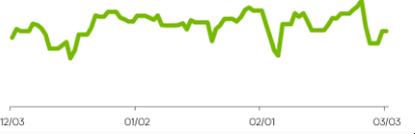
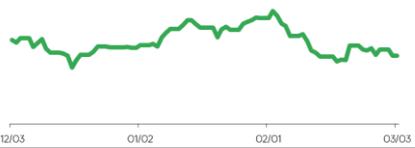
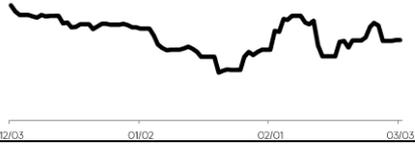
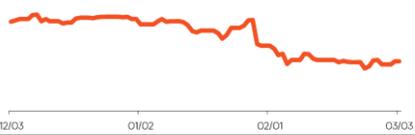
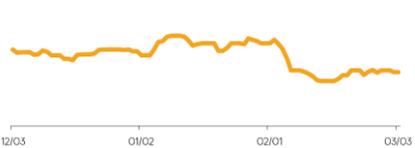
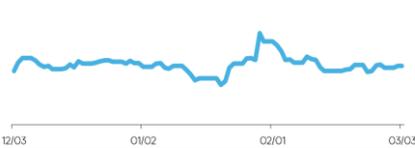
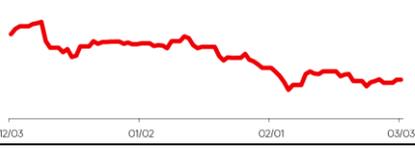
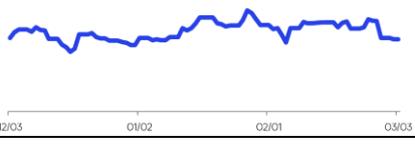




SK증권 해외주식/AI. 박제민
jeminwa@sks.co.kr

	엔비디아	시가총액: 4,434 -강한 수요 + VeraRubin 생산 진행으로 펀더멘탈 견고 -H200 중국 수출, Physical AI 확산에 따른 시장확대 주목	12MF PER: 22	
	알파벳	시가총액: 3,707 -AI Full stack 기업, 텍스트 및 이미지 AI 모델 1위 사업자 -AI로 인한 Search 고도화, 온디바이스 확장 주목	12MF PER: 25	
	애플	시가총액: 3,886 -교체 주기+신품 프로모션을 통한 판매 호조, AI 발전 지연 -Gemini 결합을 통한 AI 서비스 주목	12MF PER: 30	
	마이크로소프트	시가총액: 2,959 -AI PaaS 1위 사업자, OpenAI 엔진 활용 해자 -Azure 활용 Enterprise AI 도입 현황 주목	12MF PER: 23	
	아마존	시가총액: 2,237 -CPU DC 1위 사업자, GPU DC 공격적 증설 진행 중 -Tranium 2 외부 고객 현황, Anthropic ARR 증가세 주목	12MF PER: 22	
	메타 플랫폼스	시가총액: 1,654 -AI 도입으로 광고 P,Q 개선. Llama 4 실패 후 투자 확대 -H26 차세대 AI 모델 발표, AI 클래스 판매량 주목	12MF PER: 20	
	오라클	시가총액: 429 -Stargate IaaS 담당 사업자, 주주 절반 이상 OpenAI -OpenAI 사업성, 추가 부채 발행 여부 주목	12MF PER: 21	
	코어위브	시가총액: 42 -1위 네오클라우드 사업자, 주주 절반 이상 OpenAI -OpenAI 사업성, 공급 지연 해결, 추가 용량 수주 주목	12MF PER: -	

주: 시가총액 십억달러



Type your message here...

Send



• **지난 주 빅테크 주요 주가 변동은?**

엔비디아 (-5.4%): 실적발표 이후 하락. 기술적 해자 설명이 대부분 GTC 이후로 밀리면서 시장 실망
 코어위브 (-21.2%): 실적발표 이후 급락, CapEx 가이드런스 급증 대비 조달 플랜이 시장 기대에 못미치면서 하락

• **OpenAI 자금 조달 완료, 재무 수치 업데이트. 무엇이 바뀌었나?**

OpenAI Amazon \$50B, Softbank \$30B, Nvidia \$30B 으로 투자 확정 (Amazon 은 \$15B 선투자 조건부 \$35B 투자)
 조달과 함께 공식적인 WAU, 유료 이용자 수 업데이트: 1) ChatGPT WAU 9억명 2) 유료 가입자 수 5천만명 이상 3) 비즈니스 가입자 수 9백만명 4) Codex WAU 160만명
 ChatGPT WAU 상승세가 작년 대비 확실히 둔화, 작년 9월 WAU 8억명 공개 이후 +2% MoM 수준 기울기(vs 2025년 평균 MoM 10%), 주요 원인은 Gemini, Anthropic 등의 모델 출현으로 인한 경쟁 심화로 판단 [\[차트 1\]](#)
 WAU 대비 유료 가입자 수 비율은 증가. 2025년초 4%에서 2025년 하반기 5%, 이번 공개 수치는 5.5% 수준 [\[차트 2\]](#)

• **OpenAI와 아마존 파트너십에서 AIDC 구성 변화가 보인다**

Amazon의 추가 투자 조건은 IPO 또는 AGI 달성. IPO 이후 또는 AGI 달성 이후에 투자 (Theinformation 단독)
 추가로 OpenAI 투자와 함께 이루어진 계약은 1) 클라우드 계약 확대와 2) 모델 개발 지원
 1. 클라우드 계약 확대: 기존 \$38B > \$100B(2GW) + Tranium 3, 4 활용
 클라우드 계약을 Stateless 과 Stateful로 구분하여 베타적 계약을 체결
 Stateless API => Azure 독점 (MS 기존 계약 유지)
 Bedrock Stateful Runtime + Frontier 서드파티 배포 => AWS 독점
 해당 클라우드 계약은 Microsoft와의 기존 계약을 침해하지 않는 계약이라고 Microsoft-OpenAI 공동 발표
 2. 모델 개발 지원: Alexa, Nova에 쓰이는 모델을 공동 개발 및 개발 지원
 아마존 추가 투자 조건은 1) IPO 시 유동성 리스크 해소자 2) AGI 달성 시 Azure 독점 해소가 염두에 있는 것으로 판단
 Stateless(기억 불필요) API는 기존 모델의 추론, Stateful(기억 필요) Runtime은 작업 관리자의 역할
 매일 오전 8시, 시황 브리핑 자동 생성 Agent를 만든다고 가정하면 분리해서 도식 가능 [\[차트 3\]](#)
 1. Stateful Runtime: 매일 8시 작업을 진행, 전일 브리핑 기억, 작업 도중 생성되는 data 기억, 최후 요약 종합
 2. Stateless API: 작업 중간에 필요한 콘텐츠 내용 요약, 의견 생성 등을 대응
 기존 Stateless API 대응용 Azure는 GPU+HBM 비중이 압도적으로 높았다면 향후 AWS 서버의 경우 일반 메모리
 (DRAM, SSD) 구성이 더 많으며 요구 CPU 스펙이 더 높을 것으로 판단

😊 : Send



• **Meta ASIC 프로젝트 축소에서 보이는 Nvidia의 해자**

자체 트레이닝 칩 Olympus 을 설계 난항으로 폐기, 덜 복잡한 다른 칩으로 로드맵 수정 (Theinformation 단독)
과거에도 2세대 ASIC Iris 칩 폐기했었음. Nvidia와 유사한 스펙 지향하다 지연/재설계 리스크가 커지며 회의론
ASIC 적용보다는 다양한 실리콘 포트폴리오라는 말로 돈을 낮추는 중
최근 메타는 AMD와 최대 6GW 커스텀 칩 계약(지분 워런트 연동)
Nvidia와 멀티제너레이션 계약, GPU 포함 CPU와 네트워킹 인프라까지 큰 범위에서 장기 파트너십
현재 Meta는 1) 자체 추천 시스템 및 이미지 생성 모델 추론 수요 2) 자체 AI 모델 훈련 수요가 주요한 상황
추천 시스템이 이미 Hopper 단계에서 성과가 나오는 중, SW 최적화로 추가 HW 투자 니즈가 작을 가능성 높다고 판단
광고주 또는 크리에이터들에게 이미지 생성 모델 배포 이전까지는 추론 모델에 대한 수요가 제한적, 그러나 생성 엔진 부재
따라서 난이도가 높다고 알려졌있는 훈련칩에 대응하기 보다 워크로드가 고정된 이후 ASIC을 도입하는 판단으로 보임
향후 ASIC 프로젝트가 나온다고 해도, 이미 확정된 이미지 관련 모델에 쓰이는 제한적인 형태가 될 가능성. 크리에이터와 광
고주들이 요구하는 Agent 수준이 높을 경우 GPU 대응 예상. 엔비디아 해자를 확인할 수 있는 사례

• **미국 국무부의 내부 챗봇 모델 교체, 국가와 AI 모델사의 관계는**

Anthropic - 국방부와 갈등이 번지며 행정부 전체에 대한 공급 금지 + 공급망 위험(supply chain risk) 지정
갈등의 핵심은 AI 제품에 내재된 '가드레일'. Anthropic은 가드레일 주도권을 회사가 가져가길 원했으며 행정부는 정부 납품
AI에 한해서는 법적 테두리만(all legal purpose)을 가드레일로 사용할 것을 반복적으로 요구. Anthropic CEO Dario
Amodei가 국방부 소환 이후에도 가드레일에 1) 자국민 대규모 감시 2) 자율 무기 계산에 대한 예외 사항을 지속하겠다는 입
장을 고수하자 트럼프까지 나서며 보복성 공급 금지 및 공급망 위험 지정
OpenAI가 대안 공급자로 선정, Anthropic의 가드레일 주권을 고수하지 않더라도 기술적, 법적으로 문제가 없다는 입장. 1)
자국민 대규모 감시는 이미 불법이며 2) 자율 무기 계산은 서버 공급 형태로는 기술적으로 달성이 불가능하다고 주장. 그러나
이후 강한 비판에 정부 납품 조항 강화 + 정보부(NSA)등은 당분간 납품 대상에서 제외
시장 반응은 오히려 Anthropic에게 긍정적, 높은 퀄리티를 기반으로 윤리적 AI를 위해 정부에 맞서 싸웠다는 브랜드 이미지
획득. 센서타워에 의하면 국방부 협력하지 않겠다고 선언한 27일 앱 다운로드 수 37% 증가, 28일 51% 급증하였고 미국
앱스토어 1위를 3/2까지 유지. 반면 OpenAI의 다운로드 수는 전일 대비 13% 감소, 삭제율 297% 증가
1. 공식 문서 기준으로 2025년 9월 StateChat 활성 사용자는 약 45,000명. 전체 국무부 인력은 8만명, 전체 정부 앱
(GSA One Gov) 기획까지 생각할 경우 200만명 수준의 Seat 확보. 현재 ChatGPT for works 시트는 900만명 수준



Type your message here...

Send



2. Sovereign AI 수요 증가의 큰 계기로 판단. 각 정부 및 투자자들이 AI 를 정부 주도로 개발해야할 필요성을 더 크게 느꼈을 것. Nvidia 의 Sovereign AI 매출 비중은 FY2025 7.5%에서 FY2026 13.9%로 증가. 수치상 YoY 3배 증가
3. StateChat 의 기반모델 전환은 추후 AI 가 워크로드 내제화 이후 모델을 전환할 때 전환비용이 얼마나 큰지를 볼 수 있을 것. Anthropic 은 StateChat 에 이미 Azure 와 Palantir 와 함께 활용되며 데이터, SaaS Layer 와 통합된 상태. StateChat 이 특정 벤더 단일 SaaS가 아니라 국무부가 소유/통제하는 인터페이스·데이터접근 레이어 위에 LLM 공급자를 교체 가능한 형태로 구성했을 가능성도 보도되는 중



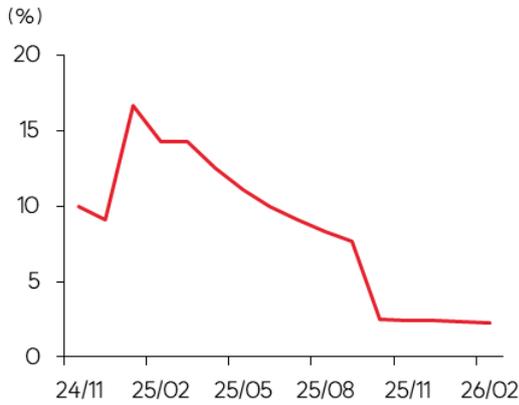
Type your message here...

Send



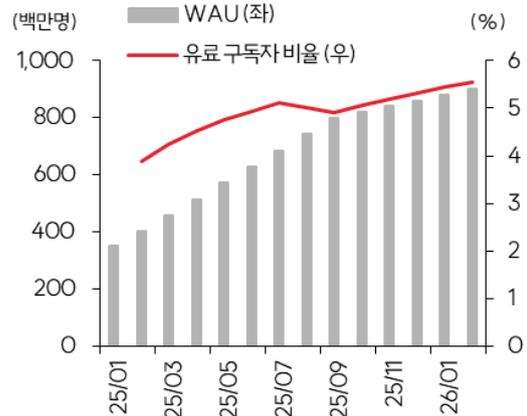
SK증권 해외주식/AI. 박제민
jeminwa@sk.co.kr

[차트 1] ChatGPT WAU MoM 추이



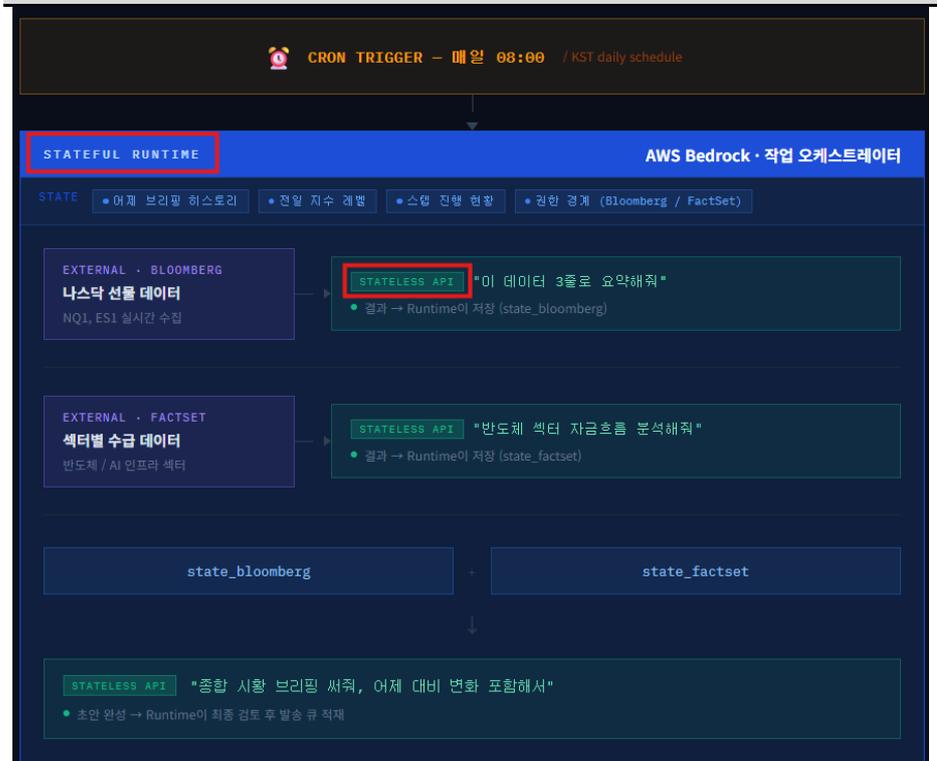
자료: 언론 종합, SK 증권 추정

[차트 4] OpenAI WAU, 유료 구독자수 비율 추이



자료: 언론 종합, SK 증권 추정

[차트 3] 시황 Agent 프로세스: Stateless API, Stateful Runtime 도식



자료: SK 증권

Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.