2025.06.13
키움증권 리서치센터 | 미국기업분석
US Equity Analyst 조민주 mj3346@kiwoom.com
RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com

알파벳 A (GOOGL.US)

구글 OpenAI와의 협업, PER 16~18배는 저평가 구간

- 반독점 이슈 감안하더라도 현 주가 수준은 저평가라고 생각
- FY1Q25 실적 전반적으로 무난한 수준. 자사주 매입과 배당금 인상 긍정적
- Open AI와의 협업과 I/O 2025에서 보여준 미래 방향성 여전히 유효

OpenAI, 적과의 동침?

최근 **OpenAI 는 자사 AI 모델 훈련을 위해 구글의 클라우드 인프라를 활용하기로 결정**했다. **구글의 제미나이와 OpenAI 의 ChatGPT 가 대규모 언어모델(LLM) 시장에서 경쟁 구도에 구축하고 있음에도 불구하고 인프라를 활용하기 위해 경쟁사와 협업을 진행했다는 점은 이례적**이라 판단된다. OpenAI 는 CoreWeave, Oracle, 마이크로소프트 외에 추가적으로 인프라 기반을 다각화하고 있는 상황으로 금번 계약을 통해 급격하게 증가하고 있는 컴퓨팅 수요를 충당하기 위해 필요한 반도체 인프라를 구글을 통해 확보할 예정이다. 이번 계약에 대해 아직 구체적인 조건이나 규모는 밝혀진 바가 없으나, **1)구글 클라우드의 성장 가속화에는 기여되는 바가 클 것으로 전망하며, 2)시장에서 불거지고 있는 검색 시장 경쟁 심화 및 구글의 입지 축소에 대한 우려가 과도하게 주가에 반영되어있음을 알려주는 신호라고 생각**한다.

우선 OpenAI 와 같은 선도적인 AI 기업을 클라우드 고객으로 확보한 점은 매우 고무적이며, 아마존의 AWS 나 마이크로소프트의 Azure 대비 클라우드 시장에서 낮은 점유율을 보였던 구글에게는 성장 가속화의 잠재적인 동력으로 작용할 수 있는 긍정적인 계약 건이었다고 생각된다. **실제로 마이크로소프트가 Open AI 에 대한 지분 투자 및 파트너십 확장으로 Azure 사업 성장을 가속화하는 데 일조했다는 관점에서** 마이크로소프트의 YTD 수익률 +12.9%, 12m fwd PER 33 배(25.06.11 기준) 대비 구글(-6.3%, 12m fwd PER 17 배)은 2 배 가까이 낮게 평가되고 있는 상황이다. 또한 생성형 AI, 특히 ChatGPT 의 추론 향상에 따라 Open AI 가 지속적으로 더 많은 컴퓨팅 용량을 필요로 할 것으로 추정되기 때문에 **이번 계약 건의 실적 성장 기여도가 아직 주가에 충분히 반영되지 않았다고 판단**한다.

구글의 검색 시장 지위 같은 경우에도, ChatGPT 가 구글과 같은 기존 검색 시장과 경쟁하면서 시장을 교란할 수 있다는 것이 시장의 우려인데 **I/O 2025 에서 보여준 구글의 검색 기능의 미래 방향성과 제미나이의**

▶ 현재주가

현재주가('25.06.11): $176.09
목표주가 컨센서스: $201.74

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
83%	17%

Stock Data

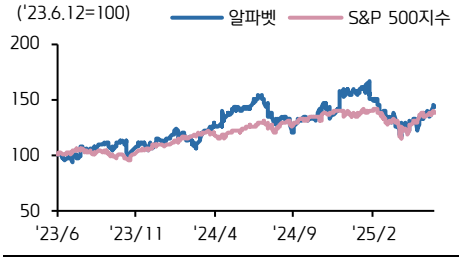
산업분류	인터랙티브 미디어 & 서비스
S&P 500 (06/11)	6,022.24
현재주가/목표주가	177.35 / 201.74
52주 최고/최저 ($)	207.1 / 140.5
시가총액 (백만$)	2,160,620
유통주식 수 (백만)	5,820
일평균거래량 (3M)	40,097,912

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	307,394	350,018	387,734	428,008
영업이익	84,293	112,390	128,335	143,062
OPM(%)	27.4	32.1	33.1	33.4
순이익	73,795	100,118	116,687	121,430
EPS	5.80	8.04	9.83	10.55
증가율(%)	27.2	38.6	22.3	7.3
PER(배)	22.8	23.9	18.0	16.8
PBR(배)	6.1	7.1	5.3	4.3
ROE(%)	27.4	32.9	29.8	26.1
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.4

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-6.3	11.9	-7.6	-0.2
S&P Index	2.4	3.0	-0.5	11.1



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 기준

구글 플랫폼에서의 확장성, 선두적인 사용자 수에 기반한 개인 맞춤형 서비스 확장 가능성 등을 감안하면, 여전히 구글의 강력한 입지는 무너지기 어렵다고 생각된다. 뿐만 아니라 **생성형 AI 로 인한 검색 사업 둔화가 우려된다면, 금번 계약이 자체적으로 성사될 수 없는 것**이며, 이로 인해 구글의 사업 건전성이 훼손될 가능성은 낮을 것이다.

I/O 2025 에서 구글은 검색과 웹 전반에 걸쳐 AI 도입의 가속화를 선언했으며 완전한 AI Agent 로 기술의 개인화라는 새로운 세상을 보여주었다는 점에서 기대감을 조성했다. 기존의 요약만 보여주던 검색에서 제미나이 2.5 를 탑재하고 Deep Search 기능을 추가해 사용자의 질문과 의도에 부합하는 더욱 깊이 있는 결과물을 생성할 수 있게 되었고, 오디오 생성 기능을 탑재한 비디오 생성 모델 Veo 3 도 공개했다. 또한 사용자 경험을 향상시키기 위해 안드로이드 XR 과 같은 하드웨어도 함께 출시할 예정이라 밝혔으며, AI 신기능을 미리 사용할 수 있는 고가의 구독 모델(월 249.99 달러)도 출시했다. 뿐만 아니라 웨이모, 유튜브, 클라우드 등 검색 외 AI 를 활용한 다양한 수익 모델을 보유하고 있다는 점도 간과해서는 안된다고 판단된다.

8 월 반독점 판결 결과가 단기적으로 관건, But 중장기 성장성은 유효

구글이 온라인 검색 시장에서 약 90%의 시장 지배력을 유지하고 있는 가운데 **미국 법무부(DoJ)는 구글이 검색 시장을 불법적으로 독점하고 있다며 반독점 소송을 제기, 2024 년 8 월 법원 판결 결과 상 구글이 패소**한 것으로 나타났다. 이에 2025 년 4 월부터 **구글 독점 해소를 위한 방안을 모색하는 재판이 열렸고, 지난 5 월 30 일 마무리되어 판결안은 오는 8 월 발표될 예정**이다. 앞서 미 법무부는 구글의 브라우저인 크롬의 매각과 기본 검색 엔진(Safari) 설정 대가로 애플에 지불하고 있던 260 억달러 제공 금지, 구글이 보유한 데이터의 경쟁사 공유 등을 방안으로 법원에 제안한 상황으로 해당 판결 결과에 따라 단기적으로 주가 변동성에 유의할 필요는 있다. 다만 **구글은 재차 항소를 예상하고 있다고 발언하는 등 강력한 반대 입장**을 나타내고 있는 상황이며, 이로 인해 소비자들에게 어떠한 도움을 주는지에 대한 설명은 부재하다고 지적했다. 또한 이번 결과에 따라 **전 세계에서 걸려있는 빅테크들의 반독점 소송(유럽 포함)에도 큰 영향을 끼칠 수 있다는 관점에서, 과거 마이크로소프트의 1998~2001 년 반독점 소송 합의와 유사하게 향후 합의를 통해 실제 기업 분할이 이뤄지지 않을 가능성도 존재**한다. 따라서 **최악의 상황으로 불리한 판결 결과가 나타날 경우, 단기적인 주가 하락이 유발될 수는 있겠지만, 중장기적인 관점에서 크롬 보유 지분과 여전히 검색시장 내 높은 경쟁 우위(기존 사용자 기반 및 AI Agent 기술), 애플에 매년 지불되는 260 억달러(구글 연간 영업이익의 약 20%)의 비용 감소라는 측면에서는 긍정적**인 영향도 상존하기 때문에 **현재 12m fwd PER 기준 16~18 배 수준의 밸류에이션은 여전히 저평가 구간**이라는 의견을 제시하며, **OpenAI 와의 협력이 증명해준 클라우드 성장과 유튜브 및 광고 분야의 성장, 제미나이와 AI 의 개인화 발전 가능성 등을 감안하면, 여전히 시장 평가 대비 매력도 높은 종목**이라 생각한다.

알파벳 A FY25 1Q ('25.01.01~03.31)

구분	FY25 1Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 1Q	성장률	FY24 4Q	성장률
매출액	90,234	89,128	1.2%	80,539	12.0%	96,469	-6.5%
영업이익	30,606	28,860	6.0%	25,472	20.2%	30,972	-1.2%
영업이익률(%)	33.9%	32.4%	1.5%p	31.6%	2.3%p	32.1%	1.8%p
순이익	34,540	24,731	39.7%	23,662	46.0%	26,536	30.2%
EPS(USD)	2.81	2.01	40.0%	1.89	48.7%	2.15	30.7%

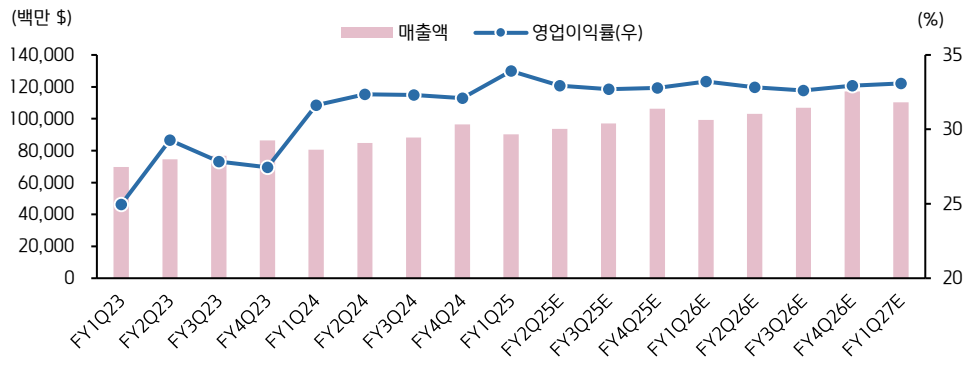
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 기준, GAAP 기준

알파벳 A 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY25Q2	YoY 성장률	FY25Q3	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액	93,698	10.6%	97,050	9.9%	387,734	10.8%	428,008	10.4%
영업이익	30,861	12.5%	31,743	11.3%	128,335	14.2%	143,062	11.5%
영업이익률(%)	32.9%	0.6%p	32.7%	0.4%p	33.1%	1.0%p	33.4%	0.3%p
순이익	26,513	12.3%	27,290	3.8%	116,687	16.5%	121,430	4.1%
EPS(USD)	2.17	15.0%	2.24	5.6%	9.60	19.4%	10.18	6.1%

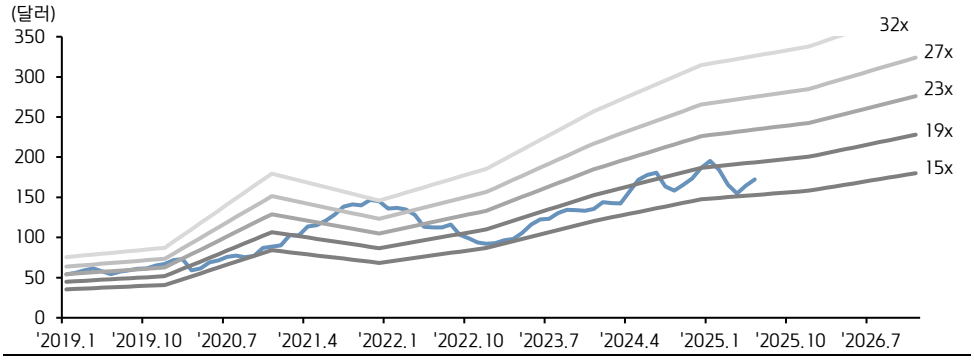
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-04-25 블룸버그 기준, GAAP 기준

알파벳 A 분기 실적 추이



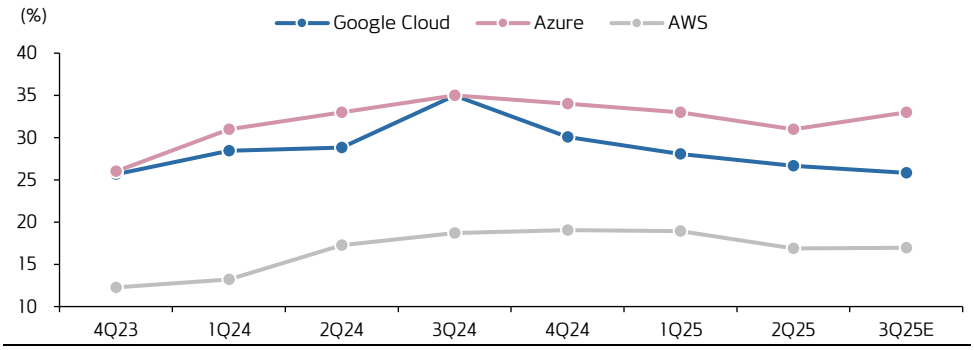
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-06-11 블룸버그 기준

알파벳 A 12M FWD PER 밴드



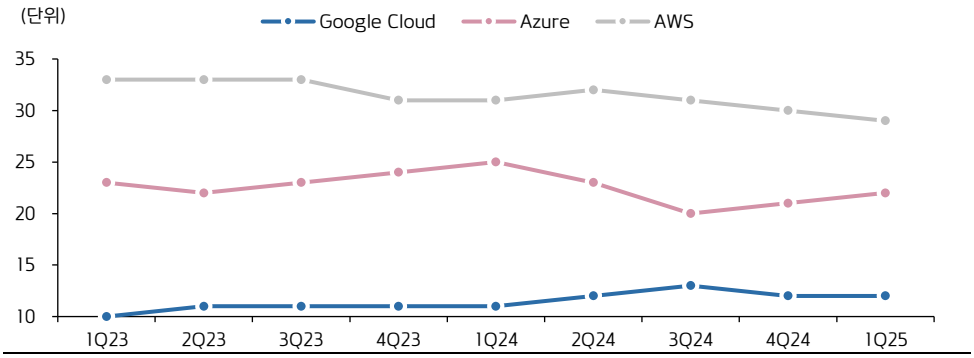
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

구글, 마이크로소프트, 아마존 클라우드 YoY 성장률 추이



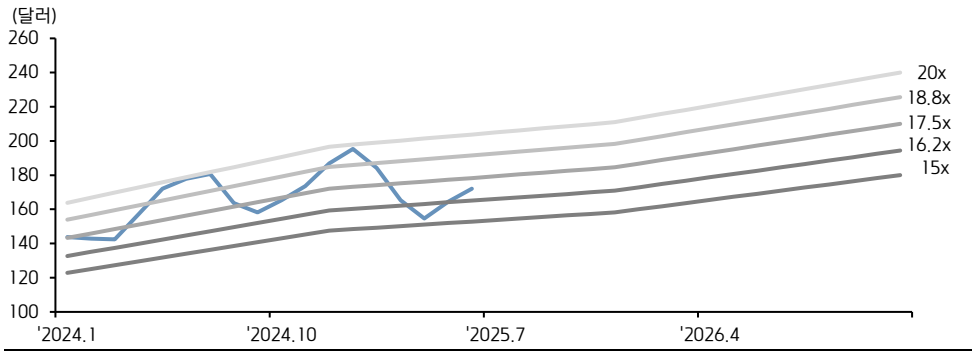
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

구글, 마이크로소프트, 아마존 클라우드 점유율 추이



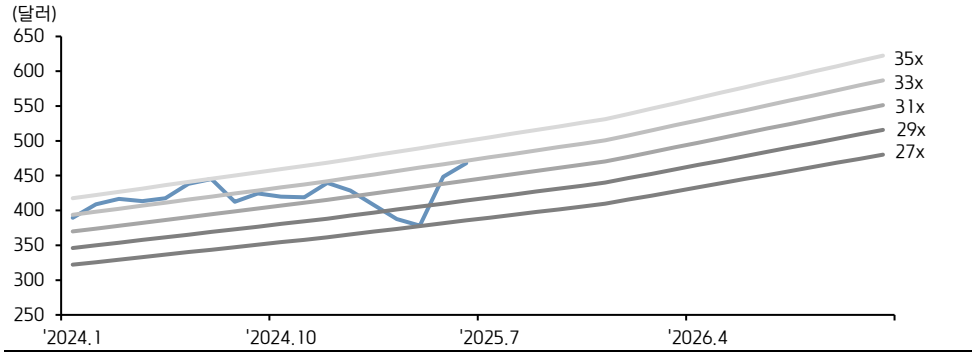
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

구글 AI 랠리 기간 12M FWD PER 밴드



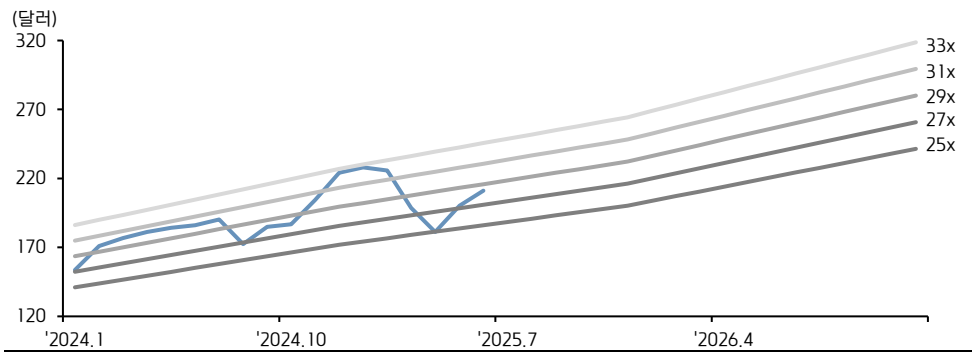
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

마이크로소프트 AI 랠리 기간 12M FWD PER 밴드



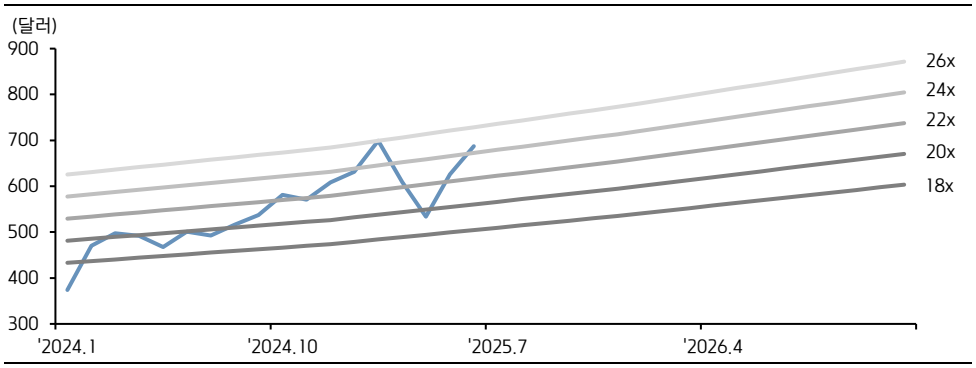
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아마존 AI 랠리 기간 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

메타 AI 랠리 기간 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알파벳 A 상세 실적표

(백만 달러)	FY1Q24	FY4Q24	FY1Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	80,539	96,469	90,234	12.0	-6.5
Google Advertising	61,659	72,461	66,885	8.5	-7.7
Google Search&other	46,156	54,034	50,702	9.8	-6.2
YouTube Ads	8,090	10,473	8,927	10.3	-14.8
Google Network	7,413	7,954	7,256	-2.1	-8.8
Google Other	8,739	11,633	10,379	18.8	-10.8
Google Cloud	9,574	11,955	12,260	28.1	2.6
Other Bets	495	400	450	-9.1	12.5
Hedging Gains(losses)	72	20	260		
매출원가	33,712	40,613	36,361	7.9	-10.5
매출총이익	46,827	55,856	53,873	15.0	-3.6
영업비용	21,355	24,884	23,267	9.0	-6.5
마케팅	6,426	7,363	6,172	-4.0	-16.2
R&D	11,903	13,116	13,556	13.9	3.4
판관비	3,026	4,405	3,539	17.0	-19.7
영업이익	25,472	30,972	30,606	20.2	-1.2
영업외손익	2,843	1,271	11,183		
세전이익	28,315	32,243	41,789	47.6	29.6
법인세비용	4,653	5,707	7,249	55.8	27.0
순이익	23,662	26,536	34,540	46.0	30.2
희석 EPS(달러/주)	1.89	2.15	2.81	48.7	30.7
희석 가중평균주수(백만주)	12,415	12,348	12,291	-1.0	-0.5

자료: 알파벳 A, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

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.