ISSUE & PITCH

20 Nov. 2025

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

DAOL 다올투자증권

반도체 (Overweight)

[엔비디아 FY3Q26] 반등 변곡점 제조기

Issue

NVIDIA 실적 발표 Review 및 단기 업종 전략 점검

Pitch

높았던 주가 레벨에서 AI 버블 우려를 이유로 최근 주요 국내외 Value-Chain들의 주가 조정 발생. 그러나 펀더멘털 훼손 없이 센티먼트 악화라는 점을 감안할 때 금번 NVIDIA의 실적 발표가 분위기 반전 이벤트가 될 것으로 기대. 메모리의 장기 호황 속 1H26 말까지 주가의 부정적인 변수는 제한적이라는 점을 주목하며 SK하이닉스, 삼성전자에 대한 적극 비중확대 유효 구간으로 판단. 소부장 최선호주 브이엠, 에스티아이 유지

Rationale

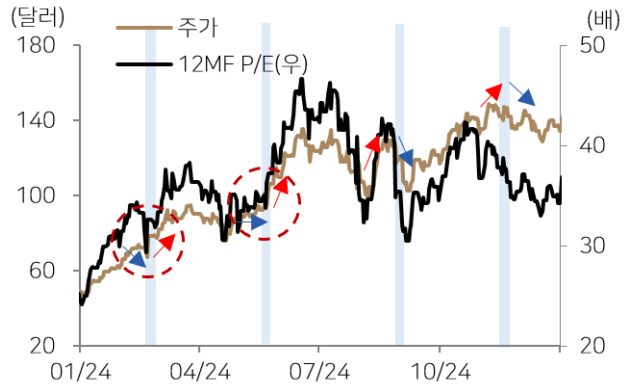
NVIDIA FY3Q26 실적 발표 요약

- 매출액 570억달러(+29%, 이하 QoQ), 영업이익 378억달러(+66%)로 컨센서스(매출액 552억달러, 영업이익 365억달러) 대비 상회. 차분기 가이던스(매출액 637~663억달러) 역시 기존 눈높이(620억달러) 상회
- 수주잔고 성격의 지표(Total Purchase Commitments)는 전분기 458억달러 → 당분기 503억달러로 증가
- 금번 실적에서의 핵심 체크 포인트는 2가지
  ① **Rubin 2H26 본격화**: 당초 예상 시점(1H26) 보다 소폭 지연 이나 정상 범주 이내. 27년으로 지연이 아니라면 NVIDIA의 연간 계획과 HBM4 공급사들의 연간 계획은 그대로 지켜질 수 있다는 점이 중요
  ② **B2B 내 Physical AI 확산**: Cosmos, Omniverse 등 주요 WFM /프레임워크를 통한 주요 로봇, 자율주행 업체들과의 협업 구체화. 이는 추가적인 학습과 추론 영역으로 진입하는 것이며, 관련 하드웨어 수요의 2차 레벨업을 시사

업종 투자전략

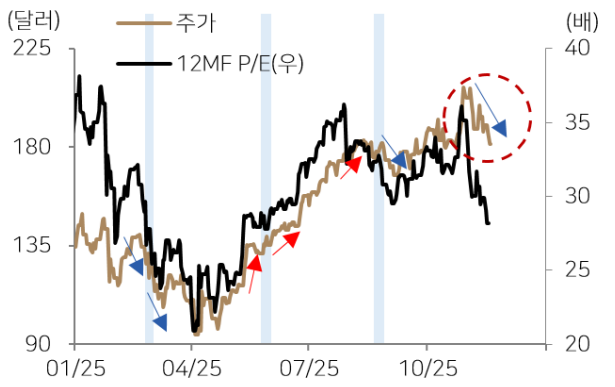
- 최근 업종 주가 조정의 주요 배경으로 AI 버블 우려가 언급되나 펀더멘털 훼손 없이 센티먼트의 악화였던 상황. 이미 주요 국내외 Value-Chain들의 주가 조정이 발생해 있다는 점을 감안할 때, 통상 NVIDIA 실적 발표는 조정 국면에서 분위기 반전 이벤트 였다는 점을 주목
- 용인 클러스터, P5 등이 신규로 가동될 수 있는 시점은 27년 이후라는 점에서 26년 말까지 수요 > 공급 상황 지속. 주가의 6개월 선행성을 감안할 때, 적어도 1H26 말까지 흠 잡을 것 없이 좋은 구간으로 판단. SK하이닉스, 삼성전자에 대한 적극적 비중확대 필요
- 소부장의 경우 인프라 투자와 전공정 투자를 중심으로 수혜 극대화. 브이엠과 에스티아이 최선호주 유지

Fig. 1: NVIDIA 실적발표 전후 주가 추이 (24년)



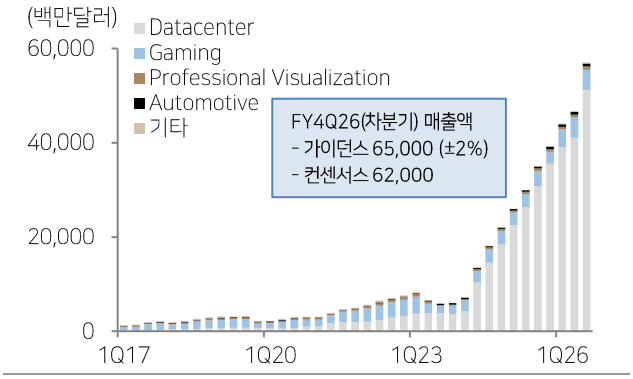
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: NVIDIA 실적발표 전후 주가 추이 (25년)



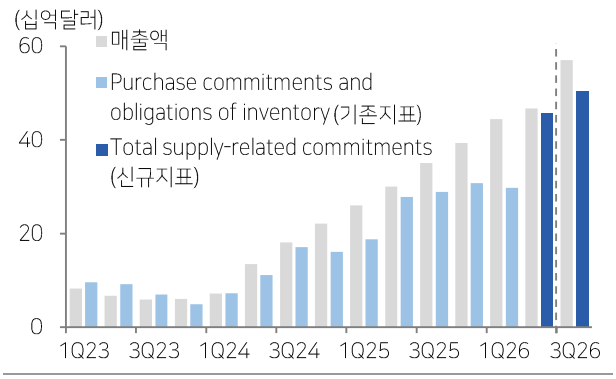
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 3: NVIDIA 부문별 매출액 추이



Source: NVIDIA, 다올투자증권 / Note: FY기준

Fig. 4: NVIDIA 수주잔고 성격 지표



Source: NVIDIA, 다올투자증권
Note1: FY기준
Note2: FY2Q26부터 수주잔고 지표 산출 방식 변경. 비재고 구매 약정 포함

Fig. 5: 글로벌 데이터센터 전력 사용 예정규모에 기반한 HBM 수요 추정

(GW)	20	21	22	23	24	25E	26E	27E
서버용 전력	41	46	50	55	62	74	82	91
비중(%)	*60%*	*60%*	*60%*	60%	60%	60%	60%	60%
서버 유형별 전력 사용량 및 비중								
AI 서버				5.5	9.3	11.6	14.9	18.9
비중(%)				*10%*	15%	16%	18%	21%
일반 서버				49.8	52.7	62.0	66.8	71.9
비중(%)				*90%*	85%	84%	82%	79%
가속기 비중(%)								
A100				100%	35%	5%	0%	0%
H100				0%	60%	15%	0%	0%
H200				0%	5%	40%	0%	0%
B200				0%	0%	20%	30%	10%
GB200				0%	0%	5%	12%	7%
B300				0%	0%	10%	26%	15%
GB300				0%	0%	5%	10%	8%
R100				0%	0%	0%	22%	60%
1MW 당 가속기 사용 가능 개수								
A100				4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
H100				1,429	1,429	1,429	1,429	1,429
H200				1,429	1,429	1,429	1,429	1,429
B200				1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
GB200				833	833	833	833	833
B300				714	714	714	714	714
GB300				714	714	714	714	714
R100				556	556	556	556	556
가속기 가동률(%)								
A100				60%	65%	65%	65%	65%
H100				0%	80%	70%	60%	60%
H200				0%	80%	80%	60%	60%
B200				0%	0%	70%	80%	80%
GB200				0%	0%	70%	80%	80%
B300				0%	0%	65%	80%	80%
GB300				0%	0%	60%	80%	80%
R100				0%	0%	0%	60%	80%
HBM 용량								
A100(HBM2E 80GB)				1,062,170,301	676,784,203	120,594,721	0	0
H100(HBM3 80GB)				0	509,978,677	139,147,755	0	0
H200(HBM3E 141GB)				0	74,903,118	747,422,226	0	0
B200(HBM3E 192GB)				0	0	311,690,971	687,619,567	290,554,599
GB200(HBM3E 384GB)				0	0	129,871,238	458,413,044	338,980,366
B300(HBM3E 288GB)				0	0	155,050,355	638,503,883	466,962,748
GB300(HBM3E 576GB)				0	0	143,123,405	491,156,833	498,093,598
R100(HBM4 288GB)				0	0	0	315,411,095	1,615,483,571
ㄴ합산(GB)				**1,062,170,301**	**1,261,665,998**	**1,746,900,670**	**2,591,104,423**	**3,210,074,882**
ㄴ Gb 전환				8,497,362,411	10,093,327,984	13,975,205,362	20,728,835,384	25,680,599,054

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 6: 엔비디아 주요 사업부별 Comment

사업부	FY1Q26(2~4월)	FY2Q26(5~7월)	FY3Q26(8~10월)
Data Center	- 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 3 분기 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**	**- 클라우드 GPU Sold-out, Blackwell 매출은 상상 이상** - Blackwell Ultra 는 현재 모든 고객 카테고리에서 주력 아키텍처 - 직전 Blackwell도 수요 강세 지속 - GB300 본격 램프업, GB300 > GB200 상회 - GB300이 전체 Blackwell 매출의 2/3 기여 - 컴퓨팅 수요는 학습&추론 전반에서 가속화&누적. 두 영역 모두 기하급수적 성장
Gaming	- Blackwell확대에 따라 역대 최대 매출 기록 - Blackwell 기반 역사상 가장 빠른 확산 속도	- Blackwell 시리즈 강력한 판매&공급 증가 - Blackwell 기반 역사상 가장 빠른 확산 속도	- Blackwell 수요 지속에 따라 YoY 매출 성장세 지속
Professional Visualization	- Omniverse 기반 Physical AI 통한 산업 디지털화 가속화	- Physical AI 개발 가속화 위해 새로운 NVIDIA Omiverse 라이브러리 및 SW 키트 발표	- 신제품 DGX Spark 출시와 Blackwell 판매 증가를 YOY 성장세 지속
Automotive	- GM과 Omniverse, Cosos, Drive AGX 기반 협력 발표 - 자율주행 플랫폼 증가 → 매출 견인	- 풀스택 NVIDIA Drive AV 소프트웨어 양산 - Thor SoC 초기 출하 시작	- NVIDIA DRIVE AGX Hyperion™ 10 자율주행차 개발 플랫폼 발표 - 미국 제조 및 로보틱스 선도 기업들과 함께 Physical AI 주도 중
주요 Q&A	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 5 년간 3~4 조에 달하는 AI 인프라 시장 확장해 나갈 것 **Q. 30 년까지 AI 인프라 3~4 조 달러 합리적 근거?** - AI 인프라 규모에는 상위 4 대 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 공학에서도 완전히 새로운 AI 산업 개화**	Q. 25~26년 Blackwell&Rubin $500B 매출 가이던스 제시. 향후 궤적 전망 - FY26까지 출하 가능한 연산 컴퓨팅 수요는 더 추가될 것 - 이번 분기에만 $50B 출하 - 따라서 기존에 발표한 $500B 외에도 더 많은 수요 추가 가능 Q. AI 인프라 규모에 대한 우려와 자금 조달 능력, ROI 우려 급증. 수급 불균형 계속될지? - 우리는 철저한 공급망 계획 통해 GPU 기반 가속 컴퓨팅으로의 전환 선도 - 생성형 AI 가 기존 하이퍼스케일러의 워크로드(검색, 추천, 광고 등) 빠르게 대체 - AI 관련 모든 기술 발전이 지수적 확장 (Exponentials) 단계

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 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

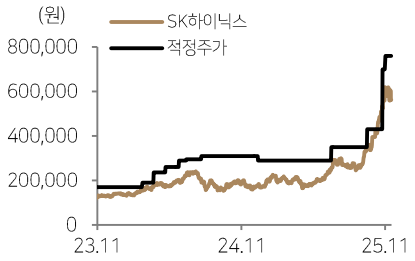
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

BUY : 89.4%	HOLD : 10.6%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

SK하이닉스 (000660)



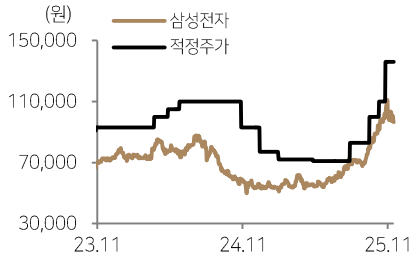
일자	2024.02.26	2024.03.27	2024.04.26	2024.06.18	2024.07.26	2024.12.17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	236,000원	260,000원	295,000원	310,000원	290,000원
일자	2025.06.23	2025.09.22	2025.10.30	2025.11.06		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	350,000원	430,000원	700,000원	760,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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	279,070	353,000	-20.3	0.86
2025-09-22	430,000	535,000	336,500	-1.69	24.42
2025-10-30	700,000	583,250	620,000	-16.7	-11.4
2025-11-06	760,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼성전자(005930)



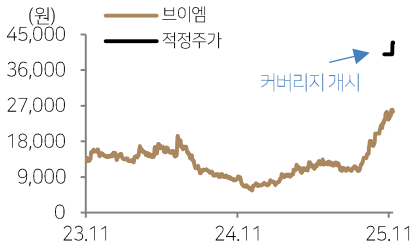
일자	2023.10.12	2023.11.01	2024.03.27	2024.05.02	2024.05.31	2024.11.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	91,000원	93,000원	100,000원	105,000원	110,000원	93,000원
일자	2024.12.17	2025.02.03	2025.05.01	2025.08.01	2025.09.22	2025.10.14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	77,000원	72,000원	71,000원	83,000원	100,000원	110,000원
	2025.10.31					
	BUY					
	136,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023-10-12	91,000	68,250	70,500	-25.0	-22.5
2023-11-01	93,000	73,572	79,900	-20.9	-14.1
2024-03-27	100,000	80,646	85,300	-19.4	-14.7
2024-05-02	105,000	78,005	81,300	-25.7	-22.6
2024-05-31	110,000	73,462	87,800	-33.2	-20.2
2024-11-01	93,000	55,263	58,700	-40.6	-36.9
2024-12-17	77,000	54,152	57,300	-29.7	-25.6
2025-02-03	72,000	56,187	61,800	-22.0	-14.2
2025-05-01	71,000	60,315	72,600	-15.1	2.3
2025-08-01	83,000	71,794	80,500	-13.5	-3.0
2025-09-22	100,000	86,709	94,400	-13.3	-5.6
2025-10-15	110,000	98,373	102,000	-10.6	-
2025-10-31	136,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

브이엠 (089970)



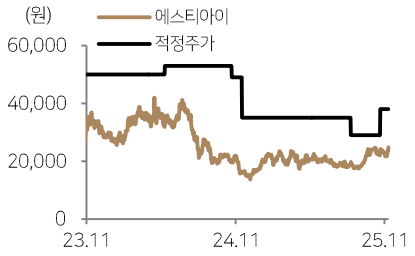
일자		2025.10.27	2025.11.17
투자의견	커버리지	BUY	BUY
적정주가	개시	40,000원	43,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.10.27	40,000원	24,957원	26,000원	-37.6	-35.0
2025.11.17	43,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

에스티아이 (039440)



일자	애널리스트	2023.09.18	2024.05.16	2024.10.28	2024.11.20	2025.08.18
투자의견	변경	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		50,000원	53,000원	49,000원	35,000원	29,000원
일자	2025.10.27					
투자의견	BUY					
적정주가	38,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.09.18	50,000원	31,703원	42,000원	-36.6	-16.0
2024.05.16	53,000원	28,402원	41,200원	-46.4	-22.3
2024.10.28	49,000원	19,042원	21,950원	-61.1	-61.14
2024.11.20	35,000원	19,529원-	23,550원	-44.2	-32.7
2025.08.18	29,000원	20,712원	24,600원	-28.6	--15.2
2025.10.27	38,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가