meritz Strategy Daily

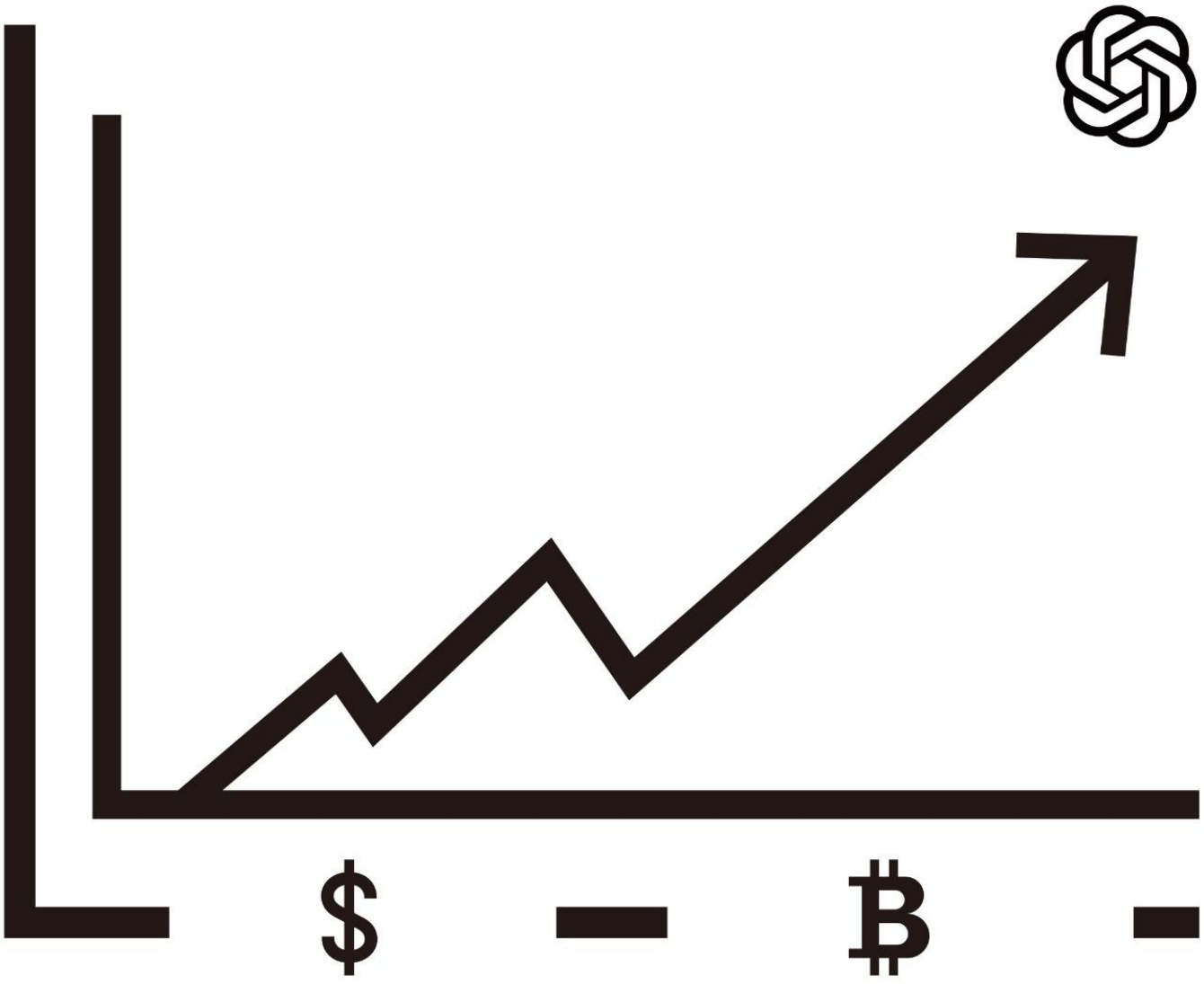
전략공감 2.0

2024. 10. 8 (화)

Strategy Idea
때로는 '소외'가 가장 큰 악재

오늘의 차트
한국의 물가상승률 1%대 진입, 유지가 가능할까?

칼럼의 재해석
과거보다 돈을 빨리 버는 AI 소프트웨어 스타트업들



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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea



투자전략
Analyst **이진우**
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

때로는 '소외'가 가장 큰 악재

- ✓ 한국은 왜 못 오르나? 실적 둔화로만 설명하기에는 한계
- ✓ 좀 더 현실적인 문제는 수급: 외국인과 개인으로 양분된 시장. 버팀목이 없다
- ✓ 종목 선택, 좋든 싫든 외국인 영향력 높은 기업에서 골라야: 1) 역발상, 2) 추세추종

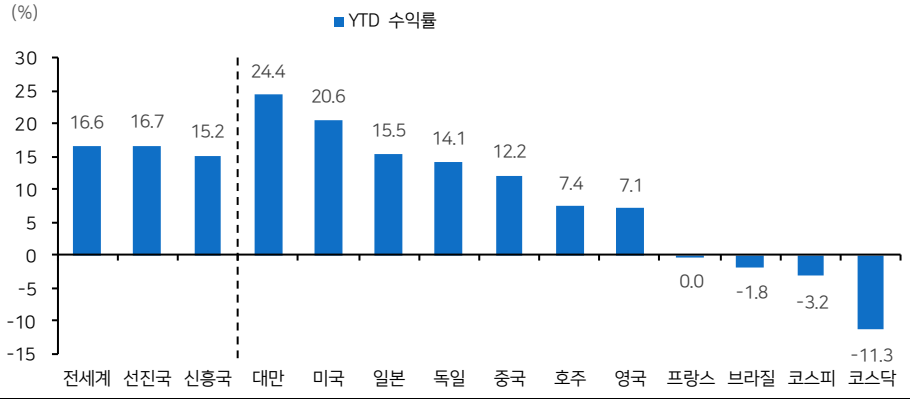
한국은 왜 못 오르나?

한국, 무엇이 문제인가?

답답함이 우리 시장의 가장 큰 문제다. 크게 오르지도 내리지도 못하는 흐름이 반복되고 있기 때문이다. 답답함의 배경을 명쾌히 설명하기도 어렵다. 어쩌면 글로벌 시장에서 우리 시장이 소외된다는 설명이 더 현실적일 정도다. 기업 실적과 같은 펀더멘털의 훼손이나 미국기업과 같은 밸류에이션의 과함도 없다.

올해 전세계 평균 수익률은 16.6%이다. 아시아권 국가로 좁혀보면 대만 24%, 일본 16%, 중국 12%과도 차이가 난다. 물론 나라마다 배경과 동선은 각기 다르다. 중국은 최근의 급등세가 반영된 결과이고, 일본은 7월이후 부진한 모습이 수익률에 가려져 있긴 하다. 그럼에도 한국의 수익률이 유독 부진해 보이는 것은 필자만의 느낌은 아닐 것이다. 우리 시장은 어디에 문제가 있을까? 추론해 보자면, 1) 지수 부진과 별개로 개별기업의 성과는 차별화되고 있지만, '모멘텀' 부족은 여전하다는 점, 2) 외국인 이탈로 인한 시장 수급 공백이 장기화되고 있는 점이 배경인 듯하다. 실적과 같은 펀더멘털 망가짐이 아니라면 버티는 것 외에 답이 없는 시기다.

그림1 **주요 지역별, 국가별 연초 이후 주가 성과: 한국은 가장 하위권**



주: 2024.10.4 종가 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

내년 이익 둔화 선반영? 보수적 가정해도 설명하기 어려워

우리 시장은 내년의 실적을 선반영 했기에 지금 주가가 부진한 것일까? 이러한 논리가 성립되기 위해서는 내년 실적이 크게 훼손 되어야 성립될 수 있다.

작년 코스피 연간 순이익은 106조원, 올해는 188조원 예상, 내년은 233조원으로 예상되어 있는데, 작년부터 이러한 흐름을 선반영 했더라도 올해 마이너스(-)의 수익률을 보일 정도의 실적은 아니기 때문이다. 이익 레벨로 판단하더라도 그렇다. 2021년 코스피 순이익 190조원(일회성 이익 제거 시 175조원) 당시 코스피는 3,300선까지 상승했는데, 지금은 그 이상의 이익레벨에도 지수는 2,600에 머물고 있기 때문이다. 2000년 이후 코스피는 이익의 증분 혹은 레벨을 반영해 온 시장이었던 것을 감안하면 이례적인 흐름이다.

만약 내년 예상 순이익이 230조원대가 아닌 현재와 유사한 190조원대로 하향 조정되는 것을 반영한 결과일까? 이 경우 당사가 추정하고 있는 코스피의 최소한의 적정가치는 2,500선 중반이다(ROE 8.5%, COE 3.2% 가정). 내년 기업실적의 성장이 없다는 가정을 해도 현재의 수가 수준을 크게 밑돌기 어렵다는 얘기다.

생각해 볼 것은 내년 실적이 올해보다 크게 악화될 가능성은 충분히 있는 가이다. 반도체가 올해 턴어라운드를 시작했는데, 다시 큰 폭의 업황 악화가 시작된다면 가능한 얘기일 수 있겠으나, AI향 반도체마저 둔화가 현실화되어야 가능한 시나리오이다.

이 밖에 자동차, 은행 등 주력 산업이 크게 부진할 가능성 보다는 현 수준 유지가 되거나 오히려 개선되는 업종이 많아질 수 있다. CMO를 중심으로 한 제약/바이오를 비롯, 2차전지 및 시크리컬 산업은 소폭이나마 개선 가능성에 무게가 실린다. 내년 실적의 성장률 둔화 가능성은 존재하더라도 이익의 역성장 가능성은 적다는 뜻이다.

둘 중 하나다. 시장의 내년 실적 추정이 과대평가 됐거나, 시장이 시차를 두고 실적에 수렴되는 경우다. 필자는 여전히 후자의 가능성을 높게 보고 있다.

표1 코스피 연간 수익률 & 연간 순이익 및 성장률: 코스피는 이익의 성장을 충실히 반영해 나가는 경향. 올해는 이례적

(조원)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
연간 수익률 (%)	-50.9	37.5	-9.5	29.2	10.5	54.0	4.0	32.3	-40.7	49.7	21.9	-11.0	9.4
코스피 지배주주 순이익	-3.6	6.5	23.4	23.5	54.7	56.6	52.5	62.3	34.6	53.7	91.3	85.9	82.2
지배주주 순이익 성장률 (% YoY)	적자축소	흑전	258.5	0.7	132.5	3.3	-7.2	18.7	-44.5	55.3	70.0	-6.0	-4.3
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
연간 수익률 (%)	0.7	-4.8	2.4	3.3	21.8	-17.3	7.7	30.8	3.6	-24.9	18.7	-3.2	
코스피 지배주주 순이익	66.4	75.3	89.3	95.4	142.7	130.2	71.2	84.8	190.4	159.6	105.5	188.3	233.7
지배주주 순이익 성장률 (% YoY)	-19.2	13.3	18.6	6.9	49.5	-8.8	-45.3	19.0	124.6	-16.2	-33.9	78.6	24.1

주: 2024년 연간수익률은 10월 4일 YTD 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

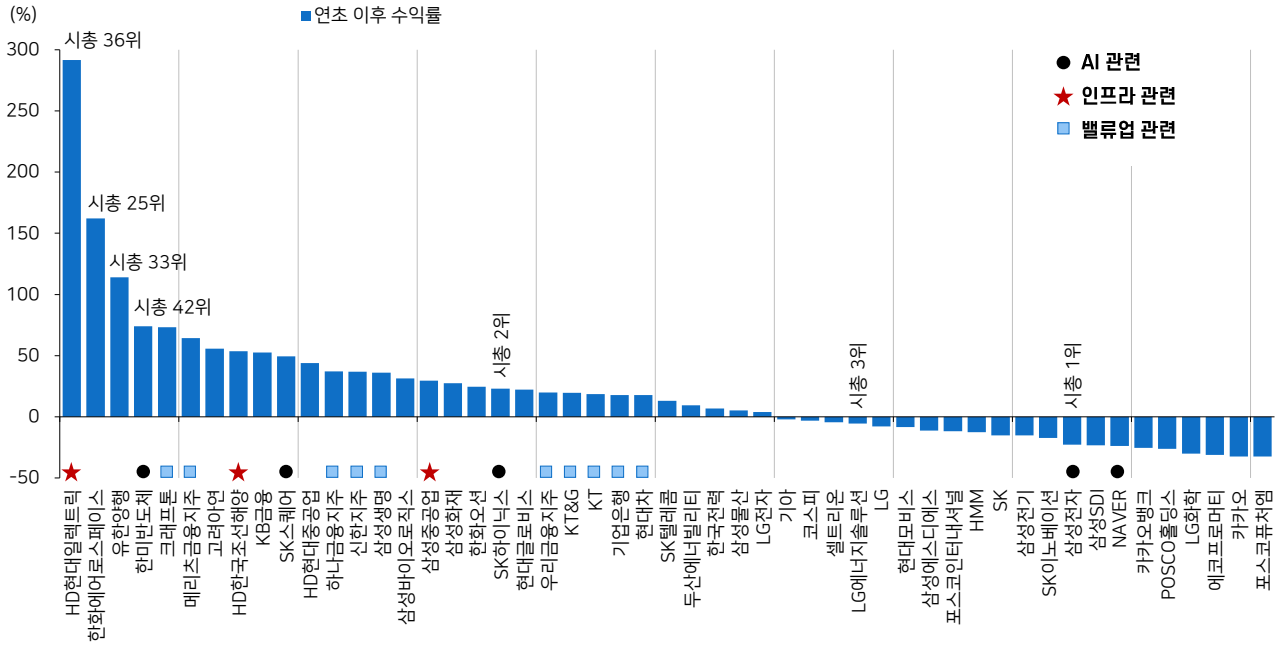
삼성전자 등 반도체 대표주 부진이 시장 수익률 둔화의 원인임은 분명

시가총액 상위 종목의 흐름을 보면, 우리 시장의 부진에는 반도체 부진이 한 몫을 하고 있는 것은 부인할 수 없다. 상반기 주도주는 크게 3분류(AI, 인프라, 밸류업) 였는데, 이 중 하반기 달라진 것은 반도체 성과가 크게 후퇴한 것뿐이다. 특히 시가총액 1등의 삼성전자가 연초 이후 마이너스(-)수익률로 전환되며(8~9월 2개월간 성과 -26.7%) 코스피 부진에 직접적인 영향을 미쳤다. 반면 HD현대일렉트릭은 여전히 압도적인 성과를 유지하고 있고, 밸류업에 진심인 기업도 성과 상위에 포함되고 있다. 인프라, 밸류업 기업 비중이 높았다면 수익률은 코스피와 달랐을 것이다.

하반기 들어 성과 상위 기업 리스트 중에 달라진 것은 방산, 바이오 기업이 추가된 것이고, 여기에 최근에는 성과 Laggard 기업이었던 2차전지 마저 반등이 진행중이다. 결국 남은 것은 삼성전자는 비롯한 반도체 대표주, IT S/W이다.

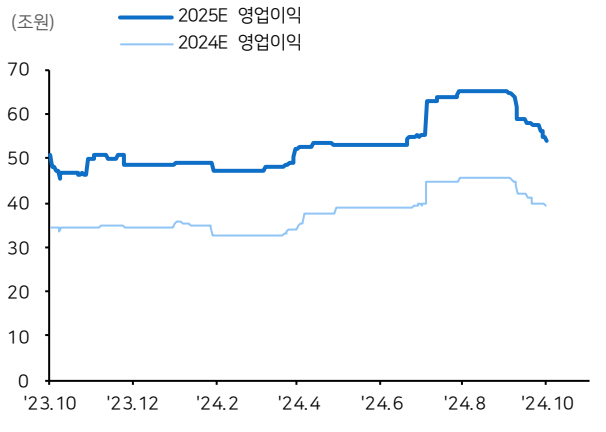
이들은 결국 남은 하반기 수익률의 변수가 될 기업들이라 본다. 연말까지 이들의 차별적인 부진은 지속될 것인지, 캐치 업에 나설 것인지가 중요할 수 있다. 캐치 업에 나선다면 실적에 대한 걱정을 충분히 반영했거나 내년에 대한 기대가 살아나야 한다. 필자는 이들 기업의 이번 3분기 실적에 대한 시장의 눈높이는 충분히 낮아진 것으로 판단한다. 예상보다 선방한 실적이 나온다면 연말까지 반등의 명분이 생겨날 수 있는 시점이 아닐까 한다.

그림2 코스피 시가총액 상위 50위 연초 이후 수익률: 상반기는 AI, 인프라, 밸류업 + 하반기는 AI부진 속 방산, 바이오 선전



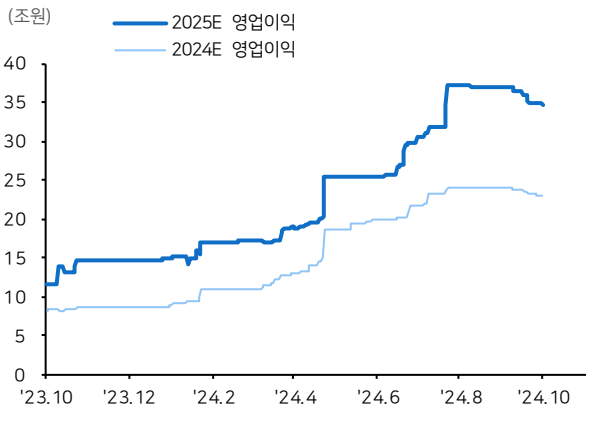
주: 10월 4일 YTD 수익률 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자 올해 & 내년 영업이익 컨센서스



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 올해 & 내년 영업이익 컨센서스



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

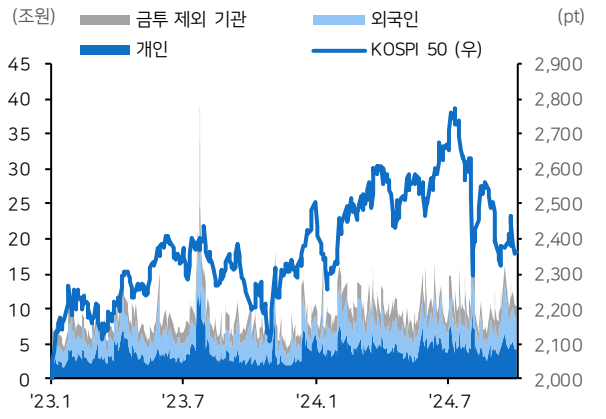
우리 시장의 좀 더 현실적인 문제는 '수급'

좀 더 현실적인 이야기: 수급

기업의 좋고 나쁨, 주가의 과함과 부족함에 대한 논란이 격렬하다면 차라리 위안인 듯 싶다. 지금은 이에 대한 논쟁 자체가 부족하다. 수급의 공백이 절실하게 느껴진다. 거래대금의 추세적 감소는 1차적인 현상이고, 수급의 주체가 외국인, 개인 투자자만 남아있는게 우리 시장의 2차적 문제점이다. 외국인 이탈 시 수급 공백의 효과가 더 파괴적으로 나타난다는 의미다.

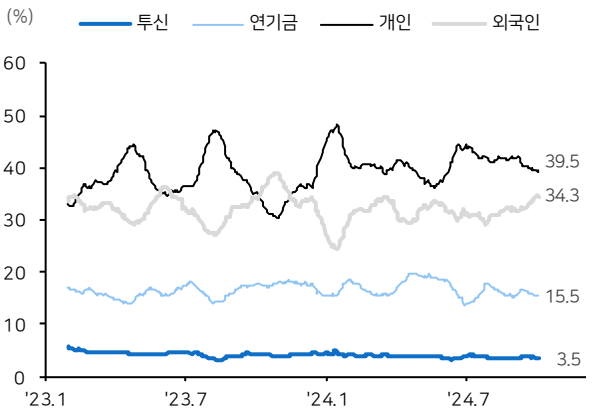
코스피 시가총액 상위 50위 기업과 코스닥 시장을 들여다보면, 매매비중(매수+매도 금액 합계 내 비중)측면에서 코스피는 외국인과 개인으로 양분되어 있고, 기관 투자자의 시장 버팀목 역할은 기대하기 어려워지고 있다. 특히 금융투자를 제외한 실질 기관투자자 비중을 추산했을 때 더욱 두드러진다. 개인은 약 40%, 외국인은 34%인 반면 연기금과 투신권은 각각 15.5%, 3.5%에 머물고 있고, 최근 그 마저 더 하락하고 있다. 외국인 이탈 시 견고한 수급 여건을 기대하기 어렵다는 의미다.

그림5 KOSPI 50 및 주체별 매매금액



주: 매매비중 = 해당주체의 매수 + 매도대금 합계로 추산
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

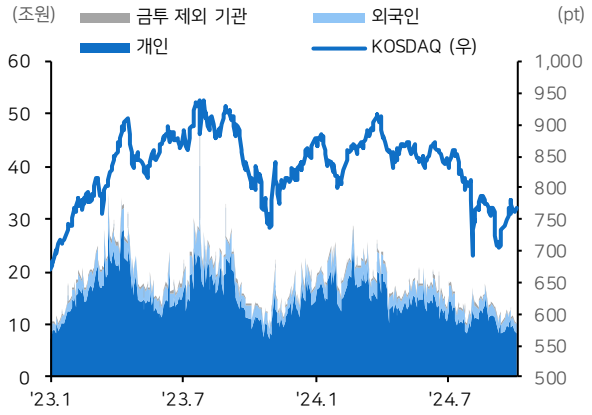
그림6 KOSPI 50 주요 주체별 매매비중 추이



주: 20일 이동평균
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

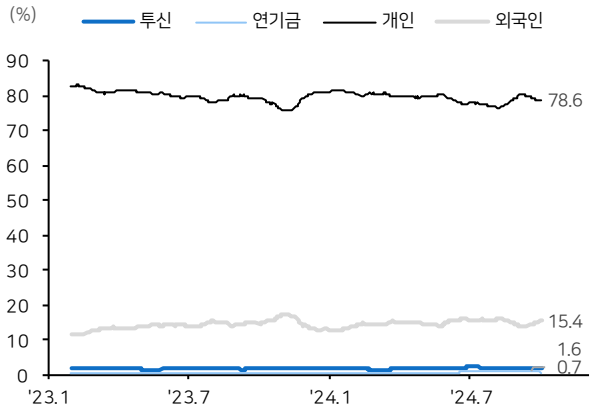
코스닥은 점입가경이다. 개인투자자의 매매비중이 80%에 육박하는 것은 어제 오늘의 일은 아니지만, 주요 주체별 절대 거래대금(매수+ 매도금액으로 추산)이 빠르게 감소하고 있다는 점이다. 거래대금은 수익률에 후행한다는 점을 감안해도 급격한 거래공백은 코스닥의 또 다른 문제점이다.

그림7 KOSDAQ 및 주체별 매매금액



주: 매매비중 = 해당주체의 매수 + 매도대금 합계로 추산
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 KOSDAQ 주요 주체별 매매비중 추이



주: 20일 이동평균
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

종목 선택은 결국 외국인 영향력이 높은 범주에서 골라야 할 것: 1) 역발상: 외국인 매도가 집중된 단기간 기업, 2) 추세추종: 외국인 지분확대 지속 기업

좋든 싫든 외국인 영향력 높은 종목에서 선택해야

수급 공백기 속 업종 & 종목 전략은 좋든 싫든 외국인 영향력이 높은 종목을 매매해야 한다는 것이다. 주도수급이 존재하기에 방향의 연속성을 지니고 있기 때문이다. 전략은 두 가지다. 첫 번째는 역발상 측면에서 외국인 매도가 단기간에 집중된 기업이고(외국인 수급 개선 관점), 두 번째는 최근 외국인 이탈에도 변함없이 지분율을 꾸준히 늘린 기업이다.

주가 하락이 본격화된 7월 이후로 시가총액 상위 50개 기업을 살펴보면(코스피+코스닥), 전자의 경우(시가총액 대비 순매도 강도 2% 이상 + 지분율 2%p 이상 하락) 삼성전자, SK하이닉스, LG화학이 해당되고, 후자의 경우(시가총액 대비 순매수 강도 1% 이상 + 지분율 1%p 이상 상승) 삼성바이오로직스, 알테오젠, 삼성생명, LG전자, 크래프톤, HD한국조선해양 등이 꼽히고, 지분율 상승이 가장 드라마틱했던 기업은 한화에어로스페이스가 해당된다.

표2 시가총액 상위 50위(코스피 + 코스닥) 기업의 외국인 수급 강도 및 지분율 변화

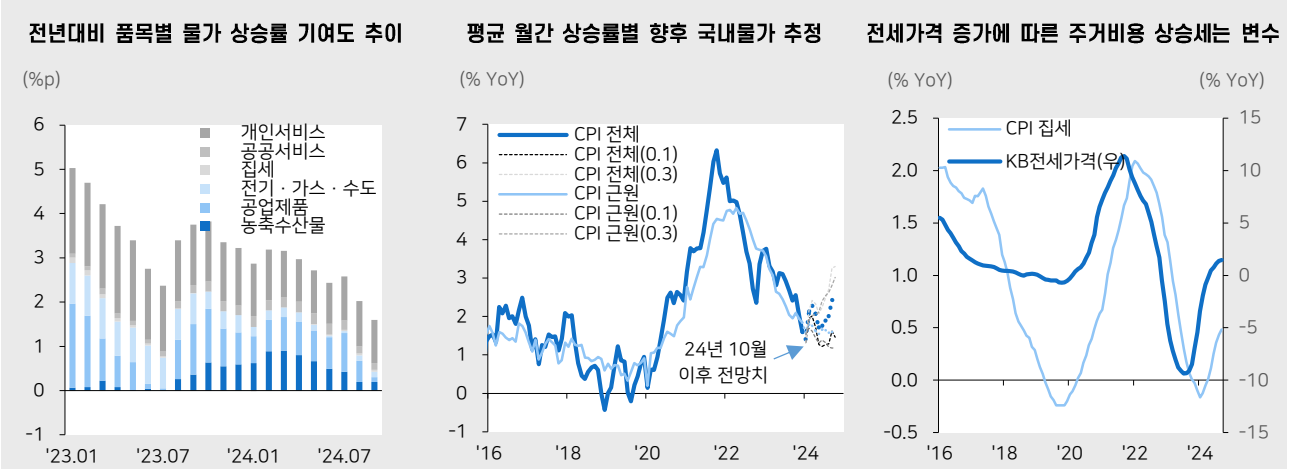
	코드	기업명	수익률 (YTD) (%)	시가총액 (억원)	거래대금 비중 (연초 이후, %)				외국인 수급 변동 (7월 이후)		
					투신	연기금	개인	외국인	누적 순매수대금 (억원)	누적 순매수 강도 (%)	외국인 지분율 변동 (%p)
1	A005930	삼성전자	-22.80	3,617,688	1.0	30.6	29.6	30.4	-83,696	-2.31	-2.19
2	A000660	SK하이닉스	23.04	1,267,452	1.3	14.7	36.8	38.9	-28,681	-2.26	-2.13
3	A373220	LG에너지솔루션	-5.61	944,190	5.1	15.4	44.5	23.9	2,652	0.28	0.18
4	A207940	삼성바이오로직스	31.45	711,028	3.0	5.8	42.1	37.2	9,441	1.33	1.30
5	A005380	현대차	17.69	501,552	1.5	15.4	43.2	31.4	1,888	0.38	0.44
6	A068270	셀트리온	-4.37	418,200	2.0	8.1	59.3	20.9	-1,331	-0.32	-0.14
7	A000270	기아	-2.00	391,861	1.4	13.8	40.6	36.0	-5,962	-1.52	-1.47
8	A105560	KB금융	52.68	325,054	2.4	9.4	19.2	58.5	-1,053	-0.32	1.55
9	A005490	POSCO홀딩스	-26.13	304,884	1.6	12.0	60.6	18.2	1,533	0.50	1.08
10	A055550	신한지주	36.74	279,657	2.2	8.7	16.1	59.5	1,611	0.58	0.64
11	A035420	NAVER	-23.79	274,459	1.8	12.5	48.0	29.9	-4,338	-1.58	-0.84
12	A006400	삼성SDI	-23.41	248,584	1.8	10.7	51.9	27.8	-3,339	-1.34	-1.38
13	A051910	LG화학	-30.16	246,014	2.3	13.0	36.3	38.7	-5,503	-2.24	-2.11
14	A028260	삼성물산	5.10	241,964	3.3	10.6	32.1	43.4	660	0.27	0.36
15	A012330	현대모비스	-8.44	201,799	3.1	10.7	31.2	42.8	361	0.18	0.34
16	A196170	알테오젠	261.42	189,209	0.9	2.5	70.8	18.6	4,281	2.26	2.85
17	A032830	삼성생명	36.03	188,000	3.4	8.9	27.2	45.7	1,908	1.02	1.02
18	A003670	포스코퓨처엠	-32.45	187,848	1.8	10.2	64.9	17.0	418	0.22	0.35
19	A138040	메리츠금융지주	64.30	185,189	3.7	5.7	36.0	32.4	-402	-0.22	-0.38
20	A247540	에코프로비엠	-36.32	179,368	1.5	1.9	70.5	16.8	894	0.50	0.36
21	A066570	LG전자	4.03	173,303	1.7	10.8	52.8	26.7	4,609	2.66	2.82
22	A086790	하나금융지주	37.10	170,908	2.8	9.3	24.9	49.7	-3,618	-2.12	-0.98
23	A329180	HD현대중공업	43.80	164,674	4.0	6.6	45.0	30.5	1,623	0.99	1.03
24	A035720	카카오	-32.41	162,775	1.6	10.2	54.3	22.8	-1,265	-0.78	-0.83
25	A259960	크래프톤	73.30	160,694	2.9	7.1	36.6	37.5	3,270	2.04	2.12
26	A010130	고려아연	55.82	160,657	3.8	7.9	48.1	24.0	483	0.30	-0.55
27	A000810	삼성화재	27.38	158,706	2.9	8.9	15.4	60.3	-1,054	-0.66	-0.62
28	A012450	한화에어로스페이스	162.05	153,836	1.4	8.2	58.7	26.5	1,380	0.90	5.69
29	A033780	KT&G	19.56	135,405	3.7	7.0	20.4	50.6	1,228	0.91	1.28
30	A009540	HD한국조선해양	53.68	131,496	2.2	8.7	45.4	32.4	2,054	1.56	1.31
31	A015760	한국전력	6.88	129,677	3.5	9.9	50.1	23.6	308	0.24	0.21
32	A011200	HMM	-12.67	128,086	1.5	5.9	57.6	26.5	1,226	0.96	0.29
33	A003550	LG	-7.80	124,582	3.2	7.9	20.1	54.3	-144	-0.12	-0.29
34	A017670	SK텔레콤	13.17	121,786	2.1	7.8	34.1	46.8	1,403	1.15	1.21
35	A086520	에코프로	-30.76	119,292	0.7	0.4	77.0	17.8	1,266	1.06	1.08
36	A000100	유한양행	114.10	118,148	0.7	5.7	76.2	13.4	1,112	0.94	1.17
37	A018260	삼성에스디에스	-11.35	116,608	4.8	10.7	26.6	41.8	264	0.23	0.35
38	A267260	HD현대일렉트릭	291.73	116,072	1.9	4.1	51.8	36.1	1,263	1.09	1.32
39	A316140	우리금융지주	19.92	115,770	2.0	7.1	35.3	39.1	2,297	1.98	1.91
40	A028300	HLB	69.23	112,507	0.2	0.3	78.2	18.9	112	0.10	0.23
41	A034020	두산에너빌리티	9.50	111,522	0.8	6.5	71.4	16.0	-156	-0.14	-0.62
42	A024110	기업은행	17.88	111,480	1.8	5.6	47.0	31.8	-634	-0.57	-0.67
43	A096770	SK이노베이션	-17.18	111,245	2.3	10.1	58.0	20.0	726	0.65	0.54
44	A034730	SK	-15.11	109,552	3.0	12.1	50.7	25.4	-29	-0.03	0.10
45	A402340	SK스퀘어	49.43	105,913	2.0	5.0	19.6	61.3	546	0.52	0.58
46	A042700	한미반도체	74.07	104,171	1.0	0.9	73.8	20.6	-2,082	-2.00	-1.62
47	A030200	KT	18.60	102,825	3.0	11.3	27.2	44.1	1,267	1.23	1.28
48	A323410	카카오뱅크	-25.44	101,355	1.6	6.1	53.2	27.5	194	0.19	0.18
49	A009150	삼성전기	-15.21	97,027	3.1	12.2	48.8	26.4	1,234	1.27	0.89
50	A047050	포스코인터내셔널	-11.86	96,758	0.8	5.5	75.9	14.1	318	0.33	0.35

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

윤여삼 연구위원

한국의 물가상승률 1%대 진입, 유지가 가능할까?



주: 두 번째 그래프 범례 괄호는 추정에 사용된 평균 월간 상승률. 파란 곡선의 점선은 올해 평균 월간 상승률 적용
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

43개월만에 가장 낮은 수치를 기록한 국내 소비자물가 상승률

9월 국내 소비자물가 상승률이 전년동월비 +1.6%를 기록하면서 43개월만에 가장 낮은 상승률을 보였다. 근원물가 상승률은 +1.8% YoY에 그치며 25개월만에 최저치를 기록했다. 소비자물가의 하락 대부분 상품물가 하락에서 비롯되었으며 이중 농축수산물과 공업제품(석유)의 기여도가 줄어든 것이 주요 원인이었다.

지속해서 1%대의 물가상승률을 유지하기는 어려울 것으로 판단

내수부진과 기저효과로 10월 헤드라인 CPI는 1%중반 내외의 낮은 수준이 유지되겠지만 내년 상반기에 2%중반까지 반등할 것으로 보인다. 크게 1)유가 & 수입물가 기저효과, 2)집세 상승세 전환, 3)전기료와 가스비의 인상을 근거로 들 수 있다. 원화절상과 유가안정 기조로 물가안정 기대가 높았지만, 미국의 통화정책 기대 변화와 중동 분쟁 격화로 원화가치와 유가의 불확실성이 커진데다 작년 4분기 해당 지표들의 기저효과를 고려한다면 추가적인 물가하락을 기대하기 어렵다.

집세와 공공요금의 본격적인 상승 가능성이 높아진 상황

부동산PF사태와 전세사기 이후 구조조정이 진행되면서 전세 매물 품귀 현상이 발생하였고, 기존 세입자들은 주거비용이 올라도 계약을 연장하는 악순환이 발생하고 있다. 따라서 작년의 낮았던 주거비용 기저효과에 더해 집세의 상승폭이 내년 물가상승률의 변수가 될 것이다. 지난 8월 인상된 가스비의 부담 반영과 그동안 동결하던 전기료의 4분기 인상 예고 역시 또다른 변수들이다.

헤드라인 CPI의 재반등은 속도감 있는 금리인하 제한할 것

국내 물가상승률이 예상보다 빠르게 낮아지면서 실질금리는 금융위기 이후 가장 높은 수준인 1.90%였다. 때문에 향후 헤드라인 CPI의 재반등은 통화정책 결정에 영향을 미칠 수 있다. 월간 상승률 0.2%를 적용하면 헤드라인 CPI는 내년 상반기 2%대로 회귀할 수 있다. 주거비용과 공공요금 인상에 따른 물가저항으로 시장 일부에서 기대하는 속도감 있는 금리인하는 제한될 가능성이 높다. 한은의 11월 연속 인하는 가능성이 낮을 것으로 판단된다.

칼럼의 재해석

황수욱 수석연구원

과거보다 돈을 빨리 버는 AI 소프트웨어 스타트업들 (Financial Times)

AI 스타트업들이 과거 소프트웨어 회사들보다 훨씬 빠르게 돈을 벌어들이고 있다. 핀테크 그룹 Stripe의 분석에 따르면, AI 스타트업들은 첫 판매 후 평균 15개월 만에 연간 매출 천만 달러를 달성했으며, 이는 이전 세대의 SaaS(서비스형 소프트웨어) 기업들이 달성하는 데 걸린 33개월보다 빠르다. 또한 AI 스타트업들은 20개월 만에 연 매출 3천만 달러를 달성했는데, 이는 과거 SaaS 기업들보다 5배 더 빠른 속도다.

AI 스타트업들이 빠르게 성장하는 이유로는 고객들이 기꺼이 비용을 지불할 용의가 있는 실험적인 제품들을 빠르게 개발하는 능력과 글로벌 수요가 꼽힌다. Stripe에 의하면 '18년 SaaS 기업들의 글로벌 매출 비중은 36%~40%에 머무른 반면, AI 스타트업들의 경우 매출의 56%가 해외에서 발생하고 있다. 이는 과거 SaaS 사이클 대비 AI 기능에 대한 글로벌 수요가 더 강함을 의미한다.

다만 AI 기업들은 상당한 컴퓨팅 인프라 비용을 필요로 하기 때문에 수익성에 대한 우려도 제기되고 있다. 일례로, OpenAI는 ChatGPT를 통해 연간 약 36억 달러의 매출을 올리고 있지만, 모델 훈련에 필요한 비용으로 연간 50억 달러 이상을 소모하고 있다.

반도체 주가 흐름을 따라잡은 소프트웨어 주가

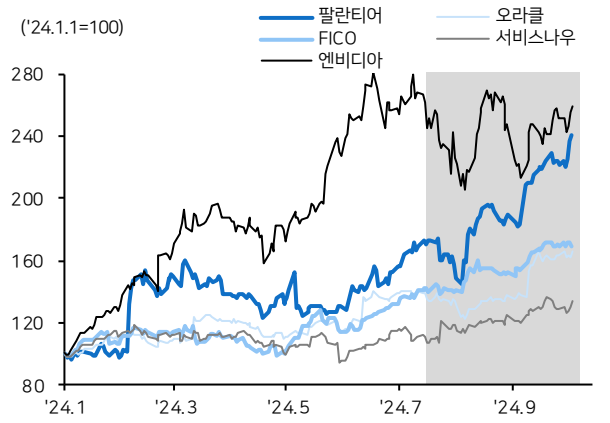
반도체 주식이 횡보하던 새 상승한 소프트웨어 기업들

연초 이후 IT 산업 내에서 반도체와 소프트웨어 간의 차별화 흐름이 발생했으나, 7월을 기점으로 흐름이 바뀐 듯 보인다. 7월 이전까지는 S&P500 반도체 산업의 주가의 상승세가 소프트웨어 기업 대비 가팔랐는데, 7월을 기점으로 소프트웨어 기업들의 주가 상승이 두드러진다.

그 배경은 과거 IT 사이클에서의 하드웨어 → 소프트웨어 흐름 기대 작용

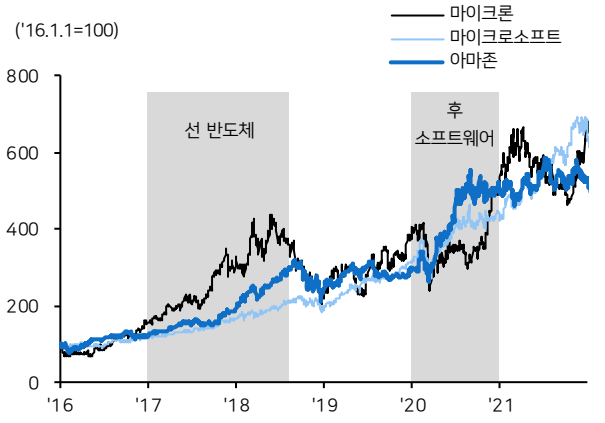
소프트웨어 기업들이 언더퍼폼 국면에서 벗어난 배경은 '16년의 사례와도 연관지을 수 있다. '16년에도 테크 사이클 당시에도 하드웨어 기업들의 주가가 '17년-'18년에 먼저 상승한 후 '20년에 소프트웨어 기업의 주가가 후행하여 상승했다. 현재의 흐름으로 미루어보아, 반도체 기업들이 전고점을 돌파를 시도하고 있는 가운데, '16년처럼 소프트웨어 기업들의 주가가 상승하지 않을 지에 대한 기대감이 발생하고 있는 듯 하다. 과거와 같은 소프트웨어의 추세적 상승 여부를 판단하기 위해서는 과거 소프트웨어의 아웃퍼폼 시기와 현재의 상황을 점검할 필요가 있다.

그림1 연초 이후 엔비디아 및 소프트웨어 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '16년-'22년의 반도체 및 소프트웨어 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

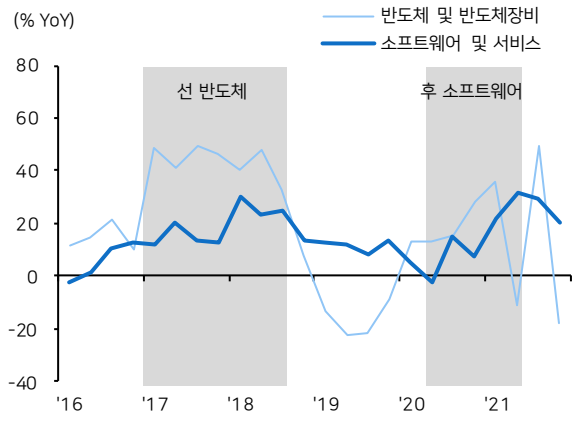
과거 소프트웨어의 아웃퍼폼은 EPS 아웃퍼폼 시기와 맞물려

과거 사이클에서는 EPS 아웃퍼폼 여부가 하위산업 아웃퍼폼을 결정

'16년 사이클 당시, 소프트웨어 주가가 아웃퍼폼하기 시작한 시기는 소프트웨어 산업의 EPS가 상승하기 시작했을 때였다. '17년-'18년에 반도체 산업의 EPS 상승률이 스마트폰 반도체 탑재량을 바탕으로 급격한 상승을 보이던 때 반도체 기업들의 주가가 상승했다. 이후 '20년-'21년에는 소프트웨어 산업의 EPS가 클라우드 시장의 성장세에 기반해 상향되며 소프트웨어 기업들의 주가가 아웃퍼폼했다.

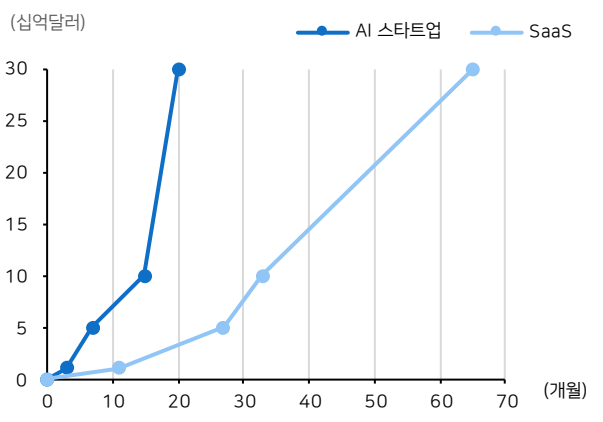
현재의 AI 소프트웨어 수요는, 소프트웨어 비중이 높은 AI 스타트업의 매출을 통해 이를 일부 엿볼 수 있다. '18년도 SaaS 사이클 초기에는 SaaS 스타트업 기업이 매출 천만 달러를 달성하는데 약 33개월이 소요되었다. 현재 AI 스타트업이 동일 매출을 달성하는 데 소요되는 기간은 15개월로, 수익화에 대한 기대감이 커지고 있다. 그렇다면 이러한 기대감이 상장기업으로까지 확산될 수 있을까?

그림3 '16년-'21년 IT 하위 산업별 EPS YoY 추이



자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림4 AI 스타트업 및 SaaS 기업들의 매출 창출 속도



주: '18년, '24년에 매출 중위값을 기록한 스타트업 기준
자료: Stripe, 메리츠증권 리서치센터

현재 상장기업은? AI 프로젝트는 많지만 이익은 아직

IT 섹터 내에서 신고가 갱신 중인 기업들은 소프트웨어 중심

9월 둘째주 이후 52주 신고가를 기록한 IT 기업들 중 절반은 소프트웨어 기업들이다. 이는 상장기업에서도 소프트웨어 모멘텀에 대한 기대가 발생하고 있음을 의미한다. 신고가를 갱신 기업들 중 S&P500의 YTD 수익률(10/4일 기준 21.3%)을 아웃퍼폼한 기업들은 오라클(ORCL), 페어 아이작(FICO), 팔란티어(PLTR), 서비스나우(NOW) 정도로 추릴 수 있다 <표1>.

많은 AI 서비스 출시되었으나, 아직 수익화 가시화는 X

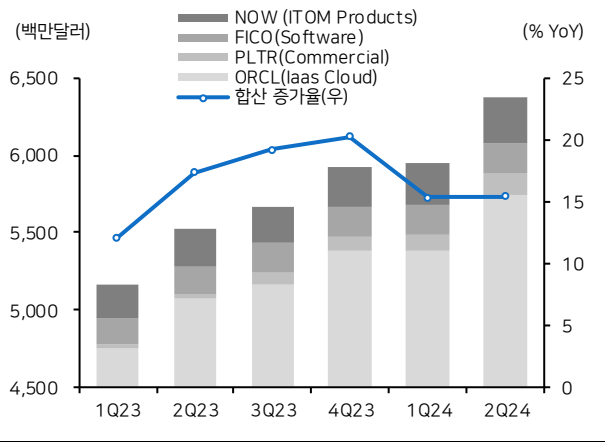
이들의 공통점은 AI를 활용한 소프트웨어 서비스를 제공하고 있다는 점이다. 대표적으로 오라클은 어플리케이션 개발 지원 프로그램인 'AI 코드 어시스트'를 비롯한 AI 에이전트를 50개 이상 제공 중이며, 페어 아이작은 사기 탐지 자동화 기능을 담당하는 Falcon Fraud Manager를 출시했다 <표2>. 다만 다양한 프로젝트 출시에도 불구하고 상기 기업들의 AI 관련 사업부의 전년대비 순이익 증가율은 '23년 4분기 20%를 넘어서지 못하고 있는 15%를 기록 중이다. 즉 아직까지 AI 프로젝트들의 이익 기여도가 크지 않은 상황이라고 할 수 있다.

표3 9월 둘째주 이후 IT산업 내 52주 신고가 달성 기업들

기업명	신고가 달성일	GICS 2 분류	YTD 수익률 (%)
IBM	9 월 27 일	IT 서비스	36.2
가트너	9 월 26 일	IT 서비스	12.7
오라클	9 월 16 일	소프트웨어	58.3
FICO	9 월 23 일	소프트웨어	66.3
GEN DIGITAL	9 월 30 일	소프트웨어	18.2
팔란티어	10 월 3 일	소프트웨어	128.5
서비스나우	9 월 23 일	소프트웨어	26.1
지브라 테크	9 월 26 일	전자 장비	33.1
모토롤라	9 월 25 일	통신 장비	43.4
아리스타 네트웍스	10 월 3 일	통신 장비	65.6
F5	9 월 24 일	통신 장비	21.8
주니퍼 네트웍스	9 월 19 일	통신 장비	31.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 소프트웨어 기업들의 AI 관련 사업부 순이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 52주 신고가 달성 소프트웨어 기업들의 AI 관련 서비스

기업명	AI 관련 서비스
오라클	**Oracle Cloud Infrastructure:** AI 및 머신러닝 모델 구축, 배포, 운영할 수 있도록 지원
	Oracle Autonomous Database: AI 및 머신러닝을 통한 관리, 패치, 보안, 최적화 작업을 수행하는 자율형 데이터베이스
	아마존 웹서비스, 구글 클라우드에 오라클 데이터베이스를 정식 제공, MS 애저와도 협력 발표
팔란티어	**Palantir foundry:** 대규모 데이터를 수집, 관리, 분석할 수 있는 통합 데이터 플랫폼으로 비즈니스 인사이트 제공이 초점
	AI의 도입 및 활용을 현실화 하는 과정에서 Palantir의 AIP(AI Platform) 솔루션에 대한 수요가 점점 더 강해질 것으로 예상
페어아이작	**FICO Deicision Management Suit:** 고객 신용 평가, 사기 탐지, 고객이탈 방지 등과 관련한 의사결정 자동화
	FICO Falcon Fraud Manager: 금융 거래 이상 패턴 실시간 감지를 통한 사기 탐지 자동화
	FICO Analytics Workbench: 머신러닝 모델 구축, 테스트 및 운영 플랫폼 제공 등
서비스나우	**NOW Assistant:** 대표 플랫폼 '나우 플랫폼'에서 AI 사용 사례 설계, 개발, 구현할 수 있도록 지원하는 프로그램 탑재
	지원업무 사례: 1) 지능적 검색 결과 도출, 업무 노트를 비롯한 콘텐츠 자동 생성, 2) 지능적 코드 추천을 통한 개발자 생산성 향상

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

비용 우려 여전, 3Q 실적발표에서 유료 서비스 실적 확인 필요

수익화 본격화되지 않은 상황에서 해소되지 않는 비용 우려도 존재

수익화가 본격화되지 못한 상황이기 때문에 비용 우려도 여전히 해소되지 않고 있다. SaaS 사이클의 정점이었던 '21년의 소프트웨어 관련 지출 비용은 약 8,070억 달러였던 반면, '24년에는 약 11,000억 달러의 지출이 발생할 것으로 예측된다. 즉 매출 발생 속도가 SaaS 사이클보다 빠르더라도, 절대적인 비용 규모가 더 크기 때문에 비용 우려도 지속되는 것이다.

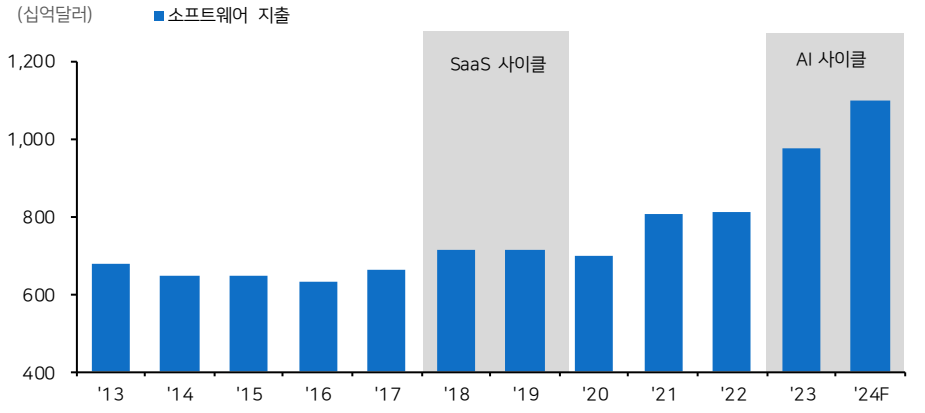
다만 비용을 지불하고서라도 AI 기능 구독 원하는 고객 증가

다만 주목해야 할 점은 높은 비용을 지불하고서라도 AI 관련 서비스를 활용할 용의가 있는 고객들이 존재한다는 것이다. 또한 이러한 고객들이 점점 확대되고 있다는 것이 기업들의 실적발표에서 공통적으로 언급되고 있다. 특히 오라클은 지난 실적발표에서 AI 기능이 탑재된 서비스를 위해 5백만 달러 이상 지출하는 고객이 42% 증가했다고 언급했다. 서비스나우는 유료 AI 비서 기능이 포함된, 기존 가격 대비 60% 비싼 제품이 구독 매출에 현저하게 기여 중이라고 밝히기도 했다. 3Q 실적발표에서 공개될 AI 성과가 향후의 흐름을 결정지을 것이라는 생각이다.

3분기 실적발표에서 유료 서비스 성과를 확인할 필요

현재 기존 하드웨어 주도주들의 주가는 회복 과정에 있으며 강력한 AI 수요에 기반해 하드웨어 투자 사이클 및 이익전망 상향도 지속될 것으로 보인다. 따라서 '19년-'20년처럼 소프트웨어 기업들이 하드웨어 기업들을 아웃퍼폼할 가능성은 제한적이지만, 유료 AI 서비스로부터 발생하는 이익을 바탕으로 하드웨어 기업들의 흐름에 동참할 수 있을 지 주목할 필요가 있을 것이다.

그림6 AI 및 SaaS 사이클에서의 소프트웨어 지출 규모



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

원문: *AI Start-ups Generate Money Faster Than Past Hyped Tech Companies (Financial Times)*