

반도체

Sector Issue Brief

2026. 10. 13

Check Point

- Microsoft·Google 3Q RPO 허들
- AWS 매출 성장 가속 점검
- EBITDA 마진 45% → 55% 상향

7월의 약속, 10월의 증명

| Analyst 정우성 | wsjung@ls-sec.co.kr

7월의 수주 서프라이즈, 10월에는 매출이 답할 차례

7월 말 빅테크 실적 발표를 앞두고 나타났던 반도체 업종의 조정이 10월에도 반복되고 있다. 당시에는 Amazon의 RPO가 전분기 대비 36.3% 증가하며 AI 인프라 투자 지속성에 대한 우려를 완화하였다. 다만 2Q26 RPO 급증에는 Anthropic의 1,000억달러 초과 계약 증액이 상당 부분 기여하였으며, 이번 분기에도 유사한 초대형 계약이 반복될 것이라는 보장은 없다. 그러나 이미 확보한 계약잔고가 매출로 전환되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 7월에는 신규 수주가 시장을 안심시켰다면, 10월에는 실제 매출 성장 가속이 투자심리 개선의 계기가 될 수 있다고 판단한다.

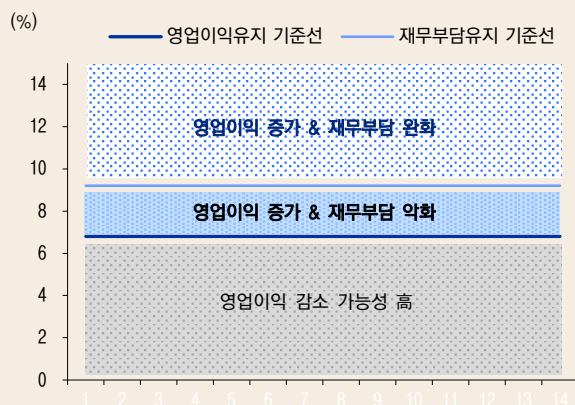
Microsoft·Google, CAPEX 부담을 흡수하기 위한 RPO 허들

이번 실적에서는 클라우드 수주 증가가 향후 AI 인프라 투자 부담을 얼마나 흡수할 수 있는지 점검할 필요가 있다. 당사는 Microsoft와 Google의 RPO 매출 전환 가이드를 활용해 2027년 감가상각비 및 CAPEX 증분을 흡수하기 위한 RPO 성장률을 역산하였다. 공시 RPO 기준 Microsoft의 3Q26 허들은 각각 +6.3%, +8.4% QoQ이며, Google은 +9.5%, +30.5% QoQ로 추정된다. 다만 상반기 RPO 증가에는 대형 AI 고객의 장기 계약이 상당 부분 반영되어 있어, 동일한 성장세가 지속될 것이라고 가정하기는 어렵다. 따라서 이번 실적에서는 기존 계약의 매출 전환 속도와 일반 기업 고객의 수주 확대 여부가 중요할 전망이다.

높아진 클라우드 수익성, 투자 지속성에 대한 우려 완화 기대

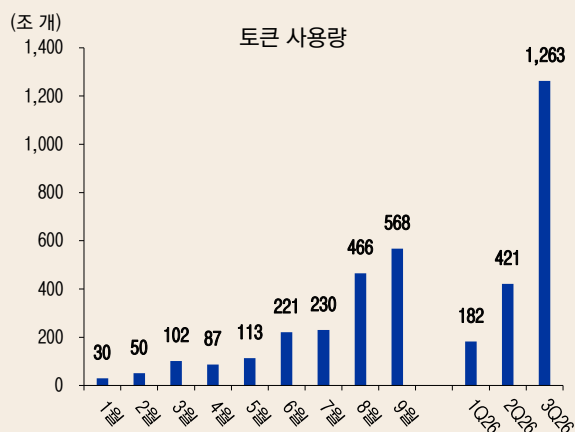
AI 인프라 투자가 급증하는 가운데 클라우드 사업의 수익성은 오히려 개선되고 있다. AWS의 2Q26 EBITDA 마진율은 약 58.5%이며, Microsoft와 Google 역시 클라우드 영업이익률이 35~41% 수준에 도달하였다. 이에 당사는 RPO 허들 산출에 적용하는 EBITDA 마진을 가정을 기존 45%에서 55%로 상향 조정하였다. 이는 동일한 투자 부담을 흡수하기 위해 필요한 신규 매출 규모가 기존 추정 대비 약 18% 감소한다는 의미다. 한편 대규모 CAPEX 확대에 따른 차입 및 이자비용 증가, 설비 교체투자 부담은 여전히 점검이 필요하다. 다만 빅테크의 높은 본업 이익창출력을 감안하면 직접적인 이자부담보다는 클라우드 매출 성장과 현금흐름 개선 속도가 투자 지속성을 결정하는 핵심 변수라고 판단한다.

Azure 조정 RPO QoQ 성장률에 따른 시나리오



자료: LS증권 리서치센터

OpenRouter 전체 모델 토큰 사용량의 월별 추이



자료: OpenRouter, LS증권 리서치센터

① 3Q26 Microsoft RPO: 초대형 계약보다 비OpenAI 수주 지속성이 관건

Microsoft의 2Q26 Commercial RPO는 6,780억달러로 전분기 대비 510억달러(+8.1% QoQ) 증가하였다. 전년 동기 대비 증가율은 84%였으나 OpenAI를 제외하면 25%로 낮아진다. 다만 동사는 2Q26 RPO 순증분 전액이 프린티어 AI 모델 개발사 이외의 고객으로부터 발생했다고 설명하였다. 일반 기업의 클라우드 수주 확대가 긍정적이며, 전체 RPO의 약 30%가 향후 12개월 내 매출로 인식될 전망이다.

3Q26에는 일반 기업 고객의 수주 확대 여부가 중요하다. OpenAI의 2,500억달러 Azure 사용약정과 Anthropic의 300억달러 컴퓨트 구매약정은 이미 2025년 말 Commercial bookings에 반영되었다. 3Q 중 Databricks, ArcelorMittal 등과의 협력 확대가 확인되었으나 확정 구매약정은 공개되지 않았다. 따라서 현재 확인된 계약만으로 3Q RPO 순증액을 정량화하기는 어렵다.

당사가 역산한 3Q26 조정 Intelligent Cloud RPO 허들은 감가상각비 증분 흡수 기준 6,073억달러(+6.8% QoQ), CAPEX 증분 흡수 기준 6,213억달러(+9.2% QoQ)다. M365 계약을 합산한 Commercial RPO 기준으로는 각각 7,208억달러(+6.3% QoQ), 7,349억달러(+8.4% QoQ)에 해당한다. 필요한 RPO 순증액은 각각 428억달러, 569억달러로 2Q26 순증액 510억달러와 유사하다. 매출 인식 비중이 25%에서 30%로 높아지면서 허들이 낮아진 만큼, 신규 초대형 계약 없이도 기존 수주 증가세만 유지한다면 투자 부담을 흡수할 가능성이 높아졌다고 판단한다.

표1 MSFT: 2027E 감가상각비 증분 387억달러 흡수 Case

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	347	393	485	518	553	590	630	673	1,743	2,447	40.4%	704
QoQ (%)	5.5%	13.3%	23.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	-	-	-	-
Intelligent Cloud RPO	5,220	5,688	6,073	6,483	6,922	7,390	7,890	8,423	6,483	8,423	29.9%	1,940
Intelligent Cloud EBITDA	191	216	267	285	304	325	347	370	959	1,346	40.4%	387
Dep	114	131	147	164	193	222	250	278	556	943	69.5%	387
EBIT	77	85	119	121	111	103	97	92	402	403	0.0%	0

자료: Microsoft, LS증권 리서치센터, 주: 3Q26 이후 수치는 투자비 증분 흡수를 위한 당사 역산 시나리오로, 실적 전망치와 상이함.

표2 MSFT: 2027E CAPEX 증분 496억달러 흡수 Case

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	347	393	485	530	579	632	691	755	1,755	2,657	51.4%	901
QoQ	5.5%	13.3%	23.5%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	-	-	-	-
Intelligent Cloud RPO	5,220	5,688	6,213	6,787	7,413	8,098	8,845	9,662	6,787	9,662	42.4%	2,875
Intelligent Cloud EBITDA	191	216	267	292	318	348	380	415	965	1,461	51.4%	496
Dep	114	131	147	164	193	222	250	278	556	943	69.5%	387
EBIT	77	85	119	127	125	126	130	137	409	518	26.6%	109

자료: Microsoft, LS증권 리서치센터, 주: 3Q26 이후 수치는 투자비 증분 흡수를 위한 당사 역산 시나리오로, 실적 전망치와 상이함.

② 3Q26 Google RPO: CAPEX 증분 흡수 허들은 다소 부담

Google의 2Q26 Cloud RPO는 5,139억달러로 전분기 대비 516억달러(+11.2% QoQ) 증가하였다. 같은 기간 Cloud 매출은 248억달러로 전년 대비 82% 성장하였다. 동사는 RPO의 대부분이 일반 GCP 고객과의 계약으로 구성되어 있다고 설명하였다. 또한 전체 RPO의 50%를 소폭 웃도는 금액이 향후 24개월 내 매출로 인식될 전망이다.

3Q26에는 Anthropic의 추가 계약 여부와 일반 기업의 수주 확대를 확인할 필요가 있다. Anthropic은 4월 Google 및 Broadcom과 수 GW 규모의 TPU 공급 확대 계약을 발표했으나, 해당 계약의 RPO 반영 규모와 시점은 공개되지 않았다. 따라서 이를 3Q 신규 수주로 재차 반영하기는 어렵다. 3Q 중 Ryanair, Verizon 등과의 협력 확대도 확인되었으나 확정 구매약정액은 공개되지 않았다. 아울러 Google은 2Q부터 고객 데이터센터용 TPU 시스템 판매를 시작했으며, 관련 계약은 RPO에 포함되지만 매출 대부분은 2027년에 인식될 전망이다.

당사가 역산한 3Q26 RPO 허들은 감가상각비 증분 흡수 기준 5,628억달러(+9.5% QoQ), CAPEX 증분 흡수 기준 6,704억달러(+30.5% QoQ)다. 각각 전분기 대비 489억달러, 1,565억달러의 RPO 순증이 요구된다. 감가상각비 흡수 허들은 2Q 증가분 516억달러와 유사해 달성 가능성이 있으나, CAPEX 흡수 허들은 약 3배의 순증이 필요하다. 3Q 중 확인된 초대형 신규 계약이 제한적인 만큼 CAPEX 허들 달성은 다소 어려울 것으로 판단한다. 다만 RPO 증가율이 둔화하더라도 기존 계약의 매출 전환과 Cloud 수익성 개선이 이어지는지가 중요하다.

표3 Google: 2027E 감가상각비 증분 559억달러 흡수 Case

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
Google Cloud 매출	200	248	427	467	512	560	614	672	1,342	2,357	75.7%	1,016
QoQ (%)	13.4%	23.7%	72.2%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	-	-	-	-
Google Cloud RPO	4,623	5,139	5,628	6,164	6,750	7,393	8,097	8,867	6,164	8,867	43.9%	2,703
Google Cloud EBITDA	110	136	235	257	281	308	337	370	738	1,297	75.7%	559
Dep	116	133	150	167	230	264	298	332	566	1,124	98.8%	559
EBIT	-6	3	85	90	51	44	40	38	172	172	0.0%	0

자료: Google, LS증권 리서치센터, 주: 3Q26 이후 수치는 투자비 증분 흡수를 위한 당사 역산 시나리오로, 실적 전망치와 상이함.

표4 Google: 2027E CAPEX 증분 1,699억달러 흡수 Case

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
Google Cloud 매출	200	248	427	556	726	947	1,235	1,611	1,431	4,519	215.8%	3,089
QoQ (%)	13.4%	23.7%	72.2%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	-	-	-	-
Google Cloud RPO	4,623	5,139	6,704	8,746	11,409	14,883	19,416	25,328	8,746	25,328	189.6%	16,583
Google Cloud EBITDA	110	136	235	306	399	521	679	886	787	2,486	215.8%	1,699
Dep	116	133	150	167	230	264	298	332	566	1,124	98.8%	559
EBIT	-6	3	85	139	169	257	381	555	221	1,361	515.1%	1,140

자료: Google, LS증권 리서치센터, 주: 3Q26 이후 수치는 투자비 증분 흡수를 위한 당사 역산 시나리오로, 실적 전망치와 상이함.

③ Amazon: RPO 재급증보다 AWS 매출 가속에 주목

Amazon의 2Q26 RPO는 4,960억달러로 전분기 대비 1,320억달러(+36.3% QoQ) 증가하였다. 다만 Anthropic의 1,000억달러 초과 계약 증액이 상당 부분 기여한 것으로 판단한다. 해당 계약 규모는 RPO 순증액의 약 76%에 해당하지만, 실제 RPO 반영액은 공개되지 않았다. 3Q에도 동일한 성장률을 기록하려면 약 1,800억달러의 추가 순증이 필요하나, 현재까지 확인된 계약만으로는 유사한 수주 서프라이즈가 반복되기 어려울 전망이다.

Amazon은 Microsoft, Google과 달리 1년 내 단기 계약을 RPO로 인식하지 않는다. 이에 당사는 AWS 분기 매출액을 직전 분기 말 Amazon RPO로 나눈 비율을 10%로 가정하였다. 실제 2Q26 해당 비율은 11.6%이며, 단기 계약이 RPO에 충분히 반영되지 않는 점을 고려하였다. 이를 적용한 3Q26 RPO 허들은 감가상각비 증분 흡수 기준 5,390억달러(+8.7% QoQ), CAPEX 증분 흡수 기준 5,604억달러(+13.0% QoQ)다. 모두 2Q26 실제 증가율보다 낮은 수준이다.

그럼에도 이번 실적에서는 RPO보다 매출 성장률이 중요하다고 판단한다. AWS는 2Q26 기준 글로벌 클라우드 인프라 시장 점유율 28%의 1위 사업자다. 당사 추정 3Q26 AWS 매출 허들은 496억달러(+17.5% QoQ)로, 전분기 실제 성장률 +12.3%를 상회하는 수준이다. 따라서 신규 초대형 계약의 부재로 RPO 증가율이 둔화하더라도, 매출 성장 가속과 높은 수익성이 확인된다면 AI 인프라 투자 지속성에 대한 우려는 완화될 것으로 판단한다.

표5 Amazon: 2027E 감가상각비 증분 435 억달러 흡수 Case

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
AWS 매출	376	422	496	539	586	636	692	752	1,833	2,665	45.4%	832
QoQ (%)	5.6%	12.3%	17.5%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	-	-	-	-
AWS RPO	3,640	4,960	5,390	5,857	6,364	6,916	7,515	8,167	5,857	8,167	39.4%	2,310
AWS EBITDA	214	247	273	296	322	350	380	413	1,031	1,466	42.2%	435
Amazon Dep	152	174	196	218	241	276	311	347	740	1,175	58.9%	435
EBIT	63	73	77	78	81	74	69	67	291	291	0.0%	0

자료: Amazon, LS증권 리서치센터

주: RPO 매출전환율 10% 가정, 상방 근거는 이미 타사 대비 3%p~5%p 높은 전환율과 RPO에 미인식된 단기 계약 고려

주: 1Q26~2Q26 감가상각비는 Amazon의 연간 감가상각비 추정액을 분기 배분한 것

표6 Amazon: 2027E CAPEX 증분 646 억달러 흡수 Case

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
AWS 매출	376	422	496	560	633	715	808	913	1,855	3,069	65.5%	1,215
QoQ (%)	5.6%	12.3%	17.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	-	-	-	-
AWS RPO	3,640	4,960	5,604	6,331	7,152	8,081	9,129	10,314	6,331	10,314	62.9%	3,983
AWS EBITDA	214	247	273	308	348	393	444	502	1,042	1,688	61.9%	646
Amazon Dep	152	174	196	218	241	276	311	347	740	1,175	58.9%	435
EBIT	63	73	77	90	107	117	133	155	303	513	69.5%	210

자료: Amazon, LS증권 리서치센터

결론: 7월과 다른 10월, 이제는 수익화가 중요하다

7월에는 대형 AI 기업의 장기 구매계약이 향후 수요를 증명했다면, 10월에는 기존 수주가 실제 매출과 이익으로 전환되고 있는지를 확인해야 한다. Microsoft와 Google의 RPO 허들은 AI 인프라 투자에 필요한 수익 성장경로를 제시하지만, 해당 허들의 충족 여부가 곧바로 추가 반등을 보장하지는 않는다. 투자자들이 요구하는 것은 신규 계약의 절대 규모보다 대규모 CAPEX를 정당화할 수 있는 실질적인 현금창출력 개선이기 때문이다.

따라서 이번 빅테크 실적에서는 RPO 성장률보다 클라우드 매출 가속과 수익성 유지 여부에 무게를 둔다. 특히 AWS 매출 성장률이 재차 가속되고 영업이익률 개선이 동반된다면, 신규 초대형 계약이 부재하더라도 AI 투자 지속성에 대한 시장의 신뢰가 회복될 수 있다고 판단한다. 반면 클라우드 매출 성장률까지 둔화하는 가운데 CAPEX만 확대된다면 투자비 회수에 대한 우려가 재차 부각될 가능성이 높다. 결국 10월 실적은 AI 수요의 존재 여부보다, 증가하는 수요가 얼마나 빠르게 수익으로 연결되는지를 검증하는 계기가 될 전망이다.

부록: EBITDA 45%에서 55%로 높아진 클라우드 수익성

AI 인프라 투자 확대에도 불구하고 클라우드 사업의 수익성은 개선되고 있다. 2Q26 Microsoft Intelligent Cloud, Google Cloud, AWS의 영업이익률은 각각 40.6%, 35.6%, 39.4%를 기록하였다. 특히 AWS는 매출액 422억달러, 영업이익 166억달러에 감가상각비 81억달러를 더한 EBITDA가 약 247억달러로, EBITDA 마진율은 전년 동기 48.6%에서 58.5%로 상승하였다. 같은 기간 매출액은 36.8% 증가한 반면 EBITDA는 64.6% 증가하며 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과를 확인하였다.

이에 클라우드 EBITDA 마진율 가정을 기존 45%에서 55%로 상향 조정하였다. Microsoft와 Google은 부문별 감가상각비를 공시하지 않아 정확한 EBITDA 산출은 어려우나, 이미 35~41%에 도달한 영업이익률과 AWS의 수익성을 고려하면 기존 가정은 다소 보수적이었다고 판단한다. 동일한 투자 부담을 EBITDA 증가분으로 흡수한다고 가정할 경우, 마진율 상향으로 필요한 추가 매출액은 약 18.2% 감소한다. 본 보고서의 3사 RPO 허들에도 이를 반영하였다. 다만 기존 클라우드 사업의 평균 수익성과 신규 AI 인프라 계약의 증분 수익성이 동일하다는 보장은 없다.

한편 EBITDA 개선이 곧바로 CAPEX 부담 해소를 의미하지는 않는다. AWS는 2Q26 약 247억달러의 EBITDA를 창출했으나, 유형자산 순증가액은 비현금 취득분을 포함해 약 486억달러에 달하였다. 또한 AI 서버의 세대교체와 설비 증설이 지속되는 만큼 감가상각 전 이익만으로 투자 회수 여부를 판단하기는 어렵다. 결국 높아진 클라우드 수익성이 실제 현금흐름 개선으로 연결되는지가 AI 투자 사이클의 지속성을 결정할 것으로 판단한다.

부록: 마이크로소프트 모델 상세 & CSP RPO 개요

표7 Commercial RPO 인식 대상 부문 매출액 가정: Intelligent Cloud / M365 Commercial Cloud

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	329	347	393	485	518	553	590	630	673	1,743	2,447	40.4%	704
QoQ (%)		5.5%	13.3%	23.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%				
Productivity and Business	341	350	364	379	394	409	426	443	461	1,486	1,739		
M365 Commercial Cloud 비중	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%				
M365 Commercial Cloud 분기	205	210	218	227	236	246	255	266	276	892	1,043		151

자료: LS증권 리서치센터

표8 Commercial RPO 부문별 구성 추정

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026	2027	yoy	증분
Commercial RPO	6,250	6,270	6,780	7,208	7,664	8,150	8,667	9,218	9,805	7,664	9,805	27.9%	2,140
M365 RPO	1,023	1,050	1,092	1,136	1,181	1,228	1,277	1,329	1,382	1,181	1,382		201
조정 Intelligent Cloud RPO	5,227	5,220	5,688	6,073	6,483	6,922	7,390	7,890	8,423	6,483	8,423		1,940

자료: LS증권 리서치센터

표9 Azure EBITDA & 전사 감가상각비 규모 추정

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026	2027	yoy	증분
Intelligent Cloud EBITDA	-	191	216	267	285	304	325	347	370	959	1,346	40.4%	387
Dep	-	114	131	147	164	193	222	250	278	556	943	69.5%	387
Cloud EBITDA - Dep	-	77	85	119	121	111	103	97	92	402	403	0.0%	0

자료: LS증권 리서치센터

표10 CSP RPO 개요

기업	1Q26 RPO(억 USD)	2Q26 RPO	2Q26 RPO QoQ	RPO 매출 인식 가이드스	계약기간
Microsoft	6,270	6,780	+8.1%	12개월 인식 비중 30%	2.3년
Amazon	3,640	4,960	+36.3%	미공개	6.4년
Google	4,623	5,139	+11.2%	24개월 인식 비중 50% 이상	미공개

자료: 각사, LS증권 리서치센터 취합

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 10. 1 ~ 2026. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)