

미국 기업 코멘트

미국 기업 & 산업 | 2026.08.27



Analyst 강재구 jaekoo.kang@hanafn.com

RA 이재은 jaeeunlee@hanafn.com

엔비디아를 안 살 이유가 없다

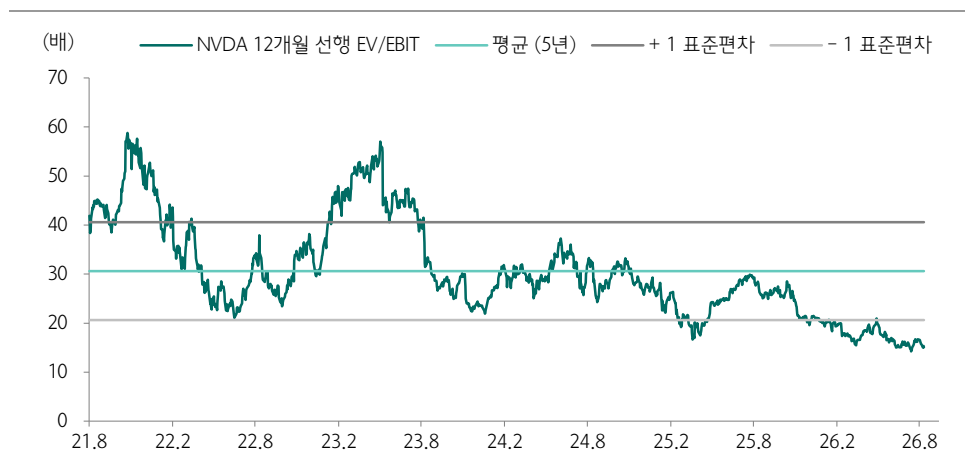
AI 생태계 확장이 만드는 성장 가시성: 시장이 우려한 현금흐름, 순환금융, ASIC에 답하다

- 낮아진 밸류에이션과 달리 FY2028 매출 성장을 +70% 전망. 수요 부족이 아니라 공급 제약을 반영한 수치로, 엔비디아의 중장기 실적 가시성은 오히려 높아짐
- FY2Q27 현금흐름과 매출총이익을 약화하는 수요 둔화보다 운전자본 증가와 메모리 가격 상승 영향이 크며, 본업 경쟁력 훼손으로 보긴 어려움
- 순환금융과 자체 ASIC 확대 우려에도 엔비디아는 금융지원과 범용 플랫폼을 통해 AI 생태계를 확장하고 있으며, 이는 추가 매출과 반복매출 기회로 이어질 수 있음

- 엔비디아에 대한 긍정적인 관점을 유지한다. 엔비디아의 밸류에이션도 싸다. 엔비디아의 EV/EBIT은 15.1배로 5년 평균(30.6배), 2년 평균(23.1배)보다 낮고, EV/Sales는 10배로 5년 평균(16.5배), 2년 평균(15.1배)보다 저평가 되어 있다. 12개월 선행 PER은 23.2배(5년 평균 41.6배, 2년 평균 34.3배)다. 실적과 향후 전망치는 높아지고 있지만 주가는 이를 충분히 반영하고 있지 못하고 있다고 판단한다. FY 2Q27 실적 발표에서 시장참여자들이 불안해하는 실적 가시성, 순환 금융, ASIC 반도체와의 경쟁 등에 대해서도 상당 부분 답을 제시했다. 거시경제 불확실성이 시장 불안을 자극하고 있으나, 포트폴리오 안에 실적이 견조한 엔비디아 비중을 확대할 기회가 될 것이다.
- 이번 실적에서 중요한 변화 중 하나는 FY 2028 매출 성장을 YoY +70%를 처음으로 미리 제시했다는 점이다. 현재 확보 가능한 공급능력에 기반한 전망이다. 엔비디아는 고객들의 수요 전망만 놓고 보면 다음해 사업 규모가 두 배 가까이 성장할 수 있지만 공급 부족이 제약 요인이라고 했다. 공급 제약이 해결될 경우 성장률은 이보다 훨씬 높다고 강조했다. 과거 1년 앞선 연간 전망을 거의 제시하지 않았던 엔비디아가 장기 가이드를 공개한 것은 과거보다 높은 공급 가시성을 확보했다는 것을 시사한다.
- 컨퍼런스콜이 시작되기 전 실적과 가이드를 공개 후 엔비디아의 시간외 주가는 약세를 보였다. FY 2Q27 잉여현금흐름이 컨센서스를 크게 하회했고, 다음 분기 매출총이익률 가이드선도 시장 예상보다 낮았기 때문이다. 현금흐름과 매출총이익률 가이드선 약화를 수요 둔화로 해석할 필요는 없다. 빠른 AI 인프라 투자 확대에 대응하는 과정에서 운전자본 부담과 메모리 원가가 동시에 상승한 영향이 더 크다. FY 2Q27 잉여현금흐름은 213억 달러로 전분기 486억 달러 대비 절반 이상 감소했다. 영업현금흐름도 503억 달러에서 241억 달러로 줄었다.
- 현금흐름 감소의 가장 큰 원인은 운전자본 부담이다. 매출채권 증가로 223억 달러, 재고 증가로 58억 달러, 선급비용 및 기타자산 증가로 55억 달러의 현금이 유출됐다. 분기 말 매출채권은 631억 달러, 재고는 316억 달러까지 증가했다. 빠르게 늘어나는 AI 수요에 대응해 제품을 먼저 생산하고 고객에게 공급하는 과정에서 현금 회수보다 지출이 선행된 영향이다. 벡라 루빈 출시를 앞두고 재고를 선제적으로 확보했고, 일부 투자적 고객의 대규모 구매에 결제기간을 연장하면서 매출채권 회수기간은 45일에서 60일까지 상승했다. GPU 판매에 따른 매출은 먼저 인식됐으나, 실제 현금 수취 시점은 뒤로 밀린 것이다. 이번 분기 현금흐름 약화는 이익창출력 저하가 아닌 높은 성장률에 대응하기 위한 운전자본 투입 확대 영향이 더 컸다고 판단한다.

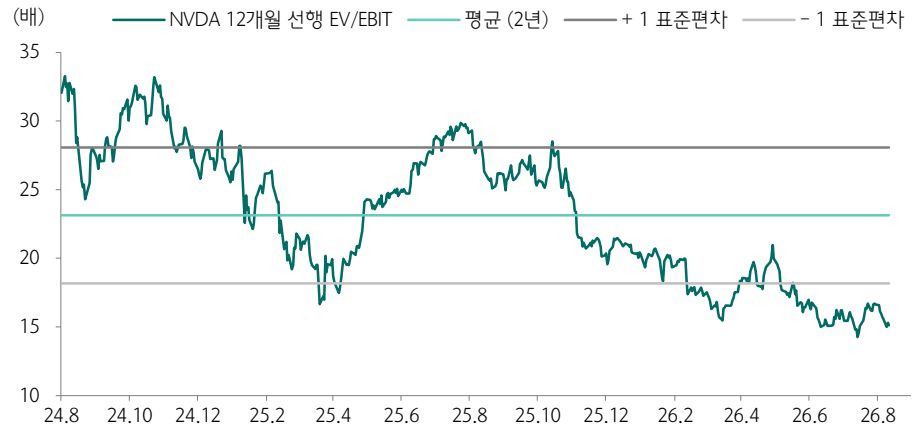
- 매출총이익률이 낮아진 이유도 엔비디아의 제품 수요가 강하기 때문이다. 견조한 AI 수요 덕분에 엔비디아의 플랫폼 판매가 확대되면서 부품이 부족해지는 구조적인 문제가 계속되고 있다. 엔비디아는 메모리 가격이 극단적으로 오르고 있는 부분을 강조했다. 내년에도 메모리 가격은 상승할 것이라고 발표했다. 매출총이익률은 FY 3Q27 74%로 낮아지고 4분기에는 71~72% 수준에서 저점을 형성한 뒤 2028년부터 72~73% 수준에서 안정화 될 것이라고 했다. 메모리 가격이 떨어진다는 것은 아니다. 엔비디아가 부품 가격 상승에 대응해 판가를 올렸는데, 내년 1분기부터 반영되기 때문이다. 메모리 기업들에게도 긍정적인 내용이다.
- 시장참여자들이 걱정하는 순환금융은 엔비디아에겐 기회가 될 것이라고 판단한다. 엔비디아의 목표는 AI 생태계 확장이다. 젠슨 황이 매년 'Compute is Revenue'를 강조하는 이유다. 우리는 엔비디아가 생태계 확장을 위해 토큰 단가를 떨어뜨리는 중이라고 했다. 빠른 신제품 주기를 통해 고객들이 내려올 수 없는 런닝머신을 만들고 있다고도 주장했다. AI 인프라 금융 플랫폼은 이를 지원하기 위한 도구다. 네오클라우드나 AI 기업들은 고객 수요가 강하지만 빠른 성장에 비해 자체 자금조달 능력과 신용 기반이 충분하지 않다. 대규모 AI 데이터센터를 자체적으로 금융조달하기 어렵다는 의미다. 엔비디아는 직접 대출보다는 지분투자, 최소매출 보장, 선별적 신용보강, 외부자금 조달 등을 통해 AI 인프라고객들의 자금조달을 지원한다.
- 엔비디아는 엔비디아의 GPU를 구매하는 네오클라우드 기업들에게 일부 용량에 대해 최소한의 매출을 보장해주겠다는 약정을 맺는다. 투자자나 금융기관으로부터 자금을 조달하기 쉽게 만들기 위함이다. 프린티어 AI 기업들은 빠른 성장에 비해 신용도와 자체 자금조달 능력이 충분히 따라오지 못하고 있다. 엔비디아는 이들 가운데 일부 프로젝트를 대상으로 약 2GW 규모 컴퓨팅에 선별적으로 신용보강을 제공할 계획이다.
- AI 인프라 금융 플랫폼은 엔비디아의 생태계 확장을 지원하는 도구다. 엔비디아는 신용을 지원한 고객의 클라우드 매출 일부를 수취하는 계약을 맺거나, 일부 AI 기업들에 지분투자를 하기도 한다. 인공지능에 대한 수요가 강한 현재 상황에서 엔비디아는 AI 팩토리 매출, CUDA 생태계 확장뿐만 아니라 오픈 AI나 앤트로픽 등 지분을 투자한 기업들의 가치가 높아지면 투자한 지분가치도 커진다. 일부 네오클라우드 기업들로부터 클라우드 매출의 일정 부분을 수취하는 계약도 맺었다. 하드웨어 판매 이후에도 사용량과 연계된 반복매출이 발생할 수 있다. 특정 AI 기업의 수요가 부진하더라도 범용성 덕분에 다른 고객이나 워크로드로 재배치할 수 있다.
- 시장참여자들이 걱정하는 경쟁사 및 AI 기업들의 자체 ASIC 반도체에 대해서도 엔비디아의 범용 GPU를 완전히 대체하기 어려운 이유를 설명했다. 맞춤형 반도체의 경우 특정 클라우드와 서비스, 추론 등에 최적화 돼 있다. 사용 범위가 제한적이라는 의미다. 오픈 AI나 앤트로픽 등 AI 기업이 전 세계로 확장될수록 자체 데이터센터만으론 컴퓨팅 수요를 감내하기 어려워진다. 외부 클라우드, 네오클라우드, 소버린 인프라 등이 필요하다. 자체 ASIC은 특정 서비스와 인프라에는 효율적이거나, 다양한 클라우드와 지역 인프라에서 활용하기에는 범용성이 낮다는 점에서 엔비디아가 더 유리할 것이다.

도표 1. 12개월 선행 EV/EBIT 추이(5년)



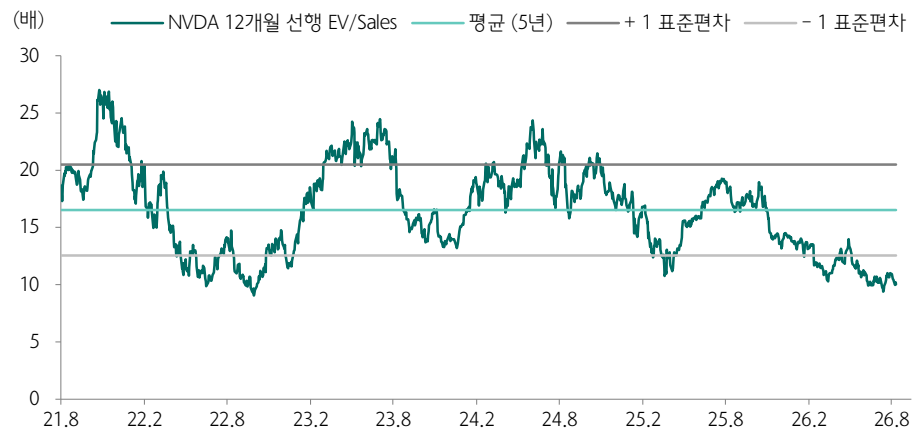
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 12개월 선행 EV/EBIT 추이(2년)



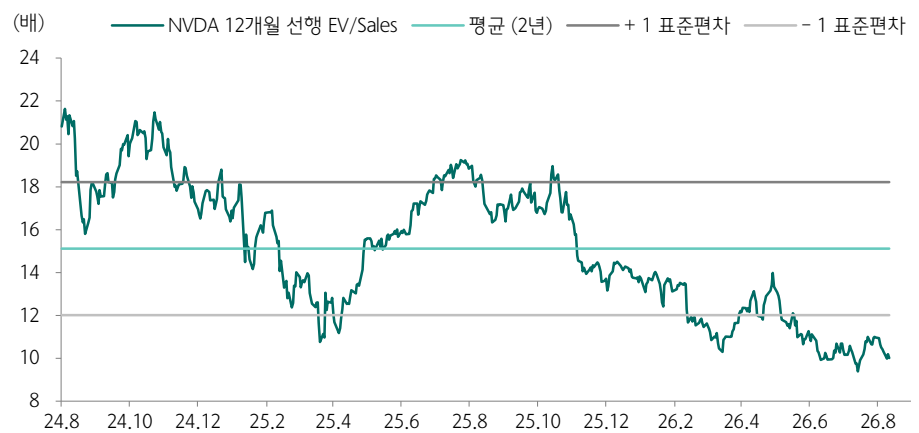
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 12개월 선행 EV/Sales 추이(5년)



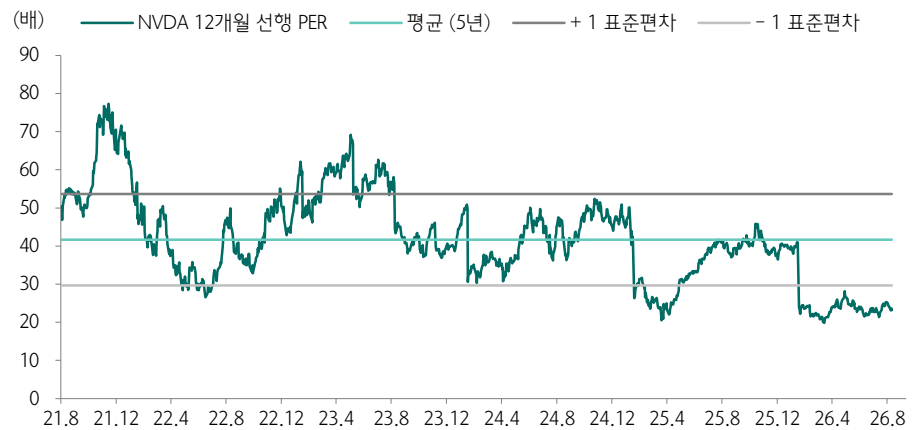
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 12개월 선행 EV/Sales 추이(2년)



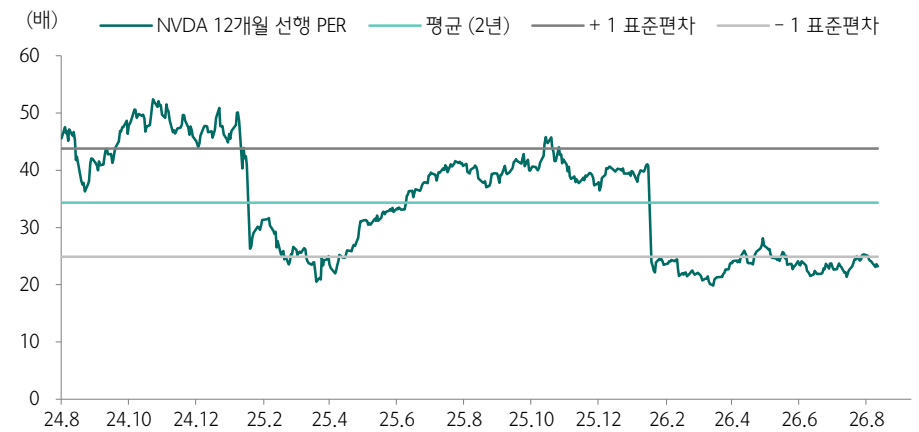
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 12개월 선행 PER 추이(5년)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 12개월 선행 PER(2년)



자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강재구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2026년 8월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(강재구)는 2026년 8월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.