

반도체/소부장 (Overweight)

빅테크 CapEx 미리보기

Issue

10/30(수) Alphabet, 31(목) Microsoft, Meta, 11/1(금) Amazon 실적 발표 관련 전략 점검

Pitch

금번 미국 빅테크 실적 발표를 통해 25년 AI 투자 CapEx 규모의 상향 방향성이 확인될 것으로 예상. SK하이닉스 실적 발표에 이어 AI 수요 관련センチ먼트 반전이 공고해질 수 있는 이벤트로 기대. 이를 통해 업종의 추세적 변곡점이 형성될 수 있다는 점에서 비중확대 기회로 활용할 필요. 관련 연동성이 강할 SK하이닉스 중심 비중확대 의견 유지

Rationale

오히려 수익화가 안 됐기 때문에 CapEx는 증가

- 당초 시장의 우려는 빅테크 업체들의 AI 관련 수익화 지연으로 강한 CapEx를 연속적으로 집행하는 것이 어려울 수 있다는 점. 그러나 과거 클라우드 서비스 출시 과정을 살펴봤을 때 오히려 CapEx 효율화는 수익화가 된 이후부터 진행할 가능성이 높다는 결론 도출
- 현지에서 빅테크 CY25 CapEx 컨센서스는 우상향 지속 중. 컨센서스 기준, 4개사 총합 CapEx는 24년 \$208B → 25년 \$231B으로 11% 증가

CY3Q 실적, 차년도 CapEx 가이드선 발표는 Microsoft & Meta

- CY3Q23(작년) 빅테크의 실적 발표를 보면, 차년도 CapEx 가이드선을 언급하는 것은 Microsoft와 Meta. 여타 업체들은 컨퍼런스 콜에서 차년도 투자에 대한 방향성을 언급
- 직전 분기(CY2Q24) 빅테크들의 코멘트를 종합해보면, 1) 수익화는 단기에 어려우나 AI 기여는 증가하고 있는 양상이고, 2) 투자는 지속할 예정이며, 3) 중기적으로 AI 방향성은 지속될 예정이라는 내용으로 압축. 관련 내용들이 금번 실적 발표에서도 주요 관전 포인트

업종 전략

- AI 수요는 펀더멘털은 양호했으나センチ먼트가 안 좋았던 상황. 지난 주 SK하이닉스 실적 발표를 통해センチ먼트 반전이 시작됐으며, 금주 빅테크 실적 발표가 25년 AI 수요에 대한 기대감을 더욱 공고하게 만들 것으로 예상. 이와 함께 반도체 업종의 추세적 변곡점은 10월 말~11월 초에 형성될 전망
- 주가 측면에서 미 대선 결과를 한 주 앞두고 불확실성에 대한 변동성 발생 가능성이 있으나, 펀더멘털에 집중될 수 있는 시기라는 점에서 오히려 비중확대 기회로 활용할 필요. 공고한 펀더멘털 기반으로, SK하이닉스 중심 반등 탄력도가 강하게 확인될 것으로 예상

Fig. 1: 빅테크 4사 CapEx 언급 일정 및 CY3Q23 코멘트

	차년도 방향성 언급	차년도 CapEx 가이드스 공개	CY3Q23 컨퍼런스콜 코멘트
Microsoft	CY2Q	CY3Q	- 당분기(FY1Q24) CapEx \$11.2B 지출 → 클라우드 및 AI 인프라 투자 증가로 연내(FY24) 순차적인 증가 예상 - AI 투자 흐름 주도하고자 함 (We're committed to leading this wave)
Meta	CY3Q	CY3Q	- 차년도(24년) CapEx, \$30-35B 예상 - 서버 및 데이터센터 투자 증가
Alphabet	CY3Q	차년도 CY1Q	- 당사 전반에 걸쳐 AI 관련 기회 창출에 필요한 기술 인프라에 유의미한 투자 지속 - 당분기 CapEx \$8B 지출, 서버/데이터센터/AI 컴퓨팅 순으로 가장 큰 비중 차지 → 4Q23과 24년에도 높은 수준의 투자 예상
Amazon	CY4Q	차년도 CY1Q	- 23년 CapEx \$50B 전망 → 22년 \$59B 대비 감소한 수준

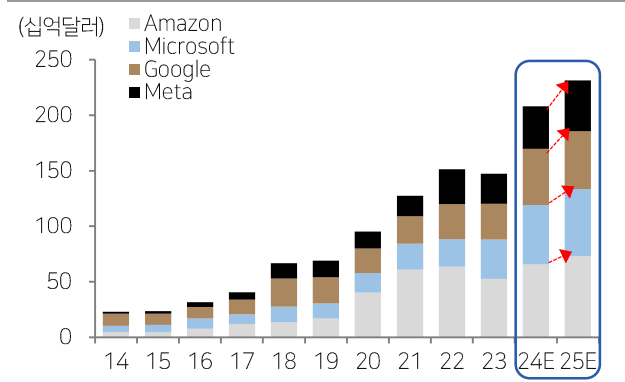
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 2: 빅테크 4사 CY1Q24, CY2Q24 실적 발표 코멘트

	CY1Q24	CY2Q24
#Microsoft		
AI 수익화 관련	- Microsoft Cloud 매출 351억 달러 (+36% QoQ) → Azure AI 고객수 및 평균 지출 지속 증가 → Azure로의 마이그레이션 통한 수익 가속화	- Azure에서도 AI 관련 숫자가 분명하게 나타나고 있음 - Azure 수요 > 가용 용량, AI 수요 신호 기반으로 자본 지출 집행 - 자본지출은 단기 수익화뿐 아니라 장기적 가치 창출에 기여할 것
AI 투자 관련	- 차분기(FY4Q24) CapEx의 실질적인 증가 예상 - FY25 CapEx는 FY24 수준보다 높아질 것 - 현재 단기 AI 수요는 가용 용량보다 약간 높은(bit higher) 상황	- 당분기 CapEx \$19B (+35% QoQ, +78% YoY) - 차분기, AI Capa 제약 및 수요 고려 시 QoQ 증가 전망 - FY25 CapEx는 전년대비 높아질 것 (직전 가이드스 유지) - Azure AI 성장이 CapEx 지출의 주요 원동력이자 지표
#Meta		
AI 수익화 관련	- 자체 AI 칩 구축 노력 - 메타 훈련/추론 가속기 통한 훈련 진행 중	- 24년, Gen AI의 유의미한 매출 원동력 기대 X - Gen AI의 수익은 더 오랜 기간에 걸쳐 발생할 것으로 기대
AI 투자 관련	- CY24, CapEx \$30~37B → \$35~40B 상향 - 상향 배경: AI 로드맵 대비 위한 투자 가속화 - CY24, CapEx \$30~37B → \$35~40B 상향	- 25년에도 AI 개발을 위해 상당한(significantly) 자본 지출 예상 - CY24, CapEx \$30~37B → \$35~40B → \$37~40B 상향 - Gen AI 훈련을 위해 구축한 인프라는 추론 영역에도 사용 가능
#Alphabet		
AI 수익화 관련	- 1Q24 구글 클라우드 매출 96억 달러 (+28% YoY) → AI 기여도 상승 및 구글 워크스페이스 성장이 견인	- 2Q24 클라우드 매출 100억 달러 최초 돌파 → AI 기여 증가 - AI 인프라 및 생성 AI 솔루션은 현재까지 수십억 달러 수익 창출 - AI 투자에서 엄청난(tremendous) 모멘텀 확인 - AI는 클라우드 분야에서 시간이 경과함에 따라 큰 원동력 될 것
AI 투자 관련	- 연중 분기별 CapEx는 대략 1Q24 수준 (\$12B) 이상일 것 → 24년 연간 규모 \$48B 이상	- 2Q24 CapEx \$13B 수준, 전분기(\$12B) 대비 증가 → 서버, 데이터센터 주도의 인프라 투자 영향 - 연중 분기별 CapEx는 약 12B 이상일 것 → 24년 연간 규모 \$48B 이상 (직전 전망 유지) - 과잉투자 우려: 과잉투자보다 과소투자 위험이 훨씬 큰 상황
#Amazon		
AI 수익화 관련	- 자체 AI 칩 Trainium, Inferentia 수요 지속 - 2H24~25년 초, Inferentia 2 출시 예정 - 아마존 Q 상용 모델 출시	- AI 사업이 아직 초기단계임에도 불구하고 매출 성장세 기록 - 생성 AI&비생성 AI 워크로드 모두에서 강력한 수요 발생 - Trainium, Inferentia에 이어 차세대 칩 Graviton 출시 - GPU 공급 부족 상황 속에서 매우 좋은 수익모델로서 기대
AI 투자 관련	- FY24 CapEx 전년 대비 유의미한 증가 예상 (FY23 \$48.4B) - 1Q24 CapEx \$14B → 연중 가장 낮은 분기 CapEx 수준일 것 - 생성 AI, 비생성 AI 워크로드 모두 성장	- 1H24 CapEx \$30.5B → 2H24에는 CapEx 더 늘어날 것 - CapEx는 대부분 AWS 인프라 지원에 할당 - 생성 AI&비생성 AI 워크로드 모두에서 강력한 수요 발생 - AI 및 인프라에 상당한 투자 중임에도 보유 CAPA보다 더 많은 수요 발생 중 → 과잉투자 우려 X

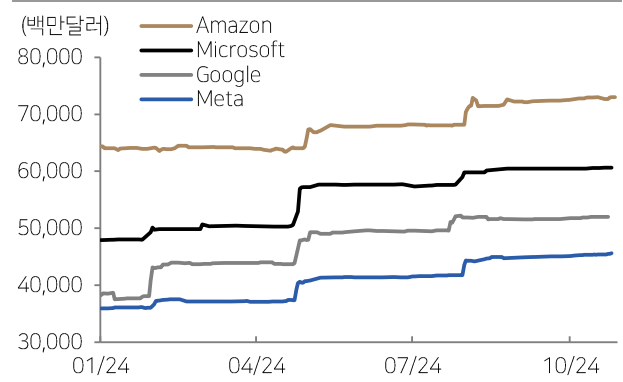
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 3: 빅테크4사 CapEx 추이 및 컨센서스



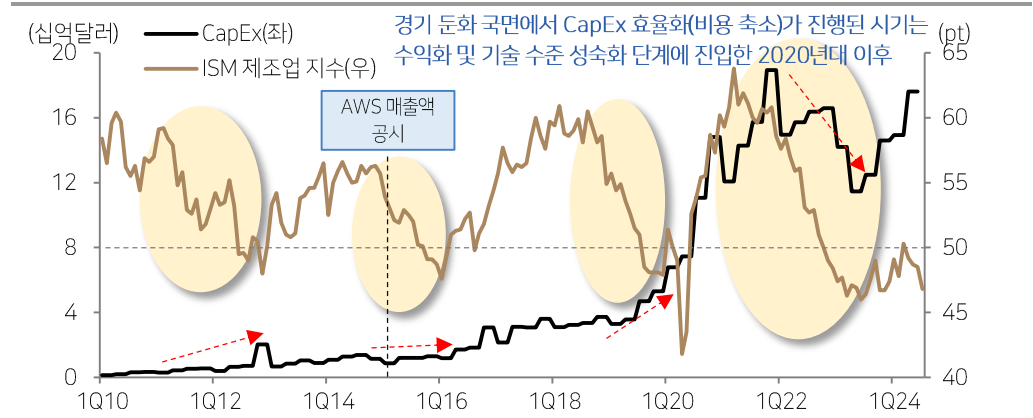
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: 빅테크4사 CY25 CapEx 컨센서스 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 5: 아마존 CapEx 및 ISM 제조업 지수 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: CY기준

Fig. 6: 아마존 AWS 사업 관련 History 및 Comment

시점	Comment
2002년	아마존닷컴 내 무료 클라우드 서비스로 시작 (초기 AWS)
2006년 3월	AWS 공식 출시 → 상업적 클라우드 서비스 시작 (초기 서비스: S3, EC2) - CTO 언급: 서비스 시작 후 2개월만에 아마존 총 컴퓨팅 용량 상회
1Q06	AWS S3 출시 → 개발자 16만명 이상 등록 AWS 위해 꾸준한 spending 발생
2Q06	AWS 출시 후 첫 분기만에 모멘텀 발생, 18만명 이상 등록 Q. 수익화 시점? A. 매우 초기 단계. 장기적 관점에서 바라봐야 함
3Q06	AWS 등에 CapEx 지출 진행중
4Q06	AWS 수익화에 집중 → 소비자/판매자/개발자 중 개발자에 초점
1Q07	강력한 AWS 수요 확인, CAPA 확장 지속할 것
4Q08	AWS 사업은 엔터프라이즈 고객군에 주목. 기업의 비용절감에 큰 도움
2Q11	AWS 사업이 CapEx 중 가장 많은 비중 차지
3Q12	AWS 사업의 ROIC 잠재력을 긍정적으로 평가 CapEx는 AWS를 포함한 기술 인프라 투자를 중심으로 운영
3Q13	AWS 성장세 매우 강력, 그러나 여전히 매우 초기 단계 수준
1Q14	AWS 관련 리소스 확대 중 - 수년간 AWS 관련 인력 대폭 확대 (dramatically) AWS 사용량 +90% YoY
2Q14	AWS에서의 상당한 가격 인하 실시 AWS를 위한 많은 양의 CapEx가 가이던스에 영향 주는 중
3Q14	AWS 사용량 증가세 매분기 지속 (+90% YoY)
4Q14	AWS 활성 고객 1백만명 돌파 - 가격 지속 하향중 (출시 이후 저가 전략 유지) CapEx에서 가장 큰 부분은 AWS 인프라 지원
1Q15	AWS 사업부 매출액 공시 시작 - 매출 +49% YoY 증가, 영업이익 \$265M (+8% YoY), OPM 16.9% - 투자 지속할 것
2Q15	지난 12개월 자본 지출 대부분 AWS 지원

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: 구글 Cloud 사업 관련 History 및 Comment

시점	Comment
2008년 4월	Google App Engine 발표(시범 서비스)
2011년 11월	Google App Engine 정식 서비스 전환
3Q13	Google Cloud Platform 용어 등장
4Q13	다른 플레이어들이 존재하지만, 이 시장은 아직 초기 단계, 가능성 큼
1Q14	구글 클라우드 플랫폼에 상당한 투자를 하고 있음 현재 클라우드 플랫폼은 매우 초기단계 수준
3Q14	Q. 클라우드 분야에서 구글의 관심도와 CapEx 측면 A. 클라우드 붐이 일어나고 있음. CapEx 측면에서도 많은 투자를 하고 있음
2Q15	구글 클라우드 플랫폼을 중심으로 강력한 모멘텀
4Q18	A. 클라우드에서 성장 계속 지원, 클라우드 지원하기 위한 직원 수 증가
1Q19	Q. 언제부터 클라우드 사업부의 매출수치나 성장을 공유할 것인지? A. 강력한 추진력을 보고있으며 적절한 시기에 공유할 것
2Q19	AI와 클라우드에 대한 집중 투자가 큰 부분을 차지 클라우드에서 새로운 사업을 구축하기 위해 투자중
3Q19	신규 채용에서 가장 큰 인원 증가는 클라우드에서 발생
4Q19	별도 매출 공개 시작 A. 클라우드는 분명히 우리가 공격적으로 투자하고 있는 분야

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 85.4% HOLD : 14.6% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

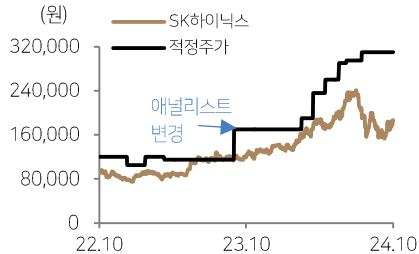
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

SK하이닉스 (000660)



일자	2022.09.29	2022.12.19	2023.02.02	2023.03.21	애널리스트	2023.09.18
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	변경	BUY
적정주가	120,000원	105,000원	120,000원	115,000원		170,000원
일자	2024.02.26	2024.03.27	2024.04.26	2024.05.31	2024.06.18	2024.07.26
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	236,000원	260,000원	290,000원	295,000원	310,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2022-09-29	120,000	86,896	95,800	-27.59	-20.17
	2022-12-19	105,000	83,407	92,300	-20.56	-12.1
	2023-02-02	120,000	88,928	94,900	-25.89	-20.92
	2023-03-21	115,000	106,367	128,000	-7.51	11.3
	2023-09-18	170,000	132,436	161,800	-22.1	-4.82
	2024-02-26	190,000	164,290	176,600	-13.53	-7.05
	2024-03-27	236,000	180,890	188,400	-23.35	-20.17
	2024-04-26	260,000	187,282	202,500	-27.97	-22.12
	2024-05-31	290,000	207,218	223,000	-28.55	-23.1
	2024-06-18	295,000	228,741	241,000	-22.46	-18.31
	2024-07-26	310,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 10월 28일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.