



오라클 (ORCL.US)

과거 사례로 읽는 RPO 회수 구간

- 오라클은 데이터베이스 관리 시스템과 클라우드 인프라를 제공하는 글로벌 IT 기업
- FY2Q26 실적은 수주 잔고와 CapEx 비용 상승이 동시에 연출
- 중장기적 전망은 좋으나 RPO 회수에 대한 '증명' 전까지는 단기 불확실성 구간

FY2Q26 실적 Review

FY2Q26(11 월말) 실적은 매출액 160.58 억 달러(YoY +14.2%, QoQ +7.6%, 컨센서스 대비 -0.9%), 영업이익 67.21 억 달러(YoY +10.3%, QoQ +7.8%, 컨센서스 대비 -1.5%), 영업이익률 41.9%(YoY -1.5%p, QoQ +0.1%p, 컨센서스 대비 -0.3%p)를 기록했다.

세부 실적은 예상보다 긍정적

동사는 FY2Q26 실적을 통해 레거시 데이터베이스 기업에서 AI 인프라 기업으로 전환되고 있음을 증명했다. 이와 같은 체질 개선은 클라우드 부문이 동사 전체 매출의 50%를 차지하게 되었다는 점에서 확인된다. 총 클라우드 매출(IaaS+SaaS)은 YoY +33% 증가한 80 억 달러를 달성했다. 성장의 질적인 측면이 돋보인다. AI 인프라 수요에 힘입어 GPU 관련 매출은 YoY +177% 증가했고, AWS·Azure·GCP 등 **타사 클라우드에서 오라클 DB 를 사용하는 멀티 클라우드 소비는 YoY +817% 폭증했다.** '멀티 클라우드' 전략과 AI 인프라 경쟁력이 시장에 안착했음을 시사한다.

수주 잔고(RPO)추이 역시 궤를 같이했다. **RPO 는 YoY +433% 증가한 5,233 억 달러를 기록했고** 특히 Meta, NVIDIA 등 빅테크와의 대형 계약에 힘입어 지난 8 월 말 이후 단 한 분기 만에 680 억 달러가 추가되었다. 또한 이러한 RPO 는 단순한 장기 계약이 아니다. 향후 12M 내 매출로 인식될 단기 RPO 역시 YoY +40% 증가하며 지난 분기(25%) 대비 성장세가 가속화되었기 때문이다. 동사의 AI 인프라에 대한 수요가 '미래의 약속'이 아닌 '근래의 현실'임을 일정 부분 시사한다.

강력한 RPO 성장 및 멀티 클라우드 수요 폭증 등을 바탕으로 동사는 FY27 매출 전망치를 기존 대비 +40 억 달러 상향 조정했으며 FY3Q26 가이드선도 총 클라우드 매출 성장률 40~44%, 총 매출 성장률은 19~21%로 상향 제시했다. 성장 가속화에 대한 믿음이 반영된 결과다.

CapEx 전망치 상향이 주가에 미친 영향

실적이 크게 나쁘지 않았음에도 동사 주가는 실적 발표 이후 -10.8% 급락했다. 매출액 기대치 소폭 하회(-0.9%)에 더해 CapEx 급증과 부채 증가에 따른 현금 흐름의 우려가 더해진 영향이다. (2page 계속)

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.12.11): \$198.85

목표주가 컨센서스: \$342.00

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
72%	24%

Stock Data

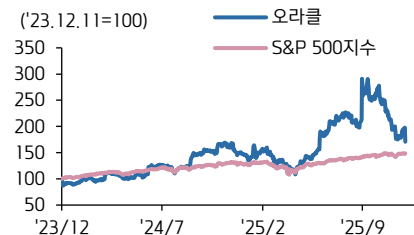
산업분류	소프트웨어
S&P 500(12/10)	6,886.68
현재주가/목표주가(\$)	223 / 342
52주 최고/최저(\$)	345.7 / 118.9
시가총액(백만\$)	635,755
유통주식 수(백만주)	2,851
일평균거래량(3M)	27,391,764

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	52,961	57,399	66,998	83,612
영업이익	23,055	25,033	28,460	33,774
영업이익률(%)	43.5	43.6	42.5	40.4
순이익	15,709	17,284	19,898	23,406
EPS	5.56	6.03	6.82	7.99
증가율	8.6	8.5	13.1	17.1
PER	30.2	37.4	32.7	27.9
PBR	37.1	22.7	18.5	12.2
ROE	214.1	85.4	55.7	41.4
배당지표수익률	0.9	0.9	0.9	0.9

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	33.8	-7.4	25.7	25.5
S&P Index	17.1	0.8	14.0	14.1



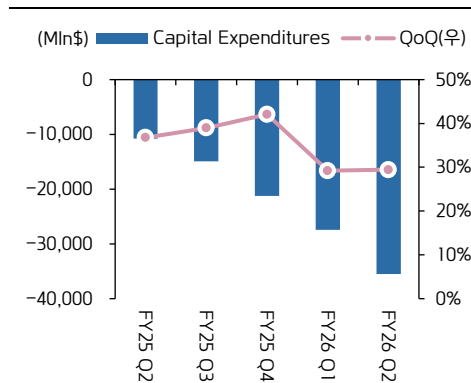
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주)Non-GAAP 기준

동사는 폭발적인 수요(RPO 급증)을 맞추기 위해 많은 비용을 사용할 것임을 밝혔다. **데이터 센터 확충을 위해 2분기 CapEx는 YoY +200% 이상 증가한 120억 달러를 집행했으며, 이는 시장 컨센서스(84억 달러)를 크게 상회하는 수치이다.** 그 결과 잉여 현금 흐름(FCF)은 100억 달러의 적자를 기록했고 12개월 FCF 누적치 역시 전분기 대비 +124% 급등한 131.8억 달러에 도달했다. 새롭게 발행한 부채의 12개월 누적치 역시 YoY +51.1% 높아진 178.8억 달러를 기록했지만, **동일 기간동안 부채 상환 금액은 YoY -78.1% 급감한 21.2억 달러로 집계됐다.** 공격적 CapEx 를 위해 부채가 크게 늘었으나 상환액이 감소한 상황이다.

나아가 동사는 급증한 백로그 대응을 위해 FY26 연간 CapEx 전망치를 기존 대비 150억 달러 상향한 약 500억 달러로 제시했다. 물론 경영진은 "FY30까지 1,000억 달러 이상의 자금 조달은 필요 없을 것"이라고 밝혔으나, 해당 시장 설득력을 크게 얻지 못하고 관련 발언 이후 주가 낙폭은 더욱 확대되었다.

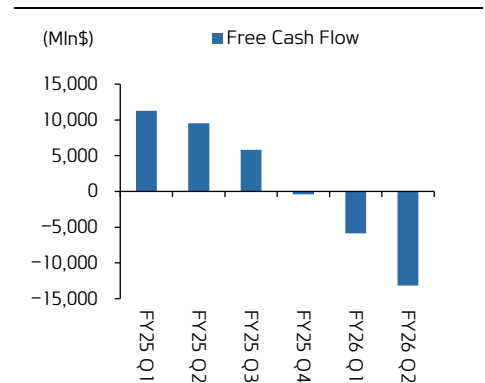
물론 동사는 **고객이 칩을 직접 가져오는(BYOC) 모델이나 벤더 금융 등을 통해 비용 절감 효과와 자본 효율성을 높일 수 있다고 반박했다.** 하지만 오히려 이것을 시장은 불안 요인으로 인지했다. BYOC 모델과 기존 레거시 모델(동사의 CapEx 투자) 사이 믹스 비중을 알 수 없으며, 이로 인해 마진율에 대한 예측은 더욱 어려워진다. 또한 BYOC 모델의 경우 매출액 볼륨이 낮아지는 효과를 불러와 단기적 착시를 불러올 수 있다. 즉 동사의 주장이 타당할 수 있겠으나, 단기적 관점에서는 불확실성 요인이 추가되는 것이다. 비용 회수 기간 명료화에 대한 증거가 필요한 동사 입장에서 불확실성은 긍정적 요인으로 작용하지 못했다.

오라클 Cloud 부문 매출 및 성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 소프트웨어 부문 매출 및 성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

테슬라와 보잉의 사례를 통해 살펴본 오라클의 기로

RPO 는 미래 매출이다. 경영진은 이 수주 잔고가 매출로 전환되는 시점이 2027 년 이후에 집중될 것이라고 밝히고 있지만, 현재 주가는 2 년 뒤의 매출을 선반영하기보다는 당장의 현금 유출을 더 크게 할인하고 있다. 시장이 '이익 없는 번영'에 대해 보다 냉정하게 반응하고 있는 것으로 해석된다.

동사가 마주한 현상은 과거 테슬라가 모델 3 를 처음 생산하면서 겪은 이른바 '생산 지옥' 구간과 구조적으로 유사한 측면이 있다. 테슬라는 사전 예약이 50 만 대 이상 누적된 상태에서 모델 3 생산을 시작했는데, 이는 이미 확정 계약을 맺고(RPO) 클라우드 인프라를 공급해야 하는 오라클의 상황과 닮아 있다. 다만 테슬라는 2017 년 3 분기부터 2018 년 사이에 분기당 약 10 억 달러 수준의 현금을 소진했고, 2017 년 4 분기 CapEx 가 7.87 억 달러까지 증가하면서 FCF 가 큰 폭의 적자를 기록했다. 이 과정에서 테슬라 주가는 2017 년 한 해 동안 약 -25% 조정을 받았고, **모델 3 생산 지연이 본격적으로 확인된 2018 년 3 월에는 한때 약 -30% 추가 조정을 경험했다.** 그러나 모델 3 의 수익성이 관찰되기 시작한 이후에는 상황이 반전되었다. 2018 년 3 분기 모델 3 생산량이 53,239 대까지 증가하고 영업현금흐름이 약 14 억 달러 흑자로 전환되자, 주가는 2018 년 3 월 저점 대비 약 +53% 반등을 기록했다.

주가 회복이 장기간 지연된 사례도 존재한다. 보잉 787 드림라이너가 대표적이다. 787 은 대기 물량만 800 대 이상을 확보할 정도로 수주가 몰렸지만, 초기 개발 예산 60 억 달러가 320 억 달러 이상으로 불어났다. 인도 지연에 따른 항공사 대상 페널티와 부품 공급사에 대한 금융 지원 부담이 누적된 결과다. **수주 규모가 누적 비용을 커버하지 못하면서 보잉 주가는 첫 인도 지연이 발표된 2007 년 10 월 이후 연말까지 약 -19% 급락했다.** 이후 글로벌 금융위기 충격까지 더해지며 보잉이 2007 년 수준의 주가를 회복하는 데에는 약 6 년의 시간이 필요했다.

이 두 사례의 구조를 오라클에 대입해 보면 리스크와 기회가 보다 명확해진다. 동사가 데이터센터 전력·쿨링·GPU 조달, PPA 체결, 공정·일정 관리에 실패할 경우 **5,230 억 달러 규모의 RPO 는 성장 자산이 아니라 보잉 사례와 유사한 비용·페널티 리스크로 전환될 수 있다.** "대규모 백로그 + 대규모 CapEx" 조합이라 하더라도 실행력이 담보되지 않으면 장기적인 주가 부진으로 귀결될 수 있다는 점이다. 특히 데이터센터 전력 확보와 높은 금융 비용에 대한 부담이 상존한다. **전력망(그리드) 연결이 지연되어 데이터센터 공급에 차질이 발생하거나, 고금리 환경과 높은 레버리지에 따른 이자 비용이 순이익을 잠식할 경우** 주가 낙폭이 더 확대될 수 있다는 우려가 시장에 반영되고 있다. 현재 시장의 본질적인 걱정은 여기에 있다.

'의심'을 넘어 '증명'으로: MS 사례로 본 오라클의 반등 시나리오

다만 앞선 내용들은 구조적으로 가장 나쁜 경우를 상정한 시나리오에 가깝다. 이미 동사 주가는 고점 대비 약 -46% 조정을 받은 상태다. 시장이 RPO 의 현금 전환 과정에서 문제가 발생할 수 있다는 가능성을 전제로 FCF 적자와 CapEx 증가를 해석하고 있기 때문이다. **경영진은 RPO 수익 전환이 본격적으로 집중될 시기를 2027년 이후로 제시하고 있다.** 동시에 테슬라 모델 3 사례에서 생산 지연이 완화되고, CapEx 를 커버하는 매출 회수가 눈에 보이기 시작한 시점부터 주가가 반응하기 시작했던 것처럼, 오라클 역시 2026년 중 매출이 CapEx 를 부분적으로 상쇄하기 시작하는 구간이 주가 반등의 초기 분기점이 될 수 있다. 동사의 멀티 클라우드 전략, DB 소프트웨어 고객 기반과 높은 충성도를 감안하면, **일정 수준의 '의심 구간'을 지난 후 '증명 구간'이 도래할 가능성이 높다고 판단된다.** 보잉보다는 테슬라의 경로를 따를 가능성이 상대적으로 크다고 보는 이유다. 다만 이러한 전환이 가시화되기 전까지는 불확실성이 연장될 수 있다.

마이크로소프트 사례를 참고하면 이러한 불확실성 구간의 성격을 보다 잘 이해할 수 있다. MS 는 2014년 전후를 기점으로 OS 중심의 라이선스 사업에서 클라우드 중심 구조로 체질을 바꾸기 시작했고, 이 과정에서 인프라 확충을 위한 CapEx 도 동반 증가했다(FY14: 55 억 달러 → FY16: 83 억 달러). Azure 가 시장에 본격적으로 안착하기 이전인 **2016년까지 MS 주가는 총 다섯 차례에 걸쳐 10~15% 수준의 급락을 경험했다.** 결과적으로 클라우드 전환은 성공한 사례로 평가되지만, 그 과정에서는 시장의 의심과 이에 따른 주가 변동성이 반복적으로 나타났던 셈이다. 오라클 역시 대규모 RPO 와 CapEx 를 기반으로 한 체질 변화 구간에 진입해 있는 만큼, 비용을 커버하는 매출 전환이 본격화되기 전까지는 유사한 형태의 주가 불확실성이 이어질 가능성이 있다. **중장기적으로는 AI 인프라 수요를 기반으로 한 성장 스토리가 유효하다고 판단되지만, 단기적으로는 RPO 실행력과 FCF 전환 경로에 대한 시장의 불안이 주가 변동폭을 확대시키는 요인으로 작용할 것으로 전망된다.**

오라클 FY26 2Q ('25.09.01~'25.11.30)

구분	FY26 2Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	발표치	컨센서스	차이	FY25 2Q	성장률	FY26 1Q	성장률
매출액	16,058	16,205	-0.9%	14,059	14.2%	14,926	7.6%
영업이익	6,721	6,825	-1.5%	6,096	10.3%	6,236	7.8%
영업이익률(%)	41.9%	42.1%	-0.3%p	43.4%	-1.5%p	41.8%	0.1%p
순이익	6,598	4,765	38.5%	4,207	56.8%	4,283	54.1%
EPS (USD)	2.26	1.64	38.0%	1.47	53.7%	1.47	53.7%

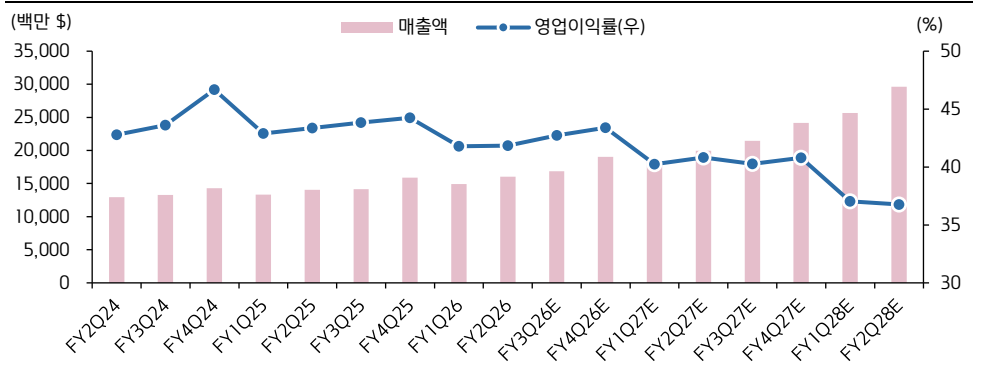
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-12-10 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

오라클 향후 실적 컨센서스 표

구분 (백만 USD)	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	FY26Q3	YoY 성장률	FY26Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	16,864	19.4%	19,045	19.8%	66,998	16.7%	83,612	24.8%
영업이익	7,206	16.3%	8,265	17.5%	28,460	13.7%	33,774	18.7%
영업이익률(%)	42.7%	-1.1%p	43.4%	-0.8%p	42.5%	-1.1%p	40.4%	-2.1%p
순이익	5,021	18.7%	5,885	27.7%	19,898	26.7%	23,406	17.6%
EPS (USD)	1.72	16.9%	2.01	18.1%	6.82	13.1%	7.99	17.1%

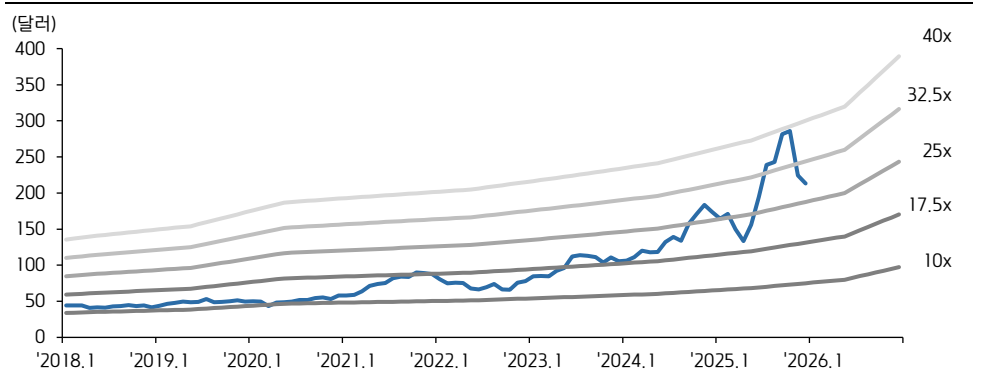
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-12-10 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

오라클 분기 실적 추이



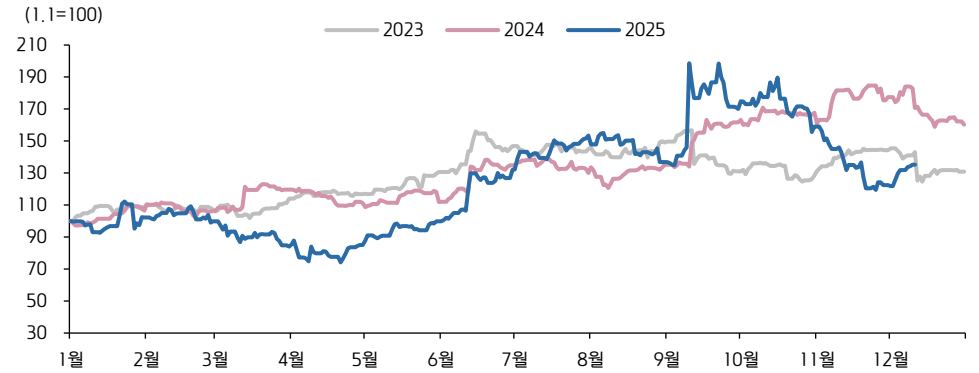
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-12-10 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

오라클 12M FWD PER 밴드



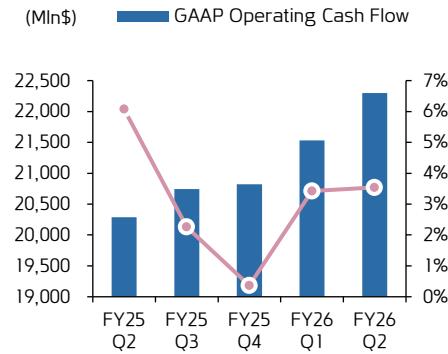
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: Non-GAAP 기준

오라클 최근 3개년 연도별 주가 추이



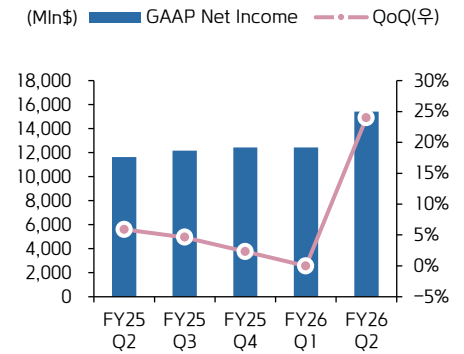
자료: 오라클, 키움증권 리서치

오라클 Operating Cash Flow



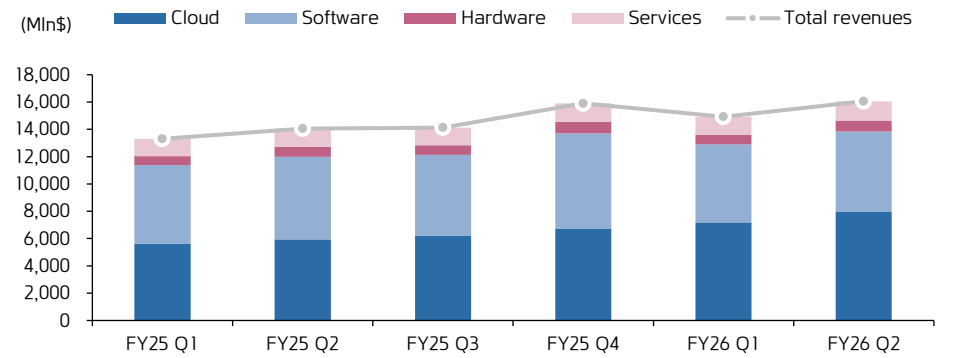
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 Net Income



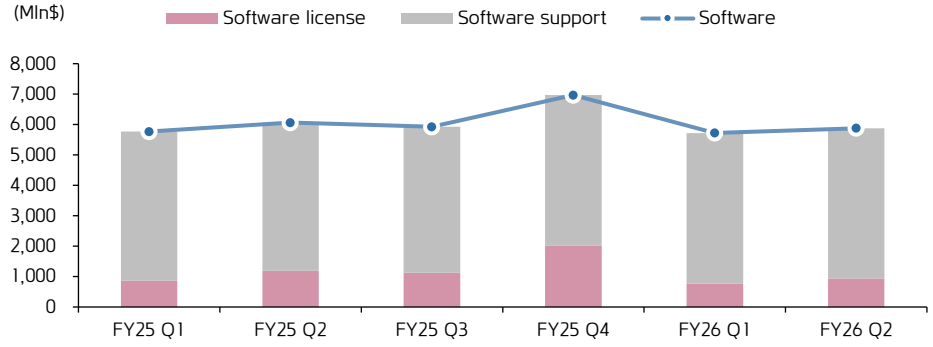
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 사업부문 별 매출액 비교



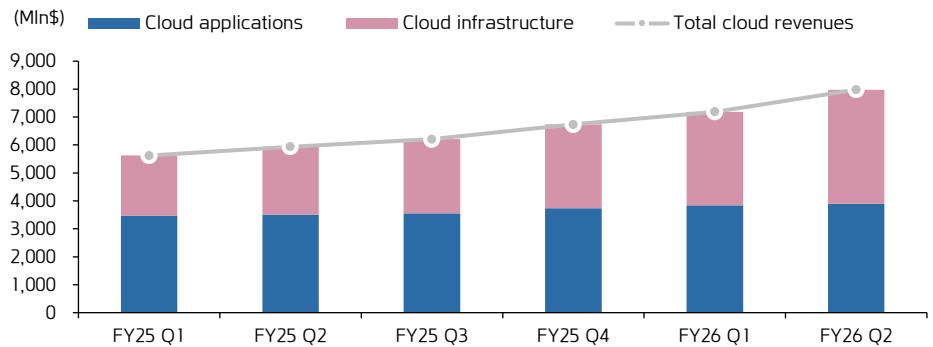
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 소프트웨어 사업부 별 매출액 비교



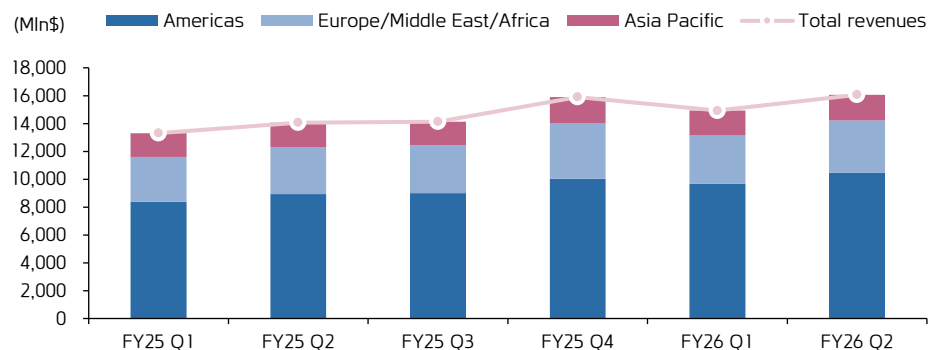
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 사업부문 별 성장률 비교



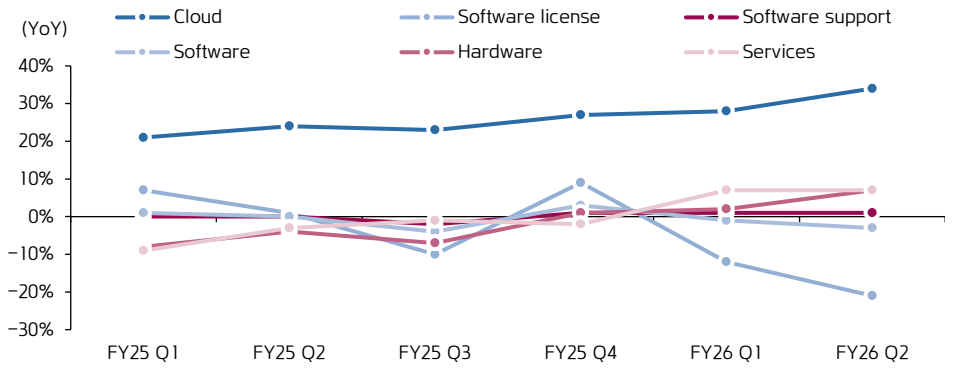
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 글로벌 판매 국가별 매출액 비교



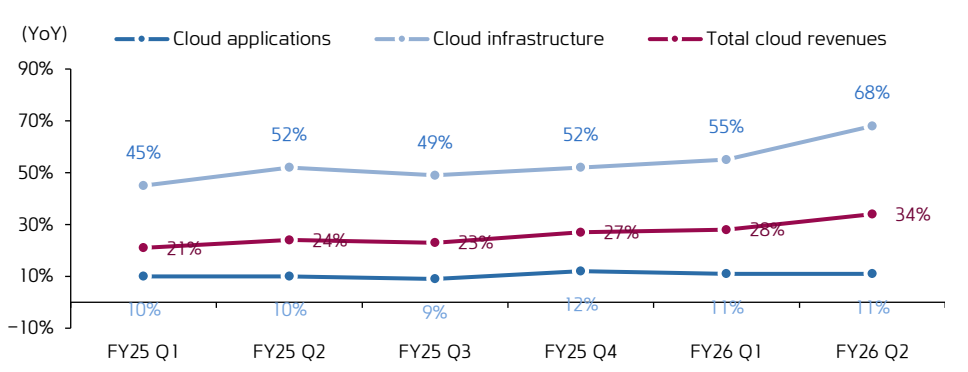
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 사업부문 별 성장률 비교



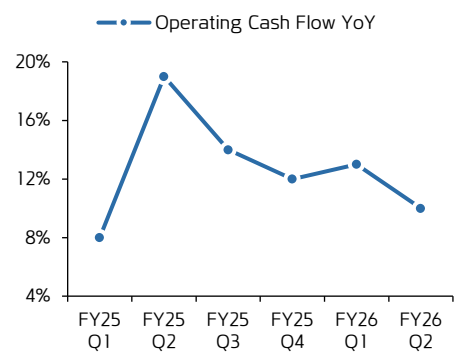
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 클라우드 사업부 별 성장률 비교



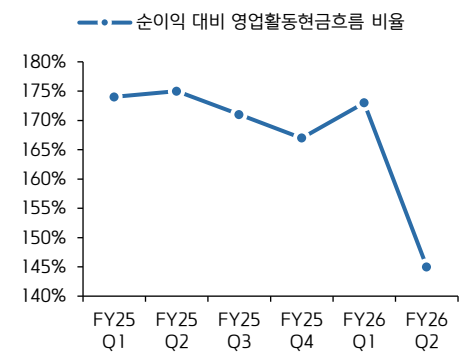
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 Operating Cash Flow YoY



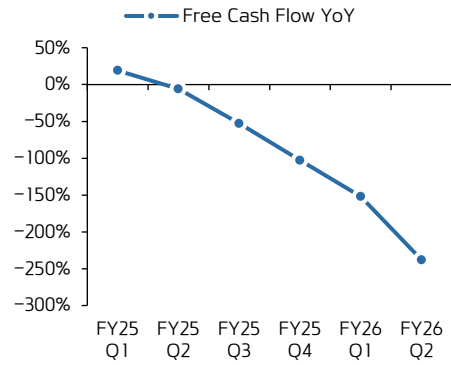
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 순이익 대비 영업활동현금흐름 비율



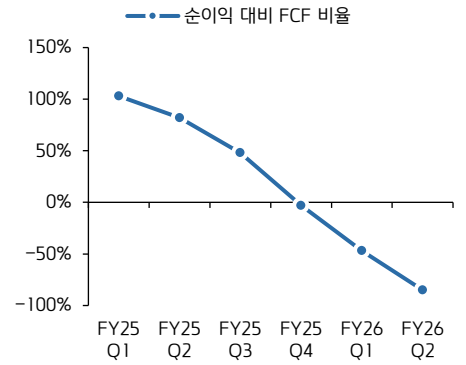
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 Free Cash Flow YoY



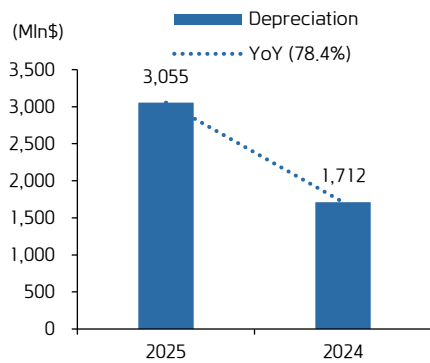
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 순이익 대비 FCF 비율



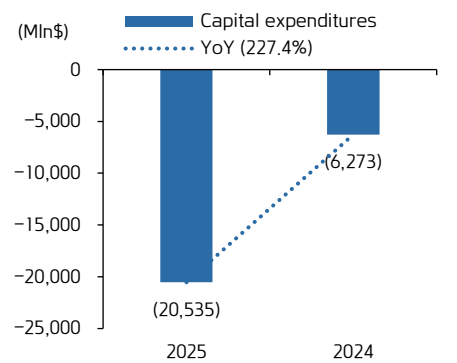
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 Depreciation 및 YoY



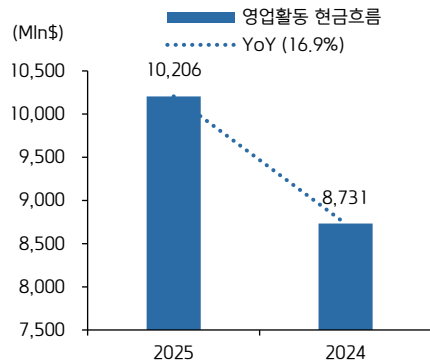
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 CapEx 및 YoY



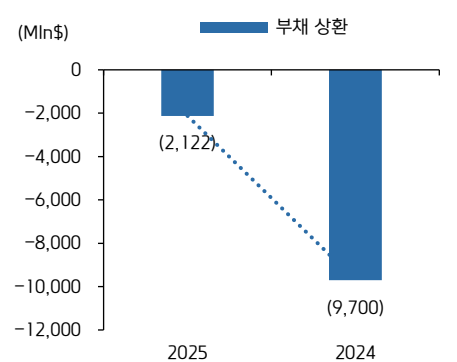
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 영업활동 현금흐름 및 YoY



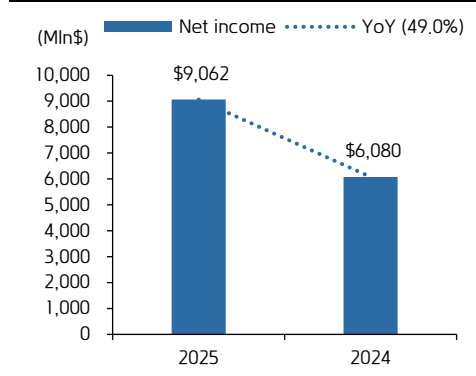
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 부채 상환액 및 YoY



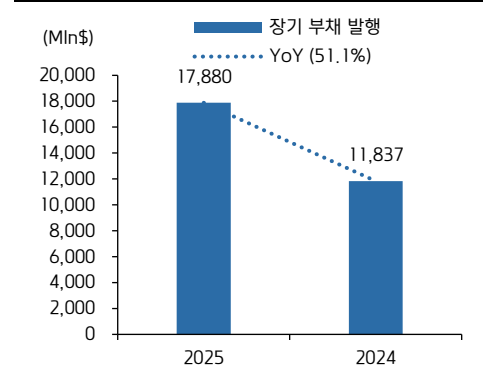
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 Net income 및 YoY



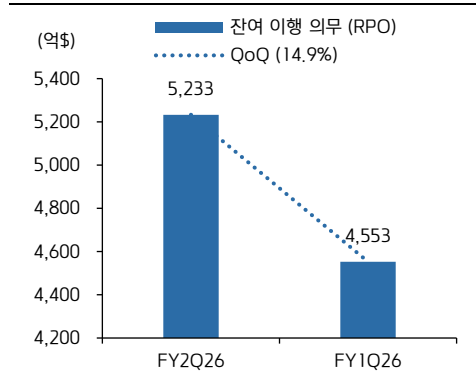
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 장기 부채 발행 및 YoY



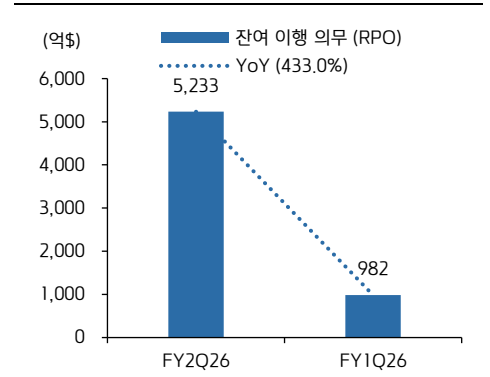
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 RPO 및 QoQ



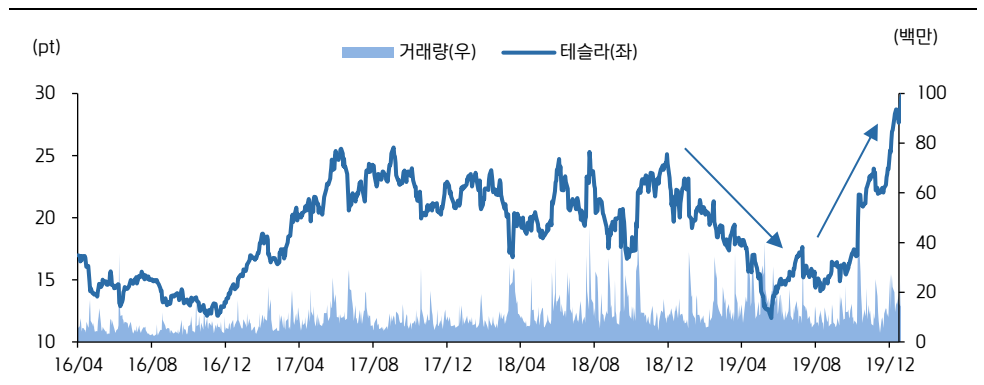
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 RPO 및 YoY



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

테슬라의 모델 3 생산 차질 전후 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오라클 상세 실적표

(백만 달러)	FY2Q25	FY2Q26	FY2Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	14,059	14,926	16,058	14.2	7.6
매출원가	4,085	4,884	5,374	31.6	10.0
매출총이익	9,974	10,042	10,684	7.1	6.4
영업비용	5,754	5,765	5,953	3.5	3.3
판관비	2,577	2,439	2,558	-0.7	4.9
R&D	2,471	2,491	2,561	3.6	2.8
기타 영업비용	706	835	834	18.1	-0.1
영업이익	4,220	4,277	4,731	12.1	10.6
이자비용	866	923	1057	22.1	14.5
기타 영업외손익	36	73	2,668		
법인세비용	239	500	207		
순이익	3,151	2,927	6,135	94.7	109.6
회석 EPS(달러/주)	1.10	1.01	2.10	90.9	107.9
회석 non-GAAP EPS(달러/주)	1.47	1.47	2.26	53.7	53.7
회석 가중평균주수(백만주)	2,869	2,909	2,922	1.8	0.4
[영업데이터]					
Revenue by Offering					
Cloud	5,623	7,186	7,977	41.9	11.0
Software license	870	766	939	7.9	22.6
Software Support	4,896	4,955	4,938	0.9	-0.3
Hardware	655	670	776	18.5	15.8
Services	1,263	1,349	1,428	13.1	5.9
Cloud Revenue by Offering					
Cloud applications	2,503	3,839	3,898	55.7	1.5
Cloud infrastructure	2,434	3,347	4,079	67.6	21.9
RPO(십 억 달러)	97	455	523	439.2	14.9

자료: 오라클, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.