



메리츠 선진증시(DM) Direct Message

2025. 4. 24 (목)



글로벌 투자전략-선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr



버티브 1Q25 실적발표

버티브는 4월 23일 개장 전 실적발표, 장중 컨퍼런스 콜 진행. 실적발표만으로 이미 프리마켓에서 10% 이상 상승 출발, 본장에서는 전일대비 8.6% 상승마감. 매출액은 20.4억달러(컨센서스 19.4억달러)로 전년동기대비 24% 성장, EPS는 0.64 달러(컨센서스 0.61달러)로 전년동기대비 49% 성장하며 핵심 실적 지표는 모두 시장 컨센서스 상회. 수주잔고도 79억달러 기록하며 전분기대비 10%, 전년 동기대비 25% 성장

실적 발표 직후 주가가 급등한 이유는 관세 불확실성 국면에 오히려 올해 가이던스를 상향했기 때문. 4월 22일 기준 관세가 유지된다는 가정에서 매출액 가이던스를 93.25억~95.75억달러(컨센서스 91.7억달러), EPS 가이던스를 3.25~3.65달러(컨센서스 3.54달러)로 제시. 여기에 2분기 가이던스도 23.25억~23.75억달러(컨센서스 22.65억달러)로 제시해 컨센서스를 상회함. 관세의 순 영향은 2분기에 정점, 4분기에 중립(영향 0)을 목표로 대응 방안이 있고, 관세 영향이 올해 중 전부 회복된다는 전제, 여기에 관세가 완화되면 실적 추정치도 개선될 수 있는 가이던스를 제시함

GE버노바와 마찬가지로 실적 코멘트에서 AI 데이터센터 산업 둔화 우려를 걱정하는 질문이 자주 등장. 하이퍼스케일러들이 리스 취소나 건설 지연을 한다는 소식에 대한 버티브는 관련 우려를 일축하는 답변 제시

하이퍼스케일러의 클라우드+콜로케이션 세그먼트는 여전히 수요가 강력해 기존 중장기 가이던스를 유지한다고 응답했으며, 그 외 엣지, 엔터프라이즈, 서브어번 등 다양한 신규수주 이어지고 있어 전체 시장이 풍부해지고 있다고 함

또한 하이퍼스케일러가 일정을 재조정할 때 그만큼 다른 수요가 들어와 채워지고 있어 생산 능력이 오히려 부족하지 남아도는 상황이 아니라는 것. 데이터센터 시장 구조가 다양해지고 있어 한 쪽에 지연이 발생해도 다른 쪽에서 그 수요를 흡수하는 식으로 돌아간다는 것

컨퍼런스콜 및 Q&A

Dave Cote 회장

디지털 혁명의 시작, 갈 길이 뛰. 데이터센터는 이 모든 것의 기반. AI는 전세계적으로 확산 중이고 데이터센터 수요는 탄탄함, 버티브는 이런 기회를 극대화 할 수 있는 유리한 위치에 있음

최근 관세에 대한 이슈가 시장에서 많이 거론되는데, 여전히 유동적인 상황. 하지만 버티브의 시장 지위와 운영 유연성을 감안하면 우리는 이를 잘 대응할 준비가 되어 있다고 봄. 몇 년 전부터 관세 문제를 다룰 체계적인 플레이북을 마련해두었고, 다양한 지역에 걸쳐 생산 역량을 갖췄으며, 이미 이 문제를 잘 관리해낸 경험 이 있음. 결론적으로 정책이 실제로 어떻게 바뀌는지 좀 더 지켜봐야할 것

Giordano Albertazzi CEO

파이프라인과 수주(오더) 흐름, 그리고 1분기에 추가적으로 쌓은 백로그(수주잔고) 규모가 매우 만족스러움. 시장에 대한 여러 의견이 있지만, 저희가 고객과 협력사들을 통해 관찰한 데이터센터 시장 상황은, 2025년뿐만 아니라 그 이후에도 충분히 자신감을 갖게 함. 당사 업계는 지속적으로 성장 중이며, 특히 AI 인프라 분야에서 성장 중

연간 전망에서 전체 매출 성장률을 18%로 상향 조정. 관세 환경은 상당히 변동성이 큰데, 우리는 어느 정도 기준점을 제시하기 위해 4월 22일 기준으로 적용 중인 관세율이 연말까지 그대로 유지된다는 가정 아래에서 가이던스를 제시. 시나리오 하에서 EPS(주당순이익) 가이던스 중앙값(midpoint)은 기존 3.55달러에서 변동 없이 유지하고, 범위만 넓혔는데 관세 불확실성 때문

2025년 이후까지도 매우 견조한 최종 시장 환경이 이어지고 있음. 이는 분명히 장기적 추세. 파이프라인과 수주 흐름이 계속 강세이며 12개월 누적 수주가 이를 잘 보여줌. 1분기 파이프라인도 모든 지역에서 성장하고 있어 투자 사이클에 초반부에 있음을 실감하게 함

가격 결정 능력(pricing muscle)과 역량을 꾸준히 강화해옴. 글로벌 공급 전략 역시 꾸준히 최적화. 관세 우려를 어떻게 완화시켜갈 것이냐가 최근 중요한 이슈일 것. 이 전략을 설명하면, 미국 시장의 경우 자체 생산 역량이 탄탄하게 구축되어 있고 계속 확장 중. 멕시코에도 생산 공장이 있고 대부분 멕시코 생산 제품이 이미 USMCA 인증을 받고 있어 관세 부담 없이 미국에 납품 가능

미국 수요 중 극히 일부만 중국에서 들여와 낮거나 무관세 경로로 대체하기 위해 이미 조치 중이거나 진행되고 있음. 미국 수요 중 일부는 유럽이나 기타 지역에서 공급받는 중. 이 부분도 역시 관세 영향이 적은 쪽으로 최적화 중

2026년 진입 시점에는 관세 영향을 상당 부분 상쇄할 계획. 변수가 많지만 상황이 전개되는 대로 계속 민첩하게 대처할 것

David Fallon CFO

2분기에는 1분기에 비해 관세 비용이 분명 더 커짐. 수주-출하 기준으로 관세와 대응책을 적용하기에는 시간이 너무 짧아, 당사 조정 영업이익률에 부정적 영향이 있을 것. 현재 적용 중인 관세율이 2분기 전체에 적용된다고 가정하면, 영업이익률은 전년 동기 대비 약 110bp(1.1%p) 낮은 18.5% 수준이 될 것

하지만 만약 관세 영향을 제외한다면 기본적인 영업이익률은 작년보다 더 높아질 것이며, 이는 관세가 없었다면 당사의 펀더멘털 마진 확장은 계속되고 있다는 뜻. 따라서 당사가 장기적으로 목표했던 마진 수준에는 여전히 부합

결과적으로, 관세 영향에도 불구하고 2분기 조정 영업이익은 전년 동기 대비 14% 성장, 조정 희석주당순이익도 21% 성장. 관세가 전혀 없었다고 가정해도 꽤 높은 성장이지만, 현재의 불확실한 환경을 고려하면 상당히 고무적

조정 영업이익 연간 가이던스 중앙값인 19억3,500만 달러 유지. 1) 매출 상향에 따른 긍정적 효과와 2) 추가적인 생산성 향상, 3) 관세 관련 비용간 상쇄 결과로 보면 됨. 관세가 4월 말 시점의 레벨로 연말까지 지속된다면 가정하에, 관세 비용과 이를 상쇄하기 위한 공급망·상업적 대응책을 모두 고려해 반영

추가 상승 시나리오는 매출이 가이던스를 초과달성하는 경우 조정 영업이익이 20 억1,500만 달러까지 가능. 우리가 여전히 시장 상황을 긍정적으로 보고 있고 수주 파이프라인이 강력함을 시사. 하락 시나리오로는, 당사의 공급망 대응책이 예상보다 덜 효과적일 경우, 4/2 상호관세율이 90일 유예 이후 실제로 재발효되는 경우

Q&A

Q1: 2분기 마진 증분을 보면 관세 때문에 13%정도 덜 반영된 것으로 보임. 관세 완화 전략이 어떻게 분기별로 단계적으로 실현되는지? 현재상태에서 안바뀐다고 가정할 때 하반기로 갈수록 분기마다 좋아지는 형태인지?

A: 관세 완화 조치 효과는 분기를 거듭할수록 누적되는 구조. 크게 두개의 축인데 하나는 가격, 하나는 공급망. 가격 측면에서는 신규 수주와 새 프로젝트에 대해 관세 변동을 반영해 가격을 측정, 이미 시장에 일부 조정 시행. 공급망 측면에서는 관세 변화조짐이 보이자마자 즉시 생산 거점과 부품 소싱 등을 재조정하기 시작. 소싱 체계를 바꾸는 데는 시간이 걸리므로 그 효과는 시간이 지날수록 커질 것. 즉 하반기로 갈수록 관세의 순 영향은 점차 줄어들 것이며 우리 목표는 2026년 진입 시점에 관세 영향을 거의 상쇄하는 것. 연말까지 '관세 중립화'가 목표

Q2: 수주가 QoQ, YoY로 모두 인상적인데, 높은 기저와 비교했음에도 결과가 좋음. 원인을 알고 싶음. 시장에서는 하이퍼스케일러들이 리스 취소나 건설 지연을 한다는 이야기도 나오는데, 그 이슈가 귀사에는 영향이 없는 것처럼 보임. 혹시 1분기에 당겨진 수주가 있는지? 이런 수주 흐름이 얼마나 지속될 것으로 보는지?

A: 우리 파이프라인은 계속해서 커지는 중, 이는 단기(12개월)뿐만 아니라 그 이후 기간까지 늘어나는 추세. 즉 수주 시점이 다수 들쭉날쭉해도, 전체 트렌드는 견조. 한 분기만 빼어놓고 보기보다 12개월 누적으로 보는 게 맞다고 생각

주문 시점이 분기 경계선에서 조금 앞뒤로 움직여 전체적으로 pull-in처럼 보이거나 딜레이처럼 보이지만 전반적인 흐름은 안정적이고 강력함. 파이프라인 활성도도 대체로 안정적이어서 특이한 사례(갑작스러운 pull-in)는 크지 않았음

결론적으로 1분기 수주 결과는 장기 추세와 부합하며, 11월 인베스터데이에 제시했던 5개년 모델과 일치

Q3: 중국에서 수입되는 부품 규모와 관련, 미국 수요 중 일부만 중국에서 들어온다고 했는데, 정확히 얼마나 되는지? 매출액 기준으로 봤을 때 몇 억달러 정도인지 궁금함. 그 중 얼만큼 가격인상으로, 얼만큼을 소싱 전환으로 완화할 계획인지? 전반적인 시장 점유율을 확대하고 있다고 보는지?

A: 중국에서 얼마나 조달하고 있는지는 구체적으로 금액단위까지는 공개하지 않겠음. 다만 매우 작은 비중이라고 말할 수 있고, 이미 관세를 회피하거나 줄이는 대안을 실행 중. 관세 완화 조치로 가격 인상과 공급망 전환은 반반 정도로 보면 됨. 시장 점유율은 확실히 오르고 있음

어떤 점이 강점이냐면 데이터센터 인프라에만 우리는 집중하고 있고, 기술적으로 선도적인 제품 보요, 서비스 역량도 뛰어남. 예를 들어 NVIDIA 파트너십이나, iGenius 같은 사례에서 보듯, 고객이 미래 세대 GPU나 ASIC을 도입하기 훨씬 이전부터 인프라를 준비할 수 있도록 돋는 중

Q4: 관세 비용이 얼마나 되는지?

A: 구체적으로 공개하고 있지 않음. 대응은 이미 연간 가이던스에 반영

Q5: 실적이나 현금 창출력은 뛰어난데 자사주 매입액은 아직 0. 이유는?

A: 우선 지금 시장 불확실성이 높으므로, 강력한 대차대조표와 현금을 확보해두는 것이 중요하다고 봄. 물론 M&A 파이프라인도 꽤 활발하게 살펴보고 있음. 자사주 매입과 관련해서는, 주가가 크게 하락한 시점이 블랙아웃(거래제한) 기간과 겹쳤을 가능성도 있고, 기회가 올 때마다 선택적으로 접근할 계획

Q6: 특정 하이퍼스케일러 업체가 프로젝트 지연/취소한다는 기사가 크게 보도되는 중. 이로 인해 미사용 생산능력이 생길 수 있는데, 그 경우 생산 슬롯은 어떻게 조정하는지?

A: 특정 고객이나 업체명을 언급하기 어렵지만, 일반적으로 대규모 고객이 일정을 재조정하거나 지연할 때, 그만큼 다른 수요가 들어와서 어느 정도 채워지고 있음. 우리 전반의 수주 상황이 매우 좋기 때문에(백로그도 계속 늘고) 생산능력이 부족하지, 남아도는 상황은 거의 아님

예전에는 하이퍼스케일, 특히 셀프빌드(Self-Build) 고객 비중이 컼다면, 이제는 콜로케이션(Colo)도 많고, 엣지(Edge)나 서브어번(Sub-Urban) 데이터센터 등 시장 구조가 다양해지는 추세. 따라서 한쪽에서 지연이 발생해도, 다른 쪽에서 그 수요를 흡수하는 식으로 돌아가고 있음

Q7: 백로그 재협상 관련, 기존 계약에는 관세에 대한 조항이 어떻게 되어 있는지? 기존 계약에는 관세에 대한 조항이 어떻게 되어 있는지? 수주 잔고가 위낙 커서 혹시 협상이 잘 안 될 위험이 있는 건 아닌지?

A: 일부 계약은 관세 변동을 어느 정도 반영할 수 있는 조항이 포함되어 있고, 일부는 그렇지 않을 수 있음. 그러나 지금 고객들과 상당히 협조적으로 협상 중이고, 대부분은 이 문제를 함께 풀어나가려는 의지가 있음. 우리가 가이던스에 반영한 수준이 꽤 현실적이라고 보고, 실제로 지금까지 대화 추이를 보면 긍정적

Q8: 1분기 북투빌이 1.4배로 강력한데, 유럽이 상대적으로 약하다는 점은 이미 언급함. 지난번 컨퍼런스에서 '유럽 상황이 조금씩 나아지고 있다'고 했는데, 혹시 올해 안에 대형 수주가 유럽에서도 나타날 가능성이 있는지? 그리고 전사 차원에서, 1배 이상의 북투빌 흐름이 계속 이어질 수 있다고 보는지?

A: 유럽은 거시적/정책적 변화가 빠르게 진행되는 편은 아니지만, 분명 어느 정도 긍정적 기류는 감지. 그럼에도 EMEA 성장 전망을 보수적으로 잡고 있음

반면, 미주와 아시아 시장 전망은 계속 좋고, 아시아 특히 중국 쪽이 다시 활기를 띠고 있음, 인도도 강함. 그래서 올해도 전사적으로 보았을 때, 1.0을 웃도는 북투빌을 이어갈 것으로 예상하고, 그 결과 수주잔고가 전년 대비 늘어날 것으로 봄

Q9: 2분기 가이던스 기준으로 역산하면, 관세 순영향은 2분기에 가장 크게 나타나고 이후 분기마다 줄어드는 형태 같은데, 4분기에는 거의 상쇄될 것으로 보는지? 투자 적격등급을 받으면, 하이퍼스케일러 고객사 계약시 신용등급이 중요한지?

A: 2분기 관세 순 영향이 가장 클 것으로 보이고, 하반기로 갈수록 줄어들 것. 4분기에는 거의 중립화가 목표. 투자 적격등급은 하이퍼스케일러와 계약시 도움은되나 우리 재무구조가 이미 좋아 당장 큰 문제는 없음

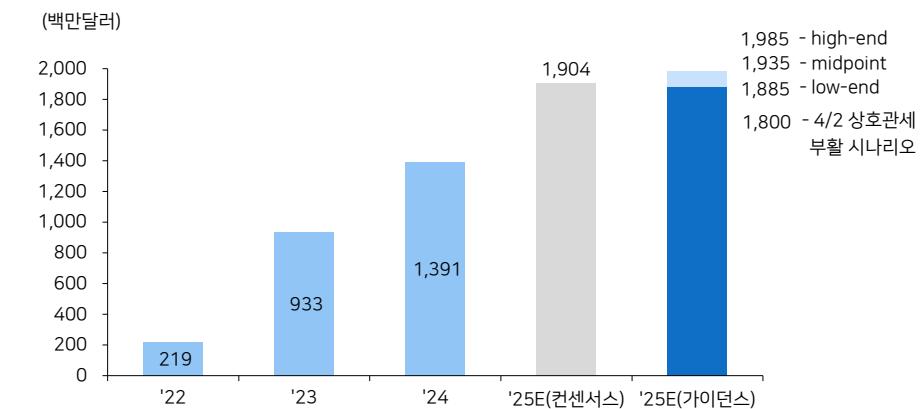
Q10: 액체냉각(liquid cooling) 수요의 시장 추이를 추적하려면 어떤 지표를 보면 좋을지? 예컨대 차세대 칩셋(Blackwell) 출하량이 가장 팬찮은 지표일지? 그리고 귀사는 GPU 출하 전에 일정 시차를 두고 솔루션을 공급하실 텐데, 어느 정도 차이가 있을지?

A: NVIDIA 차세대 GPU인 Blackwell 출하량이 꽤 의미 있는 지표. 다만 일부 고객사는 자체 ASIC이나 다른 칩을 쓰기도 해서, Blackwell만 보긴 어려우나, 대체로 좋은 참고 지표. 랙 내부 냉각 솔루션(CDU)이 랙당 칩 출하와 거의 같은 시점에 가깝긴 하지만, 외부 냉각 솔루션까지 포함하면 3~6개월 정도 선행하는 편

Q11: 하이퍼스케일(클라우드+콜로케이션)이 약해지고, 다른 세그먼트가 그걸 대체하는 상황인지? 아니면 하이퍼스케일 수요도 여전히 탄탄한지?

A: 클라우드+콜로케이션 세그먼트는 여전히 매우 강함. 5년간 연평균 15~17% 성장한다고 제시했는데, 지금 시점에서도 그 전망은 유효. 그리고 그 외에도 엣지·엔터프라이즈·서브어번 등 다양한 신규 수요가 이어지고 있어, 전체 시장은 풍부

그림1 버티브 2025년 영업이익 시나리오별 가이던스



자료: Vertiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 주정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.