

NVIDIA (NVDA.US)

4Q25 Review: Good but not that good

투자의견
NA

현재주가
120.15 USD(02/28)

시가총액
2,932 (십억달러)
4,251 (조원)

이승우_ swlee6591@eugenefn.com

- FY4Q25 실적(Non GAAP)은 매출 393.3억 달러(+78% y/y), GPM 73.5%, EPS 0.89로 가이드스(매출 375억 달러, EPS 0.83) 및 컨센서스(0.84)를 상회. **매출은 가이드스를 4.9% 상회했으나, GP마진은 세 분기 연속 하락**
- 블랙웰 매출은 110억 달러로 이는 시장의 예상치였던 수십억 달러 대비 훨씬 높은 수준. 하지만, 이는 반대로 하퍼 시리즈 매출은 시장 예상에 못 미쳤다는 점을 시사함.
- 1Q 매출 가이드스는 430억 달러로 컨센서스(417.8억 달러)를 상회. 하지만 **GPM은 71%로 제시되어 네 분기 연속으로 하락 전망**. 컨콜에서 연간 마진은 70% 중반이 될 것이라는 희망적 견해를 밝혔지만, 당장 가까이 있는 마진의 하락이 투자자들의 심리를 불편하게 했을 것. 2025년(FY26) 연간 실적은 매출 1,962억 달러, 영업이익 1,281억 달러, EPS 4.40달러로 각각 50%, 48%, 47% 증가할 전망.
- 실적도 가이드스도 예상을 상회했지만 열광적이었던 투자자들의 실질적인 눈높이를 만족시켰다고 보기에는 다소 부족. 실적 발표 후 주가는 혼조에서 약세를 보이다가 익일 거래에서 8.5% 급락.
- 추정 실적 기준 P/E 27배 수준까지 하락해 밸류에이션은 과거 반등 레벨에 근접해 추가 하락은 제한적일 것으로 보임. 다만, 트럼프 관세와 DeepSeek로 인한 불확실성은 피하기 어려울 것. 주가의 의미있는 반등을 위해서는 무엇보다 GPM 하락세가 반전될 수 있는 가이드스 및 실제 데이터가 중요해 보임.

현지명	Nvidia
한글명	엔비디아
시가총액(조원)	4,251
설립연도	1993
설립자	Jensen Huang
본사 위치	Santa Clara, California
현 CEO	Jensen Huang
52주 최고/최저(USD)	153/76
배당수익률(25F, %)	0.0
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	8.93
블랙록	7.74
FMR	4.12

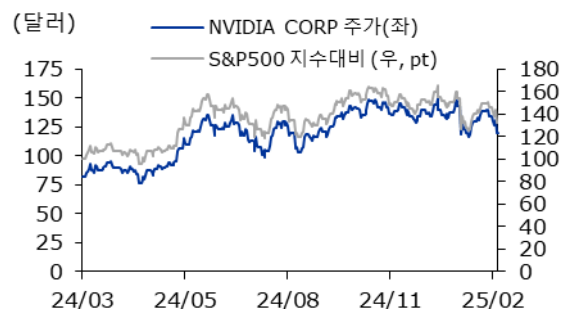
	1M	6M	YTD
주가상승률(%)	1.5	-6.4	-13.1

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.

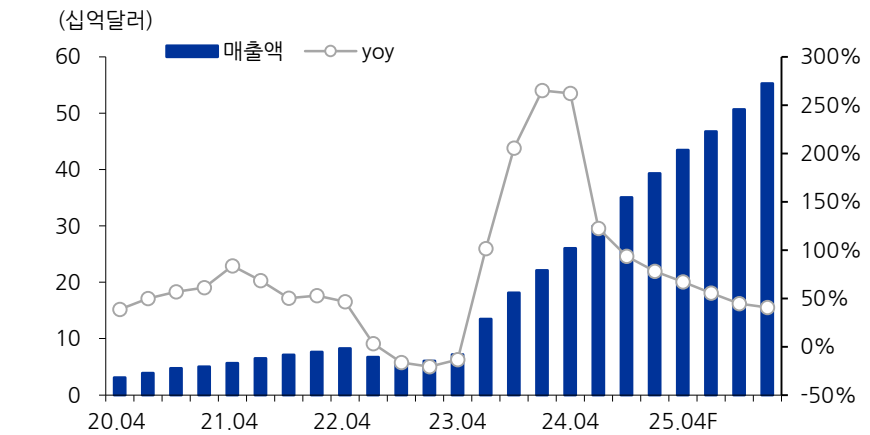
1월 결산(Non GAAP)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액(백만달러)	60,922	130,497	202,701	250,801
영업이익(백만달러)	37,134	86,789	130,142	163,889
당기순이익(백만달러)	32,312	74,265	112,495	142,093
EPS(달러)	1.30	2.99	4.54	5.70
증감률(%)	288.0	130.7	51.9	25.5
PER(배)	50.7	48.6	26.5	21.1
ROE(%)	91.5	119.2	73.4	57.6
PBR(배)	35.0	44.0	16.6	10.3
EV/EBITDA(배)	42.9	41.3	21.9	17.3

주: 블룸버그 컨센서스



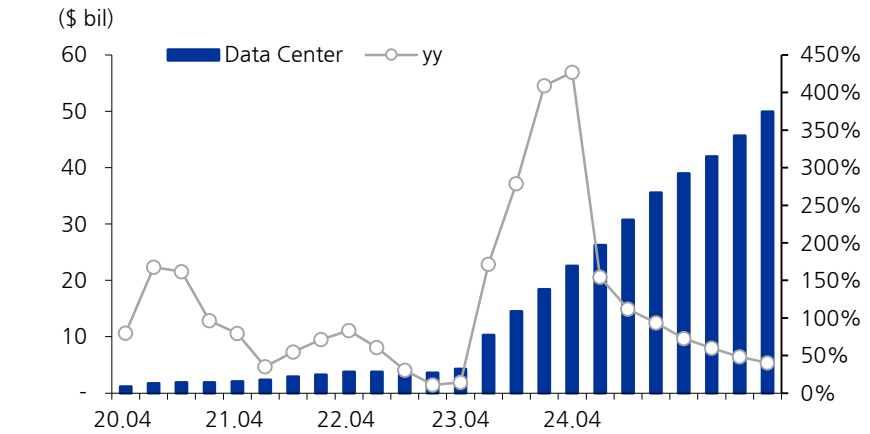
매출 YoY는 3분기
급격한 둔화 이후
완만한 하락세 예상

도표 1. 엔비디아 매출 추이



자료: 유진투자증권

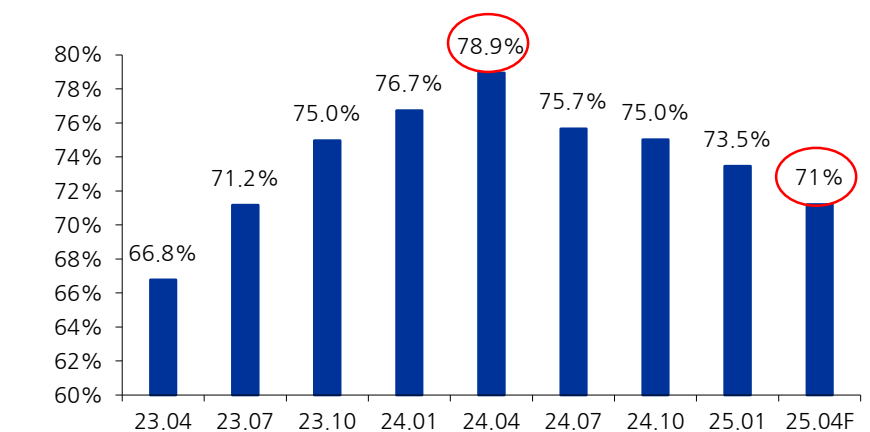
도표 2. 매출의 90%를 차지하는 데이터센터 매출 추이



자료: 유진투자증권

가이던스의 하이리
이트는 GP 마진이
전년 대비 약
8%pt 나 하락한다
는 것

도표 3. 엔비디아 GP 마진 추이 (Non GAAP 기준)



자료: 유진투자증권

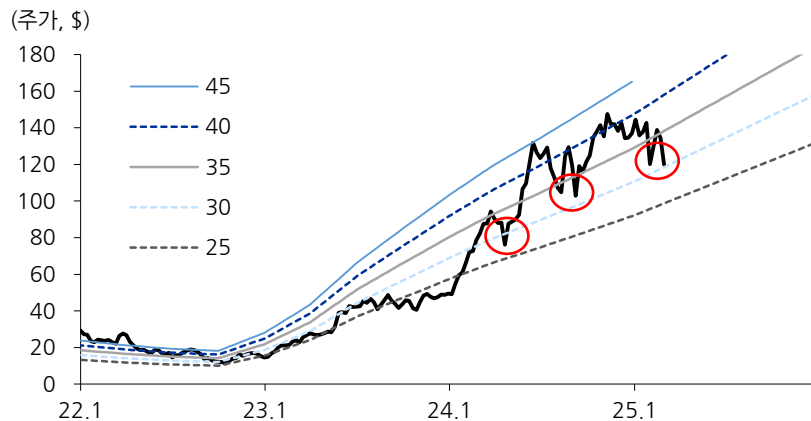
도표 4. 엔비디아 실적 요약

Date	24.04	24.07	24.10	25.01	25.04F	25.07F	25.10F	26.01F	~24.1	~25.1	~26.1	~27.1
Nvidia (\$ bil)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY24	FY25	FY26F	FY27F
매출액	26.04	30.04	35.08	39.33	43.50	46.75	50.67	55.26	60.92	130.50	196.18	257.61
yoy	262%	122%	94%	78%	67%	56%	44%	40%	126%	114%	50%	31%
qoq	18%	15%	17%	12%	11%	7%	8%	9%				
매출총이익												
Non GAAP	20.56	22.73	26.32	28.89	30.97	33.76	37.65	41.78	44.96	98.51	144.15	185.99
GPM	78.9%	75.7%	75.0%	73.5%	71.2%	72.2%	74.3%	75.6%	73.8%	75.5%	73.5%	72.2%
yoy	328%	136%	94%	70%	51%	49%	43%	45%	182%	119%	46%	29%
qoq	21%	11%	16%	10%	7%	9%	12%	11%				
GAAP	20.41	22.57	26.16	28.72	30.79	33.43	37.35	41.44	44.30	95.90	143.01	183.16
GPM	78.4%	75.1%	74.6%	73.0%	70.8%	71.5%	73.7%	75.0%	72.7%	73.5%	72.9%	71.1%
영업이익												
Non GAAP	18.06	19.94	23.28	25.52	27.37	29.86	33.55	37.48	37.13	86.79	128.25	165.38
OPM	69.3%	66.4%	66.3%	64.9%	62.9%	63.9%	66.2%	67.8%	61.0%	66.5%	65.4%	64.2%
yoy	492%	156%	101%	73%	52%	50%	44%	47%	310%	134%	48%	29%
qoq	22%	10%	17%	10%	7%	9%	12%	12%				
GAAP	16.91	18.64	21.87	24.03	25.59	27.93	31.65	35.54	32.97	81.68	120.71	160.05
OPM	64.9%	62.1%	62.3%	61.1%	58.8%	59.7%	62.5%	64.3%	54.1%	62.6%	61.5%	62.1%
순이익												
Non GAAP	15.24	16.95	20.01	22.07	23.17	25.36	28.55	32.01	32.31	74.27	109.09	139.76
NPM	58.5%	56.4%	57.0%	56.1%	53.3%	54.2%	56.3%	57.9%	53.0%	56.9%	55.6%	54.3%
yoy	462%	152%	100%	72%	52%	50%	43%	45%	287%	130%	47%	28%
qoq	19%	11%	18%	10%	5%	9%	13%	12%				
GAAP	14.88	16.60	19.31	22.09	22.30	24.40	27.69	31.18	29.76	72.08	105.57	137.47
NPM	57.1%	55.3%	55.0%	56.2%	51.3%	52.2%	54.6%	56.4%	48.8%	55.2%	53.8%	53.4%
EPS												
Non GAAP	0.61	0.68	0.81	0.89	0.94	1.02	1.15	1.29	1.30	2.99	4.40	5.63
yoy	462%	153%	101%	73%	53%	50%	43%	45%	290%	131%	47%	28%
GAAP	0.60	0.67	0.78	0.89	0.90	0.98	1.12	1.26	1.19	2.90	4.25	5.54
yoy	629%	170%	110%	81%	51%	47%	43%	41%	586%	143%	46%	30%

자료: 유진투자증권

이제 밸류에이션은
상대적으로 높아 보
이지 않는다...

도표 5. 엔비디아 P/E 밴드



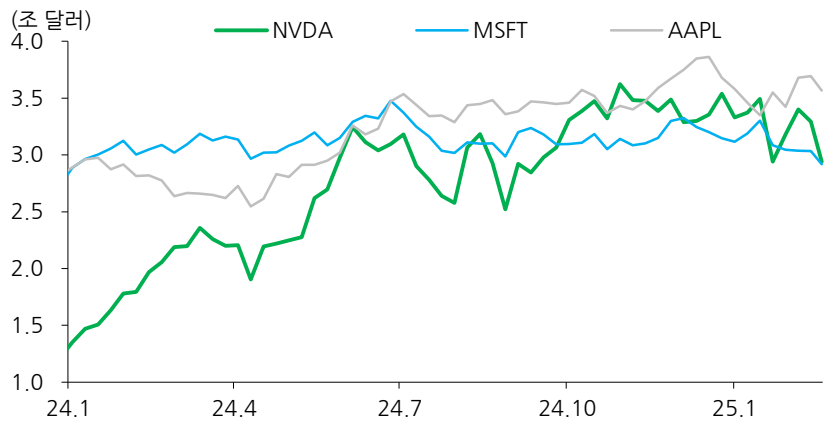
자료: 유진투자증권

도표 6. 엔비디아 부문별 매출

Sales Breakdown	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY24	FY25	FY26F	FY27F
Total (\$ bil)	26.04	30.04	35.08	39.33	43.50	46.75	50.67	55.26	60.92	130.50	196.18	257.61
yoy	262%	122%	94%	78%	67%	56%	44%	40%	126%	114%	50%	31%
qoq	18%	15%	17%	12%	11%	7%	8%	9%				
Data Center	22.56	26.27	30.77	35.58	38.98	42.00	45.67	49.94	47.52	115.19	176.60	235.22
yy	427%	154%	112%	93%	73%	60%	48%	40%	217%	142%	53%	33%
qq	23%	16%	17%	16%	10%	8%	9%	9%				
% of total	87%	87%	88%	90%	90%	90%	90%	90%	78%	88%	90%	91%
Computing	19.39	22.60	27.64	32.56	35.70	38.50	41.90	45.90	39.80	102.20	162.00	213.84
yy	478%	162%	127%	108%	84%	70%	52%	41%	244%	157%	59%	32%
qq	24%	17%	22%	18%	10%	8%	9%	10%				
Networking	3.17	3.67	3.13	3.02	3.28	3.50	3.77	4.04	7.72	12.99	14.60	21.38
yy	244%	114%	35%	10%	4%	-4%	21%	34%	125%	68%	12%	46%
qq	15%	16%	-15%	-3%	9%	7%	8%	7%				
Gaming	2.65	2.88	3.28	2.54	3.13	3.29	3.45	3.69	10.45	11.35	13.56	15.59
yoy	18%	16%	15%	-11%	18%	14%	5%	45%	15%	9%	19%	15%
qq	-8%	9%	14%	-22%	23%	5%	5%	7%				
% of total	10%	10%	9%	6%	7%	7%	7%	7%	17%	9%	7%	6%
Pro Visual	0.43	0.45	0.49	0.51	0.55	0.59	0.63	0.67	1.55	1.88	2.43	2.67
yoy	45%	20%	17%	10%	28%	29%	29%	31%	1%	21%	29%	10%
qq	-8%	6%	7%	5%	7%	7%	7%	7%				
% of total	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%	1%
Automotive	0.33	0.35	0.45	0.57	0.68	0.72	0.75	0.78	1.09	1.69	2.93	3.40
yoy	11%	37%	72%	103%	108%	108%	68%	36%	21%	55%	73%	16%
qq	17%	5%	30%	27%	20%	5%	5%	3%				
% of total	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%
Others	0.08	0.09	0.10	0.13	0.15	0.16	0.17	0.18	0.31	0.39	0.67	0.72
yoy	-8%	33%	33%	40%	94%	84%	78%	44%	-32%	24%	72%	8%
qq	-13%	13%	10%	30%	20%	7%	7%	5%				

자료: 유진투자증권

도표 7. 빅 3 시가총액 비교



자료: 유진투자증권

컨퍼런스콜 Q&A 요약

Q) 학습과 추론의 경계 모호화에 대한 엔비디아의 입장

A) 엔비디아 GPU 의 Key-Point 는 멀티 모달리티, 즉 사전학습, 강화학습, 추론 등 많은 분야에 전부 적용 가능하다는 것. 현재 어떤 데이터센터에는 분산된 형태의 추론을 원하고, 다른 데이터센터는 집약된 형태의 추론을 원함. 학습에서 추론으로 이동하는 방향성을 갖고 있지만 블랙웰은 이 두가지 모두 우수. (훈련 성능 기준 대비 몇 배는 뛰어남, 추론은 수십 배 빠르며 처리량은 25 배 높음)

Q) GB200의 Rack 레벨 복잡성으로 인한 병목 문제

A) GB 시리즈의 Rack 각각에 들어가는 150 만개의 구성요소를 생산하는 약 350 개의 공장이 있음. 블랙웰 매출은 4Q 에 110 억달러에 달함. 현재 수요는 이전과 같이 매우 견조하며 이에 효율적으로 대응할 계획

Q) Q1 의 GPM 이 70% 초반인 이유?

A) 앞의 병목 이슈를 해결하고, 출시 속도 개선을 위해 제조원가에 더 큰 지출이 필요. 블랙웰 시리즈가 완전히 램프업된다면 비용과 GPM 개선될 것. 올해 연간 GPM 은 70% 중반 예상. 액체 냉각식과 수냉식 옵션이 있는 만큼 마진을 더 개선할 여지는 충분하지만 우선은 공급 문제에 더 집중할 예정

Q) DeepSeek 우려에도 수요 지속될 것이라는 확신을 줄 만한 포인트?

A) 고성능 GPU 수요의 시그널은 단기 중기 장기로 나뉨. 단기는 PO와 전망, 중기는 데이터센터 CAPEX 의 전년비 증가율, 장기는 다음 세대로의 AI 발전임. 우선 중기적인 관점에서 데이터센터 CAPEX 규모가 아직 너무나 견재함. 또한 엔비디아의 상위 고객들은 현재 에이전트 AI, 추론 AI, Physical AI 등을 목표로 하고 있는 상황. 기업을 위한 에이전트 AI, 로봇을 위한 Physical AI, 그리고 다른 지역에서 그들의 고유한 생태계에 적용될 AI 등이 쏟아져 나올 것이라고 확신함. 결론적으로 단 중 장 모두에서 좋은 시그널이 나오는 상황.

Q) 블랙웰 울트라 금년 하반기 출시에 변동사항은?

A) 하퍼에서 블랙웰 전환은 완전히 다른 시스템 아키텍처 (NVLink 8 → NVLink 72) 전환이었기에 힘들었음. 블랙웰 울트라는 동일한 시스템 아키텍처 내에서의 업그레이드임. 따라서 이번처럼 공급문제가 생기지는 않을 것.

Q) ASIC 과 GPU 의 경쟁과 균형에 대해

A) 엔비디아의 GPU 는 범용성이 뛰어나. 1 번 질문에서 언급했듯 Regression, Diffusion, vision 등 다양한 모델, 강화학습, 사전/사후학습, 추론 등을 '모두 잘 처리 함'. 이는 유연성이 뛰어나고 풍부한 생태계가 구성되어있기 때문. 지금 엔비디아의 아키텍처에는 엄청난 양의 소프트웨어가 Stacking 되어있음. 그간의 뛰어난 범용성으로 2 년 전에 비해 10 배 이상 복잡한 소프트웨어 생태계가 구축 되었음. 그에 더해 엔비디아는 성능 향상의 템포가 타 업체 대비 매우 우수. 즉, 대규모 데이터센터 구성에서 엔비디아의 강점이 뚜렷함. 마지막으로, 엔비디아는 칩의 배포 프로세스에 능숙, 속도면에서 압도적.

Q) 다른 지역들에 대한 규제 (ex. 반도체 규제, 관세 등) 이 있을 경우 수입량이 줄어들 것 같은데 이 부분을 미국 내수 수요로 충분히 커버 가능할지

A) AI 는 GDP 에 가장 높은 수준으로 기여할 것이며, 지금 AI 수요는 초기단계라고 판단 (즉, 다른 나라들도 대규모 데이터센터 필요).

Q) Hopper 시리즈가 확산된지 2 주년정도 되었는데 이에 대한 교체수요? 아마 GB300 이나 Rubin 으로?

A) Hopper 시리즈는 여전히 데이터셋 훈련에 사용되고 있으며, 이미 Hopper 인프라가 있다면, 좀 덜 집약적인 워크로드를 Hopper 에 전가하는 방식을 여전히 사용 가능. 아직까진 교체수요가 크지 않을 수도 있다는 말.

Q) 올 하반기에 GPM 이 개선될 수 있는 강력한 포인트가 따로 있나?

A) 정확히 어떤 포인트가 있는지는 언급하지 않았지만, 블랙웰 중심의 마진 개선 기회가 있다고 확신. 공급 문제만 완벽하게 해결한 뒤 마진 개선 작업 시작할 것. **맷음말**, 몇 주 뒤 GTC 에서 블랙웰 울트라와 Rubin 에 대한 설명 예정

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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)