

2026년 10월 27일
해외 주식

미국 주식

엔트로픽 S-1 제출

10월 26일 엔트로픽이 상장신고서(S-1)를 공개했습니다. 2026년 상반기 매출액은 162.9억 달러로 전년 동기 대비 14배 증가했으나, 컴퓨팅·인프라 비용은 89.5억 달러로 3.8배 늘어나는 데 그쳤습니다. 매출총이익률은 85.4%로 상승했고, 2분기 9.7억 달러의 영업이익을 기록하며 흑자 전환에 성공했습니다. 토큰 가격 인하 경쟁에도 불구하고 매출이 컴퓨팅 비용보다 빠르게 증가한다는 점은 엔트로픽의 수익성 우려를 낮춥니다. 6,000억 달러의 장기 인프라 계약 부담은 남아 있지만, AI 투자 확대가 수익성 개선으로 이어지고 있다는 점에 주목해야 합니다. 엔트로픽의 상장이 AI투자 둔화에 대한 걱정을 완화시킬 것이라는 의견 유지합니다 (2026년 10월 15일, '엔트로픽 성장 둔화 우려 과도' 참조).

▶ 해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwha.com
3772-7695

컴퓨팅 비용보다 빠르게 증가한 매출

1H25 11.6억 달러였던 매출은 1H26 162.9억 달러로 1,300% 증가했다. 같은 기간 컴퓨팅·인프라 비용은 23.3억 달러에서 89.5억 달러로 283% 늘어났다. 외형 대비 컴퓨팅 비용 비중은 201%→ 54.9%로 하락했고, 컴퓨팅 비용 1달러당 매출은 0.5달러에서 1.82달러로 높아졌다(그림 1). 엔트로픽과 오픈AI의 토큰 가격 지수가 하락하며 AI 모델의 가격 경쟁이 심화되고 있는 상황에서(그림 2), 컴퓨팅 비용 효율이 개선되고 있다는 점은 수익성 우려를 낮추는 요인이다. 재무제표 주석에 기재된 매출원가(주로 고객 서비스 제공에 필요한 컴퓨팅·인프라 비용)를 이용해 역산한 매출총이익률도 1H25 12.4%→ 1H26 85.4%로 상승했다.

영업흑자 전환 성공

1H26 순손실은 807.5억 달러에 달했지만, 이 중 723.9억 달러가 전환사채 등 금융상품의 공정가치 상승에서 발생한 평가손실이다. 영업손실은 6.9억 달러로 전년 동기 21.4억 달러 대비 축소됐고, 2분기 영업이익은 9.7억 달러로 흑자 전환했다. 상반기 영업현금흐름도 39.3억 달러로 흑자 전환하며 현금 창출 능력이 개선됐다.

매출 구성에서도 긍정적인 변화가 있다. 1H26 구독 기반 매출 비중이 19.8%(YoY +4.3%p)로 상승했다(그림 3). 사용량 기반 매출이 여전히 성장을 주도하고 있으나, 구독 기반 매출 비중 확대는 매출 안정성을 높이는 요인이다.

장기 인프라 계약과 매출 변동성은 부담

상장 이후에는 수익성 개선의 지속 가능성이 더욱 중요해질 것이다. 주요 장기 컴퓨팅 계약 규모는 6,000억 달러를 상회하며, 최소 구매량정과 조건부 지급액이 혼재돼 있다. 신규 컴퓨팅 용량이 가동되면 매출 증가에 앞서 비용이 반영돼 영업이익률이 일시적으로 하락할 수 있다. 고객 수요가 확보된 용량을 초과하면 상대적으로 비싼 단기 컴퓨팅 계약을 활용해야 한다 (뒤에 계속).

토큰 가격 인하 경쟁도 수익성에 부담이다. 2026년 1~9월 상위 5개 고객의 매출 비중은 약 25%에 달하며, 주요 고객 상당수가 장기 구매약정을 체결하지 않아 매출 변동성도 존재한다.

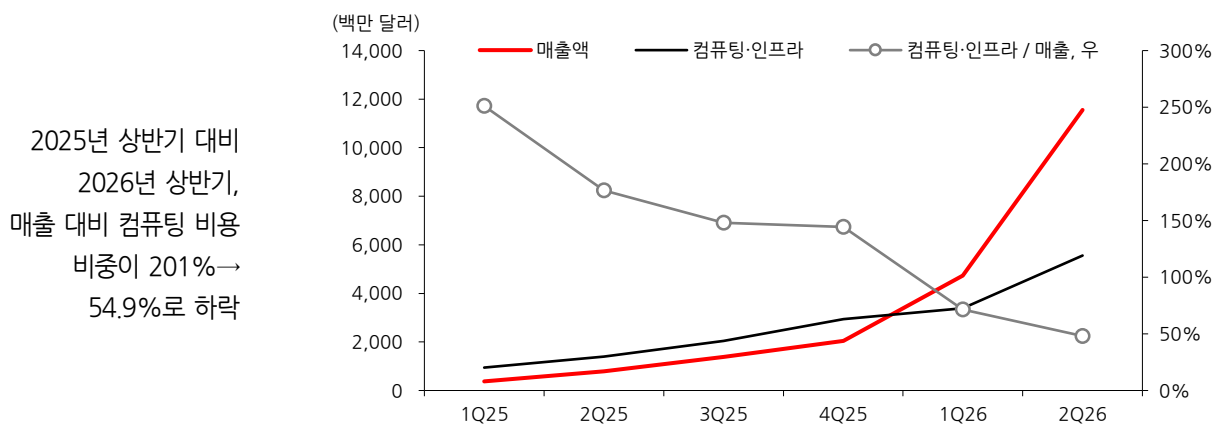
AI 인프라 자금조달 우려 완화

7월 이후 엔트로픽의 매출 성장 둔화에는 경쟁 모델인 아스트라의 출시가 영향을 미쳤을 가능성이 있다. AI 모델 경쟁이 심화되는 만큼 경쟁력 유지를 위한 투자는 지속될 것으로 판단한다. 이를 뒷받침하는 자금조달도 이어지고 있다.

10/26뱅크오브아메리카, 블랙스톤 등은 엔트로픽에 브로드컴의 AI 장비를 구매해 엔트로픽에 임대하는 630억 달러 규모의 금융거래를 발표했다. 구글과 아마존의 투자 약정에 이어 대형 금융기관까지 참여하면서 AI 자금조달 우려를 완화하고 있다. 시티그룹은 시장의 우려가 집중된 네오클라우드 기업인 네비우스에게 35억 달러 대출을 실행하기도 했다. 미국 대형은행의 건전성이 지속적으로 개선되고 금융 규제 완화까지 기대되고 있어, 상대적으로 소극적이었던 은행의 AI관련 자금 지원이 확대될 가능성도 높다고 판단한다 (2026년 8월 21일 'AI 투자금, 은행도 빌려줄 수 있습니다: 미국 은행 자본규제 개편에 따른 수혜주 분석', 참조). AI 투자 수요가 지속되는 가운데 자금조달 여건과 수익성이 개선되고 있다는 점에서 AI 반도체 및 인프라 기업에 대한 긍정적인 관점을 유지한다.

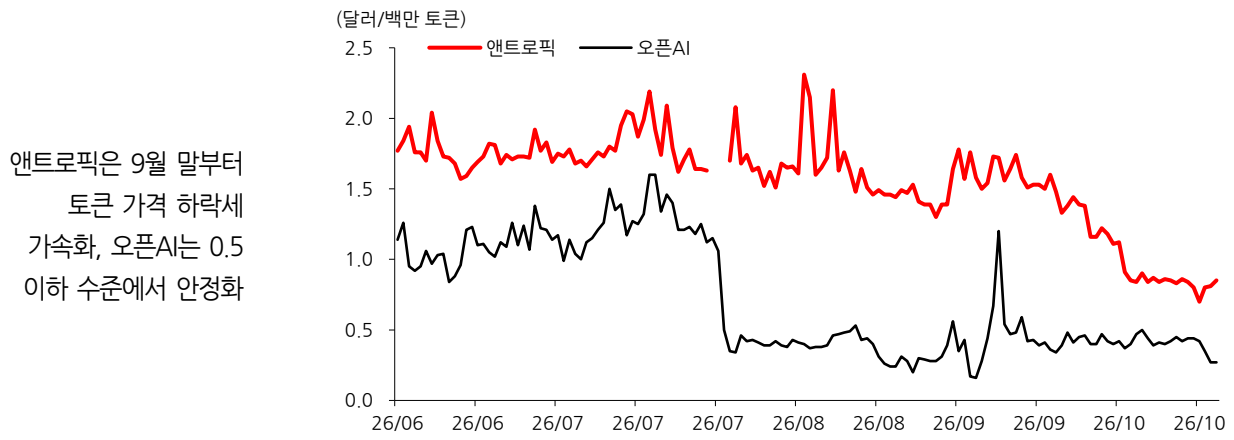
* 블룸버그에 따르면 엔트로픽은 11/9 시작 주간에 IPO 로드쇼를 개시하고, 추수감사절(11/26) 이전 나스닥 상장을 추진할 전망이다. 상장 예정 티커는 ANT이다.

[그림1] 엔트로픽 분기 매출, 컴퓨팅·인프라 비용 추이



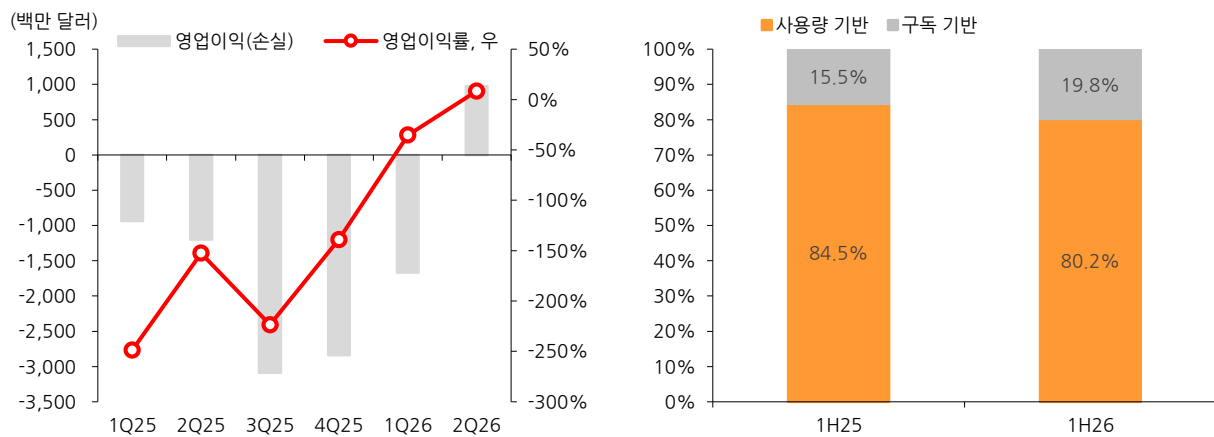
자료: 엔트로픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 엔트로픽 및 오픈AI 토큰 가격 지수 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 엔트로픽 분기 영업이익 (좌) 및 2026년 상반기 엔트로픽 매출 구성



자료: 엔트로픽, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 실적 주요 항목

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 1H25	FY 1H26
매출액	41	386	4,585	1,163	16,286
(YoY)	-	841.5	1,087.8	-	1,300.3
매출원가	26	752	2,773	1,019	2,380
매출총이익	15	(366)	1,812	144	13,906
매출총이익률	36.6	(94.8)	39.5	12.4	85.4
연구개발비	422	2,275	6,338	1,850	9,741
영업이익(손실)	(551)	(2,980)	(8,060)	(2,135)	(693)
순이익(손실)	(1,531)	(8,309)	(41,965)	(12,969)	(80,748)
컴퓨팅-인프라 비용	433	2,522	7,326	2,334	8,945
영업현금흐름	(1,627)	(5,692)	(2,637)	(1,513)	3,929

주: 주석에 기재된 매출원가로 매출총이익률 역산. 모델 개발 및 연구에 사용되는 컴퓨팅 비용은 매출원가가 아닌 연구개발비에도 포함

자료: 엔트로픽 S-1, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 실적 주요 항목 (분기)

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 1Q25	FY 2Q25	FY 3Q25	FY 4Q25	FY 1Q26	FY 2Q26
매출액	376	787	1,382	2,040	4,731	11,555
(QoQ)	-	109.3	75.6	47.6	131.9	144.2
컴퓨팅·인프라 비용	944	1,390	2,047	2,945	3,387	5,558
(QoQ)	-	47.2	47.3	43.9	15.0	64.1
영업이익(손실)	(935)	(1,200)	(3,089)	(2,836)	(1,667)	974
영업이익률	(248.7)	(152.5)	(223.5)	(139.0)	(35.2)	8.4
금융상품 공정가치 평가손익	(5,701)	(5,241)	(9,165)	(14,201)	(12,791)	(59,597)
순이익(손실)	(6,592)	(6,377)	(12,138)	(16,858)	(14,439)	(66,309)

자료: 앤트로픽, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 10월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상회)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%