



# 알파벳 A (GOOGL.US)

선출(현금) 후입(수익)의 TPU

- 알파벳은 검색·유튜브와 클라우드, 자체 AI 칩(TPU)과 모델을 개발하는 IT 기업
- FY3Q26은 TPU 판매가 더해져 클라우드 매출이 올랐으나 검색은 둔화, FCF는 적자
- 수주잔고 기반 클라우드 성장은 유효, TPU 재고의 현금화와 검색 수익화가 중요

## FY3Q26 실적 Review

FY3Q26(9 월 말) 실적은 매출액 1,275.77 억 달러(YoY +24.7%, QoQ +6.5%, 컨센서스 대비 -0.3%), 영업이익률 31.8%(YoY +1.3%p, QoQ -2.2%p, 컨센서스 대비 -1.9%p), EPS 2.12 달러(YoY -26.1%, QoQ -76.7%, 컨센서스 대비 -29.0%)를 기록했다.

## TPU 판매가 더해진 클라우드 호황

3Q26 실적의 핵심은 클라우드가 TPU 시스템 판매까지 더해 두 배 넘게 성장했다는 점이다. 검색·유튜브 광고가 시장 예상을 밑돌았지만, 클라우드 매출은 307.1 억 달러(YoY +103%)로 컨센서스(291.5 억 달러)를 5.3% 웃돌았고 영업이익도 111.2 억 달러(영업이익률 36.2%)로 예상(97.5 억 달러)을 크게 상회했다. 이는 일반 클라우드(GCP)의 AI 수요가 매출 대부분을 이끈 가운데, TPU 시스템(자체 설계한 AI 칩에 서버·네트워크·소프트웨어를 묶은 완성 설비)을 고객 데이터센터에 팔기 시작한 결과다. 설비를 지어 빌려주던 클라우드에 설비 자체를 파는 사업이 더해지며 성장의 성격도 달라지고 있다.

동사는 TPU 시스템 판매가 4 분기에도 늘고 2027년에는 유의미한 매출 확대에 이어질 것이라고 밝혔다. 수주잔고 5,610 억 달러 중 55%가 24 개월 안에 매출로 인식될 예정이어서, 연평균으로 환산하면 현재 클라우드 연환산 매출(1,228 억 달러)보다 25% 이상 많은 1,540 억 달러 이상이 이미 계약으로 확보된 셈이다. 물론 4 분기에는 공급 부족을 메우기 위한 외부 컴퓨팅 사용이 늘며 클라우드 마진이 일시적으로 낮아질 전망이지만, 이 역시 수요가 설비보다 빠르게 오른다는 신호다.

## 선제적 현금 유출과 후행적 수익

클라우드 매출 호조에도 시장은 AI 투자가 아직 현금으로 이어지지 못하고 있다는 점을 부정적으로 평가했다. CapEx 는 513.6 억 달러로 전년 대비 2.14 배로 늘었지만, 영업현금흐름은 422.9 억 달러(YoY -13%)로 줄어들며 FCF 가 -90.7 억 달러로 2 분기 연속 적자를 기록했다. CapEx 는 시장 예상(552 억 달러)을 밑돌았는데도 FCF 가 예상(-27 억 달러)보다 나뉘었던 것은 운전자본 174 억 달러 감소 영향이 컸다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.28): \$324.89

목표주가 컨센서스: \$419.40

## ▶ 투자 의견 컨센서스

|     |     |
|-----|-----|
| 매수  | 보유  |
| 90% | 10% |

## Stock Data

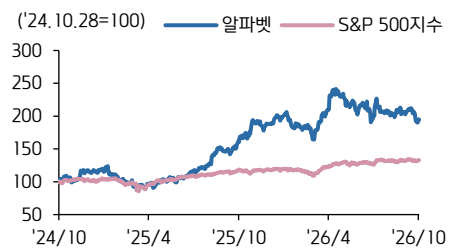
|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 산업분류            | 인터랙티브 미디어 & 서비스 |
| S&P 500 (10/28) | 7,743.98        |
| 현재주가/목표주가       | 324.89 / 419.40 |
| 52주 최고/최저 (\$)  | 408.61 / 267.67 |
| 시가총액 (백만\$)     | 3,955,571       |
| 유통주식 수 (백만)     | 5,868           |
| 일평균거래량 (3M)     | 26,120,046      |

## Earnings & Valuation

| (백만 \$)  | FY24    | FY25    | FY26E   | FY27E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액      | 350,018 | 402,836 | 499,764 | 624,961 |
| 영업이익     | 112,390 | 129,039 | 171,571 | 221,362 |
| OPM(%)   | 32.1    | 32.0    | 34.3    | 35.4    |
| 순이익      | 100,118 | 132,170 | 251,670 | 188,825 |
| EPS      | 8.04    | 10.81   | 20.47   | 15.21   |
| 증가율(%)   | 38.6    | 34.5    | 89.3    | -25.7   |
| PER(배)   | 23.9    | 33.9    | 17.2    | 20.3    |
| PBR(배)   | 7.1     | 9.2     | 5.5     | 4.4     |
| ROE(%)   | 32.9    | 35.7    | 61.2    | 45.7    |
| 배당수익률(%) | 0.3     | 0.3     | 0.3     | 0.2     |

## Performance & Price Trend

| 추가수익률 (%) | YTD  | 1M   | 6M   | 12M  |
|-----------|------|------|------|------|
| 절대        | 3.8  | -4.7 | -7.2 | 18.3 |
| S&P Index | 13.1 | 1.0  | 8.5  | 12.4 |



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2026-10-28 블룸버그 기준, GAAP 기준

운전자본 감소는 TPU 재고 축적(32 억 달러)과 2018 년 EU 안드로이드 과징금 지급(52 억 달러) 등이 반영된 결과로, **계약 → 재고 → 인도 순서로 매출이 잡히는 TPU 사업은 판매가 늘수록 현금이 매출보다 먼저 나가는 구조다.**

동사는 늘어나는 투자 재원을 외부 조달로 미리 확보하고 있다. 올해 9 개월간 회사채·보통주·전환우선주로 1,383 억 달러를 조달했고, 자사주 매입은 전년 같은 기간 398 억 달러에서 0 으로 멈췄다. 6 월 대규모 증자에 더해 임직원 주식보상 세금 납부까지 신주 발행으로 충당하면서 희석 주식 수도 1 년 전보다 1.35% 늘었다. 신규 차입 없이 회사채를 상환하며 FCF 흑자를 지킨 마이크로소프트와 달리, 투자를 외부 자금으로 감당하는 구조로 바뀌었다는 뜻이다. 시장이 부정적인 반응을 보인 이유다.

### 사용량을 따라가지 못한 검색 수익

클라우드에서 확인된 AI 수요가 검색에서는 아직 매출로 이어지지 않고 있다. 동사는 AI 투자로 검색 쿼리 증가율이 5 년 만에 가장 높았다고 밝혔지만, 검색 매출은 633.5 억 달러(YoY +12%)로 시장 예상(649.9 억 달러)을 2.5% 밑돌았고 직전 분기와는 사실상 같은 수준(QoQ +0.1%)에 머물렀다. 환율과 EU 의 소셜 소포 면세 폐지, 월드컵 효과 축소와 함께, 빠르게 늘어난 AI Mode(대화형 AI 검색) 쿼리의 낮은 수익화 수준 등이 원인이다. 다만 AI Mode 쿼리는 일반 검색보다 평균 3 배 길고 다수가 기존에 없던 질문인 만큼, 지금의 둔화는 수요 감소보다 수익화 지연에 가깝다. 동사가 AI Mode 광고를 처음 해외로 확대하고, 미국에서는 대화형으로 이어지는 질문에도 광고를 붙이기 시작한 것은 이 간극을 좁히기 위한 조치로 볼 수 있다. 문제는 그사이 AI 모델 비용이 먼저 손익에 잡힌다는 점으로, 클라우드 영업이익이 전분기보다 23.1 억 달러 늘었는데도 공통 AI 연구개발비가 18.7 억 달러 늘며 전사 영업이익은 오히려 줄었다.

4 분기에도 기저(약 2%p)와 커진 환율 역풍, EU 의 품목당 2 유로 처리 수수료(11 월 시행)가 겹치고 높은 기저는 2027 년 상반기까지 이어지는 만큼, 검색 회복은 광고 확대가 쿼리 증가를 얼마나 빨리 따라잡는지를 확인해야 한다.

알파벳 A FY3Q26 ('26.07.01~09.30)

| 구분        | FY3Q26  | 컨센서스 비교 |        | YoY 비교  |        | QoQ 비교  |        |
|-----------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| (백만 USD)  | 발표치     | 컨센서스    | 차이     | FY3Q25  | 성장률    | FY2Q26  | 성장률    |
| 매출액       | 127,577 | 127,903 | -0.3%  | 102,346 | 24.7%  | 119,796 | 6.5%   |
| 영업이익      | 40,576  | 43,161  | -6.0%  | 31,228  | 29.9%  | 40,770  | -0.5%  |
| 영업이익률(%)  | 31.8%   | 33.7%   | -1.9%p | 30.5%   | 1.3%p  | 34.0%   | -2.2%p |
| 순이익       | 26,170  | 36,474  | -28.2% | 34,979  | -25.2% | 112,107 | -76.7% |
| EPS (USD) | 2.12    | 2.99    | -29.0% | 2.87    | -26.1% | 9.11    | -76.7% |

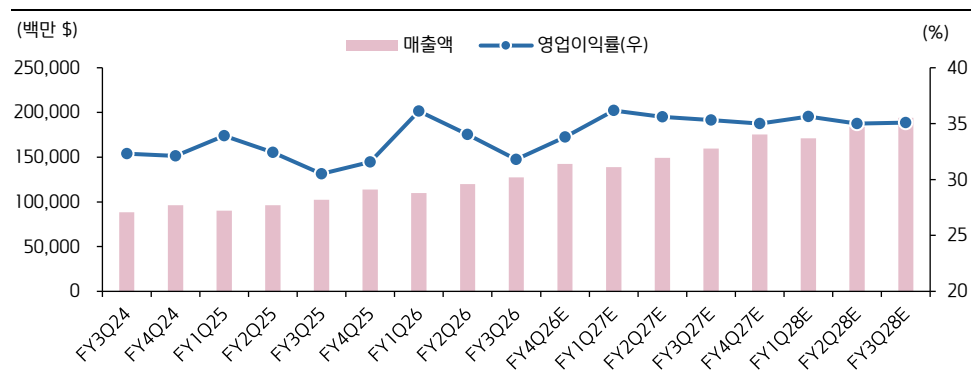
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-28 블룸버그 기준, GAAP 기준

알파벳 A 향후 실적 컨센서스 표

| 구분        | 분기 컨센서스 |            |         |            | 연간 컨센서스 |            |         |            |
|-----------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|
| (백만 USD)  | FY4Q26  | YoY<br>성장률 | FY1Q27  | YoY<br>성장률 | FY26    | YoY<br>성장률 | FY27    | YoY<br>성장률 |
| 매출액       | 142,554 | 25.2%      | 138,947 | 26.4%      | 499,764 | 24.1%      | 624,961 | 25.1%      |
| 영업이익      | 48,184  | 34.1%      | 50,188  | 26.4%      | 171,571 | 33.0%      | 221,362 | 29.0%      |
| 영업이익률(%)  | 33.8%   | 2.2%p      | 36.1%   | 0.0%p      | 34.3%   | 2.3%p      | 35.4%   | 1.1%p      |
| 순이익       | 41,227  | 19.7%      | 42,565  | -32.0%     | 251,670 | 90.4%      | 188,825 | -25.0%     |
| EPS (USD) | 3.34    | 18.3%      | 3.46    | -32.3%     | 20.47   | 89.3%      | 15.21   | -25.7%     |

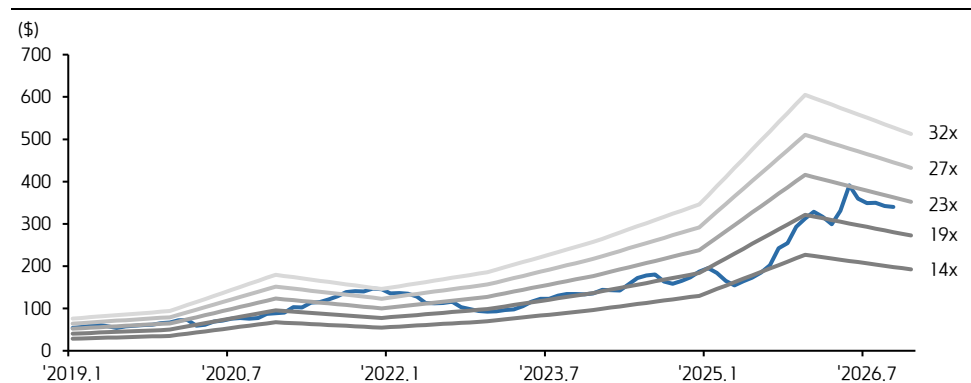
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-28 블룸버그 기준, GAAP 기준

알파벳 A 분기 실적 추이



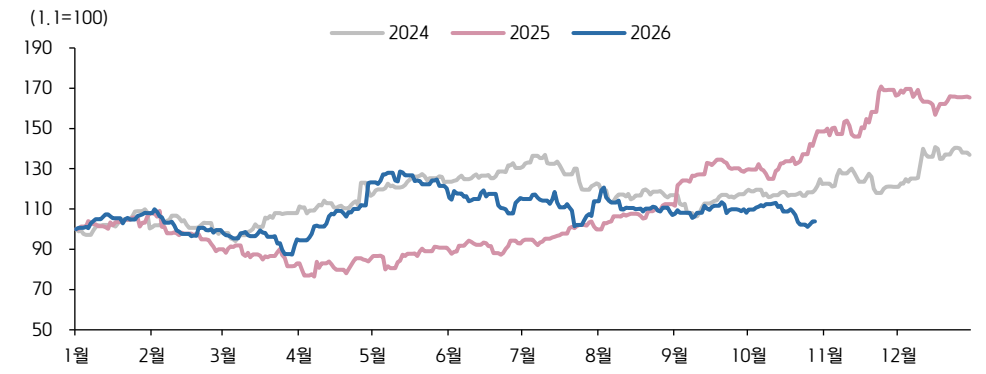
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-28 블룸버그 기준, GAAP 기준

알파벳 A 12M FWD PER 밴드



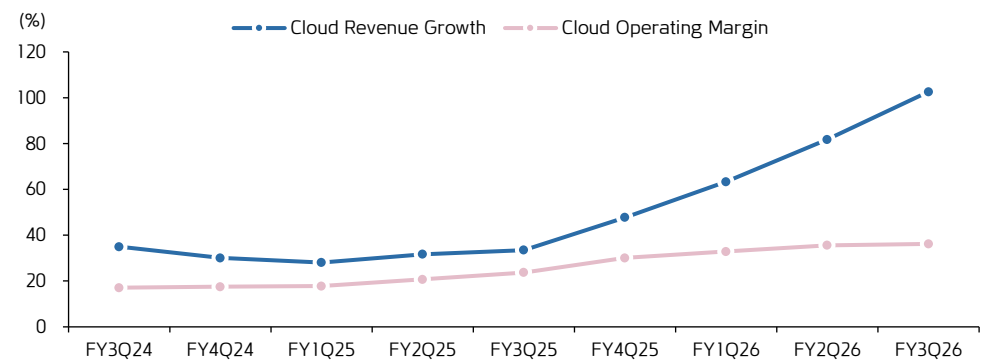
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-28 블룸버그 기준, GAAP 기준

### 알파벳 A 최근 3 개년 연도별 주가 추이



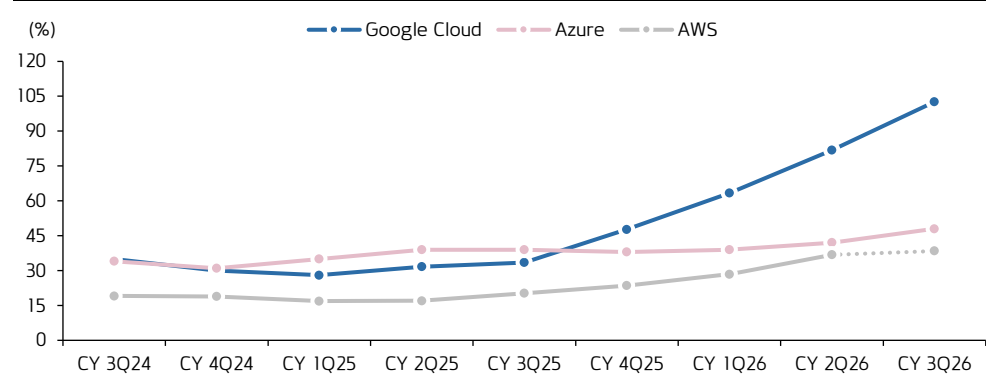
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 구글 클라우드 매출 YoY 성장률 및 영업이익률 추이



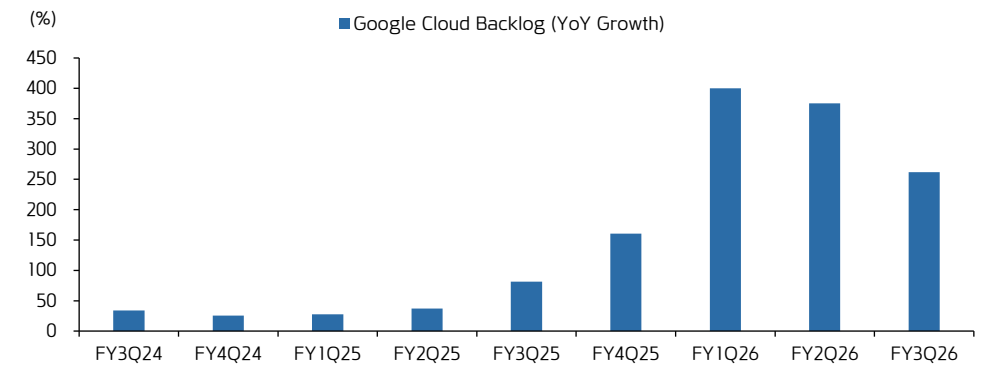
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 구글, 마이크로소프트, 아마존 클라우드 YoY 성장률 추이



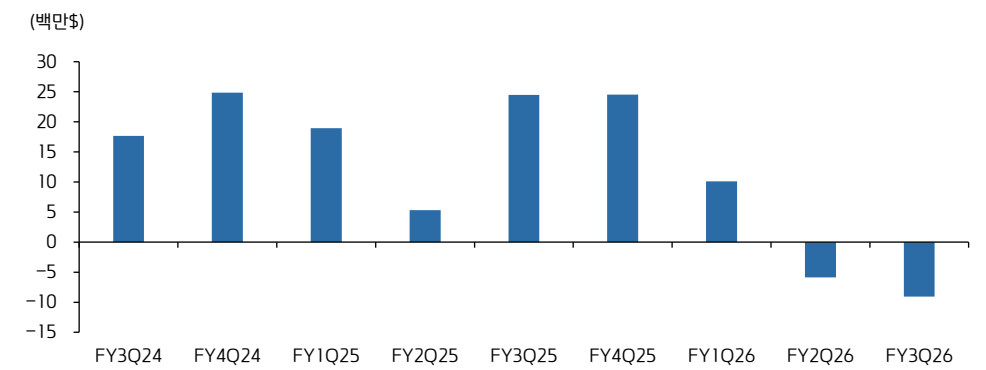
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: AWS는 아직 실적 발표 전인 관계로, Bloomberg 컨센서스 26-10-29 기준

### 구글 클라우드 백로그 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 알파벳 A 잉여현금흐름(FCF) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 알파벳 A 상세 실적표

| (백만 달러)                   | FY3Q25  | FY2Q26  | FY3Q26  | YoY(%) | QoQ(%) |
|---------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| [GAAP]                    |         |         |         |        |        |
| 매출액                       | 102,346 | 119,796 | 127,577 | 24.7   | 6.5    |
| 매출원가                      | 41,369  | 45,943  | 51,419  | 24.3   | 11.9   |
| 매출총이익                     | 60,977  | 73,853  | 76,158  | 24.9   | 3.1    |
| 영업비용                      | 29,749  | 33,083  | 35,582  | 19.6   | 7.6    |
| R&D                       | 15,151  | 18,219  | 20,640  | 36.2   | 13.3   |
| S&M                       | 7,205   | 8,403   | 8,804   | 22.2   | 4.8    |
| 일반관리비                     | 7,393   | 6,461   | 6,138   | -17.0  | -5.0   |
| 영업이익                      | 31,228  | 40,770  | 40,576  | 29.9   | -0.5   |
| 영업외손익                     | 12,759  | 97,983  | -8,221  | -164.4 | -108.4 |
| 세전이익                      | 43,987  | 138,753 | 32,355  | -26.4  | -76.7  |
| 법인세비용                     | 9,008   | 26,560  | 5,887   | -34.6  | -77.8  |
| 순이익                       | 34,979  | 112,193 | 26,468  | -24.3  | -76.4  |
| 보통주 귀속 순이익                | 34,979  | 112,107 | 26,170  | -25.2  | -76.7  |
| 회석 EPS(달러/주)              | 2.87    | 9.11    | 2.12    | -26.1  | -76.7  |
| 회석 가중평균주수(백만주)            | 12,203  | 12,309  | 12,368  | 1.4    | 0.5    |
| [세그먼트 데이터]                |         |         |         |        |        |
| 매출액                       | 102,346 | 119,796 | 127,577 | 24.7   | 6.5    |
| Google Services           | 87,052  | 94,540  | 96,302  | 10.6   | 1.9    |
| Google Cloud              | 15,157  | 24,768  | 30,709  | 102.6  | 24.0   |
| Other Bets                | 344     | 382     | 372     | 8.1    | -2.6   |
| Hedging gains(losses)     | -207    | 106     | 194     |        |        |
| 영업이익                      | 31,228  | 40,770  | 40,576  | 29.9   | -0.5   |
| Google Services           | 33,527  | 39,544  | 39,157  | 16.8   | -1.0   |
| Google Cloud              | 3,594   | 8,814   | 11,121  | 209.4  | 26.2   |
| Other Bets                | -1,426  | -1,799  | -2,047  | 43.5   | 13.8   |
| Alphabet-level activities | -4,467  | -5,789  | -7,655  | 71.4   | 32.2   |

자료: 알파벳 A, Bloomberg, 키움증권 리서치

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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.