



2026. 7. 23 (목)

알파벳 실적: AI CapEx에 초점을 맞춘 해석

- 여전히 AI 모델 스케일 법칙 추종 중, AI 인프라 확장에 대한 여전히 중요한 근거
- 1Q와 유사하게 마진을 희생해서라도 컴퓨팅 용량을 확보해야 하는 제약적 상황
- AI CapEx 재원을 현금흐름 제약에서만 생각할 필요가 없음을 시사
- 다만 이 부분은 AI 리스크가 빅테크 투자 포기에서 크레딧 문제로 무게 중심이 이동할 가능성을 암시. 이제는 금리 레벨에 더 민감해질 수 있는 이유

투자전략

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

알파벳 2Q26 실적에서 시장이 보고싶었던 숫자는 모두 제시한 것으로 판단. 2026년 CapEx 가이드를 중간값 기준 1,850억달러에서 2,000억달러로 상향. 2027년 CapEx 가이드에 대해서는 구체적 숫자를 제시하지는 않았으나, 올해 대비 상당히 폭 증가할 것으로 전망

AI 수익화도 고무적. 구글 클라우드 매출은 전년동기 대비 81.8% 성장, 60%대를 예상하던 시장 컨센서스를 크게 상회했으며, bull-case의 상단으로 여겨지던 80%도 상향 돌파하는 고무적 숫자. 여기에 수익성 지표로 볼 수 있는 클라우드 영업 이익률은 전분기 대비 약 2.7%p 상승한 35.6% 기록. 수주잔고도 5,170억달러로 증가했으며 2분기에 고객 데이터센터에 처음 인도한 TPU 시스템 판매 매출 인식이 시작되었고, 수주잔고에도 TPU 시스템이 포함되었다는 점이 인상적

순다르 피차이 CEO는 AI ROIC 기회 규모와 ROIC가 실현되는 시점에 대한 견해가 1년 전 대비 낙관적이며, AI 산업은 여전히 초기 국면이라고 평가. 내/외부 수요 여전히 매우 강하고 수요는 여전히 투자를 앞지르는 중으로 설명

전체적으로 AI 확산과 수익화에 대응하는 CapEx 확장 기대를 충족했던 실적 발표로 평가하는데, 다음 3가지 포인트를 주요 시사점으로 봄

첫째, 여전히 마진을 희생해서라도 컴퓨팅을 확보해야 하는 정도의 쇼티지 상황. 공급 환경 제약 때문에 내부 용량을 계속 확충하는 동안 가교 전략으로 3분기 3자 용량 사용을 확대할 계획. 이 용량 비용 때문에 영업이익률에 압력이 발생할 것이라고 설명. 다만 몇 달 동안의 단기 비용은 높을 수 있지만 추가 용량이 투입되는 다년간 계약은 ROI가 높다고 설명

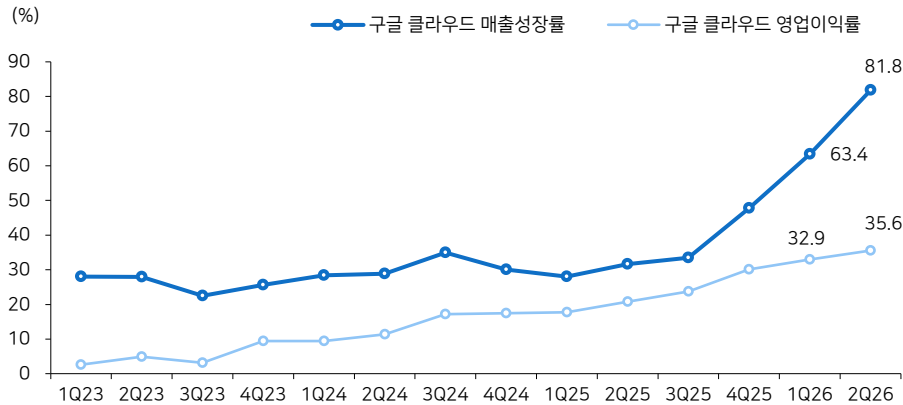
둘째, AI 모델 스케일 법칙을 여전히 추종하는 중. 프런티어 경쟁에 여전히 초점이 맞춰져 있으며 프론티어 경쟁 지속 의지 시사. Q&A 중 상당 부분이 Gemini 경쟁력에 대한 질문이었음. 이에 대해 알파벳은 프런티어 모델 확보를 매우 중요하게 생각하며 많은 컴퓨팅 자원이 이 방향에 투입 중이라고 설명함. 즉, AI 경쟁을 포기하지 않았으며 스케일 법칙을 여전히 추종 중이라는 것

셋째, AI CapEx 재원을 현금흐름에만 제약해서 생각할 필요가 없음을 시사. 최적 자본 구조에 대한 질문 관련, 알파벳은 AI 투자 자금원으로 1) 영업현금흐름, 2) 부채, 3) 유상증자를 고려하고 있다고 언급. 지난 12개월간 부채 포트폴리오가 160억달러에서 1,000억달러로 상당히 확대되었는데, 이 세가지 차원을 보고 건전한 대차대조표를 유지할 수 있도록 균형을 맞추겠다고 함

시장은 그동안 AI CapEx의 재원으로 빅테크의 현금흐름만 주목했음. 이번 실적발표에서 잉여현금흐름이 음전한 부분에 대해서 AI CapEx 재원의 제약 요인으로 해석할 여지가 있음. 그러나 잉여현금흐름 음전에도 불구하고 CapEx 가이드언스를 상향할 수 있었던 이유는 자금원으로 영업현금흐름만 보고 있는 것이 아니기 때문으로 생각. CapEx가 빅테크의 현금 소진에도 다른 자금원으로 확장될 수 있음을 시사

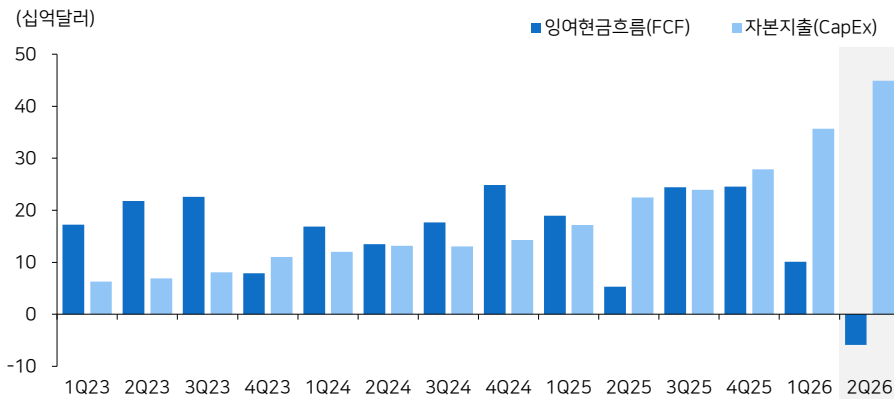
다만 이제 AI 투자는 단순 현금투자가 아닌 최적자본문제에 봉착했음을 시사. 현금 투자 중심이었던 2023년-2024년과 다르게 AI CapEx가 금리에 더 민감해질 것으로 예상. 메타 실발 이후 시장이 생각하는 AI 최대 리스크로 AI 빅테크 경쟁 포기가 아닌 크레딧 문제로 이동할 수 있다고 생각함

그림1 구글 클라우드 매출액 성장률 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 알파벳 잉여현금흐름과 자본지출 추이



자료: Bloomberg, 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.