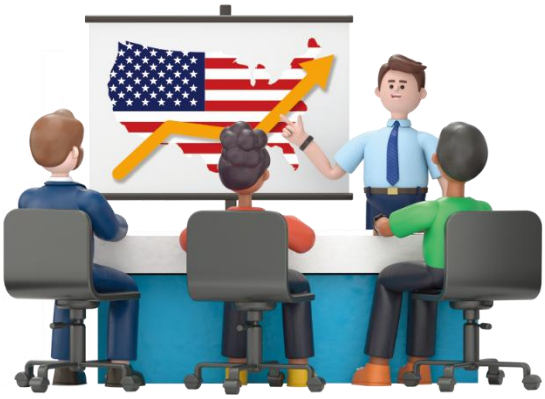
# 미국은 지금

## 앤트로픽 S-1/A:
## $895B 청구서와 반도체 투매의 진실

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Equity 박기현



## Issue Brief

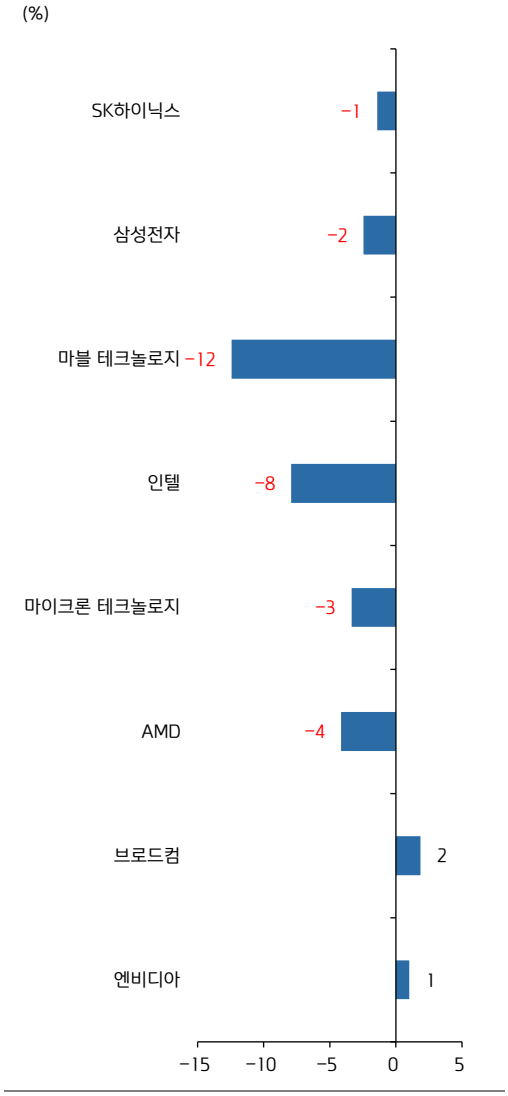
### Summary

11/2 앤트로픽(Anthropic, PBC)의 3Q 실적을 반영한 수정 증권신고서(S-1/A) 공개를 전후해 이틀간 이어진 미국(11/2)·한국(11/3) 반도체 업종의 급락은 **시장의 질문이 "AI 수요가 실재하는가"에서 "누가, 어떤 자금으로 이 막대한 AI 인프라 청구서를 감당할 것인가"로 이동했음을 보여준다**. 이번 공시에서 확정된 앤트로픽의 총 컴퓨트·데이터센터 약정 규모는 $895.4B 에 달하며, 이 중 향후 12 개월 내 지급해야 할 금액($69.8B)은 3 분기 매출을 연환산한 규모($67.8B)와 맞먹는다. 반면 보유 현금은 $131.8B 로 전 분기 대비 제자리걸음에 그쳐, **약정 이행을 영업현금흐름만으로는 감당하기 어렵고 장비 리스·사모·IPO 공모 자금에 기대야 하는 구조가 부각됐다**.

그러나 주가 반응과 펀더멘털의 시계열은 분리해서 봐야 한다. 3Q26 매출은 $16.96B(+47% QoQ)로 고성장을 이어갔고, 공급이 모자라 비싼 단기 GPU 임대($5.0B)를 긴급 조달할 만큼 전방 수요는 여전히 폭발적이다. 또한 $895.4B 의 약정 중 $213.8B 에는 해지권 또는 개시 전 조건이 붙어 있고, 아직 개시되지 않은 리스 $451B 은 2026~2028 년에 걸쳐 가동을 시작한다. 즉 2026~2027 년 물량은 사실상 확정이고, 2028 년 이후 물량일수록 조건부 성격이 짙다. **수요 확인은 2026~2027 년 AI 장비·메모리 물량에 분명한 호재이고, 자금 조달 우려는 2028 년 이후 장기 가시성에 붙는 할인 요인이다. 이 둘을 뭉뚱그려 당장의 하드웨어 및 메모리 공급망 주가를 투매하는 것은 과도한 반응이며, 조정은 매수 기회다**.

외신(WSJ)에 보도된 기관투자자들의 IPO 요구 밸류에이션($1.5~1.6T)은 3 분기 연환산 매출($67.8B) 대비 22~24x 수준이다. 지난 5 월 Series H 라운드($965B)가 당시 회사 발표 런레이트($47B)의 약 20x 에 거래되었던 점을 감안하면, **시장은 밸류에이션 할인을 요구한 것이 아니라 자본 비용 상승을 반영해 멀티플 확장을 거부한 것이다**. 5 월 말 4.46%였던 미 10 년물 금리는 9/16 연준의 3 년 만의 첫 인상(3.75~4.00%)을 거쳐 10/5 5.31%로 2002 년 이후 최고치를 찍었고, 현재도 4.9% 안팎으로 Series H 시점 대비 약 45bp 높다. 향후 핵심 체크포인트는 로드쇼 공모가 밴드(11/10 이후), 아직 공란인 10/31 기준 런레이트 매출, 그리고 NVDA 실적 발표(11/17)와 겹치는 상장 목표 주간(11/16 주간)의 수급이다.

한국·미국 주요 반도체 종목 주간 수익률(WTD)




자료: LSEG, 키움증권 리서치

## 1. 반도체 약세의 원인: 수요 의구심이 아니라 '조달 비용'의 문제

수정 신고서(S-1/A)는 11/2 미국장 개장 전에 공개되었다. 이날 미국 증시는 장 초반 +1% 상승 출발했으나, 장중 매물이 출회되며 S&P500 -0.5%, NASDAQ -1.1%로 반락 마감했다. NVDA(-1.3%)와 AVGO(-1.2%)의 낙폭은 제한적이었으나, 대규모 주식·채권 동시 발행을 발표한 ORCL(-8.8%)과 Lumentum(LITE) 인수를 발표한 MRVL(-12.7%)이 크게 흔들렸다. 현지 시장이 지목한 하락 원인은 "AI 인프라 증설에 따른 자금 조달 부담"이었다. 이튿날인 11/3 국내 증시는 외국인이 1.5 조원을 순매도하며 KOSPI -3.6%, 삼성전자 -4.2%, SK 하이닉스 -5.0% 등 더 격렬하게 반응했다. **미국 빅테크의 잇따른 회사채 발행과 앤트로픽의 막대한 재무 부담을 동시에 악재로 소화한 결과라 해석된다.**

**하지만 시장의 매도세를 AI 수요 둔화로 해석하는 것은 잘못된 판단이다.** S-1/A 를 통해 확인된 수요 지표는 빈틈이 없다. 순매출유지율(NRR)은 약 900%에 달하고, 연 $100K 이상 지출하는 기업 고객 수는 11,900개이며, 상위 5개 고객 비중은 25%(9개월 누적)로 고르게 분산되어 있다. **한 분기 만에 컴퓨트 비용을 77%나 늘리고도 공급이 달려 웃돈을 주고 단기 물량을 끌어왔다는 사실 자체가 강력한 초과 수요를 증명한다.**

시장의 즉각적인 매도세는 수요의 절대 규모 자체보다, 이만한 인프라 투자를 뒷받침할 $895.4B 의 약정을 누가 어떤 조달 비용으로 감당할 것인가에 대한 재무적 불확실성에 무게를 둔 반응이다. 장비 리스, 사모 크레딧, IPO 공모 자금 등 외부 조달 의존도가 부각되면서 자본비용(Cost of Capital) 상승 리스크가 단기 투자심리를 위축시켰다. **다만 그 우려가 닿는 시점은 2028 년 이후다.** 2026~2027 년 집행 예정인 하드웨어·메모리 물량의 가시성은 오히려 이번 공시로 높아졌고, 조달 비용과 계약 구조에 대한 우려는 2028 년 이후의 장기 지속 가능성에 붙는 할인 요인이다. **단기 가시성이 확인된 구간의 공급망 주가가 장기 불확실성 때문에 조정받은 것이라면, 그 조정은 과도하다.**

## 2. 3Q 실적: 양적 성장을 위해 희생한 마진

이번 11/2 S-1/A 는 지난 10/26 최초 상장신고서(티커 ANT)에서 빈칸("$___")으로 남아 있던 3 분기 정식 재무제표를 채운 문서다. 앞서 10/14 투자자 미팅에서 구두로 공유된 가집계 수치가 언론(FT)을 통해 일부 보도된 바 있는데(매출 $16.8B, 조정 기준 2 개 분기 연속 흑자, 컴퓨트 $1 당 매출 $1.70), 실제 공시된 확정 매출은 보도치를 약 1% 상회하는 $16.96B 를 기록했고 원가율과 매출총이익률(GM), 현금흐름도 사전 보도와 부합했다. 다만 공모 희망가 밴드와 공모 주식 수, 10/31 기준 런레이트 매출은 여전히 공란으로 남아 있어, **이번 수정본은 딜 조건 공개가 아닌 3 분기 실적 확정 문서로 봐야 한다.**

외형 성장을 보면 분기 매출은 1 분기 $4.73B, 2 분기 $11.56B 에 이어 3 분기 $16.96B 로 불어났다. 전 분기 대비 성장률은 132% → 144% → 47%로 둔화됐고, 분기 순증 매출액 역시 2 분기 +$6.8B 에서 3 분기 +$5.4B 로 공시된 7 개 분기 중 처음으로 줄어들었다. **고성장은 이어지고 있으나 분기마다 새로 더해지는 달러 규모가 정점을 지나기 시작했다는 뜻이다.**

투자자들이 주목한 변화는 비용과 마진이다. 3 분기 컴퓨트·인프라 비용은 전 분기 $5.56B 에서 $9.86B 로 77% 급증하며 매출 증가율을 크게 앞질렀고, 매출 대비 컴퓨트 원가 비중은 2 분기 48%에서 3 분기 58%로 다시 치솟았다. 사측이 제시한 원인은 두 가지다. 첫째, 당장 부족한 연산 용량을 메우기 위해 다년 계약보다 단가가 현저히 비싼 단기 약정 컴퓨트를 이번 분기에만 $5.0B 규모로 긴급 조달했다. 둘째, 신규 모델 출시 과정에서의 가격 인하와 계약 할인으로 인해 3 분기 매출 증가분 중 $600M 이 상쇄됐다. **공급 병목 때문에 비싸게 사 온 컴퓨트를 시장 점유율 경쟁 때문에 더 싸게 팔았다는 의미다.**

이로 인해 GAAP 영업손익은 사상 첫 분기 흑자를 냈던 2 분기(+$974M)에서 3 분기 적자(-$567M)로 돌아섰다. 다만 펀더멘털 관점에서는 비현금성 일회성 비용을 발라내고 봐야 한다. **적자 전환의 주원인은 임직원 기부매칭 프로그램에 따른 비현금 비용($1.96B)이다**. 이를 주식보상비용(SBC $1.07B)과 함께 제외한 조정 영업이익(Adjusted Operating Income; 정의상 Bartz 합의금도 제외 항목이나 3 분기 해당액은 없음)은 2 분기 $2.24B 에서 3 분기 $2.46B 로 오히려 증가했다. 조정 영업이익률 역시 사전 언론 보도치("11% 이상")를 웃도는 15%(2 분기 19%)로 선방했다. 9 개월 누적 영업현금흐름도 +$6.6B(상반기 +$3.9B → 3 분기 약 +$2.6B)로 본업의 현금 창출력을 유지했다. **따라서 "2 분기 흑자가 수익성의 피크였다"는 해석은 회계적(GAAP) 기준으로만 맞다**. 한편 3 분기 당기순손실(-$23.3B)은 대부분 전환사채 및 파생상품 공정가치 평가손실(-$21.9B)로, 기업가치가 오를수록 커지는 장부상 평가손실이라 영업과는 무관하다.

## 3. $895B 약정과 현금흐름: 2027 년까지는 확정 수주, 2028 년부터는 조건부

시장에 조달 우려를 촉발한 총 $895.4B 의 약정 내역(9/30 기준 잔액 및 이후 체결분 합산)도 이번에 처음 구체화됐다. 세부 구성은 계약의무표 $320B(구매약정 $313.8B + 리스 $6.2B), 체결됐으나 아직 개시되지 않은 리스 $451B, 9/30 이후 신규 체결분 $100B, 단기 약정 $24B 다. 지급 시기별로는 12 개월 이내 도래분이 $69.8B, 2030 년 말까지 누적 지급액이 $447.5B 이며, 나머지 약 $448B 는 2031 년 이후(DC 리스 최장 20 년, 가중평균 약 10 년)에 걸쳐 있다. 상대방별로는 Google 클라우드 최소 $121.3B, Amazon 최소 $110B, Microsoft 최소 $44.9B, Broadcom TPU 장비 5 년 리스 임차료 $161.2B(이자 제외), SpaceXAI 최대 $120.5B(2029 년까지 누적, 12 월 완전 인도 후 월 약 $3.1B) 등이다. 2028 년부터 인도되는 Google 추가 TPU($125~150B 추정)와 2027 년 AMD 계약($20B 이상)은 총액 산정에서 제외됐다.

바이사이드 관점에서 이 숫자를 읽는 핵심 포인트는 두 가지다. **첫째, 계약의 강제성이다**. 전체 약정 중 $213.8B 에는 해지권이 붙어 있거나 개시 전 조건(상대방의 자금조달·시설·인허가 확보)이 걸려 있어 조건 미충족 시 해지될 수 있고, SpaceXAI 약정은 2027 년 1 월과 3 월에 비해지 기간이 끝나면 양측 모두 90 일 전 통지만으로 해지할 수 있다. 반대로 CSP take-or-pay(Google·Amazon·Microsoft 최소 $276B, 미달 시 true-up)와 Broadcom 장비 리스($161.2B)는 상대방의 중대한 계약 위반 외에는 빠져나올 수 없는 바닥이다. **즉 어떤 경우에도 내야 하는 금액은 약 $437B 이고 5~10 년에 걸쳐 분할되며, 2026~2027 년 물량은 잠겨 있지만 2028 년 이후 물량은 상대방 조건과 회사의 수요에 따라 규모가 달라지는 조건부 구조다**.

**둘째, 현금흐름과 조달 비용의 전이다**. 3 분기 말 현금 및 단기금융자산은 $131.8B 로 2 분기 말(6/30)과 사실상 같다. 3 분기에 약 $2.6B 의 영업현금흐름을 창출했음에도 현금이 늘지 않은 것은 리스 선급금(9 개월 $1.96B)과 설비 투자로 자금이 곧장 빠져나갔기 때문이다. 당장 12 개월 내 결제해야 할 약정이 $69.8B 에 달하는 만큼 이번 IPO 공모 규모가 중요해질 수밖에 없다. 게다가 대규모 장비 리스를 특수목적법인(SPV)과 사모 크레딧으로 조달하는 구조라, **자금 조달 금리 상승이 곧바로 매출원가 상승으로 직결된다**(언론 보도상 Blackstone 이 참여하는 후순위 트랜치에는 두 자릿수 수익률이 제시됐다).

$895.4B 의 약정은 일시에 조달해야 할 부채가 아니라 2030 년대 중반까지 분할 지급되는 리스료·사용료이며, 회계상으로는 매출원가와 R&D 에 들어가는 컴퓨트·인프라 비용으로 인식된다. **따라서 약정의 부담은 보유 현금과의 차액이 아니라, 해당 연도의 약정을 그 해 매출로 감당할 수 있는지로 읽어야 한다**. 3 분기 기준 컴퓨트를 제외한 현금 비용(인건비·판관비, SBC 와 기부매칭 제외)은 매출의 27%다. 이를 적용하면 향후 12 개월 약정 $69.8B 를 감당하는 현금 손익분기 매출은 약 $96B 로 현재 연환산 매출($67.8B)의 1.4 배이고, 2028~2030 년 연간 약정(추정 배분 약 $120B)의 손익분기 매출은 약 $165B 로 2.4 배다. **약정이 매출로 자체 조달되려면 2028 년까지 매출이 2.4 배로 늘고 그 수준이 유지돼야 한다는 뜻이다**.

현재 성장 궤적에서 불가능한 숫자는 아니지만 여유가 크지 않고, S-1 은 성장률이 "예상보다 급격히" 둔화될 수 있다고 반복해서 경고한다. 성장이 약정 스케줄에 못 미치면 take-or-pay 사용료와 리스료는 고정비로 남아 마진이 먼저 압축되는데, 2 분기 19%에서 3 분기 15%로 낮아진 조정 영업이익률이 그 첫 데이터다. **유동성 측면의 완충은 두텁다**. 현금 $131.8B 에 IPO 공모자금(보도 기준 약 $100B 가정)과 미인출 파트너 금융(신용한도·Google·Amazon·Broadcom NPA 등 약 $97B)을 더하면 약 $330B 로, 매출이 현재 수준에 머무는 극단 가정에서 2030 년까지 누적되는 부족분(약 $240B)도 흡수한다. **결국 약정 리스크의 실체는 지급불능이 아니라, 매출이 약정 스케줄을 따라가지 못할 때 주주가 떠안게 되는 마진 압축과 추가 자금 조달에 따른 희석이다**.

## 4. IPO 밸류에이션 맥락: 할인이 아니라 '멀티플 확장 거부'다

**조달 비용 상승과 마진율 하락(조정 OPM 19%→15%)은 기관투자자들의 IPO 눈높이에 즉각 반영됐다**. 회사가 공식 밸류에이션을 제시한 적은 없으나, 장외 및 기관들의 기대치는 지난 5 월 Series H 라운드 $965B(당시 런레이트 $47B+ 대비 약 20x)에서 8 월 $2T 상회 기대감까지 치솟았다가, 10 월 중순 $1.5T 언급을 거쳐 11/2 WSJ 보도에서는 기관 요구 수준이 $1.5~1.6T 로 수렴했다.

3 분기 연환산 매출($67.8B) 기준 $1.5~1.6T 는 PSR 22~24x 수준이다. 아직 공란인 10/31 기준 런레이트 매출(최근 28 일 종량제 매출 × 13 + 월 구독 매출 × 12)이 3 분기 연환산 수치보다 높을 수밖에 없음을 감안하면 실제 적용 배수는 이보다 낮아진다. **즉 기관들은 밸류에이션 할인을 요구한 것이 아니라, 지난 5 월 사모 시장에서 부여했던 20x 안팎의 멀티플을 금리가 45bp 오르고 마진이 꺾인 공모 시장에서 더 이상 높여주지 않겠다고 선을 그은 것이다**. 이는 지난 6 월 상장한 SpaceX 의 IPO 밸류에이션($1.77T)보다 낮은 수준이며, 이번 로드쇼가 SpaceX 식의 단일가가 아닌 전통적 공모가 밴드 방식으로 진행된다면 **밴드 하단이 $1.5~1.6T 부근에서 형성될 가능성이 높다**.

## 5. 향후 체크포인트 및 밸류체인 시사점

단기 주가 방향성을 결정할 일정과 공급망 확인 사항은 다음 네 가지로 압축된다.

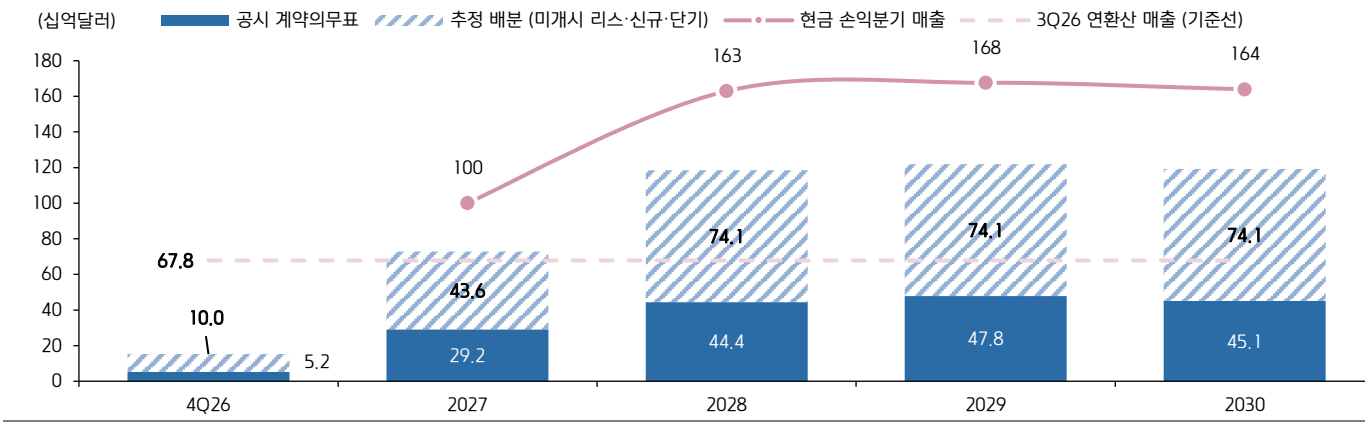
**① 로드쇼 공모가 밴드(11/10 이후):** 공개 S-1 제출 후 15 일 경과 규정상 빠르면 11/10 부터 구체적인 가격 범위가 제시된다. 밴드 하단이 기관 요구치($1.5~1.6T)에 맞춰질지가 북빌딩 흥행의 관건이다.

**② 10/31 기준 런레이트 매출:** 3 분기 연환산 수치인 $68B 가 하한선이다. 앞서 10 월 중순 외신 보도는 연말 런레이트가 시장 일각의 기대치였던 $100B 에는 미달할 것임을 시사한 바 있어, 실제 숫자가 어느 수준에서 찍힐지 확인해야 한다.

**③ 공모 조달 규모:** 정체된 현금 잔고($131.8B)와 12 개월 내 도래하는 약정($69.8B)을 감안할 때, 구주 매출 비중을 줄이고 **신주 발행을 통해 실제 회사로 유입되는 현금이 얼마인지가 재무 리스크 해소의 핵심이다**.

**④ NVDA 실적 발표와의 일정 중첩 및 공급망 수주 확인:** 상장 목표 주간(11/16 주간)이 NVDA 실적 발표(11/17)와 정면으로 겹친다. 섹터 커버리지 관점에서는 NVDA(SpaceX, Nscale, Lambda 경유 GPU 임차), AVGO($161.2B 규모의 TPU 리스), AMD(2027 년 이후 $20B+ 계약)를 비롯해 **Google·Microsoft·Amazon 의 클라우드 수주잔고(Backlog)에 앤트로픽의 약정 물량이 어떤 속도와 조건으로 인식되는지가 다음 실적 시즌의 가장 중요한 확인 항목이다**.

앤트로픽의 연도별 약정 지급 스케줄(추정)과 현금 손익분기 매출 ($B)




자료: 앤트로픽 S-1/A(2026-11-02) MD&A Contractual Obligations, 키움증권 리서치

**Compliance Notice**

- 당사는 11 월 3 일 현재 보고서에 언급된 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에서 언급된 기업의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.