SK 증권

2025-11-26

GLOBAL EQUITY

엔비디아 (NVDA/US)

아직 건재한 이유

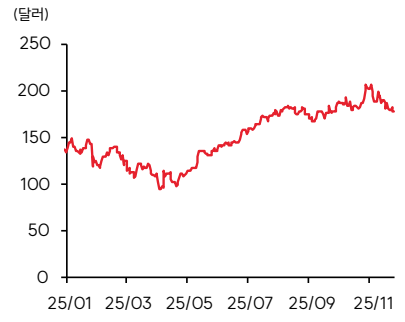
해외주식. 박제민 / jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

Signal: TPU 외부 사용 우려로 주가 하락
Key: GPU 대체가 시기상조인 이유
Step: 정해진 실적, 현재는 과매도 구간

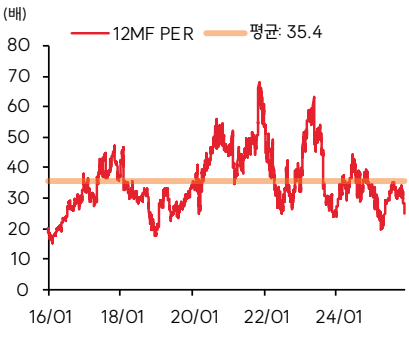
COMPANY DATA

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	1월
시가총액 (십억달러)	4,320.8
시가총액 (조원)	6,350.1
현재 주가 (달러)	177.8

주가 추이



PER 추이 및 평균



불안한 분위기 속 과도해진 TPU 우려

지난 2 년간 굳건했던 OpenAI-Microsoft-Nvidia 체인이 약해지고 있다. 현재 AI 모델 중 언어 모델 1위는 Gemini, 코딩 분야 1위는 Claude, 이미지 분야 역시 Gemini 계열이 강세다. 모두 ASIC 칩을 기반으로 훈련, 추론된 모델들이다. 하반기 상대적으로 부진했던 엔비디아 주가는 TPU Ironwood 의 Meta 사용 검토 보도에 크게 흔들리는 중이다. SK 증권은 해당 우려가 과도하다고 판단한다.

GPU 대체가 시기상조인 이유

TPU 는 엔비디아 수요를 유의미하게 잠식할 규모를 달성하기 어렵다. Nvidia 는 올해 500 만개 내외의 Blackwell 칩을 생산할 것으로 추정된다. 브로드컴이 생산하는 TPU 개수는 올해 180 만개 내외로 추정된다. Blackwell 경쟁 칩으로 외부 사용자를 유치 중인 Ironwood(7 세대)는 TPU 180 만개 중 수 만개 수준으로 추정된다.

현재까지 생산된 TPU 모두 내부 수요를 위해 사용됐다. Gemini 3.0 이 주목받고 있고, Search 사업부 전반에 Overview, AI mode 등 AI 기능이 확대되면서 내부 TPU 수요는 상승 중이다. CoWoS 의 확대가 제한적인 상황에서 'Gemini 3.0 의 성공 → TPU 외부 수요 증가 → GPU 대체' 로직이 성립하기 어려운 이유다. Blackwell 의 경쟁 칩인 Ironwood 가 공급 병목을 해소하기 이전에 Rubin 이 출시될 가능성이 높다.

TheInformation 이 보도한 Meta 의 2027 년 TPU 수십억 달러 사용 뉴스도 우려가 과도하다. 2027 년 Meta 는 수 GW 급의 DC Capa 가 확보될 전망이다. TPU 수요는 GPU 수요를 모두 채운 이후 공급 부족 상태에서 일부 채워질 가능성이 높다. 이미 Meta 의 Super Intelligence Team 은 GPU 를 활용하여 5 개월 이상 훈련을 해왔고 내년 1GW 급 DC 도 모두 GPU 로 채워질 전망이다.

정해진 실적, 현재는 과매도 구간

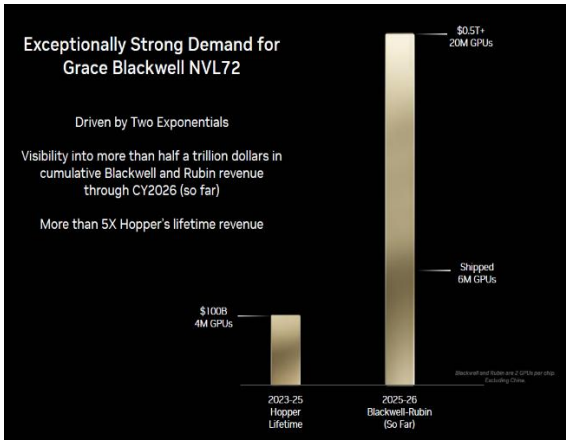
엔비디아는 GTC 와 실적발표를 통해 내년까지 강한 주문 상황을 확인해줬다. 엔비디아 공급 체인(Dell, Wistron, Quanta, HonHai)들은 연일 모두 강한 공급 전망을 내놓는 중이다. 수요와 공급이 모두 문제가 없고, 추가 주문을 통한 수요의 Upside 만 남은 상황이다. 현재 주목해야할 부분은 Anthropic 의 엔비디아 계약이다. ASIC 으로 훈련, 추론을 모두 했던 모델사가 이용자 수 급증과 함께 GPU 사용을 위한 투자를 받았다. 엔비디아가 꾸준히 기술적 해자를 가져간다면 모델사들 간에 인프라 벽을 뚫고 모든 모델사들에게 최상의 인프라를 제공해주는 high end 포지셔닝이 가능하다. OpenAI 및 TPU 에 대한 우려로 과도한 하락을 맞이한 구간으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	십억달러	27	61	130	213	325	412
영업이익	십억달러	4	33	81	134	219	276
순이익(지배주주)	십억달러	4	30	73	113	178	222
EPS	달러	0.2	1.2	3.0	4.6	7.3	9.1
PER	배	687	148	61	38	23	18
PBR	배	198	102	55	28	14	9
EV/EBITDA	배	85	48	38	31	18	14
ROE	%	18	91	119	92	80	63

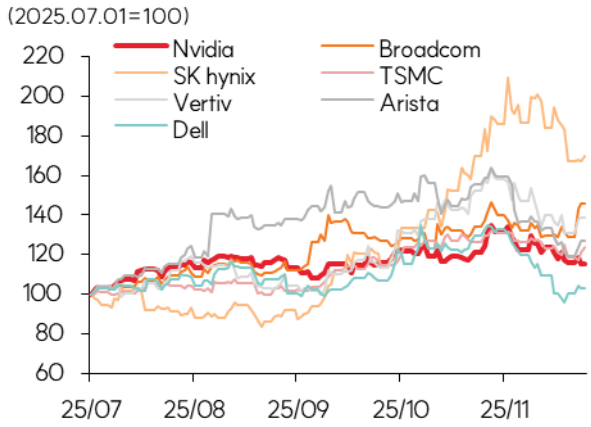
자료: Bloomberg, Consensus(25.11.25)

GTC 워싱턴, 3Q25 실적발표 공개 예약 수



자료: Nvidia, SK 증권

2H25 AI Infra 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도