

2024. 11. 21

Tech팀

문준호

Senior Analyst

joonho.moon@samsung.com

엔비디아 (NVDA US)

FY 3Q25 review - BLACKWELL IN YOUR AREA

- 실적은 기대를 상회했으나, 가이드언스가 부합에 그치며 주가는 시간외 -2%
- Blackwell 일정에 차질이 없음을 확인했으며, 수익성 노이즈도 해소 기대
- 우수한 이익 가시성에 근거하는 긍정적 시각 여전히 유효

WHAT'S THE STORY?

FY 3Q25 review: 3분기 실적은 시장 기대 상회. 매출액은 전년 동기 대비 94%, 전분기 대비 17% 증가했으며, 이번에도 컨센서스를 17억 달러(6%) 가량 상회. Data Center 부문 매출액이 전분기 대비 17% 성장하며 역시나 서프라이즈와 성장을 견인. 세부적으로, 서버 GPU 관련 매출액이 22% 증가한 반면, 네트워킹 매출액이 15% 감소. 즉, 기존 H200 수요가 계속해서 기대 이상이었음을 의미. 이 외 다른 사업 부문의 매출액도 모두 컨센서스를 상회. 한편 Non-GAAP 매출총이익률은 가이드언스대로 전분기 75.7%에서 75.0%로 위축. 회사에 따르면 Blackwell의 초기 수익성은 70% 초반 수준. 단, 신제품 특성상 초기 수율이 낮을 점과 더불어 Blackwell은 다양한 파생 제품이 존재한다는 점을 고려할 필요.

차기 분기 가이드언스: 4분기 가이드언스는 FactSet 컨센서스에 부합하는 데 그침. 매출 가이드언스는 368~383억 달러로, 중간값 기준 전분기 대비 7% 증가하는 수준. 일부 투자자에게는 실망스러울 수 있지만, AI GPU 수요는 기대 이상인 것으로 판단. 회사에 따르면, 현재 Blackwell 수요는 기대 이상으로 지난 분기 제시한 가이드언스(several billion dollars)를 상회할 예정. 최근 발열 이슈가 불거진 바 있으나, 이미 GB200 기반 NVL 서버 랙들은 정상적으로 인도 및 설치되고 있기에, 크게 우려할 필요가 없다는 판단. 회사는 지금도 공급을 '더 늘리기 위해 노력 중'이라는 입장. 추가적인 서프라이즈가 없었던 배경은 Gaming 부문 때문이라고 판단. 회사는 Gaming 부문 매출이 공급 제약으로 동 기간 감소할 예정이라고 했기 때문. 결국 모든 capacity를 AI GPU에 최우선 할당하기 위함으로 해석.

수익성은 예고대로 추가 위축 예정이나, 이는 일시적이라는 판단. Non-GAAP 매출총이익률 가이드언스는 73.0~74.0%로 컨센서스 73.4%에 부합하는 수준이며, 전분기 대비로는 약 -1.5%pt. 다만 회사는 어디까지나 Blackwell이 양산 초기 단계이기 때문이며, 퀘도에 오를수록 Blackwell의 수익성이 70% 중반대까지 확대될 것이라고 함. FY 2026 컨센서스(Factset)가 73.0%인 점 고려 시 오히려 upside도 기대 가능할 것으로 기대.

(다음 페이지에 계속)

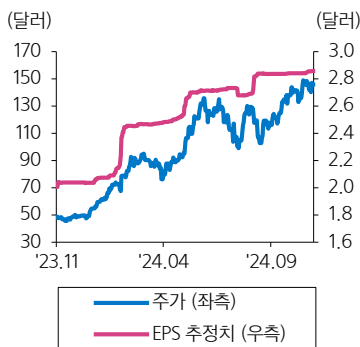
▶ AT A GLANCE

현재주가	145.89 USD
블룸버그 평균목표주가	158.90 USD
시가총액 (달러)	3,572.8 십억 달러
시가총액 (원)	4,996.0 조원
Shares (float)	23,516.3 백만주 (96%)
52주 최저//최고	45.01 / 149.77 달러
90일-평균거래대금	34.5 십억 달러
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Semiconductors

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
NVIDIA (%)	5.7	53.9	189.4
Nasdaq 대비 (%pts)	3.1	41.0	156.6

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

(1월 결산, 백만달러)	FY 3Q25			증감 (%)	
	Actual	Consensus	차이 (%)	전년 동기 대비	전분기 대비
매출액	35,082	33,126	5.9	93.6	16.8
영업이익	23,276	22,150	5.1	101.4	16.7
순이익	20,010	18,537	7.9	99.7	18.0
수정 EPS (달러)	0.81	0.75	8.1	101.0	18.4
이익률 (%)					
영업이익	66.3	66.9			
순이익	57.0	56.0			

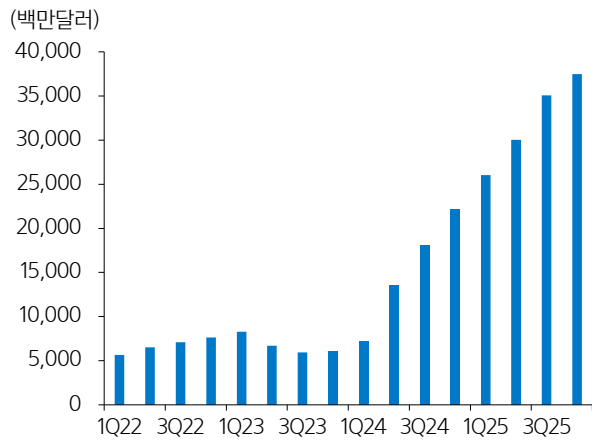
참고: Non-GAAP 기준

자료: FactSet

Top-down, Bottom-up 모두 긍정적 시각 유효: 엔비디아의 Blackwell에 대한 자신감은 주요 고객사들의 동향과 일치. 3분기 어닝 시즌에도 주요 미국 hyperscaler들 모두 재차 CAPEX 증가 계획을 밝혔고, 또 AI 모델들의 대형화 추세 역시 이어지고 있기 때문. 특히, 오픈AI의 o1 모델은 추론 scaling을 선보인 바 있어, 훈련 이후의 downside가 아니라 추론 수요에서 발생할 upside를 고민해야 할 시점.

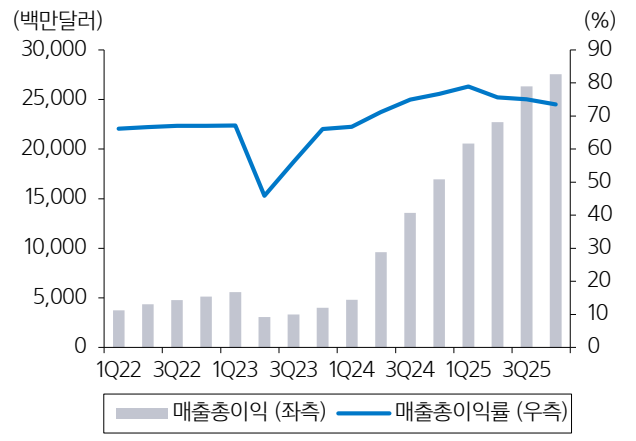
결론적으로, 동사에 대해서는 긍정적 시각이 여전히 유효하다는 판단. 어느덧 전 세계 시가총액 1위 기업이 되었고, 12개월 forward P/E valuation도 연초 25배에서 현재 37배로 확대된 점이 부담스러울 수는 있음. 그러나 섹터에서 가장 이익 가시성이 우수한 기업을 꼽으려면 단연 엔비디아이며, 이익 전망의 상향 가능성 또한 동사가 가장 높기도 함. Valuation(P/E) 부담이 이익(EPS) 전망 상향을 통해 완화될 가능성은 얼마든지 열려 있으며, 5년 평균 P/E 거래 배수 41배를 여전히 하회 중이기도 함.

NVIDIA: 매출액 추이 및 가이드스



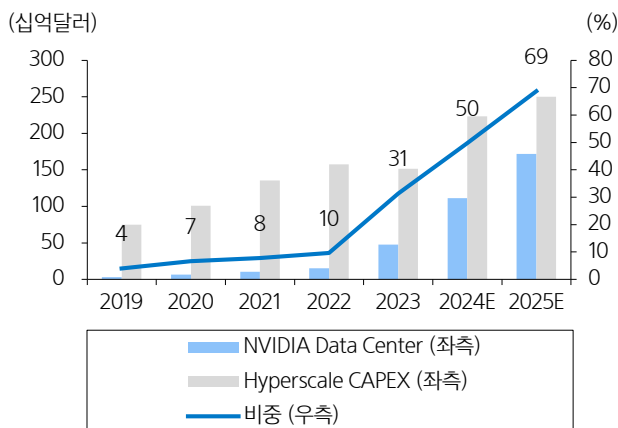
참고: 회계 연도 (1월 결산) 기준
자료: NVIDIA

NVIDIA: 매출총이익 추이 및 가이드스 (Non-GAAP)



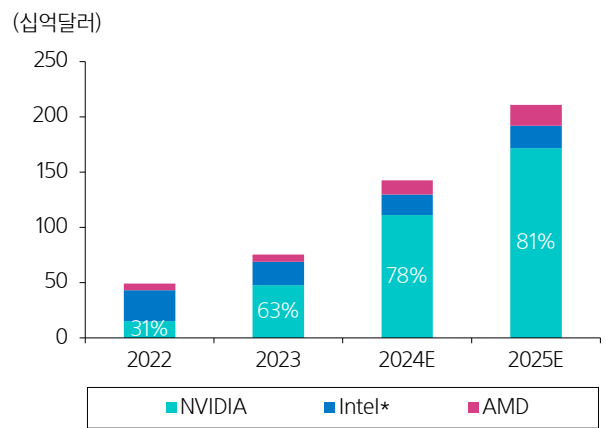
참고: 회계 연도 (1월 결산) 기준
자료: NVIDIA

NVIDIA Data Center vs Hyperscaler CAPEX



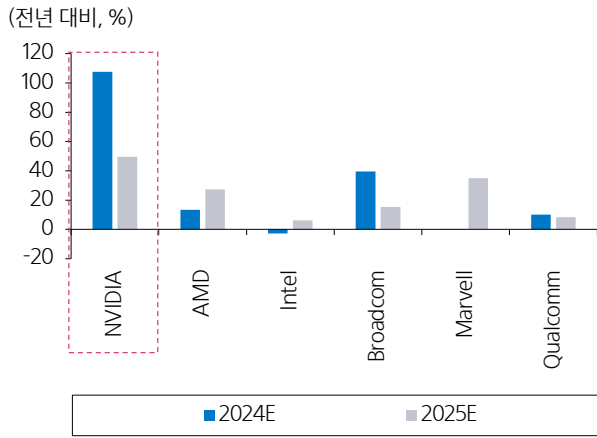
참고: Calendar year 기준
자료: NVIDIA

기업별 Data Center 매출액 추이 및 전망



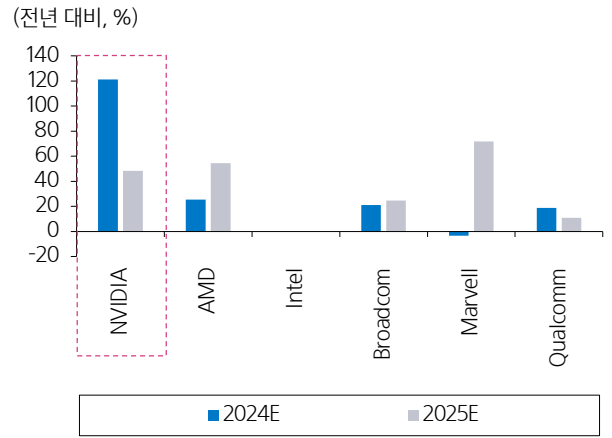
참고: * Network and Edge 사업 포함
Calendar year 기준; 차트 내 수치는 엔비디아의 상대적 매출 점유율
자료: FactSet

글로벌 반도체: 매출 증가율 컨센서스



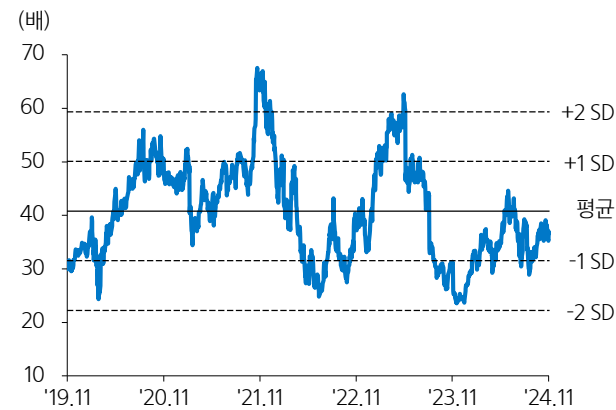
참고: Calendar year 기준
자료: FactSet

글로벌 반도체: EPS 증가율 컨센서스 (Non-GAAP)



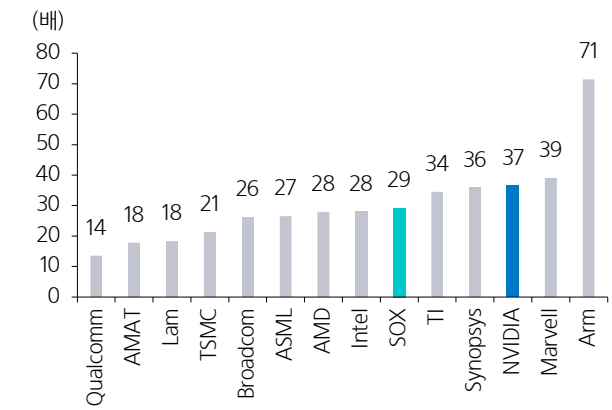
참고: Calendar year 기준;
Intel 컨센서스는 2024년 적자전환, 2025년 흑자전환으로 증가율 계산 불가
자료: FactSet

NVIDIA: 12개월 forward P/E 추이



자료: FactSet

글로벌 반도체: 12개월 forward P/E



자료: FactSet

요약 손익 계산서 (Non-GAAP 기준)

(백만달러)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2023	2024
매출액	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	26,974	60,922
전년 동기 대비 (%)	(13.2)	101.5	205.5	265.3	262.1	122.4	93.6	0.2	125.9
전분기 대비 (%)	18.9	87.8	34.2	22.0	17.8	15.3	16.8		
매출원가	2,390	3,893	4,537	5,144	5,484	7,311	8,760	11,009	15,964
매출총이익	4,802	9,614	13,583	16,959	20,560	22,729	26,322	15,965	44,958
매출총이익률 (%)	66.8	71.2	75.0	76.7	78.9	75.7	75.0	59.2	73.8
판매비와 연구개발비	1,750	1,838	2,026	2,210	2,501	2,792	3,046	6,925	7,824
기타 영업비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	3,052	7,776	11,557	14,749	18,059	19,937	23,276	9,040	37,134
영업이익률 (%)	42.4	57.6	63.8	66.7	69.3	66.4	66.3	33.5	61.0
순이익	2,713	6,740	10,020	12,839	15,238	16,952	20,010	8,366	32,312
순이익률 (%)	37.7	49.9	55.3	58.1	58.5	56.4	57.0	31.0	53.0
EPS (달러)	0.11	0.27	0.40	0.52	0.61	0.68	0.81	0.33	1.30
전년 동기 대비 (%)	(19.7)	424.8	589.6	487.5	461.9	153.0	101.0	(24.8)	288.0
전분기 대비 (%)	24.1	147.5	49.0	28.3	18.7	11.4	18.4		

참고: 회계 연도 (1월 결산) 기준
자료: NVIDIA, FactSet

부문별 breakdown

(백만달러)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2023	2024
매출액									
Data Center	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	15,005	47,525
Gaming	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880	3,279	9,067	10,447
Professional Visualization	295	379	416	463	427	454	486	1,544	1,553
Automotive	296	253	261	281	329	346	449	903	1,091
기타	77	66	73	90	78	88	97	455	306
총계	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	26,974	60,922
전년 동기 대비 (%)									
Data Center	14.2	171.2	278.7	409.0	426.7	154.5	112.0	41.4	216.7
Gaming	(38.1)	21.7	81.4	56.5	18.2	15.8	14.8	(27.2)	15.2
Professional Visualization	(52.6)	(23.6)	108.0	104.9	44.7	19.8	16.8	(26.9)	0.6
Automotive	114.5	15.0	4.0	(4.4)	11.1	36.8	72.0	59.5	20.8
기타	(51.3)	(52.9)	0.0	7.1	1.3	33.3	32.9	(60.8)	(32.7)
총계	(13.2)	101.5	205.5	265.3	262.1	122.4	93.6	0.2	125.9
전분기 대비 (%)									
Data Center	18.5	141.0	40.6	26.8	22.6	16.4	17.1		
Gaming	22.3	11.0	14.9	0.3	(7.6)	8.8	13.9		
Professional Visualization	30.5	28.5	9.8	11.3	(7.8)	6.3	7.0		
Automotive	0.7	(14.5)	3.2	7.7	17.1	5.2	29.8		
기타	(8.3)	(14.3)	10.6	23.3	(13.3)	12.8	10.2		
총계	18.9	87.8	34.2	22.0	17.8	15.3	16.8		

참고: 회계 연도 (1월 결산) 기준
자료: NVIDIA, FactSet

포괄손익계산서

1월 3개월 기준 (백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	10,918	16,675	26,914	26,974	60,922
매출원가	4,150	6,279	9,439	11,618	16,621
매출총이익	6,768	10,396	17,475	15,356	44,301
(매출총이익률, %)	62.0	62.3	64.9	56.9	72.7
판매 및 일반관리비	3,922	5,864	7,434	11,132	11,329
영업이익	2,846	4,532	10,041	4,224	32,972
(영업이익률, %)	26.1	27.2	37.3	15.7	54.1
영업외손익	124	(123)	(100)	(43)	846
금융손익	126	(127)	(207)	5	609
기타	(2)	4	107	(48)	237
세전이익	2,970	4,409	9,941	4,181	33,818
법인세	174	77	189	(187)	4,058
(법인세율, %)	5.9	1.7	1.9	(4.5)	12.0
계속사업이익	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
(순이익률, %)	25.6	26.0	36.2	16.2	48.8
지배주주순이익	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	3,341	5,775	11,383	5,961	34,749
(EBITDA 이익률, %)	30.6	34.6	42.3	22.1	57.0
EPS (지배주주)	0.11	0.17	0.39	0.17	1.19
EPS (연결기준)	0.11	0.17	0.39	0.17	1.19
수정 EPS (달러)*	0.58	0.25	0.44	0.33	1.30

현금흐름표

1월 3개월 기준 (백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	4,761	5,822	9,108	5,641	28,090
당기순이익	2,796	4,332	9,752	4,368	29,760
현금유출입이없는 비용 및 수익	895	1,258	1,737	2,188	1,058
유무형자산 감가상각비	381	1,098	1,174	1,544	1,508
기타	514	160	563	644	(450)
영업활동 자산부채 변동	689	(866)	(3,555)	(2,459)	(4,236)
투자활동에서의 현금흐름	6,145	(19,675)	(9,830)	7,375	(10,566)
유형자산 증감	(489)	(1,128)	(976)	(1,833)	(1,069)
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	6,634	(18,547)	(8,854)	9,208	(9,497)
재무활동에서의 현금흐름	(792)	3,804	1,865	(11,617)	(13,633)
차입금의 증가(감소)	0	0	(1,000)	0	(1,250)
자본금의 증가(감소)	149	194	281	(9,684)	(9,130)
배당금	(390)	(395)	(399)	(398)	(395)
기타	(551)	4,005	2,983	(1,535)	(2,858)
현금증감	10,114	(10,049)	1,143	1,399	3,891
기초현금	782	10,896	847	1,990	3,389
기말현금	10,896	847	1,990	3,389	7,280
Gross cash flow	3,691	5,590	11,489	6,556	30,818
Free cash flow	4,272	4,694	8,132	3,808	27,021

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: Bloomberg

재무상태표

1월 3개월 기준 (백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	13,690	16,055	28,829	23,073	44,345
현금 및 현금등가물	10,896	847	1,990	3,389	7,280
매출채권	1,657	2,429	4,650	3,827	9,999
재고자산	979	1,826	2,605	5,159	5,282
기타	158	10,953	19,584	10,698	21,784
비유동자산	3,625	12,736	15,358	18,109	21,383
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	2,292	2,856	3,607	4,845	5,260
무형자산	667	6,930	6,688	6,048	5,542
기타	666	2,950	5,063	7,216	10,581
자산총계	17,315	28,791	44,187	41,182	65,728
유동부채	1,784	3,925	4,335	6,563	10,631
매입채무	687	1,149	1,783	1,193	2,699
단기차입금	91	1,120	144	1,426	1,478
기타 유동부채	1,006	1,656	2,408	3,944	6,454
비유동부채	3,327	7,973	13,240	12,518	12,119
사채 및 장기차입금	2,552	6,598	11,687	10,605	9,578
기타 비유동부채	775	1,375	1,553	1,913	2,541
부채총계	5,111	11,898	17,575	19,081	22,750
지배주주지분	12,204	16,893	26,612	22,101	42,978
자본금 및 자본잉여금	7,046	8,722	10,388	11,973	13,134
이익잉여금	14,971	18,908	16,235	10,171	29,817
기타	(9,813)	(10,737)	(11)	(43)	27
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	12,204	16,893	26,612	22,101	42,978
순부채	(8,254)	(3,843)	(9,377)	(1,265)	(14,928)

재무비율 및 주당지표

1월 3개월 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	(6.8)	52.7	61.4	0.2	125.9
영업이익	(25.2)	59.2	121.6	(57.9)	680.6
순이익	(32.5)	54.9	125.1	(55.2)	581.3
수정 EPS**	248.8	(56.8)	77.6	(24.8)	288.0
주당지표					
EPS (지배주주)	0.11	0.17	0.39	0.17	1.19
EPS (연결기준)	0.11	0.17	0.39	0.17	1.19
수정 EPS**	0.58	0.25	0.44	0.33	1.30
BPS	0.50	0.68	1.06	0.90	1.74
DPS (보통주)	0.06	0.02	0.02	0.02	0.02
Valuations (배)					
P/E***	10.8	52.0	51.4	61.0	47.1
P/B***	12.6	19.1	21.5	22.7	35.0
EV/EBITDA	43.4	55.1	49.5	84.0	42.8
비율					
ROE (%)	26.0	29.8	44.8	17.9	91.5
ROA (%)	18.3	18.8	26.7	10.2	55.7
ROIC (%)	21.2	23.2	32.0	12.7	72.4
배당성향 (%)	13.9	9.1	4.1	9.1	1.3
배당수익률 (보통주, %)	1.0	0.1	0.1	0.1	0.0
순부채비율 (%)	(67.6)	(22.7)	(35.2)	(5.7)	(34.7)
이자보상배율 (배)	54.7	24.6	42.5	16.1	128.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 11월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 11월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA