

미국은 지금

Anthropic 3Q 실적, 흑자는 짧고 약정은 길다

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Equity 박기현



Issue Brief

Summary: 단기 흑자 구간 중 IPO에 나서는 엔트로픽

엔트로픽(Anthropic, PBC)은 10/14 투자자 미팅에서 3Q 매출액 \$16.8B(+46% QoQ), SBC 제외 조정 영업이익률 11%, 2개 분기 연속 조정 흑자와 현금흐름 흑자를 공개했다. 주목할 점은 외형 성장의 감속이다. QoQ 매출 성장률이 2Q +140%에서 한 분기 만에 3분의 1 수준으로 내려왔다.

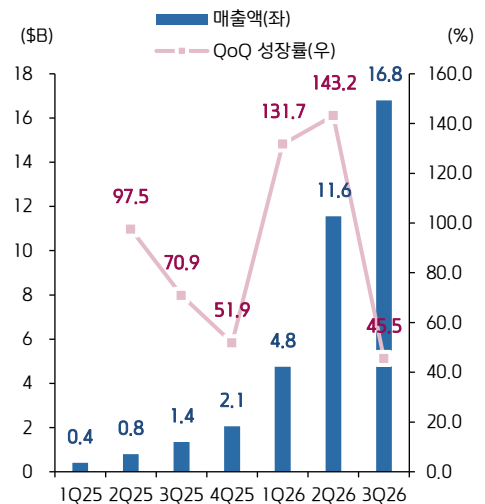
당사가 9/11 보고서에서 '첫 시험대'로 지목한 연산 원가율은 59%로 2Q 전망치 56%에서 더 내려가지 않았다. \$965B 밸류에이션이 요구하는 영업이익률 25~35%는 원가율 추가 하락 없이는 성립하지 않는다는 판단을 유지한다. 조정 영업이익률 11%는 예상보다 양호하나, 역산하면 연산 원가 절감이 아닌 기타 비용의 레버리지(39%→30%)에서 나왔다. 더 큰 시험대는 4Q 다. 9월 말부터 Opus 5.5(-20%), Sonnet 5.5(캐시 -50%), Haiku 5.5(-90%)가 연이어 출시되며 10월 초순 토큰 스팟 가격은 3Q 평균 대비 30% 이상 낮아진 반면, H100 임대료는 8% 올랐다.

연환산매출액은 7월 말 \$65B(Bloomberg)가 마지막이고 이번에도 업데이트가 없었다. SemiAnalysis 추정치는 약 \$74B, 3Q 단순 연환산은 \$67B 다. 여름까지 거론되던 연말 \$100B+ 전망은 사실상 접혔다. 앞선 보고서에서 \$2T 밸류에이션을 연말 런레이트 \$100~120B의 17~20x로 해석했는데, 낮아진 눈높이로는 27~30x다. 성장 감속 국면에서 멀티플 확장을 요구하는 셈이라 \$1.8~2.0T에 내재된 기대치는 오히려 높아졌다.

매출 성장 감속 원인은 세 가지다. 1) 매출의 5~7%였던 경쟁사 종류 매출을 회사가 차단했고, 2) META·MSFT 등 대형 고객이 자체 모델로 이탈 중이며 Ramp 데이터상 신규 유료 도입도 정체(9월 +0.2%p)됐다. 3) OpenAI와의 가격 경쟁 속에 Haiku 5.5를 GPT-6 Luna와 같은 \$0.10/\$0.50에 맞추며 소형 티어 프리미엄을 포기했고, 시장 대비 1.5배였던 토큰 가격 프리미엄은 10월 들어 사라졌다.

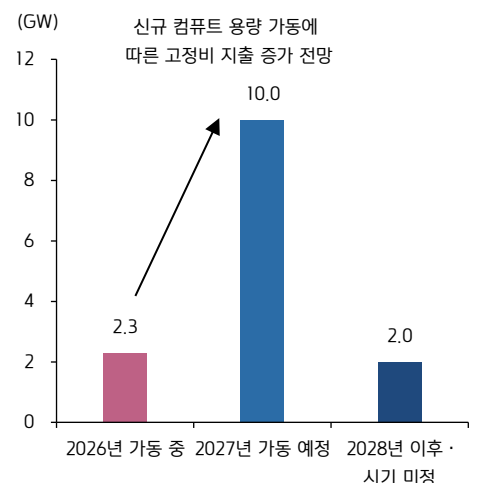
흑자 기업이 왜 \$60~100B를 조달하는가에 대한 답은 약정 대금의 시간 구조에 있다. 현재 계약이 완료된 컴퓨트 용량 14GW 중 가동 중인 분량은 2.3GW에 불과하며 잔여 용량은 2027년에 집중적으로 켜진다. 2025년 컴퓨트 지출 \$7.3B 대비 약정 총액은 \$518B로, 지금은 미래 용량의 대금이 현금흐름에 잡히지 않는 구간이다. 기존 할인 요인(거버넌스)에 성장 감속이 추가됐고, S-1 계약의무 표의 2027~28년 지급 규모가 핵심 검증 포인트다.

엔트로픽 분기 매출액 추이



자료: Anthropic, Bloomberg, Reuters, FT, CNBC, WSJ, SemiAnalysis, 키움증권 리서치 (기준일 2026-10-15)

엔트로픽 연산(Compute) 용량 약정 규모



자료: Anthropic·Google·Amazon·Microsoft·Nvidia·AMD·Broadcom, Reuters, 키움증권 리서치 (기준일 2026-10-15)

1. 3Q26 실적 요약: 영업·현금흐름 흑자 기조 유지와 가파른 성장 감속

엔트로픽은 11월 IPO를 앞둔 10월 14일 투자자 미팅에서 3Q 실적을 공개했다(FT·Bloomberg 보도 기준, 사측 공식 코멘트 없음). 동사는 3Q 매출액 \$16.8B(+46% QoQ), 주식보상비용(SBC) 제외 조정 영업이익률 11%를 기록하며 조정 기준 2개 분기 연속 영업 흑자 및 현금흐름 흑자를 시현했다. 연산 지출(Compute Spend) \$1 당 매출은 \$1.70 수준으로, 연산 비용이 전체 매출의 약 59%를 차지했다.

이번 실적에서 가장 주목할 변수는 가파른 외형 성장 감속이다. 분기 매출은 1Q \$4.8B → 2Q \$11.5B(+140% QoQ) → 3Q \$16.8B(+46% QoQ)로, QoQ 성장률이 단 한 분기 만에 3분의 1 수준으로 하락했다. 매출 성장 감속에는 토큰 단가(P)와 고객 수요(Q) 양쪽의 영향이 있었으며, 4장에서 후술한다.

엔트로픽 분기 재무 종합 (공식 발표·언론 보도·추정 혼합)

기간	매출(\$B)	QoQ 성장률(%)	YoY 배수(x)	분기말 런레이트(\$B)	매출 \$1 당 연산비용(\$)	조정 OPM(%)	조정 영업이익 (\$B)	출처
FY24	0.4	-	-	-	-	-	-	언론 보도/자체 추정
1Q25	0.4	-	-	2.0	-	-	-	자체 추정
2Q25	0.8	97.5	-	3.5	-	-	-	언론 보도
3Q25	1.4	70.9	-	6.0	-	-	-	자체 추정
4Q25	2.1	51.9	-	9.0	-	-	-	자체 추정
FY25	4.6	-	11.9	9.0	-	-	-	언론 보도
1Q26	4.8	131.7	11.9	30.0	0.71	-	n/a	언론 보도
2Q26	11.5	143.2	14.6	47.0 이상	0.56	5.0	0.58	언론 보도*
3Q26	16.8	45.5	12.4	74.0	0.59	11.0	1.85	언론 보도/추정치

자료: Anthropic, Bloomberg, Reuters, FT, CNBC, WSJ, SemiAnalysis, 키움증권 리서치 (기준일 2026-10-15)

주: 회사는 분기·연간 실적을 공식 공개한 적 없음. 전 수치 잠정치이며 공개 S-1에서 수정될 수 있음 * 2Q26 연산비용·OPM은 5월 전망치

2. 수익성 점검: 정체된 3Q 연산 원가율과 4Q 마진 압박 본격화

매출 성장세가 둔화되는 가운데 수익성의 핵심 지표인 연산 원가율 역시 개선되지 못했다. 당사는 지난 9/11 보고서에서 평가 인하 이후 첫 분기인 3Q 원가율을 수익성 검증의 '첫 시험대'로 지목한 바 있는데, 실제 확인된 3Q 원가율은 59%(매출액 \$1 당 59c)로 2Q 전망치였던 56%에서 추가적인 하락을 이뤄내지 못했다. 이에 따라 \$965B 밸류에이션이 요구하는 영업이익률 25~35%는 원가율의 추가 하락 없이는 성립하기 어렵다는 기존의 판단을 유지한다.

다만 조정 영업이익률이 2Q 전망치 5%에서 11%로 상승한 점은 당초 예상보다 양호한 결과다. 이를 역산하면 이번 마진 개선은 연산 원가 절감이 아닌 기타 비용의 영업레버리지 효과(매출 대비 39%→30%)에서 기인한 것으로 분석된다. 따라서 '흑자는 일시적'이라는 기존의 보수적 톤은 일부 낮추되, AI 모델 훈련비 포함 여부 등 구체적인 조정 산식이 공개되지 않았다는 점에서 최종 판단은 S-1 공시 전까지 유보한다.

수익성의 더 큰 시험대는 4Q에 도래한다. Ornn 지수 기준 엔트로픽의 토큰 스팟 가격은 6월에서 9월까지 13% 하락하는 데 그쳤으나, 9월 말부터 Opus 5.5(9/22, \$4/\$20, -20%), Sonnet 5.5(9/28, 정가 동결·캐시 read -50%), Haiku 5.5(10/7, \$0.10/\$0.50, -90%)가 연이어 출시되면서 10월 초순 평균 가격은 3Q 평균 대비 30% 이상 낮아졌다. 결국 3Q 원가율 59%는 이러한 대규모 평가 인하가 반영되기 전의 숫자에 불과하며, 4Q에는 전 라인업의 단가 인하와 8% 상승한 H100 임대료(Silicon Data 기준) 부담을 동일한 원가 구조로 받아내야 한다.

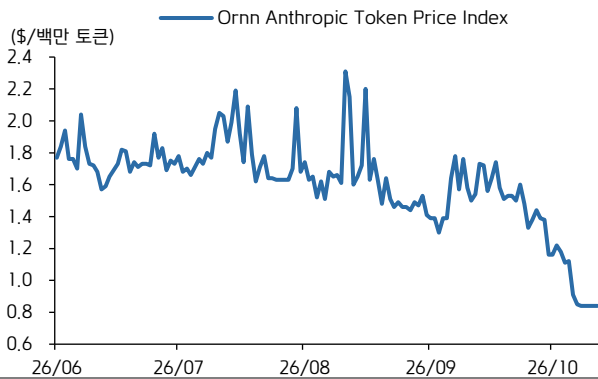
3. 런레이트 눈높이 하향과 밸류에이션 멀티플 부담 가중

분기 성장세 감속과 맞물려 연말 런레이트(Run Rate, 연환산 매출)에 대한 시장의 눈높이도 낮아졌다. 런레이트는 7월 말 \$65B(Bloomberg 8/17, 투자자 업데이트 보도)가 마지막 수치이며, 사측 공식 발표는 지난 5월 Series H 당시 \$47B 이후 없고 이번 미팅에서도 추가 업데이트는 없었다. 현재 SemiAnalysis는 이를 약 \$74B 수준으로 추정(FT 10/15, 3Q 실적 기반)하고 있으며, 3Q 매출을 단순 연환산한 수치는 \$67B에 그친다. 이에 따라 지난 여름까지 투자자들 사이에서 거론되던 연말 \$100B+ 달성 전망은 최근 3개월간 뚜렷하게 하향 조정됐다.

참고로 앤트로픽의 런레이트는 최근 28일 종량제 매출×13에 월 구독 매출×12를 합산한 값으로, 클라우드 파트너 경유 매출을 총액(gross) 기준으로 인식해 OpenAI 측으로부터 약 \$8B가 과대 계상됐다는 지적(4월, 런레이트 \$30B 기준)을 받은 바 있다. 가격 페이지상 Claude Platform on AWS와 Microsoft Foundry는 앤트로픽이 직접 판매자이고 클라우드는 청구대행(CCU 단위) 역할만 수행해 총액 인식 논란에서 비껴나 있으나, 핵심 쟁점은 AWS와 Google이 직접 청구하는 Bedrock 및 Vertex 경유분이다. 양사 간 매출 지표의 직접 비교가 어려운 이유다.

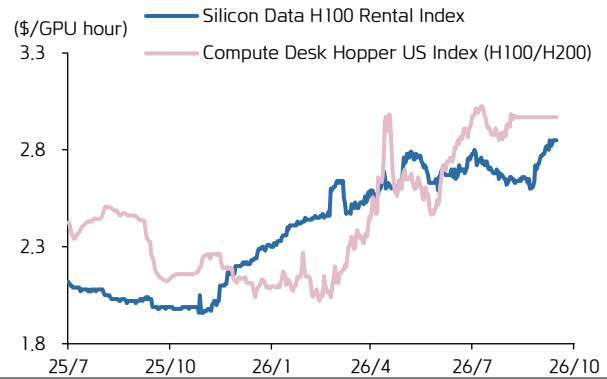
이 같은 런레이트 기대치 하향은 곧바로 IPO 밸류에이션 멀티플 부담으로 이어진다. 지난 보고서에서 당사는 언론에 보도된 IPO 기대 시가총액 \$2T를 연말 런레이트 \$100~120B에 17~20x 멀티플을 적용한 수치로 해석했다. 하지만 런레이트 기대치가 \$67~74B 범위로 내려온 현시점에서 동일한 \$2T 밸류에이션은 27~30x 멀티플에 해당한다. 외형 성장이 감속하는 국면에서 오히려 멀티플 확장을 요구하는 셈이어서, \$1.8~2.0T 밸류에이션에 내재된 시장의 기대 허들은 3Q 이후 오히려 높아졌다.

앤트로픽 토큰 가격: 8월 이후 하락, 9월 말부터 급락



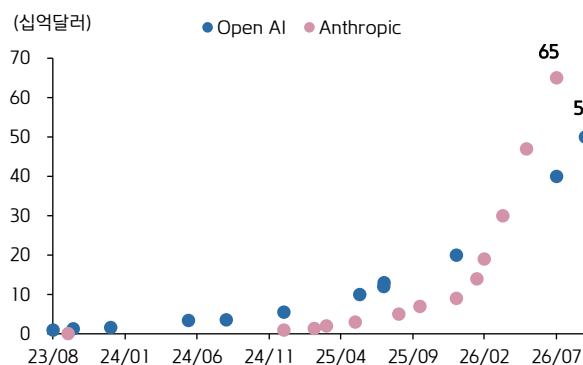
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

H100 GPU 임대료 지수는 상승 추세를 유지 중



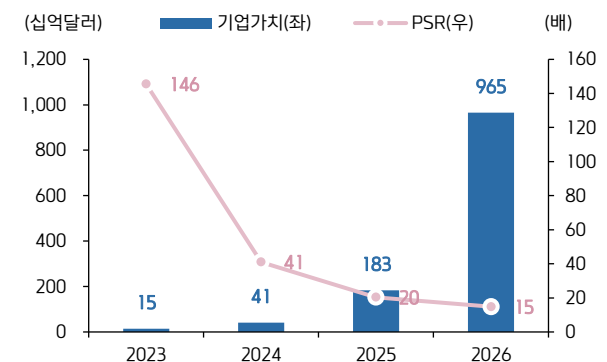
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

앤트로픽과 오픈 AI의 연환산 매출액 추이



자료: 각사 공식 보도 자료 및 언론종합, 키움증권 리서치
주: 앤트로픽 최종 연환산 매출액은 7월 기준, 오픈 AI는 9월 기준
양사 산식 상이(앤트로픽은 클라우드 경유 매출 총액 인식, 오픈 AI는 미포함)

앤트로픽 기업가치 및 PSR(기업가치÷매출) 변화 추이



자료: Yahoo Finance, Anthropic, 언론보도 종합, 키움증권 리서치
주: 2026년 PSR 배수는 7월 런레이트(연환산매출액) 기준

4. 매출 성장 감속의 3대 원인과 소형 티어 가격 방어선 붕괴

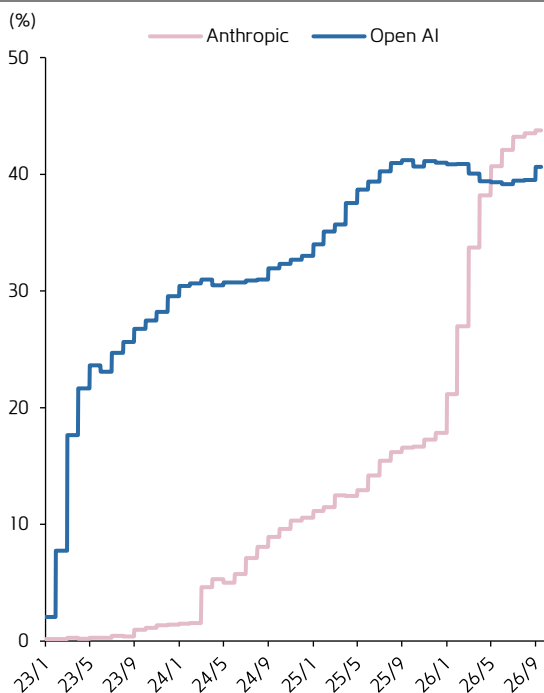
밸류에이션 부담을 가중시킨 외형 성장 감속의 원인은 세 가지다. 첫째, 경쟁사가 모델 학습용으로 호출하던 대량 API 사용분(distillation, 증류)이 전체 매출의 5~7%를 차지했으나 회사가 3Q 중 이를 상당폭 차단했다. 즉 감속의 일부는 자발적 조치에 따른 것이며, 이를 제외한 유기적(organic) 성장률은 50%대 중반으로 추정된다.

둘째, META·MSFT 등 주요 대형 고객이 자체 모델로 이탈하고 있다. 이는 기존 보고서에서 짚은 '모델 계층의 락인은 취약하다'는 논지 그대로이며, 조달 해자가 자체 모델을 구축할 수 있는 빅테크에는 통하지 않는다는 단적인 반례다. 동시에 신규 고객 유입도 둔화돼, Ramp 결제 데이터 기준 앤트로픽에 유료 결제하는 기업 비중은 지난 3월 한 달간 6.8%p 늘던 것이 9월에는 0.2%p 증가에 그쳐 43.8%에서 정체됐다.

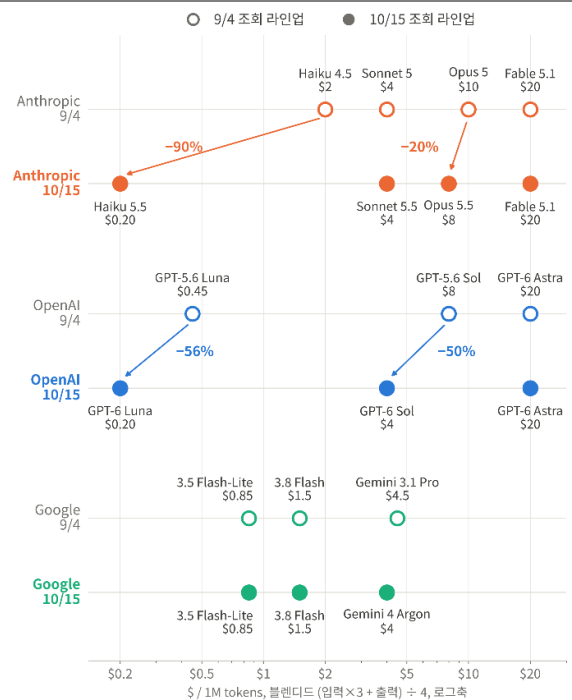
셋째, 7월 신모델과 9월 GPT-6 Astra 출시로 반등한 OpenAI와의 가격 인하 경쟁 및 중국 저가 모델의 압박이다. 같은 Ramp 데이터에서 OpenAI 도입률은 9개월간의 하락 끝에 9월 1.1%p 반등(40.6%)하며 두 회사의 격차가 4.0%p에서 3.1%p로 좁혀졌다. 가격 인하는 3사가 동시에 움직였다. OpenAI가 9/22 GPT-6 Sol(\$2/\$10)·Luna(\$0.10/\$0.50)로 플래그십과 소형 티어를 절반으로 내렸고, Google은 Gemini 4 Argon을 \$2/\$10 도입가로 내놨다. 앤트로픽은 같은 날 Opus 5.5를 \$4/\$20으로 20% 내리고 10/7 Haiku 5.5를 GPT-6 Luna와 같은 \$0.10/\$0.50(10만 토큰 이하 프롬프트 기준)에 맞췄다.

앞선 보고서에서 당사는 '정가는 티어 재편으로 방어된다'고 봤으나, 최상위 티어(\$10/\$50)만 유지됐고 소형 티어는 3사 모두 \$0.20(블렌디드) 안팎으로 수렴했다. 남은 차이는 플래그십으로, Opus 5.5는 GPT-6 Sol·Argon의 2배 가격이라 앤트로픽이 유일하게 프리미엄을 지키는 구간이다. 그 결과 8~9월 시장 평균(Silicon Data LLM 지출 지수) 대비 1.5배 프리미엄을 받던 앤트로픽 토큰 가격은 10월 들어 시장 평균 수준까지 내려왔다. 결국 프리미엄을 내주고 물량을 지키는 선택이며, 단가 디플레이션이 단위당 수익성(Unit Economics)을 위협한다는 이전 보고서의 우려는 현실이 됐다.

앤트로픽에 유료 결제하는 기업 비중은 9월 들어 정체



3사 API 가격 9/4 → 10/15: 소형 티어는 \$0.20에 수렴



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

자료: OpenAI·Google·Anthropic 공식 가격(2026-10-15), 키움증권 리서치

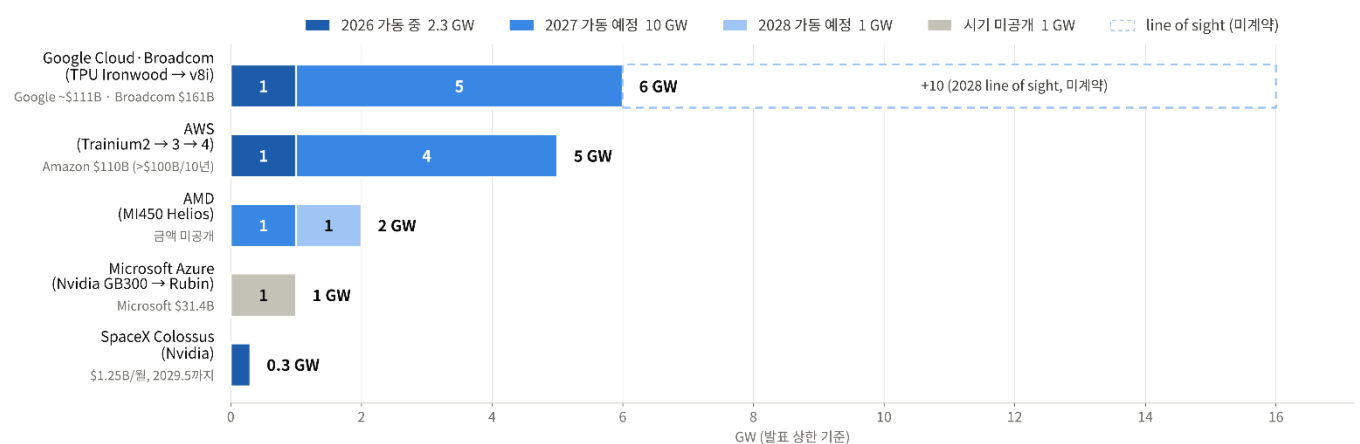
5. IPO 밸류에이션과 대규모 인프라 약정의 밸류체인 시사점

엔트로픽의 직전 라운드 밸류에이션은 \$965B이며 오는 11월 IPO를 목표로 한다. 공식 목표 기업가치는 공개되지 않았으나, 10월 Bloomberg 보도 기준 투자자들이 보는 적정 밸류에이션은 \$1.8~2.0T다. 분기 조정 영업이익이 약 \$1.8B(조정 영업이익률 11% 역산)에 현금흐름까지 플러스인 회사가 왜 \$60~100B의 대규모 자금을 조달하는지가 시장의 당연한 의문이며, 그 답은 약정 대금의 시간 구조에 있다. 3Q 실적은 현재 가동 중인 용량에서만 나온 숫자다. 당사 보고서 기준 총 계약 용량 14GW 중 현재 가동 중인 용량은 2.3GW에 불과하다. AWS Trainium은 2026년 말 약 1GW, Google·Broadcom TPU 5GW는 2027년부터 가동되므로 잔여 약정 용량의 인도는 2027~28년에 집중된다.

컴퓨트 약정은 대체로 설비 용량이 가동되는 시점부터 실제 사용 여부와 무관하게 대금이 지급되는 구조다. 2025년 컴퓨트 지출이 \$7.3B인 데 반해 약정 총액은 \$518B(Reuters, S-1 초안 기준)에 달하며, 이는 FT가 보도한 향후 10년 \$500B+ 인프라·컴퓨팅 투자 계획과 부합하는 규모다. 즉 현재는 매출이 커지는 반면 미래 용량에 대한 대금은 아직 현금흐름에 반영되지 않는 시차 구간이다. 기존 용량에 수요가 가득 차 가동률이 높은 만큼 당장의 원가율과 현금흐름은 양호하게 보일 수밖에 없으나, 2027~28년 신규 용량이 본격 가동되면 연간 컴퓨트 지출은 현재의 수익으로 감당 가능한 규모를 넘어선다. 경영진이 흑자를 강조하면서도 컴퓨트·바이오메디컬 연구 투자 확대로 마진이 현 수준에서 달라질 수 있다고 덧붙인 점과, 지난 5월 이미 투자자들에게 연간 흑자 유지를 보장하지 못한다고 밝힌 점은 사측 스스로 이 시차를 인정한 대목이다.

결국 대규모 용량이 가동되기 전, 즉 재무 숫자가 가장 양호해 보이는 현시점에 자금을 조달해야 하는 이유이며, 금리 상승과 비우호적인 거시 환경은 이 계획의 제약 요인이다. 물론 스팟 H100 임대료가 최근 1년간 30% 이상 상승한 시장임을 감안하면, 장기 약정은 재무적 부담인 동시에 선제적으로 확보된 물량이기도 하다는 당사 보고서의 양면 서술은 그대로 유지한다. 다만 기존 보고서에서 제시한 할인 요인(약정 부담·거버넌스)에 이번 분기 성장 감속이 새롭게 추가됐으며, 향후 공개될 S-1 계약의 무효 표의 2027·2028년 지급 규모가 이 논지의 핵심 검증 포인트다. 성장 감속과 마진 압박의 조합은 컴퓨트 약정 이행 속도의 조정으로 이어질 수 있어, 관련 밸류체인(AVGO·Trainium·메모리·DC 리스) 수주는 명목 규모보다 실제 집행 타이밍을 점검할 시점이다.

엔트로픽 컴퓨트 약정: 가동 중 2.3GW vs 계약 상한 14GW — 10GW가 2027년에 집중



자료: Anthropic·Google·Amazon·Microsoft·Nvidia·AMD·Broadcom 발표문 및 SEC 공시(Broadcom 8-K·실적 쿼, SpaceX S-1), Reuters, 키움증권 리서치
주: GW는 각사 발표 상한(up to) 기준. 2026 가동분은 Ironwood 1GW·Trainium 1GW(2026년 말)·Colossus 0.3GW. Broadcom +10GW는 2028년 "line of sight" 발언으로 계약 아님. 금액은 Reuters가 열람한 S-1 초안의 약정 총액 \$518B 내역이며 잔여 ~\$104B는 SpaceX·리스·기타. 자체 DC 리스(Fluidstack·TeraWulf·Riot 등)는 TPU 랙 수용 설비라 중복 방지를 위해 제외

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 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.