[미국] Global Tech

2021.2.25

엔비디아 Nvida (NVDA US)

게이밍 강세, 시장이 원하는 건 데이터센터

Bloomberg 최고목표주가

USD 700.00

상승여력: 20.7%

류영호 young.ryu@miraeasset.com

4Q21 Review

예상을 뛰어넘는 분기 최대 실적 기록

- 4분기 매출액 50.0억달러(+5.9% QoQ, +61.1% YoY) 시장/당사 예상 상회
- Gaming 사업부 RTX30시리즈 매출 본격 반영되며 분기 최대 매출 갱신
- Gaming 매출액 24.95억달러 (+9.9% QoQ, +67.3% YoY)
- 암호화화폐 관련 매출은 1 – 3억달러 (전체 매출 2-6% 수준)
- Datacenter, 전분기 대비 하락할 것으로 예상 되었으나 Computing 부분이 상쇄
- Datacenter 매출은 전년동기 대비 96.6% 성장, 분기 최대 매출 기록
- Professional Visualization은 데스크탑 수요 회복에 따라 회복세 유지
- Automotive, 공급부족에 따른 영향은 있지만 회복세 지속

전망 및 가이던스

비수기인 1분기에도 분기 최대 매출 갱신 전망

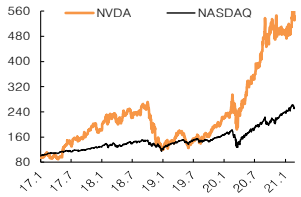
- 1분기 매출액 가이던스 53억달러(+/- 2%) (시장 예상 45.3억달러)
- RTX 3060/MaxQ을 중심으로 게이밍 부분 매출성장 주도할 것으로 전망
- 1분기 암호화 화폐 채굴용 CMP는 0.5억달러 매출 기대
- Datacenter의 경우 Mellanox QoQ회복 되나 대폭적인 성장은 제한적일 것
- Datacenter 부분은 2분기 AMD/Intel 신제품 효과와 함께 성장세 회복 기대
- 제품 공급이 타이트 한 상황이나 제시한 가이던스 달성은 가능할 것으로 기대

Valuation

장기 성장성에 대한 의심은 없다. 하지만 단기 모멘텀은 제한적

- 22F 기준 P/E 46.0배 거래, (과거 데이터센터 성장 구간 평균 P/E 50배)
- QoQ 데이터센터 성장 둔화로 단기 모멘텀은 제한적, 지포스 효과 기대감은 지속

Key data



현재주가 (21/02/24, USD)	579.96
거래소	NASDAQ
EPS 성장률 (21F,%)	54.9
P/E (21F,x)	64.2
MKT P/E (21F,x)	22.9
배당수익률 (%)	0.11

시가총액 (USD)	359.0
시가총액 (조원)	397.9

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
76%	17%	7%

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	13.7	121.3
상대주가	4.3	-0.2	76.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	1/18	1/19	1/20	1/21	1/22F	1/23F
매출액 (십억USD)	9.7	11.7	10.9	16.7	20.5	23.4
영업이익 (십억USD)	3.2	3.8	2.8	4.5	8.4	9.9
영업이익률 (%)	33.0	32.5	26.1	27.2	40.9	42.2
순이익 (십억USD)	3.05	4.14	2.80	4.33	5.82	7.09
EPS (USD)	5.09	6.81	4.59	7.02	9.44	11.13
ROE (%)	46.1	49.3	26.0	30.4	45.4	38.2
P/E (배)	52.7	26.5	54.6	64.2	48.3	41.5
P/B (배)	19.7	10.4	12.6	20.8	15.5	12.0

주: GAAP

자료: 엔비디아, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

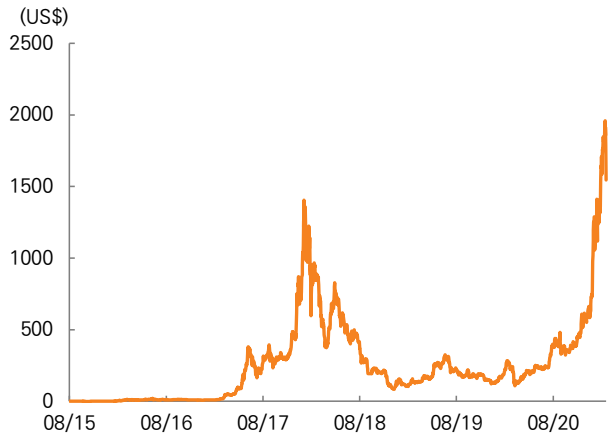
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

다시 부각되는 암호화 화폐 이슈

최근 암호화 화폐가 다시 붐을 일으키며 GPU의 수요가 그 어느때 보다 높다. 엔비디아는 이러한 상황에 대응하기 위해서 이미 단종 시킨 제품들 까지도 출시하며 부족한 공급을 메꾸려고 하고 있다. 암호화 화폐 채굴에 특화되어 있는 CMP(Crypto Mining Processor)를 출시 하였고 신규로 출시되는 RTX 3060의 이더리움 채굴 능력을 절반으로 제한 시켰다. 엔비디아가 채굴용 제품을 분리하는 이유는 과거 경험 때문이다.

채굴 수요 증가에 따른 GPU 매출 증가는 양날의 검이다. 암호화 화폐 투자자들은 GPU를 이용해 새로운 코인/토큰을 채굴하고 수익을 낸다. 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 GPU시장 에 큰 충격을 주었다. 이후 암호화 화폐 시장의 암흑기와 함께 GPU채굴도 감소하였다. 2017년에도 역사는 반복되었다. GPU 채굴의 대표적인 이더리움이 급성장하며 GPU의 수요가 급증했다. 이더리움은 ASIC에 대한 내성을 갖추고 있어 대부분의 채굴이 GPU를 통해 이루어지고 있다. 당시 GPU 가격은 2~3배 가격에 거래되었다. 현재는 암호화화폐 관련 매출은 1-3억달러로 전체 매출의 2-6% 수준이다. 과거 매출 비중의 20%를 넘었던 것을 감안시 아직 낮은 수준이나 리스크는 여전히 존재한다.

그림 1. 이더리움 가격 추이



자료: coindesk , 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. GPU 암호화 화폐 채굴 수익 비교 (2월14일 기준)

Model	Price	Profit/Day	B/E days
GeForce RTX 3090	$2,379	$12.26	194
GeForce RTX 3080	$1,593	$10.84	147
Radeon VII	$1,312	$9.60	137
Radeon RX 6800	$1,018	$7.43	137
GeForce RTX 3070	$940	$7.15	131
Radeon RX 6900 XT	$1,570	$7.41	212
GeForce RTX 2080 Ti	$998	$6.87	145
Radeon RX 5700 XT	$802	$6.01	134
Radeon RX 5700	$682	$5.91	115
GeForce RTX 2080 Super	$757	$5.03	150
GeForce RTX 2060 Super	$597	$5.00	119
GeForce GTX 1080 Ti	$607	$4.87	125
Radeon RX Vega 64	$519	$4.55	114

자료: tom's HARDWARE

그림 3. 암호화화폐 채굴용 CMP 사양

SPECIFICATIONS

	30HX	40HX	50HX	90HX
Ethereum Hash Rate[1]	26 MH/s	36 MH/s	45 MH/s	86 MH/s
Rated Power[2]	125 W	185 W	250 W	320 W
Power Connectors[2]	1x 8-pin	1x 8-pin	2x 8-pin	2x 8-pin
Memory Size	6GB	8GB	10GB	10GB
Starting Availability	Q1	Q1	Q2	Q2

[1] Ethereum hash rate applies to the DAG and algorithm in use in Epoch 394 and is provided for reference clocks under room temperature conditions with good cooling.
[2] Rated Power and Power connectors specified for the reference design. Partner board designs may choose a different configuration.

자료: Nvidia

그림 4. 외장형 GPU 부족으로 RTX탑재 노트북을 사용한 채굴 사진

자료: Coindesk

데이터센터의 성장성 회복에 대한 고민

4분기 데이터센터 사업부는 3분기에 멜라녹스 중국 선구매(화웨이)와 같은 일회성 요인이 있었기 때문에 전분기 대비 성장을 어려울 것으로 예상되었다. 하지만 기존 사업인 데이터센터 GPU의 경우 A100 효과와 Inference 부분 적용 확대와 함께 기대보다 양호한 실적을 기록했다. 1분기에는 멜라녹스의 성장 회복이 예상되나 데이터센터 전체의 가파른 성장은 기대하기 어려울 것으로 판단된다. 주요 매출처인 클라우드 서비스 부분의 경우 인텔/AMD 모두 신제품이 2분기부터 본격적으로 출시되기 때문이다. 과거부터 인텔의 데이터센터 부분과 매출 방향성이 비슷했다는 점도 이를 뒷받침 해준다. 시장에서는 단기적인 실적이 반영되는 게이밍 사업부보다 데이터센터 부분과 같이 신사업의 성장성이 가속화되는 것을 기다리고 있다.

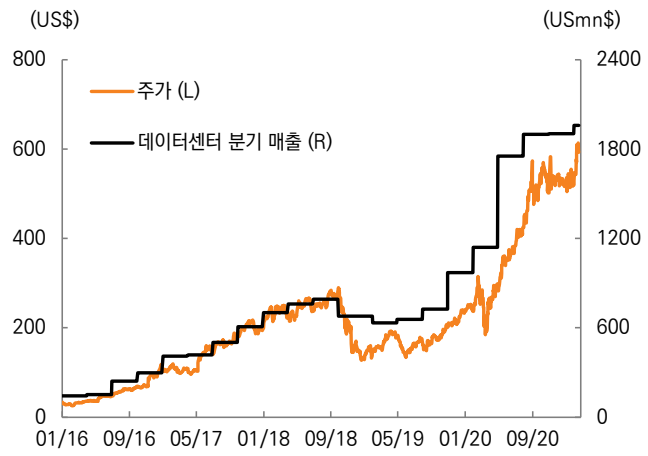
ARM 인수 상황 업데이트

현재 미국 연방거래위원회(FTC)는 현재 조사 두 번째 단계를 진행 중이며, 소프트뱅크/엔비디아/ARM 등에 자세한 정보를 제공할 것을 요청한 상태이다. EU/영국에서는 양사 합병에 대한 반독점 이슈 조사중에 있으며 퀄컴, 구글, 마이크로 소프트등이 양사의 합병에 대한 반대의사를 표명하였다. 중국도 아직 합병 승인을 기다리고 있다.

최근 반도체가 국가 경쟁력으로 직결되는 만큼 합병 승인까지는 긴 시간이 필요할 것으로 예상된다. EU의 경우 자체적인 프로세서 개발에 힘을 쏟고 있으며 최신 공정 반도체 생산시설을 EU지역으로 끌어들이려는 노력을 지속하고 있다는 상황을 고려시 쉽게 승인을 받기는 어려울 가능성도 있다. 그리고 중국 역시 반도체 국산화 노력을 지속하고 있는 만큼 합병 승인을 얻기 쉽지 않을 것으로 예상된다. 다만 미국 기업들의 인수 반대는 현재 미국 정부가 미국 반도체 경쟁력을 강화하려는 움직임이 강한 만큼 크게 이슈가 될 것 같지 않다.

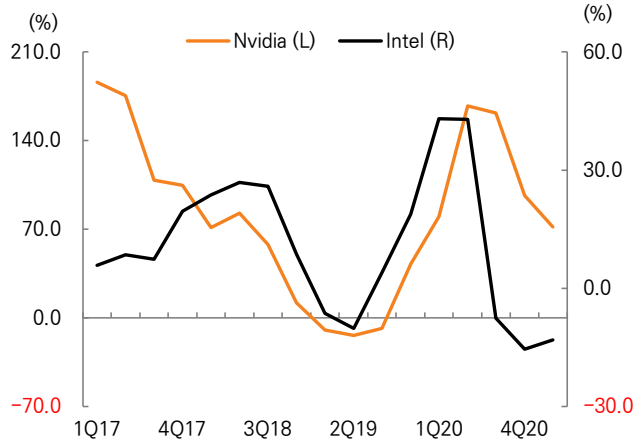
이번 실적발표에서 젠슨황은 현재 ARM인수 관련 잘 진행되고 있다고 언급했다. 현재로써는 합병 가능여부 대한 우려가 높지만 아직 합병 진행의 초기단계인 만큼 시간을 두고 지켜봐야 한다고 판단된다.

그림 5. 엔비디아 Data Center 분기 매출액 추이 vs. 주가 추이



자료: Bloomberg, 엔비디아, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 6. 엔비디아 데이터센터 vs 인텔 데이터센터 사업부 YoY 성장률



자료: 엔비디아, 인텔, 미래에셋대우 리서치센터 추정

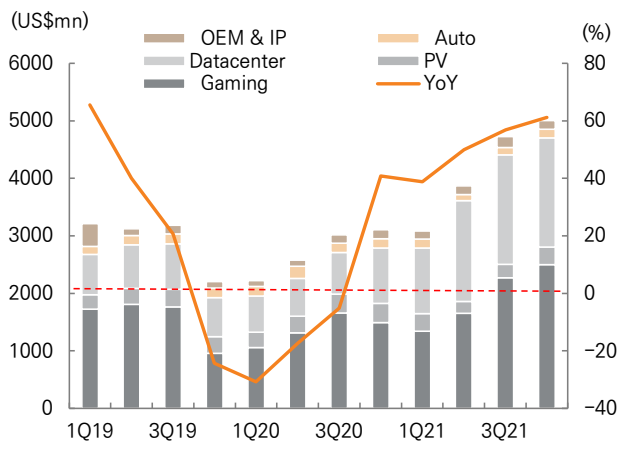
표 1. Nvidia 실적 전망

(US$mn)

	FY2021				FY2022F				FY20	FY21F	FY22F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
Revenue (Total)	**3080**	**3866**	**4726**	**5003**	**5244**	**5455**	**5812**	**6072**	**10918**	**16675**	**22583**
Platform Segments											
Gaming	1339	1654	2271	2495	2670	2723	2696	2858	5518	7759	10946
Professional Visualization	307	203	236	307	322	332	349	342	1212	1053	1345
Datacenter	1141	1752	1900	1903	1960	2097	2412	2532	2983	6696	9002
Automotive	155	111	125	145	152	157	180	175	700	536	664
OEM & IP	138	146	194	153	139	146	175	165	505	631	626
Platform Segments (% of sales)											
Gaming	43%	43%	48%	50%	51%	50%	46%	47%	51%	47%	48%
Professional Visualization	10%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	11%	6%	6%
Datacenter	37%	45%	40%	38%	37%	38%	41%	42%	27%	40%	40%
Automotive	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	6%	3%	3%
OEM & IP	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	5%	4%	3%
Platform Segments (QoQ)											
Revenue (Total)	-0.8%	25.5%	22.2%	5.9%	4.8%	4.0%	6.5%	4.5%			
Gaming	-10.2%	23.5%	37.3%	9.9%	7.0%	2.0%	-1.0%	6.0%			
Professional Visualization	-7.3%	-33.9%	16.3%	30.1%	5.0%	3.0%	5.0%	-2.0%			
Datacenter	17.9%	53.5%	8.4%	0.2%	3.0%	7.0%	15.0%	5.0%			
Automotive	-4.9%	-28.4%	12.6%	16.0%	5.0%	3.0%	15.0%	-3.0%			
OEM & IP	-9.2%	5.8%	32.9%	-21.1%	-9.0%	5.0%	20.0%	-6.0%			
Platform Segments (YoY)											
Revenue (Total)	38.7%	49.9%	56.8%	61.1%	70.2%	41.1%	23.0%	21.4%	-6.8%	52.7%	35.4%
Gaming	26.9%	26.0%	36.9%	67.3%	99.4%	64.6%	18.7%	14.5%	-12%	41%	41%
Professional Visualization	15.4%	-30.2%	-27.2%	-7.3%	5.0%	63.6%	47.7%	11.3%	7%	-13%	28%
Datacenter	80.0%	167.5%	161.7%	96.6%	71.8%	19.7%	26.9%	33.1%	2%	124%	34%
Automotive	-6.6%	-46.9%	-22.8%	-11.0%	-1.8%	41.3%	44.3%	20.6%	9%	-23%	24%
OEM & IP	39.4%	31.5%	35.7%	0.7%	0.9%	0.1%	-9.6%	7.8%	-34%	25%	-1%
GPM(%)	65%	66%	65%	65%	66%	65%	65%	65%	62%	66%	65%
Operating Income	976	1516	1993	2089	2065	2164	2382	2468	3075	6574	9079
Net income	917	1366	1834	1957	1875	1979	2190	2262	2999	6074	8306

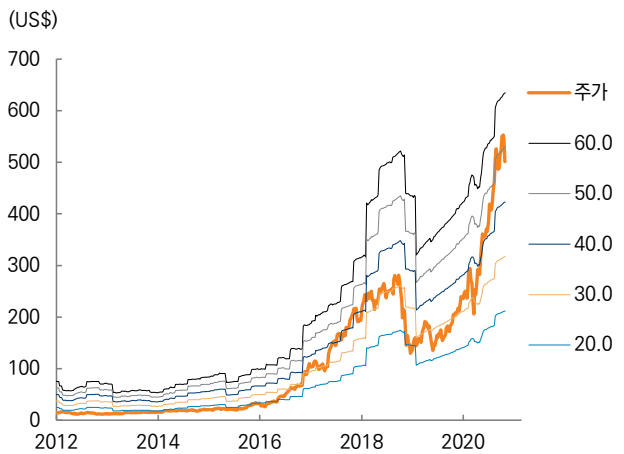
주: Non-GAAP
자료: Nvidia, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 7. 엔비디아 분기별 매출 추이



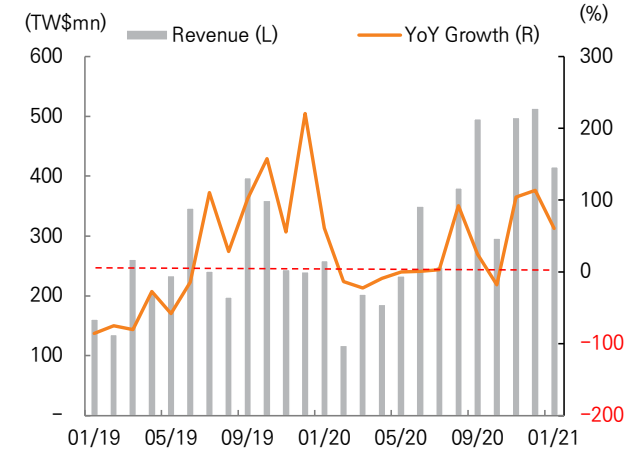
자료: 엔비디아, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 8. 엔비디아 P/E 차트



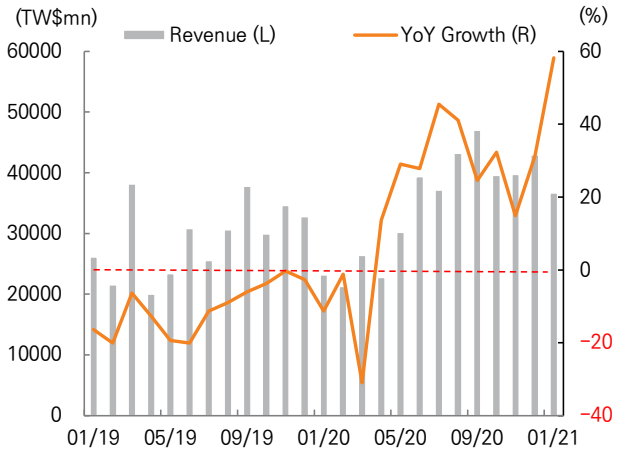
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. Tul corporation 월 매출 추이 (AMD GPU Power Color 모회사)



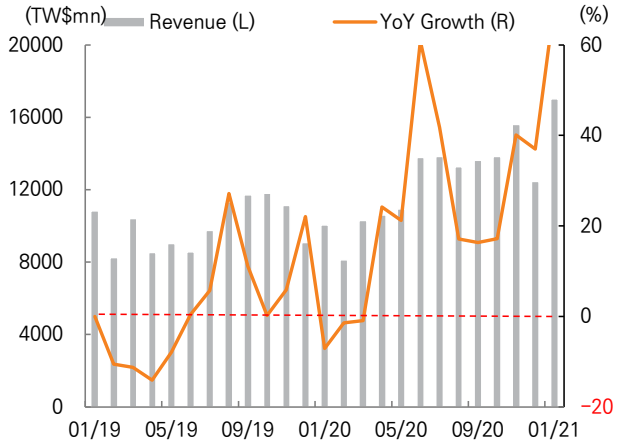
자료: Tul corporation, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. ASUS 월 매출 추이(PC/GPU/보드 등)



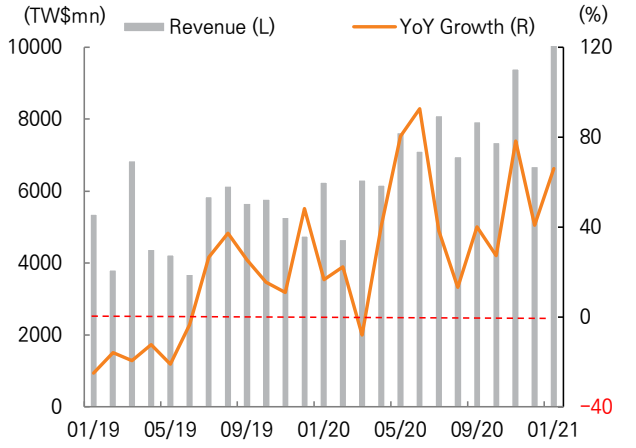
자료: ASUS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. MSI 월 매출 추이(PC/GPU 등)



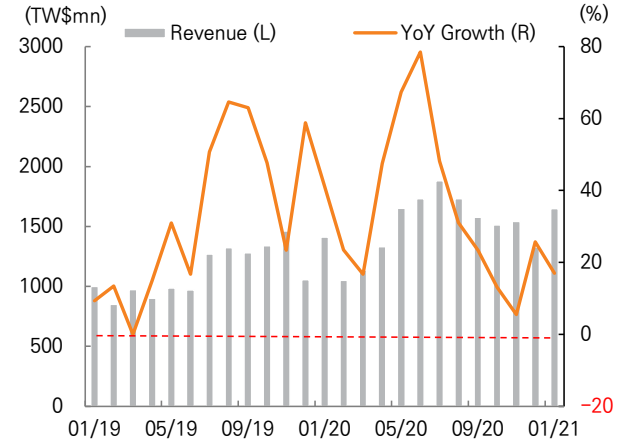
자료: MSI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. Gigabyte 월 매출 추이(PC/GPU/보드 등)



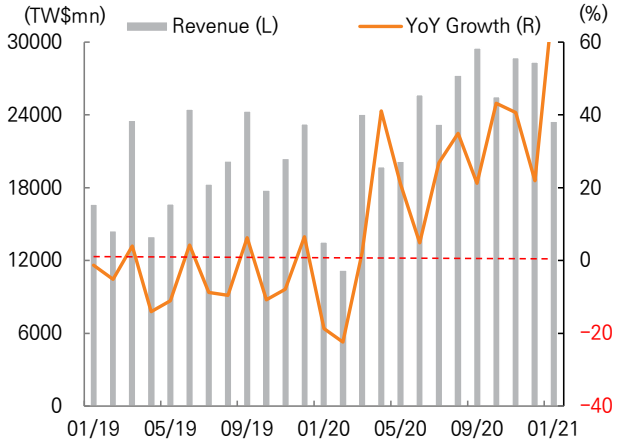
자료: Gigabyte, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. ASRock 월 매출 추이(PC/GPU/보드 등)



자료: ASRock, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. Acer 월 매출 추이(PC 등)



자료: Acer, 미래에셋대우 리서치센터

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.