ISSUE & PITCH

28 Aug. 2025

고영민 반도체/소부장 I ym.ko@daolfn.com
김연미 연구원 I ym.kim@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

반도체 (Overweight)

[엔비디아 FY2Q26] SK하이닉스 레벨 콜

Issue

NVIDIA 실적 발표 Review 및 단기 업종 전략 점검

Pitch

금번 실적 발표에서 중요했던 관전 포인트는 Rubin의 준비 동향. 내년 양산 일정에 맞춰 지연 없이 정상 진행 중임을 확인. 26년 HBM 공급 과잉 우려 축소 시그널이며, 저점 형성 가능 국면 진입. 9월에도 매크로 구간이 유력하며 전고점 확장은 제한적일 수 있으나, 공급 우려를 가장 크게 받은 SK하이닉스 기준, 최소한 가격(레벨) 측면의 비중확대 전략은 유효한 시점으로 판단. 현 주가 1.5배 수준(금번 AI Cycle 내 평균)

Rationale

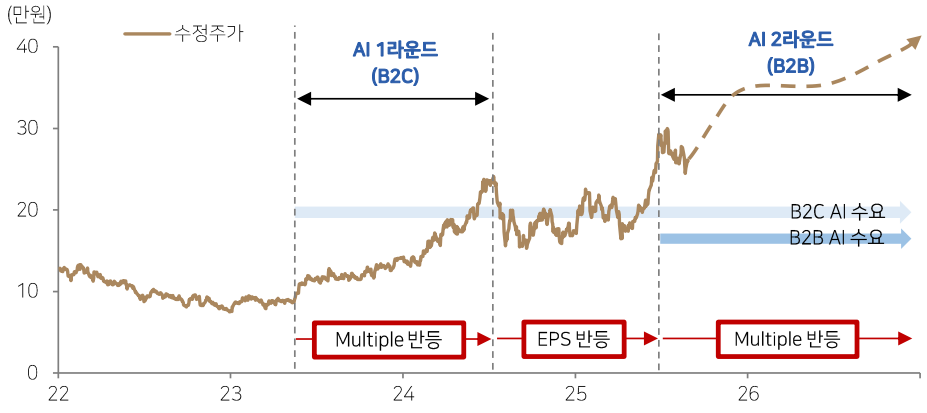
NVIDIA FY2Q26 실적 발표 요약

- 매출액 467억달러(+19%, 이하 QoQ), 영업이익 302억달러(+30%)로 컨센서스(매출액 433억달러, 영업이익 294억달러) 대비 상회. 차분기 가이던스(매출액 529~551억달러) 역시 기존 눈높이(535억달러) 부합. 중국향 H20 판매 재개가 없음에도 Hopper 및 Blackwell 출하 증가로 매출 증가세 지속
- 수주잔고 성격의 지표(Total Purchase Commitments)는 당분기부터 새로운 기준으로 통합 제공. 전분기 435달러 → 당분기 458억달러로 증가. 차세대 Rubin은 26년 대량 생산일정에 맞춰 정상 진행 중

업종 투자전략

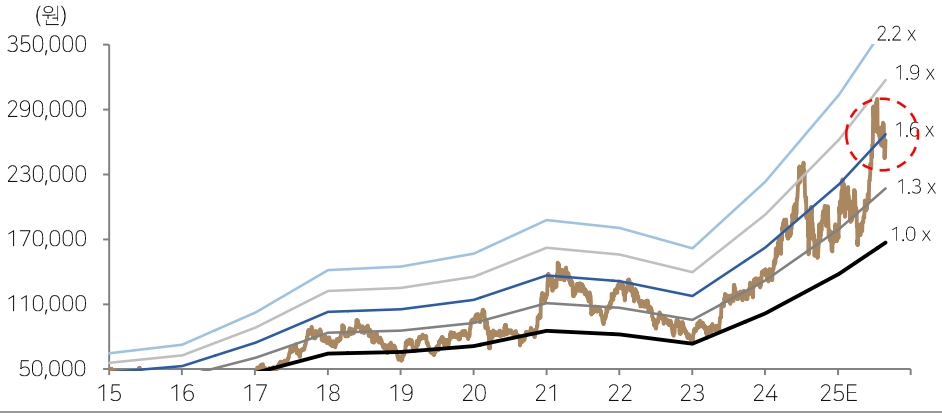
- 8월에 이어 9월도 업종보다 매크로 영향이 더 크게 작동할 수 있는 국면으로 판단. 그럼에도 업종 모멘텀 기반 상대적 아웃퍼폼 예상
- 26년 HBM 공급자 경쟁 가능성에 대한 우려가 확대되며 업종 대형주 내 뚜렷한 방향성이 형성되기 어려운 구간. 방향성 재형성 및 추세적 우상향을 위해서는 공급자들의 제품 경쟁력에 대한 확인이 필요하며, 이는 4분기로 예상. 즉 타이밍 측면 유의미한 지점은 4분기
- 다만, 레벨 측면에서 유의미한 비중확대의 조건에 대해서는 최소한 형성됐다고 판단. HBM 공급자가 확대된다 하더라도 시장 수요 증가 기울기가 공급 증가 기울기를 상회한다면, Multiple 상단이 낮아지는 정도로 해석 가능. 금번 실적 발표에서 Rubin에 대한 양산 준비가 지연 없이 잘 진행되고 있음이 확인됐으며, 이를 통해 26년 HBM4 시작 및 공급 과잉 우려는 축소될 수 있는 상황
- 공급자 확대에 따라 가장 우려가 크게 반영된 SK하이닉스는 12MF P/B 1.5배 수준으로 Cycle 중단까지 하락. 지난주 잭슨홀 미팅 무렵에 형성된 24.5만원(P/B 1.47배)이 남은 하반기 중 저점 가격 유력. 레벨 측면 비중확대 가능 구간. 최선호주 유지

Fig. 1: AI 수요 확장 Cycle에서 보여질 반도체 업종 주가 양상



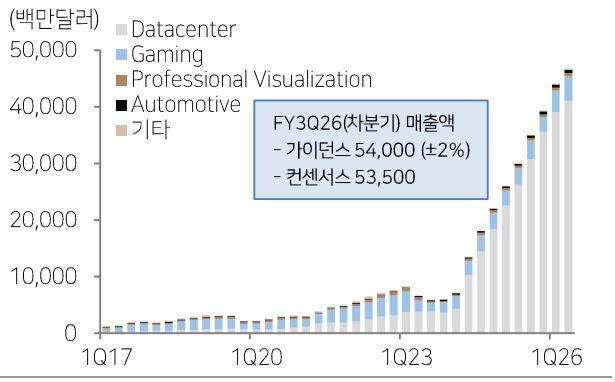
Source: QuantiWise, 다올투자증권 추정

Fig. 2: SK하이닉스 12MF P/B 추이



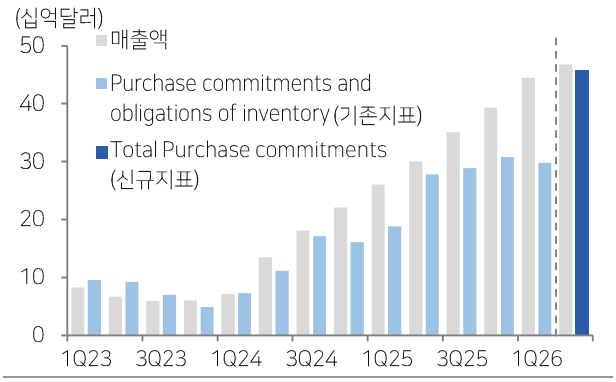
Source: QuantiWise, 다올투자증권 추정

Fig. 3: NVIDIA 부문별 매출액 추이



Source: NVIDIA, 다올투자증권 / Note: FY기준

Fig. 4: NVIDIA 수주잔고 성격 지표



Source: NVIDIA, 다올투자증권
Note1: FY기준
Note2: 당분기부터 수주잔고 지표 산출 방식 변경. 비재고 구매 약정 포함

Fig. 5: 엔비디아 주요 사업부별 Comment

사업부	FY4Q25(11~1월)	FY1Q26(2~4월)	FY2Q26(5~7월)
Data Center	- 매우 강력한 Blackwell 수요 - H200도 분기별 성장세 기록 **- 당분기 Blackwell 매출 $11B 기록 → 역사상 가장 빠른 램프업 속도** - 주요 고객은 대형 CSP **- GB200 클라우드 도입 → AI 수요 대응** - 초기 GB200 배포 중 상당수 추론 용도	- Blackwell 수요 강력. 중국 매출 감소분 일부 상쇄 가능 - Hopper → Blackwell 전환 대부분 완료 - 5월 초부터 주요 CSP와 GB300 샘플링 시작, 6월 말 출하 예정 - Stargate UAE → G42, OpenAI, Oracle, Softbank, Cisco와 공동 발표 - Blackwell 기반 추론 수요 및 AI 팩토리 구축 수요 확대 - 대형 CSP들은 주당 72,000개의 Blackwell GPU 배치	**- Blackwell Ultra 램프업 가속화, 수요 엄청난 상황** - Blackwell Top SKU는 기록적인 수준 도달 **- Blackwell 생산량은 3분기 중 추가 생산 역량 확보에 따라 가속화 예정** - Rubin 칩은 현재 팹 공정 진입, 내년 대량 생산 일정에 맞춰 타임라인 정상 진행 - 당분기, 중국 고객에 H20 판매 X **- 지정학적 이슈 해결 전까지, H20 매출 가이던스 포함 X**
Gaming	- GeForce RTX 40 GPU 판매가 매출 견인 - 매출 YoY, QoQ 감소 배경: Blackwell 및 ADA GPU 공급 제한 영향	- Blackwell 확대에 따라 역대 최대 매출 기록 - Blackwell 기반 역사상 가장 빠른 확산 속도	- Blackwell 시리즈 강력한 판매&공급 증가
Professional Visualization	- ADA 기반 RTX GPU 워크스테이션 확산에 따른 매출 성장 달성	- Omniverse 기반 Physical AI 통한 산업 디지털화 가속화	- Physical AI 개발 가속화 위해 새로운 NVIDIA Omiverse 라이브러리 및 SW 키트 발표
Automotive	- 자율주행 플랫폼 증가 → 매출 견인 - 토요타, 현대차 그룹과 협력 진행	- GM과 Omniverse, Cosos, Drive AGX 기반 협력 발표 - 자율주행 플랫폼 증가 → 매출 견인	- 풀스택 NVIDIA Drive AV 소프트웨어 본격 양산 - Thor SoC 초기 출하 시작
주요 Q&A	Q. GB200 램프업 - 매우 강력한 Blackwell 수요진행 상황? - CES 이후 Blackwell 출하량 훨씬 증가 **- Blackwell 수요가 매우 높기 때문에 추가적인 확장(scale up) 필요** Q. 내년까지 강한 수요 지속 전망 근거? - 데이터센터 CapEx 규모 및 주요 고객사들의 수요 예측과 투자 계획 보유 대한 명확한 전망 확인 - 단기 신호(PO, 수요 예측)과 중기 신호(전년 대비 인프라 및 CapEx 투자 수준), 장기신호에 기반 Q. Blackwell Ultra 출시 계획 및 수요 역학 전망? **- Blackwell Ultra는 하반기 출시 예정**	Q. 추론형 AI 모델 수요 및 NVL 랙 필수적? - 현재로서는 NVL72가 추론형 AI에 최적화 - 현재 완전한 Full Production 진입 Q. 중국 관련 추가 손실? - 차분기 중국 데이터센터 매출 유의미하게 감소 예정. 향후 이행 불가능한 주문 규모는 당분기 비용에 반영 Q. 주요 수요층 AI 지출 동향? - AI 도입 초기 단계이며 추론형 AI라는 중요한 전환점에 도달 - AI는 기업 내부로도 확장	Q. 26년까지 성장 궤적 전망 - Physical AI, 로보틱스, 자율주행 분야에서 돌파구 열리는 중 - 향후 5년간 3~4조에 달하는 AI 인프라 시장 확장해 나갈 것 **Q. 30년까지 AI 인프라 3~4조 달러 합리적 근거?** - AI 인프라 규모에는 상위 4대 하이퍼스케일러들의 투자 규모에 더해, 기타 기업들의 온프레미스 구축을 포함 - 1GW 급 AI 팩토리를 짓기 위해 비용 약 $50~60B 소요. 단위 전력당 성능 향상에 집중 Q. AI 시장의 연평균 성장률 50% 수준. NVIDIA 성장률도 이에 상응할지? **- 현재 시장 상황은 전부 Sold-out 상황** - H100, H200 모두 매진. CSP들은 서로의 인프라를 빌려쓰는 상황 **- Physical AI 시대가 도래함에 따라 로봇 공학 ,산업 자동화에서도 완전히 새로운 AI 산업 개화**

Source: NVIDIA, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 90.9%	HOLD : 9.1%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

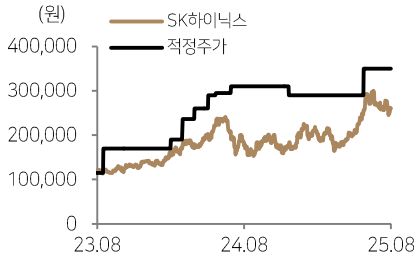
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

SK하이닉스 (000660)



일자		2023.09.18	2024.02.26	2024.03.27	2024.04.26	2024.05.31
투자의견	애널리스트	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	변경	170,000원	190,000원	236,000원	260,000원	290,000원
일자	2024.06.18	2024.07.26	2024.12.17	2025.06.23		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	295,000원	310,000원	290,000원	350,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023-09-18	170,000	132,436	161,800	-22.1	-4.82
2024-02-27	190,000	164,290	176,600	-13.53	-7.05
2024-03-27	236,000	180,890	188,400	-23.35	-20.17
2024-04-26	260,000	187,282	202,500	-27.97	-22.12
2024-05-31	290,000	207,218	223,000	-28.55	-23.1
2024-06-18	295,000	227,357	241,000	-22.93	-18.31
2024-07-26	310,000	178,157	201,000	-42.53	-35.16
2024-12-17	290,000	199,279	257,000	-31.28	-11.38
2025-06-23	350,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 8월 27일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가