

엔비디아 Nvidia (NVDA US)

All Eyes On Me

Bloomberg
최고목표주가

USD 410.00
상승여력: 142.6%

류영호 young.ryu@miraeasset.com

주가 약세

올해 부진한 주가,

- 엔비디아의 주가는 연초 대비 -43.9% 하락하며 부진한 모습
- 최근 GPU가격이 MSRP까지 하락하며 GPU 수요 감소 확인
- 암호화폐 급락에 따라 GPU 업체들의 주가도 약세, 과거와 같은 역사의 반복 우려
- 비탈릭 부테린이 이르면 8월 이더리움 2.0 통합 언급 이후 엔비디아/AMD 모두 큰 폭의 주가 하락, 이는 암호화폐 영향에 대한 시장의 우려를 간접적으로 표출
- 닌텐도 스위치 판매량 2,880만대에서 2,550만대로 하락 전망
- 게이밍 사업부는 전체 매출액의 45%를 차지하고 있는 만큼 향후 전망에 대한 우려

역사는 반복될까?

1분기 실적에서 주목해야 하는 부분, 시장의 우려를 잠재울 한방이 있을까?

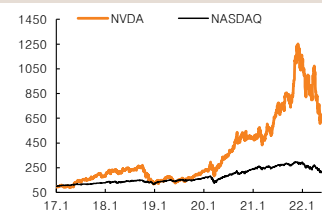
- 1분기 실적에서 시장이 가장 주목하고 있는 것은 재고 상황과 향후 전망
- 엔비디아의 노력, 채굴자 이탈 등으로 과거와 같은 수준의 부정적 영향은 제한적 판단
- 1분기 GPM 개선 여부, 지난 4분기 데이터센터 비중확대에도 GPM 하락
- ARM 인수 관련 일회성 비용 외 추가적인 비용 발생 여부
- 데이터센터 부분의 성장세가 게이밍 사업부의 불투명한 전망을 상쇄할 수 있을지 여부

전망

아직은 바닥을 논하기는 어려운 시점이나...

- 불안정한 매크로 상황으로 성장주 전반적인 벨류에이션 하락
- 최근 중국 락다운, 재고 증가, 하반기 오더 컷 등 여러 부정적인 요소들이 존재
- 실적 발표이후 추가적인 하락 가능성도 남아 있지만 아직 타 업체 대비 경쟁력 있는 데이터센터 부분과 하반기 RTX신제품 효과 등을 고려한다면 관심이 필요한 시점

Key data



현재주가 (22/05/23, USD)	168.98	시가총액 (십억USD)	423.1	
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	535.1	
EPS 성장률 (23F,x)	17.6	Bloomberg Rating		
P/E (23F,x)	29.8	매수	보유	매도
MKT P/E (23F,x)	17.5	80%	18%	2%
배당수익률 (%)	0.09			

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.4	-48.3	8.2
상대주가	-6.9	-38.8	14.3

Earnings and valuation metrics

계산기 (1월)	1/20	1/21	1/22	1/23F	1/24F	1/25F
매출액 (십억USD)	10.9	16.7	26.9	34.8	40.7	43.8
영업이익 (십억USD)	2.8	4.5	10.0	16.9	19.9	21.6
영업이익률 (%)	26.07	27.18	37.31	48.51	48.87	49.37
순이익 (십억USD)	2.80	4.33	9.75	11.35	14.59	15.48
EPS (USD)	1.1	1.8	3.9	4.6	5.8	6.0
ROE (%)	26.0	29.8	44.8	43.4	41.7	47.0
P/E (배)	54.6	64.1	59.0	29.8	24.9	22.9
P/B (배)	12.6	19.1	21.5	11.7	8.9	7.3

주: GAAP

자료: 엔비디아, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

암호화폐 채굴 관련 리스크

최근 가파른 주가 하락에는 매크로 이슈와 벨류에이션 디레이팅 등 다양한 이슈가 존재하지만 그 중 암호화폐에 대한 우려가 가장 높다고 생각한다. 암호화폐 채굴 관련 매출은 엔비디아의 잠재적 리스크로 존재해 왔다.

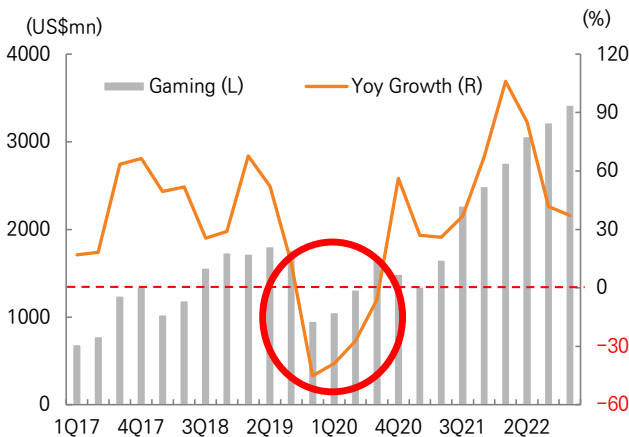
2013년말에서 2014년초 GPU가 비트코인과 라이트코인 채굴에 효과적이라는 사실이 알려진 이후 채굴자들은 시중의 GPU를 사들이기 시작하였고 GPU의 가격은 폭등했다. 이후 ASIC의 이용한 전용 채굴기가 등장하고 GPU의 채굴성이 떨어지자 채굴자들은 GPU를 중고시장 등에 팔게 되며 전체 GPU시장에 큰 충격을 주었다. 이후 암호화 화폐 시장의 암흑기와 함께 GPU채굴도 감소하였다. 17-19년에도 이런 상황이 반복 되었다. 이번에도 과거와 같은 상황이 재현될 수 있다고 대부분의 투자자들은 믿고 있다. 물론 영향이 없다고 말할 수는 없지만 이번에는 과거와는 조금 다르다. 작년 1Q22(FY) Review 보고서 - [암호화 화폐를 뛰어넘는 성장](#) 에서도 언급했지만 엔비디아는 과거의 상황을 다시 겪지 않기 위해 다양한 노력을 기울였다.

먼저 GPU를 통한 채굴을 막기위해 RTX30 시리즈 채굴 성능을 절반으로 제한한 LHR 버전과 10 시리즈와 같은 과거 제품을 출시 하였다. 물론 LHR의 경우 채굴을 절반으로 제한한다고 했지만 대부분 70% 수준까지 제한을 해제 하였으며 최근에는 거의 100% 성능 제한을 해지 하였다. 추가적으로 채굴 전용 CMP(Crypto Mining Processor) 제품 출시로 과거 대비 채굴에 대한 리스크를 최소화 했다. 대부분의 중소 채굴자들의 경우 채굴 이후 중고 판매까지 감안하고 제품을 구매하기 때문에 CMP는 전문 채굴자들 위한 제품이었다.

두번째는 대기수요이다. 과거 사이클과 다른 점은 RTX30시리즈가 초기부터 공급부족 이슈 있었다는 것이다. 게이머들과 채굴자 모두 RTX30 시리즈 제품을 출시부터 구하기 어려웠다. 아직까지도 GeForce 사용자 중 오직 일부만 RTX 시리즈로 교체를 했다. 여전히 교체수요가 남아 있다는 것이다. 추가적인 가격하락은 오히려 게이머들의 수요를 증가시킬 수 있다고 판단된다.

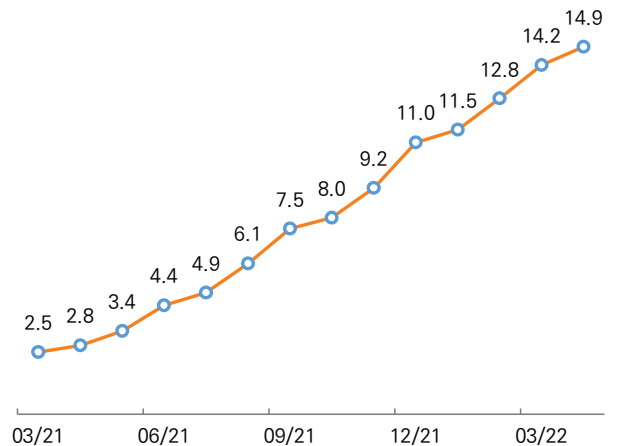
채굴 관련 매출은 이미 일정 수준이상으로 비중이 높아진 만큼 암호화 화폐 시장의 하락에 따른 충격을 피할 수는 없을 것으로 판단된다. 하지만 CMP/채굴 제한 조치, 그리고 대기 수요로 과거 보다 암호화 화폐 가격하락에 따른 충격은 상대적으로 제한적일 것이라 판단된다.

그림 1. 게이밍 사업부 분기 매출 추이



자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. RTX 30 시리즈 점유율(노트북 포함)



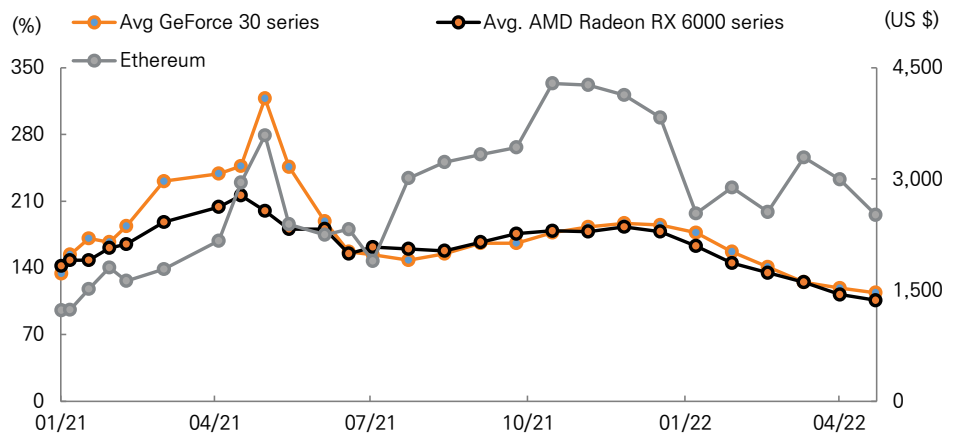
자료: Steam Hardware Survey, 미래에셋증권 리서치센터

이더리움 2.0

이더리움은 GPU로 채굴 가능한 대표적인 암호화폐이다. 비트코인의 경우 ASIC으로 오래전부터 채굴이 가능했지만 이더리움의 경우 ASIC에 대한 면역이 있어 대부분 GPU를 사용해 채굴을 진행하였다. 하지만 이더리움은 그동안 지속적으로 지적되어온 사용성의 문제화 채굴 등을 개선하기 위해 2020년 12월 비콘체인을 소개하고 본격적으로 이더리움 2.0 출시를 계획하였다. 이더리움 2.0의 경우 담합과 처리속도 향상이 가능한 샤딩, e-WASM을 도입하며 기존의 EVM을 대체할 예정이며 채굴 방식이 해시파워/성능이 중요한 PoW 방식에서 지분증명방식인 PoS로 전환될 예정이다. PoS로의 전환은 결국 GPU채굴이 더 이상 의미 없어진다는 것을 의미한다.

올해 테스트넷과 채굴 난이도가 상승하기 시작하며 이미 이더리움 가격과 GPU가격의 디커플링이 시작 되었다. 올해 초부터 암호화폐 관련 수요가 감소하기 시작한 것이다. 상하이 웹 3.0 개발자 서밋에서 이더리움 공동 창시자인 비탈릭 부테린이 이르면 8월 이더리움 2.0 통합이 가능할 것이라 언급 하였다. 과거 사례를 본다면 이더리움 2.0 전환이 또 한번 미루어질 수 있지만 과거보다 가능성은 더욱 높아졌다. 이미 높아진 채굴 난이도, 이더리움 가격 하락, 이더리움 2.0의 현실화로 채굴 수요는 감소하고 있다. 과거와 같은 급격한 수요 감소는 제한 적일 가능성이 높다.

그림 3. GPU 프리미엄 및 이더리움 가격 추이



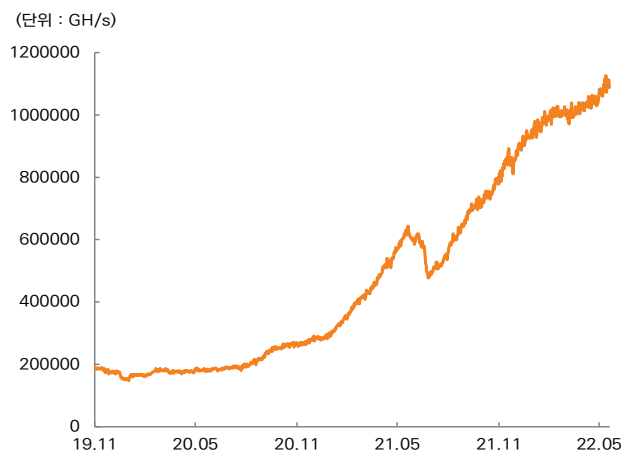
자료: 3DCenter, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 이더리움 스택킹 및 이더리움 가격 추이



자료: Glassnode, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 이더리움 해시레이트 추이(2019.11.01~)



자료: etherscan, 미래에셋증권 리서치센터

1분기 주목해야하는 재고 수준

엔비디아는 지난 2019년에는 암호화폐 수요 감소와 쏟아지는 중고 매물로 남아있는 재고 소진을 위해 3분기 동안 생산을 중단한 경험이 있다. 이는 결국 게이밍 부분 매출액도 급감으로 이어졌고 주가도 큰 폭으로 하락했다. 현재까지 엔비디아의 재고 상태는 과거와 달리 양호한 수준이다. 공급 이슈로 인해 재고 축적이 어려웠었고 하반기 RTX 40 시리즈 출시도 예정되어 있기 때문이다. 전반적인 IT수요 감소가 제한적이고 1분기에도 적정수준의 재고가 유지 된다면 과거와 같은 상황이 반복되지 않을 것으로 예상된다.

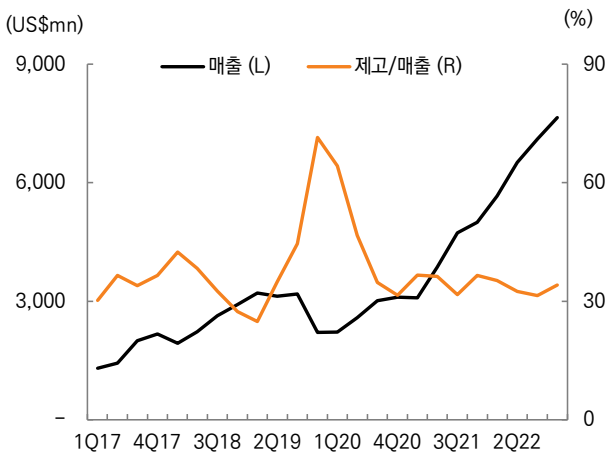
시장의 우려를 잠재우기 위해서는 데이터센터의 성장성 필요

과거 암호화폐 사이클과 현재의 또 다른 차이점은 데이터센터 부분의 성장이다. 17-19년의 데이터 사업부의 매출 비중은 20-27% 수준으로 게이밍 부분이 51-57% 대비 절반 수준이었다, 하지만 현재 데이터센터 사업부의 매출 비중은 지난 4Q22(FY) 기준 43%로 게이밍 사업부 45%와 비슷한 수준까지 성장 하였다. 1분기 데이터센터용 신제품 Hopper도 출시한 만큼 데이터센터 사업부의 성장을 보여준다면 시장의 우려를 어느정도 해소 시켜줄 수 있을 것으로 예상된다.

데이터센터 부분의 지속적인 성장이 기대되는 이유는 바로 시장 확대이다. 지금까지 엔비디아 데이터센터 사업부의 매출 성장은 클라우드 서비스 업체들의 데이터센터 가속기와 직접적으로 연결 되었다. 물론 지금도 클라우드는 중요한 시장 중 하나이다. 하지만 최근 엔비디아의 데이터센터 매출 구성을 살펴보면 과거와 차이점이 생겼다. 바로 클라우드 업체들이 아닌 일반 기업들의 매출이 증가하고 있다는 것이다. 2분기 전체 매출에서 클라우드 관련 된 매출(HPC포함)은 50% 미만이었 고 오히려 기업용 매출이 50%가 조금 넘었다. 다양한 기업들이 데이터분석과 AI를 자신들의 사업 과 연결시키며 엔비디아의 GPU를 도입하고 있다. 데이터센터 사업부는 이제는 소수의 클라우드 업체들이 대상이 아닌 전세계 기업을 대상으로 시장의 영역을 확장하고 있다. 데이터센터 사업부의 잠재 시장은 아직도 무궁무진하다고 판단된다.

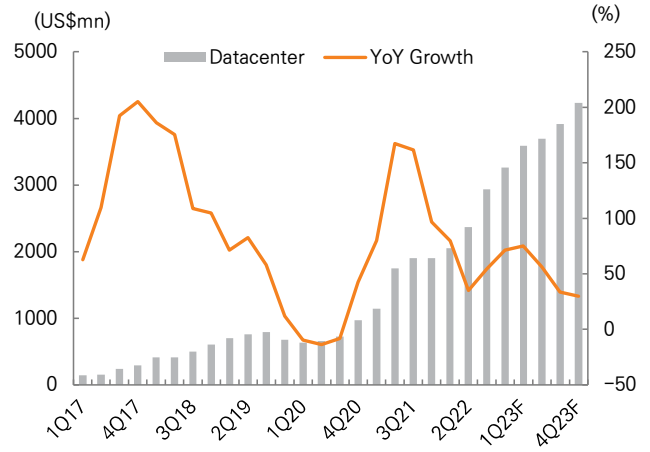
추가적으로 멜라노스와의 시너지도 기대된다. 최근 데이터센터에서 가장 큰 관심은 바로 데이터의 이동 및 관리이다. 엔비디아/자일링스(AMD)/마벨/브로드컴/인텔 등 다양한 업체들이 DPU와 같은 데이터 전용 시스템 시장에 공격적으로 진출하고 있다. 멜라노스의 인피니밴드 기술과 엔비디아의 가속기를 적용한블루필드가 본격적으로 시장에 출시되고 있는 만큼 양사의 시너지가 기대된다.

그림 6. 매출과 재고 비율 추이



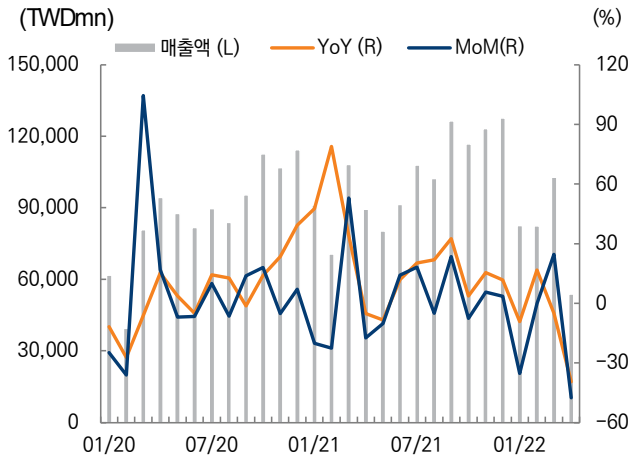
자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 데이터센터사업부 분기 매출 추이 및 전망



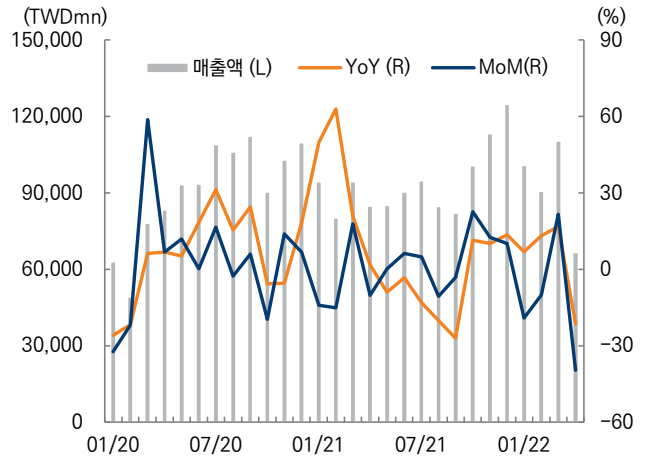
자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. Compal 월별 실적 추이



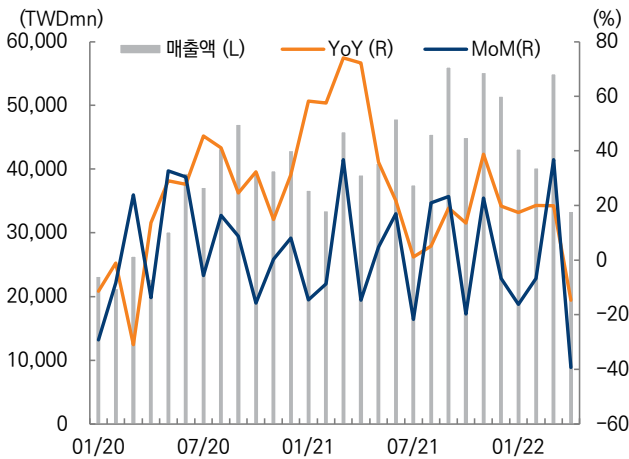
자료: Compal, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Quanta 월별 실적 추이



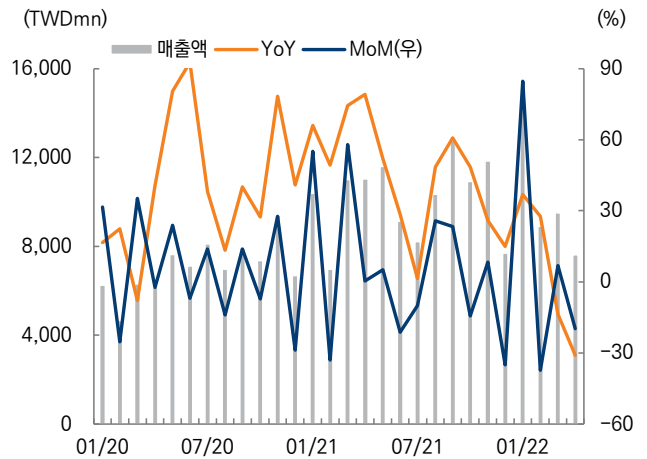
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. Asus 월별 실적 추이



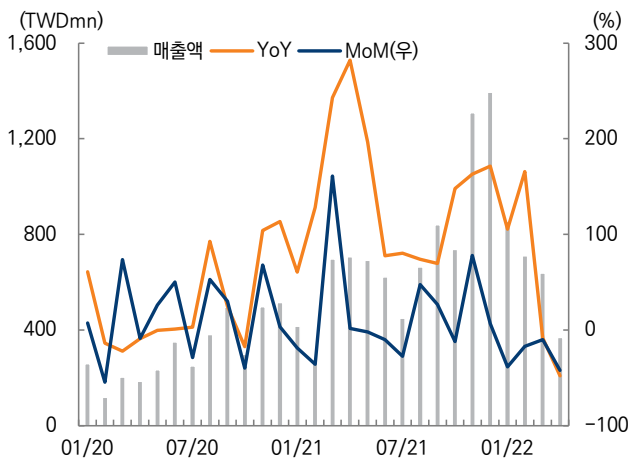
자료: Asus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Gigabyte 월별 실적 추이



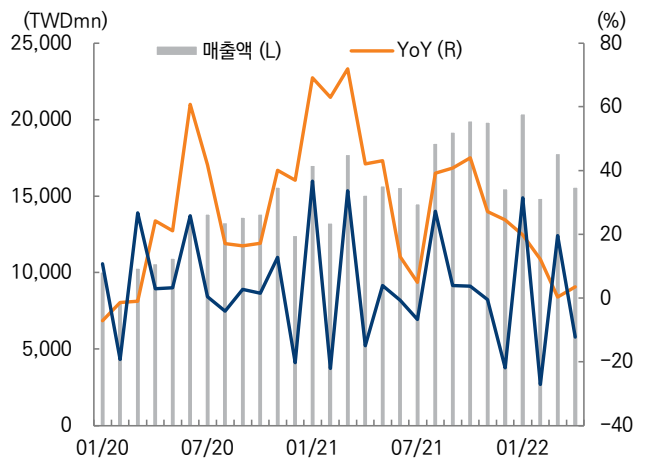
자료: Gigabyte, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Tul corporation 월별 실적 추이



자료: Tul corporation, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. MSI 월별 실적 추이



자료: MSI, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. Nvidia 실적 전망

(US\$mn)

	FY2022				FY2023F				FY21	FY22	FY23F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
Revenue (Total)	5661	6507	7103	7643	8026	8001	8197	8776	16675	26914	33000
Platform Segments											
Gaming	2760	3061	3221	3420	3454	3281	3183	3438	7759	12462	13356
Professional Visualization	372	519	577	643	675	709	751	736	1053	2111	2872
Datacenter	2048	2366	2936	3263	3589	3697	3919	4232	6696	10613	15437
Automotive	154	152	135	125	121	124	148	186	536	566	579
OEM & IP	327	409	234	192	186	190	196	184	631	1162	756
Platform Segments (% of sales)											
Gaming	49%	47%	45%	45%	43%	41%	39%	39%	47%	46%	40%
Professional Visualization	7%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	8%	6%	8%	9%
Datacenter	36%	36%	41%	43%	45%	46%	48%	48%	40%	39%	47%
Automotive	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
OEM & IP	6%	6%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	4%	4%	2%
Platform Segments (QoQ)											
Revenue (Total)	13.2%	14.9%	9.2%	7.6%	5.0%	-0.3%	2.5%	7.1%			
Gaming	10.6%	10.9%	5.2%	6.2%	1.0%	-5.0%	-3.0%	8.0%			
Professional Visualization	21.2%	39.5%	11.2%	11.4%	5.0%	5.0%	6.0%	-2.0%			
Datacenter	7.6%	15.5%	24.1%	11.1%	10.0%	3.0%	6.0%	8.0%			
Automotive	6.2%	-1.3%	-11.2%	-7.4%	-3.0%	2.0%	20.0%	25.0%			
OEM & IP	113.7%	25.1%	-42.8%	-17.9%	-3.0%	2.0%	3.0%	-6.0%			
Platform Segments (YoY)											
Revenue (Total)	83.8%	68.3%	50.3%	52.8%	41.8%	23.0%	15.4%	14.8%	52.7%	61.4%	22.6%
Gaming	106.1%	85.1%	41.8%	37.1%	25.2%	7.2%	-1.2%	0.5%	41%	61%	7%
Professional Visualization	21.2%	155.7%	144.5%	109.4%	81.5%	36.6%	30.2%	14.5%	-13%	100%	36%
Datacenter	79.5%	35.0%	54.5%	71.5%	75.3%	56.3%	33.5%	29.7%	124%	58%	45%
Automotive	-0.6%	36.9%	8.0%	-13.8%	-21.3%	-18.6%	9.9%	48.4%	-23%	6%	2%
OEM & IP	137.0%	180.1%	20.6%	25.5%	-43.0%	-53.6%	-16.4%	-4.2%	25%	84%	-35%
GPM(%)	66%	67%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	66%	66%	65%
Operating Income	2557	3071	2671	2970	919	3109	3185	3410	6574	11269	9631
Net income	2313	2623	2464	3003	762	2764	2772	2975	6074	10403	9273

자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.