GLOBAL
EQUITY

2026. 2.10.

글로벌주식팀
이영진 Analyst, CFA
youngjin91.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

글로벌 소프트웨어

빅테크 클라우드 인프라 4Q25 실적과 SW 종말론에 대해

- 빅테크 클라우드 인프라 기업 실적에서는 공급을 넘어서는 수요와 이를 위한 CapEx 투자 의지 재확인. 다만 캐파 배분이 개별 기업 매출 성장에 일부 영향
- 소프트웨어 종말론의 이유로 꼽히는 AI 우려는 새로운 것은 아님. 다만 빠르고 강하게 변화 중. 치열해지는 경쟁 환경 속 병목이 존재하는 인프라 분야에 주목

WHAT'S THE STORY?

빅테크 클라우드 인프라 4Q25 Review: 빅테크 클라우드 인프라 기업 실적에서는 이전 분기들과 유사하게 공급을 넘어서는 수요 트렌드가 지속적으로 확인되었다. 제약 없이 공급만 가능했다면 더 빠른 성장도 가능했다는 아마존의 코멘트는 나머지 기업에게도 공통적으로 적용될 것이다. 이는 오픈AI와 앤스로픽이 컴퓨팅 자원을 2배로 가질 수 있었다면 매출은 4배로 증가할 것이라는 젠슨 황의 발언과도 일맥상통한다.

신규 고객의 빠른 유입과 함께 기존 고객의 사용량 확대도 이어지고 있다. 대규모 계약 증가도 당연한 흐름이다. 또한 고객들의 클라우드 마이그레이션 진행 재개에 따라 비 AI 워크로드 측면에서도 강한 성장을 보여주고 있다. 개별 기업의 여러 지표를 통해서 AI 모멘텀도 확인되고 있다.

캐파 배분이 매출 성장에 미친 영향: 매출 성장만 보면 가장 아쉬운 실적을 발표한 기업은 마이크로소프트다. F2Q Azure 매출 성장률은 +39% 및 +38%(고정환율 기준) YoY로 F1Q 대비 1%p 둔화되었고, 가이던스(37%) 상회 폭도 축소되었다. F3Q Azure 성장률 가이던스 +37~38%(고정환율 기준)도 실적 발표 시점에서 형성된 컨센서스(Factset) +37%를 소폭 상회하는 데 그쳤다.

물론 전체 스택 성장을 위한 전략적 GPU 자원 배분의 결과다. 마이크로소프트의 GPU는 퍼스트파티 제품 사용량 증가를 먼저 해결하고, R&D 및 제품 혁신에 투입한 이후 남는 캐파를 Azure 고객 수요 충족 목적으로 활용되고 있다. F1Q와 F2Q 도입된 GPU를 모두 Azure에 배정했다면 40% 이상 성장했을 것이라는 점을 강조했다.

그러나 알파벳이 구글 클라우드 고성장(+47.8% YoY)를 달성하는 가운데 내부 연구 및 제품 강화를 소홀히 한 것은 아니다. 아마존도 투자 자본과 보유 캐파 대부분을 외부 고객 소비로 활용하며 매출 성장 가속(+23.6% YoY)를 달성했다.

CapEx 전망, 투자는 이어진다: 아마존은 '26년 CapEx로 2,000억 달러를 전망했다. 컨센서스 1,466억 달러를 36% 상회하는 수준이며, '25년 1,283억 달러 대비 55.9% 성장을 가정하고 있다. 알파벳의 '26년 CapEx 가이던스는 1,750~1,850억 달러다. 컨센서스 1,156억 달러를 56% 상회했으며, '25년 914.5억 달러 대비 96.8% 성장을 가정하고 있다.

(다음 페이지에 계속)

마이크로소프트는 유일하게 가이던스를 제시하지 않았다. 지난 10월 F1Q 실적 당시 FY26 CapEx 성장률이 FY25(+58%)보다 높을 것이라 예상했지만, F2Q 실적에서는 간접적 언급도 부재했다. 오히려 타이밍 이슈로 인한 CapEx의 순차적(QoQ) 감소를 전망했다. 컨센서스(Factset) 기준 '26년 CapEx는 금융리스 포함 1.600억 달러(+35.6% YoY)와 금융 리스 제외 1,149억 달러(+38.3% YoY) 수준이다. 빅테크 클라우드 인프라 기업 3사에 메타('26년 CapEx 가이던스 1,250억 달러, +73% YoY)를 더하면 '26년 합산 CapEx는 6,200억 달러에 달한다. '25년 합산 4.174억 달러 대비 48.5% 성장을 가정하고 있다. 높은 수요뿐 아니라 캐파 가동에 따른 빠른 수익화를 확인하고 있기 때문에 투자는 이어질 수밖에 없다. 더구나 처음 제시한 '26년 가이던스다. 실적 발표마다 상향 조정된 CapEx 가이던스 트렌드도 고려해야 한다.

비슷해진 알파벳과 아마존의 Backlog 수준: Backlog 성장은 클라우드 인프라 기업의 ROIC 측면에서 중요성이 높아지고 있는 지표 중 하나다. 마이크로소프트는 이번 분기 오픈AI와 앤스로픽 계약을 기반으로 Commercial RPO 6,250억 달러(+110% YoY)를 기록했다.

흥미로운 부분은 아마존 AWS의 Backlog 2,440억 달러와 알파벳 구글 클라우드의 Backlog 2,400억 달러가 유사한 레벨이 되었다는 점이다. 과거 AWS의 규모 기반으로 양 사의 Backlog는 아마존이 2배 수준을 유지했지만, 격차가 좁혀진 것이다.

앞서 살펴본 것처럼 아마존 CapEx의 '25년 집행 규모나 '26년 가이던스는 알파벳 대비 크다. 풀스택 역량을 기반으로 한 알파벳의 투자 가성비가 높거나, 반대로 아마존의 투자 대비 매출(또는 수주) 창출력이 부진하다고 볼 수도 있는 포인트다. 다만 아마존의 CapEx에는 리테일 부문 투자가 포함된다. 또한 Backlog에 반영되지 않았지만 파이프라인 내에서 높은 CapEx 레벨을 지지할 수 있는 대규모 계약 확대 가능성(ex, 오픈AI)이 높다고 판단한다. 양 사의 Backlog 레벨은 향후 주목할 필요가 있다.

향후 절대적인 Backlog 규모 확대뿐 아니라 매출 전환 및 다변화 여부의 중요도는 더욱 높아질 것이다. 오라클이 RPO 폭발에도 주가 측면에서는 별 다른 힘을 쓰지 못하고 있고, 마이크로소프트 RPO에도 오픈AI 비중이 45%나 되는 것에 대한 우려가 제기되기도 했다. 마이크로소프트는 오픈AI를 제외한 나머지 RPO(55% 비중)의 성장(+28% YoY)을 강조했지만 부정적 시선을 막기엔 역부족이었다.

소프트웨어 종말론에 대해: 최근 소프트웨어 섹터 조정 배경으로 AI에 의한 소프트웨어 잠식 또는 대체 우려가 거론된다. 다만 이러한 우려는 갑작스럽게 등장한 이슈가 아니다. AI 코딩 역량의 고도화와 AI 에이전트 부상과 함께 이미 '25년 SaaS 기업들의 밸류에이션을 압박해온 구조적 논점이다. AI 기반 생산성 향상에 따른 시트 축소 우려, 하이브리드 매출 구조 전환 과정에서 나타나는 가시적 성과 지연 역시 오래 전부터 제기돼 온 이슈다.

최근 Claude Cowork를 비롯해 AI 에이전트의 적용 범위가 빠른 속도로 확장되고 있는 것은 사실이다. 그러나 AI만으로 소프트웨어 섹터 하락을 모두 설명하기는 어렵다. 복합적인 거시, 미시 요인이 혼재되어 있으며, 사후적 해석이 덧붙여진 측면도 적지 않다.

특히 이번 조정 국면에서는 AI 에이전트와 직접적 경쟁 구도에 놓인 기업뿐 아니라, 오히려 AI 도입의 수혜가 기대되던 기업들까지 동반 하락을 경험했다. 이는 개별 기업의 포지셔닝이나 제품 경쟁력에 대한 정밀한 재평가라기보다 섹터 전반의 멀티플 디레이팅이 먼저 작동한 결과로 해석할 수 있다.

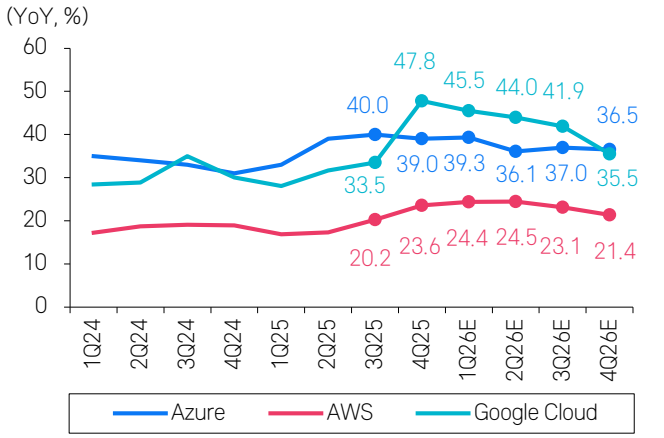
따라서 이를 소프트웨어 혹은 보다 좁게는 SaaS의 '종말'로 해석할 필요는 없다. 현재의 AI는 엔터프라이즈 소프트웨어가 수행해온 다단계, 반복적 업무를 컴플라이언스와 보안 규정을 충족시키면서 오류 없이 완결적으로 처리할 수 있는 단계에는 아직 도달하지 못했다. 다만 변화의 방향성은 분명하며, 경쟁 환경이 한층 치열해질 것이라는 점 역시 부정하기 어렵다.

소프트웨어 섹터도 과매도 구간에 진입했다는 분석과 함께 반등을 모색하고 있다. 상위 40개 소프트웨어 기업의 12M FWD P/S(Factset) 중간값은 6.5배로 저점 6.2배(2/5일)에서 반등했다. 챗GPT 등장 이후 최근 하락 이전에 형성한 저점 6.8배 수준이다.

현재 가장 뚜렷한 병목은 인프라 영역이다. 이는 AI 테마 전반뿐 아니라 소프트웨어 섹터 내부에서도 동일하게 적용된다. 당분간은 애플리케이션 레이어보다 인프라 성격의 옵션이 상대적으로 우선시될 가능성이 높다. 엔드 소프트웨어 기업들의 해자는 이제 단순히 시스템 오브 레코드(System of Record)를 보유하고 있다는 점만으로는 충분하지 않다. 에이전틱 AI 기능을 기반으로 한 실질적 혁신과 가치 창출을 증명해야 하는 난이도 높은 과제를 동시에 부여받고 있다.

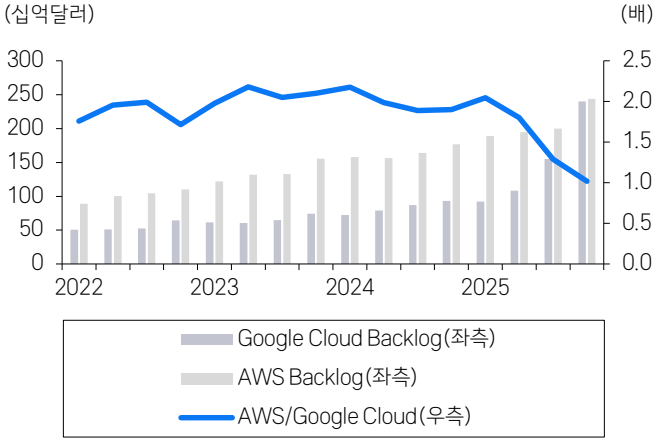
지연되는 소프트웨어 섹터의 AI 성과 확인에 대한 시장의 인내심도 바닥을 보이고 있다는 것을 최근 급락을 통해 확인했다. 옥석 가리기가 진행된다는 것은 개별 기업 실적의 중요성이 높아진다는 것이다. 빅테크 클라우드 인프라 기업 실적 기반으로 옵저버빌리티와 데이터 플랫폼 소프트웨어 기업의 긍정적 실적을 전망한다,

빅3 클라우드 인프라 기업 클라우드 매출 성장률(YoY)



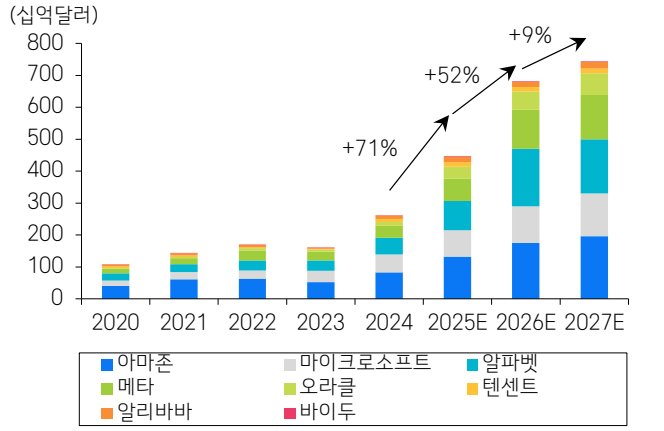
참고: CY 기준
자료: 각 사, 삼성증권

AWS와 Google Cloud의 Backlog 추이



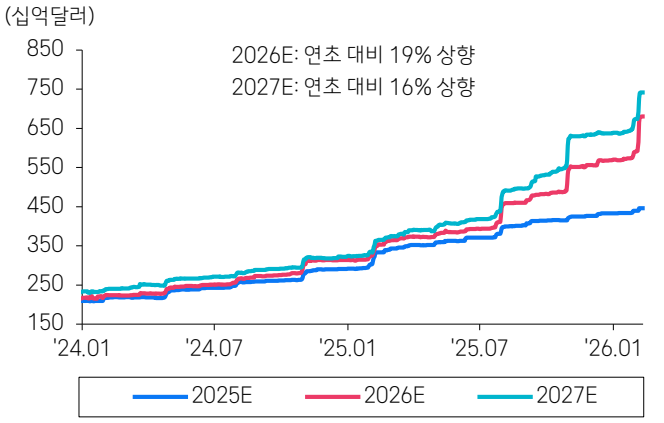
자료: 각 사, 삼성증권

글로벌 주요 하이퍼스케일러 CapEx 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 주요 하이퍼스케일러의 CapEx 추정치 상향

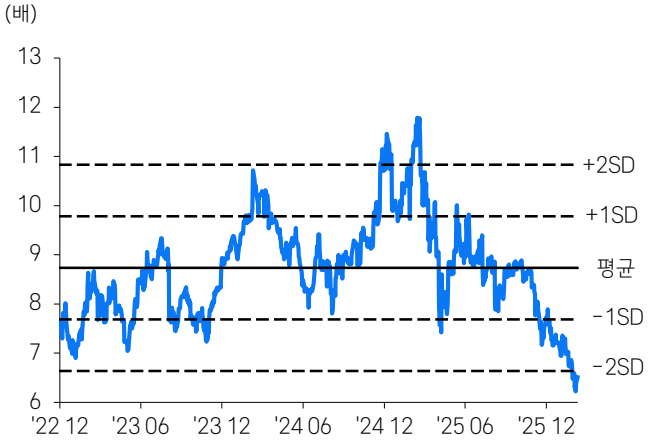


자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 소프트웨어 Top 40 기업 12M FWD P/S(장기)

자료: Factset, 삼성증권

글로벌 소프트웨어 Top 40 기업 12M FWD P/S(단기)



자료: Factset, 삼성증권

빅테크 C4Q25 실적 컨퍼런스 콜 AI 관련 코멘트

기업	세부내용
마이크로소프트	- Microsoft Fabric 매출 60% 성장세 유지. 유료 고객 31,000개(vs F1Q 28,000개). ARR은 20억 달러 돌파 - Azure AI Foundry 분기당 100만 달러 이상 지출 고객 +80%. 250개 이상 고객이 올해 1조 토큰 이상 처리 예상 - 코파일럿 MAU에 대한 업데이트 부재. 코파일럿 앱 DAU 3배 증가 MS 365 코파일럿 DAU 10배 증가, 유저 당 대화 수 2배 증가 정도 언급 - 유료 365 코파일럿 좌석 수 1,500만(+160% YoY), 35,000석 이상 고객 수 전년 대비 3배 증가. 깃허브 코파일럿 유료 구독자 수 470명(+75% YoY) - RPO 평균 기간은 2.5년으로 소폭 증가(vs F1Q 2년). RPO 증가의 원인은 Azure 중심의 장기 계약 비중이 증가했기 때문 - Maia 200 AI 가속기는 이번 주부터 실제 운영 환경에 투입. FP4 기준 10+petaFLOPS 성능, 기존 대비 TCO 30%+ 개선
알파벳	- 구글 클라우드 신규 고객 유입 속도 2배. '25년 10억 달러 이상 계약 건수는 이전 3년 합산 상회 - Gemini 앱 MAU 7.5억 명 vs 3Q 6.5억 명, 2Q 4.5억 명. 사용자당 참여도도 개선. Gemini 3.0 Pro는 2.5 pro보다 하루 토큰 처리량이 3배 이상 - Gemini 포함 퍼스트파티 모델은 API를 통해 분 당 100억 개 이상의 토큰 처리(vs 3Q 70억 개) - 12만 개 이상 기업이 Gemini 사용. Gemini Enterprise는 2,800개 기업에서 유료 시트 800만 개 이상 판매 - 파트너사 AI 솔루션은 전년 대비 300% 성장. 4분기 생성형 AI 모델 기반 제품 수익은 전년 대비 400% 성장 - AI 모드 유저(미국)의 일간 질의 수는 출시 이후 2배. 기존 검색 대비 길이 3배 및 후속 질문 연결
아마존	- 앤스로픽은 Trainium 2에서 차기 클라우드 모델 학습 중. Trainium 2 140만 개 이상 가동. 10만 개 넘는 기업 활용 - Trainium3는 26년 중반까지 공급 전량 커밋 예상. Trainium 4는 '27년 예정 - Bedrock은 고객 지출 +60% QoQ, 코딩 에이전트 Kiro 사용 개발자 +150% QoQ - 쇼핑 에이전트 Rufus 2025년 3억명 이상 사용(vs 3Q25 2.5억 명). Rufus 사용 고객 구매 완료율 60% 증가 (vs 3Q25와 동일) - 쇼핑 에이전트가 광고 매출을 잠식시킨다는 우려에 오히려 전환율을 높이고 광고 효율을 개선한다는 입장

자료: 각 사, 삼성증권 정리

빅테크 C4Q25 실적 컨퍼런스 콜 CapEx 관련 코멘트

기업	세부내용
마이크로소프트	- F2Q CapEx 375억 달러. 금융리스 67억 달러 및 PP&E 지출액 298.8억 달러. 전체 CapEx의 2/3은 CPU 및 GPU와 같은 단기 자산 - 클라우드 인프라 구축 변동성과 금융리스 인도 시점에 따라 CapEx는 순차적으로 감소 전망 - FY26 CapEx 전망과 캐파 제약 해소 시기(기존 FY26 말)에 대한 업데이트는 부재. 공급 제약이 구조적 장기 이슈라는 점을 강조 - 단순한 캐파 확장을 넘어 토큰 처리 효율성 추구. 특히 최신 모델 구동에 노후 플릿을 활용하는 전략을 통해 효율성 개선 기대 - 컴퓨트 자원을 1) 퍼스트파티 제품 2) R&D 및 제품 혁신 3) Azure 고객 순서로 배분. GPU를 모두 Azure에 배정했다면 40% 이상 성장했을 것
알파벳	- 4Q CapEx 278.5억 달러. '25년 CapEx 가이던스 1,750~1,850억 달러. 4분기 CapEx는 서버 비용 60%, 데이터센터 및 네트워크 장비 40% - 2026년 CapEx 대폭 증가에 따라 감가상각비 성장률이 1분기에 가속화되고 연간 기준 비용이 크게 증가할 것으로 예상 - 캐파 확장에도 올해 공급 제약 상태 지속 전망. 2026년 가장 우려되는 요소는 충분한 컴퓨트 용량을 확보할 수 있는지 여부
아마존	- 2025년 연간 CapEx 1,318억 달러. 2026년 CAPEX 가이던스 2,000억 달러(vs 컨센서스 1,466억 달러, Factset) - 지난 12개월 동안 3.9GW 전력 추가. 4분기에만 1.2GW 추가. 전력용량 '27년까지 2배로 확대 계획 - AI 투자와 CapEx 관련 감가상각 때문에 역풍 존재. 효율화와 비용 절감으로 상쇄하기 위해 노력 - AI 수요는 공급을 초과하는 상태. 공급만 가능하다면 더 빠르게 성장 가능
메타	- 2026년 CapEx 가이던스를 1,150~1,350억 달러로 '25년(722.2억 달러) 대비 크게 증가(vs 컨센서스 1,132억 달러, Factset) - 2026년 비용 가이던스는1,620억~1,690억 달러로 전년 대비 약 41% 증가 전망 (vs 컨센서스 1,506억 달러) - 2026년 CapEx 증가 폭은 '25년 대비 현저히 클 것. 이에 따라 총 비용 역시 '25년 대비 빠른 속도로 증가 전망 - 2025년 막대한 인프라 확장에도 불구하고 AI 수요가 폭증하며 여전히 컴퓨트 제약이 존재하는 상황

자료: 각 사, 삼성증권 정리

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 2월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 2월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA