2026-05-21

GLOBAL EQUITY

엔비디아 (NVDA/US)

리레이팅에는 부족

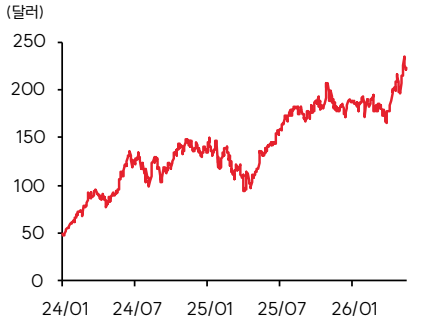
해외주식. 박제민 / jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

Signal: 해자 의심으로 그간 AI Infra 내 아쉬운 주가 상승률
Key: 완벽한 실적 기록, 높은 성장 가시성
Step: 그러나 해자 확인을 통한 리레이팅은 아직

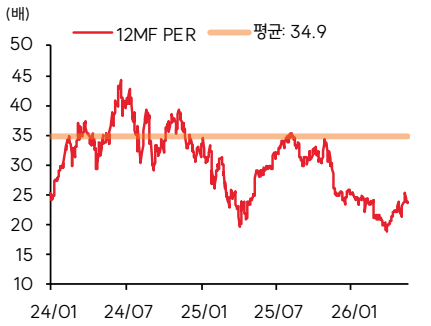
COMPANY DATA

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	1월
시가총액 (십억달러)	5,343.8
시가총액 (조원)	8,014.1
현재 주가 (달러)	223.4

주가 추이



PER 추이 및 평균



추론 시대에 접어들면서 훈련 시대 공고했던 엔비디아의 독점적 지배력과 관련된 의문이 지속되는 중이다. 2H25 이후 주가가 횡보하며 AI Infra 기업 내 소외 종목이다. 높아지는 TPU, Trainium 경쟁 구도 및 인프라 다각화 추세에서 해자를 보여야하는 실적 발표였다.

완벽한 실적

데이터센터 매출이 매출이 작년 대비 2 배 이상(중국 제외) 성장했다. 14 개 분기 연속 성장, 3 개 분기 연속 성장률 가속을 보이는 중이다. 올해 출시한 Vera CPU 단독 제품 수주잔고가 기존 점유율 1 위 인텔의 규모를 넘어섰다. 네트워크 사업부 또한 1 위 이더넷 사업자 아리스타의 규모를 넘어섰다. 1) AI 수요 강세 2) ASP 가 높은 Vera Rubin 의 램프업으로 향후 P,Q 전망도 밝다. GTC 를 통해 $1T 규모의 수주잔고를 공개한 바 있다.

너를 더 좋게 볼 수 있길

완벽한 실적에도 리레이팅(현재 12MF 26 배)을 위해서는 아쉬운 내용으로 판단된다.

1) Rubin 램프업: 3Q(8~10 월) 시작, 4Q(11~1 월) 본격화. 'CY 연말 램프업'이었던 기존 가이던스와 유사한 수준이 제시됐다.

2) DC 매출 보고 체계 변화: Hyperscaler, AI Clouds 로 나누어 제시했다. 현재 비중은 50:50 이며 AI Clouds 매출이 더 가파르게 성장 중이다. Full stack 을 바탕으로한 AI Clouds 부문의 해자를 더 강조했으나 향후 성장률 전망을 아쉽다고 언급했다. 또 AI Clouds 내의 매출은 많은 부분 네오클라우드(Tier 2 Clouds)로 TPU, Tranium 경쟁으로부터 자유롭다고 보기 어렵다.

3) 신규 제품 경쟁력: Agent 로 인한 서버 CPU TAM 을 $200B 로 제시했다. 기존 ARM($120B by 2030), AMD($100B by 2030)의 TAM 보다 높은 수치이다. 이미 Vera 의 수주잔고가 $20B 수준이다. 점유율이 유지된다고 본다면 향후 $50B 규모의 사업으로 확장이 가능하다. 공격적인 가정 하에 매출액에서 10% 전후 비중이 가능하다.

CPU 와 다르게 LPU, STX 신제품과 관련된 언급은 제한적이었다. 특히 LPU 는 SRAM 활용 추론 시장을 '니치 마켓'으로 표현하며 수요에 선을 그었다. 최근 상장한 Cerebras 의 공격적 성장 전망과 대비되는 모습이다. High TPS(Token Per Second) 서비스에 대한 수요가 강한 상태에서 LPU 의 기술력 부족이 일부 의심된다.

4) 주주환원: FCF 50%의 주주환원을 약속했다. 내년 컨센서스 $60OB 에 추가 수주 및 신제품 수요를 공격적으로 추가 가정하여 $80OB 로 계산할 경우, 주주환원 금액이 $20OB(FCF 비중 평균 50%), 주주환원 수익률이 3.5%를 상회할 수 있다. 주가 $200 아래에서 주가 하방을 막는 논리가 되긴 충분하나 리레이팅 논리로는 부족하다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	십억달러	61	130	216	371	498	604
영업이익	십억달러	33	81	130	247	337	381
순이익(지배주주)	십억달러	30	73	120	204	275	318
EPS	달러	1.2	3.0	4.9	8.4	11.4	13.2
PER	배	186	76	51	27	19	17
PBR	배	128	69	35	18	11	7
EV/EBITDA	배	48	38	35	21	15	12
ROE	%	91	119	101	83	67	48

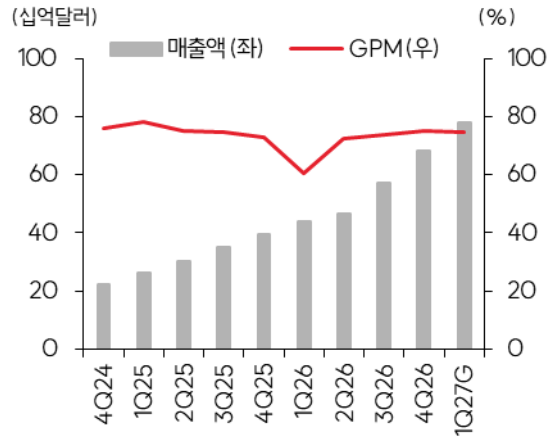
자료: Bloomberg, Consensus(26.05.21)

엔비디아 부문별 매출액 추이 (신규 보고 기준, 컨센서스 제외)

(단위: 백만달러)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27
매출액	26.0	30.0	35.1	39.3	44.1	46.7	57.0	68.1	81.6
Data Center	22.6	26.3	30.8	35.6	39.1	41.1	51.2	62.3	75.2
HyperScale	10.7	10.6	13.4	19.1	17.6	23.9	30.3	33.8	37.9
AI Clouds, Industrial & Ent	11.9	15.7	17.4	16.5	21.5	17.2	20.9	28.5	37.4
Edge Computing	3.5	3.8	4.3	3.8	5.0	5.6	5.8	5.8	6.4
YoY					69%	56%	62%	73%	85%
Data Center					73%	56%	66%	75%	92%
HyperScale					65%	125%	127%	77%	115%
AI Clouds, Industrial & Ent					81%	10%	20%	73%	74%
Edge Computing					42%	50%	34%	55%	29%
매출총이익률 (%)	78.35	75.15	74.56	73.03	60.52	72.42	73.41	75.00	74.93
영업이익률 (%)	69.34	66.37	66.35	64.88	52.82	64.53	66.22	67.68	65.90

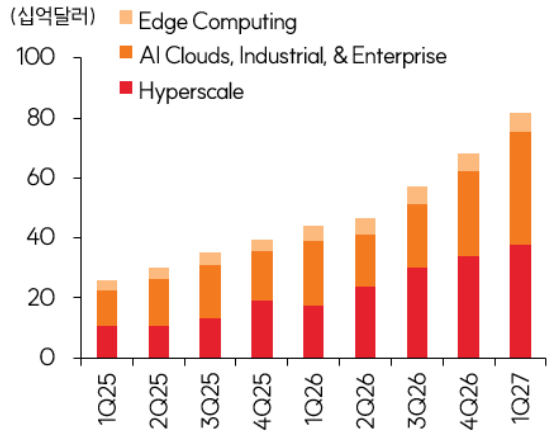
자료: Nvidia, SK 증권

매출액 및 매출총이익률 추이



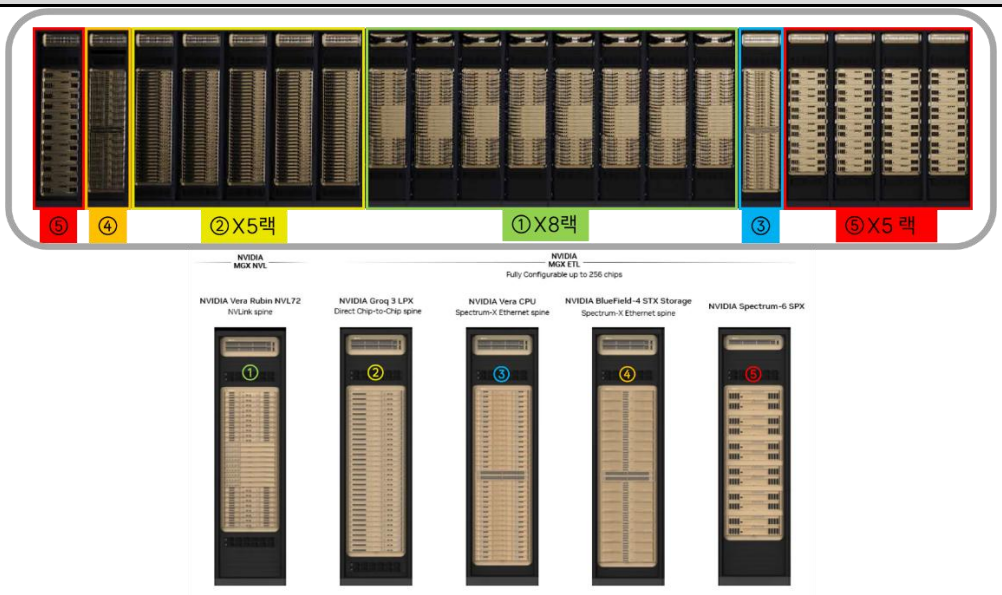
자료: Bloomberg, NVIDIA, SK 증권
주: FY 기준, 4Q26 값음 가이던스 중단

전방 시장 기준 매출액 추이



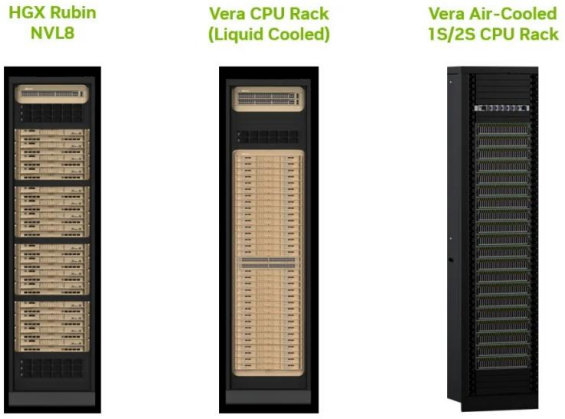
자료: Nvidia, SK 증권

Vera Rubin SuperPod 내 랙 구성 (1/2 구성)



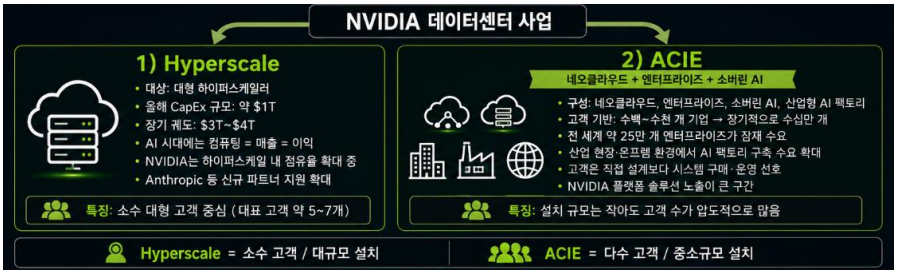
자료: SK 증권

Vera CPU Stanalone Rack



자료: Nvidia, SK 증권

전방 시장 기준 Nvidia 전방 분석



자료: Nvidia, SK 증권

LPU: LPU30 구조

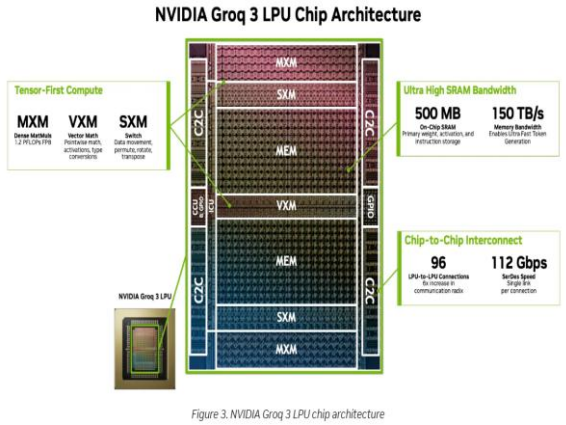


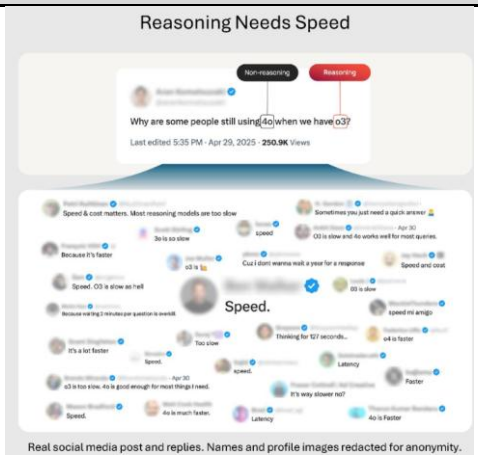
Figure 3. NVIDIA Groq 3 LPU chip architecture

자료: Nvidia, SK 증권

LPU: Dynamo 를 통한 Decode FNN 부분만 처리

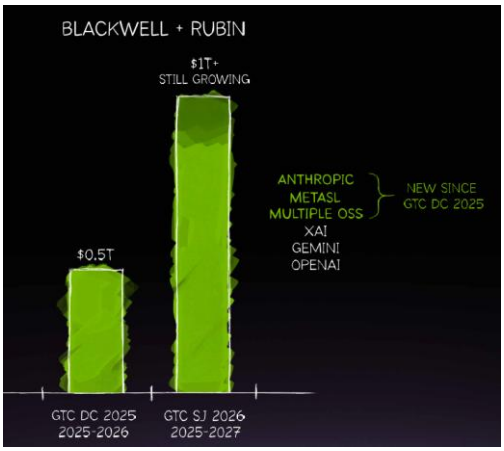
자료: Bloomberg, SK 증권

Inference 내에서 속도 중요성을 강조한 Cerebras



자료: Cerebras, SK 증권

엔비디아 수주 잔고 (GTC2026)



자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 신제품 수주잔고 제외

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도