

미국은 지금

Anthropic IPO: 프론티어 AI의 첫 단독 상장

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Equity 박기현
RA 한유진



Issue Brief

1. 숫자로 읽는 엔트로픽

1.1 \$11.6B — 2분기 매출, 사상 처음으로 오픈 AI(\$6.7B)를 앞섰다

엔트로픽(Anthropic, PBC)은 2021년 오픈 AI 핵심 연구진이 독립해 설립한 파운데이션 모델 기업으로 Claude 시리즈를 개발했다. 설립 5년 만인 2026년 2분기, 잠정 매출 116억 달러를 기록하며 원조 격인 오픈 AI(67억 달러)를 처음으로 추월했다(양사 보도치 기준, 회계 집계 방식 상이). 전년 동기 매출(7.87억 달러) 대비 약 14배 성장한 수치다. 7월 말 기준 **런레이트(최근 월 매출×12, 연환산 매출액)**는 650억 달러에 달한다(언론 보도 기준). 2분기에는 조정 영업이익 흑자도 달성했다(잠정치, 세부 산식 미공개). 불과 1년 전 투자자 브리핑에서 2028년까지 흑자 전환이 어렵다고 전망했던 점을 감안하면 극적인 반전이다. 매출 1달러당 투입되는 연산(Compute) 비용이 71센트에서 56센트로 하락한 것이 흑자 전환의 핵심 동인이다(5월 WSJ 보도, 전망치 기준).

1.2 차별화의 배경 — 대중 트랙픽 대신 엔터프라이즈 B2B 선택

오픈 AI가 주간 활성 이용자 9억 명의 ChatGPT를 앞세워 대중적 인지도를 선점하는 동안, 엔트로픽은 기업 IT 부서와 개발자 워크플로우 공략에 집중했다. 현재 Fortune 10대 기업 중 8개사를 엔터프라이즈 고객으로 확보했다. **미국 기업의 유료 도입률에서는 이미 5월에 오픈 AI를 넘어섰다.** 법인카드 결제 데이터 기준 엔트로픽에 돈을 내는 기업 비중은 2025년 말 18%에서 7월 43%로 뛰었고, 같은 기간 오픈 AI는 41%에서 40%로 제자리였다(Ramp AI Index). 고객 수에서 먼저, 매출에서 다음 분기에 역전이 일어난 셈이다. 개발자가 복잡한 코딩을 위임하는 자율 에이전트 'Claude Code'의 런레이트는 2월 기준 25억 달러를 넘어섰다. 기업 고객은 내부 업무 흐름에 모델이 결합되면 전환이 쉽지 않고, 에이전트는 일반 사용자 대비 수십 배의 토큰(AI 과금 단위)을 소비한다.

1.3 상장의 본질 — 흑자인데 왜 돈이 필요한가?

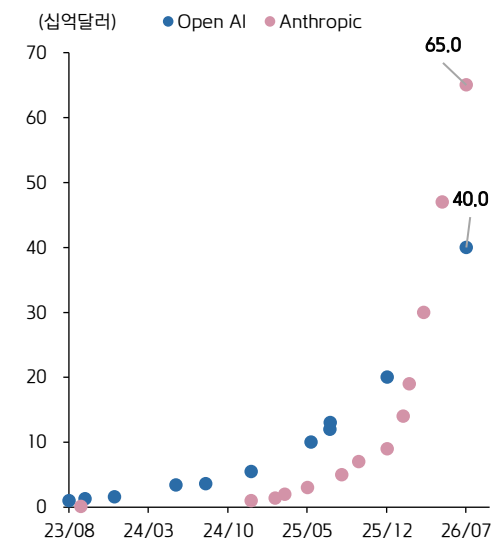
동사가 흑자 전환에도 불구하고 대규모 상장을 추진하는 이유는 확보한 자본 대비 예정된 지출액이 압도적이기 때문이다. 지금까지 동사가 지분투자자와 아마존 전환사채를 통해 확보한 **누적 조달액은 약 1,200억 달러** 수준인 반면, 클라우드·반도체 회사들과 체결한 장기 지급 약정은 4,000억 달러를 상회한다. 지급 약정에 따른 지출 의무는 계약 체결 즉시 발생하는 데 반해

엔트로픽 공모 개요

항목	내용
S-1 제출	2026-06-01 비공개 초안(DRS) 제출 완료 (공개 S-1 미제출)
예상 시기	2026년 10월 목표 (보도)
대표 주관사	Goldman Sachs, Morgan Stanley, JPMorgan, Citi (보도)
조달 규모	SpaceX(\$86.2B) 이상 조달 목표 (보도)
거래소·티커·공모가	미정 (공개 S-1 대기)
직전 마크	Series H \$65B 조달 @ \$965B Post-money (2026-05-28)
장외 거래 기업가치	~\$1.2T (2026년 7월 보도, 체결 회소)

자료: Anthropic, Bloomberg, FT, 키움증권 리서치

엔트로픽과 오픈 AI의 연환산 매출액 추이



자료: 각사 공식 보도 자료 및 언론종합, 키움증권 리서치

매출 창출로 이어질 가용 연산력의 본격적인 가동 시점은 2027~2028년에 집중되어 있다. 이는 현수준의 영업이익 흑자로는 감당 불가능한 시차이다. 결국 약정 이행을 위해서는 대규모 자기자본 확충이 불가피하며, 이는 앞서 상장한 SpaceX가 대규모 설비투자를 소화하기 위해 860억 달러 전액을 신주 발행으로 조달했던 배경과 일치한다.

1.4 밸류에이션 점검 — \$965B 마크와 멀티플 압축

지난 5월 시리즈 H(비상장 단계 투자 유치 라운드, A부터 순서대로 붙여 여덟 번째)에서 인정받은 기업가치는 9,650억 달러다. 투자금 650억 달러가 들어온 직후 기준(Post-money)이니, 투자 직전 평가는 9,000억 달러였던 셈이다. 이는 상장 즉시 S&P 500 구성종목 시가총액 12위권에 해당하는 규모다.

기업가치의 증가폭도 크지만 7월 연환산 매출액(650억 달러) 기준 PSR(기업가치÷매출)은 14.8배로, 과거 라운드 대비 배수는 오히려 구조적으로 압축되었다(Series E 44~62배 → H 21배, 각 라운드 시점의 연환산 매출 기준). 이는 기업가치가 15개월간 15.7배 상승하는 동안 매출이 34배 증가하며 밸류에이션 부담을 낮췄기 때문이다.

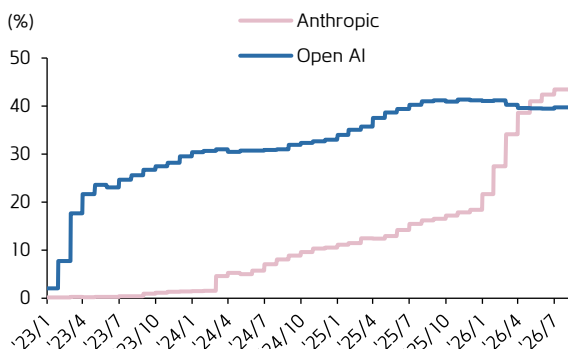
언론에 보도된 IPO 기대 시총 2조 달러는 연말 런레이트 기대치(1,000억~1,200억 달러)의 17~20배 수준을 가정한 수치다. 파운데이션 모델 사업에 100% 노출된 미 증시 최초의 Pure Player라는 점은 프리미엄 요인이지만, 천문학적인 지금 약정과 특수 지배구조는 주요 할인 요인이다.

앤트로픽 IPO 관련 국내 투자자 참고사항

항목	내용
공모주 접근성	- 미국 IPO의 공모주 청약 물량은 주관사단 채널 중심으로 배정되므로 국내 일반 투자자의 실질적인 직접 청약은 제한적 - 상장 이후 장내 거래 또는 가상장된 밸류체인 수혜주(4장 참조)를 통한 간접 투자가 현실적인 대안
국내 기업 접점	삼성전자·SK하이닉스는 Micron과 함께 Series H에 전략적 인프라 파트너로 참여(회사 발표). 7월 공급계약 체결을 발표했으나 세부 조건은 미공개
선례 점검 (SpaceX)	- 지난 6월 상장한 SpaceX(SPCX)는 공모가 135달러로 출발해 첫날 160.95달러(+19.2%)로 마감 - 상장 16거래일 만에 나스닥 100 지수에 패스트트랙으로 조기 편입되었으나, S&P 500 편입은 12개월의 시즈닝 요건과 GAAP 흑자 검증 요건으로 인해 2027년 이후로 미뤄진 상태
보호예수 (Lock-up)	- SpaceX는 15개 시점으로 락업 해제를 분산함 - 앤트로픽의 확정 락업 일정과 아마존 보유 무의결권 보통주의 출회 조건은 공개 S-1의 핵심 점검 대상

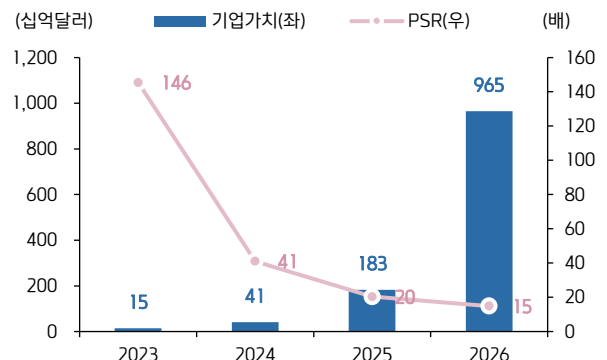
자료: 키움증권 리서치

미국 기업 유료 도입률, '26년 5월 앤트로픽이 오픈 AI를 역전



자료: Ramp Economics Lab, Bloomberg, 키움증권 리서치 (2026년 7월 기준)
주: Ramp AI Index. Ramp 법인카드·빌페이 거래 데이터로 집계한 미국 기업(표본 4만여 사) 중 해당 벤더에 유료 결제한 기업의 비중, 월간

앤트로픽 기업가치 및 PSR(기업가치÷매출) 변화 추이



자료: Yahoo Finance, Anthropic, 언론보도 종합, 키움증권 리서치
주: 2026년 PSR 배수는 7월 런레이트(연환산매출액) 기준

2. 수익 모델과 차별화의 실체

2.1 세 가지 과금 엔진: 종량 과금, 좌석 구독, 에이전트

엔트로픽의 매출은 소비자 챗봇 유료 구독에 편중되지 않고, 기업 IT 예산과 소프트웨어 개발 파이프라인에 직결된 세 가지 경로로 분산되어 있다.

- **멀티 클라우드 API (Volume Driver):** 자체 API 콘솔 외에도 AWS Bedrock, Google Vertex AI, Microsoft Foundry 등 3대 클라우드 마켓플레이스를 전면 활용한다. 엔터프라이즈 고객은 기존에 체결해 둔 연간 클라우드 약정 잔액(EDP)을 활용해 즉시 결제할 수 있어, 엔트로픽은 직접적인 영업비용(SG&A) 증가를 억제하면서 외형 침투 속도를 높인다.
- **워크스페이스 구독 (매출 하방 지지):** Team 및 Enterprise 라이선스는 계정(Seat)당 고정 요금을 수취하는 전형적인 SaaS 모델이다. 싱글 사인온(SSO), 사내 데이터 미학습 보장, 보안 감사 로그 등 엄격한 컴플라이언스 기능을 번들링해 판매하며, 경기 변동에 따른 API 사용량 급감 리스크를 방어하는 완충 장치 역할을 한다.
- **에이전틱 워크플로우 (인당 사용료 상승 견인):** Fable 5.1 엔진 기반의 'Claude Code'와 'Computer Use' 등 자율 에이전트 환경이다. 단순 질의응답과 달리 코드를 작성하고 테스트 및 디버깅을 자체 수행하는 루프를 거치며 컨텍스트 윈도우를 대량 소모한다. 개발자 1인이 일반 챗봇 사용자의 수십 배에 달하는 토큰을 소모하므로 계정당 평균 단가(ARPU)를 가파르게 끌어올리는 주축이다.

2.2 오픈 AI 대비 차별화: 대중 인지도 대신 '조달 해자'와 코딩

- **규제 산업을 관통한 보안 표준:** 동사는 '헌법적 AI(Constitutional AI)' 프레임워크를 기반으로 금융, 의료, 법률 등 데이터 보안과 환각 제어가 까다로운 고규제 산업군을 선점했다. 이는 대기업 IT 및 정보보호 부서의 까다로운 벤더 심사를 가장 빠르게 통과하는 '조달 해자(Procurement Moat)'로 기능하고 있으며, Fortune 10 중 8개사를 확보한 구간이다.
- **개발자 파이프라인 장악:** 2월 기준 런레이트 25억 달러를 돌파한 Claude Code는 소프트웨어 엔지니어링의 사실상 표준으로 자리 잡았다. 기업의 핵심 개발 파이프라인에 Claude가 결합되면서 엔터프라이즈 계정의 해지율을 낮추고 순매출유지율(NRR)을 지탱하는 요인이다.
- **실적으로 입증된 2분기 역전:** 오픈 AI 역시 기업 매출 비중이 40%를 상회한다고 발표했으나, 태생적으로 B2C 플랫폼에 강점을 둔 오픈 AI와 처음부터 엔터프라이즈 B2B에 주력한 엔트로픽의 체질 차이가 2분기 잠정 매출 역전(116억 달러 vs 67억 달러)으로 가시화되었다.

주요 프론티어 AI 4개사 포지셔닝 비교

항목	엔트로픽 (Claude)	오픈 AI (GPT)	xAI / SpaceX (Grok)	구글 (Gemini)
주력 시장	기업 B2B, 코딩 및 자율 에이전트	B2C 대중 트래픽 (주간 9억 명) + 기업	X 플랫폼 결합, B2C 및 기업	Workspace·GCP 결합 생태계
유통 경로	3대 클라우드(Bedrock·Vertex·Foundry) + API	Azure 중심에서 Bedrock 등으로 다변화	X 인앱, 독자 API, SPCX 인프라 생태계	Google Cloud Vertex AI 독점 공급
경쟁 우위	엔터프라이즈 컴플라이언스, 코딩 툴 락인	압도적 브랜드 인지도, 멀티모달 선도	실시간 소셜 데이터, 초대형 클러스터	방대한 검색 데이터, TPU 수직계열화
핵심 과제	대중 인지도 열위, 전문학적 컴퓨트 약점	대규모 현금 손실, 지배구조 개편 마찰	엔터프라이즈 B2B 레퍼런스 부족	개발자 브랜드 선호도 열위

자료: 각사 공식 발표, 키움증권 리서치

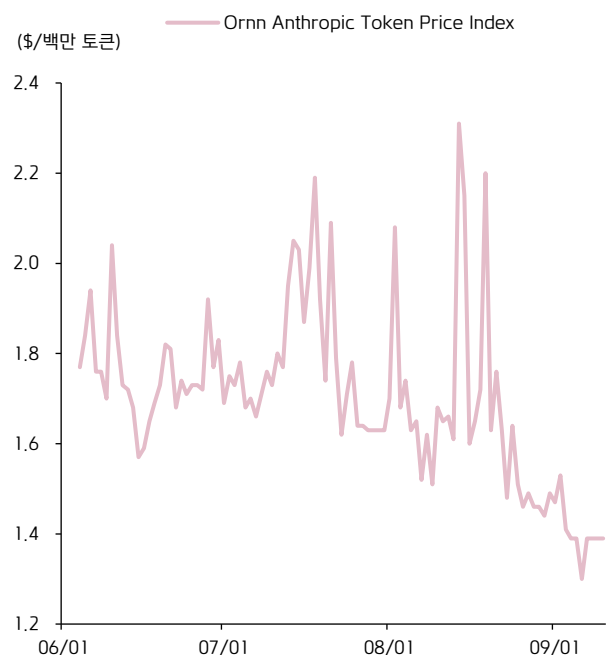
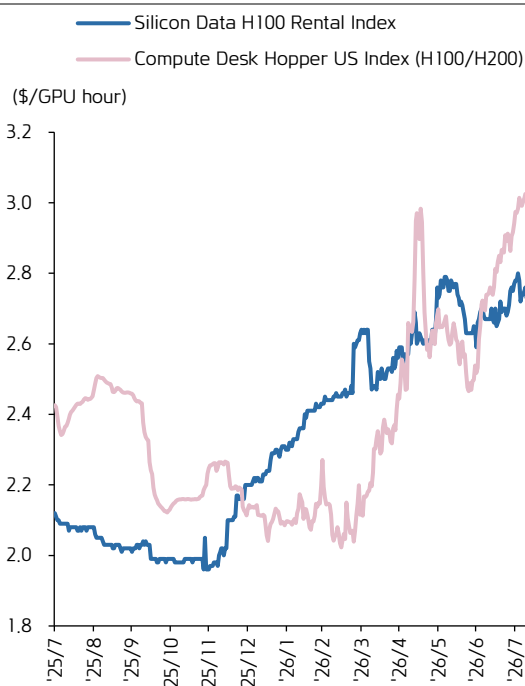
2.3 락인(Lock-in)의 명암과 단가 디플레이션

기업 워크플로우 상단에 결합된 락인은 강력하지만, 파운데이션 모델 자체의 락인은 취약하다는 점을 명확히 구분해야 한다.

- 모델 계층의 낮은 전환비용:** 기업 고객이 느끼는 전환비용은 프롬프트 템플릿과 개발 환경 설정 등 시스템 상단에 집중되어 있다. 모델 계층 자체는 Cursor 나 MS Copilot 등 주요 개발 도구들이 최신 벤치마크에 맞춰 기본 탑재 모델을 수시로 교체하거나 오픈웨이트 모델을 혼용하는 사례가 누적되고 있다. 특히 오픈 AI 가 9 월 초 공개한 'GPT-6 Astra'는 소프트웨어 엔지니어링과 컴퓨터 제어를 전면에 내세우며 Claude Code 의 안방을 직접 겨냥했다.
- 지속되는 단가 인하 압력:** 최상위 플래그십 티어 단가는 양사 모두 백만 토큰당 입력 10 달러, 출력 50 달러 선으로 수렴했다. 반면 하위 및 중형 티어는 동일 성능 기준 6~12개월마다 20~80%의 가파른 가격 인하가 일상화되어 있다(Sonnet 5 -33%, Fable 5.1 캐시 리드 -75%). 실거래 가격도 같은 방향이다. 엔트로픽 토큰 스팟 가격 지수는 6 월 이후 3 개월간 약 20% 하락했고(Ornn, 블렌디드 기준), 시장 전체 토큰 실효 지출 가격은 5 월 고점 대비 절반 수준이다(Silicon Data). 토큰 소비량 증가세가 판가 하락 속도를 웃돌지 못할 경우 유닛 이코노믹스가 훼손될 수 있으며, 고마진 티어의 제품 믹스 유지력이 매출총이익률(GM) 방어의 최대 변수다.
- 원가율 개선의 지속성 의문:** 2 분기 흑자는 매출 1 달러당 연산 비용이 71 센트에서 56 센트로 내려온 결과인데(1 장), 그 원인이 자체 칩에 의한 구조적 절감인지, 단가 인하가 없는 최상위 티어(Claude Code)로의 일시적 매출 쏠림인지, 2 분기 파트너 인프라 할인(보도) 덕인지는 확인되지 않았다. 시장의 연산 비용이 싸져서는 아니다. 지난 1 년 H100 온디맨드 임대료는 오히려 25% 올랐다(Silicon Data). 9,650 억 달러가 요구하는 영업이익률 25~35%(4 장)는 5 월 전망치 기준 5%인 조정 영업이익률에서 원가율이 56 센트 아래로 더 내려가야 성립한다. 6 월 이후 판가가 20% 빠진 3 분기 원가율, 즉 공개 S-1 의 매출총이익률 추세가 첫 시험대가 될 것이다.

엔비디아 호퍼(H100) GPU 임대료

엔트로픽 토큰 가격 지수('26.06 ~ '26.09)



자료: Silicon Data, Ornn, Bloomberg, 키움증권 리서치

3. 컴퓨터 인프라와 자본 구조의 실체

3.1 자금 조달과 구매 약정의 불균형

지금까지 앤트로픽에 실제 유입된 지분 편당은 누적 1,120 억 달러(Series C~H)와 아마존 전환사채 80 억 달러를 합쳐 약 1,200 억 달러 수준이다. 반면 향후 지급 의무가 발생하는 인프라 구매 약정(Purchase Commitments)은 AWS 10년간 1,000 억 달러 이상, 구글 클라우드 5년간 2,000억 달러, 애저 300억 달러, 네오클라우드 및 데이터센터 리스 1,000억 달러 이상으로 공식 발표와 언론 보도를 합쳐 4,000 억 달러를 웃돈다. 여기에 리볼버 한도 150 억 달러와 칩 담보 SPV 차입 350 억 달러(오프밸런스 임차 구조)가 얹혀 있다. 런레이트 650 억 달러의 가파른 외형 확장에도 불구하고, 고정적인 인프라 지출 의무가 잉여현금흐름을 구조적으로 압박하는 형태다.

파트너별 자금 유입 및 연산 자원(Compute) 약정 현황

파트너사	확인된 자금 유입 (형태 / 금액)	연산 자원 약정 지출 (규모 / 기간)
Amazon	전환사채 \$8.0B + 우선주 \$10.0B 납입 (잔여 시설 \$15B)	AWS >\$100B / 10년, 최대 5GW 공급
Google	누적 ~\$3B + \$10B 즉시·\$30B 조건부 약정	TPU 최대 100만 개(5GW), \$200B / 5년 약정
Microsoft·Nvidia	최대 \$5B(MS) / \$10B(NVDA) 지분 약정	Azure \$30B 약정, 최대 1GW 공급
AMD	최대 \$5B 지분 약정	MI450 가속기 최대 2GW(1GW는 1H27 공급)
메모리 3사	Micron, 삼성전자, SK하이닉스 Series H에쿼티 참여	차세대 HBM4 등 메모리 공급계약 체결
네오클라우드·리스	—	SpaceX \$1.25B/월, Nscale \$45B, Lambda \$35B, DC 리스
차입 한도·SPV	리볼버 \$15B, 칩 담보 SPV \$35B (+2차 ~\$36B 추진)	전액 인프라 설비 확충에 투입

자료: 각사 SEC 공시, 공식 보도자료, 언론 보도 취합, 키움증권 리서치

3.2 전력 인프라: 약정 13GW와 실가동 2.3GW 사이의 시차

파트너사들과 맺은 전력 공급 로드맵의 총합은 최대 13GW를 상회하지만, 2026년 현재 데이터센터에 인입되어 실제 가동 중인 용량은 약 2.3GW에 불과하다. 대부분의 계약 물량은 2027~2028년 이후 가동을 목표로 분산되어 있다. 즉, 지급 의무는 계약 시점부터 묵이기 시작하는 반면, 실질적인 연산력 공급과 매출 기여로 이어지기까지는 1~2년 이상의 시차가 발생한다는 점에 유의해야 한다.

칩셋 경로별 가동 연도 및 전력 용량(GW) 로드맵

칩셋 경로	2026년 실물 가동	2027년 목표 용량	2028년 이후 가시성
Google TPU	1GW+ (초기 배치)	5GW (최대 100만 개)	+10GW 추가 라인업 확보
AWS Trainium	~1GW (Trainium2 기반)	최대 5GW 순차 증설	차세대 ASIC 도입 연계
Microsoft Azure	1GW (Nvidia 기반 약정)	협업 용량 유지	클러스터 효율화 연계
AMD (Helios 등)	구축 준비 단계	2GW (1H27부터 1GW 가동)	대규모 추론 인프라 공급
자체 DC 및 리스 합산	가동 초기 단계	순차 전력 인입	TX, NY, KY, LA 데이터센터 가동
합산 전력 용량	~2.3GW (실제 가동)	~13.0GW+ (발표 상한)	대규모 증설 로드맵 전개

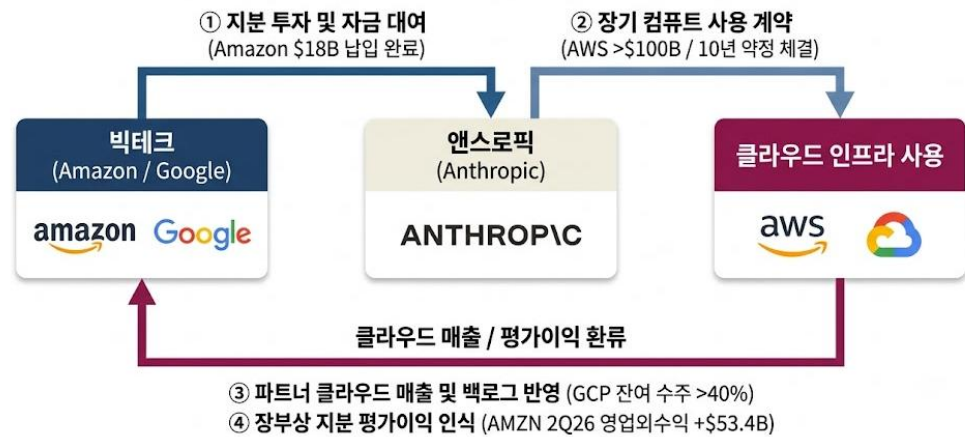
자료: Anthropic, 파트너사 공시, 키움증권 리서치

3.3 빅테크의 '순환 금융': 1인 4역 구조와 이해상충

빅테크가 자금을 대고, 엔트로픽은 그 자금으로 해당 빅테크의 클라우드와 AI 가속기를 구매하며, 빅테크는 이를 자사 클라우드 매출과 장부상 지분 평가이익으로 회수하는 '순환 금융(Circular Financing)' 구조가 고착화되어 있다.

- **투자자·공급자·유통망·경쟁자의 중첩:** 아마존과 구글은 엔트로픽의 핵심 주주이자 인프라 공급자다. 동시에 마켓플레이스 유통망 역할을 수행하면서, 자체 모델로 기술 경쟁을 벌이는 직접 경쟁자이기도 하다.
- **파트너 손익과의 직결:** 엔트로픽의 기업가치가 오르고 컴퓨트 소모량이 늘어날수록 빅테크 파트너사의 클라우드 실적과 영업외수익이 동반 상승한다. 아마존의 2분기 영업외수익 534억 달러는 엔트로픽의 지분 가치 상승이 대부분 기여했다. 향후 공개 S-1에서 이들 거래가 '특수관계자 거래'로 어떻게 공시될지가 투명성 검증의 핵심이다.

빅테크 - 엔트로픽 간 순환 금융 구조



자료: 키움증권 리서치

3.4 반도체 다변화의 실익과 클라우드 종속성

- **하드웨어 단가 통제:** 엔비디아 의존도를 낮추기 위해 구글 TPU, AWS Trainium, AMD, 엔비디아의 4대 경로로 하드웨어를 분산했다. 맞춤형 ASIC 비중을 높여 토큰당 추론 원가를 통제하기 위한 포석이다. 하드웨어 파트너사에는 안정적인 대형 물량이지만, 공급사 간 단가 경쟁을 유도하는 구조는 벤더들의 가격결정력을 제약하는 요인이다.
- **클라우드 종속의 한계:** 칩셋 다변화와 달리 유통망은 여전히 AWS, GCP, Azure 3대 클라우드에 묶여 있다. 자체 데이터센터(Fluidstack, Hut 8, TeraWulf, Riot 리스 등)가 본격 가동되는 시점은 2027~2028년 이후이므로, 상장 후에도 당분간 클라우드 마진 누출과 종속 리스크는 지속될 전망이다.

4. 밸류에이션 파급 효과와 밸류체인 수혜 점검

4.1 밸류에이션 앵커: \$965B, 오픈 AI, SpaceX

- **\$965B 마크에 내재된 가정:** 7월 런레이트 기준 14.8배 수준이다. 이 마크를 향후 5년간 연 15%의 요구수익률로 회수하려면(출구 배수 8배 가정 시) 2031년 매출 약 2,430억 달러(연평균 30% 성장)가 요구된다. 성장률은 현재 속도보다 훨씬 완만한 경로이나, 영업이익률이 25~35% 수준으로 정상화된다는 가정이 필수적이다. 공개 S-1의 공식 매출총이익률(GM)이 밸류에이션 정당화의 1순위 확인 항목이다.
- **오픈 AI 기업가치의 가늠자:** 오픈 AI의 직전 펀딩 마크는 8,520억 달러(런레이트 대비 약 21배) 수준이다. 같은 2분기에 오픈 AI가 123억 달러의 영업손실을 기록한 반면, 엔트로픽은 조정 흑자를 냈다(언론 보도 기준, 산식 상이). 엔트로픽이 1조~2조 달러 구간에서 상장에 안착하면 오픈 AI의 기업가치를 끌어올리는 기준점이 되며, 반대로 인프라 약정 부담으로 할인받을 경우 오픈 AI의 향후 상장 눈높이도 하향 조정될 수밖에 없다.
- **SpaceX와의 차별화:** 앞서 상장한 SpaceX가 발사체와 스타링크라는 독점적 캐시카우를 보유한 '복합기업(Conglomerate)'으로 평가받았다면, 엔트로픽은 프론티어 LLM과 엔터프라이즈 소프트웨어 멀티플만으로 평가받는 첫 시험대다. 최초의 순수 플레이어 프리미엄이 기대되지만, 빅테크 의존도와 지배구조 리스크는 멀티플 상단을 누르는 요인이다.

4.2 밸류체인 수혜 점검 ①: 하이퍼스케일러 장부가와 오버행

엔트로픽의 최종 공모가는 주요 빅테크 파트너사들의 장부가와 당기순이익에 즉각 반영된다.

- **아마존 (AMZN):** 6월 말 기준 전환사채 공정가치 979억 달러와 우선주 925억 달러 등 총 1,904억 달러를 장부에 반영해 두고 있다. 상장 시 전량 무의결권 보통주로 전환되며, 지분율 상한(Ownership Cap)과 락업 해제 일정이 상장 초기 최대 수급 변수다.
- **알파벳 (GOOGL) 및 마이크로소프트 (MSFT):** 알파벳은 비상장 지분 1,243억 달러(취득원가 476억 달러)를 보유 중이며 지분율은 약 14%로 추정된다. 규제 리스크 방지를 위해 의결권과 이사회 참여권은 없다. 마이크로소프트 역시 직전 분기 32억 달러의 지분 평가이익을 공시했다.

주요 하이퍼스케일러 파트너별 장부가 및 손익 반영 (\$B)

파트너사	보유 지분 형태	장부가액 (6/30/26)	2Q26 인식 손익	상장 시 처리 및 조건
Amazon (AMZN)	전환사채 + 우선주	\$190.4 (\$97.9 + \$92.5)	영업외수익 +\$53.4B	무의결권 보통주 전환, 지분율 Cap, 락업
Alphabet (GOOGL)	비상장 지분	\$124.3 (취득원가 \$47.6)	미실현익 +\$77.4B*	지분 ~14%(상한 15%), 의결권·이사회 없음
Microsoft (MSFT)	소수 지분	미공개	평가이익 +\$3.2B	Azure 인프라 공급 계약 연계
Nvidia (NVDA)	비상장 지분 합산	\$47.9 (총 투자자산)	미공개	약정 잔액 \$25B, 차세대 칩 우선 공급

자료: 각사 10-Q, 법원·규제 문서, 언론 보도, 키움증권 리서치 / 주: Alphabet 평가이익은 세부 투자처 미기재 합산액.

4.3 밸류체인 수혜 점검 ②: 실리콘·메모리·데이터센터

단순한 수혜 기대감을 넘어 확정된 계약 물량과 실적 가동 시점이 가시화된 기업 중심으로 선별해야 한다.

- **브로드컴 (AVGO):** 엔트로픽이 **브로드컴의** 2027년 최대 XPU 고객으로 부상할 전망이다. 계획된 5GW 물량은 브로드컴의 2027년 전체 XPU 출하량의 약 50%에 달하는 규모다.
- **아마존 트레니움 (AWS):** 1,000억 달러 이상의 커밋은 AWS의 전체 Trainium 인프라 약정(2,250억 달러 이상)의 약 44%를 차지한다.
- **메모리 (MU, 삼성전자, SK하이닉스):** 마이크론은 차세대 HBM4 장기 공급계약을 체결했다. 삼성전자와 SK하이닉스 역시 Series H 지분 참여와 공급계약 체결을 공식화하며 고대역폭 메모리 납품 경쟁을 이어가고 있다.
- **데이터센터 인프라 (WULF, RIOT, HUT, CIFR, Nexus):** 비트코인 채굴 부지의 HPC 전환을 선점해 맺은 장기 리스 계약이다. 계약 전력 합산 2.5GW 이상, 총계약가치(TCV) 500억 달러를 상회하며 2026~2028년에 걸쳐 순차 매출로 인식된다.

실리콘·메모리·데이터센터 파트너별 정량 수혜 현황

기업명 / 티커	협력 형태 및 대상 하드웨어	정량 지표 및 수주 규모	실적 반영 시점 및 평가
Broadcom (AVGO)	차세대 맞춤형 ASIC(XPU) 설계·공급	5GW 공급 (2027년 출하량의 ~50%)	2027년 최대 단일 XPU 고객 등극
Amazon (Trainium)	AWS 자체 AI 가속기 Trainium 채택	>\$100B (전체 약정 >\$225B의 44%)	인프라 내 ASIC 추론 비중 확대
Nvidia (NVDA)	Microsoft Azure 인프라 경유 공급	Azure 1GW 구축 (GW 당 \$25~40B 시나리오)	블랙웰 기반 고성능 클러스터 공급
AMD (AMD)	차세대 가속기(Helios 등) 클러스터	2GW 컴퓨팅 공급 확보	2027년 상반기 상업 가동 목표
Micron (MU)	차세대 HBM4 직접 납품 계약	대규모 장기 공급계약 (금액 미공개)	HBM4 출하 본격화 시점과 연동
SK하이닉스·삼성전자	지분 참여 및 차세대 메모리 공급	Series H 참여 (공급액 미확인)	차세대 메모리 수주 경쟁 지속
DC 인프라 합산 (WULF, RIOT, HUT 등)	유휴 전력 부지 대상 장기 리스	계약 전력 >2.5GW, TCV >\$50B 상회	2026~2028년 순차 매출 인식
광통신 (LITE, COHR)	800G/1.6T 광트랜시버 공급	정성적 협력 관계	클러스터 증설에 따른 물량 수혜

자료: 각사 공시 및 공식 발표, 언론 보도 취합, 키움증권 리서치

5. 투자 전 핵심 체크리스트

공개 S-1 증권신고서가 제출되었을 때 투자자가 반드시 확인해야 할 6대 핵심 리스크 항목이다.

핵심 리스크 점검 및 S-1 확인 과제

리스크 구분	핵심 내용 요약	S-1 증권신고서 확인 과제
약정 vs 조달 불균형	확약된 컴퓨트 대금(\$400B)이 누적 편당액(\$120B)을 압도. 영업흑자에도 실질 현금흐름 부담 지속	연도별 구매 의무(Purchase Obligations), 데이터센터 리스 의무, 부채 및 SPV 연결 여부
거버넌스 확인	공모주는 1 주 1 표, 창업자 슈퍼보팅 신설(보도, S-1 대기). 장기편익신탁(LTBT)의 이사 과반 선임권(회사 공개 구조). 파트너 지분은 전량 무의결권	주식 종류별 의결권 구조, LTBT 권한의 상장 후 존속 여부, 일반 주주와의 이해상충 조항
가격 디플레이션	하위 티어 단가의 급격한 하락 주기(6~12 개월마다 20~80% 인하), 파운데이션 모델 계층의 취약한 락인	공식 회계 기준 매출총이익률(GM), 클라우드 매출 인식 정책(총액 vs 순액), 채널별 매출 믹스
빅테크 순환 구조	아마존, 구글이 주주·공급자·유통망·경쟁자를 겸임하는 기형적 구조로 마진 통제권 제약	특수관계자 거래(Related-party transactions), 채널별 수수료율, 클라우드 약정 해제 조건
상장 초기 오버행	아마존 보유 지분의 무의결권 보통주 전환에 따른 잠재 매출 부담, 내부자 락업 해제 시점 분산 여부	기관 및 파트너사 락업 스케줄, 신주 및 구주 매출 비율, 지분율 상한(Ownership Cap) 규정
정책 및 규제 리스크	수출통제로 인한 모델 판매 일시 중단 이력, 국가안보 공급망 리스크 지정 관련 법적 분쟁 및 저작권 리스크	핵심 리스크 요인(Risk Factors) 공시, 계류 중인 규제 소송 및 지적재산권(IP) 합의 조건

자료: Anthropic, SEC 공시, 법원 문서, 언론 보도 취합, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.