

# 인터넷/AI/SW

## Anthropic S-1 공개: 확인된 추론 수익성과 넓은 TAM

### Market News

#### Anthropic S-1 공개: 지속가능한 AI 모델에 대한 우려를 일부 씻어냄

Coreweave CDS Premium/채권 수익률이 급등하며 AI 섹터 전반적으로 하향세를 그린 근본적인 이유는 지속가능한 AI에 대한 의문이다. 많은 호재가 선반영 되어있는 상황에서 CAPEX 집행은 계속 늘어나지만, 정작 End단인 서비스에서의 수익화가 명확히 관측되지 않아 현재 수준의 CAPEX 집행이 계속될 수 있을지에 대한 의문도 깊어졌다.

이번 Anthropic의 상장보고서는 지속가능한 AI 모델을 어느정도 증명해 긍정적이다. 사실 이번 발표 전 언론보도로 Anthropic의 매출이나 영업이익 흑자 영업현금흐름 흑자 같은 경우는 이미 공개가 되었던 정보들이다. 그러나 이번 공개를 통해 명확한 흑자규모(9.7억달러 흑자, 조정기준 22.4억달러 흑자, 상반기 영업현금흐름 39억달러 흑자)가 드러났던 점, 흑자시점이 기존 언론에 공개되었던 3분기가 아닌 2분기였다는 점, Anthropic이 현금성 자산을 1,317억 달러나 보유하고 있었다는 점이 처음 공개되었다. 추후 IPO를 통해 조달할 자금까지 고려하면 매우 높은 수치다. 또한 컴퓨트 비용이 매출 대비 1Q25 251%에서 2Q26 48%까지 내려온 분기별 궤적도 처음 공개되어, 매출 성장이 컴퓨트 투입 증가를 앞지르는 영업 레버리지가 실제로 작동하고 있음을 증명했다.

<표1> Anthropic 손익계산서

| (백만달러)          | 1Q25     | 2Q25     | 3Q25     | 4Q25     | 1Q26     | 2Q26     | 2023      | 2024     | 2025     | 1H26     |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| 매출액             | 376      | 787      | 1,382    | 2,040    | 4,731    | 11,555   | 41        | 386      | 4,585    | 16,286   |
| 영업비용            | 1,311    | 1,987    | 4,471    | 4,876    | 6,398    | 10,581   | 592       | 3,366    | 12,645   | 16,979   |
| 컴퓨터·인프라         | 944      | 1,390    | 2,047    | 2,945    | 3,387    | 5,558    | 433       | 2,522    | 7,326    | 8,945    |
| 인건비             | 218      | 320      | 489      | 812      | 1,295    | 1,857    | 95        | 454      | 1,839    | 3,152    |
| (주식보상비용)        | 105      | 181      | 305      | 574      | 924      | 1,261    | 29        | 192      | 1,165    | 2,185    |
| Bartz 합의금       | -        | -        | 1,500    | -        | -        | -        | -         | -        | 1,500    | -        |
| 영업·마케팅·파트너십     | 24       | 96       | 202      | 246      | 1,033    | 2,135    | 2         | 43       | 568      | 3,168    |
| 기타 운영·관리        | 125      | 181      | 233      | 873      | 683      | 1,031    | 62        | 347      | 1,412    | 1,714    |
| (비현금 기부)        | -        | -        | -        | 541      | 126      | -        | -         | -        | 541      | 126      |
| 영업손익            | (935)    | (1,200)  | (3,089)  | (2,836)  | (1,667)  | 974      | (551)     | (2,980)  | (8,060)  | (693)    |
| 영업이익률           | (248.7%) | (152.5%) | (223.5%) | (139.0%) | (35.2%)  | 8.4%     | (1343.9%) | (772.0%) | (175.8%) | (4.3%)   |
| 이자수익            | 51       | 64       | 124      | 192      | 349      | 762      | 69        | 106      | 431      | 1,111    |
| 전환사채·파생평가손익     | (5,701)  | (5,241)  | (9,165)  | (14,201) | (12,791) | (59,597) | (1,045)   | (5,434)  | (34,308) | (72,388) |
| 기타 영업외손익        | -        | -        | (3)      | (5)      | (309)    | (8,448)  | (2)       | -        | (8)      | (8,757)  |
| 법인세             | 7        | -        | 5        | 8        | 21       | -        | 2         | 1        | 20       | 21       |
| 순손익             | (6,592)  | (6,377)  | (12,138) | (16,858) | (14,439) | (66,309) | (1,531)   | (8,309)  | (41,965) | (80,748) |
| 조정영업이익          |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |
| (영업+주보비+기부+합의금) | (830)    | (1,019)  | (1,284)  | (1,721)  | (617)    | 2,235    | (522)     | (2,788)  | (4,854)  | 1,618    |
| 조정영업이익률         | (220.7%) | (129.5%) | (92.9%)  | (84.4%)  | (13.0%)  | 19.3%    | (1273.2%) | (722.3%) | (105.9%) | 9.9%     |
| (기타평가 금융상품 손익)  | -        | -        | -        | 3        | 288      | 8,432    | -         | -        | 3        | 8,720    |
| 조정순이익           | (786)    | (955)    | (1,168)  | (1,539)  | (310)    | 2,981    | (457)     | (2,683)  | (4,448)  | 2,671    |

자료: Anthropic, 현대차증권

## Comment

AI의 침투는 이제 초입단계,  
고객수&사용량  
모두 강한 성장예상

앤스로픽 자료에 따르면 2023년에는 연간 10만달러 이상 지출하는 고객이 20명에 불과했지만, 24년 200+, 25년 1500+을 걸쳐 26년에는 11,900+까지 확대되었다. 100만 달러 이상 지출하는 고객수는 1900+에 달하고, 1,000만 달러 이상 지출하는 고객 수도 250명에 달한다. 그러나 같은 기간 앤스로픽의 매출액은 제로에서 여전히 Global 2000의 30%를 커버하는 수준(10만 달러이상 사용자)에 불과하다. 앤스로픽에 따르면, 포춘500 기업의 절반 이상이 연 10만 달러이상 사용 영역에 놓여있다. 또한 해당 회사들이 Anthropic에 쓰는 비용은 각사 전체 비용의 0.1% 미만에 불과하다고도 밝혔다. 연간 비용이 1조원인 회사라면 앤스로픽 모델에 10억원도 사용하고 있지 않다는 의미다. 또한 그 중 가장 많이 사용하는 상위 10개 회사도 전체 비용의 1%미만인 것으로 판단된다. 결국, 향후 AI 모델 성능 상승을 고려하면 앞으로 고객수도 확대될 것이며, 확대된 고객에서 사용량과 비용 집행 자체도 증가할 것이다. Q의 상승은 이제 초입단계에 진입했다고 판단한다.

P하락은 Q상승을 야기하는 중,  
P하락보다는 Q상승에 집중해야

물론 토큰가격은 지속적인 하락추세를 그리고 있고, 프론티어 AI 개발보다는 효율화에 중점을 두는 만큼 토큰 당 P의하락은 계속해서 이어질 것이다. 그러나 P의 하락은 더 많은 Q의 상승을 야기하고, 이는 P하락을 만회하고도 크게 상회할 것으로 전망한다.

보고서에 따르면 최근 6개월 내 출시 모델이 3Q26 매출의 80%이상을 차지했다. 상대적으로 고성능 모델에 대한 수요가 높음을 확인할 수 있다. 이로써 토큰 당 P는 하락하지만, Q의 증대로 전체적인 매출액은 크게 성장할 수 있을 것으로 전망한다. 토큰가격은 꾸준히 하락세에 있지만 26년 2분기 매출액은 1분기대비 약 2.5배 증가한 116억 달러를 기록했다. 이는 25년 1분기 3.8억달러에서 31배 증가한 수치다. 다만 ORNN ANTHROPIC TOKEN INDEX 기준으로 10월 들어 고점 대비 50%의 하락이 관측되나 Openrouter 기준 3분기 Anthropic 토큰 사용량은 OPUS 5.5 출시에 힘입어 전분기 대비 4배를 상회하고 있어 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 판단한다. 신규 GPU의 출시로 GPU 와트 당 토큰 생성량이 기하급수적으로 증가하고 있음도 고려해야 하며, 우리의 추정상으로는 추론 공헌마진은 85%에 달한다. 따라서 토큰 가격의 하락보다 Q의 상승에 주목해야 한다.

## <그림1> 원가구조 - 약식 추정으로는 추론마진 85%에 달함

### Supplemental Operating Expense Information

The following table presents the Company's operating expenses grouped by function (in millions):

|                                           | Year Ended December 31, |          |           | Six Months Ended June 30, |           |
|-------------------------------------------|-------------------------|----------|-----------|---------------------------|-----------|
|                                           | 2023                    | 2024     | 2025      | 2025                      | 2026      |
|                                           |                         |          |           | (unaudited)               |           |
| Cost of revenue <sup>(1)</sup>            | \$ 26                   | \$ 752   | \$ 2,773  | \$ 1,019                  | \$ 2,380  |
| Research and development <sup>(2)</sup>   | 422                     | 2,275    | 6,338     | 1,850                     | 9,741     |
| Sales and marketing <sup>(3)</sup>        | 76                      | 163      | 911       | 239                       | 3,808     |
| Bartz settlement                          | —                       | —        | 1,500     | —                         | —         |
| General and administrative <sup>(4)</sup> | 68                      | 176      | 1,123     | 190                       | 1,050     |
| Total operating expenses                  | \$ 592                  | \$ 3,366 | \$ 12,645 | \$ 3,298                  | \$ 16,979 |

(1) Substantially all of cost of revenue consists of compute and infrastructure costs associated with customer-serving workloads. Additionally, cost of revenue includes certain personnel-related costs and allocated overhead costs.

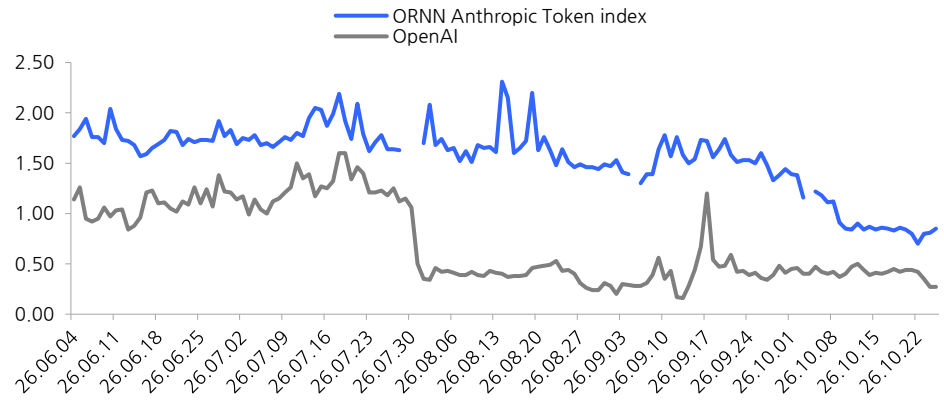
(2) Research and development expenses primarily consist of compute and infrastructure costs associated with model development, research, and internal usage workloads, personnel-related costs, software expenses, and allocated overhead costs.

(3) Sales and marketing expenses primarily consist of channel partner costs, marketing and advertising, personnel-related costs, compute and infrastructure costs associated with providing free access to the Company's intelligence service, and allocated overhead costs.

(4) General and administrative expenses primarily consist of the Company's donation matching obligation, personnel-related costs, facility costs, allocated overhead costs, legal fees, and non-income-based taxes.

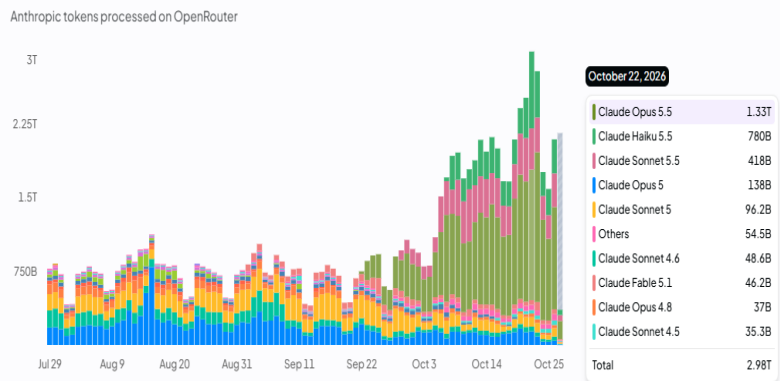
자료: Anthropic, 현대차증권

〈그림2〉 ORNN TOKEN INDEX 추이 - 토큰가격은 매해 감소 중... 중요한 것은 P가 아닌 Q



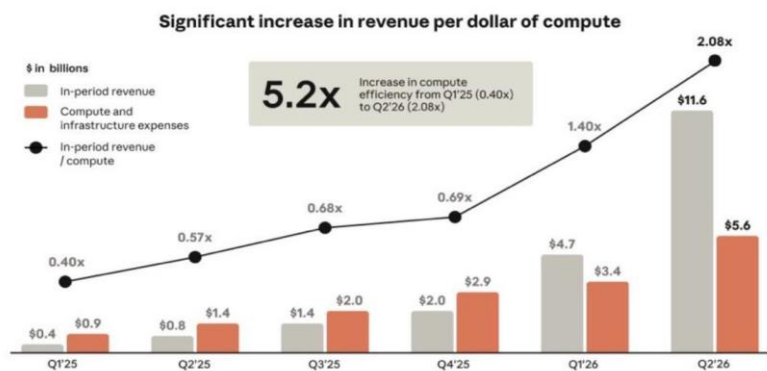
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 OPUS 5.5출시로 전체 토큰량은 전월대비 최대 4배 증가 (openrouter 기준)



자료: Openrouter, 현대차증권

〈그림4〉 컴퓨트 비용 당 매출은 급증



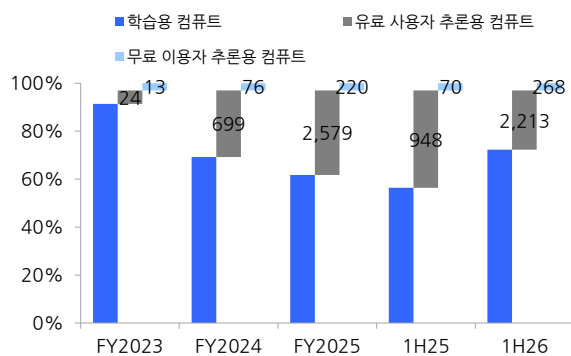
자료: Anthropic, 현대차증권

추론수요 증가는 마진개선으로 이어질 것,  
현재 추론 마진 80%이상 추정

추론 수요에 따른 마진개선도 기대된다. 현재 앤스로픽의 컴퓨팅 자원 배분은 학습 8, 추론 2로 과반 이상의 컴퓨팅 비용이 선행모델을 만들기 위한 학습에 발생하고 있는 것으로 추정된다. 26년 상반기 기준 매출원가(대부분이 추론원가)는 23.8억 달러에 달하는 반면, R&D(대부분이 학습비용으로 추정) 비용은 97.4억 달러로 추론비용을 크게 상회한다. 이를 현재 매출에 대입하면 상반기 매출액은 163억 달러인 반면, 추론원가는 23.8억달러로 공헌마진은 무려 85%에 달한다. 즉, 학습은 매출을 창출하지 않으므로 추론비중이 높아질수록 고정비 부담이 낮아질 수 있는 구조다.

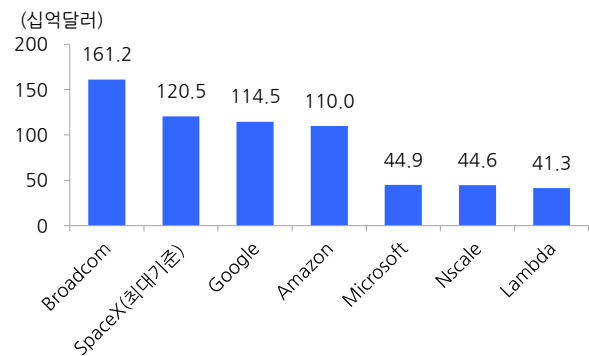
AI 속도 조절론이 나오며 프론티어 AI 모델 경쟁이 잠시 일시정지된 이유도 결국 OPENAI/Anthropic의 수익성 때문이다. 그들이 제창한대로 프론티어 모델에 대한 개발 경쟁이 다소 약화된다면, 학습에서 발생하는 비용은 감소하는 한편, 유헴 GPU를 추론에 활용해 컴퓨팅 단위 당 매출액은 더 가파르게 증가할 수 있을 전망이다. 이 경우 장기적으로 추론 컴퓨팅이 학습 컴퓨팅을 상회할 것으로 보이며, 추론 마진이 우수한 AI랩에 전반적으로 긍정적이다. 단순 산술 계산으로도 현재 모든 컴퓨팅 자원을 추론으로 전환할 시 앤스로픽의 연환산 매출액은 1,224억 달러를 창출할 수 있을 전망이다.

〈그림5〉 Anthropic 컴퓨팅 비용 비중 추정



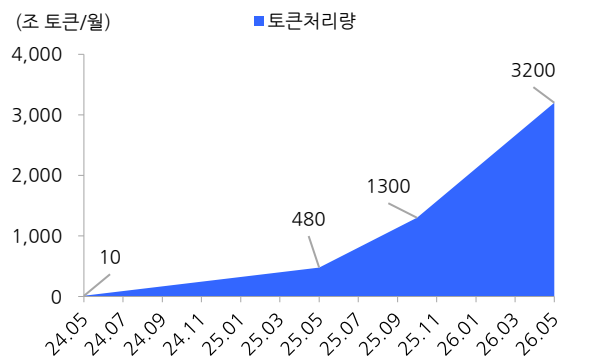
자료: Anthropic, 현대차증권

〈그림6〉 Anthropic 컴퓨팅 약정



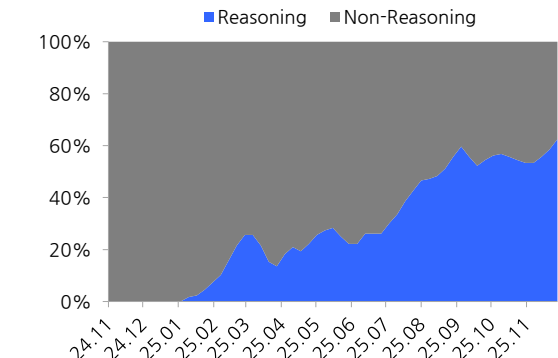
자료: Anthropic, 현대차증권

〈그림7〉 구글의 월간 토큰 처리수는 급등 중..



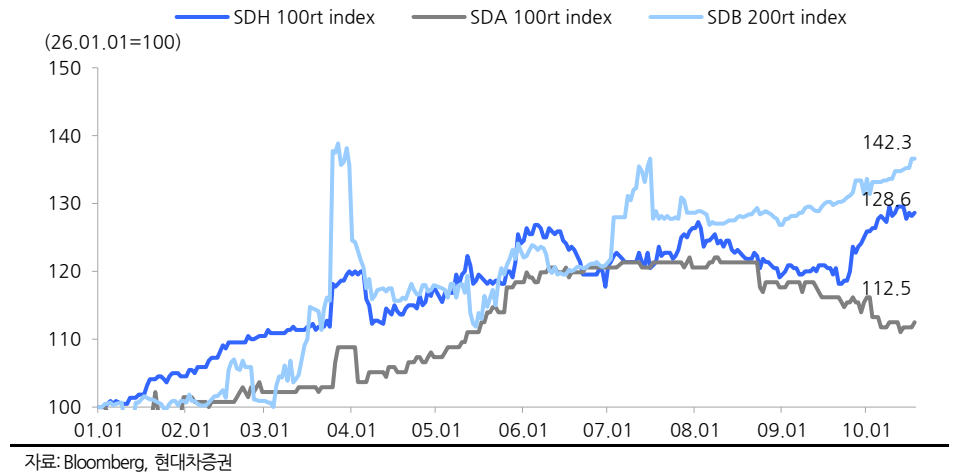
자료: GOOGLE, 현대차증권

〈그림8〉 추론 비중이 크게 증가... (OPENROUTER)



자료: OPENROUTER, 현대차증권

〈그림9〉 GPU RENTAL PRICE 추이



## ANTHROPIC S-1

### 보고서 주요내용 요약

Anthropic은 10월 26일 나스닥 상장(티커 ANT)을 위한 S-1을 공개했다. 2025년 매출은 45.9억달러(YoY +1,088%), 영업손실 80.6억달러였고, 2026년 상반기 매출은 162.9억달러(YoY +1,300%), 영업손실 6.9억달러로 축소됐다. 분기별로는 2Q26 매출 115.6억달러(QoQ +144%), 영업이익 9.7억달러, 조정영업이익률 19%를 기록해 처음 흑자를 냈다.

상반기 순손실 807억달러는 전환사채 공정가치 평가손 724억달러와 신규 전환사채 약정 평가손 88억달러가 반영된 결과로 순수 영업 기준으로는 영업손실 6.9억달러에 그치며 이자수익 11.1억달러를 감안하면 사실상 BEP 수준 기록했다. 주식보상비용과 평가손실을 제외한 조정순이익은 26.7억달러 흑자다. 평가손실은 아마존에 발행한 전환사채(원금 62억달러)를 시가로 평가하면서 기업가치 상승분만큼 부채가 늘어나 생긴 장부상 손실로 현금 유출이 없고, 상장 시 보통주 전환과 함께 대부분 소멸할 예정이다.

컴퓨터·인프라 비용은 2Q26 55.6억달러로 매출 대비 48%(1Q25 251%)으로 가파른 효율화를 보여주었다. 컴퓨터비용 1달러당 매출액은 1Q25 0.4\$에서 4Q25 0.69\$, 2Q26 2.08\$로 빠르게 개선되고 있다. 또한 매출의 80%가 종량과금, 20%가 구독이고, CSP 마켓플레이스 경유 매출이 48%로 나타났다.

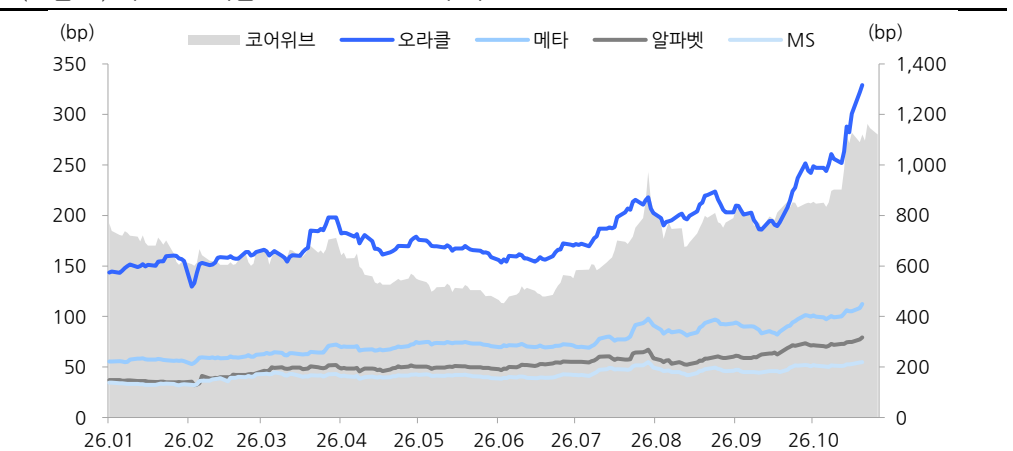
사용자(Q)확대도 이번 발표를 통해 처음 드러났다. 9월말 기준 10만달러 이상 고객 11,900개(전년 950개), 100만달러 이상 1,900개, 1,000만달러 이상 약 250개로 나타났다. NRR(순매출 유지율, 과거 고객들이 현재 얼마나 사용하고 있는지)은 약 900%를 시현했다.

세간의 시선과 달리 재무지표도 우수했다. 6월말 현금성자산 1,317억달러, 상반기 영업현금흐름 39억달러 흑자로 OPEX 모델 이점을 살려 지속가능한 사업모델임을 증명했다. 또한 현재 앤스로픽의 누적 조달액은 1,411억달러로 나타났다. 이 중 1,100억 달러가 26년 상반기 Series G/H에서 우선주 형태로 조달되었다.

컴퓨트 약정은 Broadcom 리스 1,612억달러, SpaceXAI 1,205억달러, 구글 1,145억달러, 아마존 1,100억달러 등을 포함해 공개 계약 합산 약 6,370억달러이며, 취소 불가능한 계약이 대다수다. 자금조달 수단으로는 구글 200억·아마존 150억·Broadcom 420억달러의 전환사채와 150억달러 리볼빙을 확보했다.

상장 구조는 창업자 7인이 Class F 1주로 의결권 50.1%를 보유하고, 창업자/대주주는 1년/기타 주주는 180일 락업이 적용될 예정이다. 공모 주식수가격범위·3Q26 실적은 정정 신청서에서 공개될 예정이며, 언론보도에 따르면 11월 중순 상장이 예상된다.

〈그림10〉 주요 AI 기업 CDS PREMIUM 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표 2〉 Anthropic 재무상태표

| (단위: 백만달러)      | 2024.12.31    | 2025.12.31    | 2026.06.30       |
|-----------------|---------------|---------------|------------------|
| 현금 및 현금성자산      | 3,141         | 17,388        | 112,389          |
| 단기투자            | -             | 2,889         | 19,262           |
| 매출채권            | 95            | 909           | 5,833            |
| 선급비용·기타 유동자산    | 2,076         | 2,560         | 496              |
| <b>유동자산 합계</b>  | <b>5,312</b>  | <b>23,746</b> | <b>137,980</b>   |
| 제한현금            | 13            | 13            | 2,529            |
| 유형자산            | 19            | 146           | 1,187            |
| 사용권자산(운영리스)     | 35            | 126           | 1,157            |
| 영업권             | -             | 154           | 576              |
| 기타 비유동자산        | 2,373         | 476           | 3,929            |
| <b>자산총계</b>     | <b>7,752</b>  | <b>24,661</b> | <b>147,358</b>   |
| 매입채무·미지급비용 등    | 333           | 2,511         | 5,422            |
| 운영리스부채(유동)      | 13            | 37            | 148              |
| 이연매출            | 28            | 269           | 1,650            |
| <b>유동부채 합계</b>  | <b>374</b>    | <b>2,817</b>  | <b>7,220</b>     |
| 운영리스부채(비유동)     | 39            | 80            | 931              |
| 전환사채(공정가치)      | 14,116        | 41,677        | 108,566          |
| 기타 비유동부채        | 150           | 823           | 750              |
| <b>부채총계</b>     | <b>14,679</b> | <b>45,397</b> | <b>117,467</b>   |
| 상환전환우선주         | 2,874         | 29,769        | 157,510          |
| 추가납입자본          |               |               | 5,336            |
| 누적결손            |               |               | (132,902)        |
| <b>자본총계(결손)</b> |               |               | <b>(127,619)</b> |

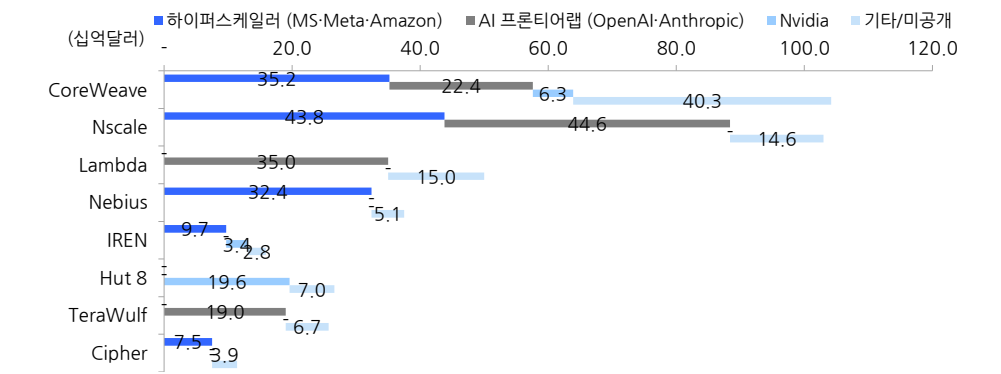
자료: Anthropic, 현대차증권

〈표 3〉 영업활동 현금흐름표

| (단위: 십억달러)           | FY2023         | FY2024         | FY2025         | 1H25           | 1H26         |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| 순손실                  | (1,531)        | (8,309)        | (41,965)       | (12,969)       | (80,748)     |
| 주식보상비용               | 29             | 192            | 1,158          | 279            | 2,185        |
| 감가상각비                | 3              | 21             | 40             | 14             | 97           |
| 전환사채·파생·SAFE 공정가치 변동 | 1,045          | 5,434          | 34,308         | 10,942         | 72,388       |
| 기부 매칭 부채             | -              | -              | 541            | -              | 126          |
| 기타 금융상품 인식·평가        | -              | -              | -              | -              | 8,720        |
| 기타                   | -              | 7              | 11             | 5              | (7)          |
| 매출채권 증감              | (10)           | (90)           | (834)          | (384)          | (4,982)      |
| 선급비용·기타자산 증감         | (1,253)        | (3,190)        | 1,771          | 212            | 2,094        |
| 매입채무·미지급비용 등 증감      | 84             | 222            | 2,079          | 257            | 2,679        |
| 리스부채 증감              | (1)            | -              | 13             | 7              | (3)          |
| 이연매출 증감              | 7              | 21             | 241            | 124            | 1,380        |
| <b>영업활동 현금흐름</b>     | <b>(1,627)</b> | <b>(5,692)</b> | <b>(2,637)</b> | <b>(1,513)</b> | <b>3,929</b> |

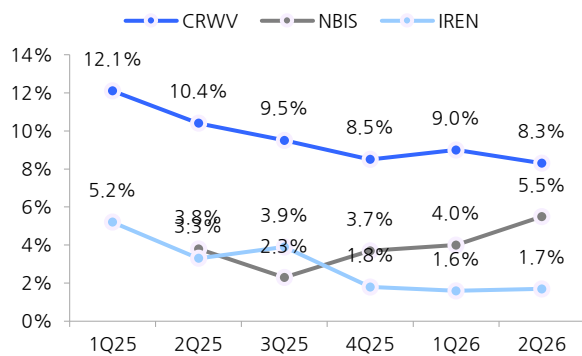
자료: Anthropic, 현대차증권

〈그림11〉 네오클라우드 수주잔고 고객별 분류



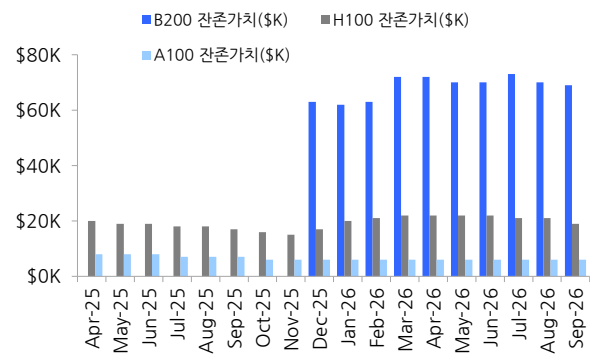
자료: Boringbiz, 각사, 언론보도, 현대차증권

〈그림12〉 네오클라우드 분기 실효 금리



자료: Bloomberg, 현대차증권  
주: 분기 이자비용/부채

〈그림13〉 GPU 잔존가치는 여전히 높음..



자료: Bloomberg, a16z, 현대차증권

#### ▶ Compliance Notice

- 동 분석자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 분석자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 분석자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 분석자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최승호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

#### ▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

#### ▶ 투자등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

| 투자등급 | 건수   | 비율(%) |
|------|------|-------|
| 매수   | 177건 | 95.2% |
| 보유   | 9건   | 4.8%  |
| 매도   | 0건   | 0%    |

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.