

해외주식/AI

OpenAI, 우려의 크기는?

해외주식. 박제민 / jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

Signal: OpenAI 체인에 대한 우려 증가

Key: 2029년까지 적자 지속 전망, \$53B 규모 추가 조달 필요

Step: 높은 B2C 매출 민감도로 모델 성능보다 수익화에 집중 필요

OpenAI에 대한 많은 우려

OpenAI는 AI 진영의 대표 주자로 주목받아왔다. 그러나 AI 버블논란, 샘 알트먼의 공격적 비용 전망, Gemini 3.0 출시 등으로 투자자들의 우려가 빠르게 커지는 중이다. OpenAI 노출도가 높은 Oracle, Coreweave의 주가 부진과 2배 이상 상승한 CDS Spread는 OpenAI에 대한 시장의 우려를 보여준다.

2029년까지 누적 적자 \$91B 전망

OpenAI의 흑자전환 시기를 2029년, 내년부터의 합산 적자 규모(Cash Burn)를 \$91B으로 전망한다.

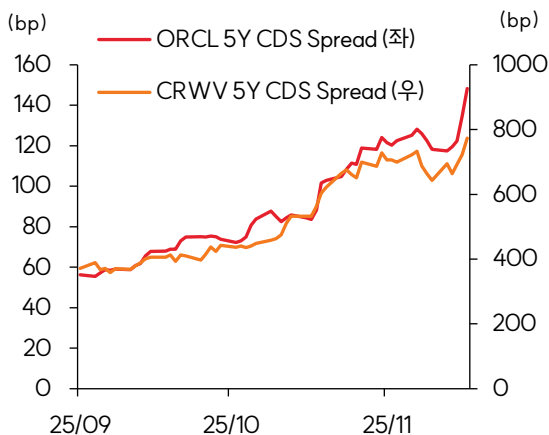
- 1) LLM 서비스는 2030년까지 WAU가 50억명 수준으로 확대, 경쟁 심화로 인해 ChatGPT 점유율은 55%로 축소가 예상된다.
- 2) Agent 쇼핑, 앱 내 Application 도입, 광고 등으로 내년부터 무료 사용자 수익화가 시작된다.
- 3) B2B 구독 판매, API 매출도 기존 고객들의 전환 비용 및 Agent 도입으로 산업이 성장하며 매출의 30~40%를 차지할 전망이다.
- 4) 1GW 당 연간 \$17.5B의 서버 비용이 예상된다. Stargate 프로젝트 가동에 따라 내년부터는 2GW 이상의 서버 구동이 전망된다. 보유 현금 \$35B 수준으로 2027년 연말까지 추가 조달 없는 운영이 가능하다. 2027년 내 IPO가 필수적이다.

매출 및 조달 가시성에 따라 AI Infra 투자 심리 변동 전망

현실적인 OpenAI의 조달 가능 금액은 최대 \$100B로 판단된다. 2030년까지 누적 Cash burn이 \$135B를 상회할 경우 부실 가능성이 높아 현재의 우려가 정당화된다. \$65B 이하 구간은 역대 상장 조달 최대 금액(Aramco 상장)인 \$30B로 비용 충당이 가능해 투심과 무관한 비용 통제가 가능하다. 매출 추정 전망치의 이동에 따라 AI Infra 투심이 크게 변동될 것으로 판단된다.

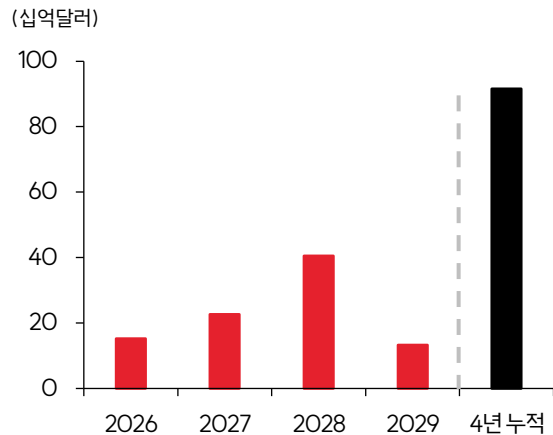
OpenAI 매출에 가장 중요한 factor는 B2C 유료 전환율과 무료 이용자 수익화다. Agent 기회가 그만큼 ChatGPT 5.2 등의 모델 업데이트도 중요하지만 이용자 편의성과 경쟁 LLM과의 차별화를 위한 제품 출시가 중요한 상황이다.

OpenAI 네오클라우드 CDS Spread



자료: Bloomberg, SK 증권

OpenAI Cash Burn 전망



자료: SK 증권 추정

OpenAI 매출 추정

OpenAI Cash Burn 추정						
(백만달러)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ARR (연간 환산 매출)	21,252	49,436	81,452	116,423	148,728	182,895
B2C	10,800	30,464	52,529	75,153	91,963	104,775
B2B	10,452	18,972	28,922	41,270	56,765	78,120
B2C 비중 (%)	51%	62%	64%	65%	62%	57%
B2B 비중 (%)	49%	38%	36%	35%	38%	43%
매출액	13,000	35,344	65,444	98,938	132,576	165,812
B2C Subscription		16,578	26,701	34,711	40,054	42,316
무료 이용자 수익화		4,054	14,795	29,130	43,505	56,054
B2B Seat		5,112	9,547	13,496	16,618	18,842
API		9,600	14,400	21,600	32,400	48,600
<i>YoY (%)</i>						
매출액		163%	81%	49%	33%	25%
B2C Subscription			61%	30%	15%	6%
무료 이용자 수익화			265%	97%	49%	29%
B2B Seat			87%	41%	23%	13%
API			50%	50%	50%	50%
주요 매출 가정						
LLM 서비스 WAU (M)	1,100	2,300	3,300	4,100	4,600	5,000
ChatGPT 점유율 (%)	82%	75%	70%	65%	60%	55%
ChatGPT WAU (M)	900	1,725	2,310	2,665	2,760	2,750
유료 이용자 비중 (%)	5%	6%	7%	8%	9%	10%
유료 이용자 ASP (\$/월)	20	18	16	15	14	13
B2C Sub ARR	10,800	22,356	31,046	38,376	41,731	42,900
무료 이용자 수 (M)	855	1,622	2,148	2,452	2,512	2,475
무료 수익화 (\$/명, 연)	0	5	10	15	20	25
무료 이용자 수익화 ARR	0	8,108	21,483	36,777	50,232	61,875
ChatGPT WAU (M)	900	1,725	2,310	2,665	2,760	2,750
유료이용자 수 (M)	45	104	162	213	248	275
B2B Seat 수 (M)	7.7	20.70	32.34	42.64	49.68	55.00
Seat 당 ASP (\$/월)	30	30	30	30	30	30
B2B Seat ARR	2,772	7,452	11,642	15,350	17,885	19,800
합산 비용	20,000	50,529	88,081	139,432	145,788	152,079
서버 비용	16,000	40,000	69,000	111,000	108,000	105,000
그 외 비용	4,000	10,529	19,081	28,432	37,788	47,079
가동 서버 (GW)	0.91	2.29	3.94	6.34	6.17	6.00
Cash Burn (매출 - 비용)	-7,000	-15,185	-22,637	-40,494	-13,213	13,733
2026~2029 Cash Burn						-91,528

자료: SK 증권 추정

OpenAI, 2025년 ARR 분석

2025년 매출액 \$13B, 연말 기준 ARR(Annual Recurring Revenue)\$21B 수준이 추정된다.

OpenAI 현재 사업부

- 1) B2C Sub
- 2) B2B Seat
- 3) API
- 4) 무료 이용자 수익화를 위한 신사업

1) B2C Subscription

10월 기준 WAU 8억명으로 공개됐다. 상승세 고려 시 연말 기준 WAU 9억명, 유료 이용자 4.5천만명(유료 전환율 5%), ASP \$20 가 예상된다. 2025년말 ARR \$11B 수준이다.

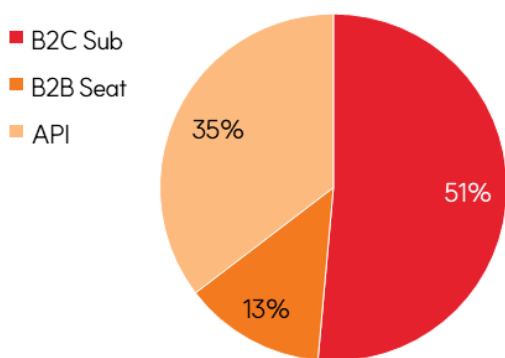
2) B2B Seat

11월 기준 Seat 가 700만명으로 공개됐다. ASP \$30, 연말 ARR \$2.5B 수준이 추정된다. B2B 는 소규모 사업장 대상의 Business(옛 Team) 보안이 강화된 Enterprise 그리고 Edu 로 구성된다. 가입 Seat 공개 당시 기업 고객 수는 100만명으로 함께 공개되어 가입 기업 대부분이 중소기업(평균 7 Seat)으로 판단된다.

3) API

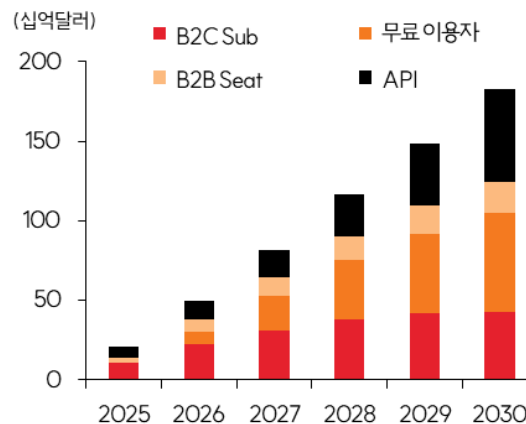
10월 Dev Day 당시 월별 토큰 사용량이 250조개로 공개됐다. Input 4 : Output 1 비율 가정, 최적화 Mini Model 사용량 70% 가정, 가중 평균 ASP \$2.5/1M Token 을 가정할 경우 월 매출 \$640M이 계산된다. ARR \$7.6B 수준이다.

2025년 연말 기준 ARR 비중 추정



자료: SK 증권 추정

OpenAI ARR 전망

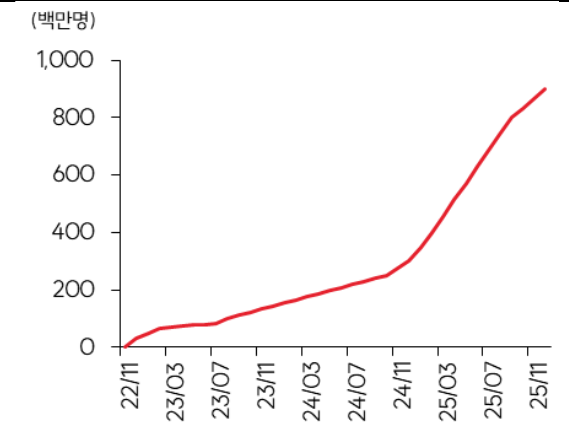


자료: SK 증권 추정

사업부 분석 1: B2C Sub

B2C 이용자들에게 더 많은 서비스와 토큰을 제공하고 구독료를 수취하는 사업모델이다. 2025년초 ChatGPT의 WAU는 3억명 초반에 지나지 않았으나 올해 가파른 상승 폭을 보이며 9억명을 달성했다. 제품 주기 확산과 함께 이용자 상승세가 당분간 이어질 것으로 전망된다. 다만 경쟁 환경이 심화되는 중이다. 연말 기준 헤비 사용자가 많은 Web 점유율은 70%대 초반까지 하락했으며 App 사용 점유율은 여전히 85% 수준으로 파악된다. OpenAI의 해자는 초기 점유율 확보를 위한 이용자 데이터이다. 데이터 기반으로 현재 제품을 Post-training 하여 강화하고 신규 제품의 방향성을 결정한다.

ChatGPT WAU 추이



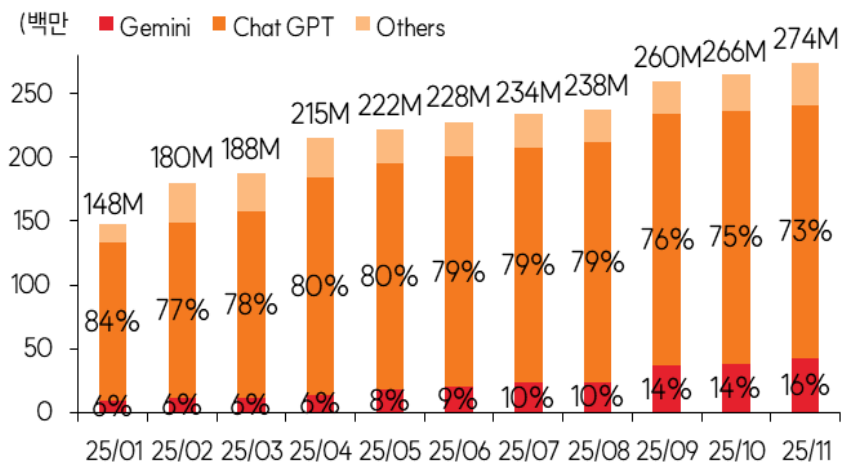
자료: 언론 종합, SK 증권

ChatGPT B2C 요금제 정리

요금제명	요금(\$/월)	비고
ChatGPT-Pro	\$200	속도, 메모리, 컨텍스트 우선 Reasoning 모델 사용 무제한 영상 모델 무제한 사용
ChatGPT-Plus	\$20	속도 및 고급 기능 제공 영상 모델 사용 가능
ChatGPT-Go	\$4~5	인도, 인도네시아 등 제한된 지역 무료 모델 보다 많은 토큰 제공

자료: OpenAI, SK 증권

ChatGPT Web 점유율 추이

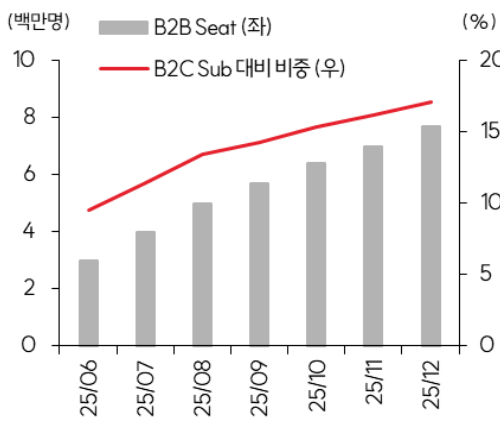


자료: SimilarWeb, SK 증권

사업부 분석 2 : B2B Seat

기업들을 대상으로 묶음 계정 또는 Token 을 판매하는 모델이다. OpenAI 의 해자는 1) 높은 B2C 점유율 2) 락인 효과가 발생하는 Canvas, GPTs 기능이다. 신규 가입 기업은 기존 직원들이 사용하던 챗봇 위주로 계약을 진행할 가능성이 높다. 또 OpenAI 는 2023 년 AI 출시 이후 최근까지 꾸준히 1 위 모델 자리를 지켜오면서 비즈니스들의 선택을 받아왔다. 이와 함께커스텀 자동화 툴(GPTs), AI 코딩 툴(Canvas) 등이 공개됐고 출시된지 1년 이상 지났다. 자동화 툴 위의 워크플로우들, Canvas 위의 코딩 흔적 및 사용 습관은 전환 비용을 상승시킨다. 2025 년말 기준, 포춘 500대 기업의 92%가 OpenAI 의 제품을 1개 이상 사용 중이다.

B2B 가입자 수 추이



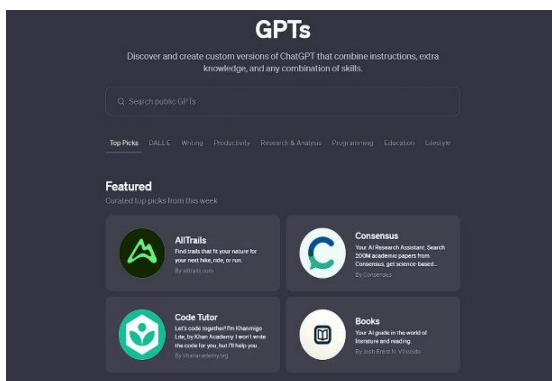
자료: SK 증권 추정

ChatGPT B2B 요금제 정리

요금제명	Seat 요금(\$/월)	비고
ChatGPT Business	\$25~30	중소규모, 스타트업 대상 학습 제외 데이터 보안 제공 팀 워크 스페이스, 관리자 콘솔 제공. 일부 커스텀 가능
ChatGPT Enterprise	\$60 수준 추정 (개별 계약)	대기업 대상, 최소 인원 150명 보안 기능 강화 고급 분석 대시보드, API 크레딧 제공
ChatGPT Ed ChatGPT Gov	개별 계약	교육 기관 및 정부용 대학, 대학원. 정부 등에 패키지 납품

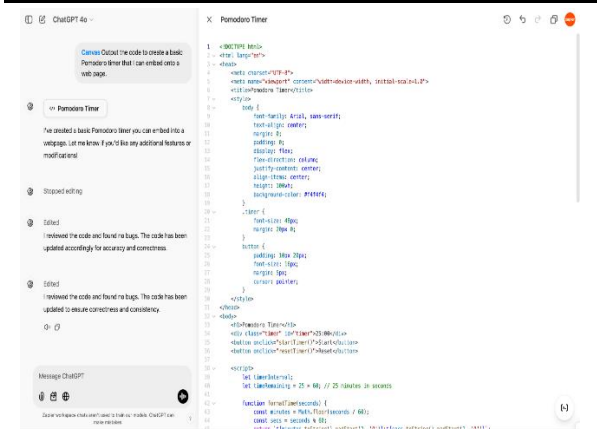
자료: OpenAI, SK 증권

GPTs: 워크플로우를 위한 커스텀 사용 가능



자료: 언론 자료, SK 증권

Canvas: 개발 직원 전용 인터페이스



자료: 언론 자료, SK 증권

Agent 도입으로 큰 기회
Agent 수행 능력, 가격
경쟁력이 주요

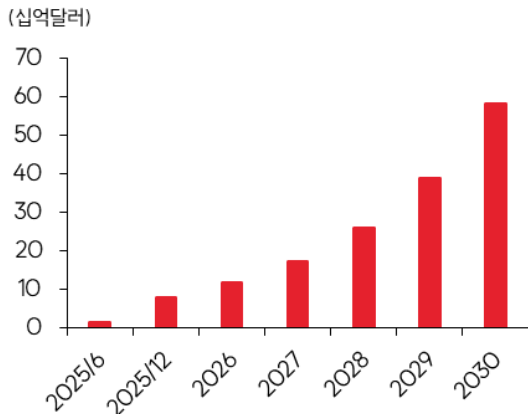
사업부 분석 3: API

MaaS(Model-as-a-Service) 사업부다. 기업 고객이 자사의 내부 시스템이나 대 고객 서비스에 OpenAI의 모델을 연동하여 활용하는 구조다. Token 사용량에 비례해 과금되는 종량제 수익 모델이다. 대표적인 도입 사례로는 Apple(Siri 연동), Duolingo(Role-play 학습), Notion(Q&A 및 요약) 등이 있다. 초기 텍스트 중심에서 음성, 이미지, 비디오, 그리고 Agent로 지원 모달리티가 확장되는 중이다.

Go-to-Market 전략은 두 가지다. OpenAI 직접 계약과 Microsoft Azure를 통한 간접 계약(Azure OpenAI Service)이 있다. 최근 기업들의 수요는 두 갈래로 세분화되는데, 내부 업무 효율화 측면에서는 코딩 및 로직 처리에 특화된 모델이 채택의 기준이 되며, 외부 고객 서비스 측면에서는 음성 및 영상 생성의 자연스러움을 갖춘 멀티모달 모델이 채택 기준이 되고 있다. 향후 Agent 기술이 고도화됨에 따라 시장 경쟁의 핵심 변수는 1) Agent의 추론 및 수행 능력 2) 토큰당 가격 경쟁력 3) 개발자(고객) 편의성으로 귀결될 전망이다.

OpenAI의 경쟁 우위는 선도 사업자로서 구축한 견고한 락인 효과다. 오랜 기간 시장 지배적 위치를 점유하며 다수의 기업들이 이미 OpenAI 모델을 기반으로 Fine-tuning과 프롬프트 엔지니어링을 최적화한 상태다. 이는 경쟁사 모델로 이탈하는 데 상당한 전환 비용을 발생시킨다. Microsoft Azure 고객 기반의 빠른 확장은 이러한 생태계 종속을 가속화하고 있다. 이에 더해 OpenAI는 직관적인 SDK 툴킷과 개발자가 손쉽게 맞춤형 에이전트를 구축할 수 있는 'Agent Builder' 등을 통해 개발자 생태계를 장악하며 진입 장벽을 높이고 있다.

OpenAI API ARR 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

GPT-5.2 API 가격

플래그십 모델

OpenAI의 선구적인 모델은 응답을 생성하기 전 더 많은 시간을 할애하여 생각하도록 설계되었기 때문에 복잡하고 여러 단계를 거쳐야 하는 문제에 적합합니다.

모델명	특징	가격
GPT-5.2	여러 단계의 코딩 및 에이전트 작업에 최상의 모델입니다.	가격: 입력: US\$1.750/100만 개 토큰 캐시된 입력: US\$0.175/100만 개 토큰 출력: US\$4.000/100만 개 토큰
GPT-5.2 pro	가장 스마트하고 가장 정밀한 모델	가격: 입력: US\$21.000/100만 개 토큰 캐시된 입력: - 출력: US\$488.000/100만 개 토큰
GPT-5 mini	광 범위의 작업을 위한 GPT-5의 더 빠르고 저렴한 버전	가격: 입력: US\$0.250/100만 개 토큰 캐시된 입력: US\$0.025/100만 개 토큰 출력: US\$2.000/100만 개 토큰

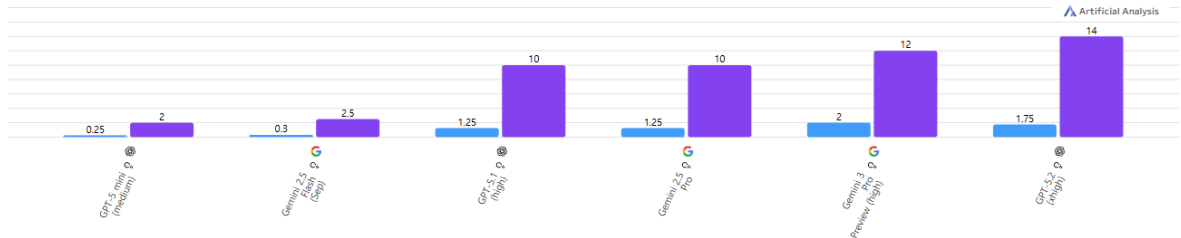
자료: OpenAI, SK 증권

OpenAI vs Gemini 주요 모델 Token 가격 비교

Pricing: Input and Output Prices

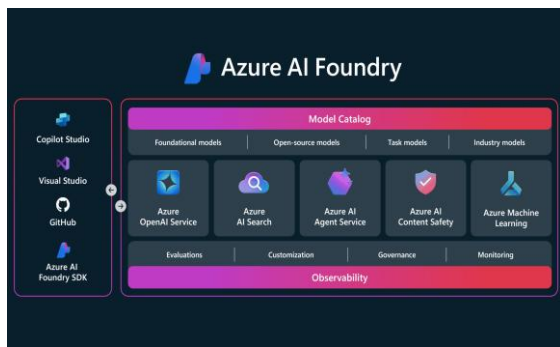
Price: USD per 1M Tokens

■ Input price ■ Output price



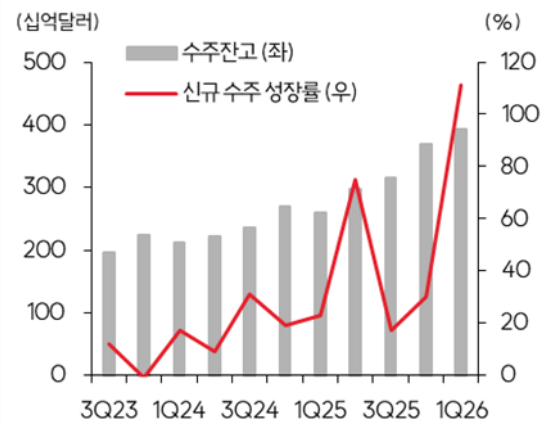
자료: Artificial Analysis, SK 증권

Azure Foundry: 기업들이 모델 채택 가능



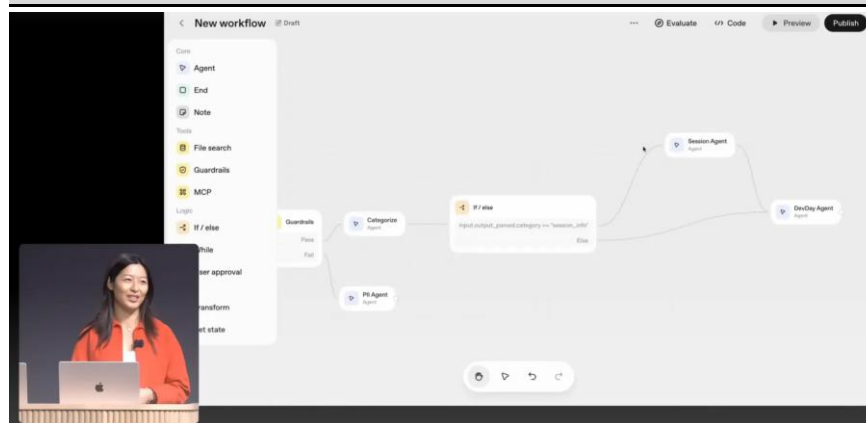
자료: Microsoft, SK 증권

Microsoft 신규 수주 성장률, 수주잔고 추이



자료: Microsoft, SK 증권

OpenAI Agent Builder: Idea를 직관적 UI/UX로 Agent로 치환할 수 있음



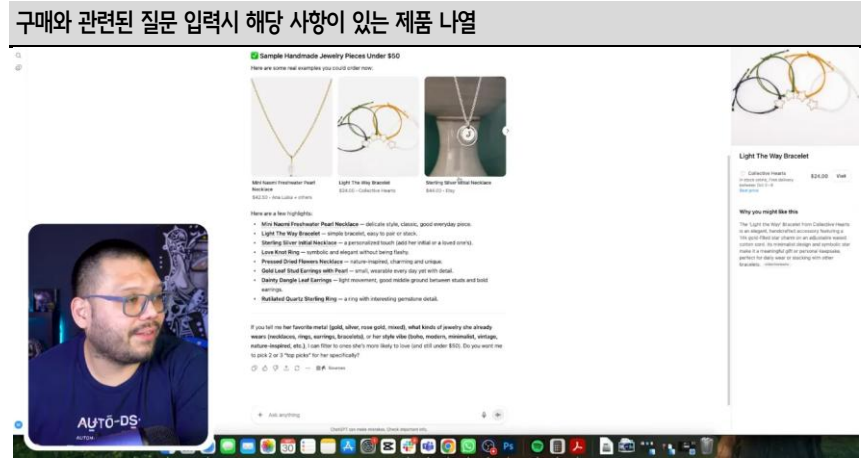
자료: OpenAI, SK 증권

신규 전개 사업

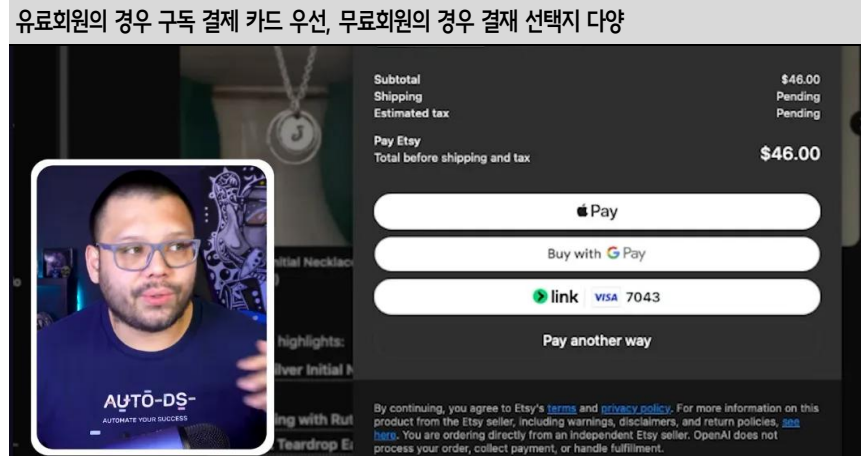
1. Instant Checkout(쇼핑)

10 월 Instant Checkout 기능 출시했다. ChatGPT 대화창 내에서 즉시 결제가 이루어지는 시스템이다. 아직 미국 내 사용만 가능하며, 장바구니 기능이 부재해 1 개의 제품만 결제가 가능하다. OpenAI 가 소량의 수수료를 수취해가는 구조다. 쇼핑 물 Etsy 는 이미 결제가 가능, 추후 Shopify, Walmart 도 추가될 예정이다.

Agentic 쇼핑의 초기 버전으로 평가 받는다. 무료 이용자 수익화의 핵심 비즈니스로 성장이 예상된다. 현재 쇼핑 행태인 '리서치 - ChatGPT, 결제 - Google 및 Amazon' 트렌드를 변화시켜 수익화할 수 있을 것으로 보인다. 타겟 소비자는 Funnel 상에서 Middle(고려, 탐색) 단계를 차지한다. 현재 구글 검색이 독점하고 있는 Funnel 로 목표 시장이 크고, AI로 인한 검색 시장 확대로 다시 성장 중이다..



자료: Youtube, SK 증권



자료: Youtube, SK 증권

AI 모델별 Agentic Shopping 완성도



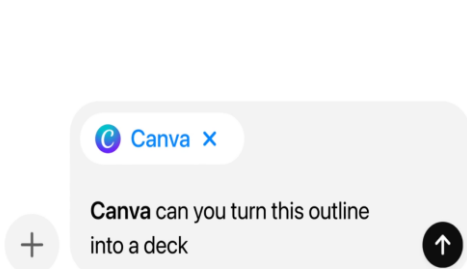
자료: Retailgenic, SK 증권

2. Apps in ChatGPT(플랫폼)

10 월 Apps in ChatGPT 기능을 공개하며 어플리케이션들의 플랫폼 기업이 되고자 하는 움직임을 보이는 중이다. Dev Day 를 통해 SDK 툴킷을 배포하여 개발자들로 하여금 ChatGPT 에 탑재 가능한 형태로 앱을 조율할 수 있게 기능을 배포했다. 현재 ChatGPT 에 탑재된 대표 어플리케이션은 Spotify, Booking.com, Coursera 등 7 개이며 더 향후 많아질 예정이다.

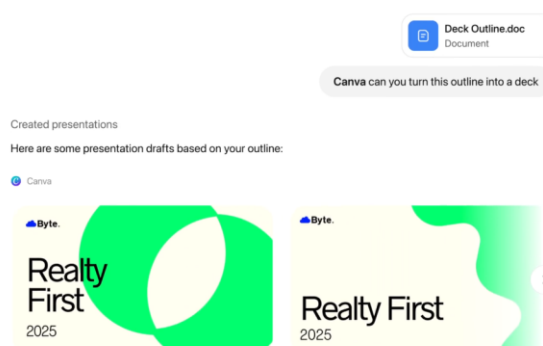
어플리케이션들에게 일정량의 수수료를 수취할 것으로 추정되나 대외적으로 알려진 바는 없다. 해당 기능으로 ChatGPT 는 Public data 에서 벗어나 Private data 로의 접근이 용이해진다. 이용 중에도 ChatGPT 페이지를 벗어나지 않는 형태로, ChatGPT 의 체류시간을 더 늘릴 것으로 보이며 앱 내 데이터를 활용할 때 드는 토큰을 생각할 때 유료 이용자 수 증가에도 긍정적일 것으로 판단된다.

Apps in ChatGPT 사용법 (@로 Application 소환)



자료: OpenAI, SK 증권

Application 이 자체 기능 활용해서 답변



자료: OpenAI, SK 증권

단위 경제를 위해 도입 필수적
사용자 신뢰를 건드리지 않는
맞춤형 광고 유력

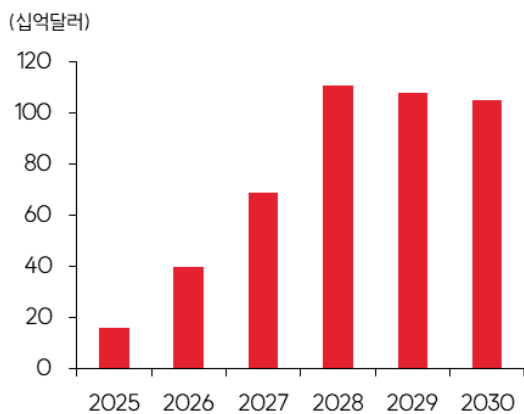
3. 광고 삽입

Google, Meta 등 이전 세대 플랫폼 기업들은 막대한 서버 비용을 광고 모델 도입을 통해 해결하며 Unit Economics 를 맞춘 바 있다. ChatGPT 역시 광고 도입이 필요해 보인다. 현재 수억 명 규모의 트래픽에 수반되는 막대한 추론 비용은 GPU 공급 부족 상황에서 비용 압박을 넘어 모델 훈련의 병목이 되고 있다.

그러나 ChatGPT 는 '정보의 신뢰성'이 핵심 가치인 서비스이다. 답변 내용이 광고 주로 인해 왜곡되는 순간, 이용자의 신뢰가 훼손된다. Sam Altman 역시 이러한 리스크를 인지하고 검색 맥락을 해치는 'Contextual Ads(문맥 광고)'를 지양하겠다는 입장이다. 광고 방향성은 답변의 중립성을 해치지 않는 이용자 데이터를 기반으로 노출하는 'Personalized Ads(맞춤형 광고)' 형태로 전개될 가능성이 높다. ChatGPT 는 이미 이용자들에 관한 데이터를 SNS 이상으로 축적 중이다.

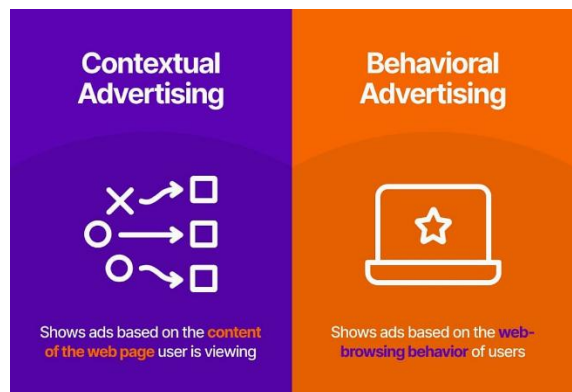
관건은 UI/UX 최적화와 이탈률 방이다. 채팅 인터페이스의 특성상 광고를 자연스럽게 노출할 지면(inventory)가 제한적이며, 노골적인 광고 삽입은 사용자 경험 저하로 이어진다. 특히 Gemini 3.0 등 경쟁 모델이 건재한 상황에서 광고 도입은 사용자 이탈로 이어질 수 있다.

OpenAI 서버 비용



자료: SK 증권 추정

문맥광고 vs 맞춤형 광고



자료: 언론 자료, SK 증권

4. 기타 신규 사업

Sam Altman 은 범용 챗봇을 넘어 헬스케어, 채용 등 특정 산업에 특화된 B2C 플랫폼 확장을 지속적으로 예고해왔다. 이는 강력한 파운데이션 모델을 기반으로 고부가가치 데이터가 발생하는 산업에 직접 진출하겠다는 의도다.

헬스케어: Thrive Global 과의 JV 설립을 통해 'Thrive AI Health'를 추진 중이다. 이는 초개인화된 AI 헬스 코칭 서비스를 지향하며, 사용자의 생체 데이터와 의료 기록을 연동하여 실질적인 생활 습관 교정을 이끌어내는 것을 목표로 한다.

채용: OpenAI 가 자체적인 'AI 스킬 인증(Certification)' 시스템을 구축하고, 이를 취득한 인재를 기업과 매칭하여 수수료를 수취하는 플랫폼 비즈니스다. 단순 매칭을 넘어 '역량 검증' 단계까지 밸류체인을 확장하는 구조다.

하드웨어: 전 Apple 디자인 총괄 Jony Ive 등 핵심 인력을 영입하며 독자적인 디바이스 개발을 진행 중이다. 구체적인 폼팩터와 출시 시점은 미정이나, 안경의 형태라는 루머가 존재 다. 스마트폰을 대체하거나 보완할 수 있는 온디바이스 AI HW 가 추정된다.

Thrive AI Health



자료: 언론 자료, SK 증권

OpenAI 의 Jony Ive 영입



자료: 언론 자료, SK 증권

B2B Tech 는 도전 영역
B2C Tech 는 수성 필요

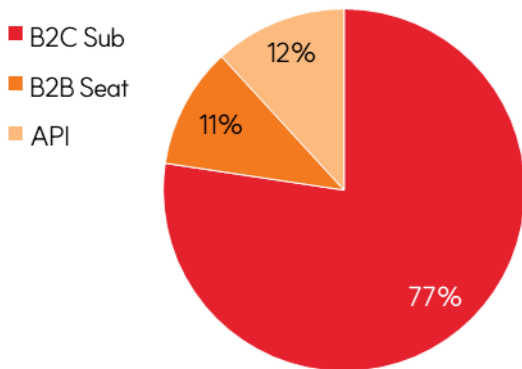
OpenAI 의 전방은 B2B? B2C?

2025 연말 기준 OpenAI 의 전방 ARR 비중은 50:50 에 가깝다. 공개된 매출 데이터를 기반으로 역산해볼 때 올해 OpenAI 는 B2B 위주로 매출이 더 빠르게 증가했다. 전체 ARR 내 B2B 부문 비중은 2025년 6월 23% 수준에서 2025년 연말 기준 49%까지 급격히 확대된 것으로 추정된다.

향후 전방 비중은 모델 경쟁력이 좌우할 가능성이 높다. B2B 매출 비중은 8월 이후 API ARR 이 급증하면서 커졌다. 이는 GPT 5.0 활용을 기다린 이연 수요들이 9월 이후에 몰린 결과로 판단된다. Gemini 3.0, Claude 4.5 가 활약하고 있는 현재, API 수주가 이전만큼 가파르게 증가할 수 있을지 지켜봐야한다. 기존 고객의 Binding 이 존재하나 성능, 가격 위주로 선택이 주를 이룰 것이다.

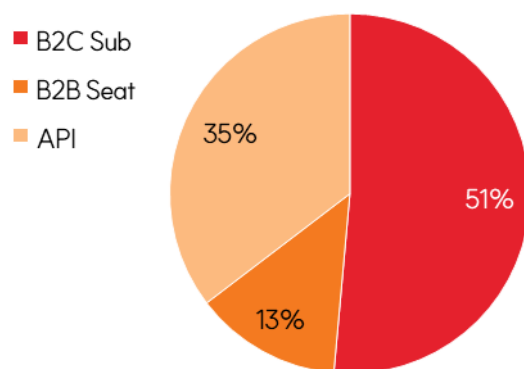
B2C 는 B2B 대비 브랜드 가치가 핵심적으로 작동하여 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단된다. 무료 이용자들의 수익화 역시 특수성이 있으나 기존 대규모 플랫폼들의 Playbook 을 참고할 수 있다. OpenAI 가 모델 선두를 꾸준히 지켜내면서 기업 수요를 적극적으로 흡수한다면 'Enterprise Tech'의 성격이 강해질 것이며, 이에 실패한다면 'Consumer Tech' 위주의 서비스에 집중할 것이다.

6월 ARR 비중 추정



자료: SK 증권 추정

12월 ARR 비중 추정



자료: SK 증권 추정

매출 추정 가정

매출 추정

B2C: 브랜딩에 따른 점유율 수비 가능

B2B: 기존 고객사 binding 이 경쟁력

1) B2C Subscription

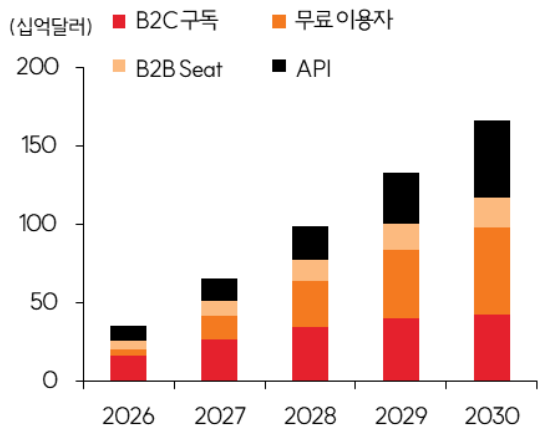
LLM 서비스가 성숙기에 진입하는 2030년에 Google Search의 50억 WAU 달성을 가정했다. 현재 LLM 서비스 시장은 기술 수용 곡선상 열리어답터 단계를 지나 대중 시장으로 확산되는 임계점을 통과한 것으로 판단된다. 2026~2027년 구간에 서 가장 가파른 J-Curve 형태의 사용자 유입이 예상된다. ChatGPT의 시장 점유율은 현재 80%를 상회(앱 85%, 웹 73%)하나, 경쟁 심화에 따라 2030년에는 55% 수준으로 하향 안정화될 것으로 전제했다. 내년부터 개발 도상국 구독자의 증가로 ASP는 현재 \$20에서 꾸준히 하락할 것으로 전망한다.

무료 이용자 수익화의 경우 Meta(연간 ARPU \$50)와 Google(연간 ARPU \$46) 사례를 참고하되, 유료 모델 병행 구조 및 무료 사용자 수익화의 불확실성을 고려해 2030년 기준 연간 ARPU \$25로 보수적으로 설정했다. 초기 수익화는 Instant Checkout가 유력할 것으로 보이며 이후 광고 모델 도입과 Apps in ChatGPT 수수료확장될 것으로 전망한다.

2) B2B Seat

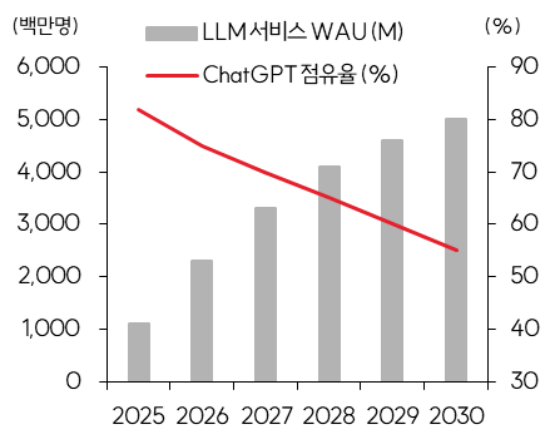
B2B 부문인 ChatGPT Work의 사용자 수는 전체 유료 가입자 대비 비중이 빠르게 확대되며 이미 15%를 상회한다. B2C와 B2B 구독 매출 간 자기 잠식 효과를 고려하여 향후 비중 증가를 공격적으로 가정하지 않고 20% 수준으로 고정했다. B2C(\$20에서 하향) 대비 B2B가 ASP(\$30 고정)가 높다는 점을 감안할 때 보수적 추정으로 판단된다. 시장 내 경쟁 고도화로 인해 Enterprise 요금제의 ASP가 현재 \$30 대비 유의미하게 상승하기는 어렵다고 판단한다.

OpenAI 매출 전망



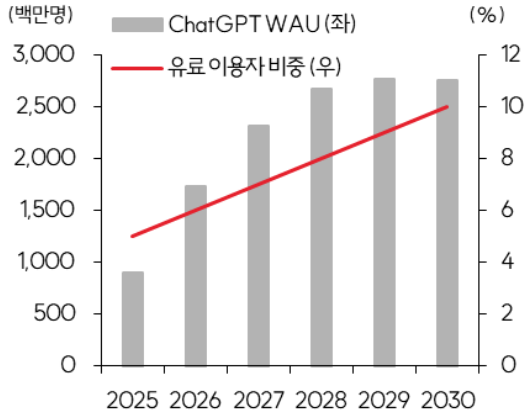
자료: SK 증권 추정

LLM AI 서비스 이용자 수 추이 및 ChatGPT 점유율



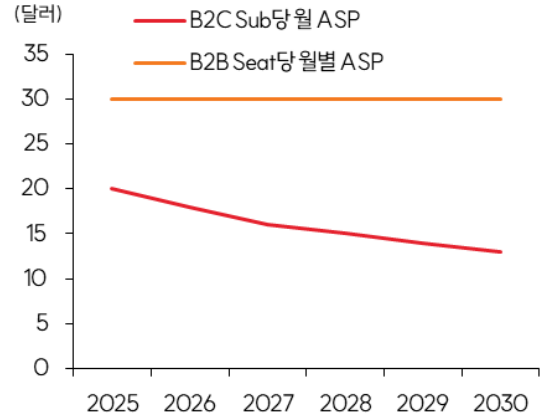
자료: 언론 종합, SK 증권 추정

OpenAI 매출 전망



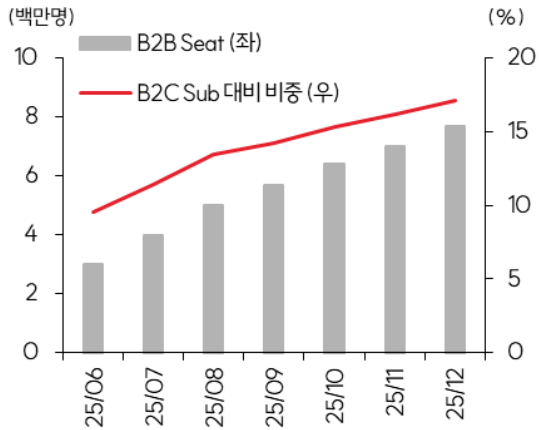
자료: SK 증권 추정

B2C Subscription 대비 B2B Seat 이용자 비중



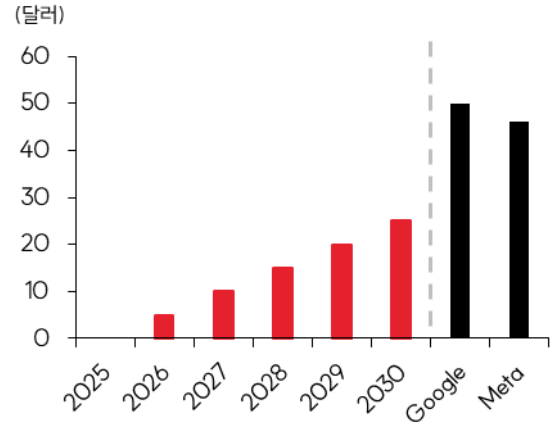
자료: SK 증권 추정

B2C Subscription 대비 B2B Seat 이용자 비중



자료: SK 증권 추정

무료 이용자 ARPU 추이 및 비교



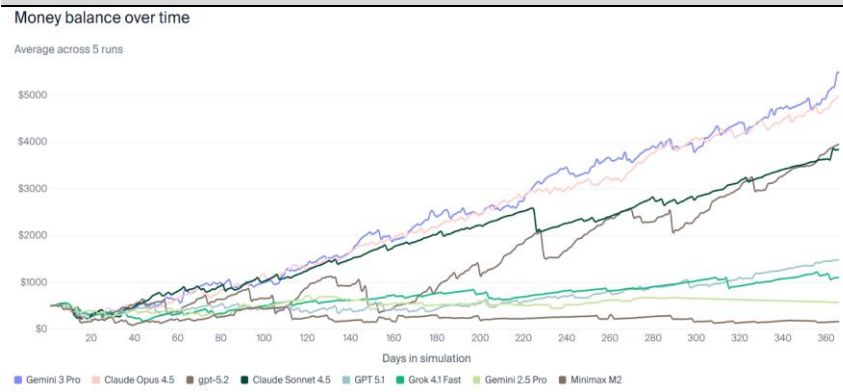
자료: SK 증권 추정

3) API 매출

API 매출은 Agent 도입에 따라 강한 성장성이 예상되나 매출 가시성이 제한적이다. Anthropic, Gemini, 하이퍼스케일러들의 자체 가성비 모델과의 경쟁이 치열하며 브랜드 파워를 보유한 B2C 영역과 달리 OpenAI 의 해자가 부족하다. 시장 성장률을 적용한 추정이 적절할 것으로 판단된다. 주요 리서치 기관 (MarketsandMarkets 등)이 제시한 에이전트 시장 전망치(CAGR 40~60%)의 중단인 50%를 적용하여 보수적인 매출 성장을 가정했다.

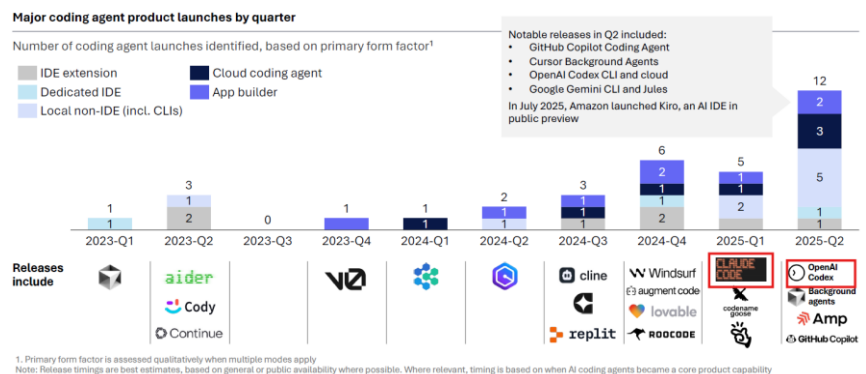
Microsoft 의 FY1Q26(CY3Q25) 신규 수주가 YoY 51% 급증한 점은 상당 부분 OpenAI API 를 활용한 제품군이 기여한 것으로 해석된다. 2025 년부터 코딩 에이전트 출시에 집중해온 전략이 유효했던 것으로 판단된다.

Vending-Bench 2: Agent 성능 비교 지표. GPT-5.2는 아직 3위권



자료: AndonLabs, SK 증권

2025년에 Coding Agent 출시가 집중, OpenAI는 비교적 후발주자



자료: Artificial Analysis, SK 증권

서버 비용 GW 당 \$17.5B/연
단기 1.2GW, 중기 6GW 가동
전망

비용 추정 가정

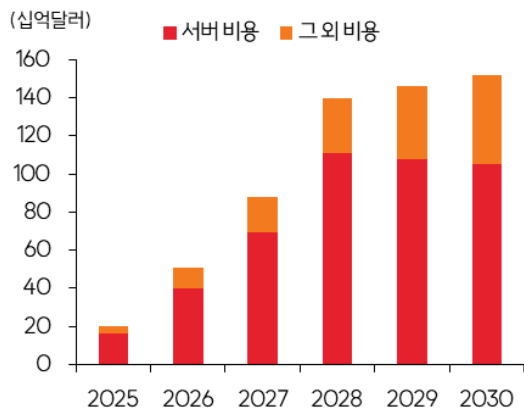
비용의 핵심은 서버 비용이다. 언론 보도에 따르면 OpenAI 2025년 비용의 80%가 서버비용으로 지출됐다. 주식보상비용(SBC)을 포함한 나머지 비용은 경쟁적인 서버 비용이 수익화로 이어진다면 충분히 관리 가능한 수준일 것으로 판단된다. 특히 B2C AI 서비스의 경우 AI 서비스가 확정되는대로 공격적인 추론 비용 감소가 이익률에 긍정적으로 작용할 것으로 전망된다.

OpenAI가 2025년 동안 성사한 주요 데이터센터 계약들은 다음과 같다. 1GW 규모의 데이터센터 구축 비용을 \$50B로 가정한다.

- 1) Nvidia 10GW (기간 미정, 1GW 당 \$10B 투자 옵션)
- 2) Broadcom 10GW (OpenAI ASIC 파트너십, 2H26 공급 목표)
- 3) AMD 6GW (기간 미정 2H26부터 1GW 공급, AMD 지분 워런트)
- 4) Oracle \$300B (5년 RPO, GW 치환 시 6GW)
- 5) Microsoft \$250B (기간 미정, GW 치환 시 5GW)
- 6) AWS \$38B (7년간, 대략 1GW)
- 7) Coreweave \$22B (기간 미정, 대략 500MW)

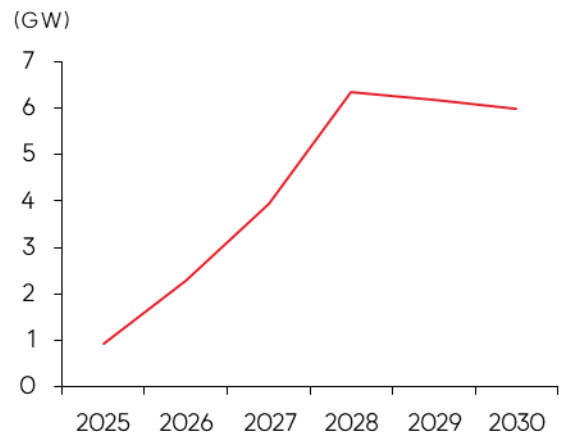
칩 벤더로부터 구매한 물량이 네오클라우드 인프라에 탑재되는 밸류체인이 유력하므로, 실질적으로 공표된 인프라 규모는 칩 기업 규모의 합산인 26GW로 보는 것이 타당하다. 이를 전량 직접 구축한다고 가정하면 비용은 \$1.3T 이상이 된다.

OpenAI 비용 전망



자료: SK증권 추정

사용 GW 규모 전망



자료: SK증권추정

\$1.3T 를 OpenAI 모두 부담하는 구조는 아니다. OpenAI 는 직접 구축 비중을 극도로 제한하고, 파트너사 인프라를 임대하는 모델을 활용할 것으로 판단된다. 1GW GPU 임대 시 자산회전을 35%를 가정하면 OpenAI 가 부담할 연간 임대 비용은 \$17.5B/연 으로 추산된다. 공급자인 네오클라우드 업체 입장에서는 \$50B 투자 집행 시 통상적으로 임대료 내 EBITDA 마진을 60% 달성이 가능하며, 투자 회수 기간은 약 5 년이다. 일반적인 GPU 감가상각 연간 5 년을 고려하더라도 리스크는 제한적이다. 전체 CapEx 의 약 35%가 토지, 전력 설비 등 잔존가치가 높은 장기 자산으로 구성되어 있고, 현재와 같은 초과 수요 국면에서는 5 년 이상 경과한 레거시 칩(A100, H100) 또한 낮은 할인율로 재계약한 사례들이 포착된다.

Coreweave CY3Q25 H100 재계약 코멘트

Demand for AI cloud technology remains robust across generations of GPUs. For example, in Q3, we saw our first 10,000-plus H-100 contract approaching exploration. Two quarters in advance, the customer proactively recontracted for the infrastructure at a price within 5% of the original agreement. This is a powerful indicator of customer satisfaction as well as the long-term utility and differentiated value of the GPUs run on CoreWeave's platform.

자료: Coreweave, SK 증권

비용으로 역산해본 현재 가동 AI DC 는 1GW 내외 수준이다. 내년 Stargate Abilene 지역에 추가되는 1.2GW 에 대한 서버 비용과 향후 가시권에 있는 5GW 추가의 서버 비용을 가정 시 2028 년부터 연간 \$100B 수준의 비용이 예상된다. Stargate 의 장기적인 규모 및 그 외에 계약된 서버 비용은 OpenAI 의 매출 및 조달 상황에 종속적일 것으로 판단된다. 현재의 매출 추정 기반으로 2030 년 내 6GW DC 가 가동 가능한 최대치로 보인다.

Stargate Abilene, 내년 가동 GW 는 1.2GW 수준 전망. 총 5GW 확장 계획



1.2 GW Lancium Clean Campus under construction in Abilene, Texas

A 5 GW data center could create...

- 30 million square feet
- 14,000 new construction jobs
- 4,000 new data center jobs
- 28,000 jobs in the community
- \$20 billion in GDP

...but customers need gigawatts of power delivered on time, or will turn to other markets

자료: Lancium, SK 증권 / 주: Lancium 은 Stargate Abilene 전력 인프라 및 부지 담당

현금 조달 상황 및 지분 현황

현재 보유 현금 \$34.6B
 조달 없이 2027년말이 한계
 최대 조달금 \$100B 내외 전망

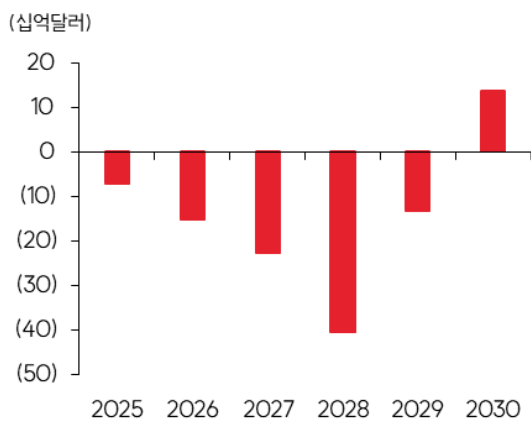
OpenAI 의 누적 조달액은 \$59.6B 로 파악된다. (Microsoft 초기 투자 \$13B, '24년 Series E \$6.6B, '25년 Series F \$40B 합산). 10월 PBC 구조 전환 완료되며 전액 현금 유입이 가능한 상황이다.

현재 OpenAI 의 현금유출은 \$34.6B 로 추정된다. 언론에 따르면 2025년 6월말 OpenAI 의 현금 보유고는 \$9.6B 이다. Series F 조달금은 3월에 1차 Trench 로 \$10B가 유입, 이후 8월부터 나머지가 유입되는 구조다. 따라서, 하반기에 \$30B의 투자금 유입이 있었다. 올해 Cash burn \$7B 의 70%가 하반기에 발생했다고 가정하면 동기간 현금 유출은 \$5B 수준이 된다.

이전 매출 추정 가정을 적용할 경우, 내년부터 흑자전환 해인 2029년까지 누적 Cash Burn 은 \$84B 으로 계산된다. 현재 현금으로 추가 조달 없이 2027년 연말까지가 한계다. 상장을 서둘러야하는 이유다. 언론에 따르면 2025년 10월 지분 매각 가치는 \$500B 이며, \$1T 수준의 시가총액으로 \$60B 이상의 조달이 예상된다. 최대 조달 가능한 금액은 \$100B 내외일 것으로 판단된다.

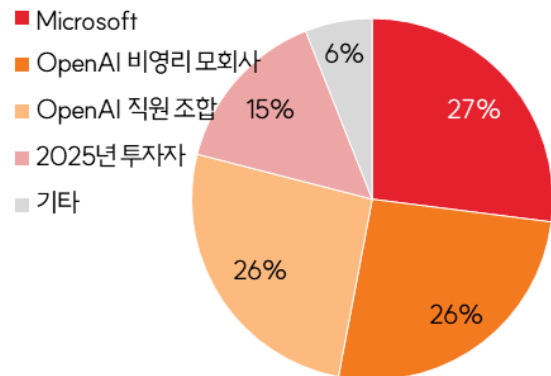
추가로 OpenAI의 현금 유출은 다음과 같은 사항들이 추가로 고려되어야한다. 1) 인프라 벤더사로부터 서버 비용 투자금이 지원될 가능성이 높다. 엔비디아는 1GW 당 \$10B 수준의 투자를 약속했는데, 이는 리스 구조를 가져갈 때 연간 서버 비용의 절반 이상에 해당하는 현금이다. 2) AI 인재 전쟁이 한창이나 대부분의 비용은 직원 주식보상(SBC)으로 충당된다. 3) Microsoft 와의 수익 배분 비용(현재 20%, 향후 조정은 2027년까지 현금 지급 대신 지분 투자로 처리돼 현금 유출이 없다.

OpenAI Cash Burn 전망



자료: SK 증권 추정

지분 현황



자료: 언론 자료, SK 증권

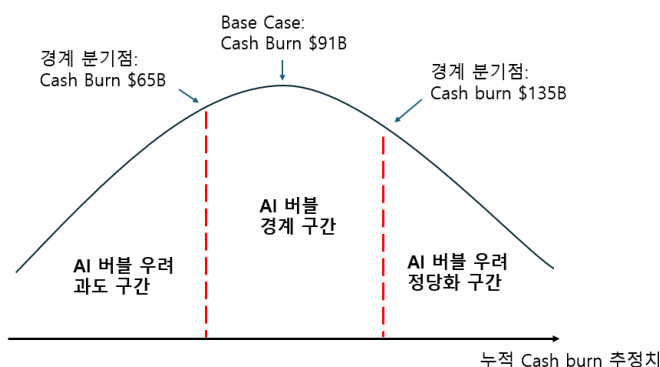
ChatGPT 수익화에 따른 AI 버블 우려 존재
Cash Burn 추정치에 따라 우려에 대해 다른 판단 가능

CDS 금리로 AI 버블 우려 정도 가늠

Oracle, Coreweave는 부채를 일으켜 OpenAI의 네오클라우드 역할을 하는 중이다. 물론 두 기업 모두 DC가 교차 가능(Fungible)하다고 주장하나 시장의 평가는 그렇지 못하다. CDS Spread를 기준으로 파산 가능성을 역산할 때 두 기업의 5년 내 파산 가능성은 Oracle 12%, Coreweave 51% 수준이다. (회수율 40% 가정)

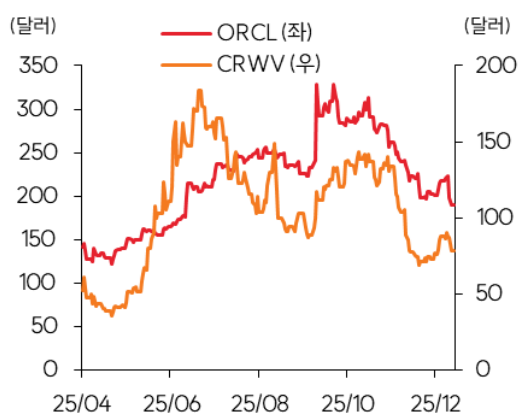
OpenAI의 현금 보유고는 \$35B, 현실적으로 최대 \$100B까지 조달 가능하다. 2026년~2030년까지 적자 구간의 누적 Cash burn이 \$135B를 상회할 경우 부실 가능성이 높아 우려가 정당화된다. \$65B 이하 구간은 역대 상장 조달 최대 금액(Aramco 상장)인 \$30B로 비용 충당이 가능해 투심과 무관한 비용 통제가 가능하다. 현재 추정한 Basecase의 누적 Cash burn은 \$91B이다. 추후 금리 상황, AI에 대한 기대감 등에 따라 경계 분기점은 유동적으로 움직일 것으로 판단된다.

OpenAI로 인한 AI 버블 우려 도식



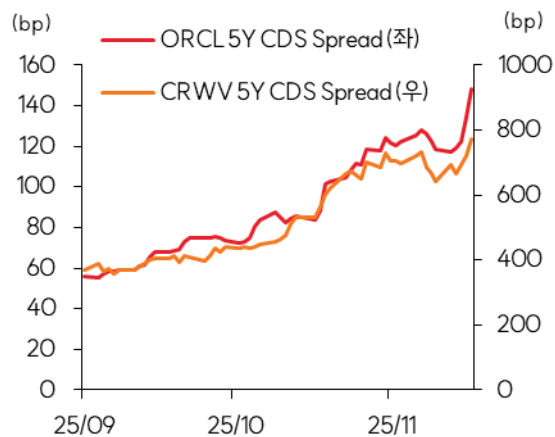
자료: SK 증권

Oracle, Coreweave 주가 추이



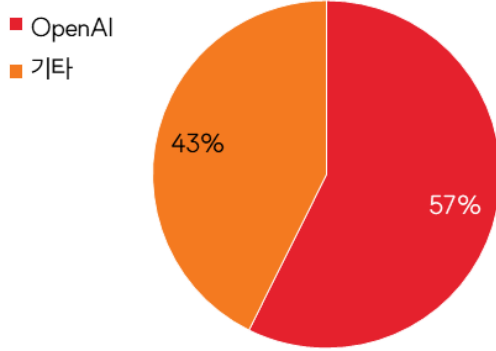
자료: Bloomberg, SK 증권

Oracle, Coreweave CDS Spread 추이



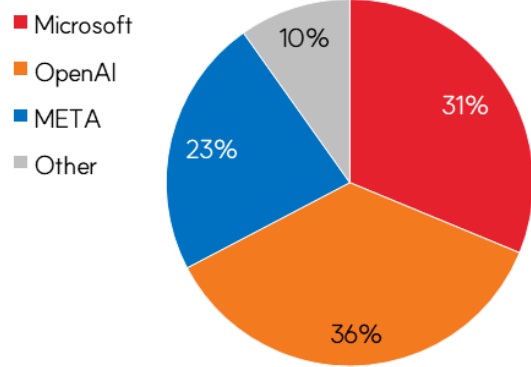
자료: Bloomberg, SK 증권

Oracle 수주 잔고 내 OpenAI 비중



자료: Oracle, SK 증권

Coreweave 수주 잔고 내 OpenAI 비중



자료: Coreweave, SK 증권 / 주: Microsoft 수주도 OpenAI로 가능

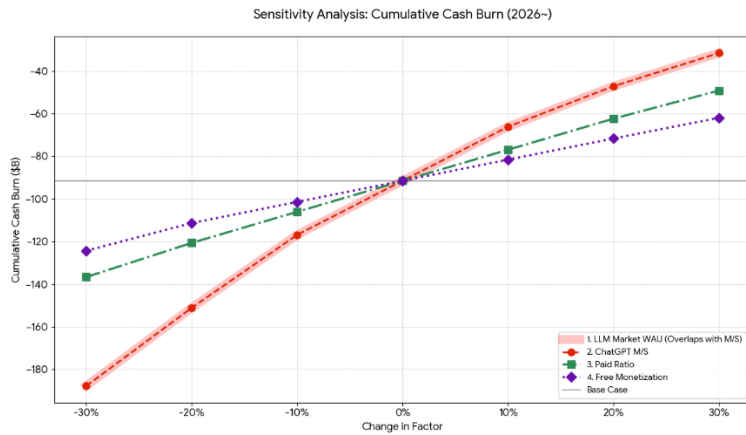
매출 가정 민감도 분석

가장 중요 factor 는 B2C 유료 전환율
Gemini 3.0 침투와 같은 B2C 점유율 하락은 치명적

1) LLM 확산 속도 2) OpenAI 점유율 3) 유료 이용자 비율 4) 무료 이용자 수익화 전망 4 가지를 민감도 분석할 경우 유료 이용자 전환율이 가장 민감한 factor 이다. 단일 factor 의 +-10% 상향으로 경계 분기점(\$65B) 접근이 어렵다.

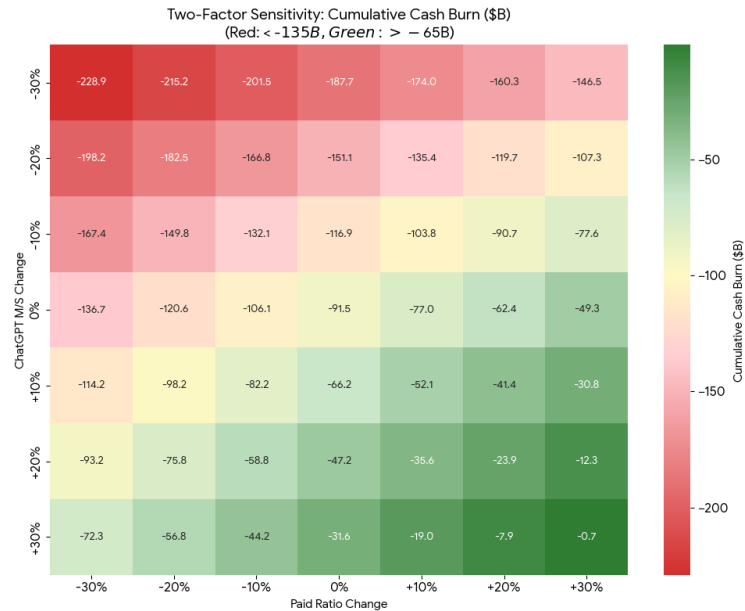
현재 시장의 핵심 우려 중 하나는 Gemini 3.0 으로 인한 경쟁 심화다. ChatGPT 점유율, 유료 전환율의 감소는 Base Case 에서 동시에 10% 만 떨어져도 AI 버블 우려가 정당화되는 구간에 진입한다. ChatGPT 의 B2C 향 제품화 및 점유율 확보가 중요한 이유다. Gemini 3.0 출시 이후 ChatGPT 의 월별 점유율, 앱 다운로드 수 차이는 좁혀지는 추세이다. 향후 가장 경계해야 할 부분이다.

OpenAI 주요 Factor 에 따른 누적 Cash Burn 민감도 분석



자료: SK 증권

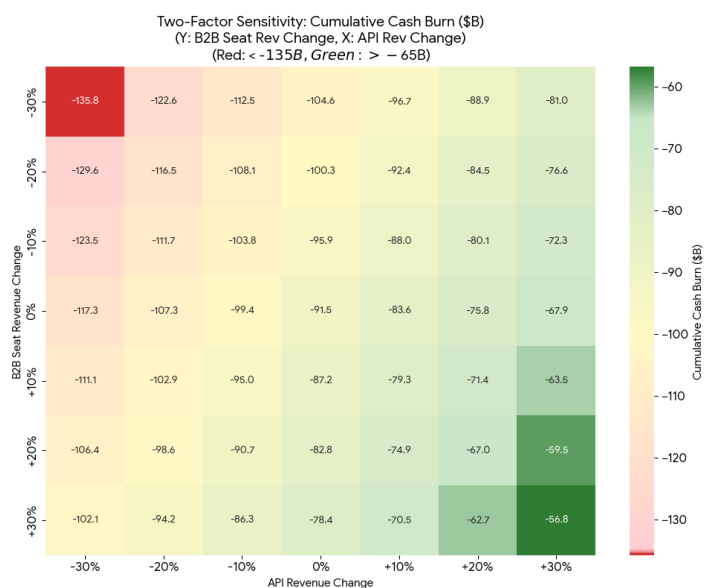
ChatGPT M/S와 유료 전환율 변화에 따른 Cash Burn 변화



자료: SK 증권

Agent 도래로 인한 API 매출, B2B Seat 매출 상승 폭이 생각보다 클 경우 Cash burn 은 많은 부분 완화될 수 있다. 그러나 이는 아직 B2C 분야 매출액 대비 매출 민감도가 낮은 상황으로 B2C 브랜드 파워의 약화와 B2B 분야의 수요 증가는 상쇄 되기 어렵다.

B2B 부문(Seat, API) 가정 변화에 따른 Cash Burn 변화

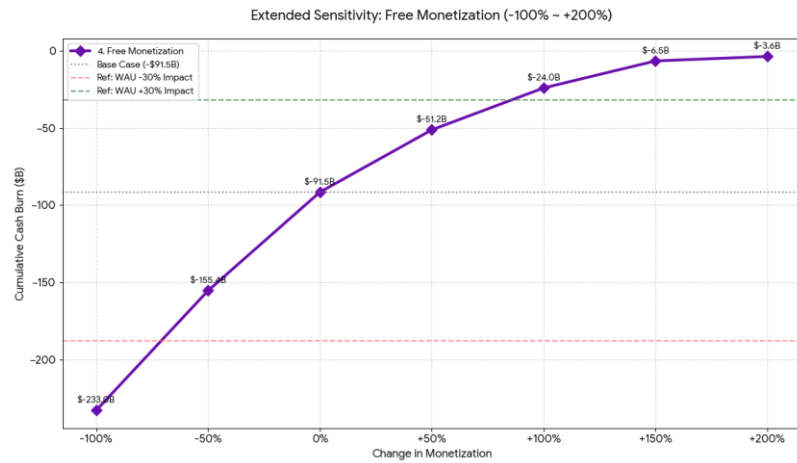


자료: SK 증권

단기적으로 OpenAI의 행보는 oval과 coding에 집중했던 GPT-5.2 업데이트 보다 연말 시즌 B2C 향 제품 랠리의 반응, 내년 추가되는 어플리케이션 플랫폼 및 Shopping 추가에 따른 편의성 증가를 주목해야한다. 기능 추가에 따라 점유율 수비 뿐 아니라 무료 이용자 수익화가 가속화될 경우 유의미한 매출 증가가 수반된다.

API 매출의 경우 분기별로 확인할 수 있는 Microsoft 의 신규 주주 수처에 주목이 필요하다. B2B Seat 는 API 경쟁력과 B2C 점유율과 병행한다고 판단된다.

무료 이용자 ARPU가 빅테크 수준으로 빠르게 상승 시 매출 가파른 증가 가능



자료: SK 증권

B2B Benchmark 에 집중된 GPT-5.2

	OpenAI Run with maximum available reasoning effort.	Anthropic Claude Opus 4.5	Google Gemini 3 Pro
GPT-5.2 Thinking	55.6%	50.8%	43.3%
SWE-Bench Pro Software engineering	• 55.6%	50.8%	43.3%
GPQA Diamond Science questions (No tool)	• 92.4%	88.1%	87.0%
CharXiv Reasoning Scientific figure questions (No tool)	• 82.1%	67.0%	81.4%
FrontierMath Advanced mathematics (Tier 1-3, Tier 4)	• 40.3%	31.0%	37.6%
AIMe 2025 Competition math (No tool)	• 100.0%	94.0%	95.0%
ARC-AG-1 Abstract reasoning	• 86.2%	72.8%	80.0%
ARC-AG-2 Abstract reasoning	• 52.9%	17.6%	37.6%
GDPrvl Knowledge rank tasks	• 70.9%	38.8% ^{GPT-5}	59.6%

자료: OpenAI, SK 증권

2024년 12 Days of OpenAI 로 제품 랠리

12 days of OpenAI

Day 1 December 9th ChatGPT Pro Plan Introduction of \$200/month plan with enhanced features.	Day 2 December 9th Reinforcement Fine-Tuning Advanced model training capabilities for more complex tasks.	Day 3 December 9th Sora Video Generation Launch of AI-powered video generation.	Day 4 December 10th Canvas Enhancements Improved writing, editing, and coding experience.
Day 5 December 11th Apple Intelligence Enhanced Apple ecosystem integration.	Day 6 December 12th Video & Santa Mode in Advanced Voice New video features and holiday mode in Advanced Voice.	Day 7 December 13th Projects Feature New way to organize and manage ongoing work or personal projects within ChatGPT.	Day 8 December 16th Search Enhancements Now you can search for anything in ChatGPT.
Day 9 December 17th Developer Updates New tools for developers.	Day 10 December 18th 1-800-ChatGPT Phone-based & WhatsApp access service.	Day 11 December 19th macOS App Updates Native macOS app features.	Day 12 December 20th o3 and o3-mini Most Advanced AI Model taking steps towards AGI.

자료: 언론 자료, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

- 본 보고서는 기관투자자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도