

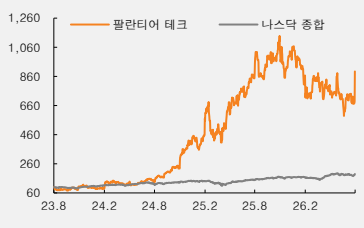
Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 192
현재주가(26/8/5)	USD 158.43
상승여력	21.3%

나스닥 종합(p)	26,363.44
EPS 성장률(27F, %)	40.3%
P/E(27F, x)	73.9x
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	380.72
시가총액(조원)	543.74
상장주식수(백만주)	2,403.1
60일 평균 거래대금(백만USD)	5,738.52
52주 최저가(USD)	107.27
52주 최고가(USD)	207.18

(%)	1M	6M	12M
절대주가	22.5	21.9	-8.6
상대주가	20.1	4.2	-27.5



[AI인공지능/블록체인전략]

한종목

chongmok.han@miraeasset.com

팔란티어 테크

높은 기대치, 그것을 채우고 있는 회사

성장의 질: 고객 수가 아니라 침투율이 만든 +93%

2Q26 매출은 US\$1,935mn으로 전년 대비 +93%, 8개 분기 연속 가속이며 창사 이래 최고 성장률이다. 핵심은 구성이다. 미국 상업 고객 수는 +35% 늘었는데 매출은 +149% 늘었다. 성장의 대부분이 기존 고객의 지출 확대에서 나왔다는 뜻이다. 순매출유지율(NDR)은 157%로 전분기 대비 7%p 상승했고, 계약 기간을 가중한 미국 상업 TCV는 +271%로 헤드라인(+153%)을 크게 웃돌았다. RPO는 US\$4.9bn(+103%)으로 매출 증가율을 상회한다. 조정 영업이익률 62%, 조정 FCF 마진 63%로 성장과 수익성이 동반됐다. 온톨로지에 업무가 들어갈수록 고객이 계약 금액과 기간을 함께 늘린다는 기존 판단이 이번에 숫자로 확인됐다.

가이던스: 보수적으로 깔린 숫자, '목표치 초과'의 관성은 지속 전망

회사는 연간 매출 가이던스를 US\$8.15bn(+82%)으로 올리며 사상 최대 폭 상향이라 밝혔다. 상향분 US\$498mn 중 US\$137mn은 2Q 수치의 반영분이고, 하반기 전망을 실제로 올려 잡은 폭은 US\$362mn(+8.6%)이다. 가이던스가 함의하는 분기 증가율은 3Q·4Q 모두 약 +12%로 상반기(+16%, +19%)보다 낮게 깔려 있는데, 당사는 이를 실제 감속 전망이 아니라 이 회사 특유의 보수적 가이던스 관행으로 판단한다. 미국 정부 부문이 이번 분기 +18% q/q였음에도 4Q에 사실상 제자리를 함의하도록 깔려 있다는 점이 그 방증이다. 직전 분기 초과율(+7.6%)이 3Q에도 재현되면 3Q 매출은 US\$2.33bn, +97% 성장이 된다.

밸류에이션: 요구치는 높다, 그리고 이 회사는 그것을 채우는 궤도에 있다

당사 역산으로 현재 주가는 향후 10년 매출 CAGR 27~32%와 FCF 마진 40% 유지를 요구한다. 분명히 높은 기준이나 이 회사가 향후 수년간 그 기준을 충족할 것으로 판단한다. 현재 성장률(+93%)은 그 요구치의 세 배이고, 가이던스가 함의한 4Q 매출에 'FY27 분기마다 +6% 성장'이라는 보수적 가정만 적용해도 FY27 성장률은 약 +38%로 나온다. 수익성 쪽은 이미 답이 나와 있다. 이번에 기록한 FCF 마진 63%는 요구치인 40%를 23%p 웃돈다. 남은 변수는 성장률 감속의 기율기인데, 3Q 실적이 +83%(가이던스)와 +97%(초과 관성) 사이 어디에 떨어지는지가 그 기율기를 처음 보여줄 것이다. 현재로서는 청신호에 가깝다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액 (USD 100mn)	19	22	29	45	81.5
영업이익 (USD 100mn)	-2	1	3	14	38
영업이익률 (%)	-10.5	4.5	10.3	31.1	46.6
순이익 (USD 100mn)	-4	2	5	16	38
EPS	-0.18	0.10	0.21	0.69	1.57
ROE (%)	-15.4	6.9	10.9	26.2	38.0
P/E (배)	-35.5	175.7	368.2	259.2	103.7
P/B (배)	5.3	10.9	35.4	57.5	31.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

I. 실적: 침투율의 분기

Rule of 40

매출성장률과 조정 영업이익률을 단순히 더해 40이 넘으면 우량 소프트웨어 기업으로 보는 업계 관행 지표. 빠르게 크면서 동시에 돈도 벌기는 어렵기 때문에 만들어진 기준이다.

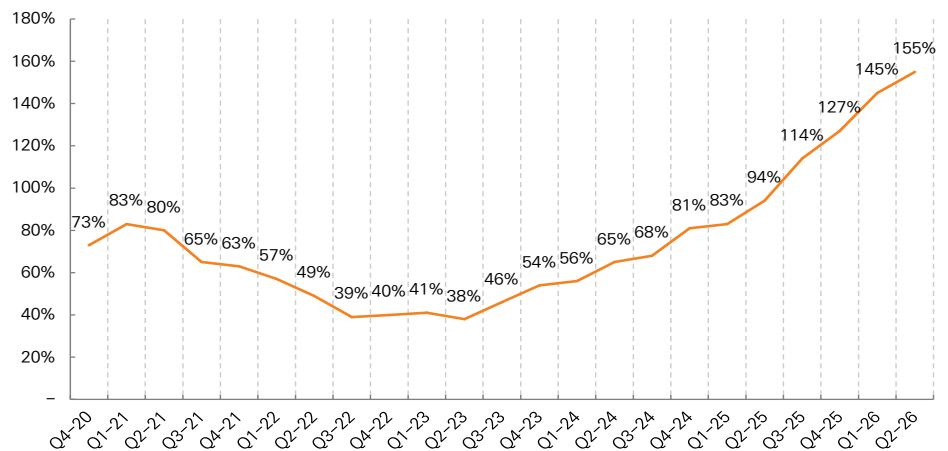
표 1. 2Q26 부문별 매출

구분	2Q25	2Q26	전년비	전분기비
미국 상업	3억 600만 달러	7억 6,400만 달러	+149%	+28%
미국 정부	4억 2,600만 달러	8억 900만 달러	+90%	+18%
미국 합계	7억 3,300만 달러	15억 7,300만 달러	+115%	+23%
국제 상업	약 1억 4,500만 달러	1억 8,200만 달러	+26%	+2%
국제 정부	약 1억 2,700만 달러	1억 8,100만 달러	+42%	+5%
국제 합계	약 2억 7,100만 달러	약 3억 6,300만 달러	약 +34%	약 +3%
전체	10억 370만 달러	19억 3,546만 달러	+93%	+19%

자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

매출 US\$1,935mn은 컨센서스(US\$1,810mn)와 자체 가이드스 상단을 모두 상회했다. GAAP 순이익 US\$1,062mn(마진 55%), 조정 영업이익 US\$1,194mn(마진 62%), 조정 FCF US\$1,220mn(마진 63%)이 한 분기에 동시에 US\$1bn을 넘긴 것은 창사 이래 처음이다. Rule of 40은 155로 12개 분기 연속 확대됐다.

그림 1. 팔란티어의 분기별 Rule of 40 점수



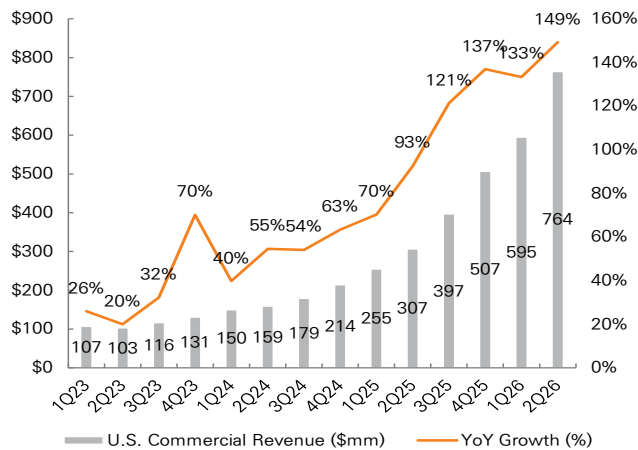
자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

순매출유지율(NDR)

신규 고객을 빼고, 작년에 있던 고객들만 놓고 매출이 얼마나 변했는지 보는 지표. 100%면 제자리, 157%면 작년 100원 쓰던 고객이 올해 157원을 썼다는 뜻.

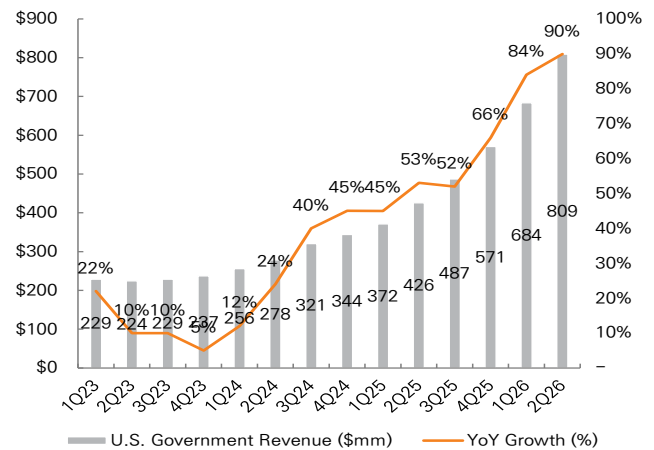
성장의 출처가 더 중요하다. 미국 상업 고객 수는 653개로 +35% 증가에 그쳤지만 매출은 +149% 늘었다. 고객당 분기 매출이 US\$0.63mn에서 US\$1.17mn으로 +85% 된 것이다. NDR 157%(+7%p q/q), 기간 가중 미국 상업 TCV +271%, US\$10mn 이상 계약 73건(사상 최대)이 같은 방향을 가리킨다.

그림 2. 미국 상업 부문 매출과 연간 성장률



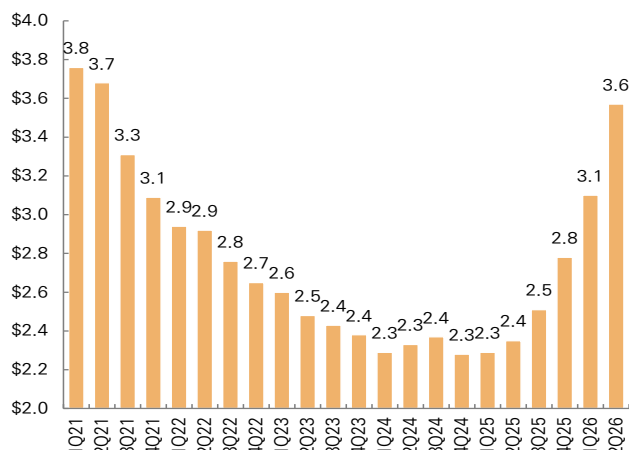
자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

미국 정부 부문 매출과 연간 성장률



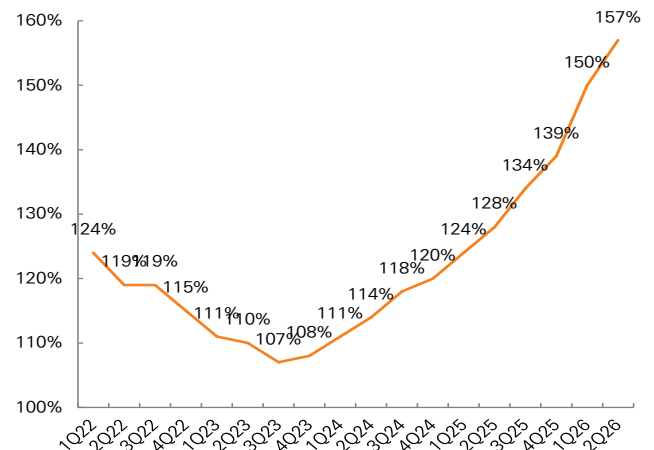
자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기별 고객당 매출 추이 (단위: 백만 달러)



자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

분기별 NDR 추이



자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

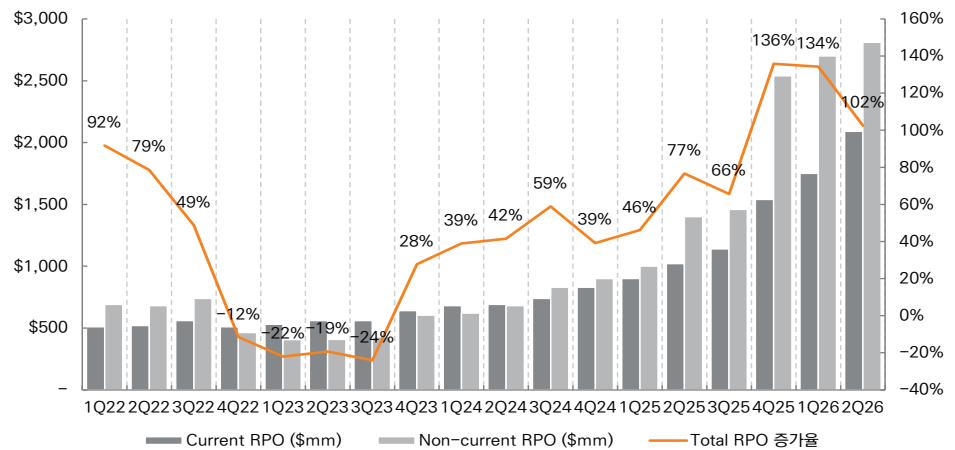
콜에서 공개된 사례도 그렇다. 한 다국적 기술기업은 작년 4Q 단일 사업부 도입에서 시작해 이번 분기 3년 US\$370mn 전사 계약으로 전환했다. 알렉스 카프 CEO는 NDR 강세의 배경으로 한동안 접점이 없던 기존 고객들이 온톨로지와 주권 AI 스택으로 복귀하고 있다는 점을 들며 "이 숫자는 더 좋아질 것"이라고 말했다.

잔여이행의무(RPO)

계약은 이미 맺었지만 아직 매출로 인식하지 않은, 앞으로 들어올 돈의 예약분. 다만 1년 미만 계약이나 고객이 임의로 해지할 수 있는 계약은 빠지기 때문에, 해지 조항이 많은 정부 사업은 대부분 제외된다

RPO는 US\$4.9bn으로 +103% 늘어 매출 증가율(+93%)을 웃돈다. 지금 인식 중인 매출보다 앞으로 인식할 매출이 더 빠르게 쌓이고 있다는 뜻으로, 이번 분기가 일회성이 아님을 뒷받침한다.

그림 4. 팔란티어의 분기별 RPO 금액과 YoY 증가율 (단위: 백만 달러)



자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

전략적으로는 회사가 한 층 더 내려갔다. 고객 보안 경계 안에서 사후학습(SFT·RL)을 직접 수행해 고객 소유 가중치에 지능을 축적하는 "모델 공장"을 제시했고, CTO는 사후학습 없는 Nemotron Ultra가 실제 운영 과제 5건에서 프론티어 모델을 이겼다고 공개했다. 모델 교체를 자동화하는 AIP Evolve, SAP 이관 툴체인과의 협업도 함께 나왔다.

통제 계층의 과금 범위가 관제에서 모델 제조로 넓어지는 방향이며, 당사가 지난 7월 9일 "AI 시장의 컬러가 바뀌었다" 리포트에서 제시했던, '기업 데이터 → 온톨로지 → 공개 모델 → 고객 소유 가중치' 구조가 팔란티어의 제품 로드맵으로 현실화된 것이다.

그림 5. 팔란티어는 AI를 자체 서버(온프레미스), 소버린 클라우드, 엣지 등 고객이 원하는 환경 어디에서나 운영할 수 있도록 설계.

또한 특정 저장장치·GPU·AI 모델에 종속되지 않고, 상황에 따라 어떤 인프라와 모델도 선택할 수 있게 함.

데이터·API·메타데이터·보안 규칙을 개방형 표준으로 연결해, 공급자를 바꾸더라도 데이터와 업무 체계를 계속 유지할 수 있다.

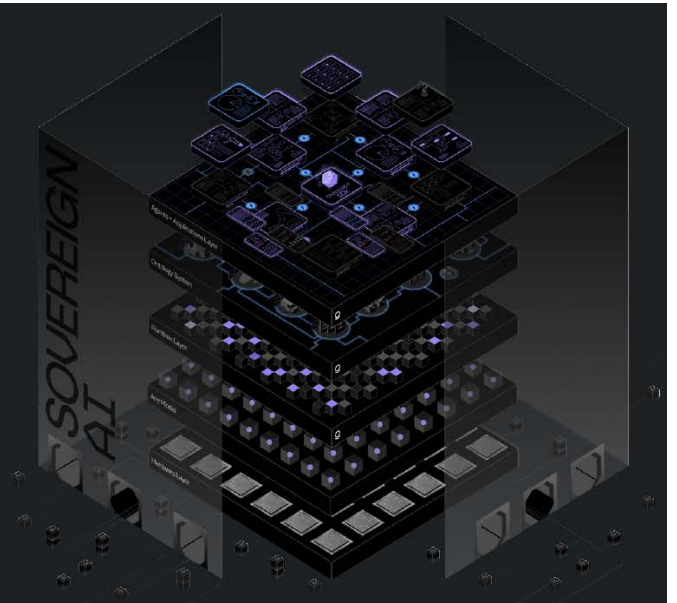
결국 AI 모델보다 그 위에 있는 데이터·온톨로지·애플리케이션 통제권이 기업의 '알파'를 축적하는 핵심이라는 뜻.

기업의 핵심 데이터와 업무 노하우를 외부 AI 기업에 넘기지 않고, 직접 소유·통제할수록 경쟁우위가 더 커진다는 의미.

AI Sovereignty Compounds Your Alpha

An organization's most important secrets are its treasure; in their richness is the alpha. Yet companies are paying misaligned labs to turn that treasure, the very basis for their competitive advantage, into training data for future models. Our architecture keeps you sovereign, so your institution can own, protect, and compound its alpha.

- SOVEREIGN AI OS** → Run AI wherever sovereignty requires it, from on-prem to sovereign cloud to the edge.
- MULTIMODAL DATA PLANE** → Activate AI across any storage, any compute, and any model.
- INTEROPERABILITY** → Keep data portable with open standards, APIs, metadata, semantics, code, and security boundaries.



자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 팔란티어와 NVIDIA는 AI의 미래가 기업 내부 서버, 즉 온프레미스에 있다고 주장
기업 데이터센터 안에서 AI 모델을 직접 학습하고 운영할 수 있는 표준 설계를 공동으로 제공.
민감한 데이터를 클라우드로 보내지 말고 NVIDIA 연산 인프라와 팔란티어 AI OS를 활용하라는 것.
핵심은 AI 성능뿐 아니라 데이터·모델·운영 환경을 기업이 직접 통제하는 것이 중요해진다는 것.



자료: 팔란티어, 미래셋증권 리서치센터

표 2. 엔비디아와 팔란티어의 “파견직(FDE)”이 엔터프라이즈 AI를 위해 각각 협력하는 부분

NVIDIA FDE의 주요 역할	Palantir FDE의 주요 역할
고객이 하려는 AI 작업에 맞춰 GPU 서버와 클러스터를 구성한다.	고객사의 업무 방식과 노하우를 소프트웨어와 AI 애플리케이션으로 구현한다.
NVIDIA의 GPU 가속 소프트웨어와 라이브러리를 고객 시스템에 연결한다.	데이터 접근 권한, 보안, 규제 준수 등 AI를 안전하게 사용하기 위한 관리 체계를 만든다.
고객사가 보유한 내부 데이터를 이용해 맞춤형 AI 모델을 학습한다.	한 번 만든 기능을 다른 부서나 프로젝트에서도 다시 사용할 수 있도록 표준화된 개발 틀을 만든다.
AI가 여러 프로그램과 도구를 순서대로 사용할 수 있도록 모델을 추가로 학습하고 조정한다.	Palantir AIP가 NVIDIA의 GPU 인프라에서 효율적으로 작동하도록 구축하고 배포한다.
AI의 응답 속도가 고객의 요구 수준에 맞도록 시스템을 최적화한다.	AIP Assist, AIP Analyst 등 70개 이상의 도구를 활용해 직원들이 AI로 업무와 개발을 수행하도록 돕는다.
새로운 GPU와 시스템이 출시되면 고객 환경에 빠르게 적용한다.	외부 전문가가 떠난 뒤에도 고객사가 시스템을 직접 운영할 수 있도록 기술과 업무 방법을 내부 직원에게 전수한다.

자료: 미래셋증권 리서치센터

II. 가이드스: 보수성의 해부

표 3. 가이드스 변경 내역과 합의

	기존	신규
FY26 매출	US\$7.7bn (+71%)	US\$8.2bn (+82%)
FY26 미국 상업	≥US\$3.2bn (+120%)	≥US\$3.4bn (+134%)
FY26 조정 영업이익	US\$4.4bn	US\$4.9bn
FY26 조정 FCF	US\$4.2~4.4bn	US\$4.5~4.7bn
3Q26 매출	-	US\$2.2bn

자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 가이드스가 합의한 분기별 성장 궤적

	1Q26	2Q26	3Q26e	4Q26e
매출 (US\$bn)	1.63	1.94	2.16	2.42
q/q	16%	19%	12%	12%
y/y	85%	93%	83%	72%

자료: 팔란티어, 미래에셋증권 리서치센터

팔란티어가 제시한 가이드스의 상향분 US\$498mn 중 US\$137mn은 2Q 실적의 초과분을 자동적으로 반영한 것이다. 이를 감안하여 하반기 전망치를 실제로 올려 잡은 폭은 US\$362mn(+8.6%)이다. 이로써 분기 증가율은 +12%로 상반기 성장보다 낮게 제시한 것으로 볼 수 있다.

그러나 당사는 이 성장 감속의 그림을 액면대로 받아들이지는 않는다. 근거는 두 가지다. 첫째, 부문별로 뜯어보면 미국 상업 가이드스 하한은 하반기 분기 평균 US\$1,031mn으로 2Q 실적 대비 +35%를 합의하는 반면, 전체에서 이를 차감한 미국 정부·국제 부문 매출 합산은 4Q에 사실상 제자리 성장을 합의한다. 이번 분기 +18% q/q를 기록한 미국 정부 부문이 성장률 0으로 수렴한다는 가정은 실제 전망이라기보다 매우 보수적인 가정이라고 본다. 둘째, 이 회사는 8개 분기 연속 자체 가이드스를 초과해 왔고 직전 분기 초과율은 +7.6%였다. 같은 폭이면 3Q 매출은 US\$2.33bn, +97% 성장으로 오히려 가속이 된다.

증분 마진도 주목할 대목이다. 매출 상향 US\$498mn 대비 조정 영업이익 상향은 US\$447mn으로 90%에 달한다. 하반기 추가 매출에 신규 비용이 거의 붙지 않는다고 회사가 보고 있다는 뜻이다. 신규 고객 확보에 영업과 인력을 태우는 구조가 아니라, 이미 엔지니어가 배치된 계정에서 사용량과 계약 범위가 커지는 구조라는 의미고, NDR 157%와 정확히 같은 곳을 가리키고 있다.

III. 밸류에이션: 요구치와 궤도

실적 다음 날 주가는 +29.5% 급등해 역대 두 번째 상승폭을 기록했다. 8개 분기 연속 비트에도 발표 익일 하락하던 패턴이 처음 끊겼고, 비슷한 peer group의 동반 상승 없이 단독으로 재평가받은 하루였다.

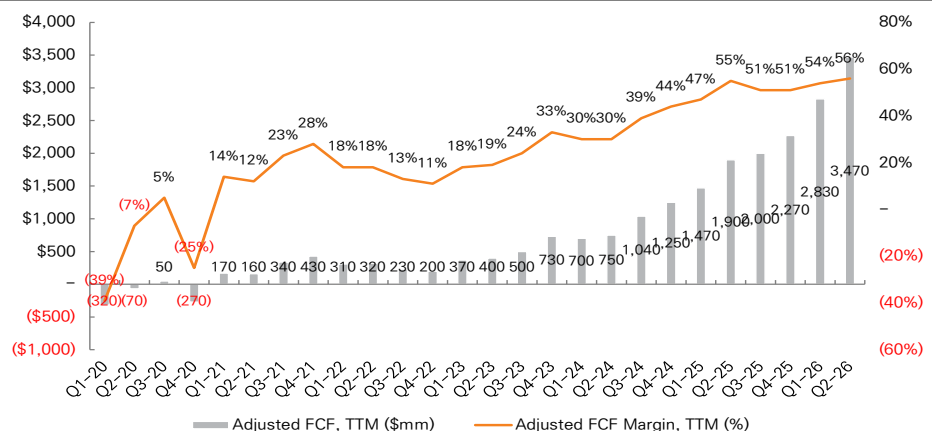
당사는 목표주가 대신 역산을 제시한다. 희석주식수 2,569mn주 기준 시가총액은 약 US\$418bn, 현금 US\$9.2bn 차감 시 EV는 약 US\$409bn으로 FY26 매출 가이드언스의 약 50배다. 10년 뒤 FCF 배수 25배 거래와 요구수익률 10%를 가정하면 2036년 필요 매출은 약 US\$106bn, 10년간 필요 연평균 성장률은 27~32%(FCF 마진 40%를 유지한다는 전제)다.

물론 높은 기준이다. 그리고 당사의 결론은, 이 회사가 향후 수년간 그 기준을 충족할 것이라는 쪽이다. 근거는 세 가지다.

첫째, 성장 요구치 대비 현재 성장 궤도의 여유가 크다. 현재 성장률 +93%는 요구 CAGR의 세 배다. 복리 구조상 초반 초과 달성은 후반 부담을 기하급수적으로 줄인다. 가이드언스가 합의하고 있는 4Q 매출에 분기 QoQ +6%라는 보수적인 가정을 적용해도 FY27 성장률은 약 +38%로 나온다. 요구치 하단(27%)까지 내려오려면 지금부터 감속이 상당히 가팔라야 하는데, RPO가 매출보다 빠르게 쌓이고 기간 가중 TCV가 +271%인 회사에서 그런 급감속이 나올 근거는 현재로서는 보이지 않는다.

둘째, 마진 요구치는 이미 초과 달성 중이다. 조정 FCF 마진 63%는 요구치 40%를 23%p 웃돈다. 더 중요한 것은 이 마진이 성장과 상충하지 않는 구조라는 점이다. 가이드언스에서 제시한 증분 마진이 90%라는 것을 감안할 때, 이 회사의 추가 매출은 추가 비용을 거의 동반하지 않으며, 이는 침투율 성장의 구조적 특성이다.

그림 7. 팔란티어의 분기별 조정 FCF 및 FCF 마진 (단위: 백만 달러)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

셋째, 성장의 연료가 계약 잔고로 이미 확보돼 있다. RPO US\$4.9bn(+103%), 잔여 계약 가치 US\$13.1bn(+83%)은 향후 매출의 선행 지표이며 둘 다 매출 증가율을 웃돈다.

남은 변수는 감속의 기율기인데, 3Q 실적이 +83%(가이던스)와 +97%(역사적으로 매출 beat를 해왔던 관성) 사이 어디에 떨어지는지가 그 기율기를 처음 보여줄 것이다. 당사는 상단에 가까운 착지를 예상한다.

다만 리스크 사안으로, 국제 상업의 정체(+2% q/q)와 'AI 모델 공장' 비즈니스 진입에 따른 원가 부담을 계속 추적할 필요를 느낀다. 그러나 전자인 국제 정부 부문은 +42%로 성장하고 있고, NATO가 대체재의 부재로 팔란티어에 단독 입찰 조달을 택한 점에서 국제 상업의 정체는 중장기적으로 해소될 여지가 크다고 판단한다. 후자는 조정 매출총이익률(86%) 지표로 분기 실적 때마다 확인해야할 사안이다. 두 사안 모두 당사 시나리오상 잠재적 리스크이지 현재 진행형의 훼손은 아니다.

결국 가장 중요한 핵심은, 팔란티어가 앞으로도 기존의 소프트웨어 기업보다 높은 멀티플을 받을 만한 해자를 증명해야 한다는 점이다. 온톨로지, 모델 교체 계층, 고객 소유 가중치가 경쟁사의 FDE 조직과 모델 플랫폼에 의해 복제되지 않아야 한다. 그리고 현재로서는 청신호에 가까워 보인다. 이번 분기만 놓고 보면, 핵심 사업 지표는 대체로 그 조건에 가까워지는 방향으로 움직였다.

표 5. 이번 실적으로 달라진 판단

평가 항목	변화	근거
미국 내 사업 모멘텀	대폭 상향	미국 상업 매출 +149%, 전분기 대비 +28%
기존 고객 확장력	대폭 상향	순매출유지율 157%, 고객당 매출 +85%
제품 해자	상향	모델 사후학습 진입, AIP Evolve를 통한 모델 교체 자동화
유럽 진입 경로	소폭 상향	SAP와의 협업을 통한 현지 유통 경로 확보
계약 지속기간	유지	기간을 반영한 계약금액은 +271%였지만 1년 초과 잔고는 +4%
글로벌 시장 규모—단기	하향	국제 상업 매출이 전분기 대비 +2%에 그침
글로벌 시장 규모—중기	유지	국제 정부 +42%, NATO 단독 입찰, 뚜렷한 자국 대체재 부재
매출총이익률의 확실성	하향	서버 운영 내재화와 사후학습이 원가 부담을 높일 가능성
인력 없이 확장 가능한 정도	하향	파트너 확대 필요성과 모델 공장 진입에 따른 구축 부담
구축 역량의 독점성	소폭 하향	엔트로픽과 OpenAI가 상주 엔지니어 조직을 신설

자료: 미래에셋증권 리서치센터

위 표에서 중요한 것은 긍정과 부정 항목의 개수보다는 각각의 무게다. 긍정적인 변화는 현재 매출을 실제로 만드는 핵심 엔진에서 나왔다. 미국 상업 부문의 성장률, 기존 고객의 지출 확대, 고객당 매출 증가, 제품 기능의 확장이 모두 동시에 강화됐다. 반면 부정적인 변화는 대부분 향후 발생할 수 있는 잠재적 비용 및 경쟁 위험에 가깝다.

매출총이익률이 실제로 구조적으로 하락했거나, 경쟁사의 FDE 조직이 대형 고객을 빼앗았거나, 팔란티어의 고객 확장률이 아직 둔화한 것은 아니다. 회사의 경쟁력은 오히려 기존 예상보다 강해졌다고 판단한다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.