

Market Issue

빅테크 실적과 Capex 리스크 점검

- 1분기 클라우드 기업들의 실적 발표에서 높은 26년 Capex 가이드라인 재확인. 반도체, 전력 기기 등 Capex 수혜 분야 집중 전략 유효. 빅테크 내에서는 구글이 유리
- 잠재적 Capex 위축 리스크로는 데이터센터 건설에 차질을 주는 미국 주, 지방 정부들의 조치를 감안할 필요. 중간선거를 앞두고 데이터센터 관련 여론이 악화될 영향
- OpenAI의 수익성 우려도 위협적. OpenAI 데이터센터 계약에 대한 불확실성 확대

26Q1 빅테크 실적 발표에서 높은 Capex 재확인: Capex 수혜 분야 집중

26년 1분기 미국 빅테크 기업들은 모두 예상치를 상회하는 실적을 발표했다. 마이크로소프트, 구글, 아마존은 클라우드 매출이 각각 전년대비 40%, 63%, 28% 증가했다. 메타는 광고 수익성이 높아지면서 매출이 전년대비 33% 올랐다. 빅테크 기업들의 공격적인 데이터센터 투자도 재확인됐다. 아마존, 마이크로소프트, 구글은 모두 기존 2026년 가이드라인을 유지했고 메타의 경우에는 기존 1,250억달러에서 1,350억달러로 상향 조정했다. 알파벳은 2026년 Capex 1,850억달러는 유지하고 2027년 Capex는 이보다 더 높을 것이라는 입장이다. 빅테크 기업들의 Capex 추정치는 경험적으로 최근 몇 년간 실적 발표를 계기로 큰 폭으로 높아졌는데, 이와 같은 흐름은 당분간 이어질 전망이다.

빅테크 중심의 데이터센터 관련 Capex 증가세가 이어지는 이상 반도체, 전력기기 등 Capex 수혜 분야의 상대적 강세도 지속될 전망이다. 미국 반도체 기업들의 경우 지속적인 이익 상향 조정으로 지금까지의 주가 상승에도 불구하고 밸류에이션의 추가 상승 여력도 남아 있다. 반면 빅테크 기업들의 상대적 부진은 이어질 가능성이 높다. Capex 상향 조정 흐름이 확인되면서 빅테크 기업들의 수익성 우려도 잔존해 있기 때문이다. 실적은 꾸준히 증가하고 있지만 아직까지 공격적 Capex로 인한 유의미한 성과는 확인되고 있지 않다. 메타도 실적 개선에도 불구하고 Capex 상향 조정 발표가 주가에 부정적으로 작용한 모습이다.

그림 1. 빅테크 기업들의 2026년 Capex 추정치 변화

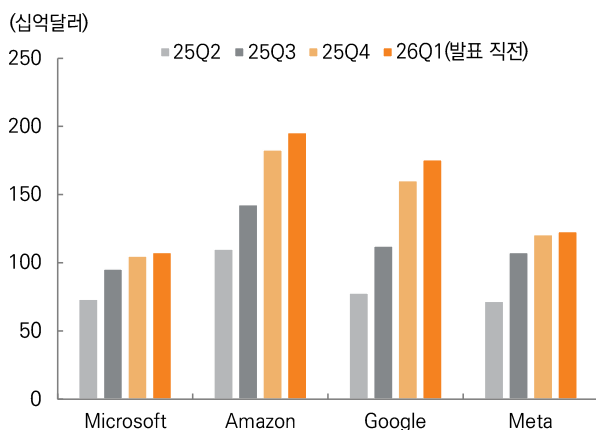
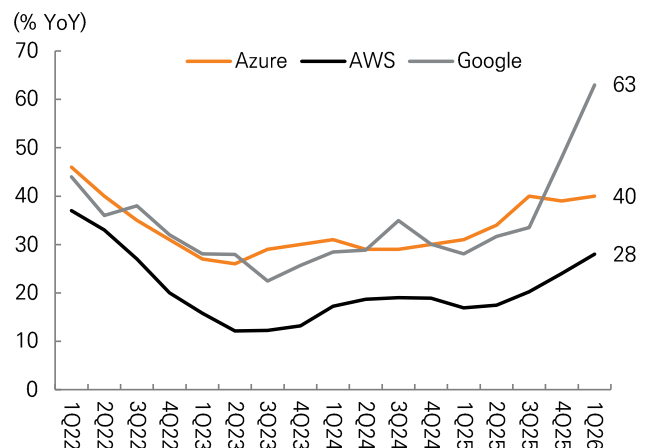


그림 2. 빅테크 기업들의 클라우드 매출 추이

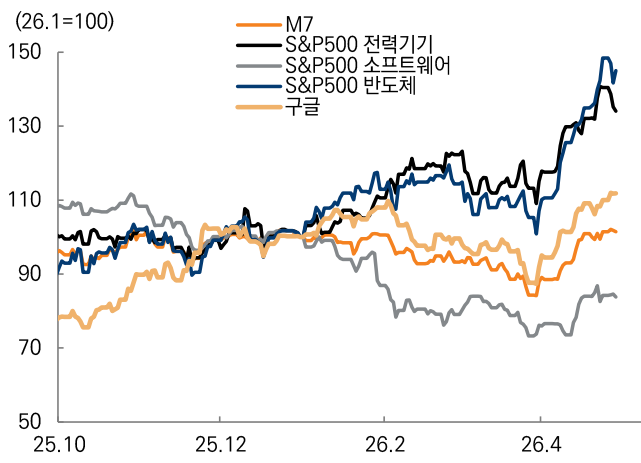


빅테크 중 구글은 예외다. 1분기 구글 클라우드 매출은 전년대비 63% 증가해 실적 증가율이 가속화되고 있기 때문이다. 클라우드 영업이익률도 33%로 전년(17.8%)대비 큰 폭으로 개선됐다. 수주 규모(Backlog)도 전분기 대비 2배 증가한 4,620억달러로 높아져 향후 실적 개선 속도도 기대해 볼 수 있다. 빅테크 내에서는 구글에 집중하는 전략이 유리하다.

잠재적 Capex 위험 점검: OpenAI의 수익성 우려 지속

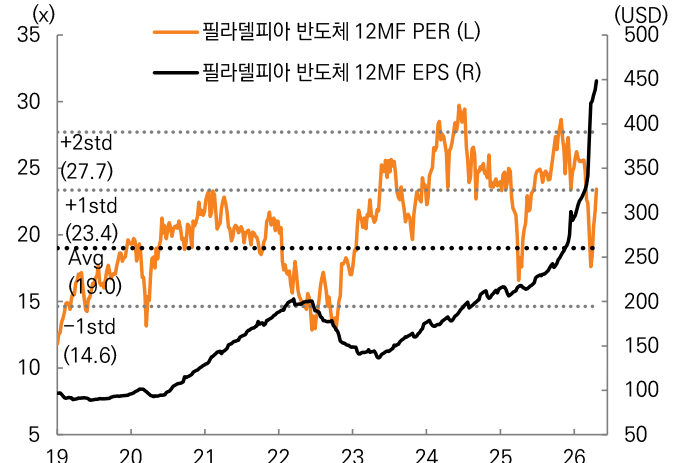
다만 빅테크들의 Capex 계획을 위협할 수 있는 잠정 요인들에는 유의할 필요가 있다. 우선 최근 OpenAI의 사업 모델의 지속성에 대한 우려가 다시 부각됐다. 이번주 OpenAI의 CFO는 매출이 더 빠르게 늘어나지 않으면 OpenAI가 체결한 컴퓨팅 컨트랙 비용을 지급하기 어려울 수 있다는 우려를 표명했다. OpenAI는 지금까지 회사의 성장에 필요한 데이터센터와 컴퓨팅 캐파를 확보하기 위해 약 6,000억달러에서 1조달러 규모의 계약들을 체결했는데, 해당 계약들의 집행 가능성에 대한 우려를 나타낸 것이다. 이에 OpenAI의 계약 의존도가 높은 Oracle, Coreweave와 같은 기업들의 주가도 타격을 받았다.

그림 3. 반도체, 전력기기 등 Capex 수혜 분야 상대적 강세



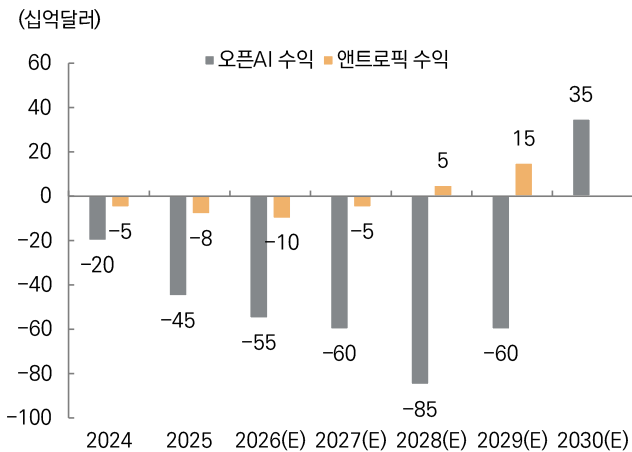
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 반도체 기업들의 PER 추이



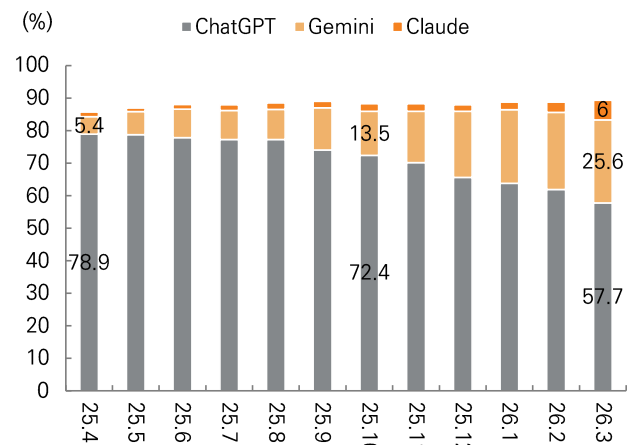
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. OpenAI 예상 매출과 Breakeven 추이



자료: WSJ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 생성형 AI 모델 점유율 추이



자료: similarweb, 미래에셋증권 리서치센터

OpenAI의 근본적인 문제는 지출에 비해 수익이 제한적이라는 점이다. 모델 트레이닝 비용으로 2028년까지 1,210억달러를 사용할 예정으로 현재 예상 흑자 전환 시점은 2030년으로 추정되고 있다. 2030년까지 다른 투자금을 유치한다면 계약을 제대로 이행할 수 있겠지만 투자금을 계속 성공적으로 유치할 수 있다는 보장은 없다. 반면 앤트로픽의 경우에는 트레이닝 비용이 2028년까지 300억달러 수준으로 상대적으로 적어 이르면 2028년에 흑자 전환도 가능하다. OpenAI의 주 수입원인 ChatGPT 사용자 수의 성장도 문제다. 이미 자체적으로 정한 2025년까지 10억명의 주간 액티브 사용자수를 목표를 미달했는데, Gemini와 앤트로픽에게 점유율도 내주고 있다.

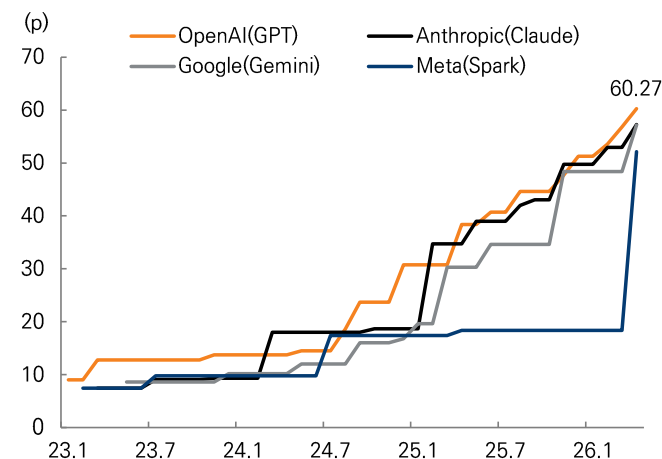
이와 같은 높은 지출과 예상보다 더딘 사용자수의 구조는 쉽게 개선되기 어렵다. 현재 OpenAI의 GPT-5.5(60.3) 모델이 성능 측면에서는 가장 뛰어나지만 라이벌 모델 대비 우위가 절대 독보적이지 않다. 구글의 최신 모델인 Gemini 3.1 Pro(57.2), Anthropic의 Claude Opus 4.7(57.3)과 치열한 경쟁을 하고 있고 메타도 Muse Spark(52.2) 출시를 통해 경쟁에 본격 뛰어들었다.

OpenAI가 펀딩 문제로 인해 약속한 계약들을 이행하기 어려운 상황에 놓일 경우 계약 의존도가 높은 Oracle, Coreweave 등의 기업에 직접적인 타격을 가할 수 있다. 특히 오라클의 경우 클라우드 수주 5,500억달러 중 약 70% 수준이 OpenAI와 연결됐다. OpenAI가 향후 지출을 줄이는 방향으로 나아가게 되면 데이터센터 인프라에도 영향을 줄 수 있다.

지방 정부의 규제 강화 조짐도 유의할 필요

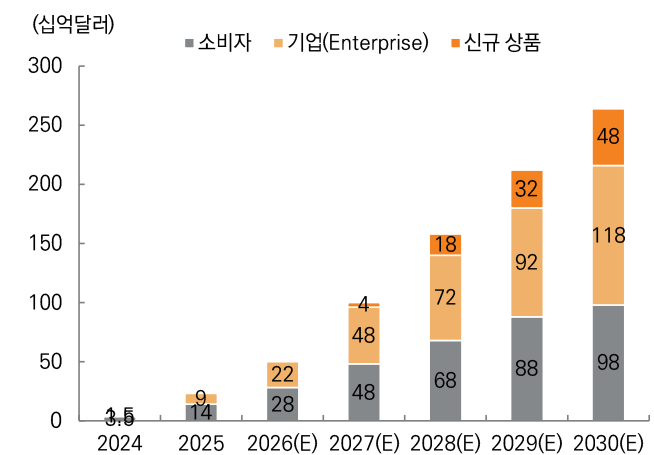
데이터센터에 대한 규제 리스크에도 유의할 필요가 있다. 중간선거를 앞두고 주 정부, 시 정부, County 정부 단에서 규제를 강화하려는 조짐을 보이고 있기 때문이다. 실제로 이번 달 메인주 의회는 미국내에서 처음으로 대규모 데이터센터 건설을 차단하는 안건을 통과시켰다. 20MW 이상 사용하는 신규 데이터센터의 건설을 18개월동안 금지하는 법안인데, 주 지사의 서명을 기다리고 있다. 지역 정부는 데이터센터의 허가, 사용 방식(전력, 수자원 활용 정도 등)의 기준 강화, 입지 제한 등으로 규제를 가할 수 있다.

그림 7. OpenAI와 라이벌 모델들의 성능 비교



자료: Artificial Intelligence Index, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OpenAI의 수익 구조



자료: WSJ, 미래에셋증권 리서치센터

지역 정부들은 데이터센터에 대해 점차 적대적으로 변하고 있는 여론을 반영하고 있다. 최근 여론조사에서는 유권자들의 정치적인 성향과 관계 없이 응답자들의 과반 이상이 거주하고 있는 커뮤니티 내 데이터센터 건설을 반대한다는 입장을 밝혔다. 민주당 유권자들의 78%, 공화당 유권자들의 56%가 반대 입장을 표명했다. 유권자들이 이처럼 데이터센터에 대해 반대하는 이유는 결국 생활고를 높인다고 인식하고 있기 때문이다. 반대 이유로 데이터센터 건설로 인해 더욱 높아지는 전력 비용, 제한된 수자원의 사용, 소음 문제가 꼽혔다. 기존에는 일자리 창출, 지역 조세 수입 등의 이유로 데이터센터 건설을 유치하려고 했지만 이제는 단점이 더 부각되기 시작한 모습이다.

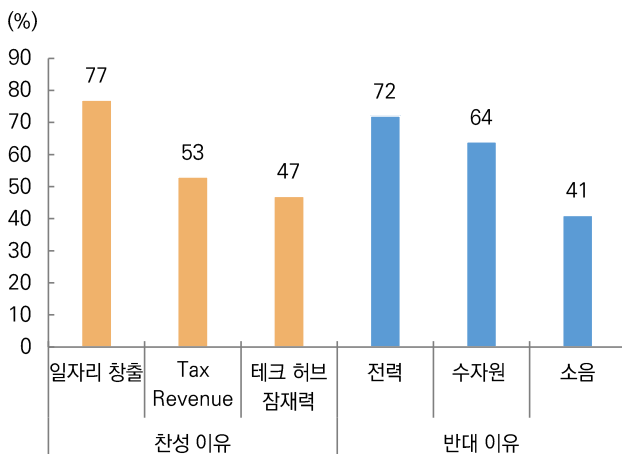
이와 같은 흐름을 감안할 때 가장 주목해야 하는 지역은 버지니아와 텍사스다. 현재 미국내 데이터센터 건설 활동의 상당부분이 이 2개주에 집중되어 있는데 버지니아에서 데이터센터 건설을 경계하는 흐름들이 부각되고 있다. 현재 버지니아 주 예산에 16억달러 규모의 데이터센터 건설 세제 혜택 연장에 반대가 거세지면서 예산 통과가 어려움을 겪는 중이다. 민주당 하원의원장도 AI 정책과 관련해 유권자들의 생활고에 신경쓰겠다는 방침을 발표한 만큼, 중간선거를 앞두고 데이터센터 규제 흐름에도 유의할 필요가 있다.

표 1. 지역 정부들의 데이터센터 건설 규제 조치

수단	조치 분야	주요 사례
건설 일시 중단	데이터센터 신규 개발 허가 접수·심사·건설을 한시적으로 중단	Morgan County (26.04): 데이터센터 개발 6개월간 중단 Oklahoma City (26.04): 신규 데이터센터 개발 신청 26년까지 중지 Aurora City (25.09): 데이터센터 건설 180일 유예
허가 절차 강화	허가를 위해 공영위·시의회 승인 등 추가 절차 의무화	Kansas City (26.01): 데이터센터 우선 허가 폐지, 시의회 승인 필수 Atlanta City (25.06): 모든 신규 데이터센터에 특별 사용 허가 의무화 Loudoun County (25.03): 데이터센터 건설에 공청회, 감독위 허가 필수
입지 규제	데이터센터 건설 가능 용도지역을 제한. 주거·상업지구 내 건설 금지	Linn County (26.03): 주거지와 1,000피트 이상 의무 이격 거리 설정 Kansas City (26.01): 데이터센터 건설과 관련해 용도 지역 제한 Atlanta City (24.09): 데이터센터 건설 가능 위치 제한 (주거, 상업 금지)
환경 및 운영 기준 강화	소음·진동·수자원· 에너지 소비 등에 상한 설정. 재생에너지 의무화	Aurora City (26.03): 규정 및 성능 기준(소음, 진동, 용수 소비 등) 준수 Linn County (26.03): 소음 제한, County와 용수 사용 계약 의무화 Calvert County (25.03): 냉방용수 사용량 제한, 친환경 발전기 의무화

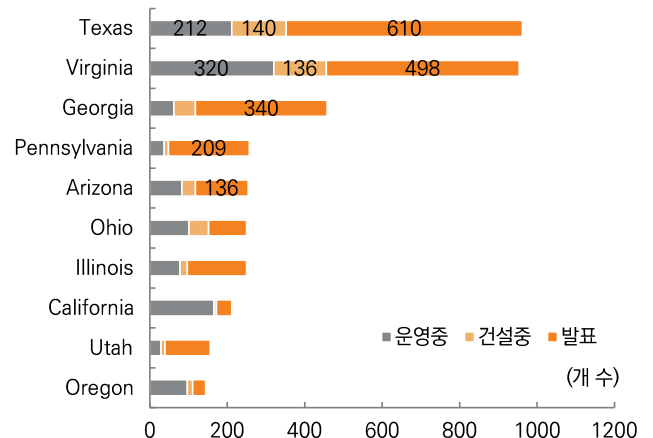
자료: 뉴스 취합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 데이터센터 건설 찬성, 반대 이유



자료: Quinnipiac Univ(3/30), 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 미국 데이터센터 유치 상위 10개 주



자료: aterio.io, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.