

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

매수

목표주가 \$120.00

BUY

ANALYSIS OF SALES/EARNINGS

| Financial Summary | | |
|-------------------|----------|----------|
| Changes | Previous | Current |
| Rating | — | Buy |
| Target Price | \$114.00 | \$120.00 |
| FY28E EPS (net) | \$4.90 | \$5.52 |
| FY29E EPS (net) | \$6.68 | \$7.77 |
| FY28E Revenue | \$13.51B | \$15.10B |
| FY29E Revenue | \$17.73B | \$19.68B |

| | |
|-----------------------|--------------------|
| Price (03/05/26): | \$75.68 |
| 52-Week Range: | \$102.77 - \$47.09 |
| Market Cap.(mm): | \$64,797.2 |
| Shr.O/S-Diluted (mm): | 856.2 |
| Enterprise Val. (mm): | \$66,629.0 |
| Avg Daily Vol (3 Mo): | 14,600,497 |
| LT Debt/Total Cap.: | 21.7% |
| Dividend / Yield: | \$0.24 / 0.3% |
| Book Value/Share: | \$16.71 |
| FYE | Jan |

| EPS (net) | 2027E | 2028E | 2029E |
|-----------|--------|--------|--------|
| Q1 | \$0.79 | \$1.16 | \$1.79 |
| Q2 | \$0.90 | \$1.28 | \$1.88 |
| Q3 | \$1.00 | \$1.47 | \$2.00 |
| Q4 | \$1.11 | \$1.61 | \$2.10 |
| | \$3.80 | \$5.52 | \$7.77 |

| Revenue | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------|----------|----------|----------|
| Q1 | \$2.40B | \$3.21B | \$4.54B |
| Q2 | \$2.59B | \$3.54B | \$4.78B |
| Q3 | \$2.81B | \$3.97B | \$5.06B |
| Q4 | \$3.03B | \$4.37B | \$5.30B |
| | \$10.83B | \$15.10B | \$19.68B |

Price Performance



[Review] DC 포트폴리오 강세 반영해 장기 추정치 상향

기업개요

마블 테크놀로지 그룹(Marvell Technology Group, MRVL)은 캘리포니아주 산타클라라에 기반을 두고 혼합 신호 및 디지털 신호 처리 기술을 활용한 집적회로를 설계, 개발 및 판매하는 기업이다. 동사 제품은 아날로그 신호와 컴퓨팅 및 통신 시스템에서 사용되는 디지털 정보를 연결하는 인터페이스 역할을 하며, 데이터 저장 및 전송을 목적으로 한다. 또한 광대역 네트워킹 및 스위칭 제품과 셀룰러 베이스밴드 및 애플리케이션 프로세서도 개발한다. 마블은 팹리스기업으로 연간 10억개 이상의 칩을 출하 중이며, 델라웨어주 윌밍턴에 본사를 두고 있다.

Summary

1월 결산 분기, 즉 4분기(F4Q26) 실적은 매출액이 22억 2,000만 달러(+7.0% QoQ)에 발표되며 예상치인 22억 달러를 0.8% 상회하는 소폭 강세를 기록했다. 이는 데이터센터(DC) 부문의 강한 수요(+9% QoQ)에 힘입은 결과이며, 통신 및 기타 부문은 전분기 대비 2% 성장한 것으로 기록되었다. 4월 결산 분기 전망이 상향 조정되었으며, 매출액 중간값은 24억 달러(전분기 대비 +8.2%)로 당사의 기존 추정치인 22.9억 달러보다 4.9% 높은 수준이다. 이는 데이터 센터 부문의 성장이 계속해서 실적 확장을 주도할 것이라는 전망이 반영한 것이다. 발표된 4분기 실적은 마블의 실행력과 성공적 투자 결과를 증명하는 내용이었으며, 이는 유의미한 수준으로 상향된 FY27 및 FY28 가이던스를 통해서도 엿볼 수 있는 부분이다. 최근 몇 달간 마블에 대한 투자자 관심이 높았음을 보면, 사업이 명확하게 전환점을 맞이하고 있는 것으로 판단된다. 매수 의견을 유지하며 12개월 목표주가를 기존 114달러에서 120달러로 상향 조정한다(CY27E P/E 배수 22.4 배 기준).

Key Points

데이터 센터 강세 지속: 마블 테크놀로지 그룹(MRVL)의 데이터 센터 부문은 2026 회계연도 4분기(F4Q26A)에 16억 5,000만 달러의 기록적인 매출을 달성하며 전체 매출의 74%를 차지했다. 이는 전분기 대비 9%, 전년 동기 대비 21% 성장한 수치로, 이전 가이던스에 부합하는 수준이었으며 특히 인터커넥트 포트폴리오에 대한 수요 증가에 힘입은 결과다. 주요 제품 라인 모두 전분기 대비 성장을 기록했다.

(다음 페이지에 계속)



본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매매업자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본건 보고서에서 언급된 어떠한 증권, 채권, 상품 또는 기타 금융상품에 대한 청약, 매매 또는 기타 금융거래를 하도록 권유하지 않습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

- 인터커넥트
 - 스케일아웃(Scale-out): 800G PAM의 확장 수요는 견조하며, F2H26에 생산에 들어간 1.6T 제품에 대한 T1 하이퍼스케일러의 수주도 강세를 보이고 있다. 1.6T는 2027 회계연도에 상당한 증가가 예상되며, 2028 회계연도에는 추가적인 성장이 기대된다. 마벨은 200G/레인 PAM 기술을 최초로 상용화한 기업이며, 각 PAM 세대에서 실행해 온 리더십을 이어갈 것으로 예상된다. 마벨은 이미 400G PAM 기술을 시연했으며, 1.6T가 연말까지 성숙해짐에 따라 3.2T에서도 선도적인 위치를 차지할 수 있을 것으로 전망한다.
 - 캠퍼스 전역 코히어런트 라이트(Coherent-Lite): 마벨은 PAM 기술로는 서비스할 수 없는 2~20km 연결을 위한 코히어런트 라이트 솔루션을 선보였다. 1세대 1.6T 코히어런트 라이트 인터커넥트의 초기 출하가 시작되었으며, 통합 MACsec 보안을 포함하는 2세대 제품이 출시되기 시작했다.
 - 스케일어크로스(Scale-across): 마벨은 100G 모듈로 이 시장을 개척했으며, 400G 및 최신 800G 인터커넥트로 선도적인 위치를 이어가고 있다. 회사는 2027 회계연도 예상치(FY27E)에 미국 5대 하이퍼스케일러 모두에 모듈을 출하할 것으로 예상하며, 2030년까지 이 시장에서 지속적인 성장을 전망한다. 회사는 업계 최초의 보안 1.6T ZR/ZR+ DCI 모듈과 차세대 저전력 800G DSP 출시를 발표했으며, 두 제품 모두 새로운 2nm 코히어런트 DSP 기술로 구동되며 올해 하반기부터 샘플링이 시작될 것으로 예상된다.
 - 스케일업(Scale-up): 이는 마벨의 인터커넥트 사업 중 가장 최근에 추가된 부분으로, 셀레스티얼 알(Celestial AI) 인수와 AEC 사업이 이를 뒷받침한다. AEC 및 리타이어 매출은 2027 회계연도에 전년 대비 두 배 이상 증가할 것으로 예상된다(MRVL의 현재 전체 매출 실행률을 고려하면 상대적으로 작은 기반에서 출발하지만, 두 기술 모두 시장에서 상당한 점유율을 차지할 것으로 보임). 이는 3개의 T1 하이퍼스케일러와 확보된 설계 수주, AI 연구소 및 기타 고객을 통해 달성될 것이다. Celestial AI의 Photonic Fabric 기술은 회사가 2028 회계연도를 마감할 무렵 CPO 매출에서 5억 달러의 매출을 달성할 예정이며, 2029 회계연도 말까지 10억 달러로 두 배 증가할 것이다.
- 스위칭: DC 스위칭 매출은 규모 확장 스위치에 힘입어 3억 달러를 초과했다. 해당 부문은 12.8T 제품의 상당한 강세와 51.2T 제품의 강력한 생산 확대에 힘입어 성장했다. 마벨은 2027년 상반기부터 100T 스위치 샘플링을 시작할 것으로 예상된다. XConn 인수를 통해 마벨은 UALink 및 이더넷 토폴로지서 규모 확장 스위칭 기회를 추구할 수 있을 것으로 기대된다. 115T UALink 스위치는 2027년 하반기에 샘플링될 것으로 예상되며, 2028 회계연도에 양산이 계획되어 있다. XConn은 또한 PCIe 및 CXL 스위칭 역량을 마벨의 광범위한 포트폴리오에 더하며, 이는 향후 몇 년간 강력한 성장을 견인할 것으로 회사는 예상한다.
- 맞춤형: FY26은 마벨 테크놀로지 그룹의 맞춤형 컴퓨팅 비즈니스가 처음으로 연간 생산을 시작한 해로, 해당 비즈니스의 수익은 전년 대비 두 배 증가했다. 지난 분기에 공유한 바와 같이, 주요 XPU 고객의 FY27E 전체 기간에 대한 구매 주문은 이미 확보되었으며, 해당 프로그램은 현재 생산을 확대하고 있다.

데이터 센터 예상치: F1Q27E에 마블은 온프레미스 DC 매출의 계절적 하락을 포함하여 데이터 센터 부문이 전분기 대비 10% 성장할 것으로 예상된다. 전체 FY27E를 내다볼 때, 경영진은 마블의 DC 매출이 전년 대비 40% 성장하고, FY28E에는 50% 성장할 것으로 전망한다.

- 인터커넥트: 마벨은 인터커넥트 부문이 2027 회계연도(FY27E)에 전년 대비 50% 성장할 것으로 예상하며, 이는 기존 30% 성장 기대치에서 상향된 것이고 이러한 모멘텀은 2028 회계연도(FY28E)까지 이어질 것으로 예상된다. 경영진은 인터커넥트 부문이 전반적인 데이터 센터 설비 투자 지출 성장률을 능가할 것이라는 전망을 재확인했다.
- 스위칭: 회사는 이제 2027 회계연도 예상치(FY27E) 스위칭 매출이 6억 달러를 초과할 것으로 전망한다. 이는 지난 분기 예상치였던 5억 달러에서 증가한 수치이며, 12.8T의 강세와 차세대 51.2T 제품의 강력한 램프업에 힘입은 결과다.
- 맞춤형: 이 데이터 센터 하위 부문은 2027 회계연도 예상치(FY27E)에 20% 이상 성장할 것으로 예상되며, 이는 마블 테크놀로지 그룹의 이전 예상치보다 높은 수치이다. 2028 회계연도(FY28E)에 마블 테크놀로지 그룹은 맞춤형 부문이 2027 회계연도 예상치(FY27E) 매출 수준 대비 두 배 이상 성장할 것으로 예상하는데, 이는 i) 기존 프로그램으로부터의 지속적인 XPU 성장, ii) NIC 및 CXL에서의 다수의 XPU 연결 프로그램이 대량 배치에 도달하는 것, iii) 새로운 T1 XPU 프로그램이 대량 생산 단계에 진입하는 것에 기반한다.
 - XPU: 이러한 성장은 선도적인 XPU 고객이 차세대 플랫폼으로 전환함에 따라 해당 고객으로부터의 성장에 의해 주도될 것이며, Marvell은 FY28E에 이 플랫폼의 지속적인 성장을 예상한다. 또한 회사는 이 고객을 위한 차세대 XPU의 후속 개발에도 이미 "깊이 관여"하고 있다.
 - XPU 연결: 마블은 초기 CXL 및 NIC 제품을 포함한 여러 XPU 연결 프로그램이 2027 회계연도에 증가할 것으로 예상된다.

종합하면, 마블 경영진은 2027 회계연도 예상치(FY27E)에 거의 110억 달러에 달하는 수익을 달성할 수 있다는 명확한 전망을 제시했다(12월 실적 발표 컨퍼런스콜 예상치 100억 달러에서 증가). 이는 분기별 연속 성장이 매 분기 증가하여 2027 회계연도 4분기(F4Q27E)에 분기 매출 30억 달러의 연환산치로 마감될 것으로 예상된다. 2027 회계연도 예상 매출 110억 달러에서 경영진은 2028 회계연도(FY28E)에 약 150억 달러로 40%

성장할 것으로 예상하며, 이는 12월에 제공된 코멘트보다 20억 달러 높은 수치이다. 경영진은 2028 회계연도(FY28E)에 희석주당순이익(NG EPS)이 5달러를 훨씬 초과할 수 있다고 밝혔다. 회사 수익 전망의 점진적인 증가는 데이터 센터 부문에 대한 높은 기대감에 의해 주도되고 있다.

F4Q26 (1월) 실적

Actual Results vs. Estimates

| MRVL | F4Q26 (Jan) | | |
|----------------|-------------|-----------|-----------|
| | Actual | SN est. | Consensus |
| Revenue (\$mn) | \$2,218.7 | \$2,200.0 | \$2,206.7 |
| EPS, Non-GAAP | \$0.80 | \$0.79 | \$0.79 |
| EPS, GAAP | \$0.46 | \$0.36 | \$0.36 |

Source: Company data, FactSet, Stifel estimates

매출 22.2억 달러(전분기 대비 +7.0%)는 데이터 센터(전분기 대비 +9.0%)의 지속적인 성장과 통신 및 기타 부문의 전분기 대비 2.0% 성장에 힘입어 당사 예상치인 22.0억 달러보다 0.8% 높았다.

총 매출의 11.7%에 해당하는 2억 5,940만 달러의 잉여현금흐름(FCF)은 3억 7,370만 달러의 영업현금흐름(OCF)과 매출의 5.2%에 해당하는 -1억 1,430만 달러의 자본 지출에 의해 발생했으며, 그 결과 14억 달러의 전환산 잉여현금흐름(TTMFCF, 전환산 매출의 17.0%)을 기록했다(지난 분기 15억 8,000만 달러, 전환산 매출의 20.3% 대비).

Non-GAAP 기준 매출총이익률은 59.0%로 전분기 대비 -69bp(당사 기준 추정치와 일치)였으며, Non-GAAP 기준 영업이익률은 전분기 대비 -62bp 하락한 35.7%였다. Non-GAAP 기준 주당순이익은 0.80 달러로 당사 및 시장 컨센서스 추정치인 0.79 달러를 0.01 달러 상회했다.

최종시장별 실적

Performance by End Market

| MRVL | 10/25 | 1/26 | Q/Q Growth |
|----------------------|------------------|------------------|------------|
| | Data Center | \$1,517.9 | \$1,651.3 |
| Communications/Other | \$556.6 | \$567.4 | 2% |
| Total | \$2,074.5 | \$2,218.7 | 7% |

Source: Company data

데이터 센터: 이미 상세히 설명한 바와 같이, 데이터 센터는 16억 5천만 달러로 F4Q26 매출의 74%를 차지했으며, 전분기 대비 9%, 전년 동기 대비 21% 성장했다. 이는 회사의 상호 연결 포트폴리오에 대한 수요 증가와 모든 데이터 센터 제품 전반의 연속 성장에 힘입어 이전 가이드라인과 일치하는 수치였다.

- F1Q27E: 마블은 해당 부문에서 전분기 대비 10%의 매출액 성장을 예상 중
- FY27E: 전년대비 매출액 40% 이상 성장 예상
- FY28E: 매출액 50% 이상 성장 예상

통신 및 기타: 마블의 새롭게 통합된 통신 및 기타 보고 부문에는 이전의 통신 인프라, 엔터프라이즈 네트워킹, 소비자 최종 시장이 포함된다. 통합된 부문은 마블의 F4 분기 매출의 26%인 5억 6,700만 달러를 기록했다.

- F1Q27E: 마블은 전분기 대비 한 자릿수 초반대 성장률 또는 전년 대비 약 30% 성장 예상 중
- FY27E: 전년대비 매출액 10% 이상 성장 예상

- FY28E: 한자릿수 초반대 매출액 성장 예상, 기존 예상치와 변동 없음

최종시장별 매출액 추정치

| End Market Expectations | | | | | |
|-------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| MRVL | | | | | |
| | 1/26 | 4/26E | 7/26E | 10/26E | 1/27E |
| Data Center | \$1,651.3 | \$1,820.2 | \$2,003.1 | \$2,226.1 | \$2,475.9 |
| Communications/Other | \$567.4 | \$579.6 | \$588.9 | \$582.5 | \$557.7 |
| Total | \$2,218.7 | \$2,399.8 | \$2,592.0 | \$2,808.6 | \$3,033.6 |

Source: Company data, Stifel estimates

회사 자체 가이드언스 vs. 기존 추정치

| Company Outlook vs. Prior Estimates | | | | |
|-------------------------------------|-------------------|---------------|-----------|-------------|
| MRVL | F1Q27 (Apr) | | | |
| | Guidance | Prior SN est. | Consensus | New SN est. |
| Revenue (\$mn) | \$2.4bn +/- 5% | \$2,288.0 | \$2,278.1 | \$2,400.0 |
| EPS, Non-GAAP | \$0.79 +/- \$0.05 | \$0.73 | \$0.74 | \$0.79 |
| EPS, GAAP | \$0.31 +/- \$0.05 | \$0.33 | \$0.32 | \$0.32 |

Source: Company data, FactSet, Stifel estimates

F1Q27 분기(4 월 결산) 전망

- 매출 가이드언스 중간값은 24 억 달러(+8.2% q/q)로, 당사 기존 추정치인 22.9 억 달러 대비 +4.9% 상회한다.
- 최종 시장별 전망 요약: 데이터센터는 F1Q27E 기준 q/q +10% 성장할 것으로 예상된다. 커뮤니케이션 및 기타 부문은 F1Q27E 기준 이전 분기 대비 한자릿수 초반 성장, 또는 전년 대비 약 +30% 성장이 예상된다.
- Non-GAAP 기준 매출총이익률(NG GM) 중간값은 58.75%(-24bps QoQ)로 당사 기존 추정치와 대체로 부합한다.
- Non-GAAP 기준 영업비용(OpEx) 중간값은 5.75 억 달러(+11.2% QoQ)로 당사 기존 추정치 대비 +3.1% 높은 수준이다. 이에 따른 Non-GAAP 영업이익률(OM)은 34.8%(-89bps QoQ)로, 당사 기존 추정치인 34.4% 대비 +42bps 높은 수준이다.
- 순이자비용은 -4,800 만 달러로 추정되며, 세율은 11%로 예상된다. 다만 FY28E 에는 13%로 상승할 것으로 예상된다.
- Non-GAAP EPS 중간값은 0.79 달러로, 당사 추정치인 0.73 달러 대비 +0.06 달러, 컨센서스 0.74 달러 대비 +0.05 달러 높은 수준이다.

신규 추정치

- F1Q27E: 매출액 22.9 억 달러에서 24.0 억 달러로, Non-GAAP EPS 0.73 달러에서 0.79 달러로 조정한다.
- FY27E: 매출액 100 억 3,000 만 달러에서 108 억 3,000 만 달러로, NG EPS 를 3.37 달러에서 3.80 달러로 조정한다.
- FY28E: 매출액 135 억 1,000 만 달러에서 151 억 달러로, NG EPS 를 4.90 달러에서 5.52 달러로 조정한다.
- FY29E: 매출 177 억 3,000 만 달러에서 196 억 8,000 만 달러로, NG EPS 6.68 달러에서 7.77 달러로 조정한다.

| Marvell Technology Group Ltd. | | | | | | | | | | | | |
|--|-------------|-----------|------------|-------------|-----------|------------|-------------|-----------|-----------|---------------|-----------|------------|
| Quarterly Earnings Model (\$ in millions, except per share data) | | | | | | | | | | | | |
| FY End: Jan | Fiscal 2027 | | | Fiscal 2028 | | | Fiscal 2029 | | | Calendar Year | | |
| | 4/26E | 1/27E | F2027E | 4/27E | 1/27E | F2028E | 4/28E | 1/28E | F2028E | 7/28E | 1/29E | F2029E |
| Revenue | \$2,400.0 | \$2,803.6 | \$10,834.2 | \$3,214.4 | \$3,543.8 | \$13,968.5 | \$4,370.7 | \$5,061.7 | \$5,301.2 | \$4,781.1 | \$5,301.2 | \$19,683.2 |
| Sequential change | 8.2% | 8.0% | 10.2% | 6.0% | 12.0% | 10.1% | 10.1% | 3.9% | 5.3% | 5.3% | 4.7% | 3.9% |
| Change vs year ago | 26.6% | 35.4% | 36.7% | 33.9% | 36.7% | 41.3% | 44.1% | 39.3% | 41.2% | 34.9% | 21.3% | 30.4% |
| Cost of Goods | \$990.0 | \$1,172.6 | \$4,512.4 | \$1,346.8 | \$1,515.0 | \$1,716.4 | \$1,934.0 | \$2,232.2 | \$2,096.5 | \$2,096.5 | \$2,351.1 | \$8,649.1 |
| Percent of revenues | 41.3% | 41.8% | 42.0% | 41.6% | 42.8% | 43.3% | 44.3% | 43.1% | 43.9% | 43.9% | 44.4% | 43.9% |
| Gross Margin | \$1,410.0 | \$1,636.0 | \$6,321.8 | \$1,867.6 | \$2,028.8 | \$2,252.1 | \$2,436.6 | \$2,569.9 | \$2,664.6 | \$2,664.6 | \$2,950.1 | \$11,034.1 |
| Percent of revenues | 58.8% | 58.3% | 58.0% | 58.1% | 57.3% | 56.8% | 55.8% | 56.9% | 56.2% | 56.2% | 55.9% | 56.1% |
| R&D | \$470.2 | \$485.0 | \$1,925.2 | \$518.0 | \$560.0 | \$582.0 | \$615.0 | \$778.6 | \$593.6 | \$613.6 | \$628.6 | \$2,414.5 |
| Percent of revenues | 19.6% | 17.3% | 16.4% | 16.1% | 15.8% | 14.7% | 14.1% | 15.1% | 12.7% | 12.4% | 11.9% | 12.3% |
| SG&A | \$104.8 | \$106.8 | \$423.3 | \$185.5 | \$122.5 | \$129.5 | \$138.5 | \$508.9 | \$151.3 | \$157.3 | \$164.3 | \$634.3 |
| Percent of revenues | 4.4% | 3.8% | 3.9% | 3.7% | 3.5% | 3.3% | 3.4% | 3.4% | 3.3% | 3.3% | 3.1% | 3.2% |
| Operating income | \$835.1 | \$1,044.2 | \$3,973.4 | \$1,231.1 | \$1,346.4 | \$1,540.7 | \$1,683.2 | \$5,301.4 | \$1,933.7 | \$2,054.6 | \$2,157.2 | \$7,985.3 |
| Percent of revenues | 34.8% | 37.2% | 36.7% | 38.3% | 38.0% | 38.8% | 38.5% | 40.5% | 40.4% | 40.6% | 40.7% | 40.6% |
| Interest and other income | (\$48.0) | (\$48.0) | (\$192.0) | (\$48.0) | (\$48.0) | (\$48.0) | (\$48.0) | (\$192.0) | (\$34.0) | (\$33.0) | (\$33.0) | (\$135.0) |
| Percent of revenues | -2.0% | -1.7% | -1.8% | -1.5% | -1.4% | -1.2% | -1.1% | -1.3% | -0.7% | -0.7% | -0.6% | -0.7% |
| Income before tax | \$787.1 | \$996.2 | \$3,781.4 | \$1,183.1 | \$1,298.4 | \$1,492.7 | \$1,635.2 | \$5,509.4 | \$1,804.9 | \$1,099.7 | \$2,124.2 | \$7,850.3 |
| Percent of revenues | 32.8% | 35.5% | 34.9% | 36.8% | 36.6% | 37.6% | 37.4% | 31.2% | 39.8% | 39.7% | 40.1% | 39.9% |
| Taxes | \$96.6 | \$109.6 | \$416.0 | \$153.8 | \$168.8 | \$194.0 | \$212.6 | \$729.2 | \$216.6 | \$228.0 | \$254.9 | \$942.0 |
| Tax rate | 11.0% | 11.0% | 11.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| Net income, non-GAAP | \$700.5 | \$886.7 | \$3,365.4 | \$1,029.3 | \$1,129.6 | \$1,298.6 | \$1,422.6 | \$4,380.1 | \$1,588.3 | \$1,671.7 | \$1,869.3 | \$6,908.3 |
| Percent of revenues | 29.2% | 31.6% | 31.1% | 32.0% | 31.9% | 32.7% | 32.5% | 33.3% | 35.0% | 35.0% | 35.3% | 35.1% |
| Stock-based compensation | \$167.0 | \$166.0 | \$700.0 | \$172.0 | \$174.0 | \$176.0 | \$178.0 | \$700.0 | \$180.0 | \$183.0 | \$190.0 | \$735.0 |
| Extraordinary items | \$250.0 | \$230.0 | \$940.0 | \$200.0 | \$190.0 | \$180.0 | \$180.0 | \$750.0 | \$165.0 | \$165.0 | \$165.0 | \$660.0 |
| Net income, GAAP | \$283.5 | \$490.7 | \$593.2 | \$1,760.4 | \$657.3 | \$765.6 | \$942.6 | \$1,064.6 | \$3,430.1 | \$1,323.7 | \$1,514.3 | \$5,509.3 |
| Percent of revenues | 11.8% | 17.5% | 16.2% | 20.4% | 21.6% | 23.8% | 24.4% | 27.4% | 27.7% | 28.6% | 28.6% | 28.0% |
| EPS, non-GAAP | \$0.79 | \$1.00 | \$3.80 | \$1.16 | \$1.28 | \$1.47 | \$1.61 | \$5.52 | \$1.79 | \$1.88 | \$2.10 | \$7.77 |
| Change vs year ago | 21.4% | 34.3% | 33.3% | 46.8% | 42.2% | 47.0% | 45.0% | 45.3% | 54.3% | 46.9% | 30.4% | 40.8% |
| EPS, GAAP | \$0.32 | \$0.56 | \$1.99 | \$0.74 | \$0.87 | \$1.06 | \$1.20 | \$3.88 | \$1.40 | \$1.49 | \$1.61 | \$6.21 |
| Change vs year ago | 52.4% | 100.0% | -35.6% | 131.3% | 97.7% | 89.3% | 79.1% | 95.0% | 89.2% | 71.3% | 51.9% | 60.1% |
| Diluted shares (mm) - non-GAAP | 883.0 | 884.0 | 883.8 | 884.3 | 884.8 | 885.3 | 885.8 | 885.0 | 886.0 | 887.0 | 889.0 | 887.5 |
| Diluted shares (mm) - GAAP | 883.0 | 883.5 | 883.8 | 884.3 | 884.8 | 885.3 | 885.8 | 885.0 | 886.0 | 887.0 | 889.0 | 887.5 |

Source: Company data. Siftel estimates

Tore Svanberg 415.364.7461
Kyle Smith 212.271.3810

Siftel

Marvell Technology Group Ltd.

Quarterly Balance Sheet (\$ in millions)

| FY End: Jan | Fiscal 2024 | | | Fiscal 2025 | | | Fiscal 2026 | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 4/23 | 7/23 | 10/23 | 1/24 | 4/24 | 7/24 | 10/24 | 1/25 | 4/25 | 7/25 | 10/25 | 1/26 |
| Assets | | | | | | | | | | | | |
| Cash & Securities | \$1,028.3 | \$423.4 | \$725.6 | \$950.8 | \$847.7 | \$808.7 | \$868.1 | \$948.3 | \$885.9 | \$1,224.4 | \$2,714.5 | \$2,638.8 |
| Accounts Receivable | \$1,000.9 | \$1,209.2 | \$1,214.6 | \$1,121.6 | \$881.9 | \$1,060.1 | \$997.9 | \$1,028.4 | \$1,144.0 | \$1,451.7 | \$1,546.3 | \$2,186.6 |
| Inventories | \$1,026.0 | \$1,015.8 | \$941.5 | \$864.4 | \$826.4 | \$817.8 | \$859.4 | \$1,029.7 | \$1,071.4 | \$1,051.6 | \$1,014.5 | \$1,388.0 |
| Other Current Assets | \$147.7 | \$118.8 | \$91.5 | \$125.9 | \$91.7 | \$77.3 | \$91.4 | \$113.9 | \$736.3 | \$785.2 | \$237.2 | \$247.2 |
| Total Current Assets | \$3,202.9 | \$2,767.2 | \$2,973.2 | \$3,062.7 | \$2,647.7 | \$2,763.9 | \$2,816.8 | \$3,120.3 | \$3,837.6 | \$4,512.9 | \$5,512.5 | \$6,460.6 |
| Net PPE | \$636.2 | \$693.8 | \$701.6 | \$756.0 | \$758.0 | \$781.5 | \$781.9 | \$790.5 | \$774.7 | \$794.5 | \$854.8 | \$935.0 |
| Long-term Investments | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 |
| Goodwill | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,586.9 | \$11,062.2 | \$11,062.2 | \$11,062.2 | \$11,062.2 |
| Intangibles | \$4,832.0 | \$4,560.2 | \$4,290.4 | \$4,004.1 | \$3,739.2 | \$3,463.4 | \$2,957.7 | \$2,710.6 | \$2,450.9 | \$2,207.2 | \$1,978.3 | \$1,754.7 |
| Other Assets | \$2,015.2 | \$2,142.0 | \$2,162.3 | \$1,818.8 | \$1,759.2 | \$1,697.7 | \$1,572.3 | \$1,996.2 | \$1,898.3 | \$2,009.5 | \$2,171.2 | \$2,072.8 |
| Total Assets | \$22,273.2 | \$21,750.1 | \$21,714.4 | \$21,228.5 | \$20,491.0 | \$20,293.4 | \$19,715.6 | \$20,204.5 | \$20,023.7 | \$20,586.3 | \$21,579.0 | \$22,285.3 |
| Liabilities & Shareholders' Equity | | | | | | | | | | | | |
| Accounts Payable | \$388.4 | \$412.8 | \$419.1 | \$411.3 | \$320.9 | \$453.4 | \$538.1 | \$622.2 | \$562.7 | \$610.7 | \$633.7 | \$1,073.8 |
| Deferred Revenue | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 |
| Curr. Portion of Cap. Lease Obligations | \$1,517.6 | \$1,018.6 | \$96.3 | \$107.3 | \$118.3 | \$129.3 | \$129.4 | \$129.5 | \$1,255.2 | \$499.3 | \$499.5 | \$499.8 |
| Other Current Liabilities | \$1,155.4 | \$1,253.8 | \$1,364.2 | \$1,295.6 | \$1,028.5 | \$963.8 | \$1,096.1 | \$1,275.1 | \$1,123.5 | \$1,289.3 | \$1,603.5 | \$1,646.9 |
| Total Current Liabilities | \$3,061.4 | \$2,685.2 | \$1,879.6 | \$1,814.2 | \$1,467.7 | \$1,546.5 | \$1,763.6 | \$2,026.8 | \$2,941.4 | \$2,399.3 | \$2,736.7 | \$3,220.5 |
| Long-Term Debt | \$3,154.9 | \$3,134.5 | \$4,089.6 | \$4,058.6 | \$4,027.6 | \$3,996.5 | \$3,965.5 | \$3,934.3 | \$2,977.4 | \$3,967.9 | \$3,969.4 | \$3,970.8 |
| Other Liabilities | \$563.0 | \$540.9 | \$511.8 | \$524.3 | \$517.0 | \$545.5 | \$613.6 | \$816.4 | \$792.2 | \$797.4 | \$816.3 | \$785.6 |
| Total Liabilities | \$6,779.3 | \$6,360.6 | \$6,481.0 | \$6,397.1 | \$6,012.3 | \$6,088.5 | \$6,342.7 | \$6,777.5 | \$6,711.0 | \$7,164.6 | \$7,522.4 | \$7,976.9 |
| Shareholders' Equity | \$15,493.9 | \$15,389.5 | \$15,233.4 | \$14,831.4 | \$14,478.7 | \$14,204.9 | \$13,372.9 | \$13,427.0 | \$13,312.7 | \$13,421.7 | \$14,056.6 | \$14,308.4 |
| Total Liab. and Equity | \$22,273.2 | \$21,750.1 | \$21,714.4 | \$21,228.5 | \$20,491.0 | \$20,293.4 | \$19,715.6 | \$20,204.5 | \$20,023.7 | \$20,586.3 | \$21,579.0 | \$22,285.3 |

Source: Company reports

Marvell Technology Group Ltd.
Segment Forecast (\$ in millions)

Tore Svanberg 415.364.7461
Kyle Smith 212.271.3810

| END MARKET BREAKDOWN | Fiscal 2026 | | | Fiscal 2027 | | | Fiscal 2028 | | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | 4/26 | 7/26 | 10/26 | 1/26 | 4/26 | 7/26 | 10/26 | 1/27 | 4/27 | 7/27 | 10/27 | 1/28 | F 2028E |
| Rev (\$ in millions) | | | | | | | | | | | | | |
| Data Center | \$1,441 | \$1,491 | \$1,518 | \$1,651 | \$2,003 | \$2,226 | \$2,476 | \$8,525 | \$2,664 | \$2,954 | \$3,355 | \$3,772 | \$12,745 |
| XPU/XPU Attach | \$376 | \$413 | \$379 | \$410 | \$474 | \$507 | \$562 | \$1,989 | \$703 | \$858 | \$1,064 | \$1,276 | \$3,900 |
| Interconnect (Electro-Optics) | \$724 | \$753 | \$759 | \$831 | \$1,080 | \$1,220 | \$1,355 | \$4,594 | \$1,382 | \$1,478 | \$1,649 | \$1,838 | \$6,347 |
| Storage (DC Storage, Switching, Security) | \$341 | \$325 | \$379 | \$410 | \$450 | \$499 | \$559 | \$1,942 | \$579 | \$618 | \$643 | \$658 | \$2,498 |
| Communications/Other | \$455 | \$516 | \$557 | \$567 | \$589 | \$583 | \$558 | \$2,309 | \$551 | \$590 | \$613 | \$599 | \$2,352 |
| Carrier Infrastructure | \$138 | \$130 | \$168 | \$213 | \$228 | \$231 | \$233 | \$918 | \$233 | \$243 | \$250 | \$247 | \$973 |
| Enterprise Networking | \$178 | \$194 | \$237 | \$270 | \$287 | \$290 | \$293 | \$1,157 | \$290 | \$299 | \$308 | \$311 | \$1,207 |
| Consumer | \$63 | \$116 | \$117 | \$84 | \$74 | \$62 | \$32 | \$234 | \$28 | \$49 | \$56 | \$41 | \$173 |
| Total Net Revenue | \$1,895.3 | \$2,006.1 | \$2,074.5 | \$2,218.7 | \$2,592 | \$2,809 | \$3,034 | \$10,834 | \$3,214 | \$3,544 | \$3,969 | \$4,371 | \$15,097 |
| Q/Q Growth | | | | | | | | | | | | | |
| Data Center | 5% | 3% | 2% | 9% | 10% | 11% | 11% | | 8% | 7% | 14% | 12% | |
| XPU/XPU Attach | 10% | 10% | -8% | 8% | 6% | 7% | 11% | | 25% | 4% | 3% | -1% | |
| Interconnect (Electro-Optics) | 6% | 4% | 1% | 10% | 15% | 13% | 11% | | 2% | 3% | 3% | 1% | |
| Storage (DC Storage, Switching, Security) | 0% | -5% | 17% | 8% | 3% | 11% | 12% | | 4% | 76% | 14% | -27% | |
| Communications/Other | 31% | -6% | 29% | 27% | 1% | 1% | 1% | | 0% | 4% | 3% | -1% | |
| Carrier Infrastructure | 4% | 9% | 23% | 14% | 0% | 1% | 1% | | -1% | 3% | 3% | 1% | |
| Enterprise Networking | -29% | 84% | 1% | -28% | 10% | -16% | -49% | | -13% | 76% | 14% | -27% | |
| Consumer | 4% | 6% | 3% | 7% | 8% | 8% | | | 6% | 10% | 12% | 10% | |
| Total Net Revenue | 4% | 6% | 3% | 7% | 8% | 8% | 8% | | 6% | 10% | 12% | 10% | |
| Y/Y Growth | | | | | | | | | | | | | |
| Data Center | 76% | 69% | 38% | 21% | 34% | 47% | 50% | 40% | 46% | 47% | 51% | 52% | 49% |
| XPU/XPU Attach | | | | 46% | 19% | 34% | 37% | 26% | 57% | 81% | 110% | 127% | 96% |
| Interconnect (Electro-Optics) | | | | | 30% | 43% | 63% | 50% | 47% | 37% | 35% | 36% | 38% |
| Storage (DC Storage, Switching, Security) | | | | | 27% | 39% | 36% | 33% | 33% | 37% | 29% | 18% | 29% |
| Communications/Other | 93% | 71% | 96% | 101% | 63% | 38% | 9% | 41% | 3% | 6% | 8% | 6% | 6% |
| Carrier Infrastructure | 16% | 28% | 57% | 58% | 62% | 22% | 8% | 32% | 1% | 4% | 6% | 6% | 4% |
| Enterprise Networking | 50% | 30% | 21% | -5% | 6% | -36% | -62% | -38% | -58% | -34% | -10% | 28% | -26% |
| Consumer | 63% | 58% | 37% | 42% | 27% | 29% | 37% | 32% | 34% | 37% | 41% | 44% | 39% |
| Total Net Revenue | 76% | 74% | 73% | 74% | 76% | 77% | 82% | 79% | 83% | 83% | 85% | 86% | 84% |
| Data Center | 7% | 6% | 8% | 10% | 9% | 8% | 8% | 8% | 7% | 7% | 6% | 6% | 6% |
| Carrier Infrastructure | 9% | 10% | 11% | 12% | 12% | 11% | 10% | 11% | 9% | 8% | 8% | 7% | 8% |
| Enterprise Networking | 3% | 6% | 6% | 4% | 3% | 2% | 1% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Consumer | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Total Net Revenue | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Source: Company data, Siftel
Note: Exact values may not match income statement due to rounding
Note: All subsegment figures are Siftel estimates

투자 의견 제시 근거

MRVL 은 데이터 인프라의 폭발적인 성장세 속에 장기적인 수혜를 누릴 수 있는 핵심 기업이다. 이유는 아래와 같다.

1) 핵심 IP 포트폴리오가 강하다. 스토리지/네트워킹(MRVL 의 핵심 사업), 컴퓨팅/보안(Cavium), 맞춤형 어플리케이션 별 집적 회로(application-specific integrated circuit, ASIC)/네트워킹(Aquantia, Avera), 고속 연결(Inphi), 고성능 클라우드 스위칭(Innovium) 등 모든 핵심 데이터 인프라 IP 를 보유하고 있다. TSMC 와 맺은 5nm 파트너십은 MRVL 이 후발주자(fast follower)에서 기술 선도자(technology leader)로의 위상 전환을 의미하며, 핵심 경쟁 우위를 뒷받침한다.

2) AI/DC 슈퍼사이클 기회를 포착하는 데 전적으로 집중하고 있다. 실제로 AI 관련 매출이 FY25 에 기존 목표치 15 억 달러 이상을 크게 상회했고, 광연결 제품과 특히 맞춤형 ASIC 제품에 대한 클라우드 서비스 제공업체(CSP)의 수요 증가에 힘입어 AI 인프라 시장 점유율이 CY23 10%에서 CY24 13%로 늘어났다. 또한 MRVL 는 최근 Celestial AI 를 인수하기로 발표하면서 더 많은 기회를 확보하게 되었다.

3) 독특하고 유연한 '공동 투자' 비즈니스 모델을 통해 R&D 영역을 확대하고 고객과의 관계가 더욱 강화되고 있다. 제품/기술 로드맵을 통해 고객들과 긴밀하게 협력하고 있으며, 이를 통해 수익 창출 가능성이 높아지고 있다. 마지막으로 고객의 다양한 디자인 요구사항을 해결하기 위해 독특하고 유연한 솔루션 제품(표준 제품, 반맞춤형 및 완전 맞춤형)을 구축하고 있다.

결론적으로 MRVL 이 독보적인 종합서비스 고성능 인프라 반도체 솔루션 제공 업체로 탈바꿈했다고 판단한다. 투자 의견 매수를 유지한다.

목표주가 산정 방법 및 위험 요인

12 개월 목표주가 120 달러는(기존 114 달러) 2027 년(CY27) 실적 추정치 기준 P/E 배수 22.4 배를 기준으로 산출한 것이다.

목표주가에 대한 위험 요인으로는 1) 전략을 실행하고 다수 기업을 인수해서 성공적으로 통합할 수 있는 경영진의 역량, 2) 데이터 센터, 5G 인프라 및 자동차 시장에서 성장 모멘텀을 유지할 수 있는 회사의 능력, 3) 특정 부문에서 규모 및 안정화 면에 우위를 가진 경쟁사들과의 경쟁, 4) 산업 사이클, 빠른 기술 변화, 거시 경제, 지정학적/무역, 팬데믹, 공급망 등 외생적 요인으로 인한 사업 중단 가능성 등 일반적인 리스크 등이 있다.

Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 AI 번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 자료 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.