

월스트리트파인더 Ep.204

엔비디아 내러티브의 변화

- 최근 4개 분기 Earnings Call 리뷰

- 시장의 질문이 'AI 수요의 지속 가능성'에서 '성장의 질'로 변화
- 핵심 질문 3가지: ① 루빈 매출 가시성 ② 이익률 안정화 ③ 잉여현금흐름 개선
- (Weekly Preview) 한국 수출, 브로드컴 · 테슬라, 미국 고용 · 세계식량가격

Executive Summary

엔비디아의 최근 네 차례 실적 발표에서 시장의 질문은 **AI 수요의 지속 가능성에서 성장의 질**로 이동했다. 블랙웰 판매와 GPU 가동률이 높은 수준을 유지하면서 수요 자체에 대한 의구심은 낮아졌지만, 이제는 고객의 AI 투자수익률, 비하이퍼스케일러 수요 확대, 차세대 제품 공급능력, 이익률과 현금흐름이 핵심 변수로 부상했다.

현재까지 공개된 실적에서는 AI 수요의 뚜렷한 둔화 신호를 확인하기 어렵다. 최신 분기 엔비디아 매출은 960억 달러, 데이터센터 매출은 890억 달러를 기록했고, 회사는 다음 분기 매출 1,080억 달러와 2028 회계연도 약 70% 성장을 제시했다. 다만 매출총이익률은 향후 71~72%까지 낮아질 수 있고, 매출채권과 재고도 증가하고 있다.

따라서 현 단계는 AI 투자 사이클의 정점이라기보다 **수요 검증에서 수익성 검증으로 넘어가는 과정**에 가깝다. 향후 밸류에이션은 고객의 AI 수익화와 공급 확대가 엔비디아의 이익과 현금흐름으로 이어지는지에 보다 민감해질 가능성이 있다.

표 1. 엔비디아 최근 Earnings Call을 통해 본 5가지 내러티브의 변화

핵심 내러티브	FY26 Q3	FY26 Q4	FY27 Q1	FY27 Q2
고객 ROI	AI 수요 확인	수익화 사례 등장	AI Factory 경제성	투자회수 검증
매출 다변화	Hyperscaler 중심	Sovereign AI 부상	Hyperscale ⇄ ACIE	ACIE 성장 가속
공급능력	Blackwell 전환	Rubin 일정 가시화	Rubin 양산 준비	공급이 성장 제약
이익의 질	마진 회복	75%대 안착	고성장·고마진	마진·현금화 점검
플랫폼 확장	GPU·Networking	사업영역 확대	CPU·AI Factory	인프라·금융 확장

자료: 미래에셋증권 리서치센터

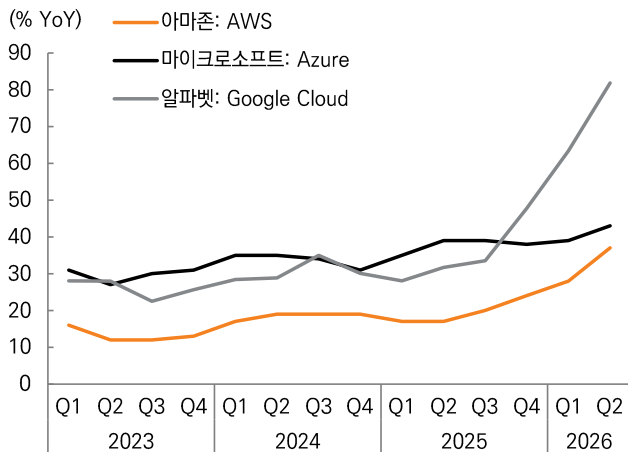
Issue Dive

5가지 내러티브의 변화

첫 번째 변화는 **AI 수요 검증에서 AI 수익성 검증으로의 이동**이다. 초기 시장의 관심은 AI 투자가 일시적 붐인지 여부에 집중됐다. 그러나 블랙웰 판매와 GPU 활용도가 높게 유지되면서 질문은 “GPU가 계속 팔릴까”에서 “고객이 투자한 GPU로 실제 수익을 낼 수 있을까”로 바뀌었다.

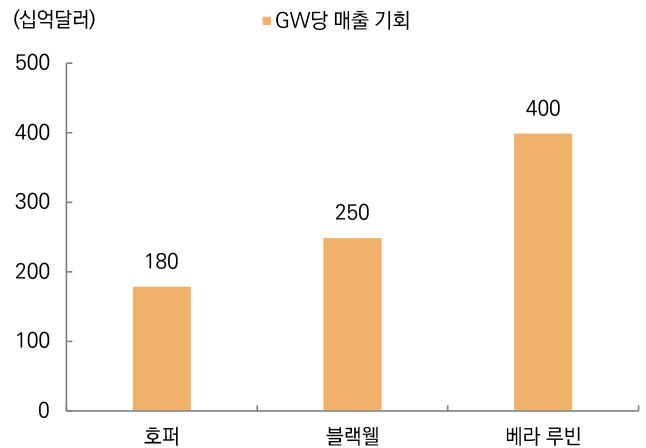
엔비디아도 GPU 성능보다 고객의 경제적 효과를 강조하고 있다. 메타의 AI 모델이 광고 클릭과 전환율을 개선했다는 사례와 함께, 데이터센터 1기가와트당 매출 기회가 호퍼에서 블랙웰, 베라 루빈으로 갈수록 커진다는 설명을 제시했다. 다만 이러한 수치는 회사가 제시한 전망인 만큼 실제 고객 실적을 통한 검증이 필요하다.

그림 1. 글로벌 클라우드 분기별 성장률



자료: 각 사, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. AI 인프라 세대별 GW당 매출 기회



자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

ACIE

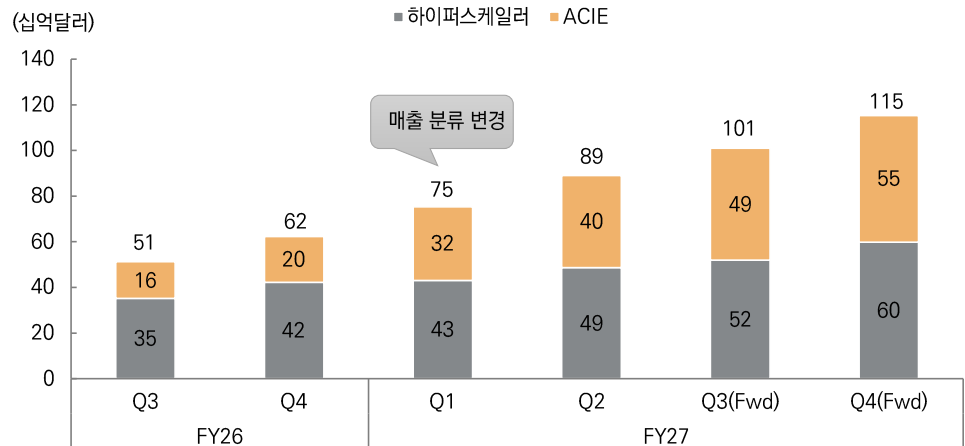
AI Cloud, Industrial & Enterprise를 의미.

FY27 Q1부터 데이터센터 매출을 하이퍼스케일러와 ACIE로 분류. Sovereign AI도 이 ACIE에 포함.

두 번째 변화는 수요 기반이 **하이퍼스케일러에서 ACIE와 소버린AI로 확대되고 있다는 점**이다. 2027 회계연도 1분기부터 엔비디아가 공개한 시장 구분에 따르면 하이퍼스케일러 매출은 380억 달러, ACIE 부문 매출은 370억 달러로 비슷한 규모였다. 소버린AI 매출도 2026 회계연도에 300억 달러를 넘어 전년 대비 3배 이상 증가했다. 주) Earnings Call 기준 하이퍼스케일러의 영향력은 여전히 크지만, AI 인프라 투자 주체가 비하이퍼스케일러와 국가로 넓어지면 특정 고객군의 자본지출 변화에 대한 민감도는 낮아질 수 있다.

세 번째 변화는 **제품 출시 위험에서 공급능력 위험으로의 이동**이다. FY26 Q3에는 GB300이 전체 블랙웰 매출의 약 3분의 2를 차지하며 제품 전환이 진행됐다. 베라 루빈도 고객 샘플 출하와 생산 일정이 구체화됐고, 최신 분기에는 생산 출하가 시작됐다. 이제 핵심 질문은 제품 출시 여부보다 고객이 원하는 물량을 실제로 공급할 수 있는지다. GPU뿐 아니라 고성능 메모리, 서버, 네트워크, 전력과 데이터센터 수용능력까지 함께 확대돼야 한다. 따라서 루빈 출하와 데이터센터 구축이 매출 증가로 얼마나 빠르게 연결되는지가 중요하다.

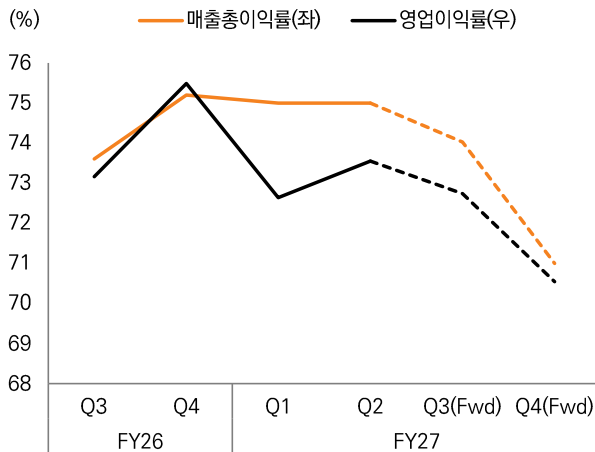
그림 3. 엔비디아 데이터센터 세그먼트별 매출 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: 매출 분류를 'Compute/Networking'에서 'Hyperscale/ACIE'로 변경

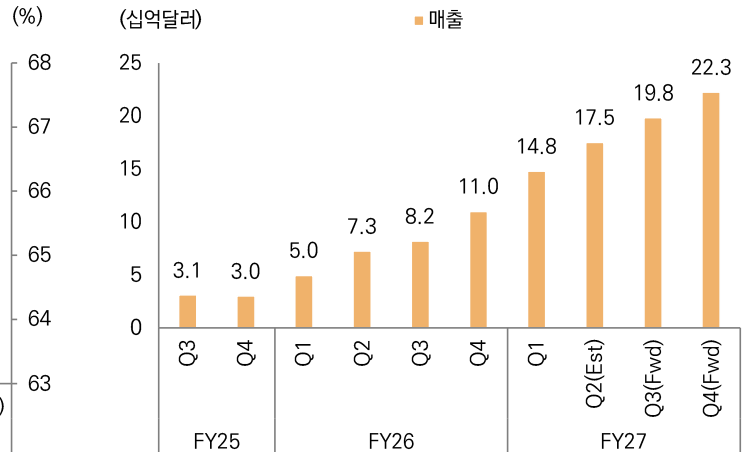
네 번째 변화는 **매출 성장에서 이익률과 현금흐름으로 평가 기준이 이동한 점**이다. 엔비디아는 높은 성장률과 70%대 중반의 매출총이익률을 동시에 유지해왔다. 그러나 회사는 매출총이익률이 향후 71~72%까지 낮아질 수 있다고 전망했고, 메모리 가격 상승을 주요 원인으로 제시했다. 이익률 하락이 곧바로 수요 둔화를 의미하는 것은 아니지만, 높은 성장성과 수익성을 함께 반영해온 기업가치에는 중요한 변수다. 매출채권 회수기간과 재고 증가에도 영업이익과 잉여현금흐름이 매출과 함께 증가하는지 확인해야 한다.

그림 4. 분기별 매출총이익률 · 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엔비디아, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

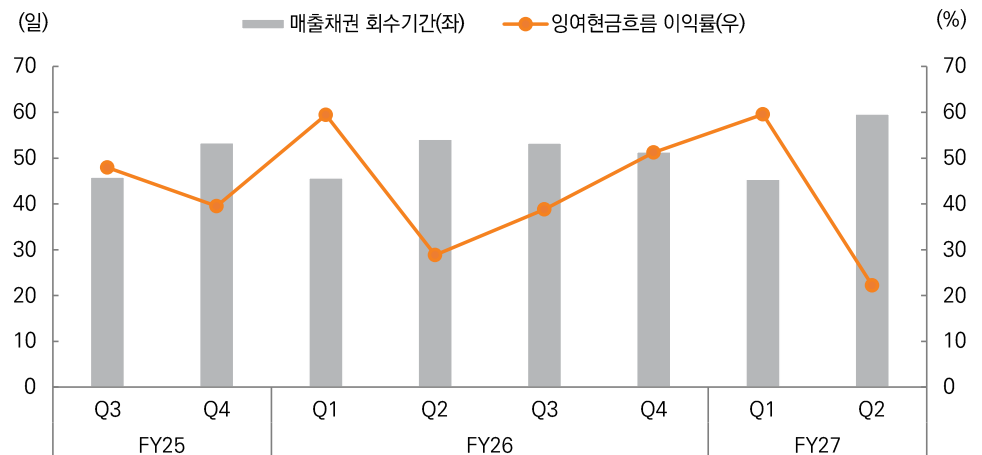
그림 5. 네트워킹(Networking) 부문 매출 추이 및 전망



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터/주: FY27 Q2는 +18% QoQ 기준 추정

마지막 변화는 **엔비디아가 GPU 업체에서 AI 인프라와 생태계 전반을 제공하는 플랫폼으로 확장하고 있다는 점**이다. 네트워킹 매출은 FY26 Q3 82억 달러에서 FY26 Q4 110억 달러, FY27 Q1 150억 달러로 증가했다. 동시에 엔비디아는 일부 AI 기업에 직접 투자하고, 금융기관과 함께 AI 인프라 자금조달에도 관여하고 있다. 사업 확장은 성장 기회를 넓히지만, 투자자는 매출뿐 아니라 매출채권, 고객 금융 및 투자 구조, 투자자산과 현금흐름까지 함께 점검해야 한다.

그림 6. 매출채권 회수기간 및 잉여현금흐름 이익률 추이



자료: 엔비디아, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

What to do: ‘성장의 질’에 따라 선별적 접근

투자 판단의 기준은 매출 성장률에서 성장의 질로 이동할 필요가 있다. 우선 고객의 AI 수익화가 CapEx 지속성을 뒷받침하는지가 선행 조건이다. 이를 전제로 엔비디아에서는 ① 베라 루빈 공급 확대의 매출 전환, ② 매출총이익률의 71~72% 수준 안정 여부, ③ 매출채권·재고 증가 이후 잉여현금흐름 회복을 확인할 필요가 있다.

세 조건이 확인된다면 기존 AI 성장 가정을 유지할 근거가 강화될 수 있다. 반대로 고객의 AI 수익화가 둔화되는 가운데 엔비디아의 이익률과 현금흐름까지 약화될 경우 성장 가정과 투자 비중을 재점검할 필요가 있다.

Weekly Preview

한국 수출, 브로드컴 · 테슬라, 미국 고용 · 세계식량가격

- (1일) 8월 한국 수출:** 8월 1~20일 수출은 전년대비 56% 증가한 552억 달러로 해당 기간 역대 최대를 기록했고, 반도체 수출도 260억 달러로 사상 최대를 기록함. 다만 7월 반도체 수출 물량기준 전년대비 -1.2%로 2025년 2월 이후 '첫 감소'를 기록한 만큼 가격(P) 효과 이외에 물량(Q) 회복 여부를 살펴봐야 함.
- (2일) 브로드컴 FY26 Q3 실적:** 지난 실적 발표에서 AI 반도체 매출 가이드언스가 '예상 하회'하며 시간외 주가가 13% 이상 하락함. 이번 실적에서는 ① AI 매출 160억 달러 달성 여부, ② 4Q AI 가이드언스, ③ Custom Accelerator와 AI 네트워킹의 성장 속도가 핵심이 될 전망.
- (3일) 테슬라 '사이버캡' 런칭:** 텍사스 오스틴에서 사이버캡 런칭 행사를 개최할 예정. 사이버캡은 테슬라 밸류에이션의 중심을 전기자동차 판매량에서 자율주행 · Robotaxi 플랫폼으로 이동시킬 수 있는 이벤트임. 따라서 구체적인 생산 · 서비스 확대 계획 관심.
- (4일) 미국 고용, 세계식량가격:** 지난 7월 비농업고용은 2.3만 명 감소했고, 5~6월 고용도 합계 10.3만 명 하향 수정됨. 실업률은 총노동인구 감소 영향으로 4.1%를 기록함. 따라서 고용·임금이 예상보다 강할 경우 최근 확대된 고용 둔화 우려는 일부 완화될 수 있음. 같은 날 발표되는 FAO 세계식량가격지수도 주목할 필요가 있음. 세계식량가격지수는 지난 3월 이후 5개월 연속 전년대비 상승세를 기록함. 특히 올 가을 · 겨울 '매우 강한 엘니뇨'가 나타날 가능성이 매우 높은 상황으로 하반기로 갈수록 '애그플레이션' 우려가 커지고 있음. 결국 미국 고용이 예상보다 견조하고 식품가격의 상승 압력이 이어질 경우 물가 둔화 속도에 대한 경계가 높아지며 연준의 금리 인하 기대를 일부 낮출 수 있음.

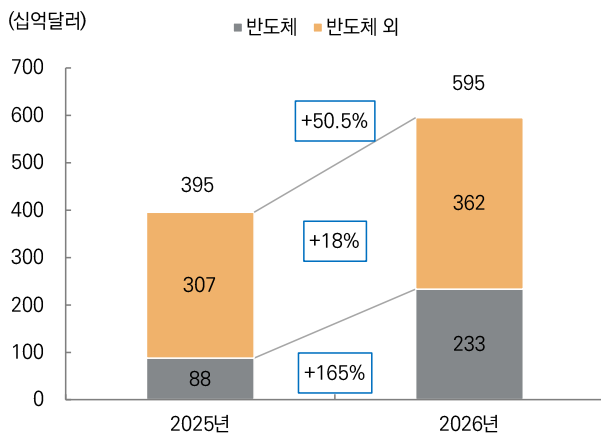
Custom Accelerator

특정 워크로드나 애플리케이션을 더 빠르고 효율적으로 처리하기 위해 설계된 맞춤형 하드웨어/소프트웨어 가속기

애그플레이션(Agflation)

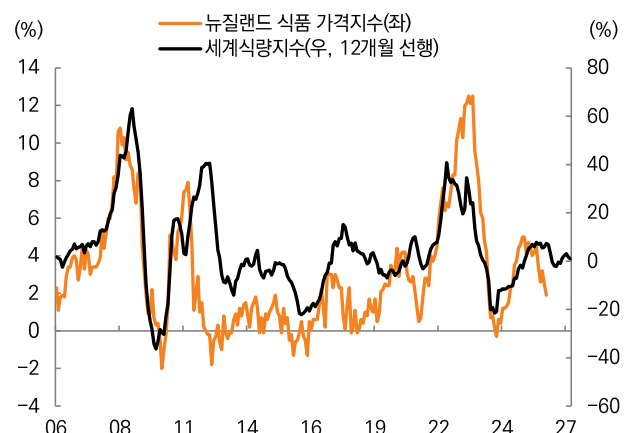
Agriculture(농업)과 Inflation(인플레이션)의 합성어로 농산물 가격 상승이 전체 물가를 끌어올리는 현상을 의미.

그림 7. 한국 수출 증가율(1~7월 누적)



자료: 관세청, 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

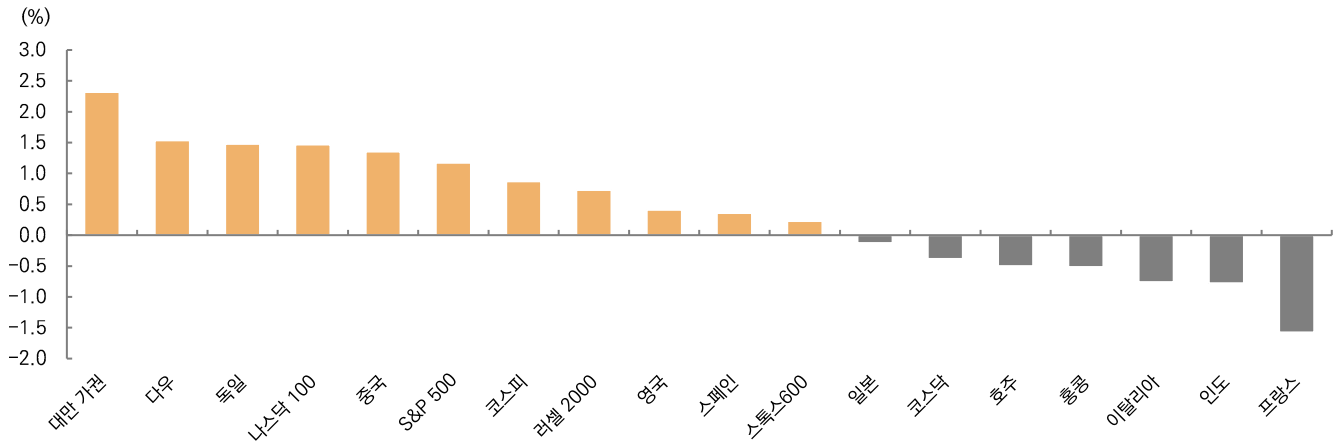
그림 8. 세계 식량 가격에 후행하는 뉴질랜드 식품 물가



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

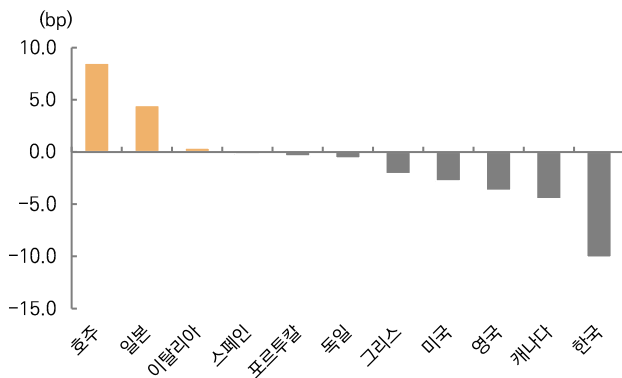
주간 글로벌 마켓 스냅샷(8.21~8.27)

그림 9. 주요국 지수 등락률



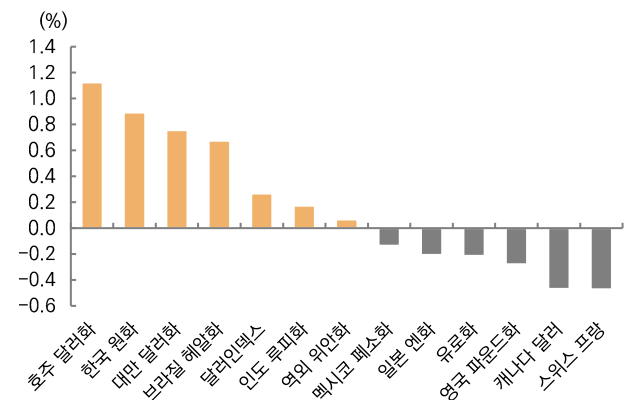
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요국 10년 국채 등락폭



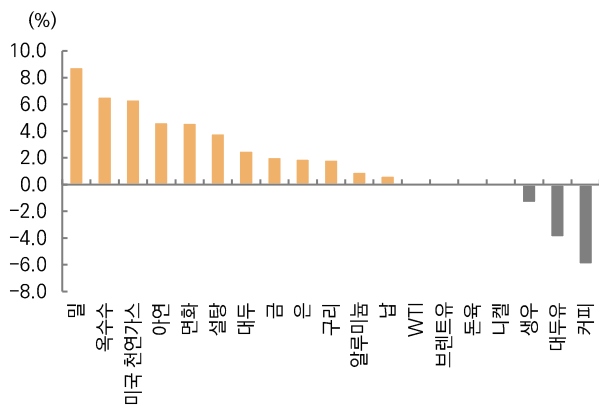
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 주요국 통화 가치 등락률



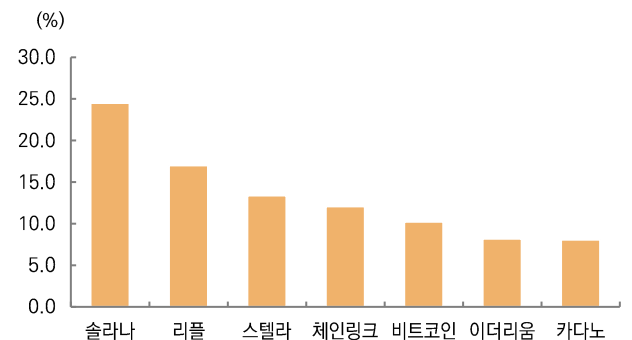
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 블룸버그 상품지수 품목별 등락률



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 나스닥 CME 암호화폐 지수 항목별 등락률



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

주간 경제지표&일정

그림 14. 주간 경제지표 & 일정		
	경제 지표	일정
8/31일 (월)	- 한국, 7월 산업활동동향 - 중국, 8월 NBS 제조업·비제조업지수 - 독일, 8월 소비자물가지수(잠정)	- 행사: MSCI 분기 리뷰 리밸런싱(장 마감 후) G20 재무장관·중앙은행 총재 회의 - 휴장: 영국
9/1일 (화)	- 한국, 8월 수출 - 유로존, 8월 소비자물가지수(잠정) - 미국, 7월 JOLTs 구인건수·8월 ISM제조업지수	- 실적: 팔로알토, 델, 메드트로닉, 크레도, 몽고 DB - 행사: 중국 쉬인(Shein) 홍콩거래소 신규 상장 애플, 존 터너스 신임 CEO 취임
2일 (수)	- 한국, 8월 소비자물가지수 - 미국, 8월 ADP 고용보고서	- 실적: 브로드컴, 스노우플레이크, HP, 넷앱 - 공개: 연준 베이지북 - 행사: 세미콘 타이완 2026(~4일), EU AI Act 발효
3일 (목)	- 중국, 8월 RatingDog 서비스업 지수 - 미국, 7월 무역수지·8월 ISM 서비스업 지수	- 실적: 시에나, 지스케일러, 룰루레몬, 도큐사인 - 행사: 테슬라, 사이버캡 런칭
4일 (금)	- 한국, 7월 국제수지(잠정) - 미국, 8월 고용보고서	- 공개: UN FAO 세계식량가격지수 - 행사: IFA 2026(~8일, 독일 베를린)

자료: 미래에셋증권 리서치센터/주: 현지시각 기준

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.