

엔비디아 Nvidia (NVDA US)

탐방노트: 2023년, 회복할 수 있을까?

Refinitiv
평균목표주가

USD 195.98
상승여력: 23.2%

류영호 young.ryu@miraeasset.com

탐방 요약

재고 정상화와 함께 점진적인 회복이 기대되는 2023년

- 지난 1월 2일(현지시간) 엔비디아 본사 탐방 실시
- 그 동안 우려가 높았던 게이밍 사업의 경우 4분기를 마지막으로 정상화단계로 진입
- 게이밍 수요 부진에 대해서는 최근 스팀 접속자 신기록 등을 고려한다면 여전히 견고하다고 생각. 비수기인 1분기 이후 점진적인 회복기대
- 2023년 불확실한 매크로 상황은 다양한 신제품 출시를 통해 극복해 나갈 것
- 시장의 기대가 높은 Grace CPU는 1분기 샘플링 이후 2분기부터 매출 반영 예정
- 중국 제재, 추가적인 조치보다는 현재 매크로/팬데믹 영향이 더 크다고 생각
- 자동차 사업의 본격적인 성장은 2025년부터 시작될 것으로 기대

전망 및 가이드런스

4분기 이후 재고 정상화 확인, 우려했던 수익성도 정상화 기대

- 4분기 게이밍/자동차/데이터센터, 전분기 대비 소폭 성장 기대
- 게이밍, 4분기 재고소진 마무리 이후 비수기 1분기를 지나 점진적인 매출회복 기대. 하지만 올해 수요를 자극할 만한 게임 부재로 아직 지켜볼 필요가 있다 판단
- 데이터센터, H100 4분기부터 일부 출하 시작, 부진한 중국 수요 상쇄 기대
- 클라우드 업체들의 AI 투자 확대, 인터넷 업체들의 AI적용 확대는 동사에게 긍정적

Implication

이제는 회복을 이야기할 수 있는 시기, 다만 회복 속도는 지켜봐야할 것

- 23년 클라우드 업체들의 투자 감소 가능성으로 데이터센터 부분의 지속 성장 가능성에 대한 의문 여전히 존재. 동시에 다양한 제품군(네트워크/AI 등)에 대한 기대감
- 다만 23년 게이밍 회복은 의문, 중장기 관점에서 분할 매수로 접근해 볼 수 있는 자리

Key data



현재주가(23/1/11, USD)	160.01	시가총액(십억USD)	391.36
NASDAQ COMPOSITE(23/1/11, p)	10,931.67	시가총액(조원)	487.95
EPS 성장률(23F, %)	-56.5	유통주식수(백만주)	2,357.6
P/E(23F, x)	48.8	52주 최저가(USD)	112.27
MKT P/E(23F, x)	17.4	52주 최고가(USD)	286.56
배당수익률(%)	0.10		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	5.6	-42.5
상대주가	-5.3	9.9	-20.3

Earnings and valuation metrics

계산기 (01월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (억USD)	109	167	269	270	295	358
영업이익 (억USD)	28	45	100	90	119	153
영업이익률 (%)	25.7	26.9	37.2	33.4	40.3	42.9
순이익 (억USD)	28	43	98	4.30	7.79	10.80
EPS (USD)	1.2	1.8	3.9	1.7	3.2	4.5
ROE (%)	26.0	29.8	44.8	31.1	44.8	52.6
P/E (배)	51.5	74.0	62.7	48.8	36.7	28.5
P/B (배)	6.6	11.7	23.1	18.3	16.5	12.7

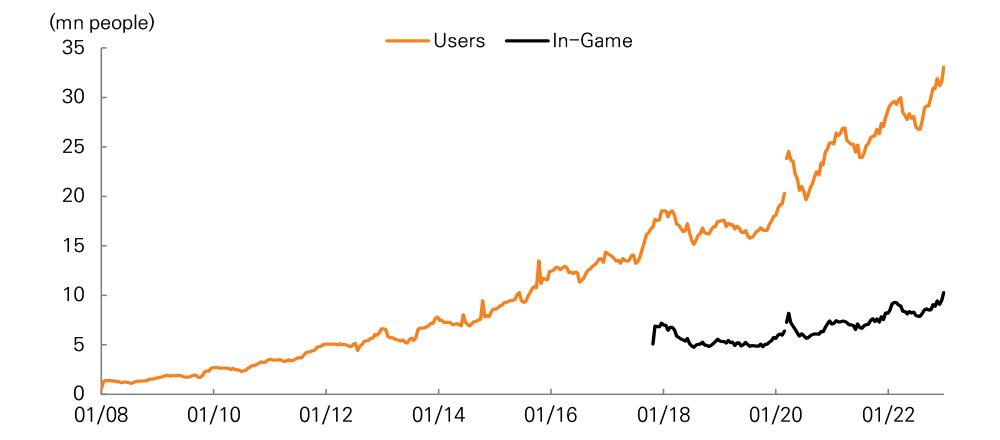
주: GAAP 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔비디아, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

2022년 리뷰, 2023년 기획의 요인

Gaming: 지난 2년간 타이트했던 재고는 게이밍 수요가 급격하게 감소하며 늘어나기 시작하였고 엔비디아는 지난 몇 분기 동안 파트너사들과 채널 재고를 줄이기 위해 노력하였다고 언급하였다. 2022년 게이밍의 부진은 게임수요 감소도 있지만 가장 큰 요소 중 하나는 암호화폐의 가격하락의 영향이라고 판단된다. 동사는 지난 몇 분기동안 재고상각과 공격적인 가격정책을 통해 재고를 줄였다. 공격적인 재고조정은 게이밍 부분의 실적악화로 이어지게 되었다. 긍정적인 부분은 재고는 4분기 이후 정상화될 것이라는 것이다. 물론 1분기에도 일부 영향은 있을 것으로 예상되나 주요 재고정리 활동은 4분기가 마지막이 될 것으로 전망하고 있었다. 추가적으로 매크로 상황은 어렵지만 신규 RTX 40시리즈가 출시되고 있고 4090 같은 경우는 품질인만큼 견조한 수요가 있어 올해 게이밍 부분의 정상화가 기대된다고 밝혔다.

재고 정리가 마무리된다 하더라도 올해 게이밍 수요가 나쁘다면 시장의 예상보다 회복은 더딜 것으로 예상된다. 이에 대해 엔비디아는 게이밍의 수요는 팬데믹 기간 정점보다는 감소하였지만 여전히 긍정적이라 언급하였다. 이에 대한 근거로 최근 스팀 글로벌 인게임의 동시 접속자가 최고치를 기록하는 것을 예로 들었다. 미팅 1주일뒤 스팀은 새로운 동시접속자 기록을 세웠다. 개인적으로 게이밍 수요가 여전히 높다는 것은 인정하지만 올해 GPU 구매/교체를 촉진할 만한 신규 게임 출시에 대해서는 여전히 확신이 없다. 다만 작년 2분기부터 게이밍 부분의 재고정리가 시작된 만큼 올해 게이밍 부분의 실적은 하반기로 갈수록 기저효과를 기대할 수 있을 것이라 판단된다.

그림 1. Lifetime concurrent users on Steam



자료: Steam DB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. GeForce RTX 4070Ti



자료: Nvidia, CES 2023

그림 3. Max-Q 기능 확대



자료: Nvidia, CES 2023

중국: 3분기 중국제재로 A100 출시가 금지 되었을 때 빠르게 A800을 출시하며 영향을 최소화했다. 물론 슈퍼 컴퓨터 관련 부품 수출금지와 같은 추가적인 제재가 있긴 하지만 더 이상 큰 영향이 없을 것이라 생각된다. 오히려 현재 중국 매출의 영향을 미치고 있는 것은 매크로 이슈와 팬데믹 영향이라고 판단된다. 엔비디아는 여전히 게이밍을 포함한 데이터센터 등 중국내 다양한 사업기회가 있다고 생각한다고 언급하였다.

2023년: 전반적인 매크로 상황은 불확실하지만 RTX 40시리즈, 데이터센터는 H100, Grace CPU, Bluefield DPU등과 같은 다양한 신제품 출시로 헤쳐 나갈 수 있을 것으로 예상된다. Grace CPU의 경우 1분기 샘플링 작업을 거쳐 2분기부터 출하가 시작될 것으로 예상된다. 자동차의 경우도 지난 2분기부터 제품 출하와 함께 점진적으로 성장하는 모습을 보이고 있는데 올해도 비슷한 모습을 기대한다 언급하였다.

엔비디아의 DPU 경쟁력?

엔비디아의 DPU는 타 경쟁사와 다르다 생각한다. 3가지 포인트로 1) 성능적인 부분 2)프로그램이 가능하다는 점 3) DOCA가 있다. 여기서 DOCA라는 것은 새로운 데이터센터 인프라 SoC 아키텍처이자 소프트웨어 개발 키트이며 과거 엔비디아가 GPU 가속 어플리케이션을 가능하게 하기위해 CUDA를 사용한 것을 생각하면 된다. 엔비디아는 DOCA를 통해 DPU 생태계를 구축해 나가려 하고 있다. 추가적으로 엔비디아가 다른 경쟁사와 가장 큰 차이점은 단순한 칩 회사가 아닌 소프트웨어 능력을 갖춘 회사라는 점이다.

Grace CPU에 대한 시장의 반응? 최근 클라우드 업체들이 자체적인 칩 개발을 진행하고 있는 상황에 대해서는 어떻게 생각하는지

AI모델 사이즈는 생각 이상으로 빠르게 성장하고 있으며 이런 연산을 위해 CPU/GPU/메모리의 상호 작용이 중요하다. 최근 하이퍼스케일러들이 AI관련된 개발에 주력하고 있는 만큼 Grace에 대한 관심도 높은 상태이다.

다양한 클라우드 업체들이 자체적인 칩을 제작하고 있는 것은 사실이지만 클라우드 업체들 입장에서는 칩 제작은 중심 사업이 아닌 파생된 작은 사업에 불과하다 생각하고 있다. 엔비디아 같은 경우 칩이 주요 사업이기 때문에 비교할 수 없다고 생각한다. 최근의 반도체는 단순한 하드웨어 제작이 아닌 소프트웨어 또한 굉장히 중요하다. 또한 경제적인 측면에서도 칩 제작을 본업으로 하는 회사와 비교할 수 없다고 생각된다. 실제로 많은 업체들이 자체적인 칩을 제작하고 있지만 대부분의 업체들은 여전히 엔비디아의 대표적인 고객사이다.

GeForce Now와 게이밍 GPU 카니발라이제이션 이슈?

일부 영향은 있다고 생각하지만 큰 틀에서는 아니라고 생각된다. GeForce Now는 낮은 사양 또는 맥북과 같은 환경을 가진 사용자들을 대상으로 하고 있기 때문에 기존 게이밍 GPU 사용자를 잠식하기 보다는 새로운 사용자를 추가하는 상황이 될 것으로 생각한다.

중국 제로코로나 정책 완화에 따른 수혜?

아직 판단을 내리기 이르지만 당사 입장에서는 긍정적인 요소라고 판단된다.

각 기업마다 2023년 PC시장 전망에 대해 엇갈린 전망을 가지고 있는데 엔비디아가 생각하는 2023년 PC시장은?

엔비디아의 게이밍 사업과 PC시장의 연관성이 전혀 없지는 않지만 매우 낮은 수준이다. 작년 3월 Investor Day에서도 보여주었지만 게이밍 부분의 매출은 단순히 판매 수량과 연관이 있는 것은 아니다. 매출 성장의 절반은 수량에서 절반은 평균 판매단가의 상승에 따른 것이다. 데스크탑의 경우 전체 하드웨어의 교체없이 GPU만 교체가 가능하다. 노트북의 경우 몇 년 전 만해도 매출이 거의 없었지만 현재는 게이밍 매출의 30% 수준이 노트북에서 발생한다. 여러 산업 영역에서 노트북과 같이 다양한 어플리케이션으로 확대 기회가 남아 있다. 판매 단가의 경우에도 최근 다양한 기능을 더해가며 상승하고 있다.

데이터센터 성장률이 유지될 수 있을까? 최근 인터넷업체들의 AI적용 증가 언급이 있었는데 어떤 지?

데이터센터 시장은 중장기적으로 3,000억 규모의 시장이라 판단되며 현재는 초기 단계라고 생각된다. 데이터센터 가속기가 보편화되고 GPU가 CPU를 상당부분 대체하기 시작한다면 지금 현재의 데이터센터 부분의 매출과 비교할 수 없는 수준이 될 것이라 생각된다 언급하였다.

인터넷 업체들은 최근 AI를 다양한 영역에 적용 중이다. 단순한 생산성 개선을 위한 것이 아닌 사업 모델을 강화하고 있는 만큼 성장이 기대된다.

현재 주요 생산업체는 TSMC?

데이터센터는 TSMC를 메인 파운더리로 사용 중에 있으며 게이밍은 TSMC와 삼성 모두 사용 중에 있다. Ampere 아키텍처는 삼성을 Ada는 TSMC를 사용 중이다. 현재 인텔도 검토 중에 있다. 인텔 파운드리 사용 여부는 여전히 모르지만 사용하게 된다면 새로운 공급자를 확보한다는 점과 미국 내 공장이 위치한다는 점은 긍정적인 것이라 생각된다.

메르세데즈 벤츠와 자율주행 매출수익 배분?

테슬라의 경우는 100%의 수익을 갖지만 메르세데즈의 경우 엔비디아의 기술을 적용하기 때문에 수익의 절반을 배분 받는다. 참고로 메르세데즈 매출은 2025년부터 반영 예정이다.

옵티머스과 같은 소프트웨어 매출은 언제쯤 볼 수 있을까?

아직 매출을 공개하기 어렵지만 작년에 옵티머스를 포함 약 1억달러의 매출이 발생되었다 언급한 적이 있다. 현재 많은 업체들이 옵티머스를 채용하고 있으며 옵티머스 뿐만 아니라 소프트웨어 매출이 일정수준 발생되었을 때 공개할 예정이다.

표 1. Nvidia 실적 전망

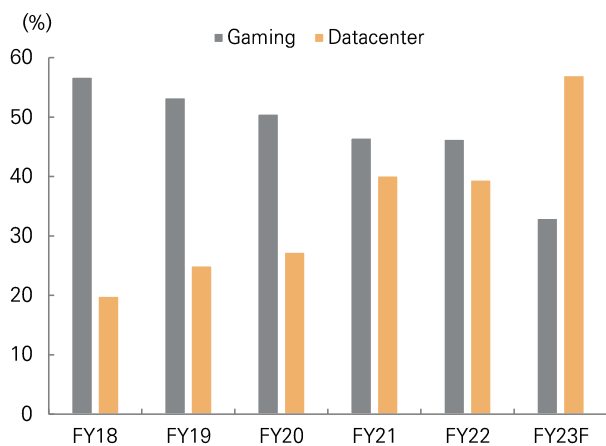
(US\$mn)

	FY2022				FY2023F				FY21	FY22	FY23F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			
Revenue (Total)	5661	6507	7103	7643	8288	6704	5931	6011	16675	26914	26934
Platform Segments											
Gaming	2760	3061	3221	3420	3620	2042	1574	1605	7759	12462	8841
Professional Visualization	372	519	577	643	622	496	200	200	1053	2111	1518
Datacenter	2048	2366	2936	3263	3750	3806	3833	3871	6696	10613	15260
Automotive	154	152	135	125	138	220	251	264	536	566	873
OEM & IP	327	409	234	192	158	140	73	71	631	1162	442
Platform Segments (% of sales)											
Gaming	49%	47%	45%	45%	44%	30%	27%	27%	47%	46%	33%
Professional Visualization	7%	8%	8%	8%	8%	7%	3%	3%	6%	8%	6%
Datacenter	36%	36%	41%	43%	45%	57%	65%	64%	40%	39%	57%
Automotive	3%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	3%	2%	3%
OEM & IP	6%	6%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	4%	4%	2%
Platform Segments (QoQ)											
Revenue (Total)	13.2%	14.9%	9.2%	7.6%	8.4%	-19.1%	-11.5%	1.4%			
Gaming	10.6%	10.9%	5.2%	6.2%	5.8%	-43.6%	-22.9%	2.0%			
Professional Visualization	21.2%	39.5%	11.2%	11.4%	-3.3%	-20.3%	-59.7%	0.0%			
Datacenter	7.6%	15.5%	24.1%	11.1%	14.9%	1.5%	0.7%	1.0%			
Automotive	6.2%	-1.3%	-11.2%	-7.4%	10.4%	59.4%	14.1%	5.0%			
OEM & IP	113.7%	25.1%	-42.8%	-17.9%	-17.7%	-11.4%	-47.9%	-3.0%			
Platform Segments (YoY)											
Revenue (Total)	83.8%	68.3%	50.3%	52.8%	46.4%	3.0%	-16.5%	-21.4%	52.7%	61.4%	0.1%
Gaming	106.1%	85.1%	41.8%	37.1%	31.2%	-33.3%	-51.1%	-53.1%	41%	61%	-29%
Professional Visualization	21.2%	155.7%	144.5%	109.4%	67.2%	-4.4%	-65.3%	-68.9%	-13%	100%	-28%
Datacenter	79.5%	35.0%	54.5%	71.5%	83.1%	60.9%	30.6%	18.6%	124%	58%	44%
Automotive	-0.6%	36.9%	8.0%	-13.8%	-10.4%	44.7%	85.9%	110.8%	-23%	6%	54%
OEM & IP	137.0%	180.1%	20.6%	25.5%	-51.7%	-65.8%	-68.8%	-63.1%	25%	84%	-62%
GPM(%)	66%	67%	65%	65%	66%	46%	56%	66%	66%	66%	59%
Operating Income	2557	3071	2671	2970	1868	1325	1534	2224	6574	11269	10580
Net income	2313	2623	2464	3003	1618	1292	1456	2059	6074	10403	6425

주: Non-GAAP

자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 게이밍 vs 데이터센터 비중 추이



자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 엔비디아 P/E std 차트



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.