

해외주식/빅테크

구글 분기 FCF 적자, 괜찮을까?

해외주식 박제민 / jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

Signal: 상반기 공격적 자금 마련으로 컨센서스 수준 Capex 소화 무난

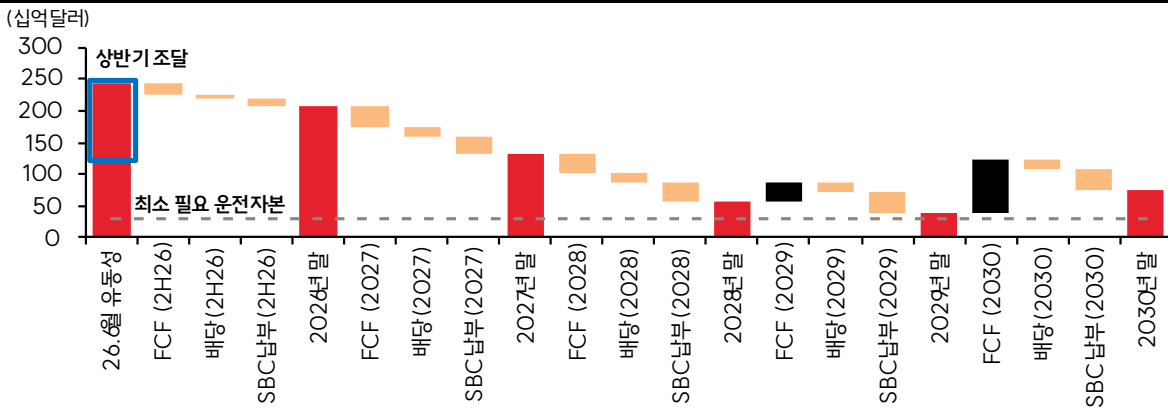
Key: 컨센서스 상회하는 Capex 를 위해서는 컨센서스 상회하는 매출 필요

Step: 향후 Capex 가이던스 및 집행률, 실질 유형자산 증가 추세 추적 필요

구글은 이미 값을 치렀다

구글의 2Q26 유동성(현금+유동성증권)은 \$242.5B 로 사상 최대다. 상반기에 선제 조달한 \$100.6B(유상증자 \$30.5B, 전환우선주 \$19.1B, 채권 순증\$51.0B)이 잔고에 포함된다. 당사 모델로 2030년까지의 유동성 경로를 추정한 결과, 이번 사이클에서 추가적인 조달은 불필요하다. 컨센서스보다 낮은 Bear Case, 컨센서스 Capex 조합으로 최소 운전자본 아래로 현금이 고갈되지 않는다.

Alphabet 유동성 waterfall chart (Bear Case, 컨센서스 Capex)

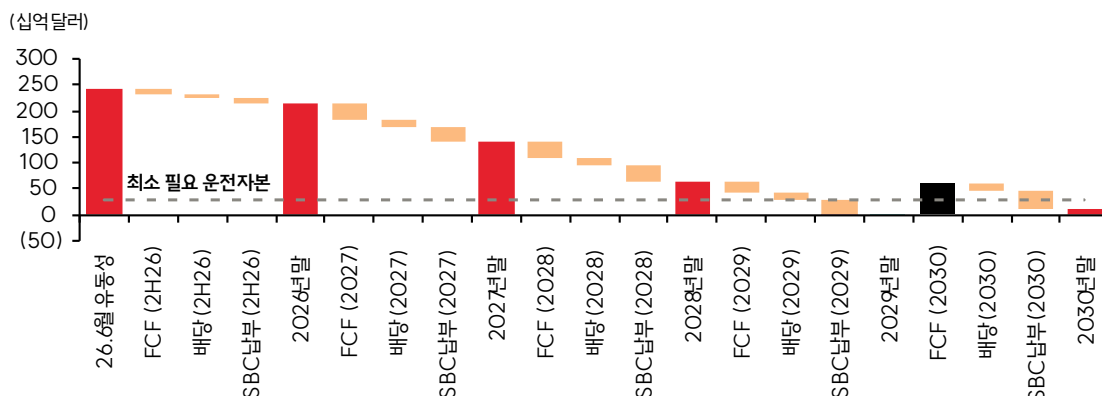


자료: SK 증권 추정

더 공격적인 Capex 를 위해서는?

블룸버그 Capex 이상을 기대하는 투자자들도 많다. 2Q26 업데이트된 올해 Capex 가이던스 중단값은 \$200B 로 작년 \$91B 대비 2 배 이상이다. 구글은 유튜브 자막 생성부터 Gemini 기반 Enterprise API 서비스까지, 자사의 모든 서비스를 AI 기반으로 바꾸면서 지속적으로 공급계약에 직면 중이다. 더 높은 수준의 Capex 가 충분히 전망 가능하다. 모델링 결과 2027 년 \$300B, 2028 년 \$350B 수준의 공격적 Capex 를 위해서는 컨센서스 수준의 Base Case 로는 부족, 최소 1개 사업부 이상에서 Bull Case 이익이 필요하다. 구글 경영진 또한 현재 Capex 가 투자되는 본업 및 클라우드 사업의 성장 속도에 맞추어 Capex 를 집행할 것으로 보인다.

Alphabet 유동성 waterfall chart (Base Case, 공격적 Capex)



자료: SK 증권 추정

모델의 구조 및 핵심적 가정

당사 모델은 OP > CFO > FCF 프레임을 기반으로 잔류 유동성을 추정한다. 구글은 사업부별 OP 를 공개하는만큼, Google Service(광고 본업)과 GCP(Google Cloud Platform)의 영업이익을 시나리오 별로 별도 추정했다.

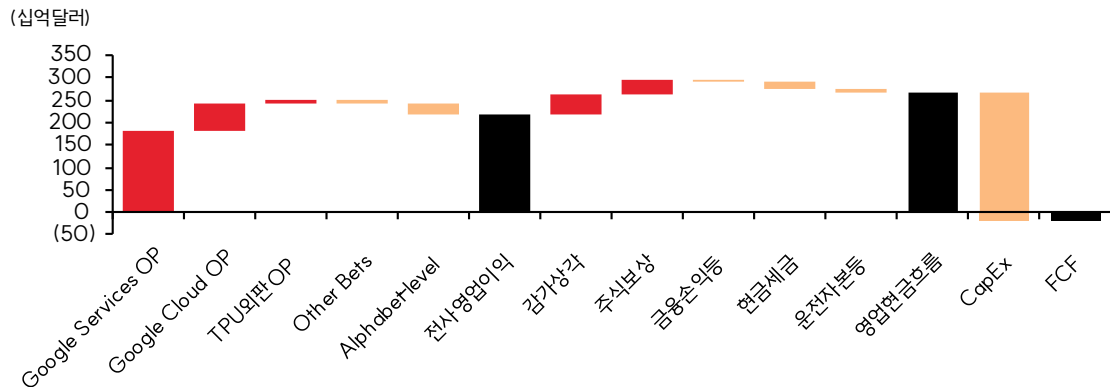
1. Google Service: 변동비, 고정비를 분해하여 추정, GCP 는 Cloud 의 목표마진을 경쟁사 AWS, Azure 대비 높은 40%로 고정 추정하였다. Google Service 는 15% YoY 가 Base Case 로 이번 상반기 시작된 AI 효과가 소폭 둔화 후 지속된다는 가정이다.

2. Google Cloud: 2Q26 기준 Backlog 가 \$514B 수준이며 이 중 절반 남짓이 24 개월 내 매출인식될 것으로 소통했다. 해당 수주 소화를 보수적으로 추정하여 2027년 매출을 기계약 Commit 이 90% 이상 커버되는 수치로 추산하였다. 이후 수치는 유사한 수준의 성장률 CAGR 를 적용했다. TPU 별도 사업은 매출 인식이 시작되는 2027년에는 엔비디아 매출 컨센서스의 7%, 2028년에는 10% 수준이 base case 이다.

3. 감가상각비: OP 추정 이후 D&A 는 별도 스케줄로 전개했다. 매년 CapEx 의 약 12.7%(서버 60%·6년 + 데이터센터 40%·15년 상각)가 가동 시차 1.5년을 두고 이듬해 중반부터 연간 상각액으로 전환된다. 이 구조상 감가상각비는 CapEx 를 절반 속도로 후행하며, 투자 부담의 본격적인 손익계산서 반영은 2028년 이후다.

그 외 세금, 금융손익, 운전자본은 보수적인 수치 내에서 기존 비중에 맞추어 계산하였다.

2027E Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart (Base Case, 컨센서스 Capex)



자료: SK 증권 추정

Bear 와 Bull 을 가르는 factor 는?

Google Service, 검색의 수익화 방정식: 갈림길의 전제는 본업인 검색이 지금처럼 작동하는 것이다. 2Q26 지표는 이를 지지한다: 검색 매출 +17% YoY, 유료클릭 +13%에 CPC +3%로 P(단가)와 Q(물량)가 동시에 성장했고, AI Mode 는 글로벌 확장 후 월간 사용자 10 억 명을 돌파하며 검색 쿼리를 잡식이 아닌 증분으로 늘리고 있다. 향후에는 1) Gemini 가 Gmail·Maps 등 전 서비스에 통합되며 사용량 증가 2) 기반 AI 의 적중률(타겟팅 정확도) 개선이 광고 ASP 상승 3) 기반을 다지는 중인 Shopping Agent 는 광고 과금에 거래 수수료를 얻는 구조 전환으로, 실현 시 ASP 를 한 단계 높일 수 있는 미반영 옵션으로 작용할 것이다.

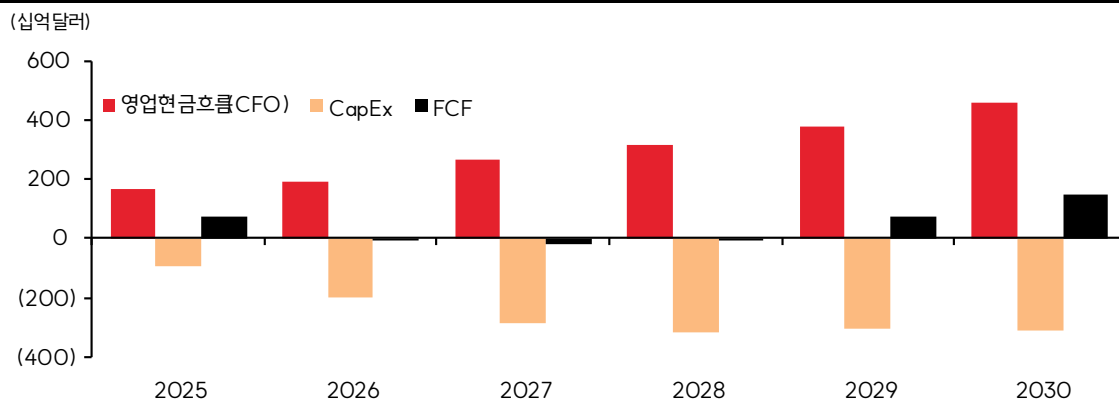
Google Cloud, 수요는 확보됐고, 관건은 공급: 수주는 이미 잔뜩 받아둔 상태다 — 백로그 \$514B(분기 +\$50B 순증), 이 중 절반 이상이 24 개월 내 인식 예정이며, 기존 고객은 약정을 50% 이상 초과 소비 중이다. 따라서 Bear 와 Bull 을 가르는 것은 수요가 아니라 전력·칩·DC 건설로 대표되는 공급 소화 속도다. Enterprise 확산 순항 등의 질적 지표도 순항 중이다. 다만 API 토큰 사용량 증가율 QoQ +37% Coding Agent 성장률 대비 살짝 아쉬운 수치로 Coding Agent 성능이 개선되면 토큰 소비의 추가 가속이 가능할 것으로 판단된다. TPU 외판 사업은 현재 Anthropic 등 소수 대형 AI 랩에 집중된 사업을 2nd tier 고객 군으로 확장할 수 있는지의 여부가 핵심 갈림길이 될 것으로 판단된다.

향후 무엇을 지켜봐야하는가?

- 1. Capex 가이드선:** 가이드선이 컨센서스(2027E \$286B)를 상회하는 순간이 "여유로운 통과"에서 "추가 조달"로의 전환점이다. 반대로 컨센서스 수준에서 Capex 안착 시 유동성 논쟁은 종결된다. Capex 를 상회한다면 실적이 이를 뒷받침하고 있거나 또는 뒷받침할 것이라는 경영진의 강한 확신에 대한 시그널일 수 있다.
- 2. Backlog 순증:** +\$50B 페이스(3Q26 \$550B+ 도달 여부)가 Cloud 수요의 선행 지표다. 순증 둔화는 수주 소화가 아니라 수요 자체의 감속을 뜻하므로, 이 경우 40% OPM 가정의 재검토가 필요할 수 있다.
- 3. Capex 실집행률:** 가이드선 대비 미달은 공급 제약을 의미하며, Cloud Bear 경로의 확인 신호다.
- 4. 유형자산 순증 vs 감가상각비 증가 갭:** 건설중자산의 적체 정도로, 당사 가동시차 가정(1.5 년)의 분기 검증 장치다. 갭 확대는 D&A 유입의 지연(단기 마진 방어)과 Cloud 매출 램프 지연을 동시에 의미한다. 전력 인프라 부족 및 그린필드 비중 확대로 갭 확대가 확인되면 시차를 현재 1.5 년에서 높게 되는데, 그 경우 D&A 유입이 늦춰져 단기 마진은 좋아지는 대신 Cloud 매출 램프도 함께 늦춰지므로 Cloud 추정치 시나리오를 한 단계 낮춰야할 가능성이 높다.
- 5. 재고 라인:** TPU 사업의 온도계다. 축적 지속(2Q26 -\$7.7B)은 후속 수요의 증거, 급감은 인도, 매출 인식 개시의 신호이며, 2027 년 어느 분기에 Cloud 매출로 전환되는지가 당사 \$30B 추정의 검증점이다.

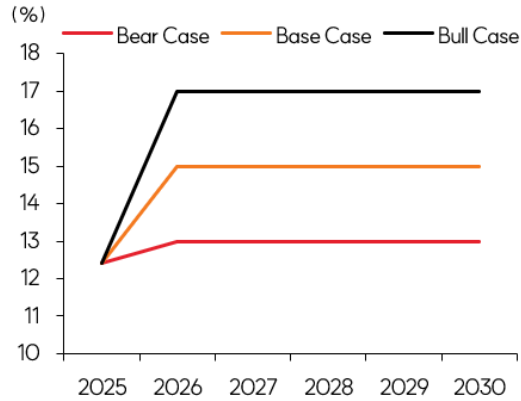
결론적으로 구글의 Capex 상한을 정하는 것은 대차대조표가 아니라 자본시장의 신뢰이며, 그 신뢰의 담보는 Backlog 의 매출 전환 속도다. 컨센서스 수준의 CapEx 절제가 유지되는 한, 구글은 올해 상반기 이미 치른 값으로 이번 투자 사이클 통과가 가능하다.

CFO, Capex, FCF 추정 (Base Case, 컨센서스 Capex)



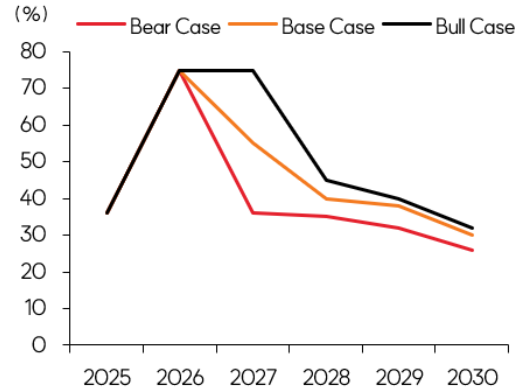
자료: SK 증권 추정

Google Service 시나리오별 매출 CAGR



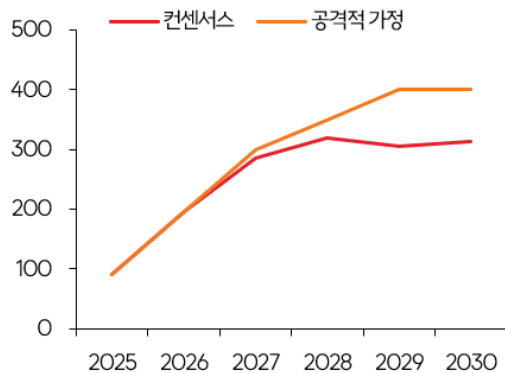
자료: Bloomberg, SK 증권

Google Cloud 시나리오별 매출 CAGR



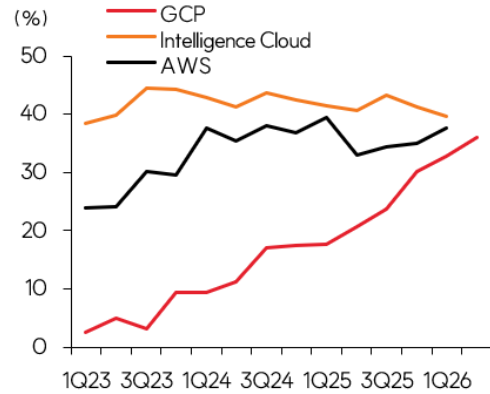
자료: SK 증권 추정

Capex 가정 비교 (컨센서스 vs 공격적 가정)



자료: Bloomberg, SK 증권

클라우드 사업부 3사 OPM 추이



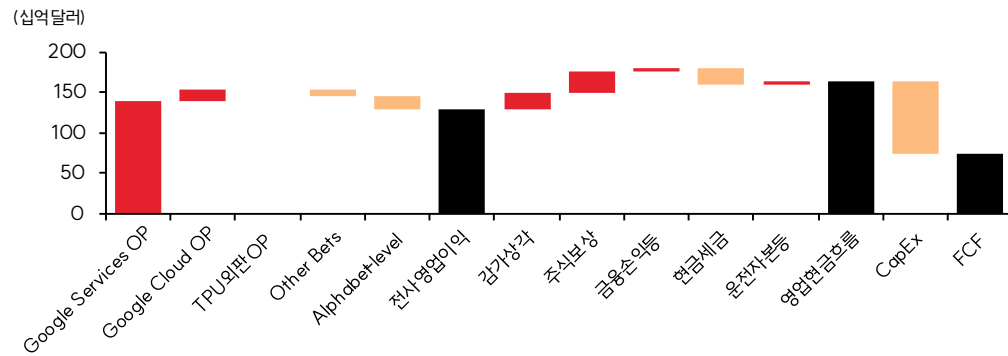
자료: SK 증권

감가상각 추정 (컨센서스 Capex 기준)

CapEx	2025	2026	2027	2028	2029	2030
2020	22.3	2.8	2.8	1.7	0.6	0.6
2021	24.6	3.1	3.1	3.1	1.9	0.7
2022	31.5	4.0	4.0	4.0	2.4	0.8
2023	32.3	4.1	4.1	4.1	4.1	2.5
2024	52.5	3.3	6.7	6.7	6.7	6.7
2025	91.4	0.0	5.8	11.6	11.6	11.6
2026	197.0	0.0	0.0	12.5	24.9	24.9
2027	286.2	0.0	0.0	0.0	18.1	36.3
2028	319.4	0.0	0.0	0.0	0.0	20.2
2029	305.8	0.0	0.0	0.0	0.0	19.4
2030	313.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
모델 D&A 합계	23.9	30.5	46.4	74.6	110.0	146.2

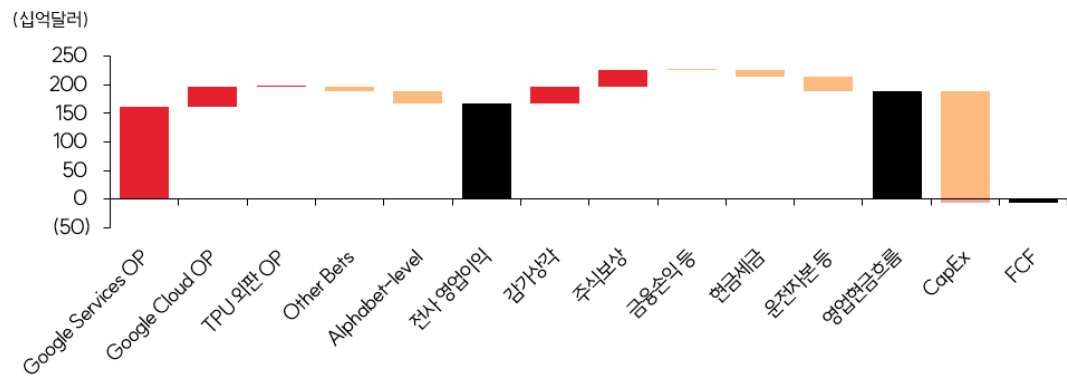
자료: SK 증권 / 주: 단기자산 비중 60%, 단기 6년 장기 15년 감가상각, 가동 시차 1.5년

2025A Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart



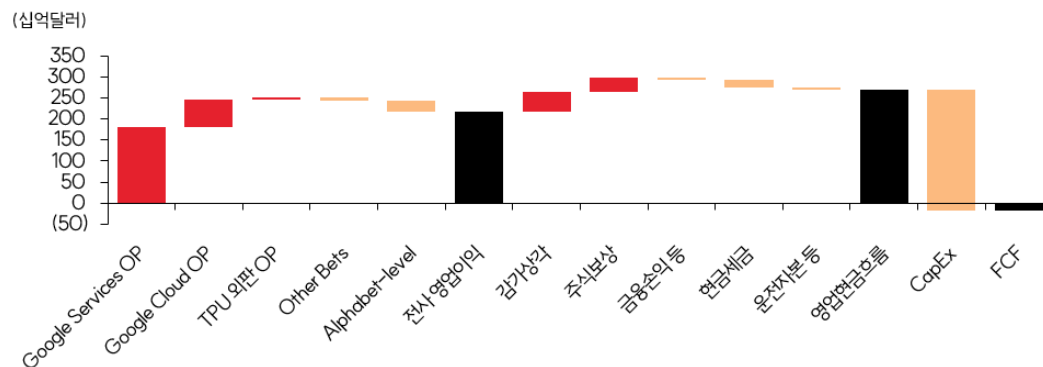
자료: SK 증권 추정

2026E Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart (Base Case, 컨센서스 Capex)



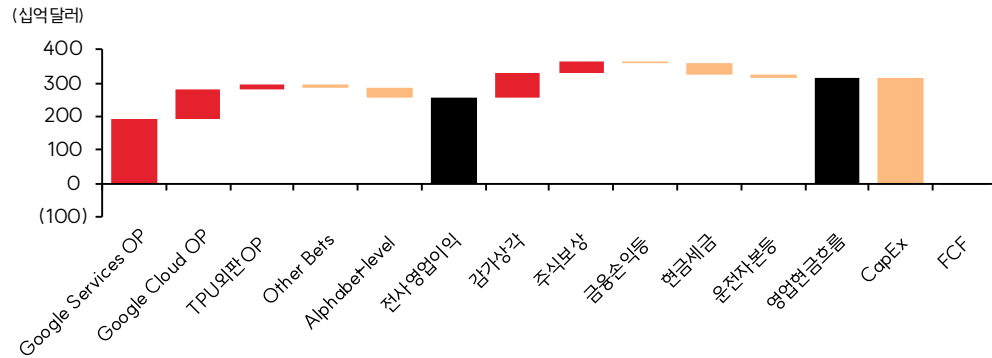
자료: SK 증권 추정

2027E Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart (Base Case, 컨센서스 Capex)



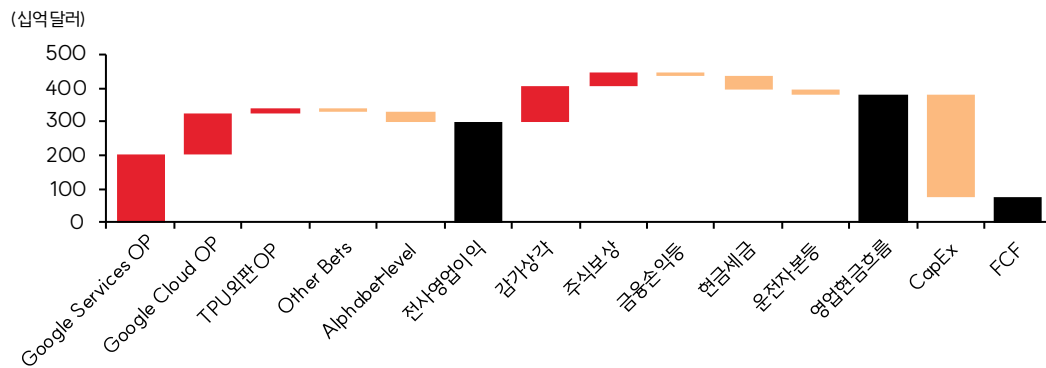
자료: SK 증권

2028E Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart (Base Case, 컨센서스 Capex)



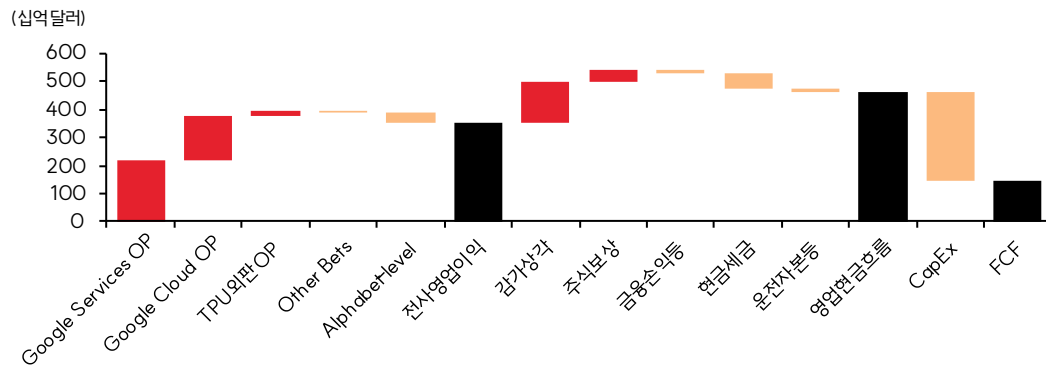
자료: SK 증권

2029E Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart (Base Case, 컨센서스 Capex)



자료: SK 증권

2030E Alphabet OP > CFO > FCF waterfall chart (Base Case, 컨센서스 Capex)



자료: SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 07월 28일 기준)

매수

93.55%

중립

6.45%

매도

0.00%