CONDERI

FOCUS COLUMN 13 | 오피니언

마진이 먼저 말한다

AI 산업은 이제 '비싸게 파는 단계'를 지나고 있다

11월 18일, 코스피는 하루 만에 5,000선을 되찾았습니다. 같은 날 엔비디아는 3분기 매출 1,158억 달러를 발표하며 두 분기 연속 100% 성장을 확인했고, 앤트로픽은 상장 전날 공모가를 80달러 위로 올리는 방안을 검토했습니다. 시장은 이 세 가지를 모두 호재로 읽었습니다. 그러나 숫자를 세로로 놓고 보면 이야기가 달라집니다. 이 칼럼은 오늘의 주가가 아니라 마진, 즉 남는 비율에 주목합니다.

74.9% → 71~72%
엔비디아 총이익률 가이던스

810억 달러
앤트로픽 10월 말 연환산 매출

37%
AI가 EBIT에 기여했다는 응답 비중

I. 문제 제기

Three good news items pointing in different directions

문제 제기 — 좋은 뉴스 세 개가 서로 다른 방향을 가리킬 때

주가는 올랐고, 실적은 이겼고, 몸값은 올랐습니다. 그런데 이 산업이 앞으로 어떤 방식으로 돈을 벌 것인가에 대한 답은 세 뉴스 중 어디에도 없습니다. 오히려 세 뉴스를 겹치면 하나의 문장이 남습니다. "AI는 이제 비싸게 파는 것을 포기하는 단계에 들어섰다."

가격의 방향

엔비디아는 매출 가이던스를 1,300억 달러로 올렸지만 총이익률 가이던스는 74.9%에서 71~72%로 낮췄습니다. 매출을 위해 마진을 내준 첫 분기입니다.

자본의 방향

앤트로픽의 몸값은 1.33조에서 1.5~1.6조 달러로 올랐습니다. 자본이 칩이 아니라 모델과 워크플로에 붙기 시작했다는 신호입니다.

성과의 방향

McKinsey 조사에서 AI가 EBIT에 긍정 기여했다는 응답은 37%입니다. 도입률과 손익 기여 사이의 간격이 이 산업의 진짜 과제입니다.

이 칼럼의 질문 세 뉴스가 같은 질문을 남긴다 — 마진이 줄어드는 산업에서 누가 돈을 버는가

II. 근거 1 — 엔비디아의 71%

Margin as a structural choice, not a demand signal

근거 1 — 마진 하락은 수요 둔화가 아니라 구조 변화다

엔비디아의 4분기 가이던스는 매출 1,300억 달러(±3%), 총이익률 71~72%입니다. 매출은 컨센서스보다 49억 달러 높고, 마진은 3분기보다 2.9~3.9%포인트 낮습니다. 이 조합을 수요 둔화로 읽는 것은 틀렸습니다. 매출 가이던스는 올라갔기 때문입니다.

이유 1 — 랙 단위 판매

베라 루빈 NVL72는 칩 한 장이 아니라 랙 단위로 팝니다. 메모리·네트워킹·전원·조립 부품의 외부 조달 비중이 커지고, 그만큼 매출총이익률은 낮아집니다.

이유 2 — 램프 비용

회사는 이번 램프를 역사상 가장 빠른 제품 램프라고 표현했습니다. 4분기 영업비용 가이던스는 GAAP 110억 달러로 3분기 92억 달러에서 20% 가까이 늘어납니다.

이유 3 — 중국 제외

가이던스에 중국 데이터센터 매출을 전혀 넣지 않았습니다. 보수적으로 잡은 가정이므로, 실제 매출이 발생하면 상향 여지가 생깁니다.

그래서 무엇이 달라지나

랙 단위 판매는 고객의 도입 단가를 결정하는 회계 단위를 바꿉니다. 칩 단가가 아니라 랙당 비용과 랙당 전력·냉각 비용이 의사결정 변수가 됩니다. 인프라 사업자에게는 자본지출의 문턱이 높아지는 일이지만, 그 인프라를 임차해 쓰는 소프트웨어 기업에게는 조달 방식이 단순해지는 일입니다. 마진이 인프라에서 애플리케이션으로 이동하는 첫 단계입니다.

III. 근거 2 — 앤트로픽의 1.5조 달러

Capital moved from compute to workflow

근거 2 — 자본은 칩이 아니라 워크플로에 붙는다

앤트로픽은 19일 나스닥에 상장합니다. 9개월 매출 332억4,000만 달러(전년비 약 1,200% 증가), 10월 말 연환산 매출 약 810억 달러. 9월보다 한 달 만에 100억 달러가 늘었습니다. 기관 주문은 약 4,000억 달러, 개인 주문은 약 1,000억 달러로 알려졌습니다. 공모가는 70~78달러에서 80달러 위로 올리는 방안이 검토됐습니다.

이 숫자가 말하는 것

첫째, 매출의 성장 속도가 인프라 기업의 그것과 다릅니다. 엔비디아가 전년비 103% 성장할 때 앤트로픽은 1,200% 성장했습니다. 둘째, 손실의 성격이 다릅니다. 9개월 순손실 1,040억 달러는 대부분 전환사채·파생상품 공정가치 변동에서 나온 회계 손실입니다. 셋째, 그래서 상장 후 첫 두 분기가 중요합니다. 회계 항목이 걷히면 실제 비용 구조가 드러나기 때문입니다.

마진 이동의 증거

인프라는 71%로 내려가고, 모델·워크플로는 1.5조 달러의 몸값을 받습니다. 자본이 어디에 프리미엄을 주는지 명확해졌습니다.

위험의 이동

인프라 기업의 위험은 가동률이고, 모델 기업의 위험은 검증 비용입니다. AI가 틀렸을 때 누가 비용을 내는지가 계약서에 들어가기 시작합니다.

IV. 반론과 경계

What would prove this column wrong

반론 — 마진 하락이 경쟁 심화의 신호일 수도 있다

물론 반대 해석도 가능합니다. 랙 단위 판매는 매출은 크게 만들지만 마진은 얇게 만듭니다. 매출 성장률이 유지되는 동안에는 문제가 드러나지 않다가, 성장률이 한 자릿수로 떨어지는 분기에 마진 하락이 겹치면 이익은 두 방향에서 동시에 줄어듭니다. 실제로 4분기 가이던스의 매출 성장률은 전분기 대비 +12%로, 3분기의 +20%에서 둔화됩니다.

해석	근거	반증 지표
구조 변화(우호적)	매출 가이던스 상회, 중국 제외, 최대 램프	4분기 실제 총이익률이 72% 이상
경쟁 심화(비우호적)	랙 판매 확대, 마진 두 분기 연속 하락	가격 인하가 고객 인하로 전이
회계 착시(중립적)	한 주 추가, 램프 초기 감가상각	3분기 이후 고정비 흡수율

반론을 반론으로 두는 방법

세 해석 중 무엇이 맞는지는 4분기 실제 총이익률 하나로 판별됩니다. 72% 이상이면 구조 변화, 71% 미만이면 경쟁 심화, 72% 근처에서 매출이 가이던스를 크게 웃돌면 회계 착시입니다. 이 칼럼은 첫 번째 해석에 무게를 두되, 판별 지표를 미리 적어 두는 방식으로 반론을 남겨 둡니다.

방법 **좋은 분석은 결론이 아니라 반증 조건을 남긴다**

V. 콘데리 시각

Compete on verification cost, not on price

콘데리 시각 — 마진이 내려가는 산업에서 이기는 방법

첫째, 더 싸게 파는 경쟁에 들어가지 않습니다. 인프라 단가가 내려가면 애플리케이션 가격도 내려갑니다. 가격이 아니라 검증 비용으로 경쟁해야 합니다. McKinsey 분석에 따르면 은행 고객상담 에이전트의 변동비 중 토큰 비용은 20~25%에 불과하고, 사람의 검증 시간이 70~75%를 차지합니다. 원가의 대부분이 사람이 확인하는 시간이라는 뜻입니다.

둘째, 검증을 제품에 넣는다

에이전트의 산출물에 근거·출처·검증 절차를 함께 남기는 기능은 원가를 줄이는 기능입니다. 고객이 확인하는 시간을 줄여 주는 것이 곧 가격 경쟁력입니다.

셋째, 워크플로를 소유한다

모델은 바뀌고 가격은 내려갑니다. 남는 것은 업무 흐름과 그 흐름의 기록입니다. 반복되는 업무를 문서·양식·승인 절차까지 소유한 쪽이 마진을 가져갑니다.

넷째, 공공·교육 시장을 본다

도입 단가 하락은 예산 확보의 기회입니다. 다만 가입률이 아니라 활용률로 성과를 증명해야 다음 예산이 열립니다.

맺음말

11월 18일의 반등은 하루짜리 수급이었을 수 있습니다. 그러나 엔비디아의 71%와 앤트로픽의 1.5조 달러는 하루짜리 숫자가 아닙니다. 이 산업은 이제 "얼마나 좋은가"를 증명하는 단계에서 "얼마나 남는가"를 증명하는 단계로 넘어갔습니다. 마진이 먼저 말할 때, 우리가 할 일은 그 말을 듣고 우리의 원가 구조를 다시 쓰는 것입니다.

English Summary / 영문 요약

Margin as the first honest number

Focus Column 13 — The margin speaks first

On November 18 the KOSPI closed at 5,067.44, up 1.99%, while Nvidia reported third-quarter revenue of USD 115.8 billion, up 103%, and guided fourth-quarter revenue to USD 130 billion with gross margin of 71% to 72%, down from 74.9%. Anthropic was reported to be weighing an offering price above USD 80 a share, implying a valuation of USD 1.5 to 1.6 trillion against USD 1.33 trillion previously discussed. Each item was read as good news. Read together they point elsewhere.

The argument

Nvidia gave up margin to gain revenue. The shift is structural rather than a demand signal: rack-scale systems carry a larger share of externally sourced memory, networking and assembly content, the ramp carries front-loaded operating expense of about USD 11 billion, and the outlook assumes no data centre revenue from China. Anthropic, meanwhile, grew revenue roughly 1,200% in nine months to USD 33.24 billion and reached a run rate near USD 81 billion at the end of October. Capital is migrating from compute to workflow. McKinsey survey work adds the constraint: only 37% of respondents report a positive EBIT contribution from AI, and in a banking customer-service agent, tokens account for 20% to 25% of variable run costs while human oversight accounts for 70% to 75%.

The takeaway

In an industry where infrastructure margin falls, the winning position is not a lower price but a lower verification cost. Build the evidence trail into the product, own the workflow, and prove utilisation rather than registration in public and education markets. This column also states its own falsifier: if fourth-quarter gross margin comes in above 72%, the structural reading holds; below 71%, competition is compressing price faster than mix is shifting.

One line **The margin fell first; the rest of the industry will follow**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-FC-2026-11-19 | 문의 contact@conderi.com