

아마존(AMZN/US)

기대하지 않았던 약한 모습

해외주식. 박제민 / jeminwa@sk.com / 3773-8884

Signal: 성장폭 둔화와 아쉬운 가이드언스

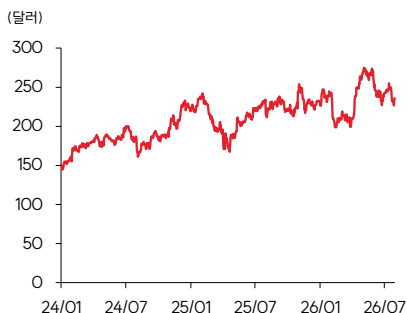
Key: AI ARR 부재는 경쟁력 약화로 해석

Step: 현재 레버 대비 아쉬운 가이드언스 전망

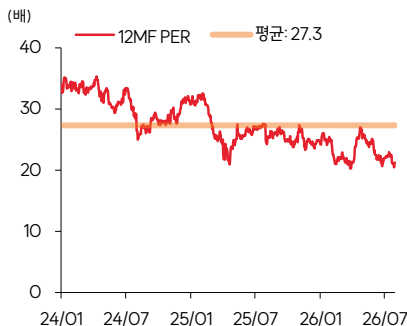
COMPANY DATA

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	12월
시가총액 (십억달러)	2,746.3
시가총액 (조원)	3,951.9
현재 주가 (달러)	243.5

주가 추이



PER 추이 및 평균



성장폭 둔화에서 보이는 아쉬운 경쟁력

AWS 성장률은 2분기 36.7%에서 3분기 39.3%로 6분기 연속 가속했다. 그러나 증분 기준으로는 둔화가 나타났다. 전분기 대비 매출 증가폭은 \$4.6B에서 \$3.8B로 줄었고, 연 환산 매출 증가폭도 2분기 \$18B에서 3분기 \$15B로 축소됐다. 경영진은 분기별 증설 물량의 편차를 원인으로 설명했지만, 상반기에 가팔랐던 성장 엔진이 힘을 잃는 것 아니냐는 우려를 남기기에 충분했다.

더 아쉬운 것은 1~2 분기에 연속으로 공개했던 AI ARR(\$15B 초과, \$25B 초과)를 이번에는 제시하지 않았다는 점이다. 공개된 숫자로 역산해 보면, 2분기 AI 런레이트 \$25B에 3분기 AWS 연환산 매출 증가분 \$15B를 모두 더해봐도 약 \$40B다. 코어 사업이 한 분기 동안 전혀 성장하지 않았다는 극단적인 가정이며, 이 경우에도 AI 런레이트의 전분기 대비 증가율은 2분기 약 67%에서 3분기 약 60%로 낮아진다. 전일 효율화 성과를 근거로 Azure 가이드언스를 높이며 자신감을 드러낸 Microsoft와 대비되는 대목이다.

가이드언스에서 보이는 포지션 약화

가장 아쉬운 것은 2027~2028년 성장 전망의 톤이다. 경영진은 AWS가 두 해 각각 40%를 넘게 성장할 수 있다고 밝혔다. 아마존이 지난 2분기 실적발표에서 제시한 '2025년 말 대비 2027년 말 전력 용량 2배' 계획을 연간으로 환산하면 약 41%다. 즉 용량 증가율 수준을 성장 전망의 하한으로 제시한 셈이다. 장기 가이드언스로 제시한 5~10년 후 \$1T 가이드언스는 향후 성장률은 이보다 훨씬 낮은 수준일 것임을 전제한다.

서버 사업자는 용량 증설 외에도 1) 공급 대비 강한 수요에 따른 GPU 임대료 상승 2) HW 세대 교체에 따른 동일 전력 내 처리량 증가라는 추가 레버를 가진다. Silicon Data 기준 B200 임대료는 2분기와 3분기 각각 평균 12%, 9% 상승했다. 연말부터 설치되는 Vera Rubin은 GB200 대비 MW 당 추론 처리량이 최대 10배로 제시된 모델이다.

그럼에도 용량 증가율 수준의 전망을 제시했다는 것은, 아마존이 이 두 레버를 매출 전망에 반영하지 않았다는 뜻이다. 대신 장기 고정가 계약 구조와 원가 절감분을 고객에게 환원하겠다는 전략을 내세웠다. 즉 HW 세대 교체로 늘어나는 처리량은 단위당 가격 인하로 상쇄될 가능성이 높다. 실제로 경영진은 추론 비용을 낮추는 것이 AWS의 핵심 과제라고 거듭 강조했다. 이는 현재의 '공급 부족 상황'에 의한 레버가 지속되기 어렵다는 인정으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	십억달러	514	575	638	717	825	935
영업이익	십억달러	12	37	69	80	104	132
순이익(지배주주)	십억달러	-3	30	59	78	97	111
EPS	달러	-0.3	3.0	5.7	7.3	8.8	10.1
PER	배	319	80	42	34	23	20
PBR	배	17	12	9	6	5	4
EV/EBITDA	배	32	18	19	15	12	9
ROE	%	-2	17	24	22	20	18

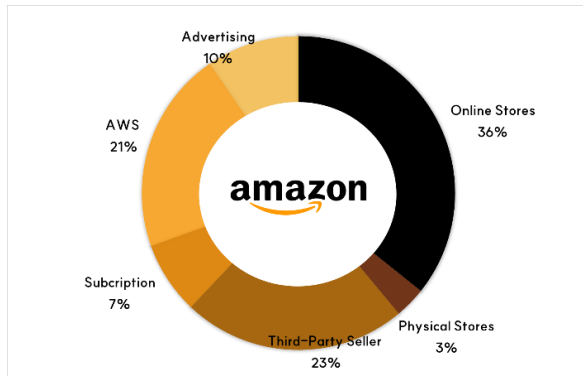
자료: Bloomberg, Consensus(26.07.31)

Amazon 부문별 매출액 추이

(단위: 백만달러)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	3Q26A	Diff	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	180,169	213,386	181,519	200,606	202,259	201,944	0%	244,519	716,924	828,840	951,055
Online Stores	67,407	82,988	64,254	70,432	69,609	68,470	-2%	89,345	269,287	293,463	315,119
Physical Stores	5,578	5,855	5,785	5,794	5,775	5,710	-1%	6,142	22,561	23,492	24,577
Retail Third-Party Seller	42,486	52,816	41,578	46,780	45,825	46,492	1%	58,482	172,162	192,711	212,101
Retail Subscription Services	12,574	13,122	13,427	13,730	13,834	14,006	1%	14,494	49,619	55,507	60,832
Advertising Services	17,703	21,317	17,243	19,809	20,912	19,637	-6%	25,606	68,635	83,753	98,559
Amazon Web Services	33,006	35,579	37,587	42,232	45,684	45,984	1%	49,607	128,725	171,190	236,048
YoY(%)	13%	14%	17%	20%	12%	12%		15%	12%	16%	15%
Online Stores	10%	10%	12%	15%	3%	2%		8%	9%	9%	7%
Physical Stores	7%	5%	5%	4%	4%	2%		5%	6%	4%	5%
Retail Third-Party Seller	12%	11%	14%	16%	8%	9%		11%	10%	12%	10%
Retail Subscription Services	11%	14%	15%	12%	10%	11%		10%	12%	12%	10%
Advertising Services	24%	23%	24%	26%	18%	11%		20%	22%	22%	18%
Amazon Web Services	20%	24%	28%	37%	38%	39%		39%	20%	33%	38%
영업이익	17,422	24,977	23,852	27,461	26,063	28,076	8%	32,994	79,975	110,310	141,557
OPM(%)	10	12	13	14	13	14		13	11	13	15
AWS	11,434	12,465	14,161	16,621	15,876	17,773	12%	18,231	45,606	61,632	85,776
AWS OPM(%)	35	35	38	39	35	39		37	35	36	36

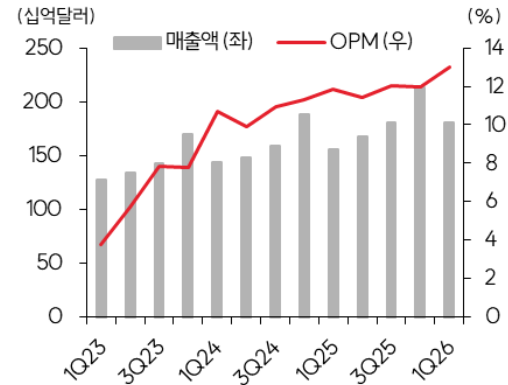
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: E는 실적 발표 이전 컨센서스

2Q26 매출 비중



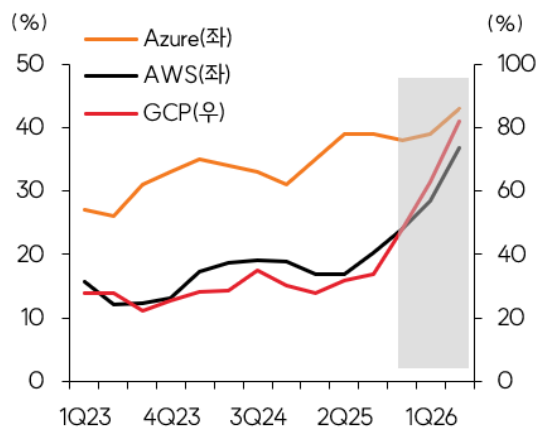
자료: Amazon, SK 증권

매출액 영업이익률 추이



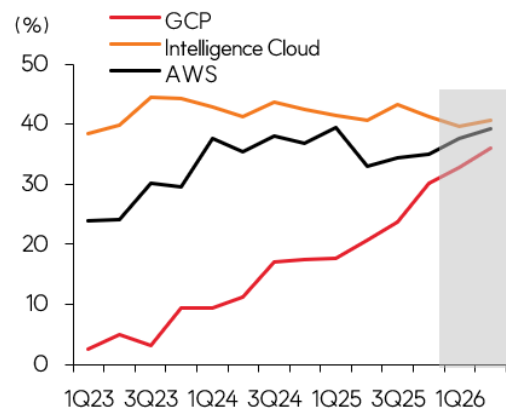
자료: Bloomberg, SK 증권

CSP 3사 클라우드 부문 매출액 성장률 추이



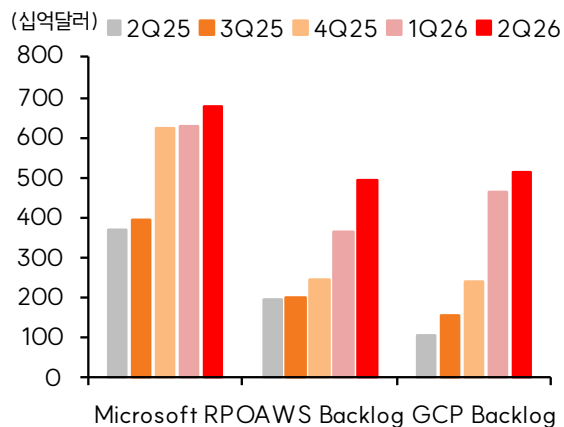
자료: Bloomberg, SK 증권

CSP 3사 클라우드 부문 영업이익률 추이



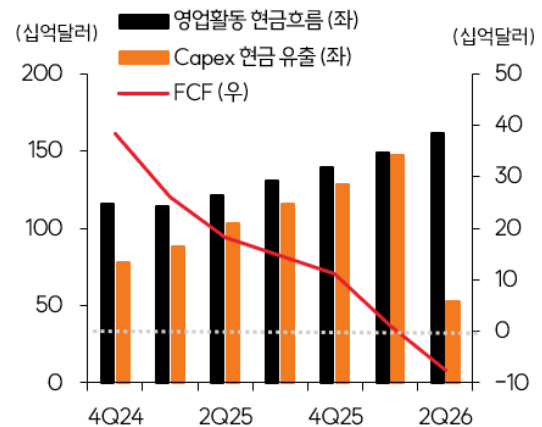
자료: Bloomberg, SK 증권

CSP 3사 수주잔고 추이



자료: 각 사, SK 증권

아마존 영업활동현금흐름 추이



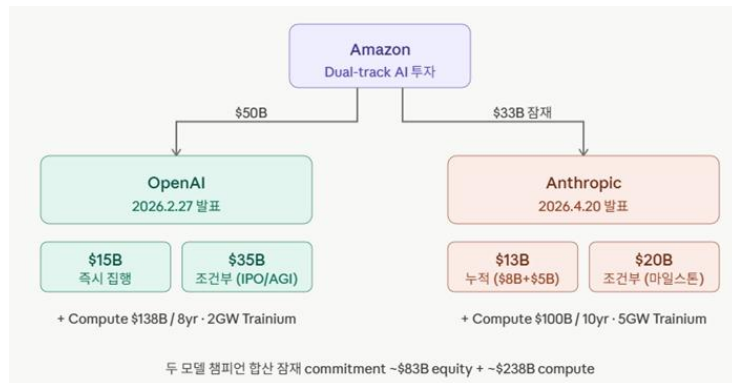
자료: Bloomberg, SK 증권

Amazon 주요 AI 사업 내 매출 비중

SaaS · 토큰 애플리케이션 Amazon Q · Kiro · Connect · Transform · Continuum · Quick	2~3% \$4~5B
AlaaS · 모델-에이전트 플랫폼 Bedrock · AgentCore · SageMaker AI · Nova Forge	3~4% \$6~7B
PaaS · 관리형 플랫폼 RDS · Aurora · DynamoDB · 벡터 DB · Lambda · Redshift	23~25% \$43~46B
IaaS · 원시 인프라	
코어 IaaS (non-AI) EC2 · S3 · EBS · VPC · CloudFront 54~57% · \$99~105B	AI IaaS Trainium · NVIDIA GPU 14~15% · \$25~28B

자료: SK 증권 추정

Amazon 주요 AI Labs 투자 내용



자료: 언론종합, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도