



2026. 10. 27 (화)

엔트로픽 S-1: '수익성' 확인

- 2Q26 영업이익 흑자전환(조정 영업이익률 19% vs FT 5월 추정 5.1%)
- 컴퓨팅 비용당 매출액 급성장에 기인. GPU 및 모델 성능 개선에 기인했다고 판단
- AI 모델 산업, 투자 확대 국면에서 투자 회수 국면으로의 전환 가능성 확인

투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

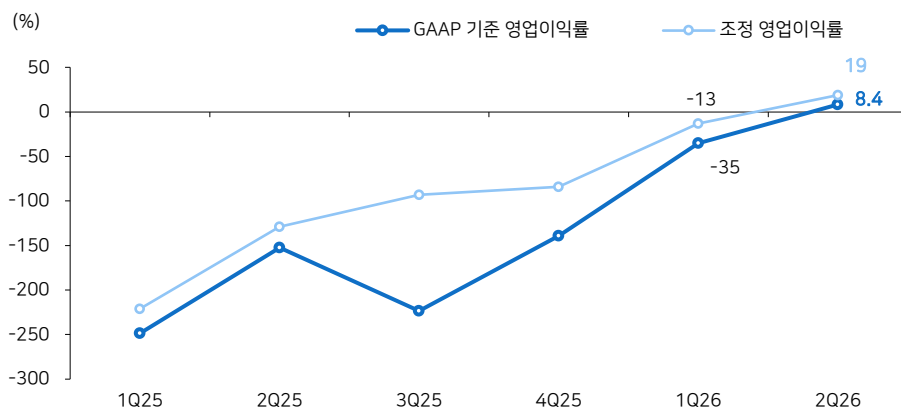
엔트로픽 S-1 문서 공개. S-1은 미국 기업이 주식시장 상장을 위해 SEC에 제출하는 공식 증권신고서로, 재무실적·사업현황·위험요인 등을 공개하는 문서. 미국 AI 프런티어 모델 플레이어 최초로 재무제표를 확인하는 이벤트였다는 점에서 중요. 이번 문서 공개에서 가장 눈여겨 봤던 지점은 '수익성'. AI 컴퓨팅 인프라 가격이 비싸지고 GPU 임대료가 상승하며, 토큰 가격 경쟁 양상으로 가는 구도에서 AI 프런티어 기업도 매출로 확인되는 단순한 외연 성장이 아닌, 실제로 돈을 벌 수 있느냐는 의구심을 확인해야 했음

엔트로픽 2Q26 조정 영업이익률은 19%, GAAP 기준 영업이익률은 8.4%. 두 항목의 차이는 주식보상비용, 일회성 소송 합의비용, 기타 조정항목 등에 기인. Financial Times가 지난 5월에 엔트로픽의 2분기 예상 조정 영업이익률 숫자를 보도한 바 있는데, 5.1%였고 이 숫자를 크게 뛰어넘는 결과가 발표된 셈. 영업현금흐름도 플러스 전환. S-1 문서와 별개로 3Q26 매출액은 168억달러로 별도 투자설명회에서 전달된 것으로 보도됨(2Q26 116억달러)

영업이익 흑자 전환의 핵심은 컴퓨팅 비용의 증가속도보다 매출 증가속도가 빨라졌다는 것. 1달러 컴퓨팅 비용으로 내는 매출액이 작년 2Q25에 57센트에서 2Q26에 2.07달러까지 상승. 필자가 계속 주장해왔던, 최신 GPU 활용과 모델 성능 개선에 기인했다고 판단. 여기에 AI 서비스 수요가 기존에 확보한 컴퓨팅 용량을 빠르게 채우면서 규모의 경제가 나타나고 있음을 시사

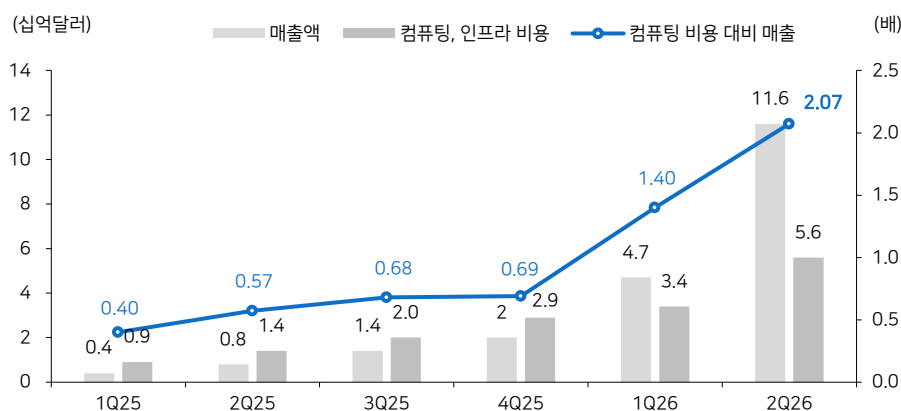
AI 산업의 투자 확대 국면에서 투자 회수 국면으로 전환 가능성 확인. AI 서비스 수요와 수익화 속도는 상당히 강함 입증. 엔트로픽의 매출 증가와 컴퓨팅 비용 비중 하락은 AI 투자에 경제적 회수가 전혀 없다는 주장에 반대되는 근거. 그 성장의 대가로 미래 컴퓨팅 비용이 대규모로 확정되는 중. 향후에는 모델 기업의 매출 성장률보다 추가 매출 1달러를 창출하는 데 필요한 신규 컴퓨팅 투자액과 현금흐름이 훨씬 중요한 평가 기준이 될 것으로 판단. 향후 신규 컴퓨팅 용량 인도 이후 매출 대비 컴퓨팅 비용 비중 우상향 여부 중요

그림1 엔트로픽 GAAP 기준 영업이익률과 조정 영업이익률



자료: Anthropic, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엔트로픽 매출액과 인프라 비용, 비용 대비 매출 추이



자료: Anthropic, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.