



NVIDIA (NVDA.US)

성장률 둔화, Blackwell 중국 판매 허가 여부가 중요

- 2Q25CY 기대치 소폭 상회. Data Center(Compute) 매출 성장은 -1%QoQ로 둔화
- 3Q25CY 실적 가이던스는 시장 컨센서스 부합
- 실적 고성장을 위해서는 Blackwell의 중국 판매 허가 필요

2Q25CY 실적, 기대치 소폭 상회

NVIDIA 의 2Q25CY(2025.5~2025.7) 실적이 매출액 \$46.74B(+6%QoQ, +56%YoY)와 영업이익 \$30.17B (+8%QoQ, +51%YoY)를 기록하며, 시장 컨센서스(매출액 \$46.23B, 영업이익 \$29.36B)를 소폭 상회했다. 다만 H2O 과 관련된 +40bp 의 일회성 이익이 반영됐던 점을 감안하면, 대체로 시장 컨센서스에 부합하는 실적이다. 주요 사업 부문 중 Data Center 의 매출액은 +5%QoQ 증가하며, 성장률이 수 분기 만에 한 자릿수로 하락했다. 2026 년 출하 예정인 Rubin 은 현재 파운드리 공장에서 생산 중에 있다고 언급됐는데, 1년의 제품 리드타임을 감안하면 4Q26 에 대량 판매되는 일정으로 진행될 것으로 판단된다. 사업 부문별 매출액은 Data Center(Compute) \$33.84B(-1%QoQ, +50%YoY), Data Center(Networking) \$7.25B(+46%QoQ, +98%YoY), Gaming 4.29B (+14%QoQ, +49%YoY), Professional Visualization \$0.60B (+18%QoQ, +32%YoY)을 각각 기록했다.

3Q25CY 가이던스, 시장 컨센서스 부합

3Q25CY(2025.8~2025.10) 실적 가이던스는 매출액 \$52.92~55.08B (+13~18%QoQ, +51~57%YoY)와 영업이익 \$34.70~36.28B (+15~20% QoQ, +49~56%YoY)로 제시되며, 시장 컨센서스(매출액 \$53.5B, 영업이익 \$35.1B)에 부합했다. 다만 H2O 의 중국 판매 가능 금액(\$2~5B)을 포함하고 있지 않아, 중국과의 협상 여부에 따라 가이던스의 상향 조정이 가능할 것으로 보인다.

실적 성장 모멘텀 둔화, 중국 시장 재진입 가능성에 이목 집중

NVIDIA 의 Data Center, 특히 Compute(2Q25 매출액 -1%QoQ) 부문의 성장률 둔화에 주목할 필요가 있다. 이를 넘어 다시 성장률이 크게 증가하기 위해서는 Blackwell 의 중국 판매가 가능 해져야만 할 것이다. 중국 내 대체재가 충분한 H2O 의 판매 허가로는 불충분하다. 따라서 NVIDIA 의 주가는 당분간 기간 조정을 보인 뒤, Blackwell 의 중국 판매 허가가 가시화될 경우 재차 반등할 것으로 판단한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.08.27): \$181.60
목표주가 컨센서스: \$197.85

▶ 투자의견 컨센서스

매수 91%	보유 9%
--------	-------

Stock Data

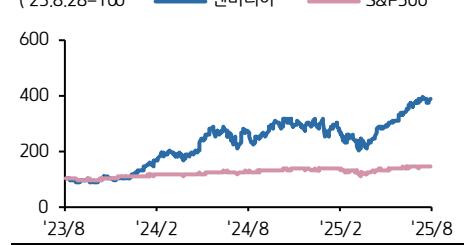
산업분류	반도체 & 반도체 장비
S&P 500 (8/27)	6,481.40
현재주가/목표주가	181.6 / 197.85
52주 최고/최저 (\$)	184.48 / 86.62
시가총액 (백만\$)	4,431,040
유통주식 수 (백만)	23,340
일평균거래량 (3M)	179,632,812

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	60,922	130,497	203,578	263,387
영업이익	37,134	86,789	125,337	172,876
OPM(%)	61.0	66.5	61.6	65.6
순이익	32,312	74,265	107,955	148,933
EPS	1.3	3.0	4.4	6.1
증가율(%)	288.0	130.7	47.0	38.0
PER(배)	50.1	48.1	41.3	29.9
PBR(배)	35.0	44.0	28.6	16.9
ROE(%)	99.3	121.4	88.3	71.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	35.2	4.7	51.1	41.5
S&P Index	10.2	1.5	10.6	15.2



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치센터

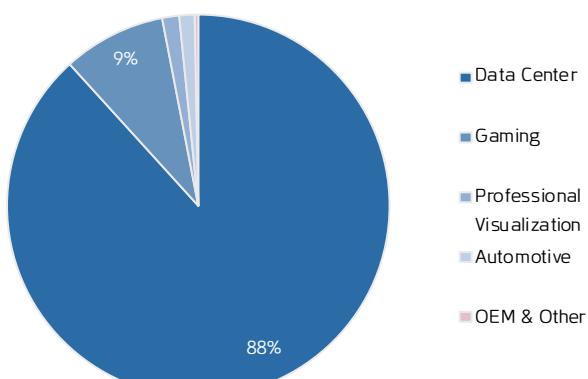
NVIDIA 실적 추이 및 전망 (단위: 백만달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	26,044	30,040	35,082	39,331	44,062	46,743	53,461	59,519	60,922	130,497	203,785
%QoQ/%YoY	18%	15%	17%	12%	12%	6%	14%	11%	126%	114%	56%
Data Center	22,563	26,272	30,771	35,580	39,112	41,096	48,438	54,552	47,525	115,186	183,198
%QoQ/%YoY	23%	16%	17%	16%	10%	5%	18%	13%	217%	142%	59%
Compute	19,392	22,604	27,644	32,556	34,155	33,844	42,147	47,528	38,950	102,196	157,675
%QoQ/%YoY	29%	17%	22%	18%	5%	-1%	25%	13%		162%	54%
Networking	3,171	3,668	3,127	3,024	4,957	7,252	6,290	7,024	8,575	12,990	25,523
%QoQ/%YoY	-5%	16%	-15%	-3%	64%	46%	-13%	12%		51%	96%
Gaming	2,647	2,880	3,279	2,544	3,763	4,287	4,055	3,950	10,447	11,350	16,054
%QoQ/%YoY	-8%	9%	14%	-22%	48%	14%	-5%	-3%	15%	9%	41%
PV	427	454	486	511	509	601	555	581	1,553	1,878	2,247
%QoQ/%YoY	-8%	6%	7%	5%	0%	18%	-8%	5%	1%	21%	20%
Automotive	329	346	449	570	567	586	660	743	1,091	1,694	2,556
%QoQ/%YoY	17%	5%	30%	27%	-1%	3%	13%	13%	21%	55%	51%
OEM & Other	78	88	97	126	111	173	115	119	306	389	517
%QoQ/%YoY	-13%	13%	10%	30%	-12%	56%	-34%	4%	-33%	27%	33%
매출원가	5,484	7,311	8,760	10,437	17,204	12,783	14,050	15,276	15,964	31,992	59,313
매출원가율	21%	24%	25%	27%	39%	27%	26%	26%	26%	25%	29%
매출총이익	20,560	22,729	26,322	28,894	26,858	33,960	39,411	44,243	44,958	98,505	144,472
판매비와관리비	521	551	589	646	685	739	779	808	1,720	2,307	3,011
영업이익	18,059	19,937	23,276	25,516	27,813	30,165	35,063	39,791	37,134	86,788	132,831
%QoQ/%YoY	22%	10%	17%	10%	9%	8%	16%	13%	311%	134%	53%
영업이익률	69%	66%	66%	65%	63%	65%	66%	67%	61.0%	66.5%	65.2%
법인세차감전순이익	18,361	20,317	23,687	25,973	28,261	30,685	35,488	40,289	36,750	88,338	134,723
법인세비용	3,123	3,365	3,677	3,907	4,626	4,902	5,833	6,625	4,438	14,072	21,986
당기순이익	15,238	16,952	20,010	22,066	23,635	25,783	29,655	33,663	32,312	74,266	112,736
당기순이익률	59%	56%	57%	56%	54%	55%	55%	57%	53%	57%	55%
CapEx	369	977	813	1,077	1,227	1,894	1,225	1,319	1,068	3,236	5,665
%QoQ/%YoY	46%	165%	-17%	32%	14%	54%	-35%	8%	-42%	203%	75%
감가상각비	410	433	478	543	611	668	610	641	1,508	1,864	2,530
%QoQ/%YoY	6%	6%	10%	14%	13%	9%	-9%	5%	-2%	24%	36%

주: 실적 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준 (기준일: 2025/8/28). 실적은 Non-GAAP, NVIDIA의 결산일(1월 31일) 기준의 FY 수치.

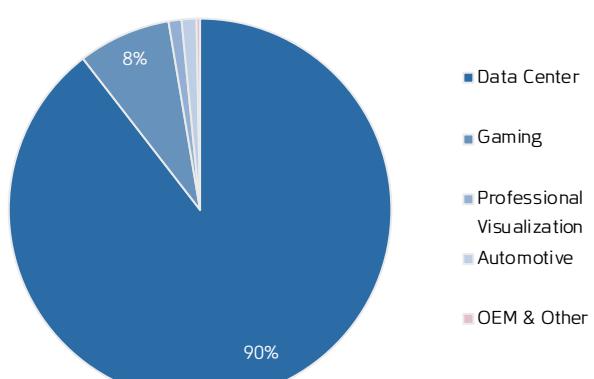
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024CY NVIDIA 매출액 비중



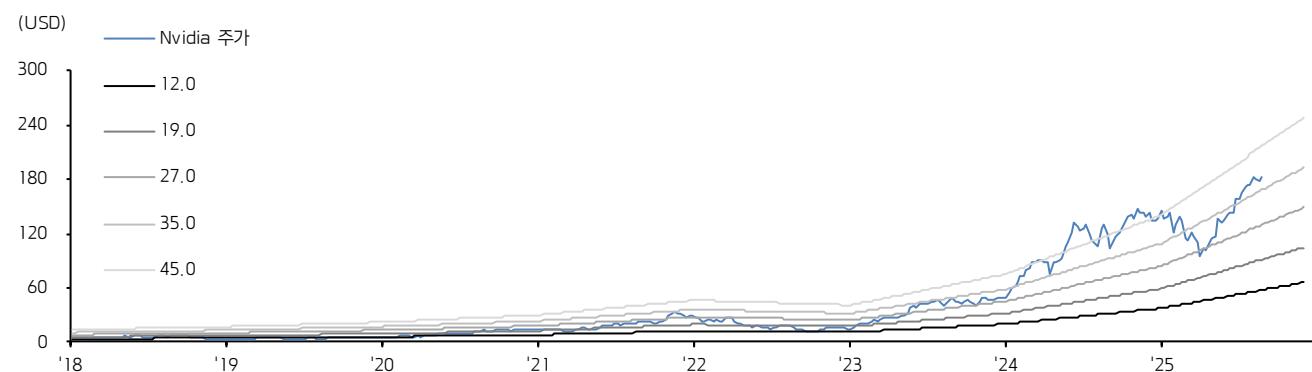
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2025CY NVIDIA 매출액 비중 전망



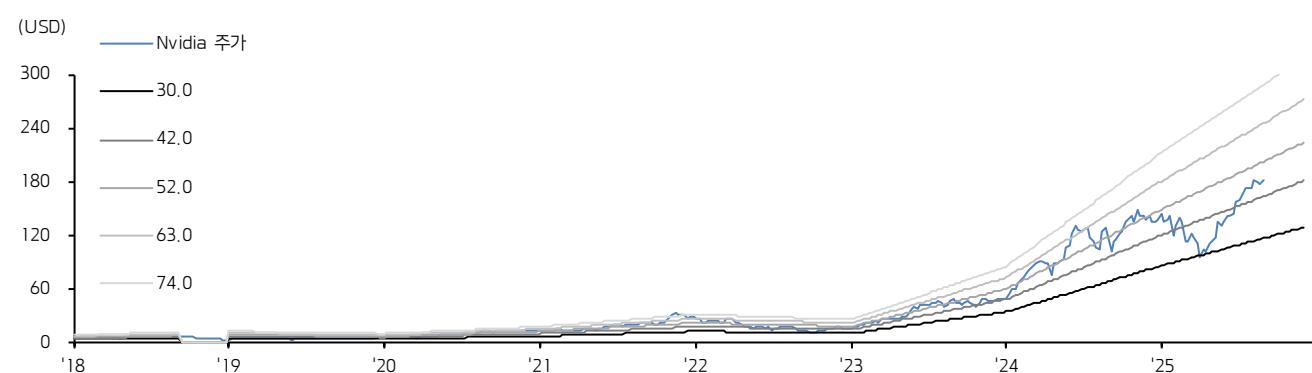
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NVIDIA 12개월 Trailing P/B Chart



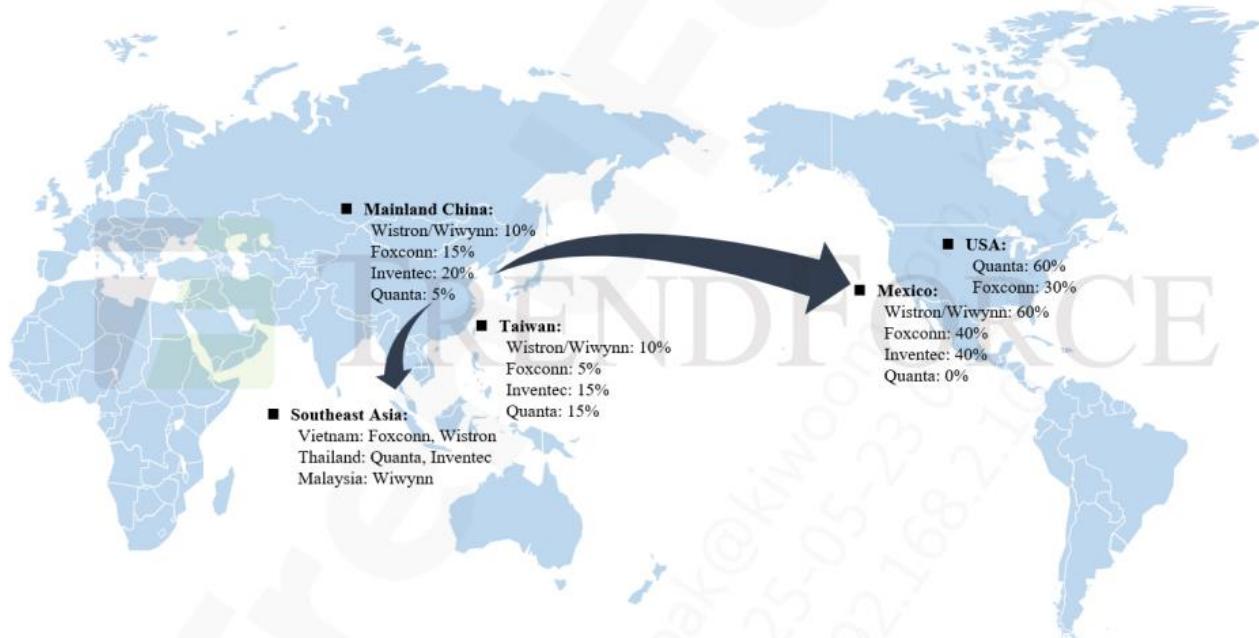
주: 8/27 종가 기준
자료: 키움증권 리서치센터

NVIDIA 12개월 Trailing P/E Chart



주: 8/27 종가 기준
자료: 키움증권 리서치센터

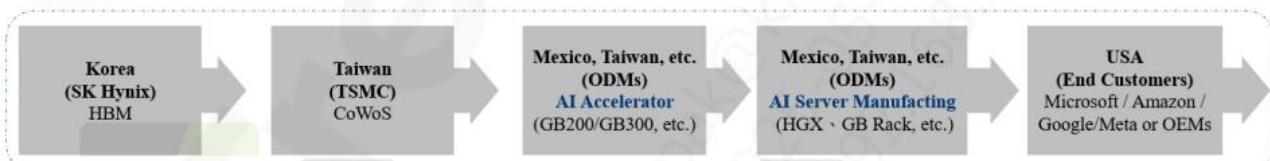
서버 ODMs의 조립 라인 현황 및 전망: 중국 → 멕시코, 동남아로의 이전 예상



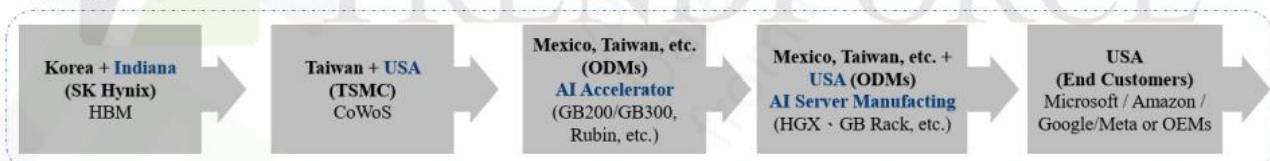
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

NVIDIA AI 서버 Supply Chain 변화 예상

Present



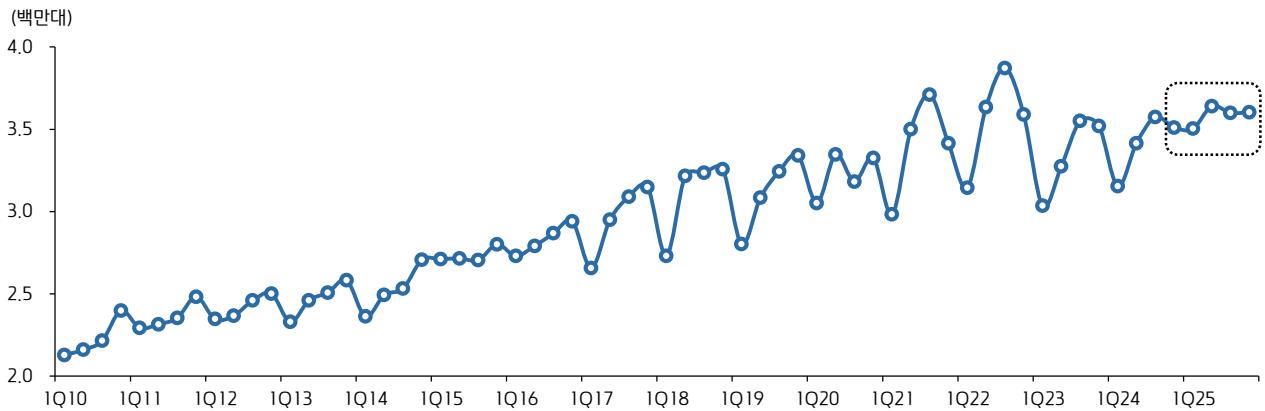
Future



Note: The future model is mainly based on the projected trends of the current situation, and suppliers will continue to make dynamic adjustments according to changes in the Trump administration's policies.

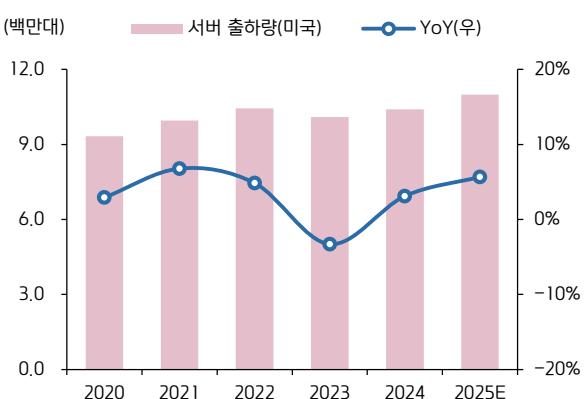
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

서버 출하량 추이 및 전망: 2H25 수요 하향 조정. 성장을 둔화 예상



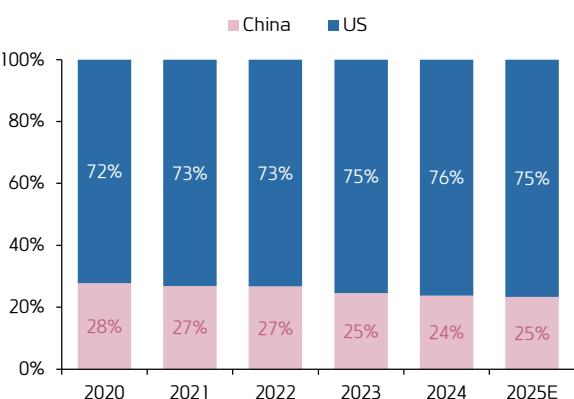
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

미국향 서버 출하량 추이 및 전망



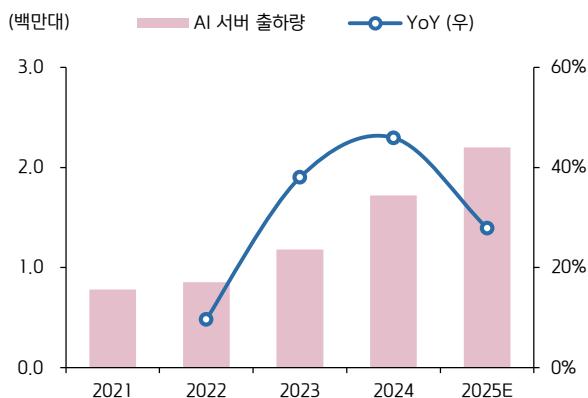
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

서버 수요 내 고객 비중



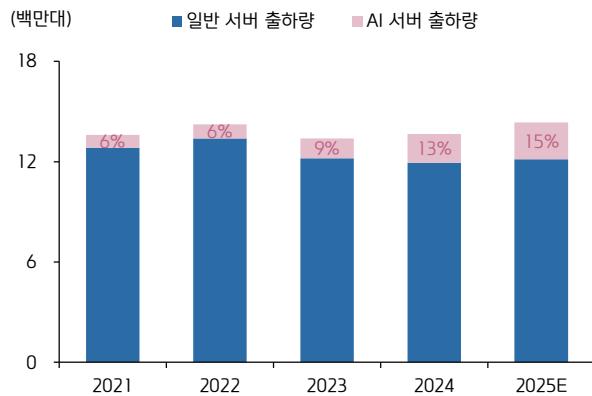
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

AI 서버 수요 추이 및 전망: 성장을 둔화



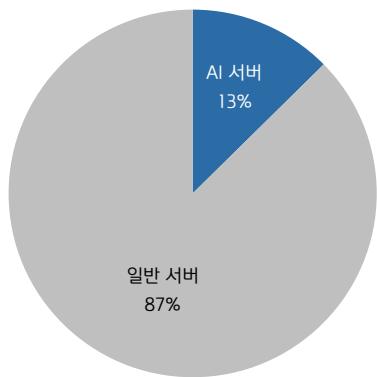
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

서버 수요 내 AI 비중 추이 및 전망



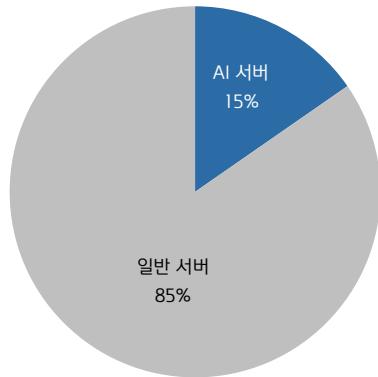
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

2024년 서버 수요 비중



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

2025년 서버 수요 비중



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

글로벌 Tech 기업 주가 및 Valuation

(십억달러, 배, %)	Mkt Cap	%CHG					P/E		P/B		EV/EBITDA		Rev		OP		EBITDA		ROE		
		1D	5D	1M	3M	6M	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
Memory	Micron	131.8	1.1	0.5	5.8	22.2	28.2	12.1	8.5	2.3	1.8	6.2	4.6	41.4	51.6	12.3	19.3	21.8	27.8	18.7	21.2
	Sandisk	7.1	2.3	9.1	14.0	26.9	7.3	19.7	7.1	0.7	0.7	9.5	4.8	8.0	9.1	-1.3	1.5	0.8	1.5	-4.4	8.0
	Kioxia	8.8	-0.7	2.4	-1.6	15.1	-9.6	9.7	14.9	1.6	1.3	N/A	N/A	11.2	11.8	1.7	2.0	4.2	4.1	24.9	18.7
	Seagate	35.6	1.2	5.6	10.8	42.9	66.1	17.8	14.9	N/A	42.7	13.3	11.3	9.8	10.9	2.4	3.2	2.9	3.4	167.5	431.4
	Western Digital	28.0	1.2	6.6	17.2	55.7	67.4	13.0	12.0	4.3	3.4	9.4	7.6	10.4	11.5	3.0	3.2	3.7	32.1	154.8	
	Nanya	4.8	0.7	7.3	10.4	14.6	23.7	N/A	24.4	0.9	0.9	12.4	5.2	1.7	2.1	-0.2	0.2	0.3	0.7	-2.5	3.9
Logic	Intel	108.8	2.1	5.6	20.0	20.9	7.6	181.4	37.0	1.0	1.0	11.7	8.3	52.0	53.7	1.3	4.6	11.8	16.1	-1.0	1.9
	Nvidia	4412.9	-0.1	3.5	4.7	34.0	51.1	41.0	30.0	31.8	19.7	33.4	23.8	197.6	261.9	120.6	175.1	129.7	178.5	88.5	72.1
	AMD	271.2	0.3	1.2	0.4	45.9	68.0	42.2	27.7	4.4	4.0	37.2	23.9	33.1	40.1	7.1	10.7	7.2	10.9	8.6	12.5
	Broadcom	1412.2	0.8	3.1	3.5	27.4	51.8	43.7	34.9	17.8	13.5	33.8	27.1	64.4	79.3	36.8	51.8	43.0	52.9	40.7	44.0
	Marvell	64.5	0.7	5.0	0.8	17.2	-14.7	27.3	21.6	4.6	4.1	21.8	17.7	8.0	9.5	2.3	3.5	3.1	3.7	1.3	2.4
	Qualcomm	172.4	0.4	2.8	0.9	7.5	3.5	13.6	13.3	6.0	5.3	11.5	10.4	43.5	44.5	13.6	15.1	15.2	16.4	44.8	40.5
	Arm	149.0	0.3	7.2	-13.8	5.0	7.9	89.1	64.3	18.8	15.0	69.7	50.4	4.5	5.7	1.3	2.6	2.1	2.9	16.6	19.9
	Skyworks	11.3	0.7	1.4	6.5	6.7	18.8	14.5	17.4	2.2	2.3	N/A	N/A	3.9	3.7	0.7	1.3	1.2	11.3	9.2	
	TI	186.8	-0.2	2.3	11.1	12.1	7.4	35.3	29.6	11.2	10.6	24.3	20.5	17.7	19.5	6.1	7.3	8.1	9.6	30.7	36.0
	ADI	125.7	-0.1	4.3	12.1	17.8	14.1	31.6	26.7	3.6	3.5	21.7	19.2	11.3	12.6	3.8	5.7	6.0	6.8	9.9	12.2
	NXP	59.9	-0.1	3.9	6.4	19.5	9.6	20.1	16.8	6.2	5.5	14.7	12.7	12.2	13.3	3.9	4.6	4.6	5.3	29.1	33.6
	STMicro	24.8	0.1	4.5	3.2	7.0	11.0	45.2	18.6	1.4	1.3	9.3	6.4	11.8	13.3	0.5	1.4	2.4	3.4	3.1	7.0
	Microchip	36.0	-1.4	-0.2	-3.7	13.6	16.7	59.9	28.7	5.8	5.6	30.5	18.6	4.4	5.4	0.5	1.7	1.4	2.2	7.7	18.4
	On Semi	21.0	0.5	3.6	-10.0	18.1	8.2	22.3	17.5	2.7	2.5	13.1	11.5	6.0	6.3	1.1	1.4	1.6	1.8	9.2	14.8
	Silicon Motion	2.7	-0.5	6.0	7.9	23.6	42.8	23.1	16.5	3.1	2.8	16.8	12.1	0.8	1.0	0.1	0.2	0.1	0.2	12.5	17.6
	Mediatek	73.3	0.0	3.3	0.0	9.4	-7.6	20.9	18.0	5.6	5.2	15.4	13.4	19.4	21.9	3.6	4.3	4.4	5.0	27.0	30.0
	Renesas	22.5	1.1	0.9	-6.0	0.5	-28.2	10.7	8.8	1.4	1.3	11.8	8.8	8.9	9.8	1.2	1.7	2.5	3.1	2.5	9.5
	Novatek	8.7	1.2	2.2	-10.8	-15.8	-20.1	15.8	13.6	4.0	3.7	10.2	9.2	3.4	3.6	0.6	0.7	0.7	0.7	25.0	27.9
Foundry	TSMC	1241.1	0.2	4.7	-2.6	21.0	32.1	24.7	21.8	7.2	6.0	14.6	12.7	120.2	139.1	57.4	65.1	81.0	91.7	31.3	29.1
	SMIC	71.6	0.1	8.7	5.9	37.9	4.9	80.3	56.9	2.7	2.5	19.6	16.8	9.3	11.0	0.8	1.1	4.6	5.4	3.2	4.5
	UMC	16.9	-0.3	-2.2	-7.9	-13.2	5.3	15.2	13.4	1.3	1.3	N/A	N/A	7.6	7.8	1.3	1.4	3.2	3.5	9.8	10.1
	GFS	18.9	0.5	2.9	-15.0	-8.6	-11.4	21.2	16.9	1.6	1.5	6.9	5.7	6.8	7.3	1.0	1.6	2.3	2.5	7.9	9.3
	VIS	5.6	0.5	3.4	-2.4	11.0	-7.5	21.3	20.9	2.4	2.4	9.9	9.9	1.6	1.7	0.3	0.6	0.6	0.6	11.8	12.3
Packaging	ASE	22.2	-0.2	3.4	-4.6	1.6	-0.1	18.6	12.1	N/A	N/A	N/A	N/A	21.5	24.0	1.5	2.4	3.9	5.1	11.5	N/A
	Amkor	6.1	0.9	6.9	16.2	30.1	17.2	21.8	16.2	1.4	1.3	5.3	4.6	6.6	7.0	0.4	0.5	1.1	1.2	6.3	8.2
	Agilent	33.7	0.3	-0.4	-1.2	6.7	-6.6	21.0	19.3	4.8	4.3	17.3	15.8	6.9	7.2	1.6	2.0	2.2	24.4	23.7	
	Chipbond	1.3	0.4	2.9	-3.9	-14.6	-18.2	12.5	12.4	0.8	0.9	4.8	5.3	0.7	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	7.4	7.3
Equipment	ASML	303.2	0.9	2.7	8.3	1.7	10.4	27.8	26.1	13.6	11.6	21.4	20.3	37.7	39.1	12.7	13.3	13.8	14.5	50.2	47.9
	AMAT	131.0	-0.1	2.1	-11.5	1.6	4.9	17.8	16.7	6.7	6.1	14.7	13.8	28.0	29.7	8.4	8.8	8.8	9.3	37.2	36.7
	LAM Research	131.2	0.0	4.6	6.9	23.5	36.1	22.5	22.3	12.0	9.8	18.5	18.0	19.9	20.6	6.6	6.7	7.0	7.1	55.5	51.8
	TEL	65.1	0.4	-2.8	-25.6	-12.2	-8.1	18.1	16.7	4.7	4.2	12.7	11.1	16.5	17.7	4.4	4.8	4.8	5.5	26.7	26.3
	KLA	117.3	0.1	1.2	-1.5	12.7	27.1	25.4	24.2	21.6	16.6	20.4	19.6	12.6	13.3	5.3	5.7	5.8	6.0	92.5	78.3
	AMEC	18.1	-3.3	4.6	3.5	21.1	1.3	55.2	38.7	5.9	5.2	48.4	29.4	1.7	2.2	0.3	0.5	0.4	0.6	10.7	13.6
	Naura	37.7	-2.5	6.6	8.7	20.8	12.7	33.6	26.5	7.0	5.7	26.7	20.7	5.4	6.8	1.2	1.5	1.4	1.7	20.6	21.3
	Linde	226.4	0.5	0.2	3.1	0.7	-6.3	29.4	26.9	5.8	5.6	18.5	17.4	33.8	35.6	10.0	10.8	13.3	14.2	19.5	22.7
Materials	Air Liquid	119.9	0.8	-3.8	3.7	-3.9	2.0	26.6	24.0	3.6	3.4	13.5	12.4	32.2	33.6	6.7	7.4	9.7	10.5	13.9	14.6
	Air Products	65.6	0.2	0.8	-1.6	7.3	-5.7	24.1	22.2	3.7	3.4	16.0	14.9	12.2	12.9	0.0	3.3	5.2	5.6	16.3	16.2
	Merck KGaA	54.7	0.3	-3.2	-4.0	-7.6	-20.0	13.0	12.2	1.5	1.4	8.9	8.2	24.8	25.7	4.6	5.0	7.1	7.4	10.8	10.6
	ADEKA	2.3	-0.9	1.3	10.3	26.0	19.7	14.0	14.6	1.1	1.0	5.9	8.1	2.8	3.0	0.3	0.3	0.4	0.3	8.6	8.8
	Resonac	4.9	-0.3	6.7	5.3	28.9	13.2	22.4	10.4	1.1	1.0	8.9	6.8	9.5	9.8	0.4	0.7	1.1	1.4	4.5	10.0
	Silitronic	1.3	-2.2	2.4	-13.9	0.4	-20.1	N/A	N/A	0.6	0.6	7.8	5.8	1.5	1.7	-0.1	0.0	0.4	0.5	-5.0	-4.9
	Sumco	3.0	-0.4	4.9	0.4	25.9	9.6	N/A	98.5	0.8	0.8	6.4	4.9	2.8	3.0	0.0	0.1	0.8	1.0	-0.7	0.9
	Dell	89.9	1.2	3.1	1.0	16.2	22.9	14.3	12.4	N/A	90.8	9.5	8.9	103.9	110.1	8.6	10.2	11.7	12.3	-1,094.3	338.3
Server	HPE	29.8	1.0	8.0	9.6	26.7	14.6	11.9	9.2	1.2	1.1	5.9	5.1	35.5	40.8	1.6	4.5	5.8	7.2	11.0	12.6
	Lenovo	17.6	-0.6	0.4	4.9	20.5	-4.7	12.8	4.9	2.5	2.2	5.5	4.3	7.5	7.9	2.6	3.0	3.3	4.0	24.0	23.8
	Quanta	34.0	1.5	3.7	-1.1	0.0	7.4	14.7	12.5	4.8	4.2	11.0	9.6	70.7	93.0	2.8	3.4	3.2	3.8	31.2	33.8
	Inspur	13.6	-3.3	0.5	21.4	36.9	11.9	34.7	27.4	4.3	3.8	32.7	25.5	22.0	25.8	0.4	0.5	0.4	0.6	12.4	13.9
	Wiwynn	18.1	-2.3	0.0	14.8	25.4	25.4														

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.