

알파벳 (GOOGL.US)

고성장과 고비용, 어느 숫자를 믿을까

2026년 10월 30일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (LSEG, 컨센서스)	419.0 달러
✓ 상승여력	29.0%	✓ 현재주가 (10월 28일)	324.9 달러

[글로벌 S/W]

심지현 수석연구원

✉ simjin@shinhan.com

신한생각 GCP와 TPU가 끌어올린 성장, FCF가 치르고 있는 대가

클라우드 매출 +103% YoY(OPM 3Q25 23.7%→36.2), 클라우드 백로그 5,610억달러, Gemini Enterprise 고객 지출 전년동기 4배 등 이번에도 강한 수요를 증명했으나 재무적 요인으로 실적 발표 후 주가 급락

3Q26 Review: 최소 다음 분기까지 영업마진과 FCF에 부담 있을 전망

클라우드 성장에는 GCP(AI 인프라, AI 솔루션, 코어 GCP)가 주효했으며 TPU 시스템 판매 역시 유의미하게 기여. Gemini의 사용이 다른 제품 수요를 견인하는 구조. 즉 에이전트가 작업에 컴퓨트를, 메모리에 스토리지를, 컨텍스트에 데이터베이스를 쓰고 추가로 보안 수요도 늘어나는 선순환

분기 CapEx 514억달러, OCF 423억달러, FCF -90억달러로 2분기 연속 마이너스 현금흐름과 OCF보다 많은 CapEx 지속. 흑자 전환 시점, 추가 부채 발행 계획에 대한 언급 부재. 공급 제약은 여전하여 3P 컴퓨트 Capa를 활용 중이지만 2Q에 예고된 3P 브릿지 용량이 3Q 말에나 가동되어 오히려 동분기 마진 영향은 제한적. 4Q에 사용이 늘어 단기 마진 압박 예상

Valuation & Risks: 투자 비용이 초기에 집중된 결과, 견딜 가치 충분

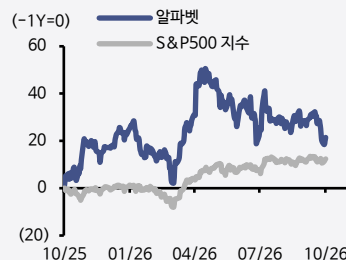
12M FWD PER은 현재 약 20배 수준으로 고점 대비 상당폭 할인되어 매력적인 수준(MS 25배, 아마존 23배, 메타 18배). 물론 할인은 회사채와 FCF 등의 재무 우려가 반영된 결과지만, 감가상각과 TPU 하드웨어 원가 증가에도 영업 레버리지가 유지되는 점에서 주가 급락을 장기 기회로 판단. 다만 4Q의 브릿지 비용, 대규모 감가상각 시점, TPU 판매의 마진과 FCF 영향, 추가 자금조달 가능성이 잠재적 리스크 요인

S&P500 지수 (pt)	7,744.0
시가총액 (십억달러)	3,956.8
발행주식수 (백만주)	12,088.0
유동주식비율 (%)	98.4
52주 최고가 (달러)	408.6
52주 최저가 (달러)	267.7

주요주주 (%)	
The Vanguard Group, Inc.	6.5
BlackRock Institutional.	5.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(5.2)	(2.6)	21.5	3.8
상대	(6.0)	(6.9)	9.1	(9.3)

주가



12월 결산	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
매출액 (백만달러)	350,018	402,836	499,970	626,200	765,370
영업이익 (백만달러)	112,390	129,039	170,772	216,685	268,540
영업이익률 (%)	32.1	32.0	34.2	34.6	35.1
EPS (달러)	8.26	10.81	20.42	15.21	18.36
PER (배)	22.9	29.0	15.9	21.4	17.7
ROE (%)	32.9	35.7	38.5	24.1	22.3
PBR (배)	12.2	9.5	5.5	4.3	3.5
EV/EBITDA (배)	17.2	23.7	16.4	12.6	9.7

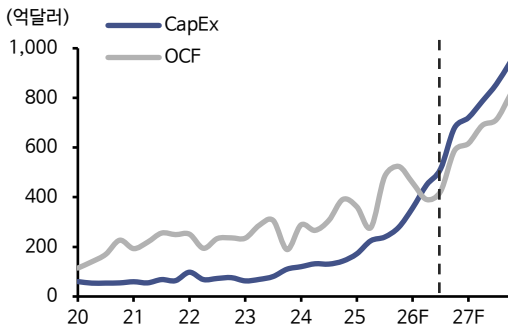
자료: LSEG, 신한투자증권

3Q26 컨센서스 대비 실적 비교

(백만달러, %)	컨센서스	실질	Gap (%)	3Q25	YoY (%)
매출액	127,908	127,577	(0.3)	102,346	24.7
① 구글 서비스	98,516	96,302	(2.2)	87,052	10.6
1) 구글 광고	83,641	82,012	(1.9)	74,182	10.6
- 서치 및 기타	64,957	63,350	(2.5)	56,567	12.0
- 유튜브 광고	11,439	11,207	(2.0)	10,261	9.2
- 구글 네트워크	7,226	7,455	3.2	7,354	1.4
2) 구글 기타	14,808	14,290	(3.5)	12,870	11.0
② 구글 클라우드	28,723	30,709	6.9	15,157	102.6
① 미국	61,788	67,681	9.5	48,758	38.8
② 해외	62,300	59,702	(4.2)	53,795	11.0
트래픽 비용(TAC)	16,566	16,366	(1.2)	14,876	10.0
웹사이트	11,529	11,352	(1.5)	9,939	14.2
네트워크	4,986	5,014	0.6	4,937	1.6
영업이익 (GAAP)	43,138	40,576	(5.9)	31,228	29.9
구글 서비스	40,800	39,157	(4.0)	33,527	16.8
구글 클라우드	9,748	11,121	14.1	3,594	209.4
순이익 (GAAP)	37,469	26,170	(30.2)	34,979	(25.2)
EPS	3.03	2.12	(30.0)	2.87	(26.1)
CapEx	55,194	51,355	(7.0)	23,953	114.4
FCF	(2,271)	(9,065)	299.1	24,461	적전

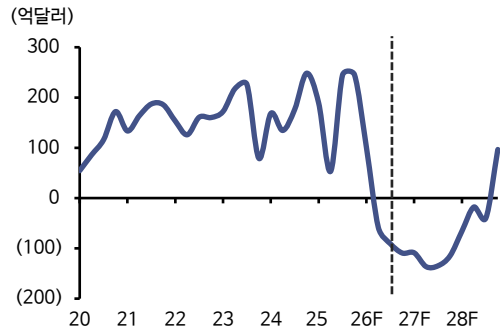
자료: Factset, 신한투자증권 / 주: Factset Estimate 및 잠정치 기준. 전체 표준화 계정 기준

알파벳 분기 OCF와 CapEx 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 동분기 잠정치

알파벳 분기 FCF 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 동분기 잠정치

컨퍼런스콜 주요 언급 내용 요약

주요 코멘트 내용

부문별	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 검색: +12%로 감소. 원인은 FX, 버티컬 요인, AI Mode의 낮은 수익화 ✓ 에이전트의 검색 영향에 대해: 에이전트는 잠식이 아닌 확장이라는 입장 ✓ 유튜브: 일일 업로드 2천만개 이상, 구독이 광고보다 빠른 성과
클라우드	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 클라우드 매출 307억달러, +103%. OPM 36.2%(전년 23.7%) ✓ BigQuery: 쿼리 속도 +40%, 처리 비용 -50% ✓ 보안: Gemini Flash Cyber 모델은 20개 언어에서 취약점을 탐지하며, 패치 신뢰도가 타 모델 대비 2.6배. 고객의 95% 이상이 AI 기능을 채택 ✓ 미래 구매 약정 9,240억달러, 착수 전 리스 및 기타 의무 1,520억달러. 모두 최대 계약 의무 기준이며 변동 가격, 물량, 유연성 조항으로 실제 지출은 이보다 낮을 수 있음 ✓ TPU v8e/8i는 이전 세대 대비 학습 성능 최대 2.7배, 추론 가성비 80% 개선 ✓ TPU 유통 경로 확대. 자사 클라우드, 고객 데이터센터, 제3자 사업자(오라클 등) ✓ TPU 외에 Axion CPU와 최신 NVIDIA GPU를 병행 운영
AI	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Gemini 4(Argon, Carbon): IP 모델 API 토큰 분당 ~320억(+40 QoQ, YoY 4배+) <ul style="list-style-type: none"> · Gemini 앱 사용자 10억명, Cloud 연매출 10억달러 이상 제품라인 18개 · Gemini Enterprise 고객은 1,000억 토큰 이상 2,600곳 이상, 10조 이상 ~75곳 · 내부 생산성의 변곡점은 Argon 이전에 Gemini 3.8 Flash부터 시작 ✓ AI Mode 수익화 관련: AI Mode 쿼리 다수는 증분이며 상위 쿼리 비중 높음 <ul style="list-style-type: none"> · 2H25 하반기 검색 가속이 반영되며 3Q에 약 3%p, 4Q에도 수%p 부담 예상 · 내부 스폰서 상품과 자체 상품의 CTR이 유사 · 처음으로 AI Mode 광고를 해외 시장으로 확대하고 미국에서는 멀티 광고를 도입 ✓ 에이전트: Enterprise(Gemini Agent) → Search, Gemini 앱(연내) → Chrome, Android, Workspace로 확장 ✓ 에이전트 커머스: UCP(Universal Commerce Protocol)는 직접 결제를 지원
CapEx & 가이던스	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 3Q26 CapEx 514억달러, FCF -91억달러, OCF 423억달러 <ul style="list-style-type: none"> · TPU 시스템 재고 축적, EC 벌금이 원인 · 서버, 네트워크 약 65%(내용연수 6년), 데이터센터 약 35%(7~40년) ✓ 4Q26 가이던스: 검색은 기저로 성장 압박. TPU 판매 4Q 확대, 클라우드 단기 역풍 ✓ 2026년 CapEx 가이던스: 1,950~2,050억달러 유지 ✓ TPU 시스템의 제3자 시설, 고객 데이터센터 배치는 자체 시설 선건설 부담을 줄이는 효과 ✓ 2027년 CapEx: '상당한 증가'라고만 언급되었고 수치는 4Q에 제시 예정
재무 영향	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 자본평가손익: 영업외손익으로 -82억달러. 스페이스X 주가 하락에 따른 미실현 손익이 주원인. 순이익과 EPS에 영향 ✓ 기타 매출원가 +32%의 첫 요인으로 TPU 시스템 판매 관련 하드웨어 비용 명시 ✓ ATM 프로그램으로 3Q에 124억달러 주식 발행 <ul style="list-style-type: none"> · 기존 설정된 프로그램의 잔여 발행한도는 약 276억달러 남은 것으로 파악
기타	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Other Bets: 웨이모가 San Antonio, San Diego, Tampa에서 일반 서비스를 개시했고, 캐나다·독일·싱가포르·스페인 진출을 계획 중 ✓ 양자컴퓨팅: magic state cultivation을 최초로 시연 ✓ Project Suncatcher: TPU를 우주로 발사(우주 기반 컴퓨팅 실험)

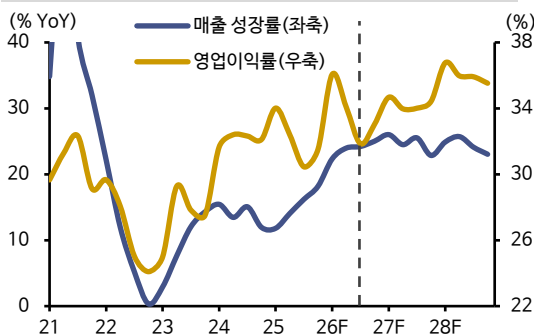
자료: 신한투자증권

알파벳 분기 실적 및 전망 - 1) 부문별

(백만달러, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
매출액	89,974	96,540	102,553	113,996	110,076	119,690	127,383	142,522	138,715	149,006	159,896	175,097
① 구글 서비스	77,264	82,543	87,052	95,862	89,637	94,540	96,302	106,646	99,407	104,049	108,296	118,158
1) 구글 광고	66,885	71,340	74,182	82,284	77,253	81,629	82,012	91,064	85,089	89,829	91,938	101,072
-서치 및 기타	50,702	54,190	56,567	63,073	60,399	63,271	63,350	70,441	66,902	70,310	71,891	78,939
-유투브 광고	8,927	9,796	10,261	11,383	9,883	11,055	11,207	12,701	10,984	12,063	12,492	13,812
-구글 네트워크	7,256	7,354	7,354	7,828	6,971	7,303	7,455	7,771	6,914	7,122	7,150	7,611
2) 구독/플랫폼/기기	10,379	11,203	12,870	13,578	12,384	12,911	14,290	15,410	14,065	14,641	16,448	17,332
② 구글 클라우드	12,260	13,624	15,157	17,664	20,028	24,768	30,709	35,572	38,010	41,706	49,948	55,138
③ 기타 및 조정	710	261	137	302	231	488	566	409	468	443	437	479
매출액 YoY	11.8	14.1	16.2	18.2	22.3	24.0	24.2	25.0	26.0	24.5	25.5	22.9
① 구글 서비스	9.8	11.7	13.8	14.0	16.0	14.5	10.6	11.2	10.9	10.1	12.5	10.8
1) 구글 광고	8.5	10.4	12.6	13.6	15.5	14.4	10.6	10.7	10.1	10.0	12.1	11.0
-서치 및 기타	9.8	11.7	14.5	16.7	19.1	16.8	12.0	11.7	10.8	11.1	13.5	12.1
-유투브 광고	10.3	13.1	15.0	8.7	10.7	12.9	9.2	11.6	11.1	9.1	11.5	8.8
-구글 네트워크	(2.1)	(1.2)	(2.6)	(1.6)	(3.9)	(0.7)	1.4	(0.7)	(0.8)	(2.5)	(4.1)	(2.1)
2) 구독/플랫폼/기기	18.8	20.3	20.8	16.7	19.3	15.2	11.0	13.5	13.6	13.4	15.1	12.5
② 구글 클라우드	28.1	31.7	33.5	47.8	63.4	81.8	102.6	101.4	89.8	68.4	62.6	55.0
영업이익 (GAAP)	30,606	31,271	31,228	35,934	28,521	30,972	30,606	47,090	48,094	50,624	54,383	60,284
① 구글 서비스	32,682	33,063	33,527	40,132	40,589	39,544	39,157	45,194	43,761	43,681	46,634	51,370
② 구글 클라우드	2,177	2,826	3,594	5,313	6,598	8,814	11,121	11,880	12,796	13,746	14,721	15,637
③ 기타 및 조정	(4,253)	(4,618)	(5,893)	(9,511)	(7,491)	(7,588)	(9,702)	(9,985)	(8,464)	(6,803)	(6,972)	(6,723)
영업이익 YoY	20.2	14.0	9.5	16.0	(6.8)	(1.0)	(2.0)	31.0	68.6	63.4	77.7	28.0
① 구글 서비스	17.2	11.4	8.7	22.2	24.2	19.6	16.8	12.6	7.8	10.5	19.1	13.7
② 구글 클라우드	141.9	141.1	84.6	153.8	203.1	211.9	209.4	123.6	93.9	56.0	32.4	31.6
영업이익률	34.0	32.4	30.5	31.5	25.9	25.9	24.0	33.0	34.7	34.0	34.0	34.4
① 구글 서비스	42.3	40.1	38.5	41.9	45.3	41.8	40.7	42.4	44.0	42.0	43.1	43.5
② 구글 클라우드	17.8	20.7	23.7	30.1	32.9	35.6	36.2	33.4	33.7	33.0	29.5	28.4

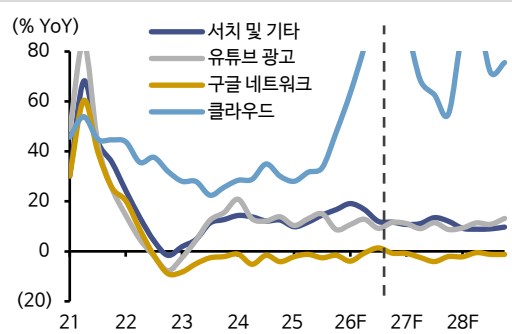
자료: Factset, Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 기타 및 조정은 Other bets + Hedging Gain/Loss, Factset Estimate 및 잠정치 기준

분기 실적 추이



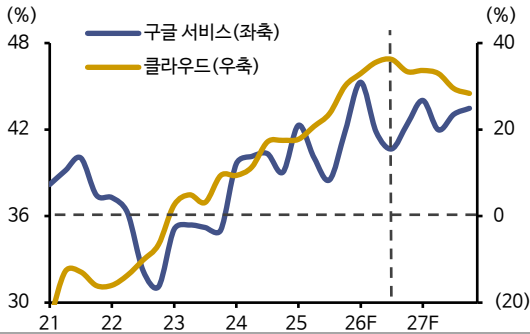
자료: Factset, 신한투자증권

부문별 매출 성장률 추이



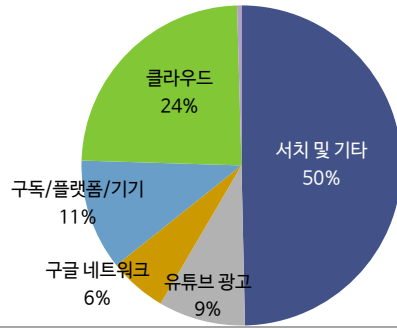
자료: Factset, 신한투자증권

부문별 영업이익률 추이



자료: Factset, 신한투자증권

3Q26 기준 매출 비중



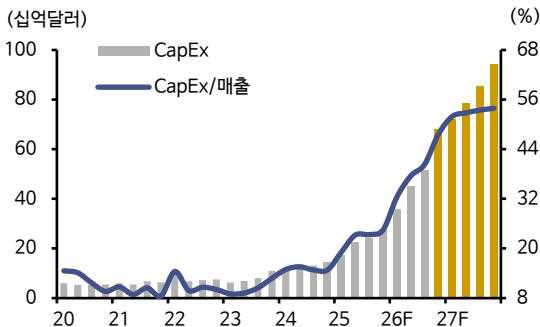
자료: 신한투자증권

알파벳 분기 실적 및 전망 - 2) 지역별 및 보조 지표

(백만달러, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F
매출액	80,467	84,640	88,251	96,449	89,974	96,540	102,553	113,996	110,076	119,690	127,383	142,522
US	38,737	41,196	43,139	47,375	43,964	46,063	48,758	55,444	53,975	60,846	67,681	70,003
해외	41,730	43,444	45,112	49,074	46,010	50,477	53,795	58,452	56,101	58,844	59,702	68,200
- EMEA	23,788	24,683	25,472	28,184	25,923	28,262	29,911	33,056	31,468	32,501	32,695	-
- APAC	13,289	13,823	14,547	15,156	14,854	16,480	17,819	18,527	18,288	19,317	19,906	-
- 미국 외 미주	4,653	4,938	5,093	5,734	5,233	5,735	6,065	6,869	6,345	7,026	7,101	-
기타 및 조정	72	102	17	20	260	(112)	(207)	(68)	(180)	106	194	-
트래픽 비용 (TAC)	12,946	13,387	13,719	14,848	13,748	14,705	14,876	16,597	15,228	16,179	16,366	18,176
- 웹사이트	7,639	8,102	8,320	9,160	8,711	9,588	9,939	10,796	10,363	11,276	11,352	12,679
- 네트워크	5,307	5,285	5,440	5,647	5,037	5,180	4,937	5,801	4,865	5,185	5,014	5,425
매출액 YoY	15.4	13.5	15.1	11.9	11.8	14.1	16.2	18.2	22.3	24.0	24.2	25.0
US	17.9	17.5	18.7	12.8	13.5	11.8	13.0	17.0	22.8	32.1	38.8	26.3
해외	13.3	9.9	11.8	11.1	10.3	16.2	19.2	19.1	21.9	16.6	11.0	16.7
- EMEA	12.9	10.7	12.4	12.7	9.0	14.5	17.4	17.3	21.4	15.0	9.3	-
- APAC	13.8	8.6	10.8	8.4	11.8	19.2	22.5	22.2	23.1	17.2	11.7	-
- 미국 외 미주	14.0	9.5	11.9	10.8	12.5	16.1	19.1	19.8	21.2	22.5	17.1	-

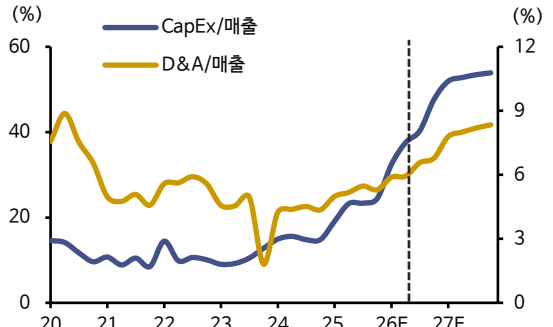
자료: Factset, 신한투자증권 / 주: 추정치는 컨센서스. Factset Estimate 잠정치 기준

분기 CapEx 추이



자료: Factset, 신한투자증권 / 주: 리스 미포함 CF 표준계정 기준

CapEx/매출 추이

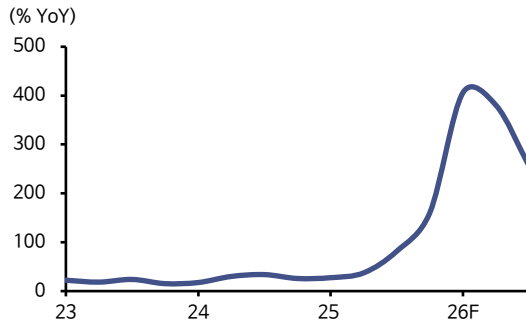


자료: Factset, 신한투자증권

주요 AI 인프라 업체 PEER Valuation						
회사명 코드		알파벳 GOOGL	마이크로소프트 MSFT	아마존 AMZN	메타 META	오라클 ORCL
매출액 (백만달러)	25	350,018	261,802	637,959	164,500	55,216
	26F	400,283	304,300	714,734	199,416	63,003
	27F	499,970	360,711	830,559	256,886	80,802
영업이익 (백만달러)	25	112,390	118,406	68,593	69,380	16,709
	26F	130,728	139,976	79,791	82,715	26,953
	27F	170,772	168,613	110,793	82,070	32,991
영업이익률 (%)	25	32.1	45.2	10.8	42.2	30.3
	26F	32.7	46.0	11.2	41.5	42.8
	27F	34.2	46.7	13.3	31.9	40.8
순이익 (백만달러)	25	102,818	94,984	59,248	63,078	11,620
	26F	129,612	112,836	77,202	62,971	19,805
	27F	250,711	136,551	138,853	75,976	23,411
순이익률 (%)	25	29.4	36.3	9.3	38.3	21.0
	26F	32.4	37.1	10.8	31.6	31.4
	27F	50.1	37.9	16.7	29.6	29.0
PER (배)	25	22.9	37.2	39.7	24.3	35.4
	26F	30.6	35.2	35.6	25.2	21.1
	27F	15.9	29.0	19.9	21.2	18.4
PBR (배)	25	8.5	15.2	10.7	8.8	35.8
	26F	9.6	10.0	7.3	7.1	11.8
	27F	5.5	7.8	5.0	5.1	6.1
EPS (달러)	25	8.3	12.7	5.5	24.1	4.1
	26F	10.6	15.1	7.2	24.3	6.8
	27F	20.4	18.3	12.8	28.8	7.9
EPS 증가율 (%)	25	38.5	18.4	90.6	59.9	18.4
	26F	28.6	18.6	29.4	0.7	67.9
	27F	92.2	21.3	79.3	18.7	14.9
ROE (%)	25	30.3	34.4	24.5	38.7	190.6
	26F	34.4	32.8	23.3	32.1	71.0
	27F	38.5	30.6	25.3	28.0	42.7
EV/EBITDA (배)	25	17.2	24.6	22.7	16.8	20.9
	26F	21.7	22.4	16.6	13.3	15.8
	27F	16.4	18.1	12.8	11.2	11.7

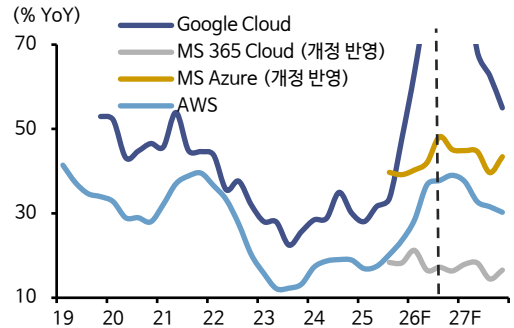
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 전체 CY 및 달러 변환. 데이터 기준일: 2026년 10월 28일

RPO 분기별 증가폭 추이



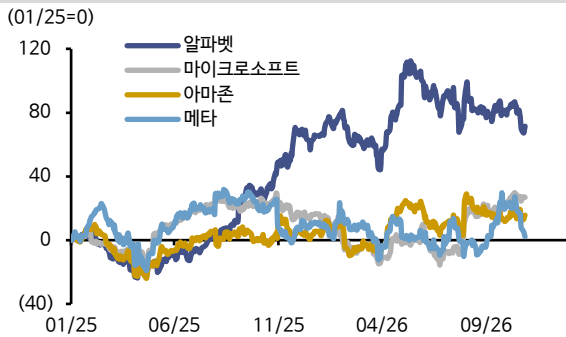
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 클라우드 사업자 매출 성장률



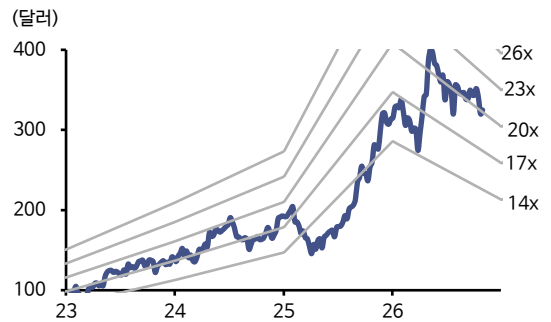
자료: Factset, 신한투자증권 / 주: AMZN은 발표 전, CY 기준

주요 경쟁사 상대주가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 당사는 상회회사 (알파벳) 를 기초자산으로 ELS 가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.