

월스트리트파인더 Ep.212

엔트로픽 IPO, 성장 프리미엄과 구조적 할인

- 고성장과 영업흑자 전환, AI 성장 프리미엄의 근거 확인
- 장기 인프라 약정과 변동 매출의 비대칭, 현금창출력 재검증
- 주주권 제약과 공모가격, 성장 프리미엄 차별화 요인
- (Weekly Preview) 한국 저PBR 기업 명단 공개, 미국 중간선거 · 재무부 QRA 등

Executive Summary

엔트로픽의 상장신고서(S-1) 공개로 AI 기업의 평가 기준이 성장 기대에서 수익성 검증으로 넓어지고 있다. 2026년 상반기 매출은 약 163억 달러로 전년 동기 대비 약 14배로 확대했고, 기업 고객 확대와 분기 영업흑자 전환도 확인됐다. 이번 IPO는 높은 매출 성장률이 지속 가능한 이익으로 이어질 수 있는지 평가하는 계기가 될 전망이다.

다만 회계상 손실과 장기 투자부담은 구분해야 한다. 상반기 순손실은 대부분 금융상품의 공정가치 변동에 따른 비현금성 손실인 반면, 영업현금흐름은 흑자로 전환됐다. 그러나 최소 구매약정은 2026년 6월 말 기준 2,656억 달러에 달한다. 사용량에 따라 변하는 매출과 장기간 약정된 인프라 비용의 차이가 향후 현금창출력을 좌우할 수 있다.

시장에서 거론되는 엔트로픽의 예상 기업가치는 1.5조~2.0조 달러다. 높은 성장성에도 장기 지급 의무, 클라우드 파트너 의존, 제한적인 주주권과 지분 희석은 가치평가에 할인 요인으로 작용할 수 있다. 향후 수정 S-1과 로드쇼에서 수익성의 지속성, 설비 관련 지급 일정, 공모가와 발행주식 수가 얼마나 구체화되는지에 주목할 필요가 있다.

표 1. 엔트로픽 주요 재무지표

(백만달러)

항목	FY2023	FY2024	FY2025	1H 2025	1H 2026
매출액	41	386	4,585	1,163	16,286
컴퓨팅 및 인프라 비용	433	2,522	7,326	2,334	8,945
인건비	95	454	1,839	538	3,152
영업이익	-551	-2,980	-8,060	-2,135	-693
금융상품 공정가치 변동	-1,045	-5,434	-34,308	-10,942	-72,388
당기순손실	-1,531	-8,309	-41,965	-12,969	-80,748
조정 영업손익 (Non-GAAP)	-522	-2,788	-4,854	-1,849	1,618

자료: 엔트로픽, 미래에셋증권 리서치센터

Issue Dive

성장 프리미엄, 이제 매출에서 이익으로

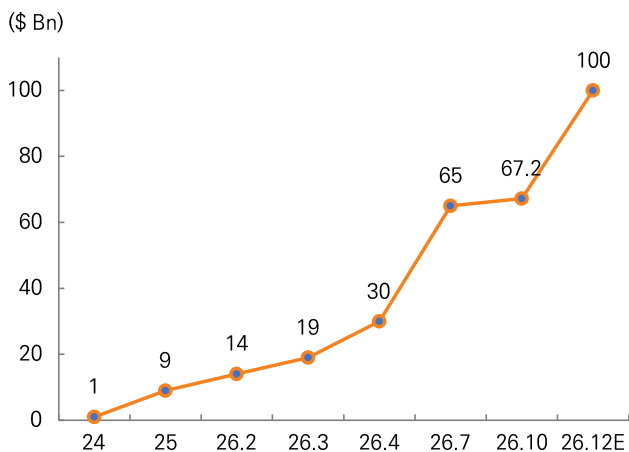
엔트로픽은 지난 10월 14일 투자자 설명회에서 3분기 매출 168억 달러와 조정 기준 흑자를 기록했다고 밝힌 것으로 보도됐다. 이는 AI 수요가 기업 고객의 지출 확대로 이어지고 있음을 보여준다. 분기 매출을 단순 연율화하면 672억 달러 수준이지만, 확정 연간 매출이나 반복 계약 매출을 뜻하지는 않는다. 중요한 것은 높은 성장세가 얼마나 지속될 수 있는 지다.

6월 말 기준 최근 12개월간 매출 100만 달러 이상을 발생시킨 고객은 1,900곳을 넘어섰다. 기업의 AI 활용이 시험 도입을 넘어 실제 업무로 확산되고 있다는 근거다. 그러나 고객 수 확대만으로 장기 성장성을 판단하기는 어렵다. 기존 고객의 사용량 증가와 모델 이용 단가 변화가 매출 성장의 지속성을 결정할 수 있다.

2026년 2분기 영업이익은 9.74억 달러로 미국회계기준(GAAP) 흑자를 기록했다. 연산 효율 개선과 매출 확대로 비용 부담을 흡수하는 능력이 높아졌다는 의미다. 상반기 영업현금 흐름도 흑자로 전환됐다. 다만 신규 설비의 감가상각비와 임대료가 본격적으로 반영된 이후에도 같은 수익성이 유지되는지는 별도로 살펴야 한다.

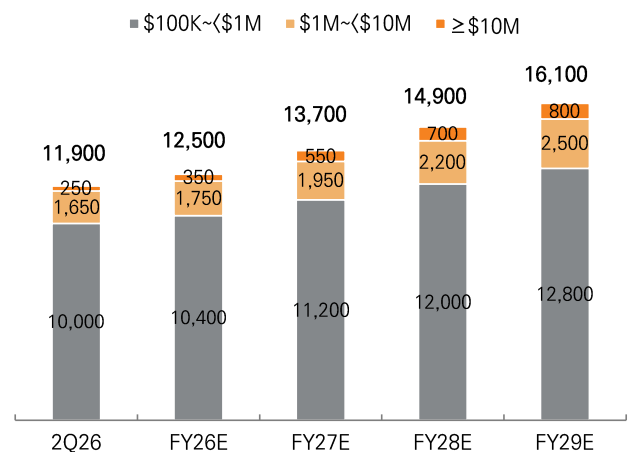
결국 엔트로픽의 성장 프리미엄을 판단하는 기준은 매출 규모에서 지속 가능한 현금창출력으로 이동하고 있다. 상반기 영업현금흐름 흑자는 긍정적이지만, 장기 설비계약에 따른 향후 지급 부담까지 해소됐다는 의미는 아니다. 신규 설비 가동 이후에도 매출 증가가 비용 확대를 웃돌고 현금흐름 개선이 이어지는지가 핵심이다.

그림 1. 엔트로픽 연환산 매출 추이



자료: 엔트로픽, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 엔트로픽 기업 고객의 지출 규모별 분포



자료: 엔트로픽, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 각 회계연도 말 기준

회계적 손실보다 중요한 장기 투자부담

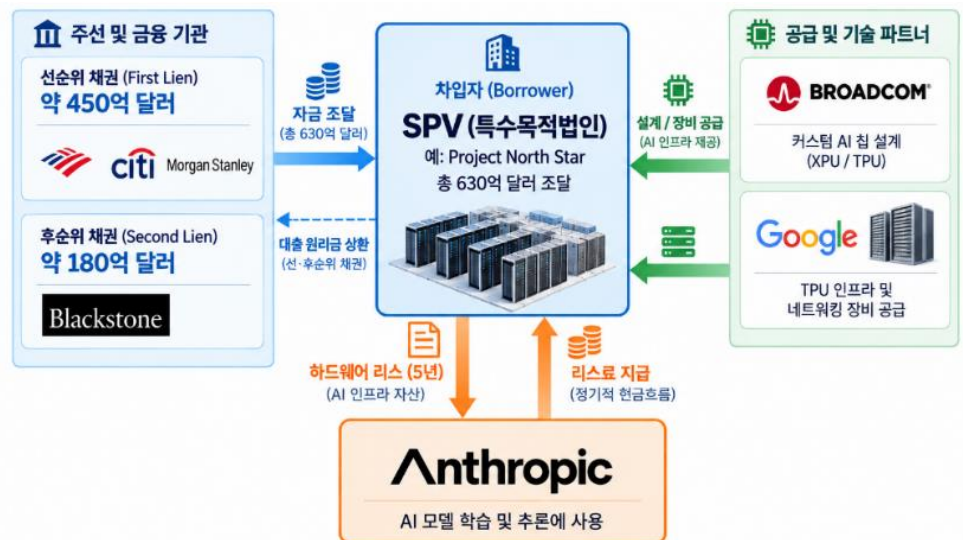
올해 상반기 순손실 807억 달러는 실제 현금 유출 규모와 다르다. 대부분이 전환증권 등 금융상품의 공정가치 변동에 따른 비현금성 손실이기 때문이다. 이를 본업의 현금 소진으로 해석하면 실적을 과도하게 부정적으로 평가할 수 있다. 다만 회계적 손실의 성격과 앞으로 지급해야 할 인프라 비용은 별개다.

2026년 6월 말 기준 최소 구매약정은 2,656억 달러다. 주로 클라우드와 컴퓨팅 서비스를 확보하기 위한 장기 계약으로, 수요가 급증할 때 필요한 설비를 선제적으로 확보한다는 장점이 있다. 반면 실제 고객 사용량이 기대에 못 미치면 계약상 최소 지급액이 현금흐름을 압박할 수 있다. 공급 확보의 이점과 고정비 부담을 함께 평가해야 한다.

같은 시점에 체결됐으나 아직 개시되지 않은 임대계약의 예상 지급액은 3,214억 달러다. 장기간에 걸쳐 지급할 할인 전 명목금액으로, 현재 재무상태표의 차입금과 동일하지 않다. 최소 구매약정과 단순 합산해 확정 부채로 표시하는 것도 부적절하다. 향후 설비 가동 시 발생할 현금 유출과 매출 증가 속도를 비교할 필요가 있다.

최근 발표된 630억 달러 규모의 반도체 금융조달은 별도 자금조달기구가 장비를 매입해 엔트로픽에 임대하는 구조다. 대규모 설비 투자에 필요한 자금조달 경로가 넓어졌다는 점은 긍정적이다. 그러나 금융조달 확대가 설비 활용도나 수익성을 보장하지는 않는다. 장비 사용으로 창출되는 현금이 임대료 등 지급 부담을 감당할 수 있는지가 중요하다.

그림 3. 엔트로픽 AI 인프라 조달 구조도



자료: 외신 종합, 미래에셋증권 리서치센터

성장 프리미엄을 제약하는 또 다른 조건

2026년 상반기 매출의 48%는 주요 클라우드 사업자의 판매 플랫폼을 통해 발생했다. 이들은 앤트로픽에 컴퓨팅 자원을 공급하고 판매 채널을 제공하는 동시에 자체 AI 모델도 개발하고 있다. 고객 접점을 넓히는 장점이 있으나, 향후 유통 조건이나 공급 우선순위가 변동될 경우 매출총이익률과 고객 확보 비용에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

상장 후에도 창업자 측 법인은 일반 주주총회 의결권의 50.1%를 보유하도록 설계됐다. 별도의 장기해택신탁(LTBT)은 이사회 과반 선임권을 갖는다. 이는 장기 전략의 일관성을 확보하는 요인이 될 수 있지만, 일반 주주의 경영 견제권은 극단적으로 제한된다. 주식보상에 따른 지분 희석까지 고려하면 기업 전체의 외형 성장과 주당 가치 증가는 구분해야 한다.

시장에서는 앤트로픽 기업가치를 1.5조~2.0조 달러로 거론하고 있으나, 공모가격과 발행주식 수는 아직 공개되지 않았다. 높은 가치평가를 뒷받침하려면 매출 확동이 현금흐름 개선으로 연결되고, 지분 희석 이후에도 주당 순가치가 유지돼야 한다. 결론적으로 장기 비용 부담과 제한적인 주주권까지 감안하면, 매출 성장률만으로 시장의 밸류에이션 프리미엄을 온전히 정당화하기는 쉽지 않을 전망이다.

그림 4. 앤트로픽 순환금융 주요 거래(Deal) 현황

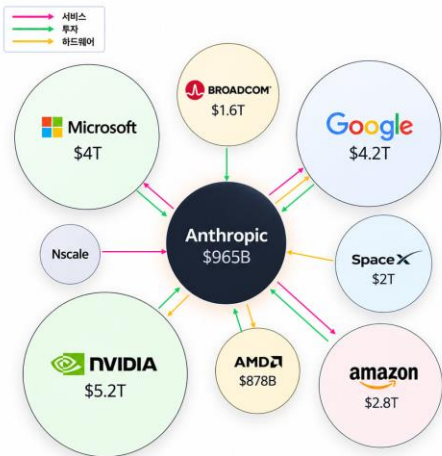
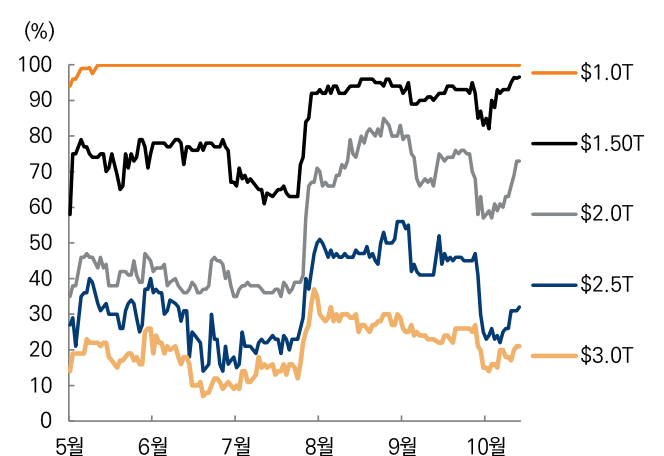


그림 5. 앤트로픽 IPO 기업가치별 예측 확률



자료: 미래에셋증권 리서치센터/주: 기업 가치는 10월 20일 기준. 앤트로픽 시리즈H 기준

자료: Polymarket, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 앤트로픽 주식 종류별 핵심 권리 요약

구분	Class A	Class N	Class T	Class F	Class E
보유 주체	일반 투자자	전략적 파트너 (구글·아마존 등)	장기공익신탁 (LTBT, 단 1주)	창업자 법인 (단 1주)	일반 임직원
주당 의결권	1표	없음	1표(특정 안건)	총 의결권의 50.1%	1표(특정 안건)
핵심 권한 (의결 대상)	일반 주총 안건 및 비(非)Class T 이사 선임	의결권 없음	이사회 이사 과반 선임	일반 주총 안건 및 비(非)Class T 이사 선임	특정 이사 선임 분쟁 시에만 행사
배당·청산권	지분 비례		없음		
양도 및 전환	자유 양도	자유 양도 (매각 시 Class A 전환)	제한적 (승인 필요)	양도 불가	

자료: 앤트로픽, 미래에셋증권 리서치센터

성장의 가격을 다시 판단할 때

기업 고객 확대와 분기 영업흑자 전환은 AI 수요가 실험적 도입을 넘어 수익으로 연결되고 있음을 보여준다. 설비 활용도가 높아지고 연산 효율 개선이 지속된다면 장기 계약은 안정적인 공급 확보와 경쟁 우위로 이어질 수 있다. 따라서 장기 지급 의무만으로 기업가치 하락을 예단하기는 어렵다.

반면 장기 지급 의무를 감당할 현금흐름이 충분하지 않다면 성장 프리미엄에는 제약이 생긴다. 클라우드 파트너에 대한 유통·공급 의존, 창업자 중심 의결권, 주식보상에 따른 지분 희석, 모델 가격 경쟁도 함께 고려해야 한다. 이 요인들은 미래 이익의 규모뿐 아니라 일반 주주에게 귀속되는 가치에도 영향을 미친다.

11월 10일 전후 수정 S-1 제출 가능성이 거론되지만 일정은 확정되지 않았다. 향후 공개 될 자료에서는 3분기 수익성과 영업현금흐름의 개선세, 신규 설비의 지급 일정과 가동 시점, 공모가격과 희석 후 주식 수를 살펴야 한다. 현금창출력이 장기 지급 부담을 감당하고 공모가가 관련 위험을 충분히 반영한다면 성장 프리미엄을 지지할 수 있지만, 그렇지 않다면 할인 압력은 높아질 수 있다.

표 3. 엔트로픽 IPO 가치평가 5가지 체크 포인트

할인 요인	핵심 근거	할증(Premium) 포인트	할인(Discount) 포인트
장기 지급 의무	최소 구매약정·미개시 임대계약	신규 설비 매출이 지급 부담을 흡수	가동 지연·사용률 저하
수익성 불확실성	GAAP·조정 이익 및 현금흐름 차이	비용 증가 이후에도 영업흑자 유지	고정비 증가에 따른 마진 악화
파트너(CSP) 의존	주요 클라우드 판매 비중 48%	직접 판매 확대, 유통 효율 개선	수수료 상승, 공급·유통 조건 악화
주주권·희석	창업자 의결권 50.1%, 주식보상	공모가에 희석 및 권리 제약 충분히 반영	주식 수 증가, 지배구조 할인 확대
기술·공급망 위험	모델 가격 경쟁, 반도체·전력 확보	가격 경쟁력과 연산 효율 유지	가격 하락, 공급 지연, 규제 비용 증가

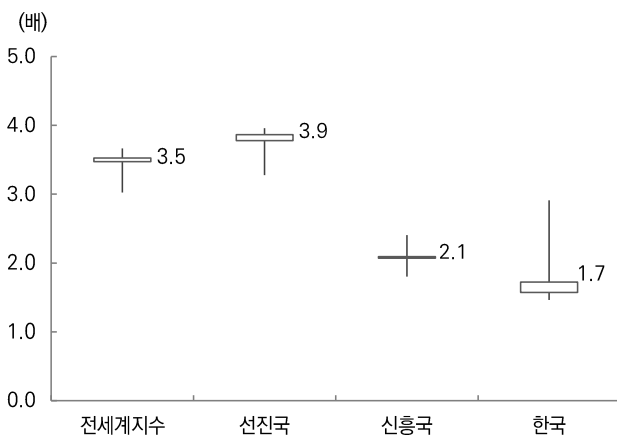
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Weekly Preview

한국 저PBR 기업 명단 공개, 미국 중간선거 · 재무부 QRA 등

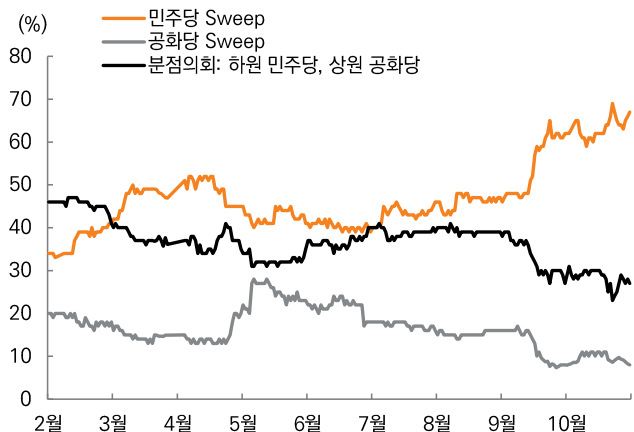
- (2일) 한국거래소 저PBR 기업 명단 공개:** 한국거래소는 최근 6반기 동안 업종별 PBR 기준 코스피 하위 25%, 코스닥 하위 10%에 해당하는 기업을 처음 공표한다. 10월 22일 까지 PBR 개선계획을 제출한 기업은 62곳이며, 12반기 연속 저PBR 기업은 유예 대상에서 제외된다. 명단 등재 자체보다 공표 이후 기업들의 배당·자사주 매입·소각 등 자본배치 변화와 개선계획의 실제 이행 여부가 중요하다.
- (3일) 미국 중간선거:** 민주당의 하원 탈환 가능성이 높아진 가운데 상원은 경합이 이어지고 있어, 이번 선거는 상원 결과가 향후 권력구도를 좌우할 전망이다. 민주당이 양원을 확보할 경우 재정·세제 입법 환경이 달라질 수 있는 반면, 분점의회에서는 대규모 신규 입법이 제약될 가능성이 있다. 과거 중간선거 이후 증시 강세 패턴보다 선거 이후 재정정책과 장기금리, 기업이익의 변화를 확인할 필요가 있다.
- (4일) 미국 재무부 분기 국채발행계획(QRA):** 재무부는 2일 차입 추정치에 이어 4일 만기별 발행계획과 향후 가이드스를 발표한다. 지난 8월 제시한 4분기 순차입 전망은 6,280억 달러였으며, 시장에서는 장기금리 부담을 낮추기 위한 장기채 발행 조정 기대도 존재한다. 다만 9월 말 T-bill 비중이 22.4%까지 높아진 만큼 추가적인 단기채 의존에도 제약이 있다. 장기물 발행 규모와 바이백 확대 연장 여부가 금리 방향의 핵심 변수가 될 전망이다.
- (주중) S&P500 3분기 실적 중간 점검:** 3분기 이익 증가율은 시즌 전 예상치를 웃돌며 실적 자체는 견조한 흐름을 이어가고 있다. 반면 EPS 예상치를 상회한 기업의 주가 반응은 과거보다 제한돼, 높아진 기대치가 주가의 추가 상승을 제약하는 모습이다. 애플, 팔란티어, AMD 등 주요 기업 실적에서는 성장세뿐 아니라 투자 확대가 실제 매출·마진·현금흐름 개선으로 연결되는지 확인할 필요가 있다.

그림 6. MSCI 주요 지수 선행 P/B 비교



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 10월 29일 기준

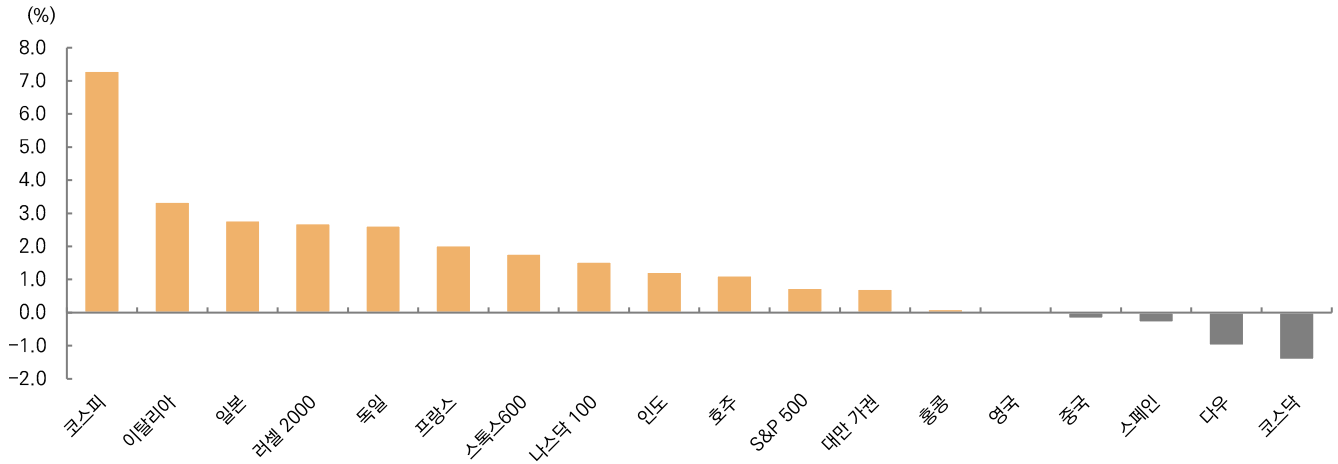
그림 7. 미국 중간선거 시나리오별 확률 추이



자료: Polymarket, 미래에셋증권 리서치센터

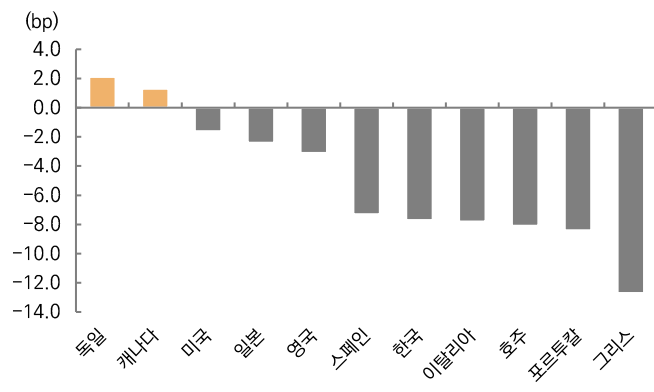
주간 글로벌 마켓 스냅샷(10.23~10.29)

그림 8. 주요국 지수 등락률



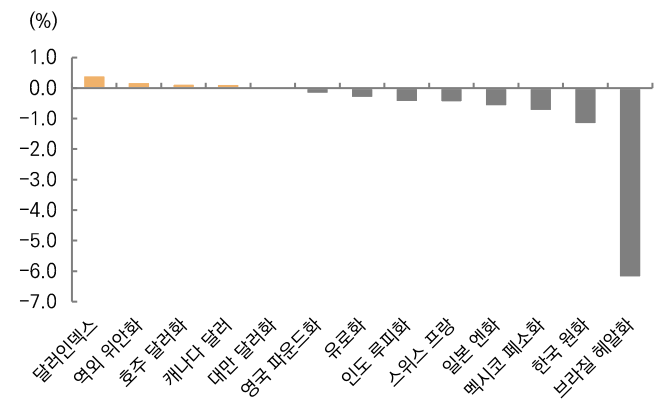
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주요국 10년 국채 등락폭



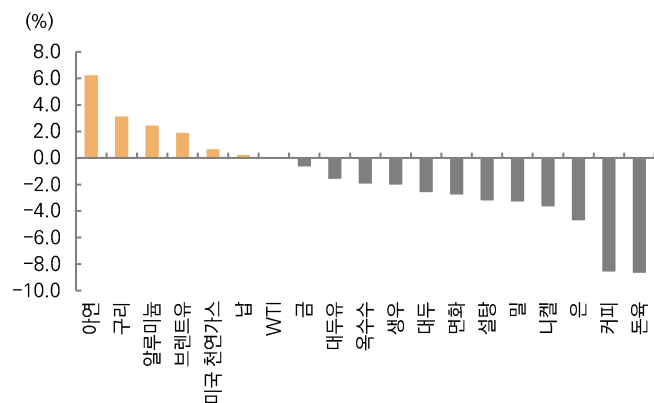
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요국 통화 가치 등락률



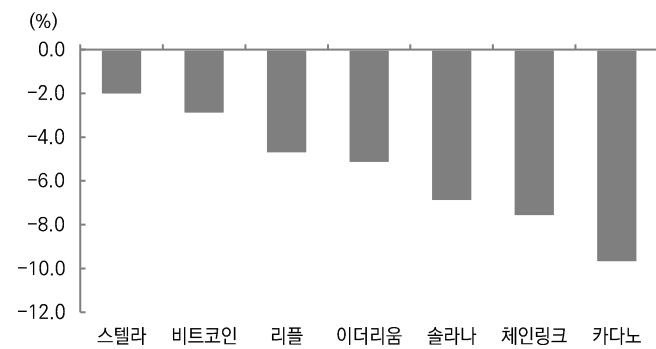
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 블룸버그 상품지수 품목별 등락률



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 나스닥 CME 암호화폐 지수 항목별 등락률



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

주간 경제지표&일정

그림 13. 주간 경제지표 & 일정

	경제 지표	일정
2일 (월)	<ul style="list-style-type: none">한국, 10월 수출입 및 무역수지 9월 온라인 쇼핑동향중국, 10월 RatingDog 제조업지수미국, 10월 ISM 제조업지수	<ul style="list-style-type: none">실적: S-Oil, POSCO 홀딩스, 애경산업 애플, 팔란티어, 온세미컨덕터, 에스티로더공개: 한국거래소 저PBR 기업 명단 공개행사: 미국 서머타임 해제(개장 22:30 → 23:30)
3일 (화)	<ul style="list-style-type: none">한국, 10월 소비자물가동향미국, 9월 JOLTS 구인·이직보고서	<ul style="list-style-type: none">실적: LG에너지솔루션, 카카오페이, 한국항공우주 AMD, 화이자, 아리스타, 슈퍼마이크로, 쇼피파이공개: 뉴욕 연은 〈가계부채·신용 분기 보고서〉행사: 미국 중간선거휴장: 일본
4일 (수)	<ul style="list-style-type: none">미국, 9월 무역수지 10월 ISM 서비스업지수 10월 ADP 고용보고서	<ul style="list-style-type: none">실적: 한화, 카카오뱅크, 에스엠, 산일전기 컬컴, Arm홀딩스, 맥도날드, 코히런트, 맥도날드, 우버공개: 미국 재무부 분기 국제 발행계획(QRA)행사: 미국 면역항암학회(SITC, ~8일)
5일 (목)	<ul style="list-style-type: none">한국, 9월 국제수지(잠정)	<ul style="list-style-type: none">실적: LG화학, KT&G, SK바이오사이언스, 에코프로 도요타, 소니, 에어비앤비, 클라우드플레어, 루멘텀,공개: 미국 챌린저 Job Cut 보고서회의: 영국 BOE 통화정책회의(이전 3.75%)행사: 미국 간학회(AASLD, ~9일)
6일 (금)	<ul style="list-style-type: none">미국, 10월 고용보고서 11월 미시건대 소비자심리지수(잠정)	<ul style="list-style-type: none">실적: 롯데쇼핑, 강원랜드, 씨에스윈드, 비스트라, 모더나공개: UN FAO 10월 세계식량가격지수행사: 미국 심장협회 학술대회(AHA, ~9일)

자료: 미래에셋증권 리서치센터/주: 현지시각 기준

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.