

NVIDIA (NVDA.US)

FY2Q25 Review: Lower Yield for Blackwell

투자의견

NA

현재주가

125.6USD(8/28)

시가총액

3,090(십억달러)

4,129(조원)

이승우_swlee6591@eugenefn.com

- FY2Q25 실적(Non GAAP)은 매출 300억 달러(+122% y/y), GPM 75.7%, EPS 0.68로 컨센서스를 상회. 그러나, EPS 서프라이즈 폭이 6%에 그쳐 최근 들어 가장 낮은 수준. 유진 추정치(매출 299억 달러, GPM 77.0%, EPS 0.69) 대비로는 매출은 소폭 상회, 마진과 EPS는 소폭 하회.
- 관심이 쏠렸던 GP 마진은 75.7%로 예상대로 2년 만에 하락세로 전환됨. 마진 하락은 시장에서 우려했던 블랙웰의 낮은 수율이 주원인. 회사는 이에 블랙웰 마스크를 교체한 것으로 전해짐.
- 3분기 가이던스는 매출 325억 달러(+79% y/y), GPM 75.0%, EPS 0.73. 이는 컨센서스(316.9억 달러, 75.3%, 0.71)와 비교해 볼 때 매출은 높지만, 마진은 더 낮은 수준.
- 블랙웰은 2분기 중 고객들에게 샘플이 공급되었으며, 4분기부터 수십억 달러 규모의 본격적인 매출 기여를 전망. 그 전까지는 하퍼 시리즈 매출 증가가 실적의 주요 동력으로 유지될 것.
- 엔비디아의 실적은 여전히 타의 추종을 불허하지만, 시장의 기대는 그 이상이었다는 점과 2년 만에 처음으로 마진이 하락세로 전환했다는 점은 우리가 우려했던 것처럼 투자자들을 움츠러들게 만드는 요인. 8/28일 주가는 장중 2.1% 하락에 이어, 실적 발표 후 낙폭을 확대 중.

현지명	NVIDIA
한글명	엔비디아
시가총액(조원)	4,129
설립연도	1993
설립자	Jensen Huang
본사 위치	Santa Clara, California
현 CEO	Jensen Huang
52주 최고/최저(TWD)	141/39
배당수익률(24F, %)	-
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	8.7
블랙록	7.5
FMR	4.2

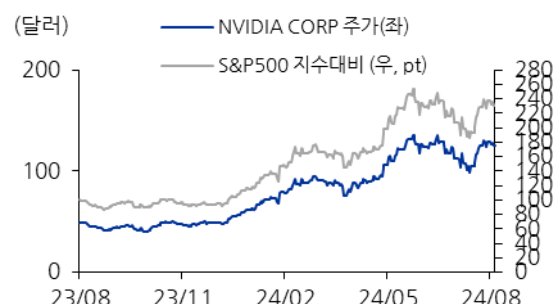
	1M	6M	YTD
주가상승률(%)	11.1	61.7	160.7

고지사항

본 자료는 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공만을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료의 내용은 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 따라서, 투자 결정은 전적으로 투자자 본인의 판단과 책임하에 하시기 바랍니다.

1월 결산 (Non GAAP)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액(백만달러)	26,974	60,922	121,562	169,574
영업이익(백만달러)	9,040	37,134	80,109	111,383
당기순이익(백만달러)	8,366	32,312	68,014	95,247
EPS(달러)	0.33	1.30	2.72	3.80
증감률(%)	-24.8	288.0	109.2	39.7
PER(배)	78.7	50.7	46.2	33.1
ROE(%)	17.9	91.5	89.1	69.4
PBR(배)	22.7	35.0	34.1	19.0
EV/EBITDA(배)	58.8	42.1	39.2	26.7

주: 블룸버그 컨센서스



2Q25 실적 리뷰

매출은 300 억 달러라는 이정표를 넘어서며 기대에 부합했다. 전년비 122%나 증가한 어마어마한 수치이지만, 전분기 매출이 전년비 262% 증가했다는 점에서 놀랄만한 수준은 아니었을 것이다. 가이드스 280 억 달러나, 컨센서스 287 억 달러를 기대했던 순진한 투자자들은 아마도 없었을 것이다. 그다지 공격적이지 않은 성향의 유진 리서치의 예상치도 299 억 달러였다.

데이터센터 부문의 매출은 262.7 억 달러로 전년비 154% 증가해 155%가 증가할 것으로 예상했던 우리의 추정과 대체로 일치했다. 예상보다 좋았던 부문은 게이밍과 자동차 부문이다. 게이밍 매출은 28.8 억 달러로 우리의 예상치 27.6 억 달러를 1.2 억 달러 초과했다. 게이밍은 백-투-스쿨 효과로 RTX-40 시리즈 매출이 견조했기 때문이다.

도표 1. 엔비디아 FY2Q25 실적 리뷰

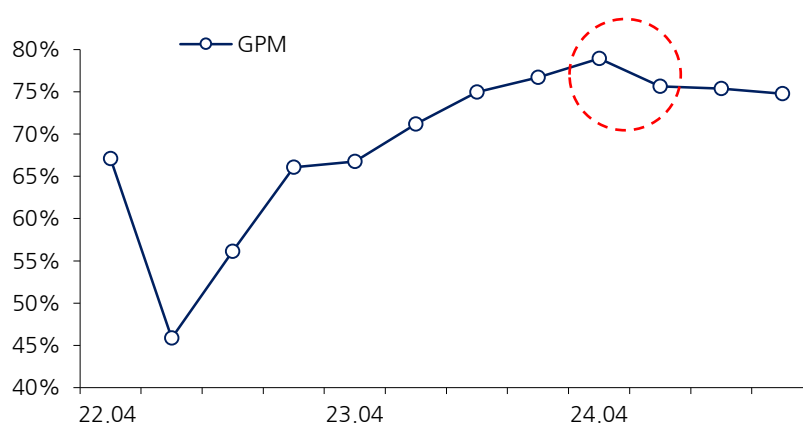
Non-GAAP (\$ bil)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	유진	컨센
매출액	13.51	18.12	22.10	26.04	30.04	29.90	28.68
YoY	101%	206%	265%	262%	122%		
QoQ	88%	34%	22%	18%	15%		
Data Center	10.32	14.51	18.40	22.56	26.27	26.31	
Gaming	2.49	2.86	2.87	2.65	2.88	2.76	
Pro Vis	0.38	0.42	0.46	0.43	0.45	0.45	
Automotive	0.25	0.26	0.28	0.33	0.35	0.29	
Others	0.07	0.07	0.09	0.08	0.09	0.07	
매출총이익	9.61	13.58	16.96	20.56	22.73	23.02	21.66
GPM	71.2%	75.0%	76.7%	78.9%	75.7%	77.0%	75.5%
YoY	213%	308%	324%	328%	136%		
QoQ	100%	41%	25%	21%	11%		
영업이익	7.78	11.56	14.75	18.06	19.94	20.22	18.82
OPM	57.6%	63.8%	66.7%	69.3%	66.4%	67.6%	65.6%
YoY	487%	652%	563%	492%	156%		
QoQ	155%	49%	28%	22%	10%		
순이익	6.74	10.02	12.84	15.24	16.95	17.18	15.89
NPM	49.9%	55.3%	58.1%	58.5%	56.4%		
YoY	422%	588%	491%	462%	152%		
QoQ	148%	49%	28%	19%	11%		
EPS	0.27	0.40	0.52	0.61	0.68		0.64
YoY	425%	594%	487%	462%	153%		
QoQ	148%	49%	28%	19%	11%		

자료: 유진투자증권

정작 문제가 된 것은 우리가 걱정했었던 GP 마진이다. 3 개월 전 작성한 자료와 며칠 전 발표한 프리뷰 자료에서도 회사가 제시한 낮은 GP 마진(75.5%)가 마음에 걸렸는데, 이번에 발표된 결과도 75.7%에 그친 것으로 확인됐다. 유진 리서치는 전분기 78.9%보다는 낮아질지라도 77% 수준의 마진이 나오지 않을까 기대했었는데 말이다.

GP 마진이 8 분기 만에 하락 전환

도표 2. 엔비디아 GP 마진 추이 (Non GAAP 기준)



자료: 유진투자증권

마진 하락은 시장에서 노이즈가 많았던 블랙웰과 연관되어 있는 것으로 나타났다. 블랙웰의 낮은 수율로 인한 주요 소재의 재고충당금을 늘린 것이 마진 하락의 주된 원인인 것으로 추정된다. 엔비디아는 수율 개선을 위해 결국 블랙웰 마스크를 교체한 것으로 전해지는데, 이는 확실히 그 동안 얘기됐던 블랙웰 설계에 일부 문제가 있었던 것으로 해석할 수 있을 것이다.

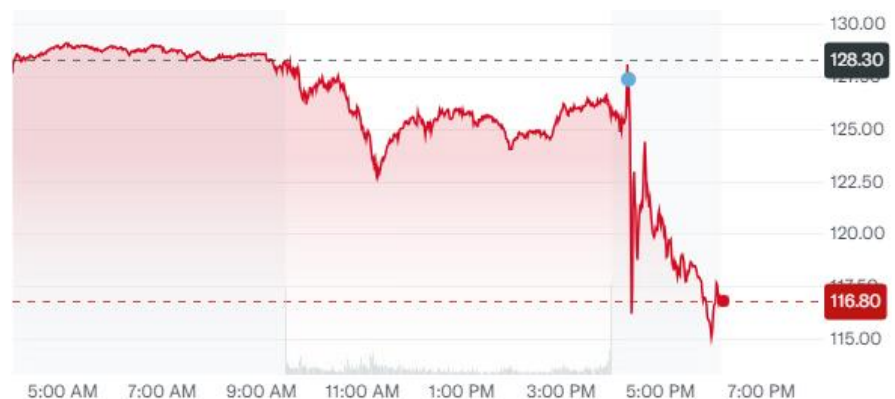
블랙웰 매출은 4 분기나 되어야 수십억 달러 정도 규모가 될 것으로 전해졌다. 그 전까지는 여전히 하퍼 시리즈가 매출 성장세를 드라이브하는 주된 동력이 될 것으로 보인다.

3Q25 가이던스: 마진 하락 지속

가이던스 매출은 325 억 달러로 제시되었다. 하퍼 수요에 힘입어 실적이 추가로 개선될 것이라는 회사측의 설명과 부합한다. 문제는 이번에도 마진이다. GP 마진은 더 낮은 75.0%로 제시되었기 때문이다. 연간 GP 마진도 70%대 중반으로 제시되었는데, 이를 감안하면 4 분기 마진은 74%대까지 더 내려갈 가능성도 배제할 수 없다는 얘기다.

엔비디아의 실적 증가율은 여전히 타의추종을 불허하는 수준이다. 그러나, 투자자들의 눈높이는 그 이상이라는 것이 문제이다. 결국 실적 발표 후 주가는 낙폭을 키우고 있는 것으로 파악된다.

도표 3. 실적 발표 후 주가 추가 급락 중인 엔비디아 주가



자료: Yahoo Finance

실적 추정치 변경

이번 실적도 그렇고 가이던스도 그렇고 엔비디아 GPU 의 매출은 견고한 흐름을 이어갈 가능성이 높다. 문제는 블랙웰의 수율이 마스크 교체 후 다시 이전 하퍼 수준까지 회복할 수 있는가에 있을 것이다. 만약 그렇게 된다면 엔비디아의 주가는 다시 한번 랠리를 이어갈 가능성이 높다.

블랙웰 설계와 제조에 관여된 업체들은 세계에서 가장 뛰어난 업체들이기 때문에 문제를 해결할 가능성은 있다. 다만, 이에 대한 확인이 필요해 보인다. 엔비디아니까, TSMC니까 문제없이 잘해나갈 것이라고 무차별적으로 믿는다면 이는 종교에 가까운 것일지도 모른다. 거기에서 지난 번 프리뷰 보고서에서 언급한 것처럼 대선이 있는 해의 9 월과 10 월은 계절적으로 단기 숨고르기 국면에 들어설 가능성이 있어 보인다.

도표 4. 실적 추정치 변경

Non -GAAP (\$ bil)	신규전망		기존전망		변경폭	
	FY2025	FY2026	FY2025	FY2026	FY2025	FY2026
매출액	126.6	174.6	125.0	171.0	1%	2%
매출총이익	96.1	129.3	97.0	130.0	-1%	-1%
GPM	75.9%	74.1%	77.6%	76.0%		
영업이익	84.6	114.3	85.5	115.2		
OPM	66.8%	65.5%	68.4%	67.4%		
순이익	71.7	96.6	72.5	97.6	-1%	-1%
NPM	56.6%	55.3%	58.0%	57.1%		
EPS	2.88	3.89	2.91	3.92	-1%	-1%

자료: 유진투자증권

도표 5. 엔비디아 실적 요약

Date	23.04	23.07	23.10	24.01	24.04	24.07	24.10F	25.01F	~23.1	~24.1	~25.1	~26.1
Nvidia (\$ bil)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24	FY25F	FY26F
매출액	7.19	13.51	18.12	22.10	26.04	30.04	33.33	37.20	26.97	60.92	126.61	174.61
yoy	-13%	101%	206%	265%	262%	122%	84%	68%	0%	126%	108%	38%
qoq	19%	88%	34%	22%	18%	15%	11%	12%				
매출총이익												
Non GAAP	4.80	9.61	13.58	16.96	20.56	22.73	25.10	27.68	15.96	44.96	96.06	129.33
GPM	66.8%	71.2%	75.0%	76.7%	78.9%	75.7%	75.3%	74.4%	59.2%	73.8%	75.9%	74.1%
GAAP	4.65	9.46	13.40	16.79	20.41	22.57	24.83	27.38	15.36	44.30	93.53	127.93
GPM	64.6%	70.1%	74.0%	76.0%	78.4%	75.1%	74.5%	73.6%	56.9%	72.7%	73.9%	73.3%
영업이익												
Non GAAP	3.05	7.78	11.56	14.75	18.06	19.94	22.10	24.48	9.05	37.13	84.57	114.33
OPM	42.4%	57.6%	63.8%	66.7%	69.3%	66.4%	66.3%	65.8%	33.5%	61.0%	66.8%	65.5%
GAAP	2.14	6.80	10.42	13.62	16.91	18.64	20.53	22.88	4.23	32.97	79.54	108.33
OPM	29.8%	50.3%	57.5%	61.6%	64.9%	62.1%	61.6%	61.5%	15.7%	54.1%	62.8%	62.0%
순이익												
Non GAAP	2.71	6.74	10.02	12.84	15.24	16.95	18.76	20.77	8.34	32.31	71.71	96.61
NPM	37.7%	49.9%	55.3%	58.1%	58.5%	56.4%	56.3%	55.8%	30.9%	53.0%	56.6%	55.3%
GAAP	2.04	6.19	9.24	12.29	14.88	16.60	17.73	19.74	4.37	29.76	69.26	93.08
NPM	28.4%	45.8%	51.0%	55.6%	57.1%	55.3%	53.2%	53.1%	16.2%	48.8%	54.7%	53.3%
EPS												
Non GAAP	0.11	0.27	0.40	0.52	0.61	0.68	0.75	0.84	0.33	1.30	2.88	3.89
yoy	-19%	425%	594%	487%	462%	153%	88%	62%	-25%	290%	123%	35%
GAAP	0.08	0.25	0.37	0.49	0.60	0.67	0.71	0.79	0.17	1.19	2.79	3.74
yoy	-87%	850%	1271%	764%	629%	170%	92%	61%	-55%	586%	133%	34%

자료: 유진투자증권

도표 6. 엔비디아 부문별 매출

Sales Breakdown	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q5F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
Total (\$ bil)	7.19	13.51	18.12	22.10	26.04	30.04	33.33	37.20	26.97	60.92	126.61	174.61
yoy	-13%	101%	206%	265%	262%	122%	84%	68%	0%	126%	108%	38%
qoq	19%	88%	34%	22%	18%	15%	11%	12%				
Data Center	4.28	10.32	14.51	18.40	22.56	26.27	29.28	33.02	15.00	47.52	111.13	157.30
yy	14%	171%	279%	409%	427%	154%	102%	79%	41%	217%	134%	42%
qq	18%	141%	41%	27%	23%	16%	11%	13%				
% of total	60%	76%	80%	83%	87%	87%	88%	89%	56%	78%	88%	90%
Computing	3.36	8.57	12.19	15.64	19.39	22.60	25.32	28.86	11.56	39.76	96.17	138.48
% of DC	78%	83%	84%	85%	86%	86%	86%	87%	77%	84%	87%	88%
Networking	0.92	1.75	2.32	2.76	3.17	3.67	3.96	4.16	3.44	7.76	14.96	18.82
% of DC	22%	17%	16%	15%	14%	14%	14%	13%	23%	16%	13%	12%
Gaming	2.24	2.49	2.86	2.87	2.65	2.88	3.11	3.20	9.06	10.45	11.84	13.17
yoy	-38%	22%	82%	56%	18%	16%	9%	12%	-27%	15%	13%	11%
qq	22%	11%	15%	0%	-8%	9%	8%	3%				
% of total	31%	18%	16%	13%	10%	10%	9%	9%	34%	17%	9%	8%
Pro Visual	0.30	0.38	0.42	0.46	0.43	0.45	0.48	0.50	1.54	1.55	1.86	2.11
yoy	-53%	-24%	108%	105%	45%	20%	15%	8%	-27%	1%	20%	13%
qq	31%	28%	10%	11%	-8%	6%	5%	5%				
% of total	4%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	6%	3%	1%	1%
Automotive	0.30	0.25	0.26	0.28	0.33	0.35	0.37	0.38	0.90	1.09	1.42	1.64
yoy	114%	15%	4%	-4%	11%	37%	41%	34%	60%	21%	30%	16%
qq	1%	-15%	3%	8%	17%	5%	6%	3%				
% of total	4%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	2%	1%	1%
Others	0.09	0.07	0.07	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10	0.46	0.31	0.36	0.39
yoy	-46%	-53%	-9%	7%	-8%	33%	31%	12%	-66%	-32%	15%	7%
qq	1%	-22%	11%	23%	-13%	13%	9%	5%				
% of total	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	0%	0%

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)