

미국은 지금

Anthropic S-1: AI 밸류체인 자금 우려 완화, 자체 마진은 시험대

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Equity 박기현 / RA 한유진



Issue Brief

Summary: AI 현금흐름 우려를 완화시킨 엔트로픽

10/26(월) 공개된 엔트로픽(Anthropic)의 S-1 을 두고 시장의 반응은 극명하게 갈렸다. 나스닥이 +0.8%, 필라델피아 반도체지수(SOX)가 +2.8% 상승한 가운데 NVDA·AMD·AVGO·MU 가 2~3%, SK 하이닉스 ADR 이 4% 오른 반면, S-1 공개 두 시간 전 최대 \$95B 규모의 증자를 발표한 Meta 는 1.9% 하락했다. 동일한 문건을 두고 AI 하드웨어 공급망은 '확정된 매출'로, 엔트로픽 및 빅테크 투자자는 '비용 부담'으로 해석한 결과다.

이번에 거래선별로 처음 공개된 대규모 구매약정(Google \$114.5B 이상, Amazon \$110B 이상, Broadcom \$161.2B, SpaceXAI 최대 \$120.5B 등)은 실제 가동률과 무관하게 대금을 지급해야 하는 의무인수(Take-or-pay) 계약이다. 여기에 보유 현금 \$132B 와 최대 \$100B 의 IPO 조달 자금이 더해지는 재무 구조는, 10 월 내내 시장을 짓눌렀던 '부채에 의존한 AI 투자' 우려를 불식시키는 신호로 작용했다.

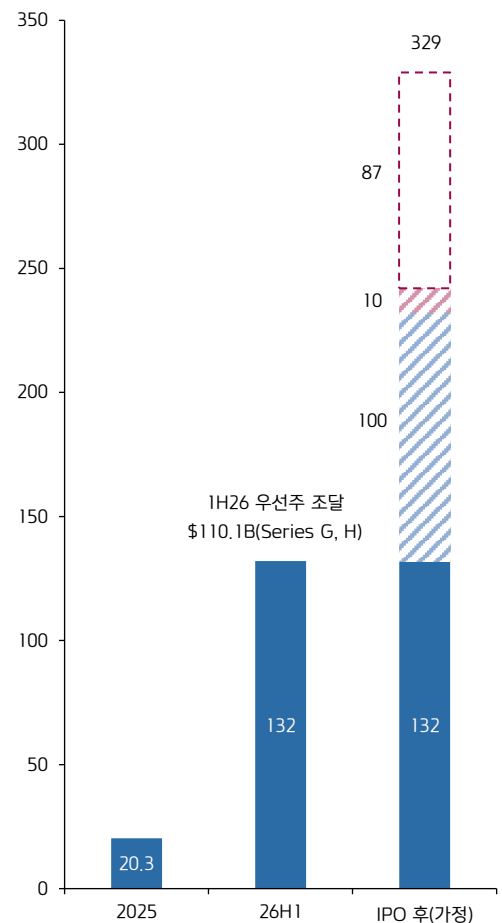
반면 엔트로픽 자체의 실적만 떼어놓고 보면 기존의 수익성 둔화 우려가 한층 뚜렷해진다. 이번에 공개된 2Q26 확정 실적은 조정 영업이익률 19%, 매출 대비 연산(Compute) 원가율 48%로 지난 5 월 투자자 문서 전망치(각각 5%, 56%)를 크게 웃돌았으나, 지난 10/14 선공개된 3Q26 잠정치(조정 영업이익률 11%, 원가율 59%)와 나란히 놓고 보면 3 분기에 마진이 뚜렷하게 꺾였기 때문이다. 사측 역시 MD&A 를 통해 "신규 연산 인프라(Compute)가 가동되는 초기에는 비용이 매출보다 먼저 인식되면서 마진이 훼손될 수 있다"고 명시했다. 장외 시장의 눈높이도 즉각 낮아졌다. S-1 공개 직후 하이퍼리퀴드(Hyperliquid)의 상장 전 선물 가격은 6% 하락하며 내재 기업가치 \$1.86T 안팎에서 거래됐고, 주요 외신이 거론하는 공모 밸류에이션 역시 기존 \$2T 에서 \$1.4~1.75T 수준으로 내려앉았다.

향후 4주간 펼쳐질 수급 공방이 본게임이다. 외신 보도에 따르면 11/9 주간 로드쇼를 거쳐 11/19~20 에 공모가가 확정될 예정이며, 조달 규모는 최대 \$100B 로 SpaceX(\$86B)를 넘어선다. 나스닥 상장 후 15 거래일 뒤인 12 월 하순에는 Nasdaq-100 조기 편입이 예정되어 있으며, 보호예수 물량은 상장 27 일 차부터 단계적으로 해제되고, S&P 500 편입은 상장 후 1 년이 지나는 2027 년 11 월 이후에나 가능하다. 최종 공모 밸류에이션이 \$1.5T 위에서 결정된다면 AI 밸류체인 전반의 리레이팅을 이끄는 기준점이 되겠지만, 이를 밑돌 경우 AI 밸류에이션 상단으로 인식될 것이다.

엔트로픽 IPO 후 가용 유동성 최대 \$329B 추정

- 미인출 신용한도·파트너 조달 여력
- Google 사모 옵션
- IPO 조달 (보도치·가정)
- 현금 및 현금성자산 + 단기투자 (실적)

(십억달러)



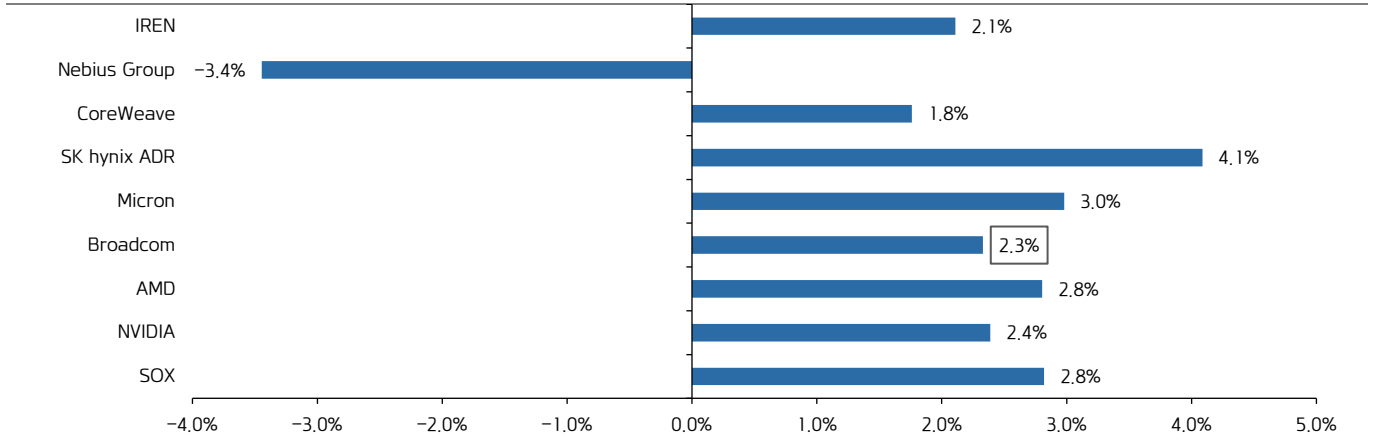
자료: Anthropic S-1(2026-10-26), Reuters·WSJ(공모 규모 보도), 키움증권 리서치

주: 2026.6 말까지는 재무상태표 실적(현금·현금성자산 + 단기투자), IPO 후는 가정

1. 엇갈린 추가: 빅테크는 비용 부담, 공급망은 확정 매출

전일 미국 증시는 반도체가 지수를 끌어올렸다. SOX가 2.8% 올라 나스닥(+0.8%)의 세 배를 웃돌았고, NVDA·AMD·AVGO가 2%대, MU가 3%, SK하이닉스 ADR이 4% 상승해 메모리의 강세가 가장 두드러졌다. 반도체 안에서도 메모리가 앞선 데는 이유가 있다. S-1은 NVIDIA, AMD, Google TPU, AWS Trainium 네 진영의 칩을 모두 쓴다고 적었는데, 엔트로픽 입장에서 이 네 진영은 서로 대체재다. 어느 칩이 더 많이 깔리느냐는 진영 간 점유율 싸움이지만, 어느 칩이 깔리든 HBM은 반드시 따라간다. 칩 진영을 가리지 않고 물량이 합산되는 자리가 메모리이고, S-1이 리스크 요인에서 HBM 3사와 TSMC 의존을 따로 적시한 것도 같은 구조를 말한다.

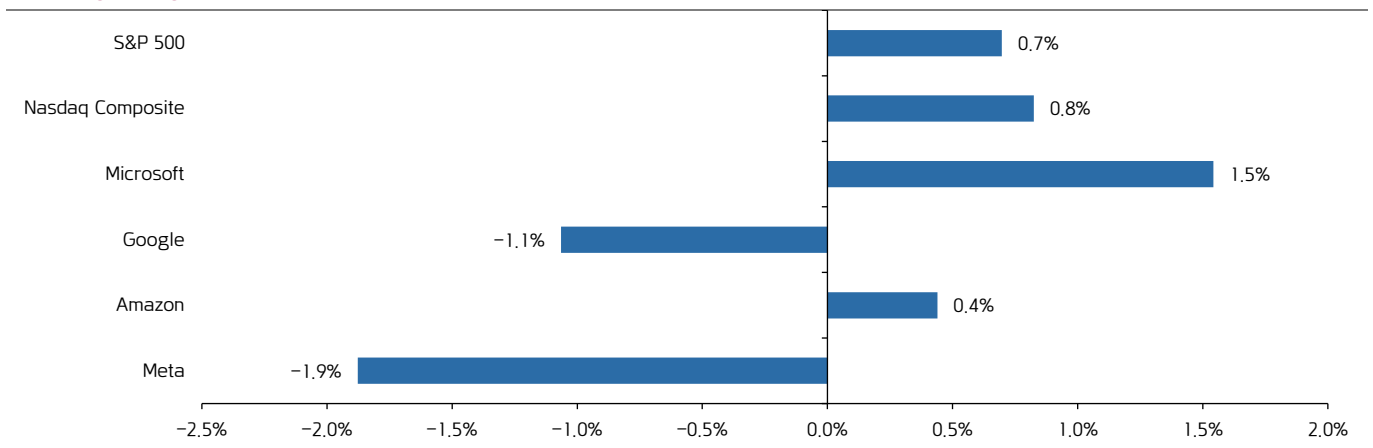
10/26 종목별 등락률 - 네오클라우드 및 반도체 종목



자료: LSEG, 키움증권 리서치

장 초반 밀렸던 네오클라우드가 상승 전환한 것은 S-1을 읽는 관점이 바뀌었기 때문이다. 10월 내내 시장은 네오클라우드의 차입 확장을 걱정했는데, S-1은 그 차입의 반대편에 누가 서 있는지를 보여줬다. SpaceX·AI·Nscale·Lambda 세 곳과 맺은 NVIDIA GPU 클라우드 약정은 합계 \$206B이고, Nscale 계약은 GPU와 데이터센터 자금 조달을 전제로, Lambda 계약은 시설 리스 확보를 조건으로 짜여 있다. 엔트로픽의 약정이 곧 이들 차입의 담보가 되는 구조다. 현금 \$132B에 공모로 최대 \$100B를 더 쌓는 구매자가 뒤에 있다는 점이 확인되자 코어워브(CRWV)와 네비우스(NBIS)가 반등 마감했다. 반대로 같은 날 최대 \$95B 증자를 발표한 META는 1.9% 내렸다. 컴퓨터 대금을 치르는 쪽은 빠지고 받는 쪽은 오르는 차별화가 하루 만에 선명해졌다.

10/26 종목별 등락률 - 주요 지수 및 하이퍼스케일러



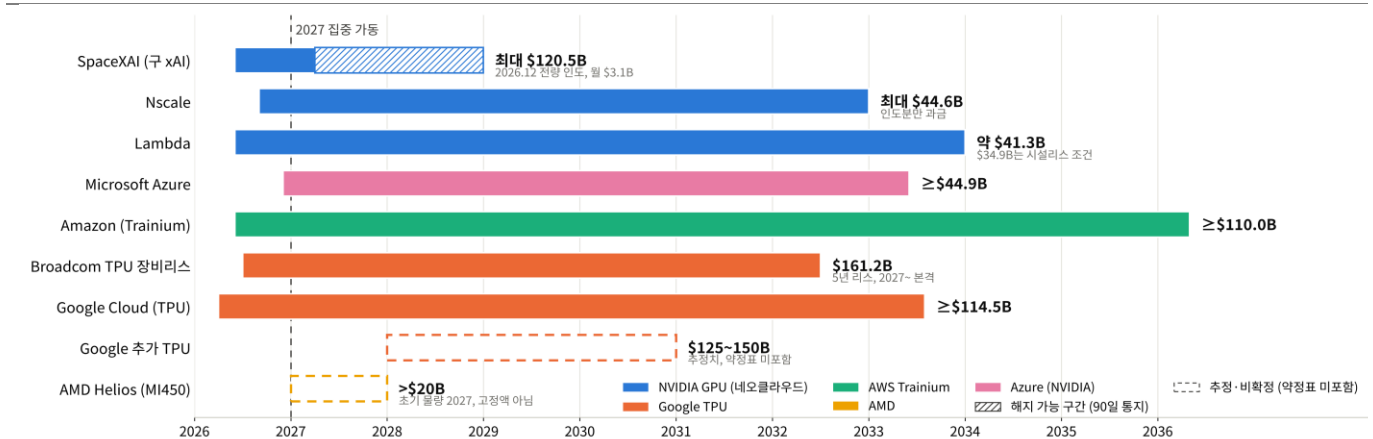
자료: LSEG, 키움증권 리서치

다만 하이퍼스케일러는 수요처이자 공급자이고 동시에 자금줄이다. Google 은 \$114.5B 약정의 상대방에게 NPA(노트 매입 약정) \$20B 와 Series H \$10B 를, Amazon 은 \$110B 약정의 상대방에게 NPA \$15B 와 Series H \$5B, 기존 전환사채 \$6.2B 를 넣어 두었다. 받을 돈의 1/4 안팎을 먼저 대준 셈이어서 클라우드 매출의 일부는 자기 자본으로 돌아오는 돈이다. S-1 은 상업계약 디폴트가 신용한도와 전환사채의 교차 디폴트로 변질 수 있다고도 적었다. 엔트로픽의 매출 성장이 꺾이면 공급망 전체가 같은 줄에 묶여 있다는 뜻이다.

공급망 관점에서 이번 S-1 의 핵심은 계약 총액보다 인도 시점에 있다. 6 월 말 확정 구매약정 \$265.6B(2025 년 말 \$54.6B)와 미개시 리스 \$321.4B 에 7 월 이후 신규 계약 \$245B 가 더해졌고, 인도 순서는 뚜렷하다. SpaceXAI 의 NVIDIA GPU 는 2026 년 12 월에 전량 인도돼 월 \$3.1B 가 지급되고, Broadcom TPU 랙과 AMD MI450 초기 물량은 2027년부터, Google 의 추가 TPU \$125~150B 는 2028~31 년에 걸쳐 들어온다. 당사가 앞선 자료(9/11·10/15)에서 제시한 "가동 2.3GW vs 계약 13~14GW, 2027 년 집중 구도가 금액으로 확인되면서 2027 년 AI 공급망의 매출 가시성은 한층 높아졌다. 단기 수혜는 NVIDIA 와 HBM, 2027 년은 AVGO·AMD 와 CoWoS, 2028 년 이후는 TPU 생태계로 무게가 옮겨가는 순서다.

한 가지는 짚어 둘 필요가 있다. 공시된 약정에는 최소 보장액과 최대 한도, 추정치가 섞여 있고, 그중 가장 큰 SpaceXAI 건은 2027 년 1~3 월 이후 90 일 전 통보로 해지할 수 있다. 회사는 단기 컴퓨트 사용을 당분간 늘리되, 전용 인프라가 가동되면 비싼 단기 물량을 장기 물량으로 대체하겠다고 밝혔다. 즉 네오클라우드 경유 GPU 수요는 TPU·Trainium·AMD 용량이 들어오기 전까지의 가교 성격이 강하다. 공급망 입장에서라도 결국 계약서의 숫자가 아니라 실제 인프라가 인도되는 시점과 그 뒤에 남는 물량이 실적을 좌우할 것이다.

거래상대방별 연산(Compute) 약정과 인도 시점



상대방	칩	약정액 (\$B)	인도·가동	비고
Google Cloud	TPU	≥114.5	2026.4~2033.7	비취소, 미달 시 true-up
Google 추가 TPU	TPU	125~150 (추정)	2028~2031	고정액 아님, 약정표 미포함
Amazon	Trainium	≥110.0	2026.5~2036.4	비취소, 미달 시 true-up
Microsoft	Azure (NVIDIA)	≥44.9	2026.11~2033.5	10월 증액
Broadcom	TPU 장비 리스	161.2	2027~ 본격 (5년)	금융리스, 리스로 전용 NPA \$42B
SpaceXAI (구 xAI)	NVIDIA GPU	≤120.5	2026.12 전량 인도, 월 \$3.1B	2027년 초 이후 90일 통지 해지 가능
Nscale	NVIDIA GPU	≤44.6	~2033	인도분만 과금
Lambda	NVIDIA GPU	~41.3	~2034	\$34.9B는 시설리스 확보 조건
AMD	MI450 Helios	>20	2027 초기 물량	고정액 아님, AMD 가 Class N \$5B 매입 약정
최소·확정 약정 (GOOGL·AMZN·MSFT·AVGO)		430.6		
NVIDIA GPU 클라우드 3사 (SpaceXAI·Nscale·Lambda)		≤206.4		

자료: Anthropic S-1, SEC, 키움증권 리서치

2. 상장 후 4주: 수급 캘린더와 변동성 요인 점검

자금 조달 규모부터 시장의 기존 문법을 넘어서다. 최대 \$100B 의 공모는 지난 6월 SpaceX(\$86.25B)를 넘는 역대 최대이고, 같은 시기에 Meta 의 \$95B 증자와 OpenAI 의 \$30B 신규 라운드(외신 보도)가 겹친다. 11월 한 달 AI 라는 한 테마가 시장에서 가져가는 에퀴티만 \$200B 를 웃도는 셈이다. 이 돈을 누가 받아내느냐가 첫 번째 질문이다. Nasdaq-100 편입으로 들어오는 패시브 매수는 뒤에서 보듯 \$8B 안팎, 공모액의 10%가 안 된다. 나머지 90%는 액티브 자금이 소화해야 하고, 그 부담을 덜어주는 장치가 Google 의 공모가 사모 옵션 \$10B 다. 행사되면 공모액의 10%를 앵커 투자자가 받는 구조가 된다.

초대형 순수 AI 기업의 등장은 시장의 파이를 키우는 호재이지만, 그동안 AI 대표 프록시 역할을 해온 NVDA 등 하드웨어 대형주에서 자금을 옮겨올 수 있다는 점에서 밸류체인에는 양날의 검이다. 국내 수급도 변수다. SpaceX 는 상장 후 4 거래일간 국내 순매수 결제액이 \$1.95B 로 공모액의 2.3%였다. 같은 비율을 대입하면 엔트로픽은 첫 주에만 \$2~3B 가 들어오고, 지난 6월의 SpaceX 처럼 월간 외화증권 순매수 1위 종목에 오를 가능성이 높다.

유통주식 비율은 메가 IPO 의 전형적인 구간에 들어온다. 공모 \$100B 를 보도된 기업가치 \$1.5~1.75T 로 나누면 유통비율은 5.7~6.7%로, SpaceX(4.9%)와 ARM(10.0%) 사이다. 이 구간에서는 지수 규정 두 개가 걸린다. Nasdaq-100 은 유통비율 33% 미만 종목의 총주식수를 유통주식의 3 배로 제한하는 저유동 캡을 적용하고, S&P 500 은 유통비율 10% 이상(IWF 0.1)을 요구한다. 상장 직후의 패시브는 총시장 지수가 먼저 말한다. 러셀과 CRSP 는 상장 5 거래일, MSCI 는 10 거래일 뒤에 편입하므로 상장 2주 안에 소규모 기계적 매수가 들어온다.

본게임은 Nasdaq-100 이다. Nasdaq Global Select 상장이므로 조기 편입(Fast Entry) 요건인 전체 시가총액 상위 40 위는 무난히 충족한다. 상장 7 거래일째 시총 평가, 10 거래일째 발표, 15 거래일째 편입이라는 일정상 11/20 상장이면 12월 21일 연례 정기변경 뒤 5 거래일이 지난 12/29 에, 한 주 빠르면 12/21 정기변경과 함께 편입된다. 저유동 캡을 반영한 패시브 수요는 당사 산식(9/11 자료)으로 유통시총의 8% 안팎이 편입 전후 5 거래일에 집중된다. 공모 \$100B 기준 약 \$8B 다. 이후에는 분기 리밸런싱(2·5·8·11 월 말 기준)마다 락업 해제로 늘어난 유통주식만큼 비중이 올라가므로, 해제 물량의 일부는 패시브가 되받는 구조다.

반면 S&P 500 은 멀다. 상장 후 12 개월의 거래 기간, IWF 0.1, 그리고 최근 분기와 직전 4 개 분기 합산 GAAP 순이익 흑자를 동시에 충족해야 한다. 유통비율은 락업 해제로 2027년 중 10%를 넘기겠지만 걸림돌은 GAAP 손익이다. 상장 분기에 RSU 비용 \$2.9B 가 일괄 계상되고 이후 2.1년간 \$23.7B가 순차 반영되므로, 상장 1년이 지나는 2027년 11월 이후에도 바로 편입 요건을 맞추기는 쉽지 않다.

공급 쪽의 오버행은 시장의 통념보다 훨씬 이른 시점에 나온다. 180 일 일괄 해제가 아니라 단계 해제이기 때문이다. 임직원 보유분의 10%는 상장 첫날부터 매도할 수 있고, 일반 주주 물량은 27 일차와 48 일차에 6%씩, 62 일차와 76 일차에 7%씩 풀린다. 11/19 공모가 확정 기준으로 27 일차는 12/16, 48 일차는 1/6, 62 일차는 1/20, 76 일차는 2/3 이다. 즉 Nasdaq-100 편입(12/21 또는 12/29)은 첫 번째 해제와 두 번째 해제 사이에 끼어 있다. SpaceX 의 첫 해제가 상장 8 주 뒤 2 분기 실적 발표 직후였던 것과 비교하면 한 달 빠르다. 다만 해제 비율은 각 그룹의 보유분 기준이라 절대 물량은 정정본에서 주주 구성이 공개돼야 계산할 수 있다.

이후 일정도 촘촘하다. FY26 연간 실적 발표 직후(2027년 2~3 월 예상) 임직원 35%와 일반 주주 12.5%가 한꺼번에 풀리고, 2 주 간격으로 다섯 차례 9.5%씩 뒤따른다. 180 일(5 월 중순, 1 분기 실적 전후)에는 일반 주주 잔여분이 모두 풀리고 창업자도 보유분의 29%를 팔 수 있으며, 0.5% 이상 대주주와 창업자의 나머지는 365 일(11 월, 3 분기 실적 전후)에 풀린다.

눈에 띄는 점은 해제 시점이 전부 실적 발표에 묶여 있다는 것이다. 공개기업으로서 첫 성적표가 될 FY26 실적에는 4분기 평가 인하 효과와 마진 추이가 담기는데, 바로 그 발표가 가장 큰 해제 물량의 방아쇠다. 첫 실적에 대한 주가 반응은 수급 요인으로 한 번 더 증폭될 가능성이 높다.

SpaceX는 상장 첫날 19% 올랐다가 지수 편입 직후 첫 주에 15% 내렸다. 엔트로픽은 편입과 첫 해제가 같은 2주 안에 맞물리는 만큼 초기 진폭이 더 클 수 있다. 대신 단계 해제는 180일째의 절벽을 매달 조금씩 흘러나오는 공급으로 바꾸는 설계라서, 변동성은 상장 초반에 집중되고 시간이 갈수록 완만해지는 형태가 될 것이다.

상장 전후 12개월 수급 캘린더 (확정·산출·가정 구분)

일자	D+	이벤트	구분	수급 방향	비고
2026-11-09	-10	로드쇼 개시 (주간)	보도	—	Bloomberg 10/2
2026-11-19	0	프라이싱 (공모가 확정, 락업 기산)	보도	—	Fox Business 11/19~20
2026-11-20	1	상장 (Nasdaq GS, ANT) — 임직원 보유분 10% 매도 가능	보도/S-1	출회	첫날 유통 확대
2026-11-26	7	추수감사절 휴장	확정	—	
2026-11-30	11	러셀·CRSP 편입 (L+5 거래일)	규정	유입	소규모 패시브
2026-12-04	15	Nasdaq-100 Fast Entry 발표 (10거래일째 장 마감 후)	산출	—	7거래일(12/1) 시총 평가
2026-12-07	18	MSCI 편입 (L+10 거래일)	규정	유입	
2026-12-16	27	락업 27일차: 일반 6%, 대주주 1.8%	S-1	출회	
2026-12-21	32	Nasdaq-100 연례 재구성 효력	확정	—	11/30 기준일, 9월 이후 상장분은 재구성 대상 아님
2026-12-29	40	Nasdaq-100 편입 (개장) — 패시브 ~유통시총 8%	산출	유입	11/13 상장이면 12/21
2027-01-06	48	락업 48일차: 일반 +6%, 대주주 +1.8%	S-1	출회	
2027-01-20	62	락업 62일차: 일반 +7%, 대주주 +2.1%	S-1	출회	
2027-02-03	76	락업 76일차: 일반 +7%, 대주주 +2.1%	S-1	출회	
2027-02-26	99	NDX 분기 리밸런스 기준일 (유통주식 갱신)	규정	유입 (지연)	효력 3/22
2027-02-26	99	FY26 실적 +2거래일: 임직원 35%, 일반 12.5%, 대주주 3.75%	가정	출회	첫 공개 실적 = 최대 해제 트리거
2027-03-09	110	FY26 실적 +13일 → 이후 2주 간격 5회: 일반 9.5%×5, 대주주 2.85%×5	가정	출회	~5/6
2027-05-07	169	1Q 실적 +2거래일 또는 180일(5/18) 중 빠른 날: 임직원·일반 잔여 전량, 창업자 29%, 대주주 4.2%	가정	출회	
2027-05-28	190	NDX 분기 리밸런스 기준일	규정	유입(지연)	효력 6/21
2027-06-08	201	1Q 실적 +34일 → 2주 간격 4회: 대주주 5.6%×4	가정	출회	
2027-08-06	260	2Q 실적 +2거래일: 대주주 7%	가정	출회	
2027-08-31	285	2Q 실적 +27일 → 2주 간격 5회: 대주주 6.3%×5	가정	출회	
2027-08-31	285	NDX 분기 리밸런스 기준일	규정	유입(지연)	효력 9/20
2027-11-05	351	3Q 실적 +2거래일 또는 365일(11/19): 대주주·창업자 잔여 전량	가정	출회	
2027-11-20	366	S&P 500 seasoning 12개월 도달 — IWF ≥ 0.1·GAAP 흑자(최근 분기·4분기 합) 별도	규정	—	RSU 비용으로 GAAP 요건 충족 지연 가능

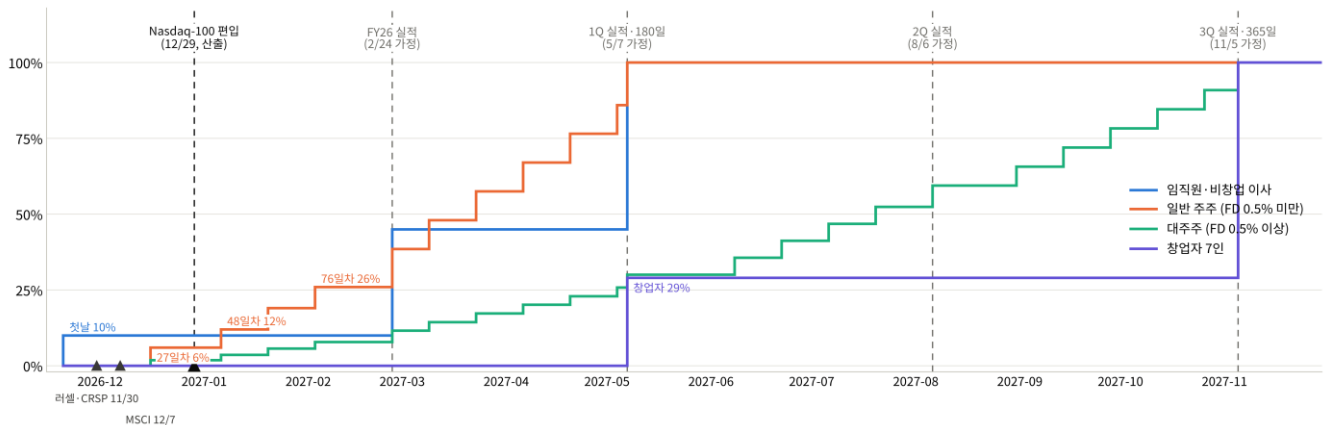
자료: Anthropic S-1, Nasdaq·S&P·DJI·FTSE Russell 규정, Bloomberg·Fox Business 보도(일정), 키움증권 리서치
 주: D+는 프라이싱일 기준 경과일. 실적 발표일은 가정이며이며 회사 공시 후 교체. 주말·휴장 보정 없음(±2일).

메가 IPO 선례 vs Anthropic

종목	상장일	공모액 (\$B)	시총 (\$B)	float%	첫날 수익률	지수 편입
SPCX	2026-06-12	86	1,776	4.90%	19.20%	NDX 2026-07-07 (Fast Entry); S&P 500 2027-06 이후
ARM	2023-09-14	5	52	10.00%	24.70%	NDX 2024-06-24; S&P 500 불가(영국 ADS)
CRWV	2025-03-28	2	19	8.40%	0.00%	NDX 2026-06-22 (분기 리밸런스)
RDDT	2024-03-21	1	6	15.60%	48.40%	S&P 500 2026-08-18; NDX 불가(NYSE)
META	2012-05-18	16	81	19.70%	0.60%	NDX 2012-12-12; S&P 500 2013-12-20
BABA	2014-09-19	25	168	14.90%	38.10%	불가(NYSE ADS)
RIVN	2021-11-10	14	70	19.70%	29.10%	NDX 2022-12-19
ANT (보도·산출)	2026-11-20	100	1,625	6.15%	-	NDX 12/21 또는 12/29 (Fast Entry); S&P 500 2027-11 이후 + GAAP 흑자

자료: LSEG, 언론보도 종합, 키움증권 리서치

락업 누적 해제 가능 비율 — 그룹별 (S-1 Underwriting p.321~323) + 지수 편입 일정



해제 시점	일자	임직원·비창업 이사	일반 주주(<0.5%)	대주주(>0.5%)	창업자	비고
상장 첫날	2026-11-20	10%	-	-	-	임직원 보유분 10%
27~76 일차 (4 회)	2027-02-03	10%	26%	8%	-	일반·대주주 분할 해제
FY26 실적 +2 거래일	2027-02-26	45%	39%	12%	-	임직원 +35%p
FY26 실적 후 (5 회)	2027-05-04	45%	86%	26%	-	일반 +9.5%p × 5, 대주주 +2.85%p × 5
1Q 실적 +2 거래일 또는 180 일	2027-05-07	100%	100%	30%	29%	임직원·일반 100%, 창업자 29%
1Q~2Q 실적 후 분할 (10 회)	2027-10-26	100%	100%	91%	29%	대주주만 분할 해제
3Q 실적 +2 거래일 또는 365 일	2027-11-05	100%	100%	100%	100%	잔여 전량

자료: LSEG, 언론보도 종합, 키움증권 리서치

- 주:
- 기산일 = 공모가 확정일(투자설명서일) 11/19 가정, 상장 11/20 가정. 실적 발표일은 가정이며 '실적 발표 +2 거래일 또는 N 일 중 빠른 날' 규정을 적용
 - 비율은 각 그룹의 락업 대상 주식(옵션·RSU 포함) 대비 누적 해제 가능 비율. 절대 주식수는 정정보본의 주주 구성·그룹별 지분을 공개 후 산출.
 - 주간사(GS·MS) 재량으로 조기 해제 가능하며, 특정 보유자 해제 시 다른 보유자에게 비례 해제가 적용되는 조항 있음.
 - 지수: 러셀·CRSP 상장 5 거래일(11/30), MSCI 10 거래일(12/7), Nasdaq-100 15 거래일(12/29). NDX 분기 리밸런스 기준일 2·5·8·11 월 말 — 해제로 늘어난 유통주식 반영.

3. 실적 점검: 흑자 전환은 2Q26이었으며, 마진 정점도 2Q26 일 가능성

엔트로픽이 분기 조정 영업흑자와 GAAP 영업흑자(\$974M, 이익률 8%)를 처음 동시에 기록한 분기는 2Q26 이다. 직전 1Q26 은 조정 기준(-\$0.62B)으로도 적자였다. 당사는 10/15 코멘트에서 5 월 투자자 문서의 2Q 전망치(원가율 56%, 조정 영업이익률 5%)를 비교 기준으로 썼는데, S-1 으로 확인된 2Q 실적은 원가율 48%, 조정 영업이익률 19%였다. 2Q 는 전망보다 훨씬 좋았고, 그만큼 3Q 를 보는 눈높이도 달라진다.

2Q 실적을 기준으로 놓으면 3Q 는 개선 분기가 아니라 마진이 꺾인 분기다. 원가율은 48%에서 59%로 11%p 올랐고 조정 영업이익률은 19%에서 11%로 8%p 내려왔다. 그 사이 컴퓨트를 제외한 조정 비용은 매출의 33%에서 30%로 3%p 줄었으니, 3Q 마진 하락은 전부 컴퓨트에서 나왔고 영업 레버리지가 그 일부를 메운 구도다. 역산한 3Q 컴퓨트 비용은 약 \$9.9B 로 전 분기 \$5.6B 에서 78% 늘어 매출 증가율(+45%)을 크게 앞섰다. 회사가 내세우는 컴퓨트 효율 지표인 '컴퓨트 \$1 당 매출'도 1Q \$1.40 → 2Q \$2.08 → 3Q \$1.70 으로 꺾였다. S-1 의 "2Q 매출 +1,368% vs 컴퓨트 +300%"는 전년 대비 수치라 이 반전을 가린다. 새 컴퓨트가 들어오면 비용이 매출보다 먼저 잡힌다는 회사의 설명이 3Q 숫자에서 이미 확인된 셈이다. 다만 FT 의 59%가 S-1 의 '컴퓨트·인프라' 라인과 같은 정의인지는 정정보에서 확인할 부분이다.

GAAP 으로 내려가면 그림은 더 거칠다. 조정 영업이익은 GAAP 영업손익에 주식보상비용(SBC), 비현금 기부매칭 비용, 저작권 소송(Bartz) 합의금 세 가지만 더한 값이다. 2Q SBC 가 \$1.26B(매출의 11%)였고 3Q 에는 임직원 기부매칭에 따른 비현금 비용 \$2.0B 가 추가로 잡혔다. 조정 영업이익 \$1.85B 에서 이 둘을 빼면 3Q GAAP 영업손익은 산술적으로 적자권이다. 중요한 점은 조정 산식이 모델 훈련·연구용 컴퓨트를 제외하지 않는다는 것이다. 조정 흑자는 차세대 모델 학습 비용까지 다 치른 총원가 기준 흑자이고, 그래서 훈련 투입이 늘면 바로 흔들린다.

Anthropic 분기 손익 요약 1Q25~3Q26 (\$M)

항목 (\$M)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26*
매출	376	787	1,382	2,040	4,731	11,555	16,800
매출 QoQ		109.3%	75.6%	47.6%	131.9%	144.2%	45.4%
컴퓨트·인프라 비용	944	1,390	2,047	2,945	3,387	5,558	9,912
컴퓨트/매출	251.10%	176.60%	148.10%	144.40%	71.60%	48.10%	59.00%
컴퓨트 \$1 당 매출 (\$)	0.40	0.57	0.68	0.69	1.40	2.08	1.70
컴퓨트 QoQ		47.2%	47.3%	43.9%	15.0%	64.1%	78.3%
GAAP 영업손익	-935	-1,200	-3,089	-2,836	-1,667	974	
GAAP 영업이익률	-249%	-152%	-224%	-139%	-35%	8%	
SBC	105	181	305	574	924	1,261	
비현금 기부매칭	-	-	-	541	126	-	2,000
Bartz 합의금	-	-	1,500	-	-	-	
조정 영업이익	-830	-1,019	-1,284	-1,721	-617	2,235	1,848
조정 영업이익률	-221%	-129%	-93%	-84%	-13%	19%	11%
비컴퓨트 조정비용/매출	69.7%	52.9%	44.8%	40.0%	41.5%	32.6%	30.0%
SBC/매출	27.9%	23.0%	22.1%	28.1%	19.5%	10.9%	
\$100K+ TTM 고객 수	400	600	950	1,500		6,000	11,900

자료: S-1 Quarterly Results of Operations p.157~160. 3Q26 열은 FT 10/14~15 보도치(분홍색)

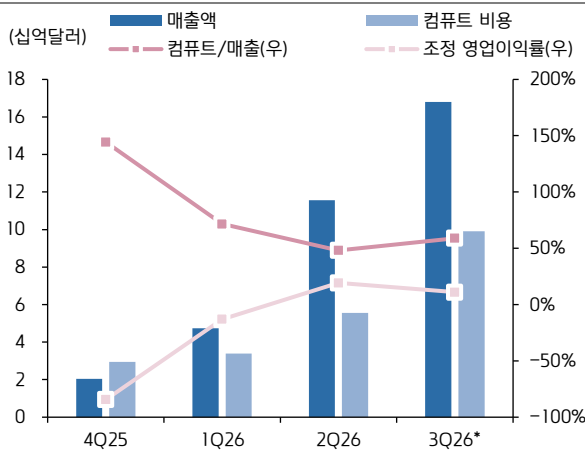
주:

- 3Q26 매출·원가율·조정 영업이익률은 10/14 투자자 미팅 보도치(FT·Bloomberg), 컴퓨트 비용·조정 영업이익은 역산. 기부매칭 \$2.0B 만 S-1 공식 기재.
- 조정 영업이익 = GAAP 영업손익 + SBC + 비현금 기부매칭 + Bartz. 훈련·연구 컴퓨트 미조정.
- 3Q26 GAAP 영업손익 참고 산식: 조정 영업이익(~\$1.85B) - SBC(미공개, 2Q \$1.26B) - 기부매칭 \$2.0B → 산술적으로 적자권.

재무제표 주석의 기능별 분류는 그 체질을 보여준다. 1H26 매출원가(고객 서빙 컴퓨트 중심)는 매출의 15%에 그쳐 역산한 매출총이익률은 85%다. 컴퓨트의 나머지 3/4은 훈련·연구·내부 사용으로 R&D(매출의 60%)에 들어가고, 무료 이용분은 영업·마케팅비로 잡힌다. 매출의 48%가 CSP 마켓플레이스를 거치며 총액으로 인식되고 채널 수수료(1H26 증가분 \$2.7B)가 영업·마케팅비에 있으니, 이를 매출에서 차감해도 매출총이익률은 80% 안팎이다. 즉 API 단가 인하가 서빙 마진을 당장 훼손하지는 않는다. 전사 마진을 좌우하는 변수는 고객 수요가 아니라 훈련에 넣는 R&D 컴퓨트의 크기다. 그런데 이 비용은 줄이기 어렵다. 최근 6개월 안에 출시한 모델이 3Q 매출의 80% 이상을 냈다는 공시는, 훈련을 늦추면 매출이 식는다는 뜻이기 때문이다. 명목상 재량 비용이지만 사실상 고정비다.

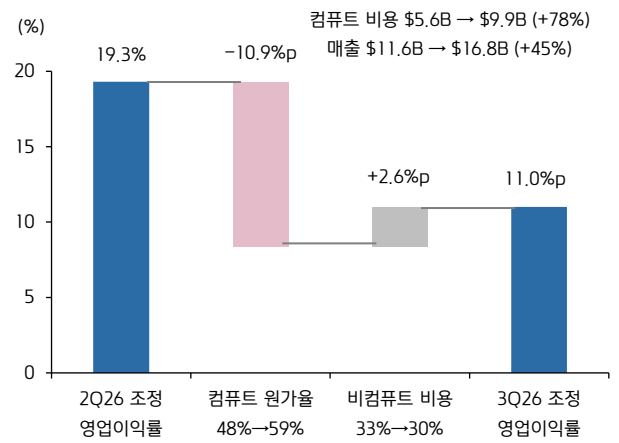
4Q를 둘러싼 조건도 처음 공개됐다. 연말 2주 동안 고객 지출이 20% 줄어드는 계절성, 8~9월 단속 강화로 줄어들 사용정책 위반 고객 매출(9M26의 5~7%, 언론은 증류를 지목), 그리고 9월 말 이후 전 라인업 평가 인하가 겹친다. 여기에 SpaceX AI 물량이 12월 전량 인도되고 회사는 단기 고단가 컴퓨트 사용을 늘리겠다고 밝혔다. 3Q에 작동한 메커니즘이 4Q에 멈출 이유는 없다. 정정보정의 3Q 공식 손익과 10/31 런레이트가 이 흐름의 첫 공식 확인이 된다.

매출·컴퓨트 비용·원가율·조정 영업이익률 4Q25~3Q26



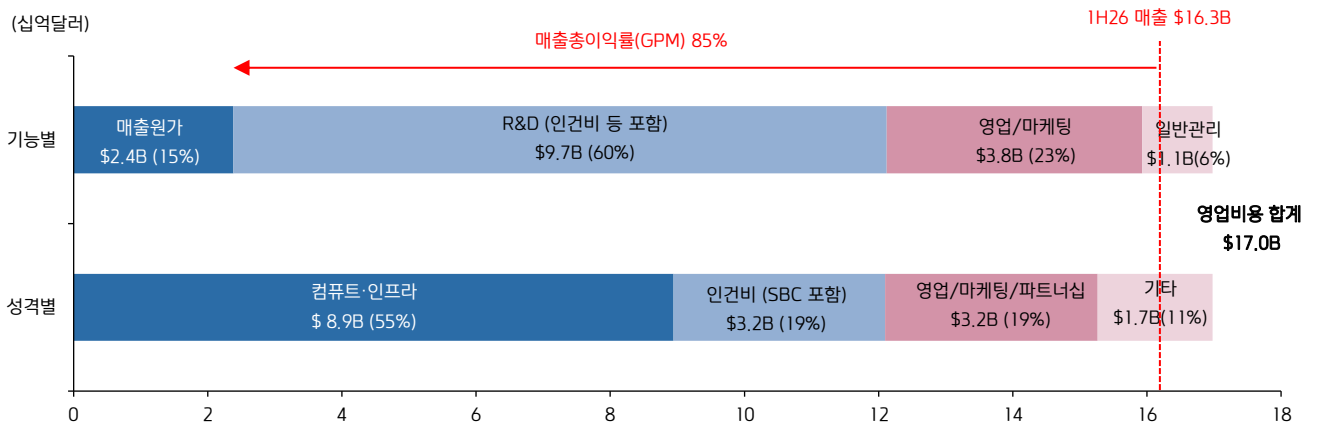
자료: Anthropic S-1, 키움증권 리서치 / 주: 3Q26은 FT 보도치

2Q26 → 3Q26 조정 영업이익률 브릿지



자료: Anthropic S-1, 키움증권 리서치 / 주: 3Q26은 FT 보도치

1H26 영업비용 — 성격별(손익계산서) vs 기능별(Note 8)



자료: Anthropic S-1, 키움증권 리서치 / 주: 기능별 매출원가는 Anthropic 고객이 사용하는 연산 비용

4. 현금과 회석: 공모가 필요한 이유와 수반되는 비용

보유 유동성 자체는 부족하지 않다. 6월 말 기준 현금 및 단기투자자산 \$131.7B에 9월 확보한 신용한도(Credit Facility) \$15B가 대기 중이며, 전략적 파트너사(Google \$20B·Amazon \$15B·Broadcom \$42B·AMD \$5B)를 통한 조달 여력도 \$82B에 달한다. 그럼에도 엔트로픽이 초대형 IPO를 강행하는 이유는 명확하다. 사측은 S-1에서 "특정 파트너사에 대한 의존도를 낮추기 위해 자체적인 자본 조달력을 구축해야 한다"고 밝혔으며, 이번 상장은 외부 자금줄에서 벗어나 독자 생존력을 입증하는 출발점이다.

다만 상장 과정에서 기존 주주가 감내해야 할 지분 희석과 회계적 비용은 만만치 않으며, 핵심 경계 요인은 크게 세 가지다.

- 첫째, 아마존(Amazon) 보유 전환사채(CB)의 주식 전환이다. 계약 원금은 \$6.2B에 불과하지만 장부상 공정가치는 \$108.6B에 이르며, 상장 시 무의결권 보통주(Class N) 최대 18.4억 주로 전환된다(12% 소유 캡 초과분은 롤오버 노트로 남아 분기마다 전환). 1H26 GAAP 순손실(\$80.7B)의 대부분인 \$72.4B가 바로 이 전환사채 공정가치 평가손에서 발생했다.
- 둘째, 미인식 RSU(양도제한조건부주식) 잔액 \$26.6B의 주식보상비용 출회다. 상장 완료 분기부터 비용으로 계상되기 시작해 향후 수년간 GAAP 기준 손익을 지속적으로 압박할 전망이다.
- 셋째, 공익기금(Anthropic Public Benefit Fund) 배정 물량이다. 10월 출연된 Class N 8.47억 주(완전희석 기준 5%)에 더해, 공모가 대비 주가가 50% 오를 때마다 최대 2%씩 추가 발행할 수 있는 틀이 이사회를 통과했다(발행 여부는 이사회 재량).

완전희석 기준 총발행주식수(약 169억 주)를 대입하면 직전 편당인 Series H의 주당 발행가액은 \$58.90, 기업가치는 약 \$1.0T 수준이었다. 현재 언론에서 거론되는 공모 목표 밸류에이션 (\$1.5~1.75T)은 직전 라운드 이후 불과 5개월 만에 1.5~1.8배의 프리미엄을 요구하는 셈이다.

5. 결론: 관전 포인트는 실적이 아니라 수급

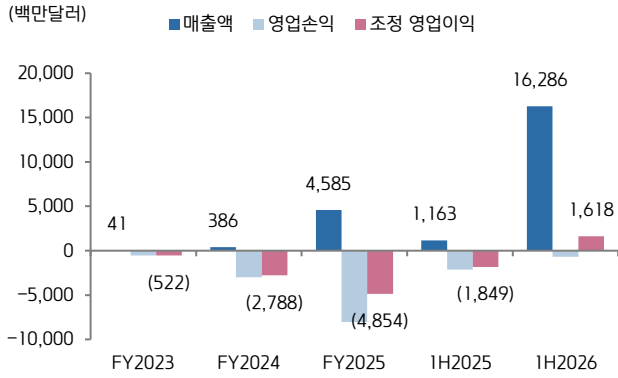
이번 S-1으로 달라진 것은 엔트로픽 자체보다 이를 둘러싼 자금 흐름을 바라보는 시장의 시선이다. 엔트로픽은 2분기 흑자 전환 직후인 3분기에 이미 수익성이 꺾였고 사측 스스로도 마진 둔화를 예고했다. 그러나 마진을 압박한 주원인인 \$587B 이상의 대규모 약정은, 반대로 하드웨어 공급망에는 2027년까지의 확정 매출이자 네오클라우드에는 차입을 뒷받침하는 담보가 된다. 보유 현금 \$132B에 최대 \$100B의 공모 자금을 더해도 전체 약정액의 절반에 못 미친다는 점에서 이번 IPO는 선택이 아닌 필수다.

따라서 향후 4주간 시장의 초점은 실적이 아닌 수급에 맞춰질 전망이다. 공모 기업가치가 \$1.5T 위에서 결정되면 AI 밸류체인 전반을 리레이팅하는 기준점이 될 수 있다. 다만 상장 27일 차부터 시작되는 단계적 락업 해제와 12월 하순 Nasdaq-100 편입이 불과 2주 사이에 맞물리는 만큼, 상장 초기 변동성은 SpaceX 당시보다 한층 클 가능성이 높다. 당사는 엔트로픽에 대해 "흑자는 짧고 약정은 길다"는 시각을 유지하되, 그 긴 약정이 공급망에는 곧 매출 가시성을 의미한다는 점에서 AI 밸류체인에 대한 긍정적 시각을 유지한다. 추후 정정 S-1에 담길 3분기 공식 손익과 10/31 기준 런레이트(Run-rate), 약정 총액 및 연도별 지급 스케줄을 통해 이러한 판단을 재차 확인할 수 있을 것이다.

2026년 10월 27일 미국은 지금

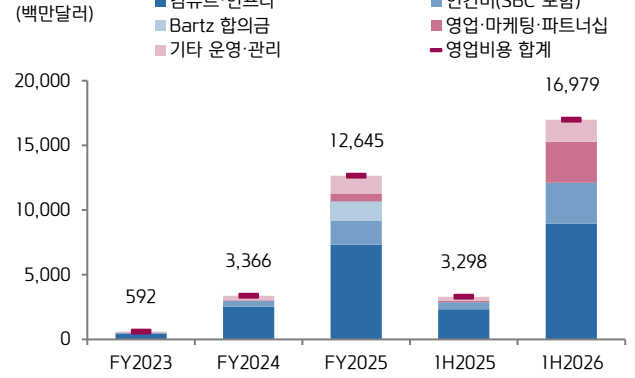
Anthropic S-1: AI 밸류체인 자금 우려 완화, 자체 마진은 시험대

Anthropic 연간·반기 매출액과 영업손익



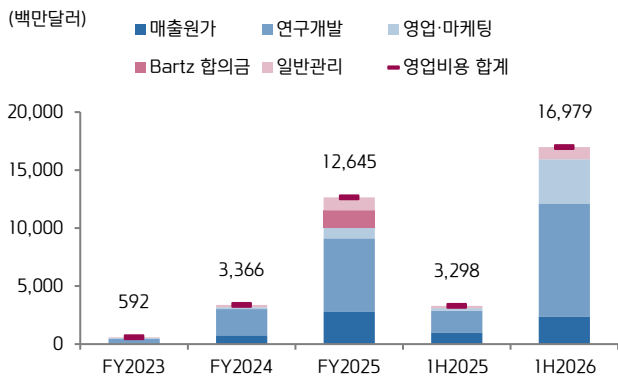
자료: S-1 p.F-7, 키움증권 리서치

Anthropic 영업비용 구성(성격별)



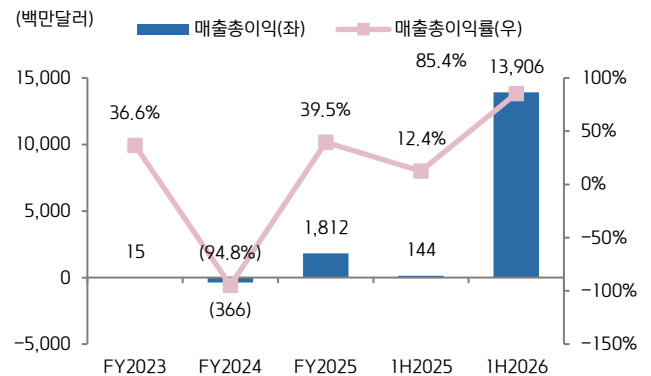
자료: S-1 p.F-7, 키움증권 리서치

Anthropic 영업비용 구성(기능별, Note 8)



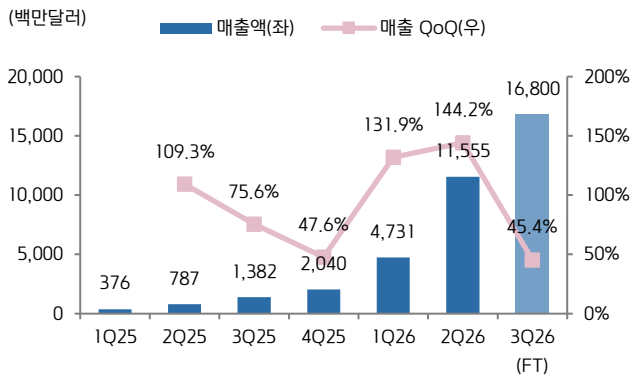
자료: S-1 p.F-7, 키움증권 리서치

Anthropic 매출총이익과 매출총이익률



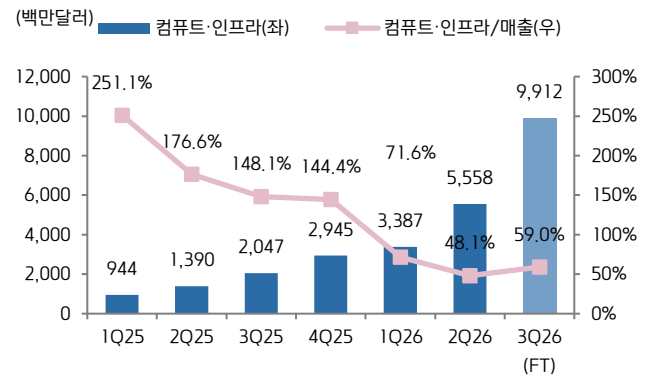
자료: S-1 p.F-7, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 매출액과 QoQ 성장률



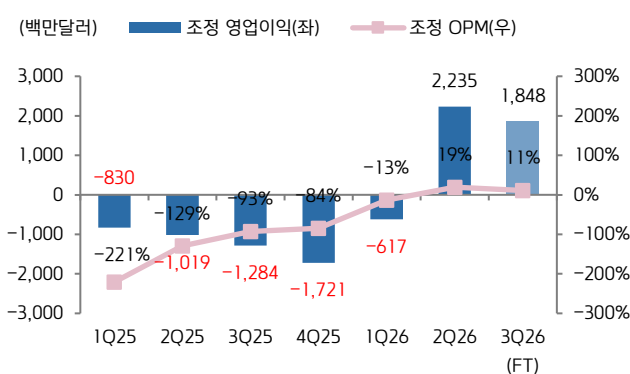
자료: S-1 157-160p, 언론 종합, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 컴퓨터·인프라 비용과 매출 대비 비율



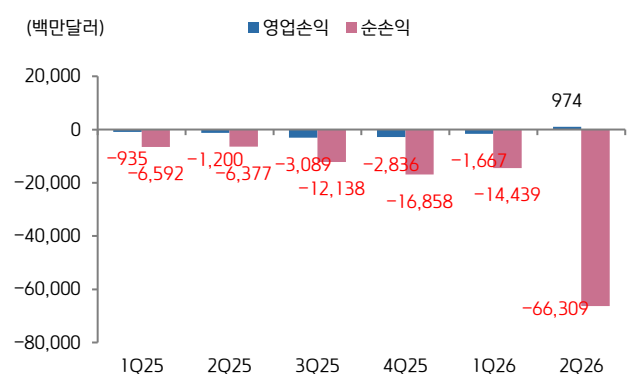
자료: S-1 157-160p, 언론 종합, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 조정 영업이익과 조정 OPM



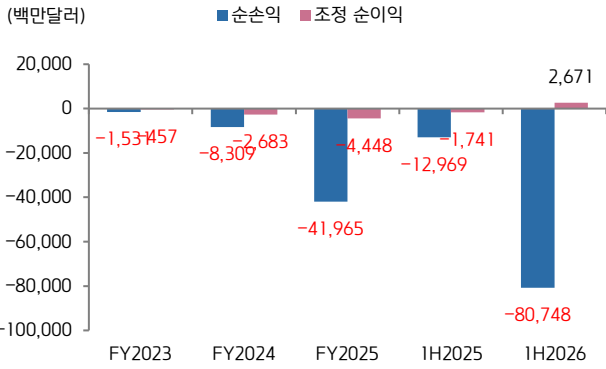
자료: S-1 157-160p, 언론 종합, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 영업손익과 순손익



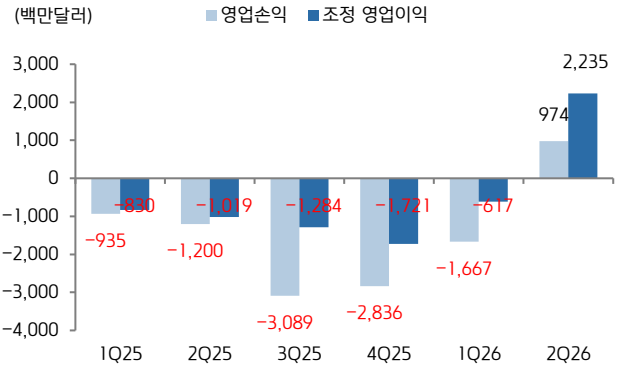
자료: S-1 157-160p, 언론 종합, 키움증권 리서치

Anthropic 순손익과 조정 순이익



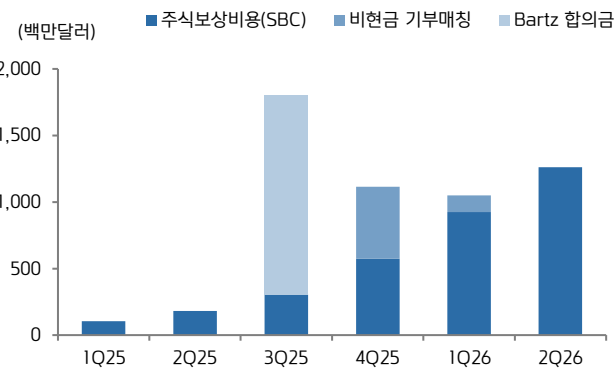
자료: S-1, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 영업손익과 조정 영업이익



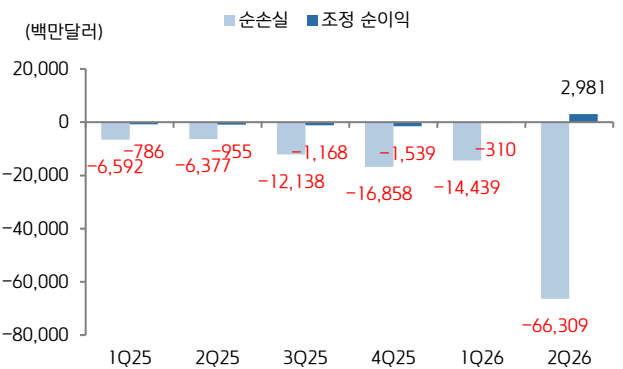
자료: S-1, 키움증권 리서치

Anthropic 순손익과 조정 순이익



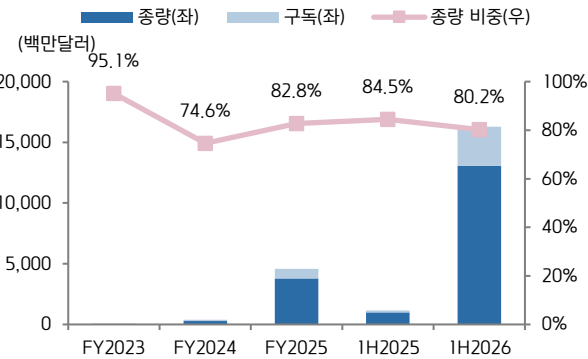
자료: S-1, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 순손실과 조정 순이익



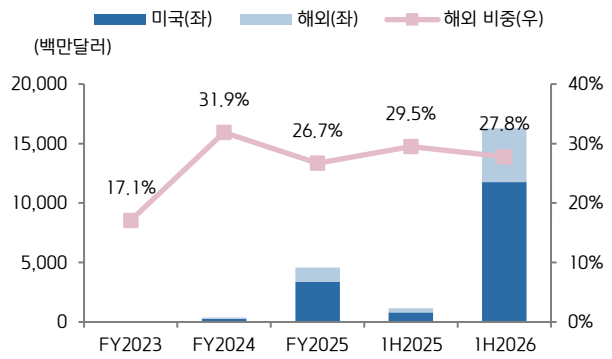
자료: S-1, 키움증권 리서치

Anthropic 수익 유형별



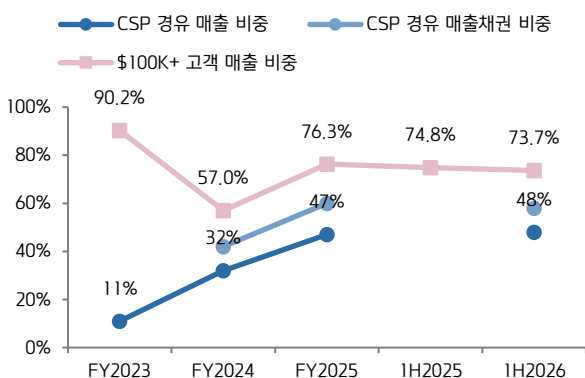
자료: S-1 Note 2, 키움증권 리서치

Anthropic 지역별(고객 청구지 기준) 매출



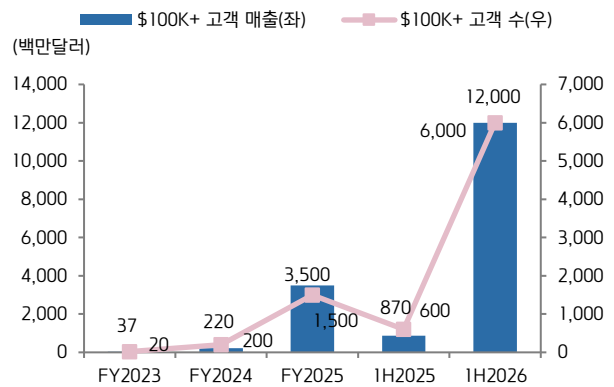
자료: S-1 Note 2, 키움증권 리서치

Anthropic 채널·집중도 지표



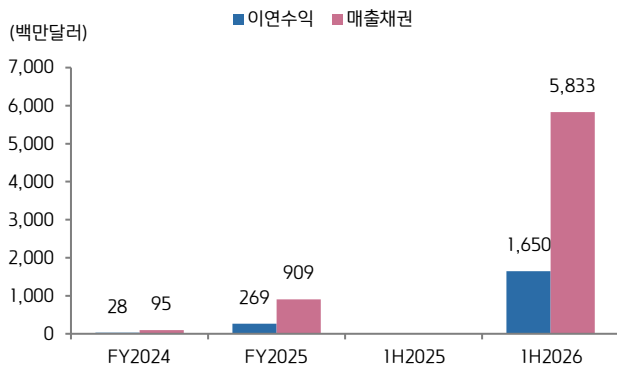
자료: S-1 Note 2, 키움증권 리서치

Anthropic \$100K+ TTM 고객 매출과 고객 수



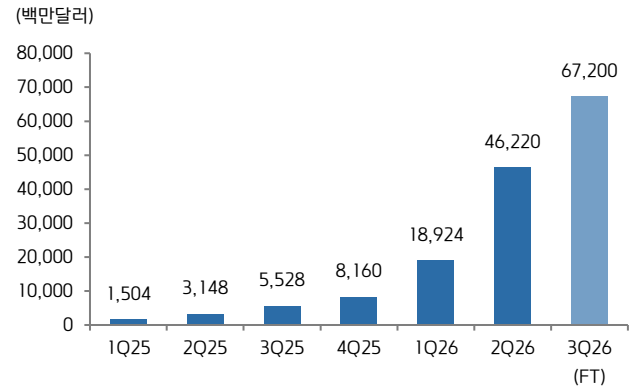
자료: S-1 Note 2, 키움증권 리서치

Anthropic 이연수익과 매출채권(기말)



자료: S-1 Note 2, 키움증권 리서치

Anthropic 분기 매출 단순 연환산(×4)



자료: S-1 157-160p, 언론 종합, 키움증권 리서치

Anthropic 연결 재무상태표 (Consolidated Balance Sheets)

항목 (\$M)	12/31/2024	12/31/2025	6/30/2026	비고
자산				
현금+현금성자산+단기투자	3,141	20,277	131,651	
Working capital (유동자산 - 유동부채)	4,938	20,929	130,760	
전환사채 원금 (아마존 노트, 참고)		6,600	6,203	
전환사채 공정가치/원금 (배수)			17.5x	
누적결손 중 전환사채·파생 FV 변동 누계 (참고)			113,200	
현금+현금성자산+단기투자	3,141	20,277	131,651	
Working capital (유동자산 - 유동부채)	4,938	20,929	130,760	
전환사채 원금 (아마존 노트, 참고)		6,600	6,203	
Goodwill	-	154	576	
Other assets, noncurrent	2,373	476	3,929	
Total assets	7,752	24,661	147,358	S-1 표기: 7,752 / 24,661 / 147,358
부채				
Accounts payable, accrued expenses, and other current liabilities	333	2,511	5,422	
Operating lease liabilities, current	13	37	148	
Deferred revenue 이연수익	28	269	1,650	
Total current liabilities (수식)	374	2,817	7,220	
Operating lease liabilities, noncurrent	39	80	931	
Convertible notes payable 전환사채 (공정가치)	14,116	41,677	108,566	
Other noncurrent liabilities	150	823	750	
Total liabilities	14,679	45,397	117,467	S-1 표기: 14,679 / 45,397 / 117,467
상환전환우선주·자본				
Redeemable convertible preferred stock (장부가)	2,874	29,769	157,510	청산우선권 합계 \$2,874 / \$24,646 / \$136,286
Additional paid-in capital	239	1,644	5,336	
Accumulated other comprehensive income (loss)	-	5	(53)	
Accumulated deficit 누적결손	(10,040)	(52,154)	(132,902)	
Total stockholders' deficit	(9,801)	(50,505)	(127,619)	
Total liabilities + preferred + deficit	7,752	24,661	147,358	
검증: 자산 - (부채+우선주+자본)	-	-	-	
Redeemable convertible preferred stock (장부가)	2,874	29,769	157,510	
Additional paid-in capital	239	1,644	5,336	

자료: S-1 p.F-5~F-6, Note 3 (투자), Note 5~8 (영업권·PP&E·리스·보충정보), 6/30/26 Pro Forma 열은 S-1 공란(우선주·전환사채 전환, RSU 정산 반영 예정)

Anthropic 연결 현금흐름표 (Consolidated Statements of Cash Flows)

항목 (\$M)	FY2023	FY2024	FY2025	1H2025	1H2026	비고
영업활동						
Net loss	(1,531)	(8,309)	(41,965)	(12,969)	(80,748)	
Stock-based compensation expense	29	192	1,158	279	2,185	
Depreciation and amortization	3	21	40	14	97	
Change in FV of convertible notes, derivatives, SAFEs	1,045	5,434	34,308	10,942	72,388	
Donation matching program liability	-	-	541	-	126	
Recognition and change in FV of other financial instruments	-	-	-	-	8,720	
Other	-	7	11	5	(7)	
Δ Accounts receivable, net	(10)	(90)	(834)	(384)	(4,982)	
Δ Prepaid expenses and other assets	(1,253)	(3,190)	1,771	212	2,094	
Δ Accounts payable, accrued expenses, other liabilities	84	222	2,079	257	2,679	
Δ Lease liabilities	(1)	-	13	7	(3)	
Δ Deferred revenue	7	21	241	124	1,380	
Net cash from operating activities	(1,627)	(5,692)	(2,637)	(1,513)	3,929	S-1 표기: (1,627) / (5,692) / (2,637) / (1,513) / 3,929
투자활동						
Purchases of property and equipment (capex)	(2)	(15)	(131)	(18)	(482)	
Purchases of short-term investments	-	-	(3,082)	-	(18,972)	
Sales and maturities of short-term investments	-	-	213	-	2,610	
Other investing activities	-	(7)	(77)	(31)	(337)	
Net cash from investing activities	(2)	(22)	(3,077)	(49)	(17,181)	S-1 표기: (2) / (22) / (3,077) / (49) / (17,181)
재무활동						
Proceeds from redeemable convertible preferred stock, net	445	1,188	16,548	3,549	110,432	
Principal payments for finance leases	-	-	-	-	(4)	
Issuance of convertible notes for cash	1,750	6,050	3,450	1,300	-	
Proceeds from issuance of common stock	3	10	111	49	355	
Repurchase of common stock	-	-	(149)	(149)	-	
Issuance of SAFEs for cash	122	-	-	-	-	
Payment of deferred offering costs	-	-	-	-	(9)	
Net cash from financing activities	2,320	7,248	19,960	4,749	110,774	S-1 표기: 2,320 / 7,248 / 19,960 / 4,749 / 110,774
Effect of exchange rate changes	-	-	1	1	(5)	
Net increase in cash, cash equivalents, restricted cash	691	1,534	14,247	3,188	97,517	S-1 표기: 691 / 1,534 / 14,247 / 3,188 / 97,517
Cash, cash equivalents, restricted cash — beginning	929	1,620	3,154	3,154	17,401	
Cash, cash equivalents, restricted cash — end	1,620	3,154	17,401	6,342	114,918	S-1 표기: 1,620 / 3,154 / 17,401 / 6,342 / 114,918

자료: S-1 p.F-12~F-13, Note 8 Supplemental Cash Flow Information, 키움증권 리서치

Anthropic 연간·반기 손익계산서 (Consolidated Statements of Operations)

항목 (\$M)	FY2023	FY2024	FY2025	1H2025	1H2026	비고
Revenue 매출	41	386	4,585	1,163	16,286	
Compute and infrastructure 컴퓨트·인프라	433	2,522	7,326	2,334	8,945	
Personnel 인건비 (SBC 포함)	95	454	1,839	538	3,152	
Bartz settlement 합의금	-	-	1,500	-	-	
Sales, marketing, and partnerships 영업·마케팅·파트너십	2	43	568	120	3,168	
Other operating and administrative 기타 운영·관리	62	347	1,412	306	1,714	
Total operating expenses 영업비용 합계	592	3,366	12,645	3,298	16,979	
Operating income (loss) 영업손익	(551)	(2,980)	(8,060)	(2,135)	(693)	
Interest income 이자수익	69	106	431	115	1,111	
Change in FV of convertible notes, derivatives, SAFEs 전환사채·파생·SAFE 공정가치 변동	(1,045)	(5,434)	(34,308)	(10,942)	(72,388)	
Other income (expense), net 기타손익	(2)	-	(8)	-	(8,757)	
Total other income (expense), net	(978)	(5,328)	(33,885)	(10,827)	(80,034)	
Loss before income taxes 세전손익	(1,529)	(8,308)	(41,945)	(12,962)	(80,727)	
Provision for income taxes 법인세	2	1	20	7	21	
Net loss 순손익	(1,531)	(8,309)	(41,965)	(12,969)	(80,748)	
Net loss per share, basic & diluted 주당순손실 (\$, 분할 후)	(1.42)	(5.43)	(23.04)	(7.25)	(39.88)	
Weighted-avg shares, basic & diluted 가중평균주식수 (M 주, 분할 후)	1,076.9	1,529.0	1,821.1	1,788.7	2,025.0	
memo: SBC 주식보상비용 (Personnel 내 포함)	29	192	1,165	286	2,185	
memo: 비현금 기부매칭 비용 (기타 운영·관리 내)	-	-	541	-	126	
매출 대비 비율						
컴퓨트·인프라/매출	1056.1%	653.4%	159.8%	200.7%	54.9%	
인건비/매출	231.7%	117.6%	40.1%	46.3%	19.4%	
영업·마케팅·파트너십/매출	4.9%	11.1%	12.4%	10.3%	19.5%	
기타 운영·관리/매출	151.2%	89.9%	30.8%	26.3%	10.5%	
영업비용 합계/매출	1443.9%	872.0%	275.8%	283.6%	104.3%	
GAAP 영업이익률	(1343.9%)	(772.0%)	(175.8%)	(183.6%)	(4.3%)	
순이익률	(3734.1%)	(2152.6%)	(915.3%)	(1115.1%)	(495.8%)	
SBC/매출	70.7%	49.7%	25.4%	24.6%	13.4%	

자료: S-1 p.F-7, Summary Consolidated Financial Data p.22, MD&A Results of Operations p.147~150, Note 8 Supplemental Operating Expense Information, 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.