

[아마존 26Q2 Preview] AWS 질주와 현금흐름 갈증, 동시에 풀릴까



26.07.31 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com

7월 31일 발표, 시장은 'AI 투자의 수확'을 확인하고 싶다

아마존이 7월 31일 26Q2 실적을 발표한다. 직전 분기 AWS는 전년 대비 28% 성장으로 15분기 만의 최고치를 찍었고, 수주잔고는 3,640억 달러까지 쌓였다. 문제는 그 성장을 만들기 위해 쏟아부은 돈이다. 분기 순설비투자 432억 달러, 연환산 잉여현금흐름(회사가 실제로 손에 쥐는 현금)은 12억 달러까지 쪼그라들었다. 이번 분기에 시장이 가장 듣고 싶은 답은 하나다. AI에 쏟은 돈이 현금으로 돌아오기 시작하는 건 언제인가.

AWS 성장률이 밸류에이션의 방향을 정한다

회사가 직전 실적 발표 때 내놓은 2분기 매출 가이드نس(자체 전망)는 1,940억~1,990억 달러였다. 당시 시장 평균 전망(컨센서스) 1,890억 달러를 약 4% 웃돈 수치다. 우리 추정도 1,950억~1,980억 달러로 비슷한 범위에 있다. 관건은 총매출보다 AWS 성장률이다. 전년 동기 AWS 매출이 약 263억 달러였으니, 전년 대비 25~28% 밴드를 유지하려면 330억~337억 달러 수준이 나와야 한다. 수주잔고 3,640억 달러가 3~5년에 걸쳐 풀리는 구조이므로 당장 매출 급감 가능성은 낮다. 다만 Azure와 GCP, 오라클까지 가세한 AI 인프라 경쟁이 마진(이익률)을 얼마나 눌렀는지가 실제 수익에 더 큰 영향을 줄 수 있다. Bedrock 플랫폼에 xAI의 Grok까지 새로 올라왔고, 직전 분기 고객 지출이 전분기 대비 170% 늘었던 흐름이 이어졌는지도 체크 대목이다.

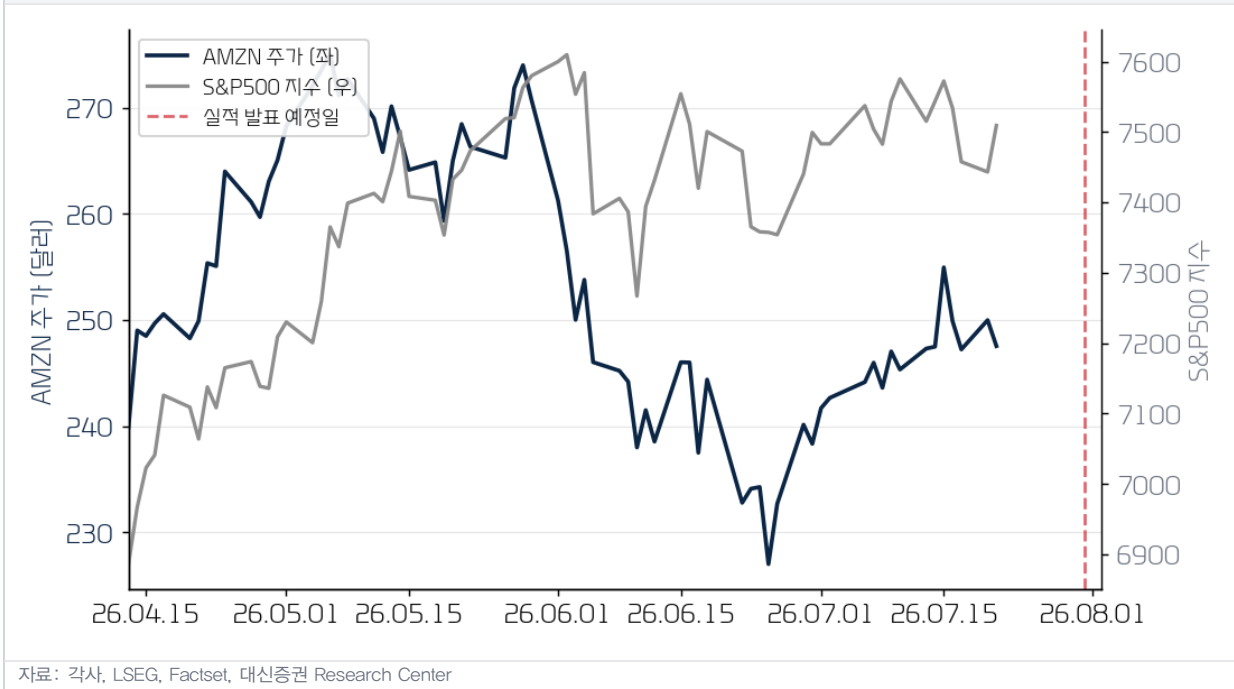
아마존 주가와 12개월 선행 주당순이익 추이



설비투자 방향이 바뀌는 순간, 현금흐름 이야기도 바뀐다

직전 분기 설비투자 스탠스가 5 분기 연속 '증가'에서 처음으로 '유지'로 돌아섰다. 절대 규모는 여전히 분기 400 억 달러를 넘지만, 방향 전환 자체가 **투자 피크 근접** 신호로 읽혔다. 이번 분기에도 '유지'가 반복되는지, 혹은 다시 '증가'로 되돌아가는지에 따라 잉여현금흐름 정상화 시점에 대한 시장의 계산이 크게 달라진다. 우리는 분기 설비투자가 400 억~450 억 달러 수준을 유지할 경우 분기 잉여현금흐름이 다시 마이너스에 머물 가능성을 열어두고 있다. 경영진이 어닝콜에서 현금흐름 정상화 시계를 구체적으로 제시하는지 여부가 주가 반응의 가능자가 될 것이다.

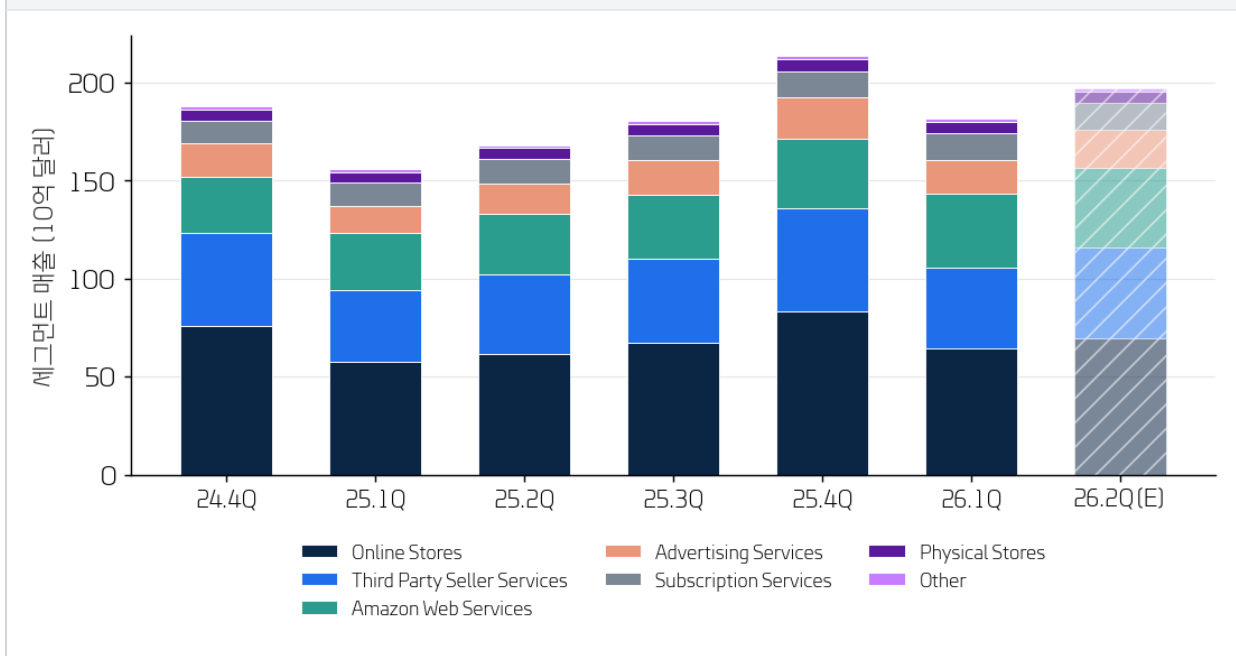
아마존 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90 일



Prime Day 효과와 3P 셀러 역풍이 동시에 부딪힌다

리테일 쪽도 변수가 겹친다. 올해 Prime Day 가 2 분기에 편입되면서 계절적 매출 부양이 기대된다. 직전 분기 유닛 성장률이 15%로 코로나 이후 최고치를 기록했고, 광고 매출도 연환산 700 억 달러를 넘겼다. Amazon Business 가 연환산 매출 600 억 달러를 달성했다는 소식도 발표 직전에 나왔다. 반면 중국 대미 수출이 전년 대비 약 31% 줄어든 영향이 1~2 분기 시차를 두고 서드파티 셀러 재고에 반영될 수 있다. 리테일 매출의 방향보다는 북미 영업이익률이 직전 분기 수준(전년 대비 43% 증가)을 유지하는지가 수익성 관점에서 더 중요한 확인 사항이다.

아마존 세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

옵션시장은 큰 움직임을 예고하고 있다

옵션시장이 반영한 예상 변동폭은 약 $\pm 10\%$ 다. 아마존 실적 발표치고도 꽤 넓은 범위다. 30일 내재변동성이 42%에 달하고, 풋옵션 프리미엄이 콜 대비 높은 편이어서 하방 보험 수요가 있다는 뜻이다. 그런데 풋·콜 거래량 비율은 0.26으로 콜 쪽 포지셔닝이 압도적이다. 정리하면 시장은 위쪽을 보되, 혹시 모를 하방에는 보험을 걸어둔 모양새다. Wells Fargo가 목표주가를 322달러로 올렸고, Wedbush도 신규 커버리지를 '시장 상회' 의견으로 시작한 점도 분위기를 보여준다.

실적에 따라 주가가 갈리는 세 갈래 길

매출이 1,990억 달러를 넘기고 AWS가 28% 이상 성장을 유지하면, 설비투자 피크 확인과 맞물려 주가 재평가 가능성이 열린다. 가이드언스 중간값인 1,960억~1,970억 달러 수준에서 끝나면, Prime Day 효과가 이미 기대에 반영돼 있었다는 해석이 나올 수 있고 반응은 중립에 가까울 것이다. 만약 1,940억 달러를 하회하면서 AWS 성장률이 24% 이하로 내려오면, 옵션시장이 그려놓은 하단 근처까지 조정이 나타날 수 있다. 우리 스탠스는 **중간 확신의 매수 유지**다. AWS 성장 궤도가 꺾이지 않는 한 AI 투자 사이클의 수혜는 계속되지만, 현금흐름 정상화 시점이 불투명한 만큼 확신을 높이기엔 이번 발표의 답이 필요하다.

한눈에 보는 관전 포인트

관전 포인트	시장 눈높이(컨센서스)	회사 가이드스	우리가 보는 초점
총매출	약 \$196B 내외 추정	\$194B~\$199B	가이드스 상단 도달 여부
AWS 전년 대비 성장률	25~28% 밴드	미제시	28% 유지 시 밸류에이션 재평가 트리거
주당순이익	\$1.76 내외	미제시	Anthropic 평가손익 제외한 경상 이익 수준
설비투자	\$40B~\$45B	'유지' 스탠스	'유지' 반복 여부가 현금흐름 정상화 시계의 열쇠
잉여현금흐름	마이너스 가능성	미제시	경영진의 정상화 시점 언급 유무
다음 분기 가이드스	미형성	발표 시 제시	3 분기 매출·마진 방향성

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20 조 1 항 5 호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (담당자:조재운)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center 의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

* 본 자료는 인공지능(AI)을 활용하여 자동 생성되었으며, 투자 권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.