

2026.08.05

US Sector Analysis

DS 미국주식



이규원 해외주식/ETF
02-709-2674
kw.lee@ds-sec.co.kr

2Q26 하이퍼스케일러 실적: FCF 적자에 가려진 좋은 내용들

CapEx와 FCF 점검: 어두운 터널 한 가운데서 희망 찾기

Alphabet, Microsoft, Amazon 클라우드 매출성장률이 각각 전년대비 82%, 43%, 37% 성장하며 높은 컴퓨팅 수요를 재확인했다. RPO 도 AI 모델사 외 고객을 중심으로 증가하며 질적으로 개선되는 모습이다. 앞으로의 전망도 긍정적이다. 신규 및 기존 컴퓨팅 계약은 높은 단가로 체결될 예정이며, Agentic AI와 Enterprise AI의 확산은 고부가가치 SaaS 및 플랫폼 서비스 판매 확대로 이어져 AI 클라우드의 수익성을 향상시킬 것이다.

다만 하이퍼스케일러의 FCF 악화는 데이터센터 건설을 위한 자본 지출 시기(가동 약 2 년전)와 매출 인식 시기가 다르기 때문에 발생한다. 2027 과 2028 년에 30GW 이상이 신규 가동될 예정(2026 년에는 15GW 내외)이기에 2025 년~2026 년 FCF 가 악화되었던 것이고 보수적으로 2028 년부터는 '신규 가동 > 착공'의 흐름 속에 FCF 는 개선될 전망이다. 이에 더해 올해 CapEx 전망치 상향으로 2H26 CapEx 지출액은 1H26 보다 약 42% 증가하는데 이는 하반기 AI 인프라 기업 실적을 낙관적으로 보는 근거이다.

ASIC: Google TPU 외부 판매가 매출로 처음 인식되었고 현재는 재고 구축 단계라 FCF 에 부정적이지만 내년부터 실적, 현금흐름에 긍정적으로 기여할 예정이다. Amazon Trainium 은 Anthropic 과 최대 5GW 컴퓨팅 계약을 체결했다. ASIC 의 경쟁력 및 생산량 확대는 파운드리 기업에도 긍정적 요인이다.

Enterprise AI: 기업의 AI 도입이 PoC(개념 증명)를 넘어 실제 업무 배치와 사용량 확대 단계로 이동하고 있음이 확인되었다. OpenAI 등 모델사와의 계약을 통한 RPO 급증이 과거 하이퍼스케일러 주가 상승을 견인했으나 현재는 중장기적 우려 요인이 된 상황에서 상대적으로 현금 흐름이 탄탄한 기업의 AI 도입 확대는 향후 실적의 가시성을 높인다는 점에서 긍정적이다.



DS투자증권
리서치센터

실적으로 흠잡을만한 부분이 없다

가파르게 우상향하는 클라우드 매출성장률

GOOGL, MSFT, AMZN

매출성장률 각각

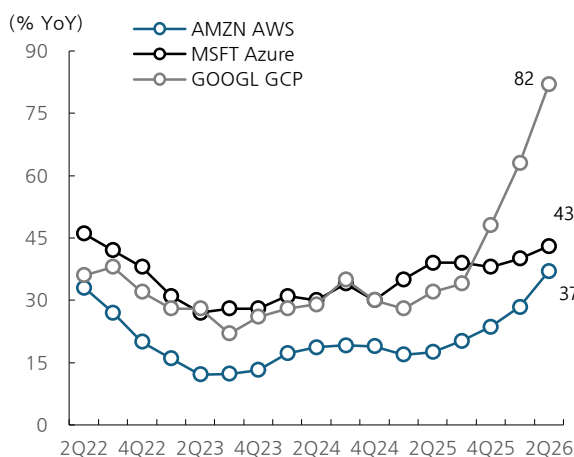
YoY 82%, 43%, 37%

CY2Q26 Alphabet, Microsoft, Amazon 클라우드 사업의 매출 성장률은 각각 전년 동기대비 82%, 43%, 37% 증가하며 지난 분기에 이어 성장이 가속화되었다. (1) 엔비디아 GPU 임대 가격이 상승 중이고 (2) 올해 5월 발표된 SpaceX와 Anthropic, Google 간 컴퓨팅 계약 가격이 작년 9월 발표된 Nebius와 Microsoft간 계약 금액보다 GW당 단가가 40% 이상 높은 점 등에서 확인된 컴퓨팅 수요가 클라우드 매출에 반영된 것으로 보인다. Alphabet이 컨퍼런스 콜을 통해 ‘신규 클라우드 고객 확보 속도가 전년 대비 2배 이상 가속화’되었다고 언급할 정도로 컴퓨팅 수요는 높은 상황이다.

3사의 RPO도 증가 추세를 이어갔을 뿐 아니라 질적으로도 개선되었다. 대표적으로 Microsoft는 분기 RPO 증가분(+\$51B) 전액이 프론티어 모델사(OpenAI, Anthropic) 외 고객으로부터 발생했다고 발표했는데 이는 OpenAI에 대한 의존도가 완화되었다는 의미이며 더 나아가 기업이 전사적으로 AI를 도입하는 엔터프라이즈 AI의 확산을 의미한다. 또한 RPO 중 70%가 1년 이후에 인식될 예정으로 밝혔는데 이는 중장기 매출 가시성을 높이는 동시에 향후 CapEx의 정당성을 부여한다.

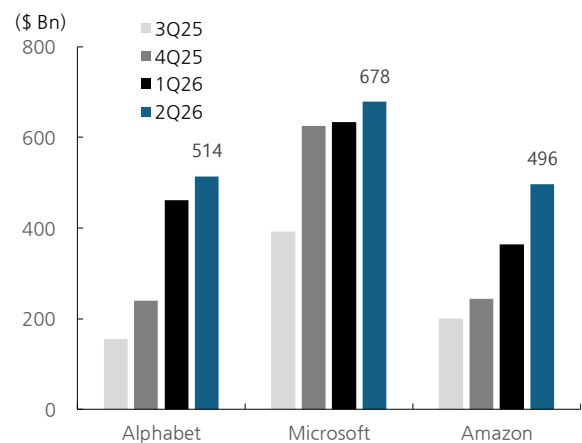
새로운 내용으로는 Google의 TPU 외부 판매가 Google Cloud 매출에 처음 인식된 것이 있다. 현재는 재고를 선제적으로 구축하는 단계로 FCF에 부정적으로 기여했지만 내년부터 실적 및 현금흐름에 긍정적으로 기여할 전망이다.

그림1 하이퍼스케일러 3사 클라우드 사업 매출성장률



자료: 각 회사, DS투자증권 리서치센터

그림2 하이퍼스케일러 3사 RPO 추이



자료: 각 회사, DS투자증권 리서치센터

주: Alphabet은 GCP RPO, Microsoft는 Commercial RPO, Amazon은 전사 RPO

매출 성장률만큼이나 중요한 수익성 개선

클라우드 수익성 개선 요인

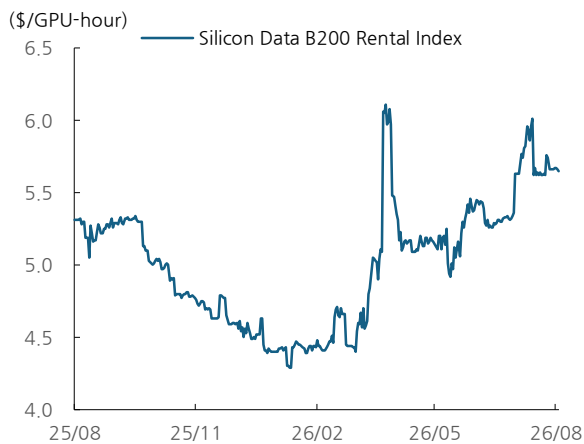
1. 평균 계약 단가 상승

클라우드 매출 성장률 만큼이나 수익성 개선 가능성에 주목해야 한다. 그리고 수익성이 개선될수록 CapEx 확대에 따른 FCF 악화 우려는 점차 완화될 수 있다.

하이퍼스케일러의 수익성 개선은 크게 두 가지 경로로 가능하다. 첫번째는 평균계약 단가가 높아지는 경로로 컴퓨팅 단가 상승이 신규 및 증설 계약에 반영되고, 만기가 도래하는 기존 계약도 재가격화되는 방향이다. Silicon Data가 집계한 엔비디아 GPU 임대가격이 2025년 초부터 약 1년간 하락한 후 올해 초부터 반등하여 고점 수준에 위치해있는데 이러한 가격 상승이 점차 클라우드 실적에 반영될 예정이다.

하이퍼스케일러의 클라우드 계약은 계약별로 기간이 상이하나 할인상품(AWS Saving Plan, Azure Reservations/Saving Plan, Google Cloud Committed Use Discounts)의 계약 기간은 일반적으로 1년 또는 3년이다. 클라우드 비용관리 업체 Vintage는 계약 기간이 고정된 할인상품을 이용하는 고객을 약 50% 정도로 추정하는데 계약 기간이 1년인 기업이 갱신하게되면 평균 계약 가격은 높아질 예정이다. 엔비디아 GPU B200, H100, A100 임대 가격이 1년 전과 비교해서 6%, 31%, 15% 상승한 점을 고려하면 향후 클 실적에 매우 우호적일 것으로 전망한다.

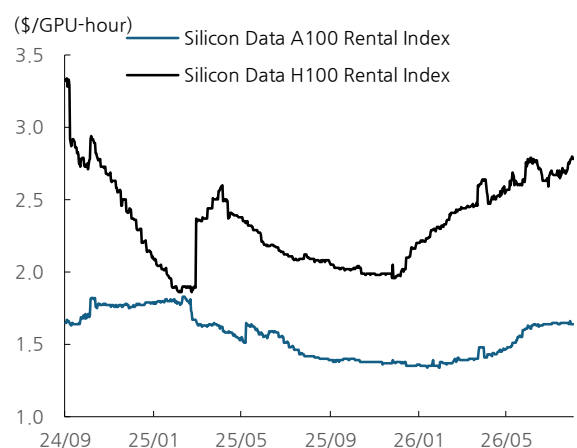
그림3 엔비디아 B200 임대가격 지수



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: B200은 2024년 하반기 출시된 GPU

그림4 엔비디아 H100, A100 임대가격 지수



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: A100/H100은 각각 2020년 상반기, 2022년 하반기 출시된 GPU

클라우드 수익성 개선 요인

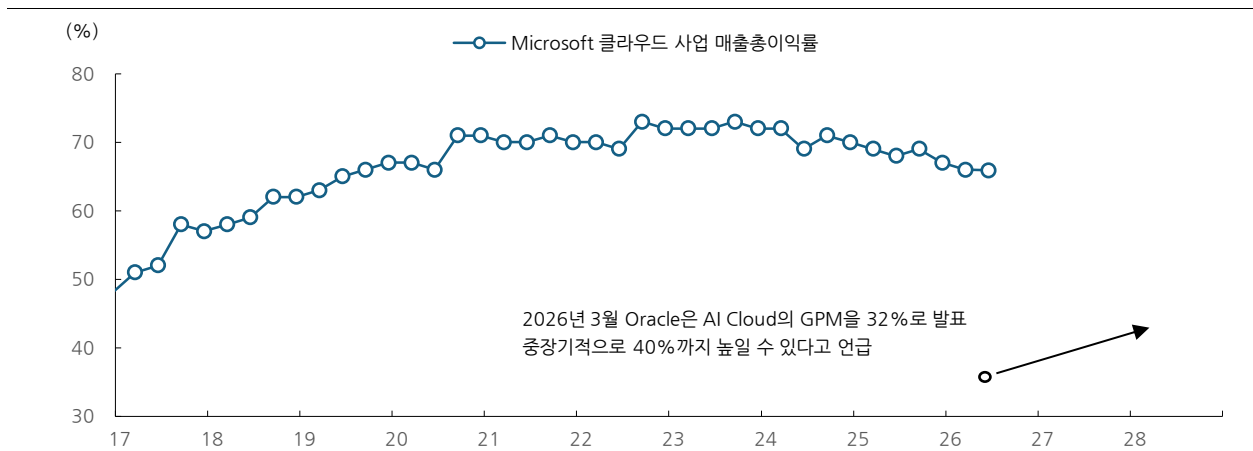
2. 고부가가치 SaaS, 플랫폼 서비스 판매 확대

두 번째 수익성 개선 경로는 Agentic AI, Enterprise AI 확산에 따른 AI클라우드 내 고부가가치 SaaS 및 플랫폼 서비스 판매 확대이다. 하이퍼스케일러의 CPU인프라 중심 클라우드 사업(이하 '전통 클라우드 사업')과 AI클라우드 사업을 비교하면 그 흐름을 이해하기 쉽다. 본래 전통 클라우드 사업은 기업에 IT환경을 제공하고 데이터베이스, 개발자 도구, 보안 등 고부가가치 SaaS를 붙여 마진을 높이는 사업으로 AI클라우드 이전까지 Microsoft 클라우드는 약 60~70%의 GPM을 기록했다.

반면 AI클라우드에는 엔비디아 등의 고성능 GPU를 대규모로 확보해 병렬연산 컴퓨팅을 제공하는 인프라 사업의 성격이 강하다. 이에 따라 경쟁력의 중심이 기존의 소프트웨어 생태계보다 GPU 조달과 데이터센터 구축으로 이동했고, GPU원가가 높고 SaaS 결합이 제한적인 영향으로 전통 클라우드보다 수익성이 낮다. 일례로 Oracle은 AI클라우드 사업의 GPM이 현재 32%이고 중장기적으로 비용 효율화 등을 통해 40%를 목표로 한다고 설명했다.

Agentic AI와 Enterprise AI의 확산을 기점으로 AI클라우드에는 단순 GPU 임대를 넘어 데이터, 보안, Agent 개발, 거버넌스, 운영 서비스를 결합하는 풀스택 사업으로 발전할 것이다. 3사 모두 이와 관련된 코멘트를 제시했는데 Microsoft가 ‘Agent가 영업, 재무, 공급망, HR, 고객센터에 연결되면서 과금 모델이 좌석(Seats) 기반에서 좌석+사용량 기반으로 확장 중’으로 밝힌 것이 대표적이다. Amazon AgentCore가 런타임, 게이트웨이, ID, 메모리, 보안 등을 사용량에 따라 과금하는 방식은 이러한 수익화 경로를 보여주는데 금번 Alphabet 클라우드 사업 영업이익률이 전분기 32%에서 35%로 3%p 상승한 것도 이러한 영향이 있었던 것으로 판단된다.

그림5 전통 클라우드(GPM 60~70%) 대비 AI클라우드(GPM 30~40%)의 낮은 수익성



자료: Microsoft, Oracle, DS투자증권 리서치센터

표1 Amazon Bedrock AgentCore 요금제: Agentic AI의 시대에 수익화 경로를 확대 중인 하이퍼스케일러 사례

서비스/기능	유형	리소스	요금
런타임	활성 사용량 기반	CPU	vCPU-시간당 0.0895 USD
	활성 사용량 기반	메모리	GB-시간당 0.00945 USD
게이트웨이	사용량 기반	API 간접 호출	간접 호출 1,000건당 0.005 USD
	사용량 기반	검색 API	간접 호출 1,000건당 0.025 USD
ID	사용량 기반	비 AWS 리소스에 대한 토큰 또는 API 키 요청	에이전트가 요청한 토큰 또는 API 키 1,000개당 0.010 USD
메모리	사용량 기반	단기 메모리	신규 이벤트 1,000건당 0.25 USD
	사용량 기반	장기 메모리 스토리지	내장 메모리 전략 사용: 매월 저장된 메모리 1000개당 0.75 USD
	사용량 기반	장기 메모리 검색	1,000개의 메모리 레코드 검색당 0.50 USD
정책	사용량 기반	권한 부여 요청	권한 부여 요청당 0.000025 USD
	사용량 기반	입력 토큰 처리	입력 토큰 1,000개당 0.13 USD

자료: AWS, DS투자증권 리서치센터

CapEx, FCF 점검: 어두운 터널 한 가운데서 희망 찾기

CapEx: 3사 합산 올해 전망치 상향. 특히 하반기는 상반기 대비 42% 증가 전망

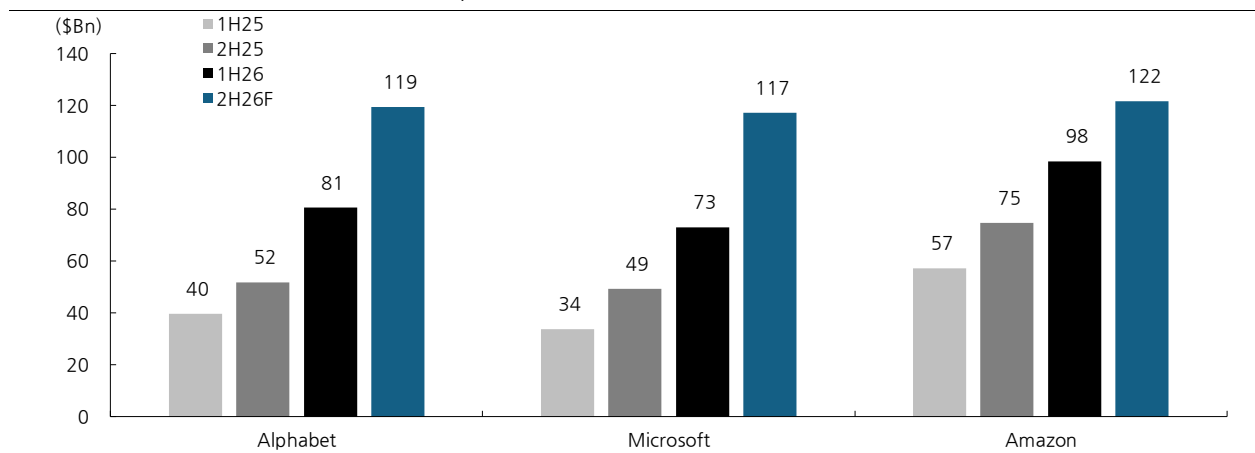
2026년 3사 합산 CapEx는
\$35B 상향

Google과 Amazon은 올해 CapEx 전망치를 각각 \$15B, \$20B 상향했으며 Microsoft는 \$15B (\$190B→\$175B) 하향했지만 이는 데이터센터 중 장기자산의 내용연수를 변경함에 따라 금융리스가 운용리스 전환된 영향이고 실제 투자 계획은 변하지 않았음을 명시했다. 더 나아가 3사는 내년 CapEx가 올해보다 늘어날 것으로 전망했다.

CapEx는 하반기에
집중 투자될 예정

주목해야하는 부분은 올해 하반기의 CapEx 집행 예정 금액이다. 3사의 올해 CapEx 전망치에서 이미 집행된 상반기 CapEx 금액을 차감하면 하반기 CapEx 집행 예정 금액을 예상해볼 수 있다. Alphabet, Microsoft, Amazon은 각각 하반기에 \$119B, \$117B, \$122B만큼 집행할 것으로 예상되며 이는 상반기 집행 금액인 \$81B, \$73B, \$98B 대비 각각 48%, 60%, 24% 증가한 수치이다. 하반기 CapEx가 유입될 AI인프라 기업 실적에 대해 낙관적인 시각을 갖는 이유이다.

그림6 하반기에 집중된 하이퍼스케일러 3사의 CapEx 지출



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

FCF: 27~28년 신규 데이터센터 가동되면 상황이 크게 달라진다

FCF악화는 자본 지출 시기와 매출 인식 시기의 차이에 기인

최근 시장의 관심은 상향된 CapEx 규모보다 그로 인해 감소하거나 적자 영역에 진입할 수 있는 FCF에 집중돼 있다. 2Q26 실적 발표에서 첫 분기 적자를 기록한 Alphabet의 주가가 하락하고, FY2027(26년 7월~27년 6월)까지 FCF 흑자 유지 가이던스를 제시한 Microsoft의 주가는 상승한 점이 이를 뒷받침한다.

당사는 Amazon이 언급한 FCF 적자에 대한 방어 논리와 2027년, 2028년에 예정된 데이터센터 가동 물량을 근거로 늦어도 2028년부터 하이퍼스케일러의 FCF가 본격적으로 개선될 것으로 기대한다. Amazon은 FCF 적자에 대해 데이터센터 건설을 위한 자본은 가동 2년 전부터 투입되고 매출은 가동된 이후부터 발생하기 때문에 현재와 같이 FCF가 악화되는 시기가 있다고 설명했다. 그리고 데이터센터가 실제 가동되는 단계에 이르면 매출증가분이 신규 CapEx를 앞서면서 FCF와 ROIC도 개선될 것으로 전망했다.

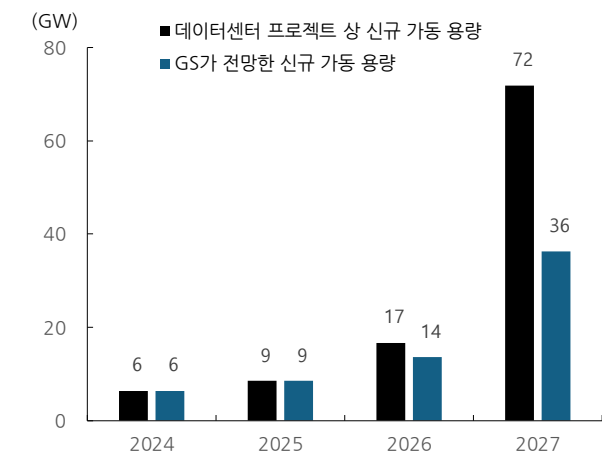
데이터센터 신규 가동이 본격화되는 27~28년이 변곡점

위 논리에 따르면 FCF는 현재 건설 중인 데이터센터가 본격적으로 가동되는 시점에 개선될 것인데 본 리포트에서는 그 시점을 2027~2028년으로 예상한다. 시장조사기관 Aterio가 집계한 미국 데이터센터 가동 일정 상 2027년 신규 가동 용량은 72GW인데 Goldman Sachs는 현재 지연 상황을 반영하여 2027년 신규 가동 용량을 36GW로 예상했다. 이는 올해 예상치 14GW를 크게 상회한다. 또한 2027년에 지연된 용량이 2028년에 대부분 가동된다고 가정하면 2028년에는 36GW를 상회하는 용량이 가동될 가능성이 높다. 데이터센터 가동 2년 전부터 자본이 투입되기에 현재 FCF 악화되는 모습이 나타나는데 늦어도 2028년부터 '가동>착공' 흐름 속에 하이퍼스케일러의 FCF가 눈에 띄게 개선될 수 있다.

3사가 보유한 현금성 유동성은 FCF악화 시기를 충분히 감내 가능함

2028년부터 FCF 개선을 기대한다면 현재 하이퍼스케일러 3사가 보유한 현금성 유동성(현금 및 현금성 자산, 유동성 증권, 단기투자자산)이 올해와 2027년의 FCF 적자를 버틸 수 있는지를 마지막으로 검토해야 한다. 배당 및 자사주 매입, 부채 및 금융리스 원금 상환, 주식보상 관련 지급 등의 항목에서 1Q26 수준으로 유지된다고 가정해도 2027년말까지 하이퍼스케일러 3사의 현금성 유동성은 넉넉한 규모로 남아 있게 된다. 단적인 예로 올해 상반기에 Alphabet이 보통주, 의무전환우선주, 채권 등으로 약 \$106B를 순조달했는데 이를 통해 늘어난 현금성 유동성이 금번 AI 사이클을 넉넉하게 건디는데 역할을 하게 된 것이다. 물론 TPU, Trainium의 판매 등을 위해 AI모델사에 지분 투자를 단행할 수 있기에 실제 지출은 확대될 가능성이 있지만 그럼에도 충분히 감내할 수 있어 보인다.

그림7 2027년 신규 가동이 예정된 미국 데이터센터 매우 많음



자료: GS, Aterio, DS투자증권 리서치센터

그림8 하이퍼스케일러는 27년까지의 지출을 충분히 버틸 수 있음

연도	계정	Alphabet	Microsoft	Amazon
1H26	1H26 현금성 유동성	242.5	76.9	123.0
2H26 (예상)	FCF	-8.3	9.0	-2.6
	배당 및 자사주 매입	5.9	22.7	
	부채, 금융리스 원금 상환	2.2	6.8	1.0
	주식보상 관련 지급	12.1	2.8	-
	26년말 현금성 유동성	213.9	53.6	119.4
2027 (예상)	FCF	-31.5	47.6	-8.9
	배당 및 자사주 매입	11.9	45.3	
	부채, 금융리스 원금 상환	1.3	8.5	10.8
	주식보상 관련 지급	24.1	5.6	
	27년말 현금성 유동성	145.2	41.8	99.7

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 현금성 유동성: 현금 및 현금성 자산 + 유동성 증권 + 단기투자자산

주: 배당, 자사주매입, 부채, 금융리스 원금 상환, 주식보상 관련 지급은 1H26 금액 유지를 가정

FCF 적자에 쏠기에는 긍정적인 내용이 많다

이제야 성과가 나오는 AI ASIC

ASIC을 통해 데이터센터
건설 비용을 낮출 수 있음

하이퍼스케일러에게 ASIC은 ① 엔비디아 의존도 완화 ② 동일 컴퓨팅 수요를 처리하는 데 필요한 투자비와 전력 절감 ③ 특정 워크로드에서의 성능 향상을 동시에 달성할 수 있다는 점에서 포기하기 어려운 선택지다. 2Q26에는 Google이 TPU 시스템의 첫 외부 판매를 달성했고 Amazon Trainium이 다년간의 대형 사용 약정을 확보하며 각각 중요한 이정표를 세웠다.

TPU는 외부 판매 시작했고
Trainium은 대형 사용 약정
확보

우선 Alphabet은 Anthropic으로 추정되는 고객사가 임대한 데이터센터에 TPU 시스템을 출하했는데 이는 최초의 외부 판매 사례이다. ASIC을 내부 비용절감 수단에서 독립적인 수익화 자산으로 발전된 사례이며 2027년부터 관련 매출이 본격적으로 인식될 전망이다. TPU는 Google 클라우드, 검색, Youtube 등에서 Gemini를 서빙하고 Gemini 모델 훈련에도 활용되는만큼 향후 사용처의 확대가 성능 향상으로 이어진다면 Alphabet의 사업 전반에 긍정적이다.

Amazon Trainium은 칩 혹은 랙의 형태로 고객 데이터센터에 직접 판매되기보다 AWS 내부에 설치하고 고객이 Trainium 기반 컴퓨팅을 장기간 사용하는 구조로 활용되고 있다. 올해 1분기에 OpenAI에 Trainium 기반 컴퓨팅을 최대 2GW 제공하기로 계약한 것에 이어 2분기에는 Anthropic에 최대 5GW 컴퓨팅을 제공하는 계약을 체결했다. Anthropic은 올해 말까지 약 1GW가 가동될 예정으로 설명했는데 최대한 많은 컴퓨팅을 낮은 가격에 확보해야하는 AI모델 개발사에게 ASIC은 좋은 대안으로 부각될 것으로 기대된다. 또한 ASIC의 경쟁력 및 생산량 확대는 이를 생산하는 파운드리 기업에도 긍정적이다.

표2 하이퍼스케일러 3사의 ASIC 관련 코멘트

기업명	코멘트
Alphabet	- (Google Cloud를 서빙하는 용도 외에도) 독립형 시스템으로 공급되는 TPU에 대한 외부 고객 수요가 강함 - 2Q26 TPU 시스템이 고객 데이터센터에 처음 인도됨. TPU 시스템 판매 계약에서 발생하는 매출은 2026년 말부터 늘어나며, 대부분 2027년에 인식될 예정 - 판매 계약 체결 후 TPU 시스템을 먼저 생산하여 재고로 보유하고, 고객에게 인도할 때 매출을 인식하게 됨. 재고 선제 구축이 매출 인식에 앞서 FCF에 부담을 줌 → TPU가 내부 사용과 Google 클라우드 임대 중심의 자체 가속기에서 외부 고객용 시스템 사업으로 확장되기 시작. 2026년 FCF에는 부정적으로 기여했지만, 2027년부터 실적 및 현금흐름에 긍정적으로 기여할 전망
Amazon	- 자체 반도체 사업(Trainium과 자체 설계 CPU인 Graviton 등)의 연환산 매출은 현재 250억달러를 넘어섬 - Anthropic과 OpenAI가 Trainium 기반 AWS 용량을 다년간 수 GW 규모로 사용하기로 약정했으며, AI스타트업의 Trainium 채택도 확대 중 → Trainium은 AWS 내 컴퓨팅 서비스로 제공된다는 점에서 고객 데이터센터에 직접 공급되기 시작한 TPU 대비 역할이 제한적임. 다만 확정된 대규모 수요를 기반으로 ASIC과 데이터센터에 투자할 수 있어 CapEx 회수 위험이 낮아진다는 점은 긍정적
Microsoft	- Maia 200은 Microsoft가 운영하는 기존 최신 세대 하드웨어보다 달러당 성능이 30% 우수함. 또한 Microsoft의 MAI 모델과 Maia 200을 공동 최적화한 결과와 와트당 성능이 40% 개선됨 - Maia 200은 Microsoft 자체 모델 뿐 아니라 OpenAI 모델의 실제 추론에도 투입되는 중 → Maia는 TPU, Trainium과 비교해서 아직 활용도가 낮지만 Microsoft가 클라우드 사업의 효율을 높이는 수단으로 계속해서 활용을 늘리는 추세

자료: 각사, DS투자증권 리서치센터

곳곳에서 포착된 엔터프라이즈AI 확산의 증거

AI는 기업의 실제 업무에 본격적으로 배치되는 중

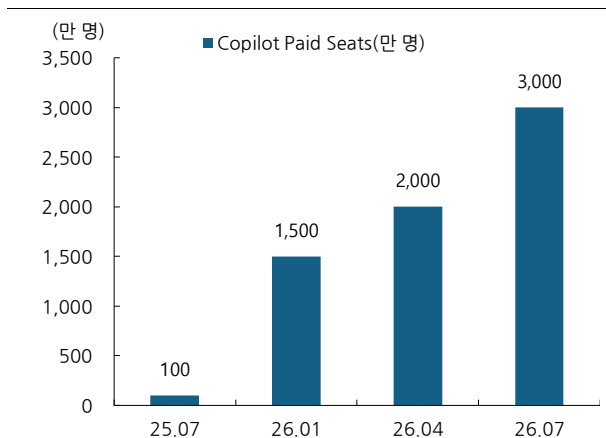
기업이 AI를 전사적으로 도입하려면 대규모 컴퓨팅 뿐 아니라 기업 내 데이터 연결, 보안 및 권한 관리, 모델 운영과 거버넌스 체계가 필요하다. 이를 통합적으로 제공 가능한 클라우드가 엔터프라이즈AI의 주요 도입 경로가 될 가능성이 높다는 점에서 하이퍼스케일러의 고객 수, 유료 좌석, 계약 규모 등을 통해 엔터프라이즈 AI의 확산을 가늠해 볼 수 있다. 결론적으로 이번 3사 실적에서는 엔터프라이즈AI가 단순한 PoC(개념 증명)를 넘어 실제 업무 배치와 사용량 확대 단계로 이동하고 있음이 확인되었다.

이를 가장 잘 보여주는 기업은 Microsoft이다. M365 Commercial 유료 좌석이 전년 대비 6% 증가에 그쳤지만 M365 Commercial Cloud 매출이 16% 증가했다는 점에서 상당한 업셀링(상위 요금제로 전환하거나 추가 제품 구매)이 있었음을 확인할 수 있었으며, 회사도 Copilot, E5, E7 등 AI 기능이 도입된 서비스를 통해 좌석당 매출 상승이 두드러졌음을 밝혔다. 이외에도 MS365 Copilot 유료 좌석이 3,000만개를 넘어섰는데 순증 규모(약 1,000만개)가 전분기의 두 배 이상을 기록했고, IT근로자 과반에게 Copilot을 배치한 기업 수가 전분기 대비 75% 증가하는 등 기업의 AI 도입이 본격화되는 신호를 포착할 수 있었다.

AI모델사보다 현금흐름이 상대적으로 탄탄한 기업의 AI도입은 질적으로 긍정적

Amazon도 올해 2분기에 고객들이 AI 개발 플랫폼 Bedrock을 통해 지출한 금액이 전 모든 분기의 누적액보다 많았다고 발표했고, Alphabet도 클라우드 고객의 AI 사용량이 계약 규모를 50% 이상 웃돈다고 말했다. 그동안 AI 고객 수의 증가를 주로 언급해오던 하이퍼스케일러가 금번 실적 발표에서 이와 함께 사용량의 증가를 언급했다는 점에 주목이 필요하다. OpenAI 등 모델사와의 계약을 통한 RPO 급증이 과거 하이퍼스케일러 주가 상승을 견인했으나 현재는 중장기적 우려 요인이 된 상황에서 상대적으로 현금흐름이 탄탄한 기업의 AI도입 확대는 향후 실적의 가시성을 높인다는 점에서 질적으로 긍정적이다

그림9 Copilot 유료 좌석 전분기 대비 2배 이상 순증



자료: Microsoft, DS투자증권 리서치센터

그림10 M365 상품 비교: E3 → E5 → Copilot → E7 로 업셀링

상품	포함된 서비스
M365 E3	MS Office, Teams, 클라우드 저장 공간, 기본 보안 * 기본 업무환경 및 보안
M365 E5	E3 + 일부 AI 기능이 탑재된 고급 보안, 컴플라이언스, 데이터분석 서비스
M365 Copilot	업무용 AI (문서 작성, 검색, 회의 요약, 데이터 분석 등) * E3, E5 등에 별도로 추가하는 AI 기능
M365 E7	E5 + Copilot + AI Agent 관리, 신원 보안 * E5에 AI Agent, 보안을 결합한 최상위 패키지

자료: Microsoft, DS투자증권 리서치센터

알파벳 [GOOGL]

GOOGL US

진짜 AI 대장주. Gemini만 잘된다면...

AI 풀스택에 가장 근접한 기업

데이터센터, TPU 등 HW, AI모델(Gemini, Gemma 등), 기업용 AI플랫폼(Vertex AI, Gemini Enterprise), 최종 서비스(Search, Youtube, Android 등)까지 보유해 AI 풀스택에 가장 근접한 기업이다. 특히 Search, Gmail, Android, Chrome, Youtube 등 이용자 수가 30억명을 상회하는 제품 5개와 이 외에도 Google Maps, Google Play, Google Calendar, Google Drive 등 이용자가 10억명 이상인 제품 8개를 보유하고 있다. AI모델 경쟁에서 뒤쳐지지 않는다면 해당 모델을 수익화할 수 있는 수단이 압도적으로 많기에 AI 대장주로 손색이 없다.

한 가지 우려사항은 Gemini의 경쟁력 약화

GPT-5.6, Claude Fable 등 경쟁사의 최신 모델과 비교해서 최근 Gemini의 경쟁력은 다소 약화되는 모습이다. 특히 비용 효율성을 강점으로 내세웠던 Flash 계열도 Gemini 3.5 Flash 이후 시장에 기대에서 점차 멀어지고 있다. 비대해진 조직에 따른 느린 실행 속도와 함께 AI모델을 개발하는 DeepMind가 충분한 컴퓨팅을 확보하지 못했다는 점이 그 이유로 거론된다. 구체적으로 TPU 판매 확대를 위해 고객사에 TPU 기반 컴퓨팅 용량까지 함께 제공하면서 경쟁사 대비 모델 훈련에 컴퓨팅을 많이 배분하지 못했다는 분석이다. 다만 향후 다수의 데이터센터가 가동될 예정이고 DeepMind의 근본적인 연구 경쟁력도 우수한만큼 Gemini 4부터 다시 Top Tier 모델의 위상을 회복할 것으로 기대한다. 그럼에도 AI 수익화에 핵심인 모델 경쟁력 약화는 분명 불확실성을 높이는 요인이다.

투자포인트

컴퓨팅 수요가 매우 높기에 클라우드 사업은 높은 매출 성장률을 유지하는 동시에 수익성도 개선될 전망이다. 따라서 하이퍼스케일러 3사 가운데 클라우드 점유율을 확대 중인 동사를 가장 긍정적으로 평가한다. 또한 TPU 등 HW와 모델, 소프트웨어를 함께 최적화해 추론비용을 낮출 수 있다는 점도 AI 풀스택에 가장 근접한 동사만의 경쟁력이다. 최근 Gemini의 경쟁력은 다소 아쉽지만 모델 경쟁력이 분기마다 뒤바뀌는 현재의 흐름을 고려하면 다시 Top Tier의 위상을 다시 되찾을 가능성이 충분하며 이에 AI를 통한 수익화 여력이 가장 큰 동사에 주목한다.

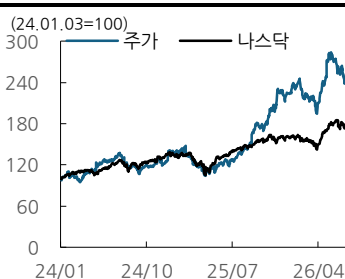
Key Data

국가	USA
거래소	NASDAQ
GICS(부문)	커뮤니케이션 서비스
GICS(산업)	인터넷 미디어 & 커뮤니케이션
시가총액(\$ Bn)	4,358.6
시가총액(조원)	6,213.9
현재주가(08/03)	356.7
52주 최고가(\$)	404.5
52주 최저가(\$)	190.9
VANGUARD GROUP	7.72%
래리 페이지	7.06%
블랙록	6.6%

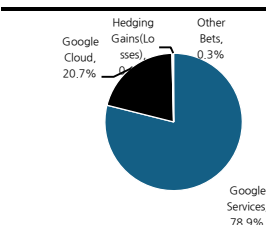
주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.94	4.14
3M	-6.62	-8.56
6M	5.35	-2.80

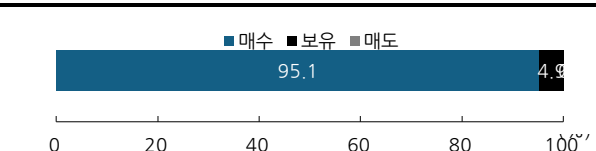
주가차트



사업부별 매출 비중



블룸버그 투자의견 비율



Financial Data

(\$ Mn)	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	350,018	402,836	497,433	610,830
영업이익	112,390	129,039	172,305	217,298
영업이익률(%)	32.1	32.0	34.6	35.6
순이익	100,118	132,170	246,632	187,036
EPS(\$)	8.04	10.81	20.38	15.01
증감률(%)	38.6	34.5	88.6	-26.4
ROE(%)	32.9	35.7	58.8	39.9
PER(배)	23.9	33.9	18.5	21.5
PBR(배)	7.1	9.2	6.1	4.8
PSR(배)	6.7	9.4	10.1	8.0

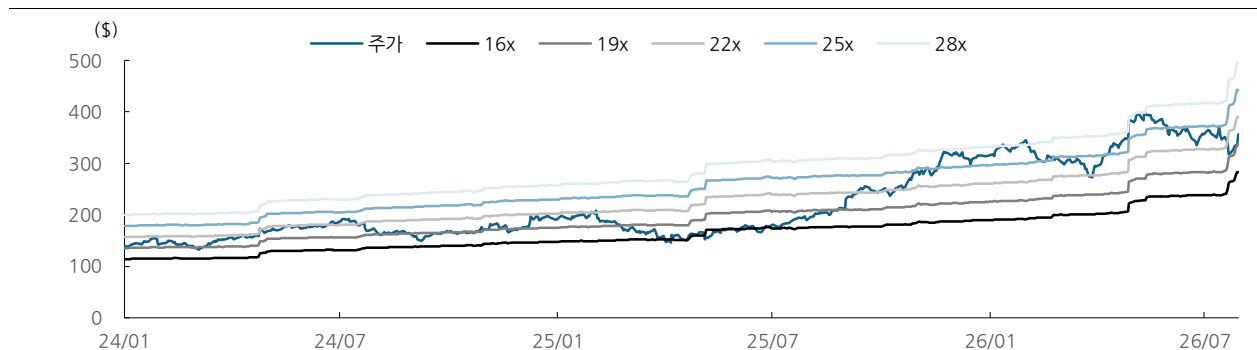
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터, Non-GAAP 기준, 비율은 GAAP 기준

표3 알파벳 실적 테이블

(\$ Bn, %)	CY1Q25	CY2Q25	CY3Q25	CY4Q25	CY1Q26	CY2Q26	CY3Q26F	CY4Q26F	CY25	CY26F	CY27F
매출	90.2	96.4	102.3	113.8	109.9	119.8	126.9	141.0	402.8	497.4	610.8
%YoY	12.0	13.8	16.0	18.0	21.8	24.2	24.0	23.9	15.1	23.5	22.8
%QoQ	-6.5	6.9	6.1	11.2	-3.5	9.0	5.9	11.1			
사업부별 매출											
Google Services	77.3	82.5	87.1	95.9	89.6	94.5	98.2	107.6	342.7	390.0	435.2
Advertising	66.9	71.3	74.2	82.3	77.3	81.6	83.5	92.0	294.7	334.3	371.2
Subscription & Platforms	10.4	11.2	12.9	13.6	12.4	12.9	14.7	15.6	48.0	55.7	63.9
Google Cloud	12.3	13.6	15.2	17.7	20.0	24.8	28.3	32.9	58.7	105.9	50.1
Other Bets	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.5	1.6	28.7
Hedging Gains(Losses)	0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	64.0
매출총이익	53.9	57.4	61.0	68.1	68.6	73.9	76.5	84.7	240.3	301.9	369.0
GPM(%)	59.7	59.5	59.6	59.8	62.4	61.6	60.3	60.1	59.7	60.7	60.4
%YoY	15.1	16.6	17.7	21.9	27.4	28.7	25.5	24.4	18.0	25.6	22.2
영업이익	30.6	31.3	31.2	35.9	39.7	40.8	42.6	47.6	129.0	172.3	217.3
OPM(%)	33.9	32.4	30.5	31.6	36.1	34.0	33.5	33.7	32.0	34.6	35.6
%YoY	20.2	14.0	9.5	16.0	29.7	30.4	36.3	32.4	14.8	33.5	26.1
순이익	34.5	28.2	35.0	34.5	62.6	112.1	36.9	41.0	132.2	246.6	187.0
NPM(%)	38.3	29.2	34.2	30.3	56.9	93.6	29.1	29.1	32.8	49.6	30.6
%YoY	46.0	19.4	33.0	29.8	81.2	297.6	5.5	32.4	32.0	86.6	-24.2
EPS	2.8	2.3	2.9	2.8	5.1	9.1	3.0	3.3	10.8	20.4	15.0
%YoY	48.7	22.2	35.4	31.2	81.9	294.4	4.9	16.7	34.5	88.6	-26.4

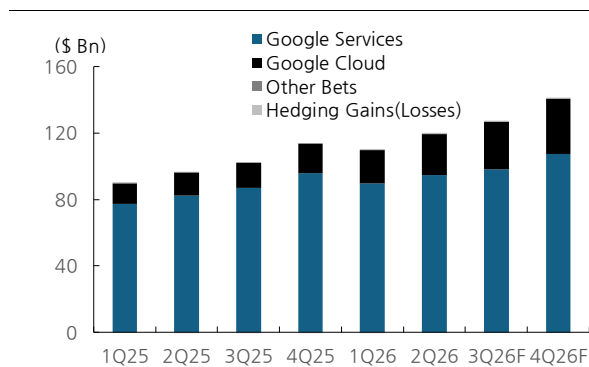
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림11 알파벳 12MF PER 밴드 추이



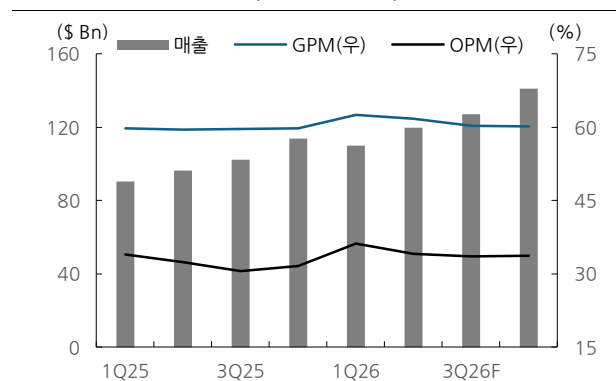
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 알파벳 부문별 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림13 알파벳 연간 매출액, 매출총이익률, 영업이익률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이규원)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-