역량 (Model Capability): 자체 파운데이션 모델의 성능 및 최신 기술 트렌드 수용 능력; 2) 독점 데이터(Proprietary Data Advantage): 타사가 접근할 수 없는 독점적인 데이터 자산의 질과 양; 3) 유통/생태계(Distribution/Ecosystem): 전 세계적인 사용자 기반 및 하드웨어/소프트웨어 유통망의 지배력; 4) 수익화 준비도(Monetization Readiness): AI 기술을 실제 매출과 이익으로 전환할 수 있는 비즈니스 모델의 완성도 등이다. 우리가 선별한 핵심 AI 기업들과 주요 지표별 평가결과는 아래 표와 같다.

표 6. AI 기업 평가 프레임워크

기업	자체 모델 역량	독점 데이터	유통/생태계	수익화 준비도
Alphabet (Google)	최상 (Gemini)	최상 (Search/YT)	최상 (Android/Chrome)	최상 (Ads/Cloud)
Meta	상 (Llama)	상 (Social Graph)	최상 (Family Apps)	최상 (Ad efficiency)
Apple	중/상 (Hybrid)	최상 (Health/Private)	최상 (iOS Device)	상 (HW/Services)
Alibaba	최상 (Qwen)	상 (Commerce/B2B)	상 (China Market)	상 (Merchant ROI, Cloud)
Tesla	상 (Vision/Dojo)	상 (FSD/Miles)	상 (Vehicle Fleet)	중/상 (Subscription)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

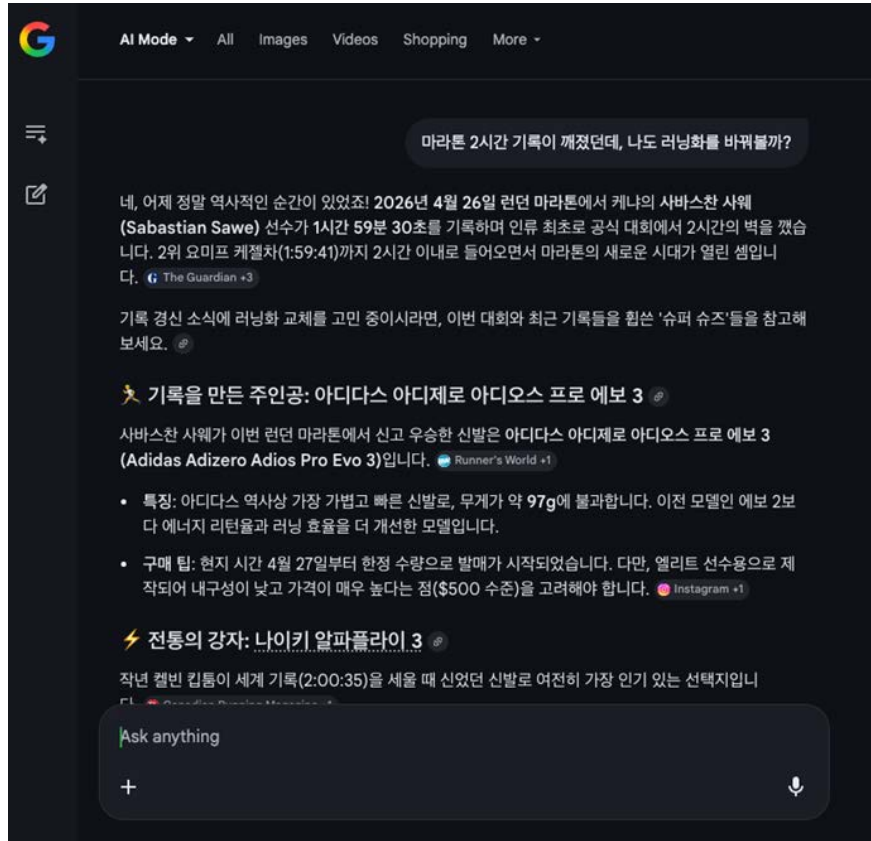
알파벳

구글(알파벳)은 검색, 광고, 클라우드 등 전 사업 영역의 핵심에 자사의 강력한 LLM인 Gemini를 성공적으로 안착시키며, AI 기술을 실질적인 재무 성과로 전환하는 단계에 진입했다. 현재 구글이 보여주는 견조한 성장세는 Gemini 기반의 최상위 모델 역량, 데이터 및 유통 경쟁력 없이는 설명이 불가능하다.

AI Overviews 등 생성형 AI 검색 기능을 사용하는 사용자가 빠르게 늘어나면서 광고주들의 ROI 개선을 견인하고 있다. 구글에 의하면, AI 모드 활용 시 검색의 정확도와 사용자 만족도가 높아지며, 일반 사용자 대비 검색 체류 시간이 약 3배 이상 증가하는 경향을 보이고 있다. 이는 광고 노출 기회의 확대뿐만 아니라 클릭의 질적 향상으로 이어진다. 특히 소매(Retail) 업종 광고주를 중심으로 강력한 수요가 지속되고 있으며, Gemini가 쿼리(Query)의 맥락과 의도를 정교하게 파악함에 따라 검색 광고 매출은 전년 대비 약 13% 이상의 성장을 기록하고 있다. 또한, 비영어권 쿼리에 대한 이해도가 획기적으로 개선되며 글로벌 시장 확장과 광고 타겟팅 정밀도가 동시에 높아졌다.

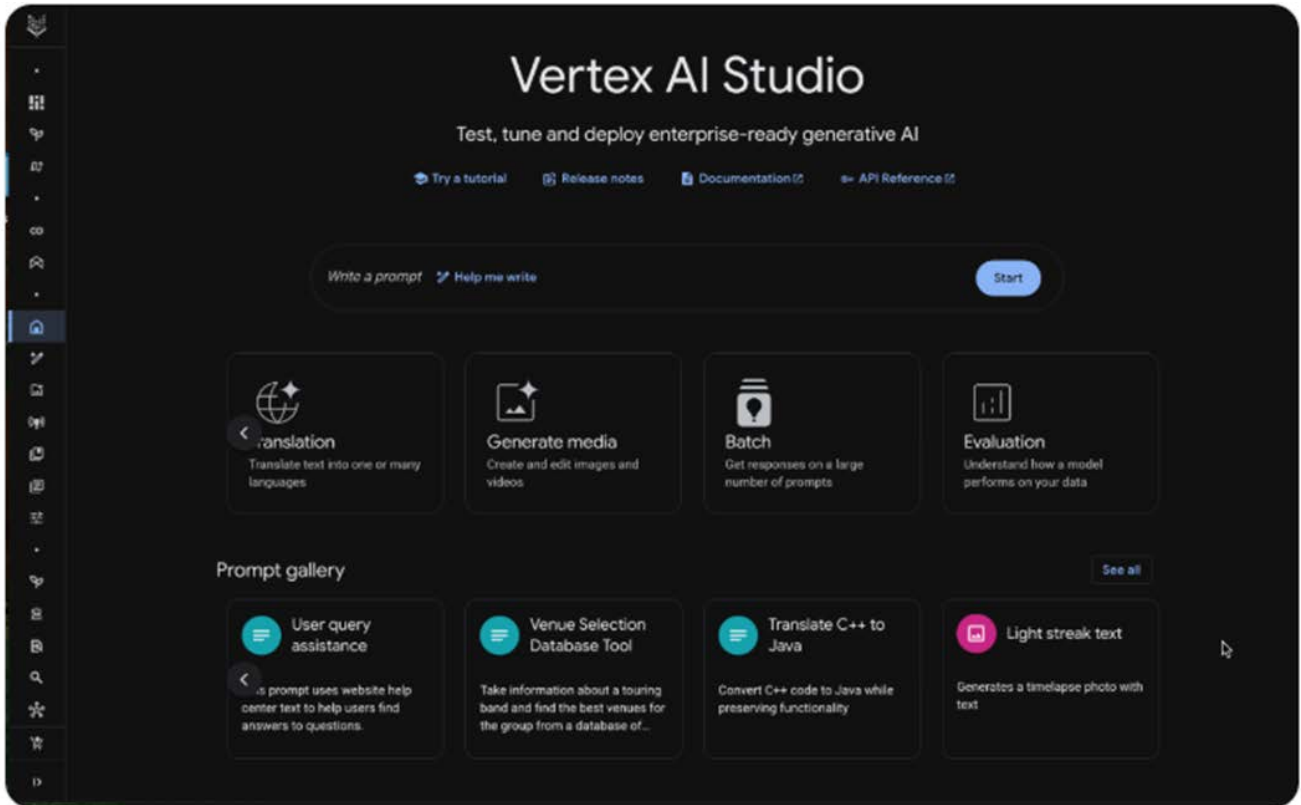
구글 클라우드는 Gemini 등 핵심 모델과 연계된 AI 네이티브 환경(Vertex AI Studio)을 제공하며 엔터프라이즈 시장의 강력한 선택을 받고 있다. 쿠버네티스(Kubernetes), 텐서플로우(TensorFlow), JAX 등 최근의 AI 기술 스택이 가장 원활하게 동작하는 환경이 구글 클라우드다. 구글의 TPU(Tensor Processing Unit)는 Tensor 연산에 특화된 가장 효율적인 하드웨어로 부상하고 있다.

그림 13. 구글 검색창의 AI 모드



자료: Google, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 구글의 Vertex AI Studio 메인창

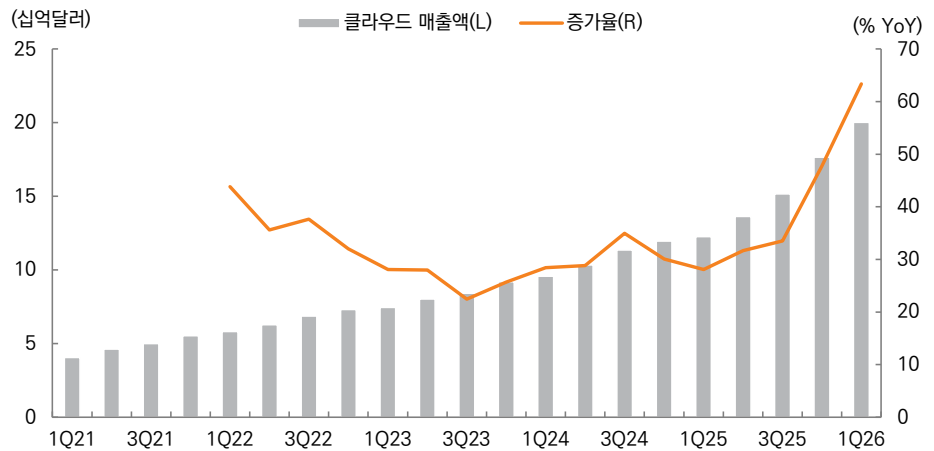


자료: Google cloud, 미래에셋증권 리서치센터

에이전틱 AI가 확산하면서 대형 기업고객과의 계약이 급증하고, 클라우드 수주 잔고 (Backlog)는 2,400억 달러(\$240bn)를 돌파했다고 밝혔다. 이는 전분기 대비 약 55% QoQ 늘어난 수치다. 특히 클라우드 부문의 영업이익률이 30%를 돌파한 점은 고무적이다. 이는 불과 1년 전 약 10%대 초반이었던 수익성이 2배 이상 상승한 것으로, 인프라 투자비를 상쇄할 수 있는 이익 체력을 확보했음을 의미한다.

구글은 대규모 자본 지출(CapEx)을 통해 구축한 AI 인프라를 광고 효율화와 클라우드 마진 개선으로 회수하는 선순환 구조를 완성했다. 향후 CapEx 규모가 더욱 확대되더라도, 이미 확보된 규모의 경제와 AI 서비스의 높은 영업레버리지를 바탕으로 현재의 높은 수익성을 유지할 것으로 보인다.

그림 15. 구글 클라우드 매출액과 성장률



자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

메타 플랫폼스

메타의 경쟁력은 AI 기술력을 넘어 전 세계 35억 명의 연결 구조인 소셜 그래프(Social Graph)라는 독보적 데이터에 있다. 메타는 이 관계 데이터를 AI에 학습시킴으로써 타 플랫폼이 흉내 낼 수 없는 강력한 수익 모델을 구축했다.

메타의 AI는 단순 취향을 넘어 사용자의 사회적 관계망을 분석하여 체류시간의 질을 높인다. 지인의 반응(좋아요, 공유)이 포함된 콘텐츠를 우선 추천하여 신뢰도와 몰입감을 높인다. 사용자는 단순 영상보다 '사회적 맥락'이 있는 콘텐츠에 더 강하게 반응하며, 이는 체류시간의 두 자릿수 성장으로 이어졌다. DAP 35.8억 명이 만들어내는 실시간 관계 신호는 AI가 사용자의 잠재적 수요를 정확히 예측하게 하며, 피드 내 AI 추천 비중을 50% 이상으로 끌어올리는 동력이 되었다.

강력한 AI 역량 덕분에, 일반적인 플랫폼과 달리 메타는 광고 노출량을 늘리면서도 단가를 동시에 높이는 '골디락스' 구간에 진입했다. AI 추천 고도화로 인한 Reels 및 동영상 소비 증가로 광고 노출 증가율은 1Q25 +5%에서 1Q26 +19%(YoY)까지 가파르게 상승했다. 정교한 타겟팅이 광고주 ROI를 극대화하며, 평균 광고 단가 역시 1Q26 기준 12% YoY 상승했다. 과거 광고노출이 늘어나면 단가는 하락하던 모습과 대비된다. 이는 AI가 관계 데이터를 활용해 '구매 전환 가능성이 가장 높은 노드'를 찾아냄으로써 광고주의 지불 의사를 높인 결과다.

그림 16. 메타의 소셜 네트워크



자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

알리바바

올해 3월 알리바바의 마케팅 플랫폼인 알리마마(Alimama)가 발표한 'From blind seeding to precise seeding' (AI로 '정밀 재배'의 시대를 열다) 리포트는 알리바바의 AI 역량을 잘 설명하고 있다.

리포트에 의하면, 내수 부진속에 중국의 이커머스 시장은 트래픽 경쟁에서 벗어나 효율과 확실성을 중시하는 단계로 진입했다. 소비자들의 구매 경로는 갈수록 복잡해지고 파편화되었으며, 브랜드들은 단순히 범위를 넓히는 것만으로는 안정적인 수익을 기대하기 어려워졌다. 이에 알리바바는 단순한 노출(Blind Seeding)이 아닌, AI를 통한 '정밀 재배(Precise Seeding)'를 새로운 성장의 해법으로 제시했다.

알리바바는 자체 LLM인 Qwen을 마케팅 전 과정에 이식했다. Qwen은 단순한 키워드 매칭을 넘어 사용자의 의도(Intent)를 정교하게 파악한다. 또한, 알리바바가 보유한 방대한 상거래 데이터는 AI가 트렌드를 예측하는 강력한 자료가 된다. 또한, 알리바바의 AI는 축적된 데이터를 바탕으로 경쟁사가 선점하지 않은 니치 영역인 '잠재적 트렌드'를 미리 찾아낸다. 기능성 스킨케어 브랜드 'Murad'의 경우, AI 통찰을 통해 일반적인 안티에이징이 아닌 '야외 활동 시 피부 보호'라는 세부 수요를 포착했고, 이를 통해 제품 리뉴얼 출시때 매출을 전년 대비 254% 성장시켰다.

AI는 마케팅의 실행 단계에도 기여하고 있다. 알리바바의 AI 도구는 일반적인 배경 사진을 3D 효과로 자동 변환하며, 이를 통해 단일 상품의 전환율(CVR)을 29% 높이고, 장바구니 담기율을 16% 증가시켰다. 또한, AI 에이전트인 'Xiaowan' 시리즈는 최적의 광고 계획을 생성하고 24시간 자동 최적화 리포트를 출력하여 마케터의 의사결정을 돕고 있다.

2026년 1월 기준, Qwen 모델 시리즈는 허깅페이스(Hugging Face)에서 누적 다운로드 수 7억 회를 돌파했다. 최신 모델인 Qwen 3.5(및 3.6)는 코딩, 수학, 다국어 처리 능력에서 구글의 Gemini 등 글로벌 빅테크 모델과 대등하거나 일부 지표에서 앞서는 성능을 기록하며, 엔터프라이즈급 AI 시장에서의 경쟁력을 입증했다. 강력한 AI 관련 수요에 힘입어 알리바바의 클라우드 부문 매출은 30% 이상의 고성장을 이어갈 것이다.

애플

애플의 AI 전략은 기기 내(On-device)에서 발생하는 독점적이고 프라이빗한 데이터(개인 및 인체 데이터)를 지능화하는 데 방점이 찍혀 있다. 이는 단순한 편의 기능뿐만 아니라 헬스케어와 사용자 경험의 차별화를 통해 애플 생태계의 심리적·물리적 락인을 전례 없는 수준으로 강화하고 있다.

애플은 애플워치와 아이폰을 통해 심박수, 수면 패턴, 혈중 산소도 등 타 플랫폼이 접근할 수 없는 고감도의 개인 건강 데이터를 독점적으로 보유하고 있다. Apple Intelligence는 강력한 보안을 전제로 이 민감한 인체 데이터를 처리한다. 사용자는 자신의 가장 사적인 정보가 외부로 유출되지 않는다는 신뢰를 바탕으로 애플의 AI 기능을 수용하며, 이는 헬스케어 비즈니스의 강력한 진입 장벽이 된다.

그림 17. 애플의 강력한 프라이버시 정책



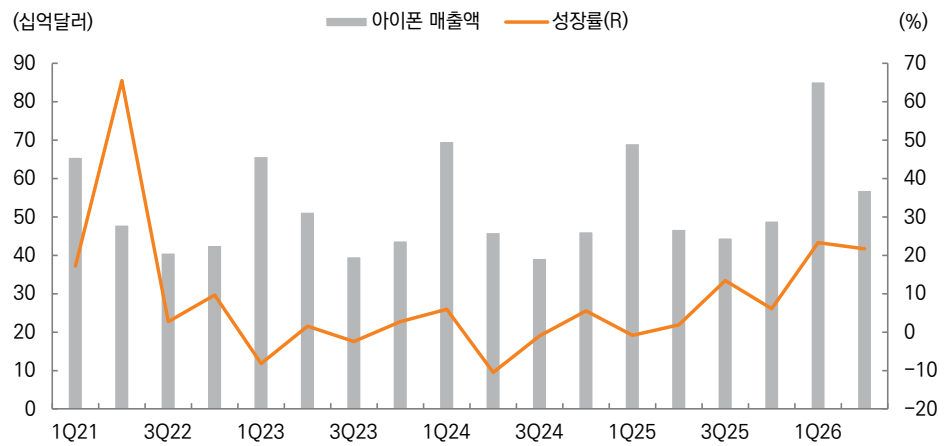
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

건강 데이터가 축적될수록 사용자가 타 플랫폼으로 이탈할 때 발생하는 '데이터 단절 비용'이 커진다. 즉, 인체 데이터는 AI와 결합하여 애플 생태계를 벗어날 수 없게 만드는 가장 강력한 '고착 성분'으로 작용한다.

애플의 AI 기능은 단순한 소프트웨어 업데이트를 넘어, 하드웨어 교체 주기와 수익성을 방어하는 결정적 요인이다. Apple Intelligence가 최신 모델(iPhone 15 Pro 이상)만 지원함에 따라 고성능 기기로의 업그레이드 수요가 지속되고 있다. 실제로 2025년 3월 조사에 따르면, AI 기능에 대한 사용자 평균 지불의향은 월 \$9.11(연간 약 \$109)로 프리미엄 모델에 대한 관대한 가격 수용성을 입증했다. 이에 힘입어 FY26 1분기 아이폰 매출은 사상 최대치를 기록했다.

애플에 있어 AI는 독립적인 상품이 아니라, 독점적 개인/인체 데이터 → 맞춤형 헬스케어 / AI 기능 → 생태계 고착화 → 프리미엄 기기 교체 및 ASP 상승으로 이어지는 선순환 구조의 연결 고리다. 애플은 AI를 통해 단순한 하드웨어 제조사를 넘어 사용자의 삶과 건강을 관리하는 대체 불가능한 '라이프 플랫폼'으로서의 지위를 공고히 하고 있다.

그림 18. 애플 아이폰 매출액



자료: 애플, 미래셋증권 리서치센터

테슬라

테슬라의 본질은 전기차를 넘어 리얼 월드(Real-world) AI 기업으로 진화하는 데 있다. 테슬라는 도로 위에서 발생하는 방대한 주행 데이터를 학습한 FSD(Full Self-Driving)를 통해, 자동차를 지속적으로 수익을 창출하는 소프트웨어 플랫폼으로 재정의하고 있다.

테슬라의 경쟁 우위는 전 세계 도로를 누비는 수백만 대의 차량으로부터 실시간으로 수집되는 '실제 주행 데이터'에서 나온다. 누적 주행 거리가 기하급수적으로 늘어남에 따라 FSD V12 이후 모델은 인간의 개입이 거의 없는 고도화된 판단 능력을 보여주고 있으며, 이는 경쟁사들이 수년 내에 따라잡기 힘든 강력한 진입 장벽이다. 하드웨어와 소프트웨어를 동시에 설계하는 수직 계열화를 통해, AI 칩(HW 4.0/5.0)이 주행 데이터를 효율적으로 처리하도록 최적화되어 있다.

AI 기능은 테슬라의 수익 구조를 근본적으로 바꾸고 있다. 2026년 1분기 기준 FSD 구독자 수는 약 123만 명에 달했으며, 이는 전년 대비 51% 증가한 수치다. 테슬라가 FSD 구매 가격을 낮추고 월 구독료(\$99) 중심의 정책을 펼치는 것은, 일회성 매출보다 '평생 고객 가치(LTV)'를 극대화하려는 전략이다. FSD를 통해 검증된 AI 기술은 로보택시와 휴머노이드 로봇(Optimus)으로 전이되어, 테슬라를 단순 오토모티브 기업에서 AI 로보틱스 기업으로 확장시키는 토대가 된다. 강력한 FSD 매출 성장으로 테슬라의 서비스 및 기타부문 매출은 연평균 12% 성장할 것으로 예상된다. 또한 높은 수익성으로 GP 마진은 '28년 33% 수준까지 상승할 것으로 예상된다 (1Q26 19.4%).

Global Company Analysis

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	USD 500
현재주가(26/5/13)	USD 402.62
상승여력	24.2%

나스닥 종합(p)	26,402.34
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	0.3

시가총액(십억USD)	2,681.45
시가총액(조원)	3,980.08
상장주식수(백만주)	6,660.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	9,485.62
52주 최저가(USD)	159.53
52주 최고가(USD)	402.62

(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.3	44.5	152.4
상대주가	10.0	25.2	81.7



[글로벌 AI]

권영배, CFA

yb.kwon@miraesasset.com

알파벳

독보적인 AI 승자

플스택 AI

알파벳(구글)은 최고의 AI 경쟁력을 갖추며 검색 및 광고, 클라우드 등 전 사업 영역에 시가 녹아있다. 우리의 프레임워크의 기준(모델 경쟁력, 데이터 네트워크, 수익화 능력 등)에 가장 완벽하게 부합한다. 자체 AI 모델인 Gemini의 최상위 경쟁력과, 이를 더 강화할 수 있는 데이터 네트워크, 수십억의 고객 접점과 수익화 능력 등 알파벳은 AI 투자 포트폴리오의 핵심 기업이다.

AI 네이티브의 실력

구글 클라우드는 Gemini 모델 기반의 AI 네이티브 환경을 제공하며 기업고객 시장에서 독보적인 선택을 받고 있다. 1Q26 클라우드 부문 매출은 전년대비 63% 급증해 경쟁사(마이크로소프트 +30%, 아마존 +28%)들을 압도했다. 대형 기업들의 AI 파트너로 구글이 선택되면서 장기적인 반복 매출의 기반이 되고 있다. 우리는 구글 클라우드 부문 매출이 50~60%의 고성장을 이어갈 것으로 전망한다.

대규모 투자를 압도하는 이익 체력

알파벳은 연간 \$180B 이상의 막대한 투자를 단행하며, AI 인프라 장악력을 높여갈 것이다. 일부에서는 과도한 투자에 대한 우려가 있으나, 소프트웨어(Tensorflow)와 하드웨어(TPU)의 수직 계열화를 통해 인프라 효율성을 극대화하고 있다. 클라우드 매출 중심으로 이익화가 이미 잘 되고 있어 투자가 곧바로 이익으로 직결되는 선순환 구조를 갖추었다. 우리의 분석에 의하면, 늘어난 투자비도 향후 3년 평균 EBITDA의 74% 수준으로 부담스럽지 않다.

투자 의견 매수, 글로벌 AI 최선호주

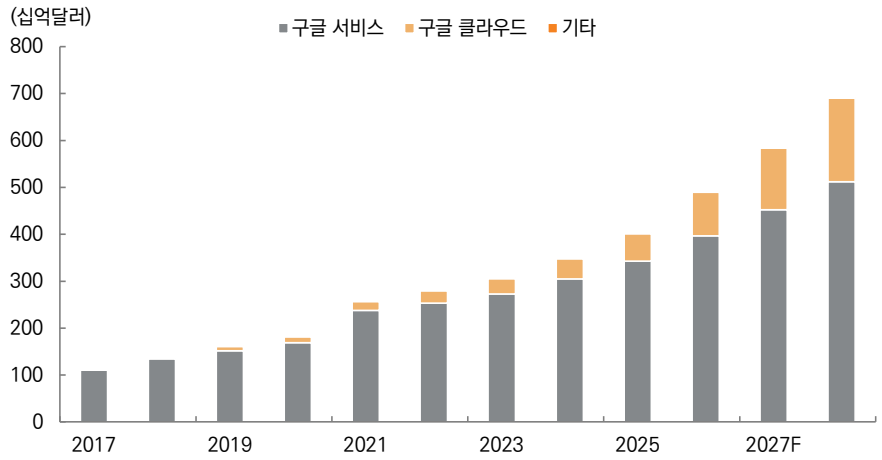
알파벳에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 \$500을 제시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS(\$14.2) 대비 35배에 해당하는데, AI 산업의 성장성과 동사의 중요성을 감안하면 무리없다. 향후 3년간 클라우드 중심으로 총매출은 연평균(CAGR) 19.7% 성장하고, EPS는 연평균 17.5% 성장할 전망이다. AI의 본격적인 확산과 빠른 실적 성장을 감안하면, 알파벳의 밸류에이션 상단은 열려있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억달러)	350.0	402.8	490.5	585.1	691.2
영업이익 (십억달러)	112.4	129.0	179.2	212.2	246.8
영업이익률 (%)	32.1	32.0	36.5	36.3	35.7
순이익 (십억달러)	100.1	132.2	158.3	185.7	214.3
EPS (달러)	8.0	10.8	13.0	15.3	17.9
ROE (%)	30.8	31.8	30.0	28.0	26.0
P/E (배)	18.1	22.8	31.0	26.2	22.6
P/B (배)	4.4	6.1	9.3	7.3	5.9

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

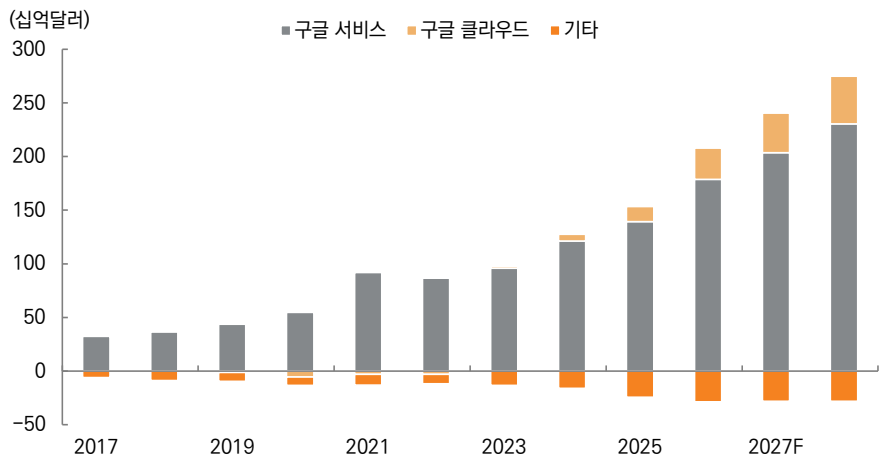
자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 알파벳 부문별 매출액



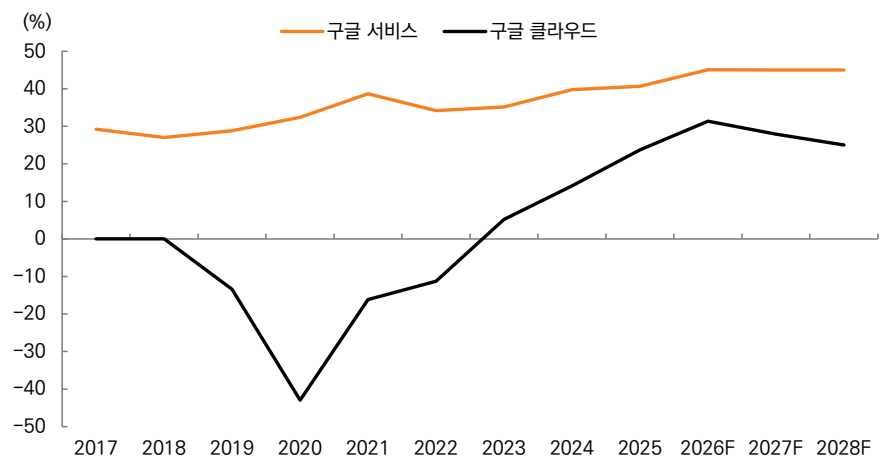
자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 알파벳 부문별 영업이익



자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 알파벳 부문별 영업이익률



자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 목표주가 산출

(\$, %, 배)

구분	값
12M Fwd EPS	14.2
목표 PER	35
적정주가	495.62
목표주가	500.00
현재주가	402.62
상승여력	24.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 분기별 실적 추정

(십억달러, %)

		1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	
매출액	계	109,896	117,780	124,925	137,854	132,051	140,353	149,048	163,613	402,836	490,456	585,066	
		89,637	95,721	101,226	110,234	102,780	109,139	115,482	125,040	342,721	396,818	452,441	
	구글 서비스	구글 광고	77,253	82,838	86,426	94,619	88,538	94,323	98,462	107,083	294,691	341,135	388,406
		검색 및 기타	60,399	64,757	67,880	74,426	70,667	75,118	78,741	85,590	224,532	267,463	310,116
		유튜브 광고	9,883	10,874	11,338	12,521	10,970	12,070	12,586	13,899	40,367	44,616	49,524
		구글 네트워크	6,971	7,207	7,207	7,671	6,901	7,135	7,135	7,595	29,792	29,056	28,766
		구글 기타	12,384	12,883	14,801	15,615	14,242	14,816	17,021	17,957	48,030	55,683	64,035
	구글 클라우드	20,028	21,798	23,493	27,379	29,041	30,954	33,361	38,331	58,705	92,699	131,686	
	기타	231	261	206	242	231	261	206	242	1,410	939	939	
	영업이익	계	39,696	42,220	46,670	50,571	47,743	49,949	55,143	59,369	129,039	179,157	212,205
구글 서비스		40,589	43,074	45,552	49,605	46,251	49,112	51,967	56,268	139,404	178,820	203,599	
구글 클라우드		6,598	6,975	7,283	8,214	8,422	8,667	9,341	10,349	13,910	29,070	36,779	
기타		-7,491	-7,830	-6,165	-7,248	-6,930	-7,830	-6,165	-7,248	-24,275	-28,734	-28,173	
영업이익률	계	36.1	35.8	37.4	36.7	36.2	35.6	37.0	36.3	32.0	36.5	36.3	
	구글 서비스	45.3	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	40.7	45.1	45.0	
	구글 클라우드	32.9	32.0	31.0	30.0	29.0	28.0	28.0	27.0	23.7	31.4	27.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 알파벳 피어테이블

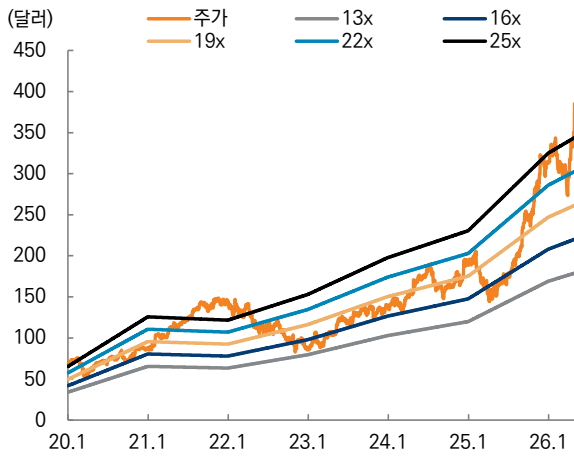
(십억달러, 달러, %, 배)

종목명	시가총액	매출액			영업이익			지배순이익			12MF PER			EPS			주가수익률			
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	1W	1M	6M	1Y
알파벳	4,857	403	491	585	129	179	212	132	186	214	43.7	31.0	26.2	10.9	13.0	15.3	1.2	20.9	45.9	144.3
애플	4,390	416	476	516	133	155	166	112	128	138	40.1	34.3	31.1	7.4	8.7	9.6	4.1	15.6	9.9	41.3
마이크로소프트	3,010	282	329	383	129	153	179	102	129	144	29.6	23.8	20.9	13.4	17.0	19.4	-3.7	3.1	-20.2	-9.9
아마존	2,906	717	825	933	80	104	131	78	93	109	38.6	26.2	23.1	8.8	10.3	11.7	-0.4	8.5	15.1	28.5
메타	1,565	201	255	311	83	102	120	61	84	97	21.0	18.7	15.8	23.5	32.9	39.0	0.0	-6.9	1.3	-6.2
오라클	546	57	67	89	18	29	35	12	17	19	42.9	25.4	23.6	6.0	7.5	8.0	-2.5	16.4	-14.3	17.6
텐센트	539	105	122	135	34	40	45	31	36	40	17.4	13.2	11.8	4.1	4.5	5.0	-3.1	-6.2	-27.8	-10.4
서비스나우	90	13	16	19	2	5	6	2	2	3	46.6	20.9	17.3	3.5	4.2	5.0	-7.0	-0.8	-48.8	-57.6
바이두	51	18	19	20	-1	2	3	1	2	2	22.7	18.8	16.2	7.5	8.0	9.3	7.6	27.3	29.7	62.7
레딧	30	2	3	4	0	1	2	1	1	1	58.8	26.9	20.7	4.4	5.7	7.4	-6.0	-0.3	-20.3	23.0
핀터레스트	11	4	5	5	0	1	2	0	0	1	31.7	10.0	8.6	1.7	1.9	2.2	-10.2	3.5	-27.3	-41.2
스냅	9	6	7	7	-1	1	1	0	0	0	-	9.6	7.8	0.3	0.6	0.7	-6.2	0.2	-34.5	-37.9

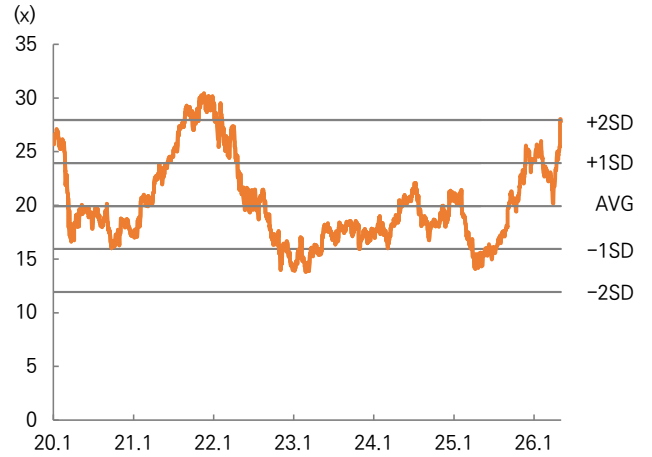
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 알파벳 P/E 밴드차트

그림 23. 알파벳 P/E SD



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

알파벳 (GOOGL US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	402,836	490,456	585,066	691,169
매출원가	162,535	172,008	203,192	243,971
매출총이익	240,301	318,448	381,874	447,198
영업비용	111,262	139,291	169,669	200,439
영업이익	129,039	179,157	212,205	246,759
비영업손익	29,787	10,163	9,877	9,600
세전사업손익	158,826	189,319	222,082	256,359
법인세비용	26,656	31,048	36,421	42,043
당기순이익	132,170	158,271	185,660	214,316
비배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	132,170	158,271	185,660	214,316

Growth & Margins (%)

매출액증가율	15.1%	21.8%	19.3%	18.1%
매출총이익증가율	18.0%	32.5%	19.9%	17.1%
영업이익증가율	14.8%	38.8%	18.4%	16.3%
지배주주순이익증가율	32.0%	19.7%	17.3%	15.4%
매출총이익률	59.7%	64.9%	65.3%	64.7%
영업이익률	32.0%	36.5%	36.3%	35.7%
지배주주순이익률	32.8%	32.3%	31.7%	31.0%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	164,713	202,804	247,329	296,718
당기순이익(지배주주지분)	132,170	158,271	185,660	214,316
비현금수익비용가감(감가상각비)	21,136	33,053	52,928	72,928
운전자본변동	5,160	-83	-165	-760
기타영업활동	6,247	11,563	8,905	10,234
투자활동 현금흐름	-120,291	-193,674	-212,000	-212,000
자본적지출	-91,447	-180,674	-200,000	-200,000
장기금융자산의 증가(감소)	-4,349	-6,000	-5,000	-5,000
기타투자활동	-24,495	-7,000	-7,000	-7,000
재무활동 현금흐름	-27,339	-39,654	-46,132	-51,863
장단기금융부채의 증가(감소)	50,397	12,000	11,000	11,000
자본의 증가(감소)	-45,709	-31,654	-37,132	-42,863
배당금의 지급	-10,049	-10,728	-10,652	-10,564
기타재무활동	-32,027	-20,000	-20,000	-20,000
FX rate effect	208	0	0	0
현금의 증가	17,291	-30,525	-10,803	32,855
기초현금	95,657	126,843	96,318	85,515
기말현금	126,843	96,318	85,515	118,370

자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	206,038	192,739	200,535	254,249
현금 및 현금성 자산	126,843	96,318	85,515	118,370
매출채권 및 기타채권	62,886	76,564	91,334	107,897
기타유동자산	16,309	19,856	23,687	27,982
비유동자산	389,243	577,237	765,735	931,215
유형자산	261,818	426,812	592,810	735,790
장기투자자산	68,687	91,687	114,187	136,687
기타비유동자산	58,738	58,738	58,738	58,738
자산총계	595,281	769,976	966,271	1,185,465
유동부채	102,745	110,733	131,446	158,224
매입채무 및 기타채무	96,167	101,772	120,223	144,350
단기금융부채	0	2,000	3,000	4,000
기타유동부채	6,578	6,961	8,223	9,874
비유동부채	77,271	132,000	170,883	201,789
장기금융부채	59,291	74,291	89,291	104,291
기타비유동부채	17,980	57,709	81,592	97,498
부채총계	180,016	242,733	302,329	360,012
자본금	12.21	12.21	12.21	12.21
자본잉여금	93,114	78,630	66,801	56,859
이익잉여금	324,055	450,672	599,200	770,653
기타포괄손익누계액	-1,916	-1,916	-1,916	-1,916
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	415,265	527,398	664,097	825,608
부채 및 자본총계	595,281	770,131	966,426	1,185,620

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	22.8	31.0	26.2	22.6
P/B (배)	6.1	9.3	7.3	5.9
EV/EBITDA (배)	25.2	23.0	18.4	15.1
EPS (USD)	10.8	13.0	15.3	17.9
BPS (USD)	34.0	43.3	54.9	68.8
매출채권회전율 (회)	6.4	6.4	6.4	6.4
재고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무회전율 (회)	4.2	4.8	4.9	4.8
ROA (%)	22.2	20.6	19.2	18.1
ROE (%)	31.8	30.0	28.0	26.0
ROIC (%)	44.8	36.9	31.2	29.3
부채비율 (%)	43.3	46.0	45.5	43.6
유동비율 (%)	200.5	174.1	152.6	160.7
순부채비율 (%)	-16.3	-3.8	1.0	-1.2

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	USD 760
현재주가(26/5/13)	USD 616.63
상승여력	23.3%

나스닥 종합(p)	26,402.34
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	0.3

시가총액(십억USD)	1,565.27
시가총액(조원)	2,323.33
상장주식수(백만주)	2,538.4
60일 평균 거래대금(백만USD)	9,591.91
52주 최저가(USD)	525.72
52주 최고가(USD)	790.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.8	1.1	-6.0
상대주가	-14.7	-12.4	-32.3



[글로벌 AI]

권영배, CFA

yb.kwon@miraeeasset.com

메타 플랫폼스

AI 광고 골디락스

소셜데이터로 완성한 AI

메타의 핵심 AI 경쟁력은 36억 명의 연결망인 소셜그래프(Social Graph)라는 독점적인 데이터 자산에 있다. 메타는 페이스북, 인스타그램 등 핵심 앱(Apps) 사용자의 취향과 지인들의 반응, 사회적 맥락 등을 AI에 학습시켜 체류시간의 질적, 양적 성장을 동시에 달성했다. 이는 단순 콘텐츠 소비를 넘어 사회적 네트워크를 학습한 메타의 AI가 타 플랫폼은 복제할 수 없는 강력한 진입 장벽을 구축했음을 의미한다.

광고 단가와 노출이 동시에 상승하는 '골디락스'

광고 노출이 늘어나면 단가는 내려가는 게 광고업계의 정설이다. 메타는 AI 기술력을 바탕으로 이걸 깨버렸다. AI 추천 고도화로 광고 노출 증가율은 1Q25 5%에서 1Q26 19%로 가파르게 상승했는데, 같은기간 광고 단가 역시 12% 상승하는 기염을 토했다. AI의 소셜데이터 분석에 기반해 구매 전환 가능성이 가늠 높은 노드를 공략했기에 가능했다.

데이터 선순환과 고마진 수익모델

메타는 소셜 데이터와 AI 추천에 기반해 광고주 ROI를 개선시키며 완벽한 선순환 이익 구조를 증명했다. 메타에게 AI 투자는 비용 센터가 아니라, 수익 엔진이다. 우리의 분석에 의하면, 메타의 26F 예상 EBITDA는 \$131B에 달할 전망이다. 예상 투자비 \$125B~\$145B를 감안하면, 재무적 부담은 단기에 그칠 것이다.

투자 의견 매수, 목표주가 \$760

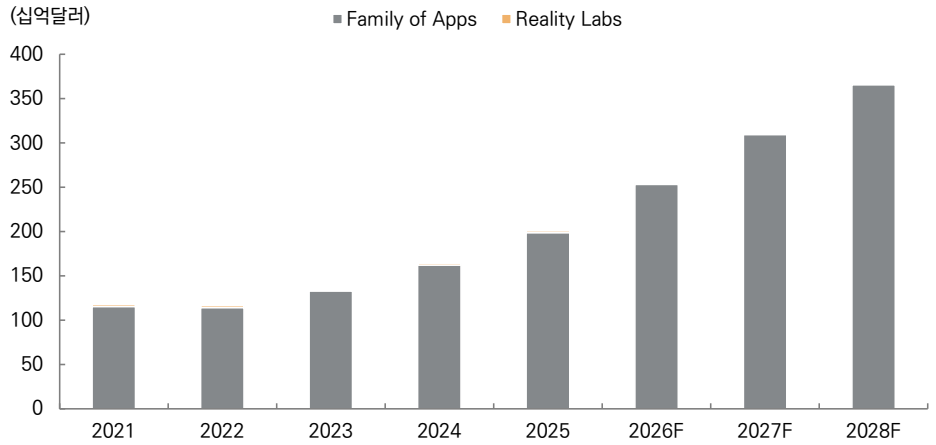
메타에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 \$760을 제시한다. 우리의 목표주가는 12M Fwd EPS(\$36.0) 대비 21배 수준으로, 향후 3년간 연평균(CAGR) EPS 증가율 25.4%를 감안하면 부담 없다. 메타의 AI 역량과 독보적인 데이터 자산 가치, 무엇보다 검증된 수익화 능력을 바탕으로 밸류에이션의 지속적인 상승이 예상된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억USD)	164.5	201.0	255.1	311.2	367.3
영업이익 (십억USD)	69.4	83.3	102.4	119.7	139.6
영업이익률 (%)	42.2	41.4	40.1	38.5	38.0
순이익 (십억USD)	62.4	60.5	83.7	97.1	112.7
EPS (USD)	23.9	23.5	32.9	39.0	46.3
ROE (%)	34.1	27.8	31.3	29.4	27.9
P/E (배)	12.0	20.7	18.7	15.8	13.3
P/B (배)	2.5	5.9	5.9	4.6	3.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

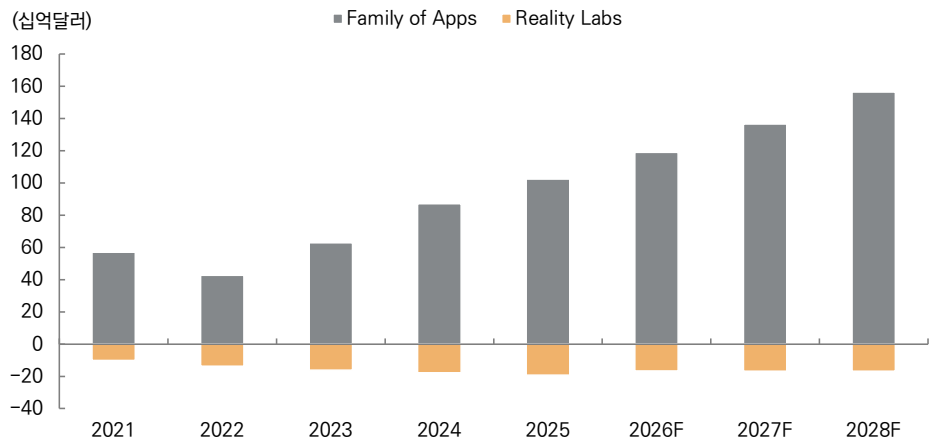
자료: 메타 플랫폼스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 부문별 매출액



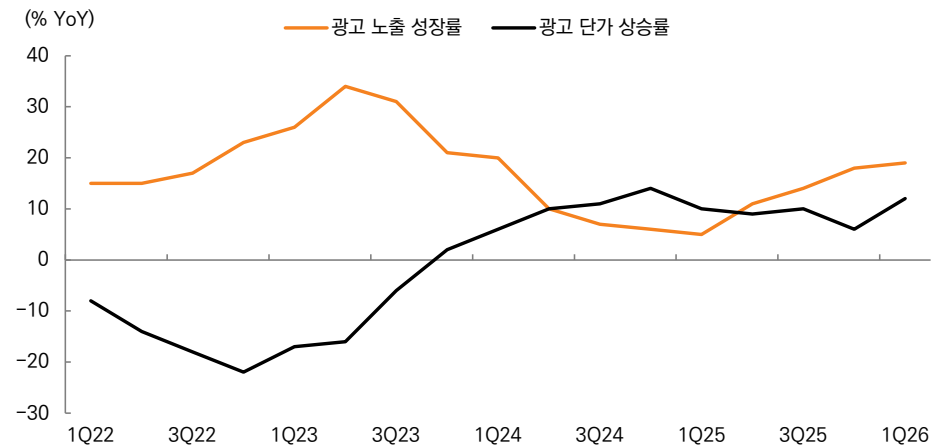
자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 부문별 영업이익



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 광고 노출 및 단가 성장률



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 목표주가 산출

(\$, 배, %)

구분	값
12M Fwd EPS	36.0
26년 목표 PER	21
적정주가	755.57
목표주가	760
현재주가	616.6
상승여력	23.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 분기별 실적 추정

(십억달러)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	
Total	56,311	60,933	64,107	73,771	68,680	74,325	78,210	90,016	200,965	255,122	311,231	
매출액	Family of Apps	55,909	60,533	63,707	73,371	68,280	73,925	77,810	89,616	198,758	253,520	309,631
	Advertising	55,024	59,601	62,603	72,090	67,129	72,713	76,375	87,950	196,174	249,317	304,167
	Others	885	933	1,104	1,282	1,151	1,213	1,435	1,666	2,584	4,203	5,464
	Reality Labs	402	400	400	400	400	400	400	400	2,137	1,602	1,600
Total	22,872	24,373	25,643	29,509	26,785	28,987	29,720	34,206	83,276	102,397	119,698	
영업이익	Family of Apps	26,900	28,573	29,843	33,709	30,985	33,187	33,920	38,406	102,469	119,025	136,498
	Reality Labs	-4,028	-4,200	-4,200	-4,200	-4,200	-4,200	-4,200	-4,200	-19,193	-16,628	-16,800
Total	40.6	40.0	40.0	40.0	39.0	39.0	38.0	38.0	41.4	40.1	38.5	
영업이익률	Family of Apps	48.1	47.2	46.8	45.9	45.4	44.9	43.6	42.9	51.6	46.9	44.1
	Reality Labs	-10,019.9	-1,050.0	-1,050.0	-1,050.0	-10,500.0	-1,050.0	-1,050.0	-1,050.0	-898.1	-1038.0	-1050.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 메타 피어 테이블

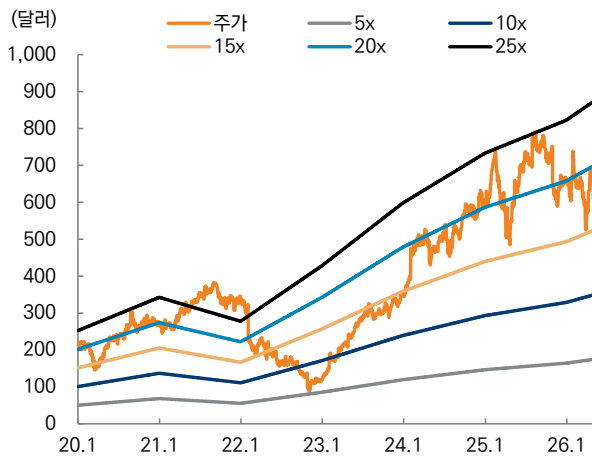
(십억달러, 달러, %, 배)

종목명	시가총액	매출액			영업이익			지배순이익			12MF PER			EPS			주가수익률			
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	1W	1M	6M	1Y
메타	1,565	201	255	311	83	102	120	61	84	97	21.0	18.7	15.8	23.5	32.9	39.0	0.0	-6.9	1.3	-6.2
알파벳	4,857	403	491	585	129	179	212	132	186	214	43.7	31.0	26.2	10.9	13.0	15.3	1.2	20.9	45.9	144.3
애플	4,390	416	476	516	133	155	166	112	128	138	40.1	34.3	31.1	7.4	8.7	9.6	4.1	15.6	9.9	41.3
마이크로소프트	3,010	282	329	383	129	153	179	102	129	144	29.6	23.8	20.9	13.4	17.0	19.4	-3.7	3.1	-20.2	-9.9
아마존	2,906	717	825	933	80	104	131	78	93	109	38.6	26.2	23.1	8.8	10.3	11.7	-0.4	8.5	15.1	28.5
텐센트	539	105	122	135	34	40	45	31	36	40	17.4	13.2	11.8	4.1	4.5	5.0	-3.1	-6.2	-27.8	-10.4
레딧	30	2	3	4	0	1	2	1	1	1	58.8	26.9	20.7	4.4	5.7	7.4	-6.0	-0.3	-20.3	23.0
핀터레스트	11	4	5	5	0	1	2	0	0	1	31.7	10.0	8.6	1.7	1.9	2.2	-10.2	3.5	-27.3	-41.2
스냅	9	6	7	7	-1	1	1	0	0	0	-	9.6	7.8	0.3	0.6	0.7	-6.2	0.2	-34.5	-37.9

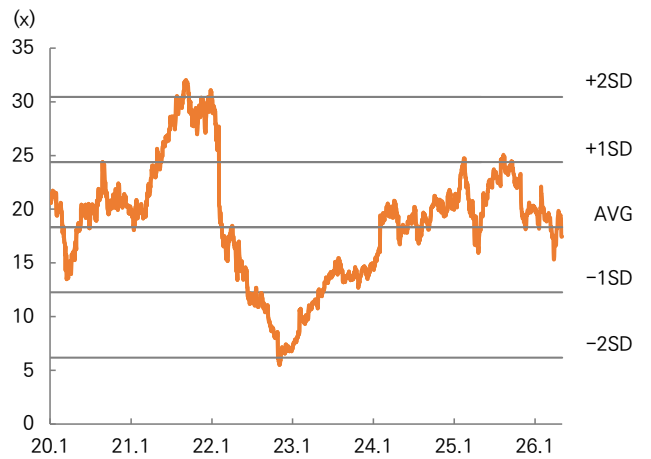
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 메타 P/E 밴드차트

그림 28. 메타 P/E SD



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

메타 플랫폼스 (META US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	200,965	255,122	311,231	367,347
매출원가	36,174	46,004	60,816	73,469
매출총이익	164,791	209,118	250,415	293,878
영업비용	81,515	106,722	130,717	154,286
영업이익	83,276	102,397	119,698	139,592
비영업손익	2,656	-2,703	-4,066	-5,426
세전사업손익	85,932	99,694	115,632	134,166
법인세비용	25,474	15,951	18,501	21,467
당기순이익	60,458	83,743	97,131	112,700
비배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	60,458	83,743	97,131	112,700

Growth & Margins (%)

매출액증가율	22.2%	26.9%	22.0%	18.0%
매출총이익증가율	22.7%	26.9%	19.7%	17.4%
영업이익증가율	20.0%	23.0%	16.9%	16.6%
지배주주순이익증가율	-3.1%	38.5%	16.0%	16.0%
매출총이익률	82.0%	82.0%	80.5%	80.0%
영업이익률	41.4%	40.1%	38.5%	38.0%
지배주주순이익률	30.1%	32.8%	31.2%	30.7%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	115,800	127,758	166,027	198,292
당기순이익(지배주주지분)	60,458	83,743	97,131	112,700
비현금수익비용가감(감가상각비)	18,616	30,559	50,246	69,309
운전자본변동	2,367	3,456	8,650	6,284
기타영업활동	34,359	10,000	10,000	10,000
투자활동 현금흐름	-102,003	-139,840	-170,000	-155,000
자본적지출	-69,691	-129,840	-160,000	-145,000
장기금융자산의 증가(감소)	2,554	0	0	0
재무활동 현금흐름	-20,370	657	29	-15,285
장단기금융부채의 증가(감소)	27,382	40,000	40,000	30,000
자본의 증가(감소)	-26,248	-33,497	-33,996	-39,445
배당금의 지급	-5,324	-5,846	-5,976	-5,840
FX rate effect	235	0	0	0
현금의 증가	-6,338	-11,426	-3,944	28,008
기초현금	77,815	81,592	70,166	66,222
기말현금	71,477	70,166	66,222	94,230

자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	108,722	104,608	108,238	143,821
현금 및 현금성 자산	81,592	70,166	66,222	94,230
매출채권 및 기타채권	19,769	25,096	30,616	36,136
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	7,361	9,345	11,400	13,455
비유동자산	257,299	356,581	466,335	542,026
유형자산	196,804	296,086	405,840	481,531
장기투자자산	27,524	27,524	27,524	27,524
기타비유동자산	32,971	32,971	32,971	32,971
자산총계	366,021	461,188	574,572	685,847
유동부채	41,836	52,408	68,633	82,492
매입채무 및 기타채무	39,623	50,390	66,615	80,474
단기금융부채	2,213	2,018	2,018	2,018
기타유동부채	0	0	0	0
비유동부채	106,942	141,291	175,315	199,476
장기금융부채	81,684	112,056	162,056	192,056
기타비유동부채	25,258	29,235	13,259	7,420
부채총계	148,778	193,699	243,948	281,968
자본금	0.02	0.02	0.02	0.02
자본잉여금	95,793	95,793	95,793	95,793
이익잉여금	121,179	171,425	234,560	307,815
기타포괄손익누계액	271	271	271	271
비배주주지분	0	0	0	0
자본총계	217,243	267,489	330,624	403,879

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	20.7	18.7	15.8	13.3
P/B (배)	5.9	5.9	4.6	3.7
EV/EBITDA (배)	16.4	12.9	10.4	8.5
EPS (USD)	23.5	32.9	39.0	46.3
BPS (USD)	84.4	105.2	132.8	166.0
매출채권회전율 (회)	10.2	10.2	10.2	10.2
재고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무회전율 (회)	5.1	5.1	4.7	4.6
ROA (%)	16.5	18.2	16.9	16.4
ROE (%)	27.8	31.3	29.4	27.9
ROIC (%)	32.7	31.9	27.4	27.0
부채비율 (%)	68.5	72.4	73.8	69.8
유동비율 (%)	259.9	199.6	157.7	174.3
순부채비율 (%)	1.1	16.4	29.6	24.7

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	HKD 175
현재주가(26/5/13)	HKD 132.80
상승여력	31.8%

항생 종합(p)	26,388.44
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억HKD)	2,548.75
시가총액(조원)	483.24
상장주식수(백만주)	19,192.4
60일 평균 거래대금(십억HKD)	11.13
52주 최저가(HKD)	102.90
52주 최고가(HKD)	185.10

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.8	-18.0	6.1
상대주가	4.8	-15.9	-7.0



[글로벌 AI]

권영배, CFA

yb.kwon@miraeasset.com

알리바바

중국 AI 핵심주

최상위권 Qwen 모델 경쟁력

알리바바의 자체 LLM인 Qwen은 누적다운로드 7억회를 넘어서며 글로벌 표준 중 하나로 자리잡았다. 코딩, 수학, 다국어 처리 등 핵심지표에서 구글 Gemini와 대등한 성능을 기록하고 있다. Qwen 모델 경쟁력은 알리바바 이커머스 내에 깊숙히 이식되어 구매 전환율 향상, AI 에이전트를 통한 광고 최적화를 견인하고 있다.

상거래 데이터 기반 수익 창출력

알리바바의 AI는 방대한 자체 상거래 데이터를 학습해 이커머스의 본질적인 효율성을 극대화하고 있다. 마케팅 플랫폼 '알리마마'는 단순 노출을 넘어 사용자 의도를 정교하게 공략한다. 또한 트렌드 변화를 선제적으로 포착해 판매자의 매출 성장으로 이끌고 있다. 알리바바가 보유한 상거래 데이터와 셀러 기반이 AI와 결합해 즉각적인 매출 전환을 일으키는 자산이 되고 있다.

클라우드와 AI의 결합

알리바바의 자체 모델 역량은 클라우드의 강력한 성장 동력이 되고 있다. 엔터프라이즈급 AI 수요가 급증하면서 알리바바 클라우드 부문 매출은 YoY 40% 이상의 고 성장을 지속할 것으로 전망된다. 이는 회사 전체의 수익구조를 단순 커머스에서 AI 플랫폼으로 재편해가고 있다. 클라우드 부문의 빠른 성장과 안정적인 이익률은 이커머스 부문의 이익 변동성을 상쇄해갈 것이다.

투자 의견 매수, 목표주가 HKD175

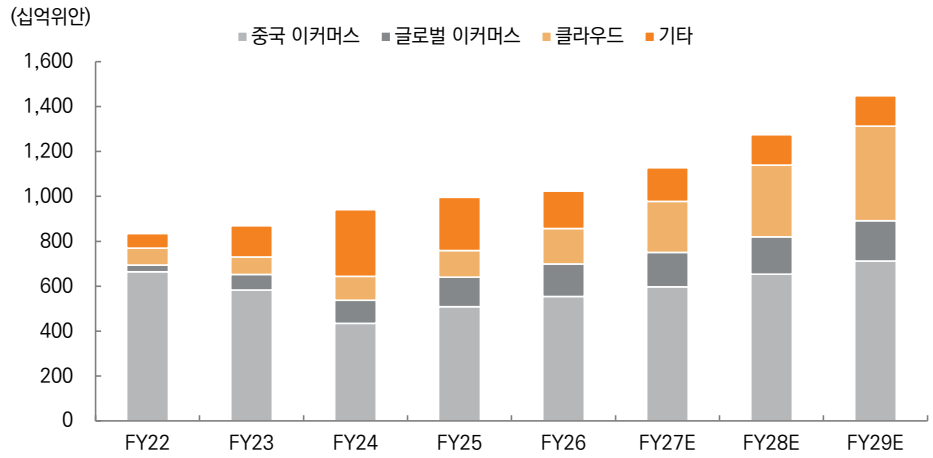
알리바바에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 HKD175을 제시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS대비 32배 수준이다. 고성장하는 중국 AI 산업에서 강력한 자체 모델 경쟁력 및 수익화 능력을 갖춘 알리바바의 밸류에이션 상승이 예상된다. 중국 내수 회복시 이커머스 부문의 빠른 턴어라운드도 기대된다.

결산기 (03월)	FY2025	FY2026	FY2027F	FY2028F	FY2029F
매출액 (CNY 100mn)	996.3	1,023.7	1,127.8	1,274.5	1,448.8
영업이익 (CNY 100mn)	141.0	50.2	79.2	103.4	108.0
영업이익률 (%)	14.2	4.9	7.0	8.1	7.5
순이익 (CNY 100mn)	126.1	103.6	77.4	95.9	99.0
EPS	6.7	5.5	4.2	5.2	5.4
ROE (%)	12.3	9.7	6.8	7.8	7.6
P/E (배)	17.2	21.0	27.6	22.3	21.6
P/B (배)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

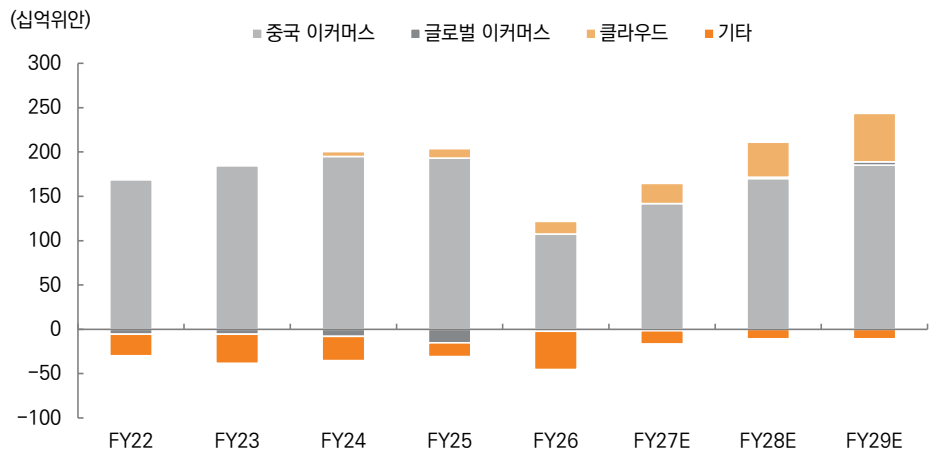
자료: 알리바바, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 알리바바 부문별 매출액



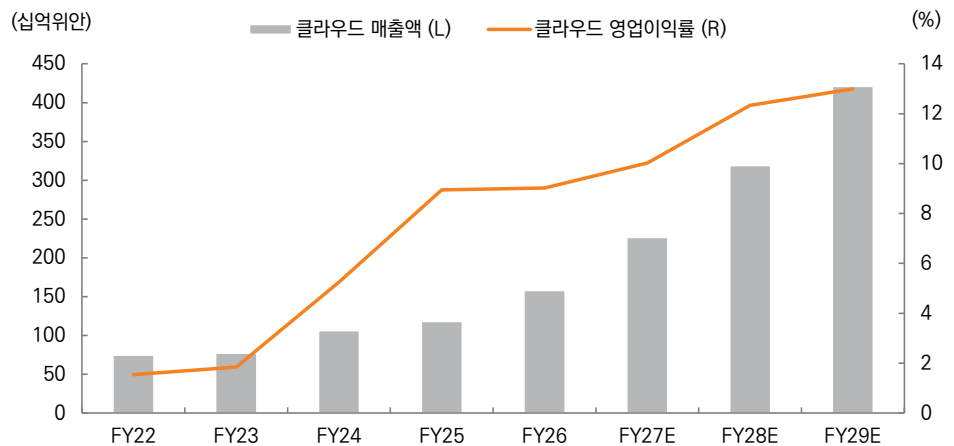
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 알리바바 부문별 EBITA



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 알리바바 클라우드 매출액 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 목표주가 산출

(위안, 홍콩달러, 배, %)

구분	값
12M FWD 예상 EPS	4.7
27FY 목표 PER	32
적정 주가 (위안)	149.9
적정 주가 (홍콩달러)	172.3
목표주가	175.0
현재 주가	132.80
상승여력 (%)	31.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 분기별 실적 추정

(백만원)

	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY1Q27E	FY2Q27E	FY3Q27E	FY4Q27E	FY2026	FY2027E	FY2028E
매출액											
합계	247,652	247,795	284,843	243,380	268,957	272,178	315,512	271,181	1,023,670	1,127,827	1,274,521
중국 이커머스 (TTG)	140,072	132,578	159,347	122,220	149,877	141,858	172,095	133,220	554,217	597,050	653,838
글로벌 이커머스 (AIDC)	34,741	34,799	39,201	35,429	36,825	37,235	41,945	37,909	144,170	153,914	166,228
클라우드	33,398	39,824	43,284	41,626	46,757	56,550	62,762	60,358	158,132	226,427	319,064
기타	39,441	40,594	43,011	44,105	35,497	36,535	38,710	39,695	167,151	150,436	135,392
영업이익	34,988	5,365	10,645	-848	18,917	17,926	26,929	15,464	50,150	79,235	103,354
영업이익률	14.1	2.2	3.7	-0.3	7.0	6.6	8.5	5.7	4.9	7.0	8.1
EBITA											
합계	38,844	9,073	23,397	5,102	33,497	34,257	45,009	35,294	76,416	148,057	200,176
중국 이커머스 (TTG)	38,389	10,497	34,613	24,010	32,973	32,627	43,024	33,305	107,509	141,929	169,998
글로벌 이커머스 (AIDC)	-59	162	-2,016	-138	-368	-372	-419	-379	-2,051	-1,539	1,662
클라우드	2,954	3,604	3,911	3,796	4,442	5,655	6,276	6,338	14,265	22,711	39,347
기타	-2,440	-5,190	-13,111	-22,566	-3,550	-3,653	-3,871	-3,969	-43,307	-15,044	-10,831

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

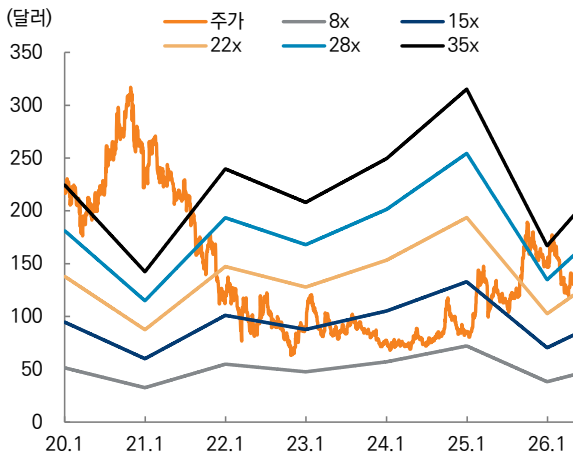
표 15. 알리바바 피어테이블

(십억달러, 달러, %, 배)

종목명	시가총액	매출액			영업이익			지배순이익			12MF PER			EPS			주가수익률			
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	1W	1M	6M	1Y
알리바바	350	138	151	166	20	7	12	18	16	12	17.2	21.0	27.6	1.0	0.8	0.6	3.4	11.0	-5.2	10.6
아마존	2,906	717	825	933	80	104	131	78	93	109	38.6	26.2	23.1	8.8	10.3	11.7	-0.4	8.5	15.1	28.5
텐센트	539	105	122	135	34	40	45	31	36	40	17.4	13.2	11.8	4.1	4.5	5.0	-3.1	-6.2	-27.8	-10.4
PDD 홀딩스	142	60	73	81	13	17	20	14	17	20	9.7	8.2	7.0	11.0	12.1	14.2	-1.9	-2.4	-23.9	-16.2
Meituan	69	51	59	67	-4	-2	3	-3	-2	3	-	-	19.2	-0.4	-0.2	0.6	4.0	2.9	-12.4	-37.2
씨	57	23	30	36	2	3	4	2	2	3	36.7	26.3	19.4	3.6	3.6	4.8	5.5	9.3	-33.6	-42.7
JD닷컴	46	182	204	217	0	2	4	3	4	5	16.2	10.8	8.2	2.5	3.1	4.1	11.8	8.1	19.3	-2.2
Coupage Inc	29	35	38	43	0	0	1	0	-1	1	132.3	-	35.9	0.2	0.0	0.4	-7.3	-23.0	-43.4	-40.7

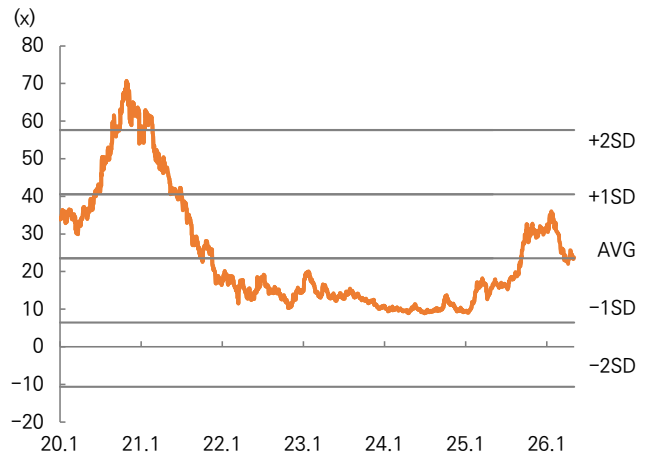
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 알리바바 P/E 밴드차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 알리바바 P/E SD



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

알리바바 (09988 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY 100mn)	FY2026	FY2027F	FY2028F	FY2029F
매출액	1,023,670	1,127,827	1,274,521	1,448,765
매출원가	616,136	721,522	814,301	935,125
매출총이익	407,534	406,305	460,220	513,641
판매비와관리비	-	-	-	-
영업이익	50,150	79,235	103,354	107,986
비영업손익	-79,237	-21,618	-21,518	-21,018
금융손익	-	-	-	-
관계기업관련손익	-	-	-	-
기타이익추가	-	-	-	-
법인세차감전순이익	129,387	100,853	124,872	129,004
법인세	30,045	23,419	28,997	29,956
당기순이익	103,592	77,434	95,876	99,048
지배주주	105,904	80,532	99,711	103,010
비지배주주	-2,312	-3,097	-3,835	-3,962

Growth & margins	FY2026	FY2027F	FY2028F	FY2029F
매출액증가율	2.7	10.2	13.0	13.7
매출총이익증가율	3.0	17.1	12.9	14.8
영업이익증가율	2.4	-0.3	13.3	11.6
순이익증가율	39.0	-8.5	9.1	13.7
EPS증가율	-	-	-	-
매출총이익률	39.8	36.0	36.1	35.5
영업이익률	4.9	7.0	8.1	7.5
당기순이익률	10.3	7.1	7.8	7.1

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY 100mn)	FY2026	FY2027F	FY2028F	FY2029F
영업활동 현금흐름	76,213	144,670	187,893	221,851
당기순이익	103,592	77,434	95,876	99,048
감가상각비	31,895	68,822	96,822	124,822
기타	-5,338	-1,586	-4,804	-2,019
투자활동 현금흐름	-67,336	-151,637	-159,205	-131,026
- 자본적 지출(CAPEX)	-122,141	-140,000	-140,000	-140,000
기타	54,805	-11,637	-19,205	8,974
재무활동 현금흐름	-20,573	-3,816	-3,801	-4,257
배당금	4,228	4,076	3,978	3,871
자본 증가	-12,700	-8,102	-8,964	-9,021
장단기금융부채의 증가(감소)	2,706	1,210	2,184	1,893
기타	-14,807	-5,000	-5,000	-5,000
현금의 증감	-111,199	-14,784	20,887	82,568
기초현금	428,093	316,894	302,110	322,998
기말현금	316,894	302,110	322,998	405,565

자료: 알리바바, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(CNY 100mn)	FY2026	FY2027F	FY2028F	FY2029F
유동자산	610,769	598,178	665,289	781,259
현금성자산	316,894	302,110	322,998	405,565
매출채권	251,837	253,158	299,818	333,002
재고자산	-	-	-	-
기타유동자산	42,038	42,910	42,474	42,692
비유동자산	1,298,801	1,514,787	1,561,585	1,580,222
투자자산	449,942	450,942	451,942	452,942
유형자산	282,699	494,736	537,915	553,093
무형자산	-	-	-	-
기타비유동자산	566,160	569,108	571,728	574,187
자산총계	1,909,570	2,112,964	2,226,874	2,361,481
유동부채	476,398	513,546	585,525	661,758
매입채무	360,129	381,816	440,041	500,115
단기차입금	28,224	29,434	31,619	33,512
기타유동부채	88,045	102,296	113,865	128,131
비유동부채	306,902	394,081	333,277	278,619
장기금융부채	220,796	212,141	214,141	216,141
기타비유동부채	86,106	181,940	119,136	62,478
부채총계	783,300	907,627	918,802	940,377
지배주주지분(연결)	1,068,731	1,135,688	1,223,019	1,309,429
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	385,086	385,086	385,086	385,086
이익잉여금	708,382	780,811	871,558	965,547
기타	3,558	4,073	9,560	10,970
비지배주주지분(연결)	57,539	54,442	50,607	46,645
자본총계	1,126,270	1,190,130	1,273,626	1,356,074

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	FY2026	FY2027F	FY2028F	FY2029F
P/E (배)	21.0	27.6	22.3	21.6
P/S (배)	-	-	-	-
P/B (배)	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	31.4	17.4	12.8	10.6
EPS	5.5	4.2	5.2	5.4
BPS	55.6	59.0	63.6	68.1
DPS	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	4.1	4.5	4.3	4.4
재고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	2.8	3.0	2.9	2.9
ROA (%)	5.4	3.7	4.3	4.2
ROE (%)	9.7	6.8	7.8	7.6
ROIC (%)	9.2	10.5	12.8	12.3
부채비율 (배)	69.5	76.3	72.1	69.3
유동비율 (배)	128.2	116.5	113.6	118.1
순차입금/자기자본 (배)	-6.0	-5.1	-6.1	-11.5

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 305
현재주가(26/5/13)	USD 298.87
상승여력	2.2%

나스닥 종합(p)	26,402.34
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	0.4
시가총액(십억USD)	4,389.61
시가총액(조원)	6,515.50
상장주식수(백만주)	14,687.4
60일 평균 거래대금(십억USD)	11.55
52주 최저가(USD)	195.27
52주 최고가(USD)	298.87

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.3	9.5	40.4
상대주가	1.2	-5.2	1.1



[전기/전자부품]

박준서

park.junseo@miraeasset.com

애플

24억 대의 해자

투자포인트 1. 글로벌 M/S 확대. 아이폰 17 롱테일 판매

아이폰 17의 롱테일 판매 호조가 글로벌 M/S 확대 및 활성화 기기 확장의 핵심 동력으로 작용할 전망이다. 3월까지 누적 판매량은 +19% YoY 기록 중이며, 출시 후 4개월 기준 직전 세대를 상회하는 흐름이다. Pro Max 비중이 32%까지 확대되며 판매량과 ASP가 동시 개선되는 점도 긍정적이다.

메모리 가격 상승 사이클 진입 국면에서도 애플은 LTA(장기공급계약) 기반 선제적 원가 삭감이 가능해 타 세트 업체 대비 가격 방어력이 우월한 구조로 판단한다. 또한 아이폰은 프리미엄 제품으로 BoM Cost 내 메모리 비중이 가격 상승을 감안하더라도 14% 내외이며, 중저가 브랜드(30~40% 내외)와는 상충되는 흐름이다.

투자포인트 2. 활성화 기기 확장 지속

애플의 전략 방향성은 '하드웨어 마진 축소 → 활성화 기기 확장 → 서비스 마진 극대화'로 명확하게 수렴되고 있다. 최근 599달러 MacBook Neo 출시가 대표적 사례로, 진입 가격대를 낮춰 신규 활성화 기기 유입을 가속화하려는 의도로 해석된다. 활성화 기기 수는 18년 13억 대 → 25년 24억 대까지 지속 확대되어 왔으며, 메모리 가격 인상 국면에서도 하드웨어 GPM을 낮게 유지하는 대신 서비스 GPM(75.1%) 기반 수익성을 키우는 전략이 유지될 전망이다. 하드웨어 마진의 단기 양보가 중장기 전사 수익성 확대로 연결되는 구간이며, 서비스 매출 비중 확대(26%)가 이를 뒷받침한다.

투자포인트 3. CAPEX/FCF 13%의 압도적 현금창출력 + AI 라인

애플은 빅테크 대비 압도적으로 낮은 CAPEX/FCF 13%를 바탕으로 차별화된 주주 환원 여력을 보유하고 있다. 빅테크 4사는 잉여현금 대부분이 AI Capex로 흡수되는 반면, 애플은 잉여현금의 87%를 배당·자사주 매입 재원으로 활용 가능한 구조이다. 이는 애플이 AI를 자체 하드웨어에서 직접 구현하는 유일한 빅테크라는 점에 기인하며, Siri는 24억 대 활성화 기기 기반에서 하루 약 15억 건의 쿼리를 온디바이스 및 자체 칩 기반 PCC로 처리하고 있어 외부 데이터센터 투자 의존도가 구조적으로 낮다. AI 라인 기반 활성화 기기당 ARPU 상승과 주주환원 지속성이라는 이중 효과가 작동하며, AI 시대 가장 효율적 진입 구도를 보유한 업체로서 멀티플이 정당화되는 구간으로 판단한다. 프리미엄폰 경쟁 심화 가능성은 리스크 요인이다.

계산기 (09월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (USD 100mn)	3,658	3,943	3,833	3,910	4,162
영업이익 (USD 100mn)	1,089	1,194	1,143	1,232	1,331
영업이익률 (%)	29.8	30.3	29.8	31.5	32.0
순이익 (USD 100mn)	947	998	970	937	1,120
EPS	5.67	6.15	6.16	6.11	7.49
ROE (%)	147.4	175.5	171.9	157.4	171.4
P/E (배)	25.0	22.5	27.8	38.1	34.0
P/B (배)	36.8	43.5	42.8	61.8	51.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

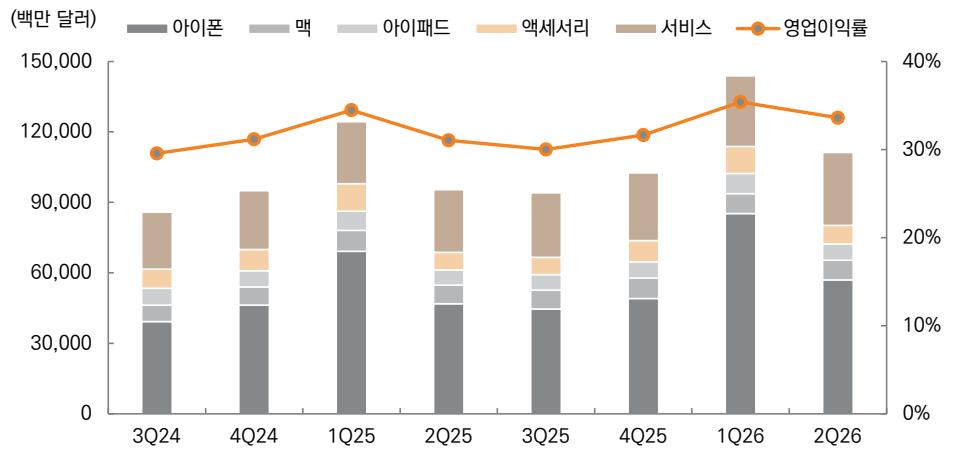
표 16. 애플 실적표

(십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2023	2024	2025
매출액	85,777	94,930	124,300	95,359	94,036	102,466	143,756	111,184	383,285	391,035	416,161
아이폰	39,296	46,222	69,138	46,841	44,582	49,025	85,269	56,994	200,583	201,183	209,586
맥	7,009	7,744	8,987	7,949	8,074	8,700	8,386	8,399	29,357	29,984	33,710
아이패드	7,162	6,950	8,088	6,402	6,530	6,952	8,595	6,914	28,300	26,694	28,020
액세서리	8,097	9,042	11,747	7,522	7,427	9,013	11,493	7,901	39,845	37,005	35,687
서비스	24,213	24,972	26,340	26,645	27,423	28,776	30,013	30,976	85,200	96,169	109,158
비중											
아이폰	46%	49%	56%	49%	47%	48%	59%	51%	52%	51%	50%
맥	8%	8%	7%	8%	9%	8%	6%	8%	8%	8%	8%
아이패드	8%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	7%	7%	7%
액세서리	9%	10%	9%	8%	8%	9%	8%	7%	10%	9%	9%
서비스	28%	26%	21%	28%	29%	28%	21%	28%	22%	25%	26%
YoY											
아이폰	-1%	6%	-1%	2%	13%	6%	23%	22%	7%	-2%	4%
맥	2%	2%	16%	7%	15%	12%	-7%	6%	14%	-27%	12%
아이패드	24%	8%	15%	15%	-9%	0%	6%	8%	-8%	-3%	5%
액세서리	-2%	-3%	-2%	-5%	-8%	0%	-2%	5%	7%	-3%	-4%
서비스	14%	12%	14%	12%	13%	15%	14%	16%	14%	9%	14%
영업이익	25,352	29,591	42,832	29,589	28,202	32,427	50,852	37,357	114,301	123,216	133,050
영업이익률	29.6%	31.2%	34.5%	31.0%	30.0%	31.6%	35.4%	33.6%	29.8%	31.5%	32.0%
당기순이익	21,448	24,982	36,330	24,780	23,434	27,466	42,091	29,581	96,995	103,982	112,010
당기순이익률	25.0%	26.3%	29.2%	26.0%	24.9%	26.8%	29.3%	26.6%	25.3%	26.6%	26.9%
Basic EPS	1.40	1.64	2.41	1.66	1.58	1.85	2.85	2.01	6.16	6.84	7.55
Diluted EPS	1.40	1.64	2.40	1.65	1.57	1.85	2.84	2.01	6.13	6.75	7.46

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 애플: 분기 세그먼트별 매출액 및 전체 영업이익률



자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

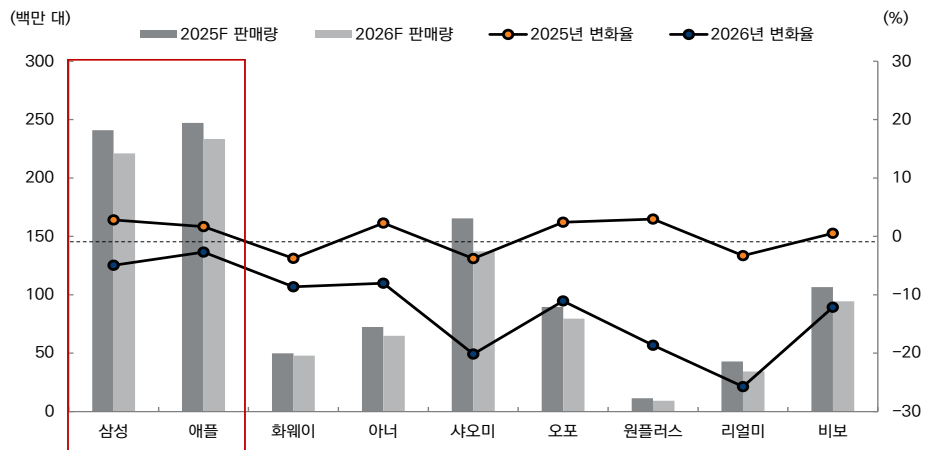
표 17. 글로벌 스마트폰 출하량 전망

(백만 대, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E
전체	1,171	1,216	1,255	1,099	1,111
Apple	226	221	247	233	247
Samsung	227	224	241	221	227
Huawei	38	50	50	48	48
Honor	57	65	72	65	67
Xiaomi	146	169	165	137	139
Oppo	90	89	89	79	81
OnePlus	19	13	11	9	8
Realme	46	50	43	34	32
vivo	88	101	107	94	96
Others	235	235	229	177	167
YoY					
Total	-4.4%	3.8%	3.2%	-12.4%	1.1%
Apple	-0.4%	-2.3%	11.9%	-5.6%	5.9%
Samsung	-12.7%	-1.1%	7.5%	-8.2%	2.7%
Huawei	63.5%	30.7%	-0.3%	-3.9%	-0.7%
Honor	-0.1%	13.6%	12.3%	-10.4%	2.8%
Xiaomi	-4.1%	15.6%	-1.9%	-17.1%	1.2%
Oppo	-15.3%	-0.8%	0.6%	-11.2%	1.5%
OnePlus	45.4%	-32.9%	-10.2%	-18.1%	-10.7%
Realme	-10.7%	8.2%	-14.3%	-19.9%	-6.0%
vivo	-12.2%	15.2%	5.1%	-11.4%	1.2%
Others	-0.4%	0.0%	-2.6%	-22.4%	-5.8%

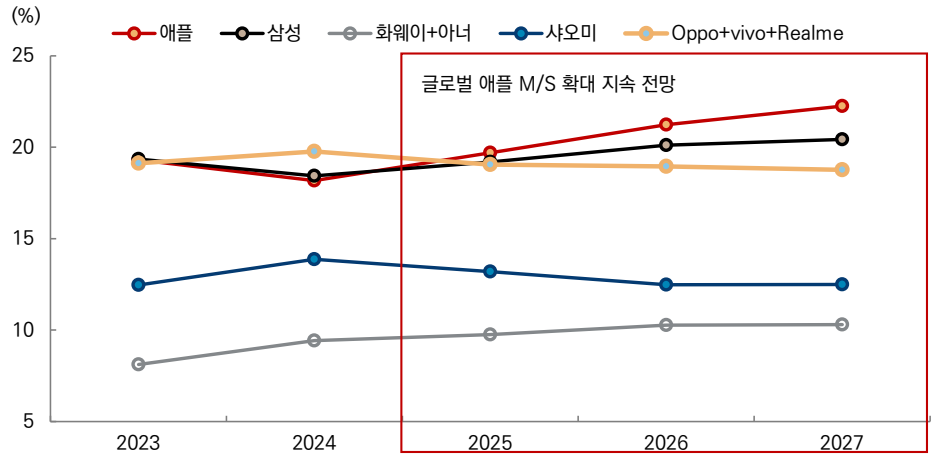
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 저가 브랜드 대비 프리미엄 모델은 메모리 가격 상승에 방어력이 존재



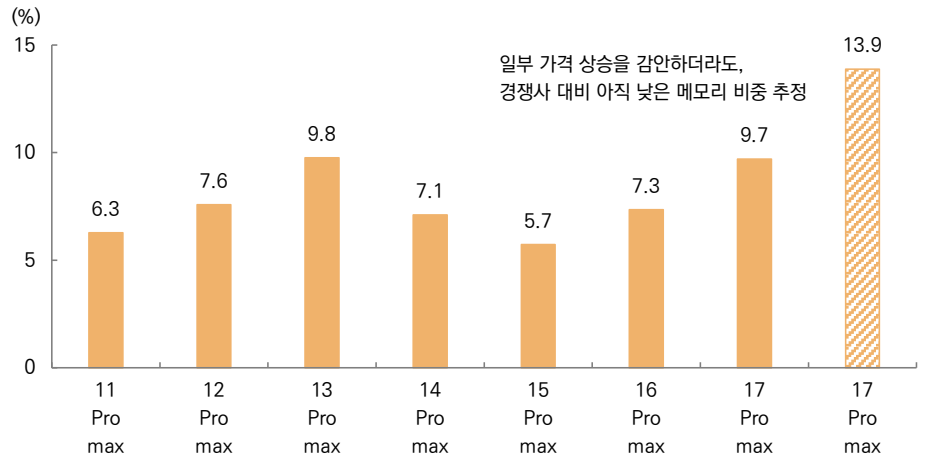
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 글로벌 스마트폰 출하량 M/S 추이



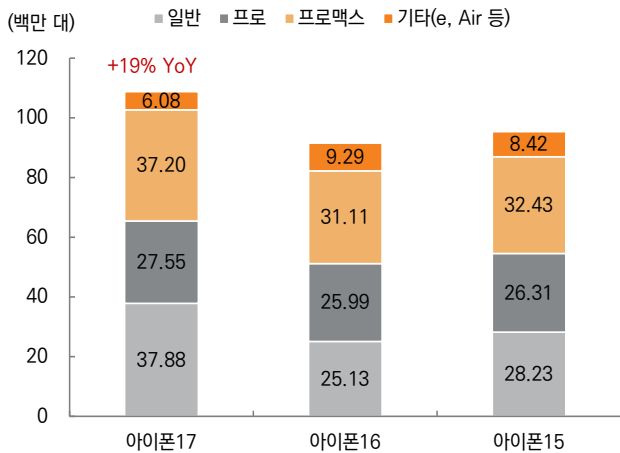
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 아이폰 BoM Cost 내 메모리 비중 가점



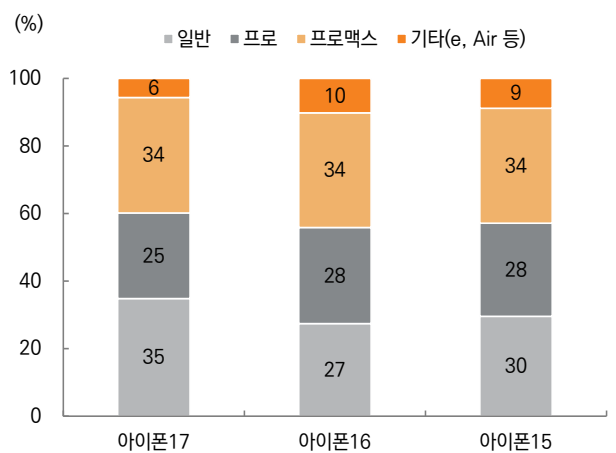
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 아이폰 7개월 누적 판매 추이 비교



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 아이폰 7개월 누적 비중 추이



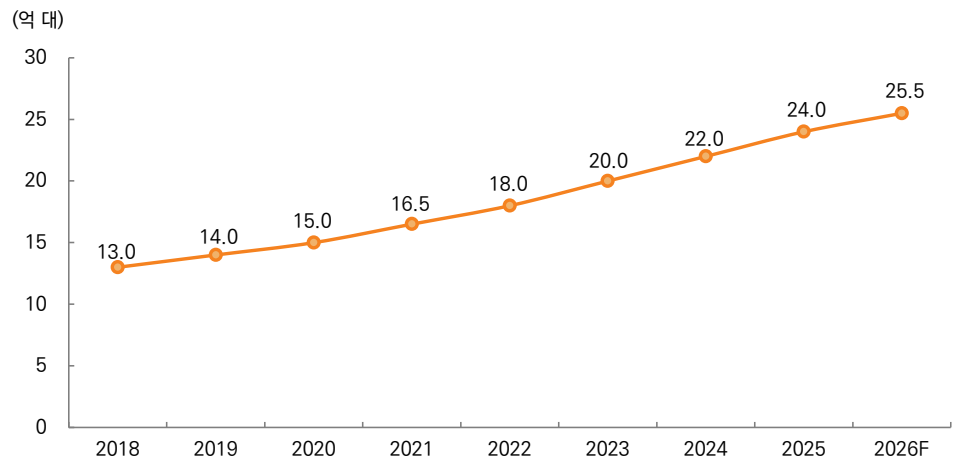
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 2026년 중국 스마트폰 시장 -4% 감소에도 애플 +23% 성장



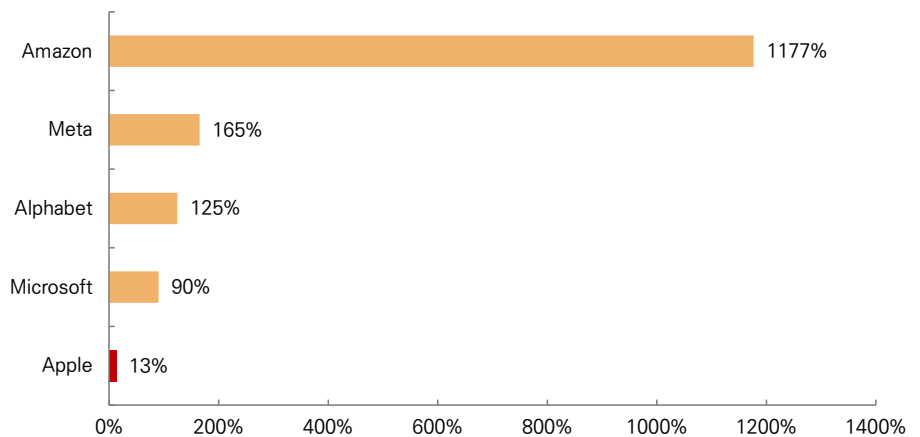
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 애플 활성화 기기 추이



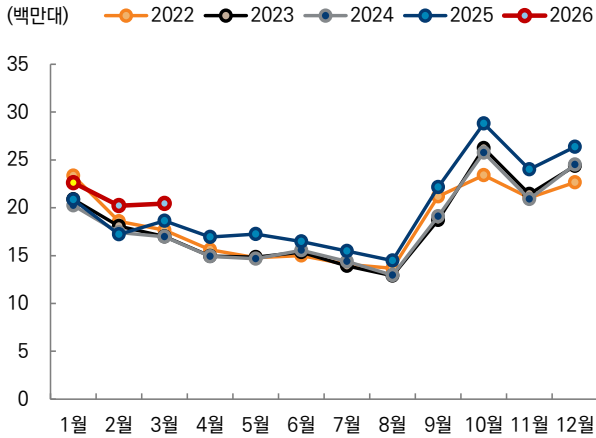
자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 빅테크 25년 FCF/CAPEX: 압도적인 현금 창출 능력



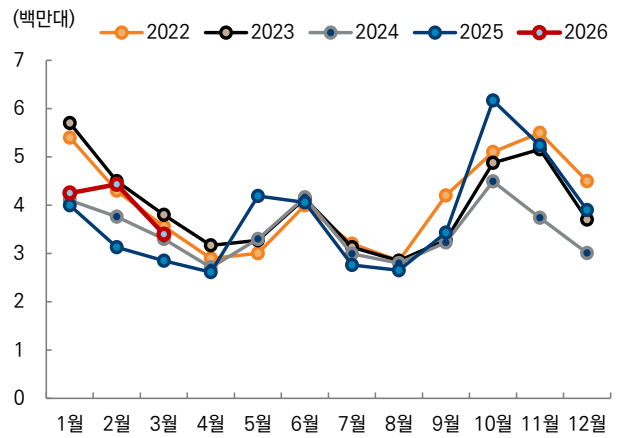
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 글로벌 애플 스마트폰 월별 판매량



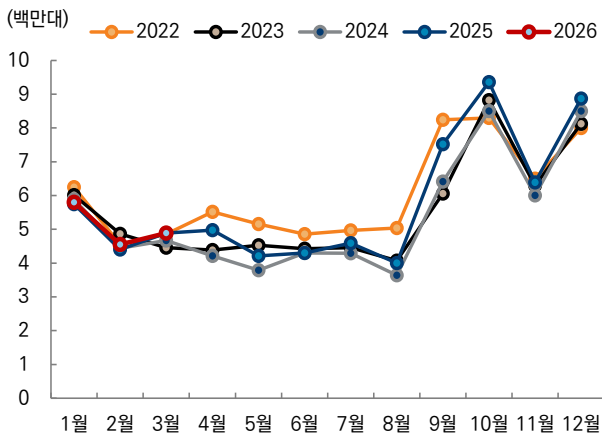
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 중국 애플 스마트폰 월별 판매량



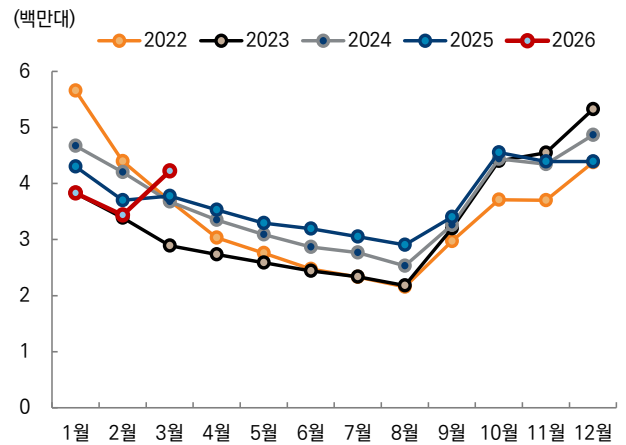
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 미국 애플 스마트폰 월별 판매량



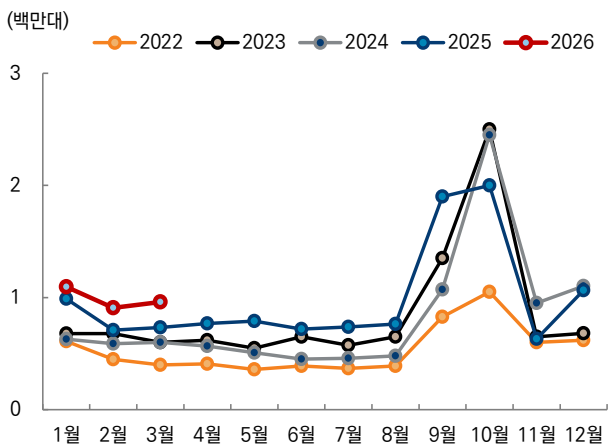
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 유럽 애플 스마트폰 월별 판매량



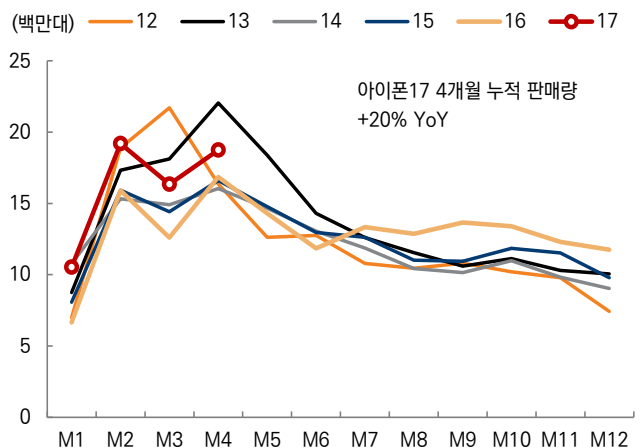
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 인도 애플 스마트폰 월별 판매량



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 아이폰 시리즈 출시 이후 12개월 판매량 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 애플 피어테이블

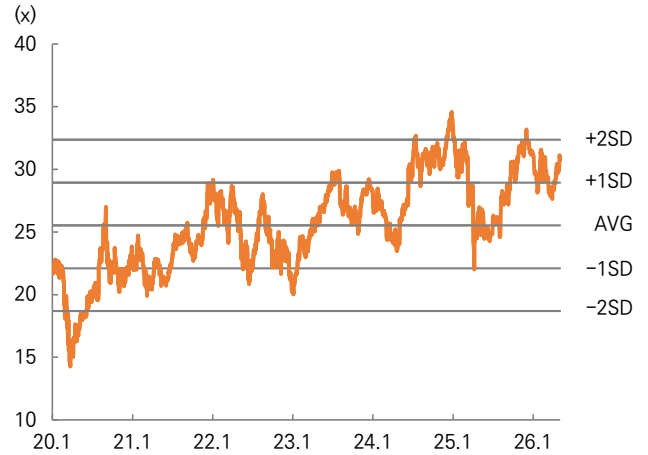
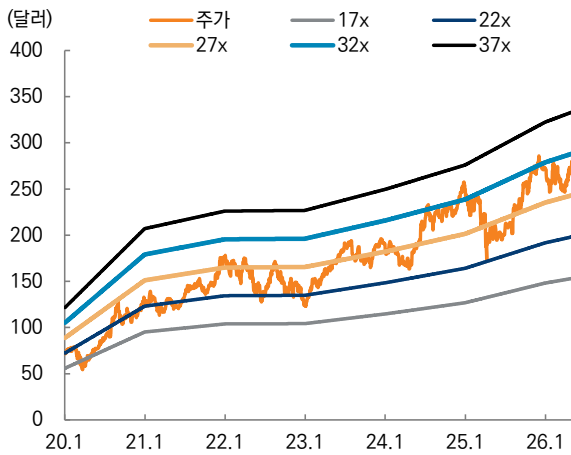
(십억달러, 달러, %, 배)

종목명	시가총액	매출액			영업이익			지배순이익			12MF PER			EPS			주가수익률			
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	1W	1M	6M	1Y
애플	4,390	416	476	516	133	155	166	112	128	138	40.1	34.3	31.1	7.4	8.7	9.6	4.1	15.6	9.9	41.3
엔비디아	5,470	130	216	370	81	130	245	73	120	203	77.0	51.8	26.9	2.9	4.7	8.4	6.8	14.9	18.8	66.9
알파벳	4,857	403	491	585	129	179	212	132	186	214	43.7	31.0	26.2	10.9	13.0	15.3	1.2	20.9	45.9	144.3
마이크로소프트	3,010	282	329	383	129	153	179	102	129	144	29.6	23.8	20.9	13.4	17.0	19.4	-3.7	3.1	-20.2	-9.9
아마존	2,906	717	825	933	80	104	131	78	93	109	38.6	26.2	23.1	8.8	10.3	11.7	-0.4	8.5	15.1	28.5
테슬라	1,672	95	102	118	4	6	8	4	4	6	369.4	237.1	182.0	1.6	1.9	2.4	8.1	22.3	10.1	28.1
메타	1,565	201	255	311	83	102	120	61	84	97	21.0	18.7	15.8	23.5	32.9	39.0	0.0	-6.9	1.3	-6.2
삼성전자	1,125	235	441	535	31	221	291	31	175	225	43.4	6.9	5.3	4.4	27.9	36.4	5.9	37.1	195.9	407.8
소니 그룹	140	85	83	81	9	10	10	7	-2	8	-	-	-	1.3	1.2	1.3	14.6	8.8	-24.0	-5.4
샤오미	105	64	73	85	7	5	7	6	5	6	23.1	22.4	17.1	0.2	0.2	0.2	2.2	3.0	-24.9	-36.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 애플 P/E 밴드차트

그림 50. 애플 P/E SD



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

애플 (AAPL US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2022	2023	2024	2025
매출액	3,943	3,833	3,910	4,162
매출원가	2,235	2,141	2,104	2,210
매출총이익	1,708	1,692	1,806	1,952
판매비와관리비	513	548	575	622
영업이익	1,194	1,143	1,232	1,331
비영업손익	-3	-6	3	-4
금융손익	-1	-2	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-2	-4	3	-4
법인세차감전순이익	1,191	1,137	1,235	1,327
법인세	193	167	195	212
당기순이익	998	970	937	1,120
지배주주	998	970	937	1,120
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2022	2023	2024	2025
매출액증가율	7.8	-2.8	2.0	6.4
매출총이익증가율	11.8	-0.9	6.7	8.1
영업이익증가율	9.6	-4.3	7.8	8.0
순이익증가율	5.4	-2.8	-3.4	19.5
EPS증가율	8.6	0.1	-0.8	22.7
매출총이익률	43.3	44.1	46.2	46.9
영업이익률	30.3	29.8	31.5	32.0
당기순이익률	25.3	25.3	24.0	26.9

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	1,222	1,105	1,183	1,115
당기순이익	998	970	937	1,120
감가상각비	111	115	114	117
기타	113	20	132	-122
투자활동 현금흐름	-224	37	29	152
- 자본적 지출(CAPEX)	-107	-110	-94	-127
기타	-117	147	123	279
재무활동 현금흐름	-1,107	-1,085	-1,220	-1,207
배당금	148	150	152	154
자본 증가	75	90	95	103
장단기금융부채의 증가(감소)	-46	-89	-46	-76
기타	-1,284	-1,236	-1,421	-1,388
현금의 증감	-110	58	-8	60
기초현금	359	250	307	299
기말현금	250	307	299	359

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2022	2023	2024	2025
유동자산	1,354	1,436	1,530	1,480
현금성자산	236	300	299	359
매출채권	609	610	662	730
재고자산	49	63	73	57
기타유동자산	460	463	496	334
비유동자산	2,174	2,090	2,120	2,113
투자자산	1,208	1,005	915	777
유형자산	525	544	559	610
무형자산	0	0	0	0
기타비유동자산	441	541	646	726
자산총계	3,528	3,526	3,650	3,592
유동부채	1,540	1,453	1,764	1,656
매입채무	641	626	690	699
단기차입금	100	60	100	80
기타유동부채	799	767	974	877
비유동부채	1,481	1,451	1,316	1,199
장기금융부채	998	961	865	790
기타비유동부채	483	490	451	409
부채총계	3,021	2,904	3,080	2,855
지배주주지분(연결)	507	621	570	737
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	648	738	833	936
이익잉여금	-142	-117	-263	-198
기타	1	0	0	-1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	507	621	570	737

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (배)	22.5	27.8	38.1	34.0
P/S (배)	5.6	6.9	9.0	9.0
P/B (배)	43.5	42.8	61.8	51.0
EV/EBITDA (배)	17.6	21.7	26.6	26.4
EPS	6.15	6.16	6.11	7.49
BPS	3.18	4.00	3.77	4.99
DPS	0.90	0.94	0.98	1.02
배당성향 (%)	14.6	15.3	16.0	13.6
배당수익률 (%)	0.7	0.5	0.4	0.4
매출채권회전율 (회)	7.0	6.3	6.1	6.0
재고자산회전율 (회)	68.4	68.0	57.4	64.0
매입채무 회전율 (회)	3.8	3.4	3.2	3.2
ROA (%)	28.4	27.5	26.1	30.9
ROE (%)	175.5	171.9	157.4	171.4
ROIC (%)	197.0	207.0	270.3	236.0
부채비율 (배)	596.2	467.3	540.9	387.2
유동비율 (배)	87.9	98.8	86.7	89.3
순차입금/자기자본 (배)	143.5	81.4	74.4	61.3

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 391
현재주가(26/5/13)	USD 445.27
상승여력	-12.1%

나스닥 종합(p)	26,402.34
EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	1,672.31
시가총액(조원)	2,482.21
상장주식수(백만주)	3,755.7
60일 평균 거래대금(십억USD)	24.46
52주 최저가(USD)	284.70
52주 최고가(USD)	489.88

(%)	1M	6M	12M
절대주가	26.3	10.8	33.3
상대주가	10.9	-4.1	-4.0



[글로벌 AI]

권영배, CFA

yb.kwon@miraeeasset.com

테슬라

피지컬 시로 진화

데이터 경쟁력과 AI 역량

테슬라의 FSD 누적 주행 거리는 84억 마일을 돌파했다. 방대한 데이터는 자체 설계한 AI4 칩과 도조(Dojo) 슈퍼컴퓨터를 통해 처리되며, 이는 레거시 완성차 업체는 모방할수 없는 기술적 장벽이다. 차세대 AI5/6 칩은 전작 대비 대폭 향상된 연산 성능을 제공한다. 막강한 데이터와 자체 AI 역량은 테슬라의 핵심 경쟁력이다.

FSD 구독 모델 전환으로 수익 구조 재편

테슬라는 기존의 차량 판매 중심 구조에서 구독형 서비스로의 수익 구조 재편을 진행 중이다. 2026년 2월을 기점으로 FSD의 일시불 구매 옵션을 폐지하고 월 99달러의 전면 구독제로 전환하면서 반복 매출 확보에 집중하고 있다. 1Q26 기준 유료 가입자 수는 128만에 달한다(전체 인도 차량 대비 13.8%). 이러한 고수익 소프트웨어 매출의 확대는 전기차 시장의 가격 경쟁 심화 및 성장 둔화를 상쇄하는 핵심 동력으로 작용하고 있다.

모빌리티를 넘어 피지컬 시로

테슬라는 로봇택시와 휴머노이드 로봇을 포괄하는 '피지컬 AI' 생태계로 진화하고 있다. 올해 양산을 목표로 하는 '사이버캡(Cybercab)'은 이동 비용을 마일당 0.2달러 수준으로 낮추는 혁신적인 모빌리티 서비스를 지향한다. 휴머노이드 로봇 '옵티머스(Optimus)'는 실제 생산 라인에 투입되어 학습 중이다. 이는 현실 세계에서 이동과 노동을 혁신하는 테슬라만의 독보적인 가치를 형성할 것이다.

성장 기대감은 밸류에이션에 충분히 반영

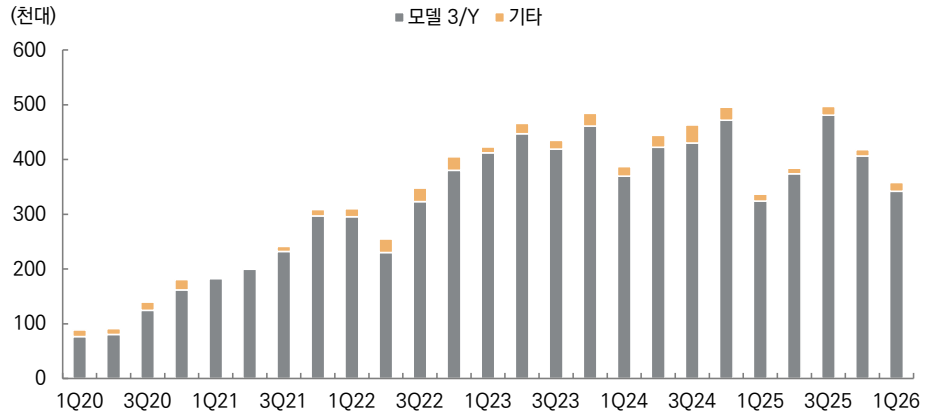
테슬라 주식은 현재 26F EPS 대비 234배에 거래 중이다. 자동차 판매 모멘텀이 약해지면서 실적 성장이 둔화된 것을 감안하면, 현재 밸류에이션은 피지컬 시에 대한 기대감을 충분히 반영하고 있다. 관련 사업은 아직 초기 단계고, 매출과 이익 등 수익화에 대한 검증이 필요하다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (USD 100mn)	538	815	968	977	948
영업이익 (USD 100mn)	65	136	89	71	44
영업이익률 (%)	12.1	16.7	9.2	7.3	4.6
순이익 (USD 100mn)	55	126	150	71	38
EPS	1.87	4.02	4.73	2.23	1.18
ROE (%)	21.6	34.0	28.1	10.5	4.9
P/E (배)	188.6	30.6	52.6	181.1	382.3
P/B (배)	36.9	8.8	12.7	17.8	20.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

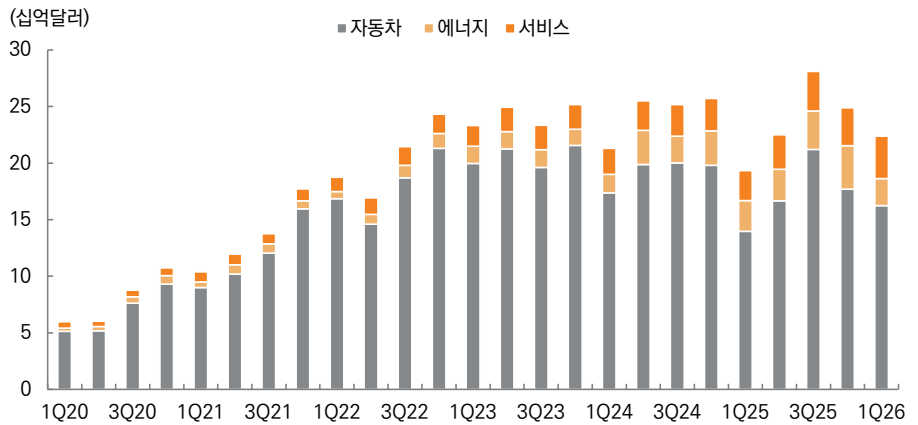
자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 분기별 자동차 판매량



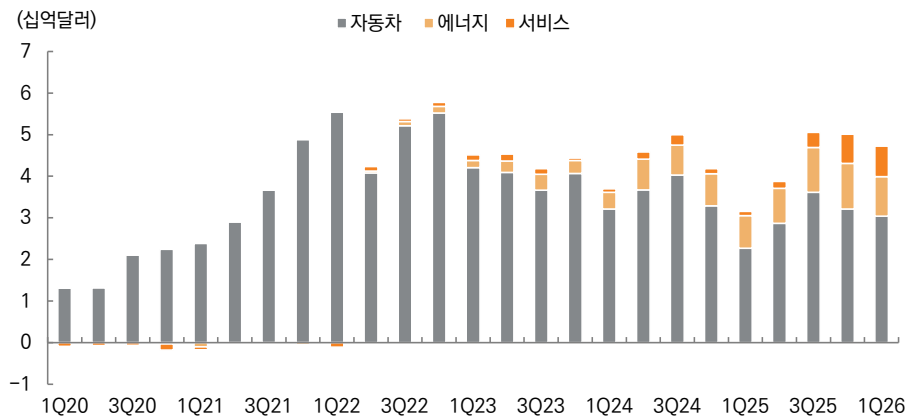
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 부문별 매출액



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 부문별 매출총이익



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 테슬라 피어테이블

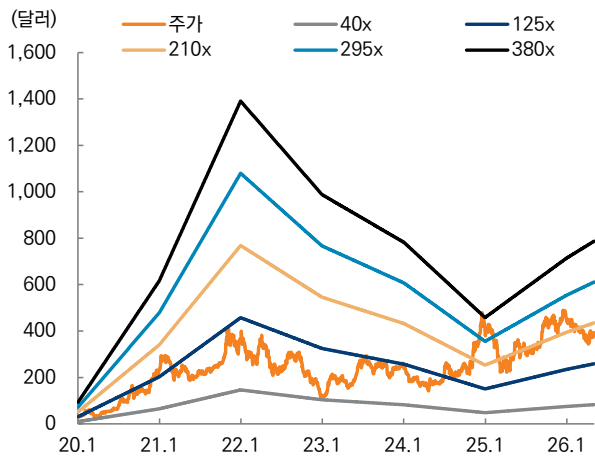
(십억달러, 달러, %, 배)

종목명	시가총액	매출액			영업이익			지배순이익			12MF PER			EPS			주가수익률			
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	1W	1M	6M	1Y
테슬라	1,672	94.8	102.4	117.9	4.4	5.6	8.3	3.8	4.5	6.4	369.4	237.1	182.0	1.6	1.9	2.4	8.1	22.3	10.1	28.1
엔비디아	5,470	130	216	370	81	130	245	73	120	203	77.0	51.8	26.9	2.9	4.7	8.4	6.8	14.9	18.8	66.9
알파벳	4,857	403	491	585	129	179	212	132	186	214	43.7	31.0	26.2	10.9	13.0	15.3	1.2	20.9	45.9	144.3
토요타자동차	294	315	337	337	31	25	28	31	26	25	8.2	10.0	9.3	2.4	1.8	2.0	-1.3	-11.6	-6.1	10.3
비야디	125	112	136	183	5	7	9	5	6	8	25.3	18.8	15.0	0.6	0.7	0.8	-2.5	-10.3	-2.4	-28.2
현대자동차	102	131	131	135	8	8	9	7	7	8	19.8	16.1	14.6	31.4	30.0	33.0	29.4	48.5	174.4	289.9
제너럴 모터스	68	185	185	189	3	14	15	3	10	12	5.9	6.0	5.4	10.3	12.6	13.9	-3.3	-4.6	8.0	52.2
폭스바겐	52	364	383	391	10	18	21	8	11	13	3.5	4.6	3.7	12.9	22.3	27.3	-1.8	-4.5	-11.4	-10.7
포드	54	187	182	184	-9	9	11	-8	4	7	12.3	8.4	7.3	1.1	1.6	1.9	12.8	8.1	5.3	33.6
니오	16	12	19	22	-2	-1	0	-2	0	0	-	-	95.9	-0.9	-0.3	0.1	11.4	-0.6	6.2	58.4
루시드 그룹	2	1	2	4	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-	-	-	-8.1	-9.1	-5.2	5.6	-27.4	-55.0	-76.8

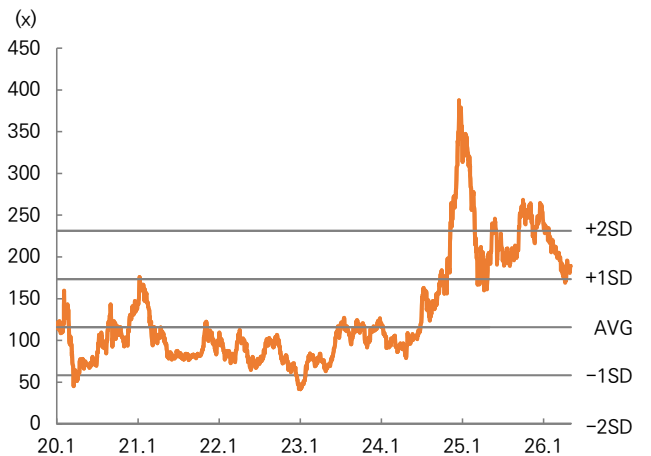
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 테슬라 P/E 밴드차트

그림 55. 테슬라 P/E SD



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 (TSLA US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2022	2023	2024	2025
매출액	815	968	977	948
매출원가	606	791	802	777
매출총이익	209	177	175	171
판매비와관리비	70	88	97	122
영업이익	136	89	71	44
비영업손익	1	11	19	9
금융손익	1	9	12	13
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	2	7	-4
법인세차감전순이익	137	100	90	53
법인세	11	-50	18	14
당기순이익	126	150	72	39
지배주주	126	150	71	38
비지배주주	0	0	0	1

Growth & margins	2022	2023	2024	2025
매출액증가율	51.5	18.8	0.9	-3.0
매출총이익증가율	53.7	-15.3	-1.1	-2.3
영업이익증가율	109.2	-34.6	-20.2	-38.0
순이익증가율	125.0	19.0	-52.0	-45.8
EPS증가율	115.3	17.5	-52.8	-47.3
매출총이익률	25.6	18.3	17.9	18.0
영업이익률	16.7	9.2	7.3	4.6
당기순이익률	15.5	15.5	7.4	4.1

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	147	133	149	147
당기순이익	126	150	72	39
감가상각비	37	47	54	61
기타	-16	-64	23	47
투자활동 현금흐름	-120	-156	-188	-155
- 자본적 지출(CAPEX)	-72	-89	-113	-85
기타	-48	-67	-75	-70
재무활동 현금흐름	-35	26	39	11
배당금	0	0	0	0
자본 증가	24	27	35	44
장단기금융부채의 증가(감소)	-37	21	30	2
기타	-22	-22	-26	-35
현금의 증감	-12	3	-2	6
기초현금	181	169	172	170
기말현금	169	172	170	176

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2022	2023	2024	2025
유동자산	409	496	584	686
현금성자산	163	164	161	165
매출채권	30	37	46	47
재고자산	128	136	120	124
기타유동자산	88	159	257	350
비유동자산	414	570	637	692
투자자산	0	0	0	0
유형자산	366	451	515	562
무형자산	6	6	15	14
기타비유동자산	42	113	107	116
자산총계	823	1,066	1,221	1,378
유동부채	267	287	288	317
매입채무	153	144	125	134
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	114	143	163	183
비유동부채	97	143	196	232
장기금융부채	16	29	58	67
기타비유동부채	81	114	138	165
부채총계	364	430	484	549
지배주주지분(연결)	443	624	728	821
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	322	349	384	428
이익잉여금	125	277	345	394
기타	-4	-2	-1	-1
비지배주주지분(연결)	12	10	8	7
자본총계	455	634	736	828

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (배)	30.6	52.6	181.1	382.3
P/S (배)	4.8	8.2	13.3	17.8
P/B (배)	8.8	12.7	17.8	20.6
EV/EBITDA (배)	21.4	56.6	102.0	135.7
EPS	4.02	4.73	2.23	1.18
BPS	14.00	19.59	22.65	21.88
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	33.5	29.1	23.6	20.4
재고자산회전율 (회)	8.8	7.3	7.6	7.8
매입채무 회전율 (회)	4.8	5.3	6.0	6.0
ROA (%)	17.4	15.8	6.3	3.0
ROE (%)	34.0	28.1	10.5	4.9
ROIC (%)	40.8	33.6	11.6	5.8
부채비율 (배)	80.1	67.9	65.7	66.3
유동비율 (배)	153.2	172.6	202.5	216.4
순차입금/자기자본 (배)	-42.0	-37.7	-38.5	-43.1

자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 권영배, CFA은(는) 자료작성일 현재 애플 1338주 보유하고 있습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.