Global Research

2025.12.02

Nvidia

(NVDA-US)

CUDA 아성의 균열 조짐?

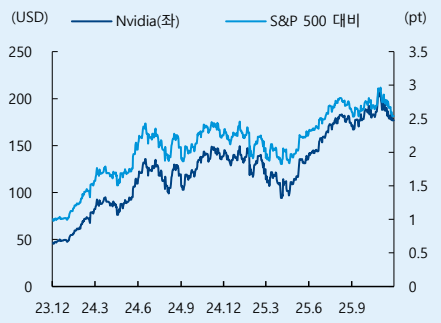
Global Company Brief

블룸버그 최고 목표가	**USD 352.00**
블룸버그 최저 목표가	**USD 140.00**
종가(2025-12-01)	**USD 179.92**

Stock Indicator	
거래소	NASDAQ
발행주식수	24,300.0 백만주
시가총액	4,301.1 십억USD
결산월	01월
52주 최고가(USD)	USD 212.19
52주 최저가(USD)	USD 86.62

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.6	1.6	31.0	28.0
상대수익률	-12.7	-4.2	13.1	12.8

Price Trend



결산(12월)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액(십억USD)	26.9	27	60.9	130.5
영업이익(십억USD)	10	4.2	33	81.5
순이익(십억USD)	9.8	4.4	29.8	72.9
EPS(USD)	0.4	0.2	1.2	3
BPS(USD)	1.1	0.9	1.7	3.2
PER(x)	57.4	78.7	50.7	48.6
PBR(x)	21.5	22.7	35	44
ROE(%)	44.8	17.9	91.5	119.2
배당수익률(%)	0.1	0.1	0	0
EV/EBITDA(x)	49.5	84	42.8	41.3

주: US-GAAP 기준

[반도체]
송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

[IT RA]
박정하 2122-9195 jhpark@imfnsec.com

Nvidia 주가 하락의 원인

최근 Nvidia 주가가 AI 순환 투자 구조에 대한 우려와 Google TPU의 급성장 전망에 따라 큰폭으로 조정받았다. Nvidia가 주도하고 OpenAI를 중심으로 Oracle, CoreWeave 등이 연결되어 있는 순환 투자 구조가 성공하기 위해서는 직간접적으로 Nvidia의 GPU를 구매해줄 OpenAI의 빠른 실적 정상화가 필수적이다.

향후 10년 간 1.4조 달러를 지출할 것으로 언급한 OpenAI가 현재까지 Oracle, CoreWeave, AWS 등과의 클라우드 컴퓨팅 설비 임차 계약 및 AMD, Broadcom, Nvidia (Nvidia의 투자 금액으로 충당)와의 AI 반도체 구매 계약을 모두 합하면 향후 7년간 총 7,100억 달러의 비용이 발생한다. 이 중 Nvidia의 투자 금액을 제외하면 6,100억 달러 (900조원)의 비용이 사용될 전망이다. 반면 동사는 Microsoft로부터 130억 달러, 소프트뱅크 주도로 400억 달러, CY24 10월에 66억 달러 등 총 579억 달러 (80조원)의 투자를 유치한 바 있다.

따라서 향후 천문학적인 비용을 감당하기 위해 추가 대규모 투자 유치 또는 대형 IPO가 필요한 상황이다. 동사 IPO 성공에 대한 우려 요인은 1) 막대한 적자 규모, 2) AI 버블 논란, 3) 창업자 중 한 명인 일론 머스크가 OpenAI의 영리화 전환에 대한 소송 제기, 4) IPO로 인해 지배권이 희석되길 원치 않는 Microsoft의 반대 등이다. 초기 투자와는 달리 이제 투자가들도 OpenAI의 적자 축소 또는 비용 증가율을 상회하는 매출 증가율 등 긍정적인 신호 없이는 천문학적인 금액을 무조건 투자하지는 않을 것으로 판단된다.

천문학적인 비용으로 인해 CY24에 55억 달러의 매출에 50억 달러의 순손실을 기록했던 OpenAI는, CY25에 180억 달러의 매출에 1H25 135억 달러, 3Q25 120억 달러의 순손실을 감안하면 총 400억 달러 수준의 순손실을 기록할 전망이다. OpenAI의 실적이 빠르게 정상화되지 못하면 Oracle, CoreWeave와의 계약이 현실화되기 어렵고 결국 이는 Nvidia GPU 판매량에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

Google의 TPU를 사용한 Gemini 3.0이 여러 면에서 Nvidia GPU 위주로 구현된 ChatGPT-5를 상회하는 성능을 보이고, Meta 등 외부 업체들이 TPU 구매를 검토하고 있다는 소식 역시 최근 Nvidia 주가에 부정적인 영향을 주었다. 다양한 AI 학습, 개발 작업에서 뛰어난 성능을 발휘하는 범용 GPU와 달리, TPU는 사용자 환경에 최적화되어 GPU의 절반 이하 가격과 낮은 전력 소모량으로 더 빠르게 추론 기능을 수행할 수 있다. 앞으로 Google 내부 사용 비중이 빠르게 증가할 전망인데 더해, 외부 고객에게도 TPU의 판매가 가능할 수 있다는 소식은 향후 Nvidia의 시장 점유율 하락을 우려하게 만드는 요소이다.

AI 코딩 기술의 발전으로 고객들이 보다 간단히 오픈 소스인 AMD의 ROCm 소프트웨어를 직접 수정할 수 있게 되었고, AMD가 Nvidia와 자사 GPU 모두에서 실행할 수 있는 애플리케이션을 만들 수 있도록 HIP라는 프로그래밍 인터페이스를 개발함에 따라 AMD 역시 향후 시장 점유율을 올릴 수 있는 상황이 되었다.

이러한 최근의 상황은 Nvidia가 OpenAI를 중심으로 한 순환 투자 구조를 만든 이유인 것으로 판단된다. 발열 문제 이후로 기존 빅테크 업체들이 Nvidia의 GPU를 기대만큼 구매하지 않고 TPU 등 자체 가속기 반도체 채용을 늘리고 있는 상황에서 AMD의

GPU까지 성장 속도가 빨라질 수 있는 상황이다. 따라서 Nvidia는 고속 성장을 유지하기 위해 기존 빅테크 업체들에 대한 의존도를 낮추고 OpenAI와 Oracle, CoreWeave 등 Neo Cloud 업체들을 연결하여 자사 GPU를 직간접적으로 구매하게 만드는 순환투자구조를 고안한 것으로 추정된다.

CUDA 아성의 균열 조짐?

Nvidia가 진정한 위기 상황에 처할 것인가의 여부에는 동사 CUDA가 차지하고 있는 아성에 균열이 생길 것인지가 관건인 것으로 판단된다. CUDA는 Nvidia GPU의 병렬 처리 능력을 활용하기 위한 독점적인 프로그래밍 플랫폼이다. 전세계 대부분의 개발자들이 CUDA를 기반으로 AI 모델과 애플리케이션을 구축하고 있다. 이 거대한 생태계는 다른 경쟁사 (AMD, Google TPU 등)로의 이동을 극도로 어렵게 만들어 왔다. 대부분의 주요 AI 프레임워크 (PyTorch, TensorFlow 등)와 라이브러리는 CUDA 지원을 1순위로 개발한다. 이는 Nvidia GPU가 AI 연구 및 상용 환경에서 사실상의 표준으로 자리매김하도록 했다. 따라서 CUDA는 Nvidia GPU를 AI 산업의 표준으로 만들었으며, 강력한 소프트웨어 생태계를 바탕으로 Nvidia가 경쟁사 추격을 따돌리고 압도적인 시장 지위를 유지하는 근본적인 이유였다.

단 최근 발표된 AMD의 HIP (Heterogeneous-computing Interface for Portability)와 Google의 PyTorch에 대한 AOT (Ahead-of-Time) Autograd를 통한 지원 강화는 향후 CUDA의 아성에 균열을 일으킬 가능성이 있다.

HIP는 CUDA에 대한 오픈 소스 대안으로, 개발자들이 기존 CUDA 코드를 AMD GPU에서도 쉽게 실행할 수 있도록 설계된 이식성 인터페이스이다. 개발자들이 최소한의 수정만으로 CUDA 기반 코드를 AMD 하드웨어로 옮길 수 있어, Nvidia 생태계에서 벗어나는 전환 비용을 크게 낮춘다. AMD는 HIP를 포함한 ROCm 플랫폼을 오픈 소스 생태계로 구축하여, 장기적으로 혁신을 촉진하고 Nvidia의 독점적인 잠금 효과를 약화시키려고 노력 중이다.

과거에는 PyTorch가 Nvidia의 CUDA 생태계에 깊이 종속되어 있어 TPU에서 효율적으로 구동하기 어려웠다. 하지만 Google은 XLA (Accelerated Linear Algebra) 컴파일러를 통해 PyTorch 코드가 TPU에서도 자연스럽게 실행되도록 지원을 대폭 강화했다. Google은 과거의 폐쇄적인 태도를 버리고 PyTorch 커뮤니티에 적극적으로 코드를 기여하며, 비효율적인 변환 계층 없이도 PyTorch의 즉시 실행 (Eager Execution) 모드를 TPU에서 직접 활용할 수 있게 만들었다. 이제 PyTorch 사용 기업들도 코드 수정 없이 TPU로의 전환이 매우 쉬워진 것이다.

기존에는 PyTorch가 코드를 한줄씩 실행하며 실시간으로 계산 순서를 결정했으나, AOT (Ahead-of-Time) Autograd는 모델 학습이 시작되기 전에 전체 계산 과정을 분석하여 최적의 실행 계획표를 미리 작성한다. 이 기능이 TPU 지원에 중요한 이유는 다음과 같다. TPU는 Nvidia GPU의 CUDA와 달리 Google의 XLA (Accelerated Linear Algebra) 컴파일러를 통해 작동한다. XLA는 동적인 연산보다는 전체 연산 흐름이 고정된 정적 그래프 (static graph)를 입력 받아 효율적으로 컴파일하고 최적화하는 데 특화되어 있다. AOT Autograd는 PyTorch의 동적 특성을 유지하면서도 XLA가 요구하는 정적 그래프를 제공한다. 즉 AOT Autograd는 PyTorch 코드와 Google TPU 하드웨어 사이의 성능 병목을 제거하는 핵심 기술이다. 이를 통해 Meta와 같은 기업들이 기존의 방대한 PyTorch 코드 베이스를 거의 수정 없이 TPU에서 고성능으로 실행할 수 있게 되었다.

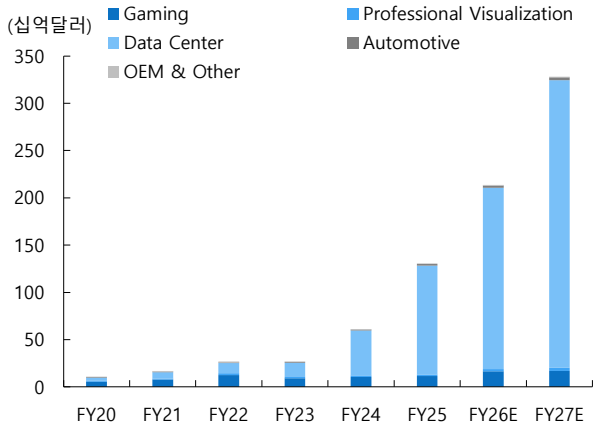
이러한 노력을 통해 고객사들이 Nvidia의 CUDA에서 벗어나게 된다면 고객사들은 Nvidia의 GPU보다 훨씬 저렴한 AMD의 GPU 또는 Google의 TPU를 보다 많이 사용하게 될 전망이다. 단 이를 위해서는 성능 최적화나 안정성 측면에서 많은 보강이 필요하므로 아직 성공 여부를 판단하기에는 이른 것으로 보인다.

표1. Nvidia 분기 및 연간 실적 추이

결산월	24.04	24.07	24.10	25.01	25.04	25.07	25.10	26.01	24.01	25.01	26.01	27.01
(십억 달러)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	26.0	30.0	35.1	39.3	44.1	46.7	57.0	65.5	60.9	130.5	213.2	324.1
YoY(%)	*262.1*	*122.4*	*93.6*	*77.9*	*69.2*	*55.6*	*62.5*	*66.5*	*125.9*	*114.2*	*63.4*	*52.1*
QoQ(%)	*17.8*	*15.3*	*16.8*	*12.1*	*12.0*	*6.1*	*22.0*	*14.9*				
데이터센터	22.6	26.3	30.8	35.6	39.1	41.1	51.2	59.8	47.5	115.2	191.7	304.4
게이밍	2.6	2.9	3.3	2.5	3.8	4.3	4.3	4.0	10.4	11.4	16.4	16.9
시각화	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8	1.6	1.9	2.6	3.2
전장	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.1	1.7	2.4	2.9
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
매출총이익	20.4	22.6	26.2	28.7	26.7	33.9	41.8	49.1	44.3	97.9	151.9	242.0
GPM(%)	78.4	75.1	74.6	73.0	60.5	72.4	73.4	75.0	72.7	75.0	71.2	74.7
영업이익	16.9	18.6	21.9	24.0	21.6	28.4	36.0	44.2	33.0	81.5	134.6	218.2
OPM(%)	*64.9*	*62.1*	*62.3*	*61.1*	*49.1*	*60.8*	*63.2*	*67.4*	*54.1*	*62.4*	*63.1*	*67.3*
YoY(%)	*690.1*	*174.1*	*109.9*	*76.5*	*28.0*	*52.6*	*64.7*	*83.8*	*680.6*	*147.0*	*65.3*	*62.1*
QoQ(%)	*24.2*	*10.2*	*17.3*	*9.9*	*-10.0*	*31.4*	*26.6*	*22.7*				
EPS(달러)	0.60	0.68	0.79	0.90	0.77	1.08	1.31	1.47	1.21	2.97	4.61	7.31
YoY(%)	*627.7*	*172.0*	*110.7*	*80.7*	*27.5*	*58.8*	*65.8*	*63.8*	*584.7*	*146.5*	*55.1*	*58.6*
QoQ(%)	*21.3*	*12.6*	*16.2*	*13.9*	*-14.4*	*40.3*	*21.3*	*12.5*				

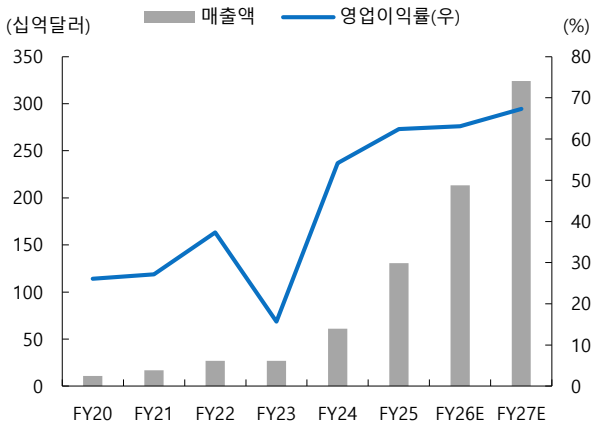
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

그림1. Nvidia 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



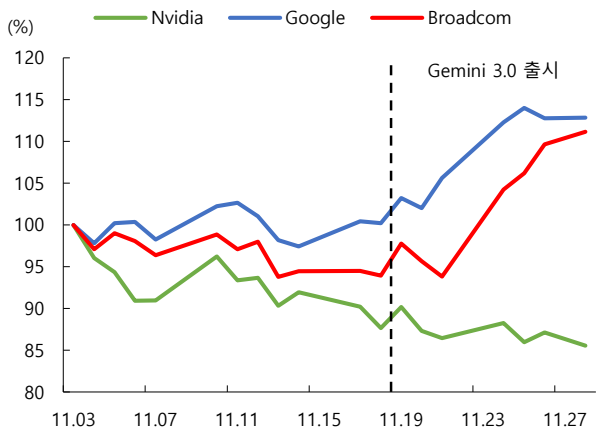
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

그림2. Nvidia 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



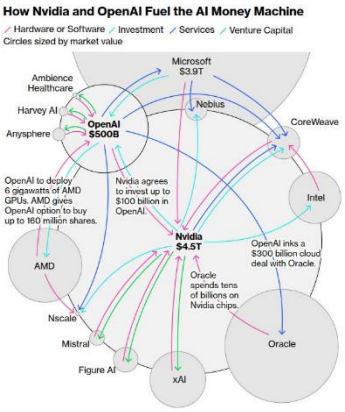
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준

그림3. Gemini 3.0 출시 이후 기업별 주가 추이



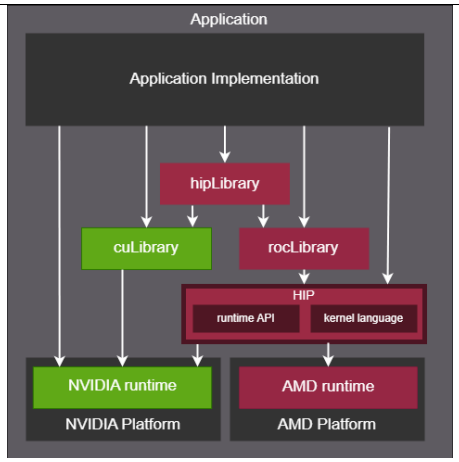
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 25.11.03 = 100%

그림4. Nvidia, OpenAI 중심의 AI 순환 투자 구조



자료: Bloomberg News, iM증권 리서치본부

그림5. HIP 를 통해 다른 기종의 GPU 에서 동일 기능 구현 가능



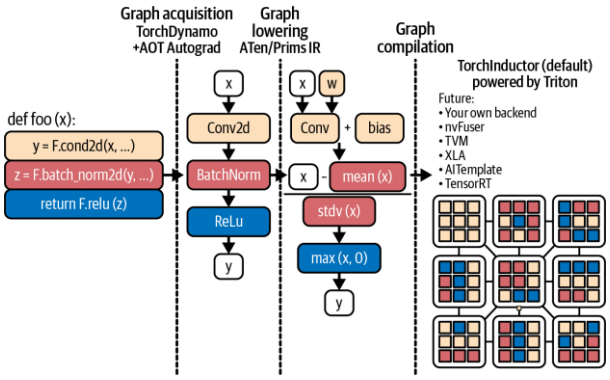
자료: AMD, iM증권 리서치본부

표2. Nvidia와 구글의 AI 생태계 비교

구분	Nvidia	Google
최상위 S/W	PyTorch	Jax
자동 미분 엔진	Autograd	AOT Autograd
하위 H/W Interface	CUDA	XLA
H/W	GPU	TPU

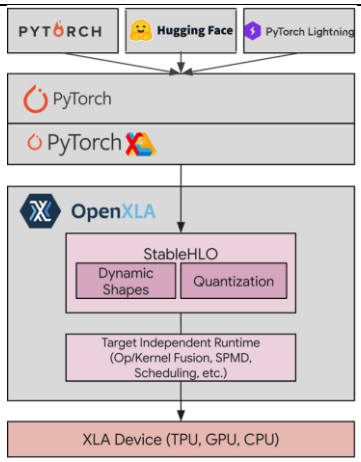
자료: Bloomberg News, iM증권 리서치본부

그림6. AOT Autogard 를 통해 PyTorch 실행 가능한 환경 조성



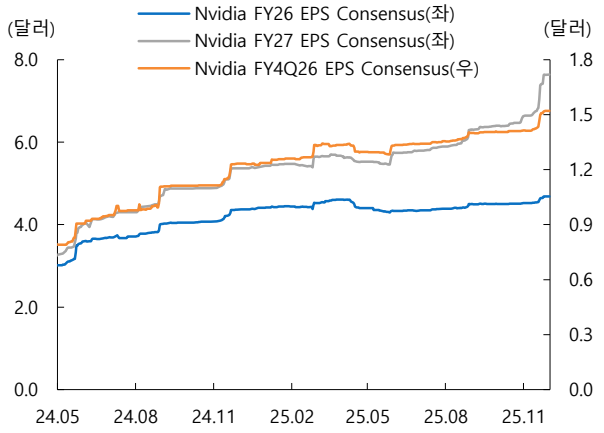
자료: OREILY, iM증권 리서치본부

그림7. XLA 를 통해 TPU 에서 PyTorch 실행 가능



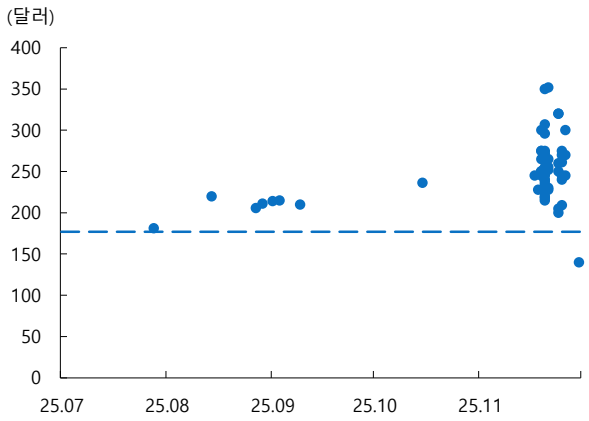
자료: Google, iM증권 리서치본부

그림8. Nvidia EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. Nvidia 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무상태표

(단위:백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
유동자산	28,829	23,073	44,345	80,126
현금 및 현금성자산	1,990	3,389	7,280	8,589
매출채권	4,650	3,827	9,999	23,065
비유동자산	15,358	18,109	21,383	31,475
유형자산	3,607	4,845	5,260	8,076
무형자산	6,688	6,048	5,542	5,995
자산총계	44,187	41,182	65,728	111,601
유동부채	4,335	6,563	10,631	18,047
비유동부채	13,240	12,518	12,119	14,227
부채총계	17,575	19,081	22,750	32,274
지배주주지분	26,612	22,101	42,978	79,327
자본금	10,388	11,973	13,134	11,261
이익잉여금	16,235	10,171	29,817	68,038
자본총계	26,612	22,101	42,978	79,327

포괄손익계산서

(단위:백만USD,%)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액	26,914	26,974	60,922	130,497
매출원가	9,439	11,618	16,621	32,639
매출총이익	17,475	15,356	44,301	97,858
판매비와관리비	2,166	2,440	2,654	3,491
EBITDA	11,383	5,961	34,749	83,673
영업이익	10,041	4,224	32,972	81,453
영업이익률	37.3	15.7	54.1	62.4
세전계속사업이익	9,941	4,181	33,818	84,026
법인세비용	189	-187	4,058	11,146
당기순이익	9,752	4,368	29,760	72,880
성장률(YoY)				
매출액	61.4	0.2	125.9	114.2
영업이익	121.6	-57.9	680.6	147.0
순이익	125.1	-55.2	581.3	144.9

현금흐름표

(단위:백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
영업활동현금흐름	9,108	5,641	28,090	64,089
당기순이익	9,752	4,368	29,760	72,880
유무형자산감가상각비	1,174	1,544	1,508	1,864
비현금항목	1,545	1,936	544	-1,272
투자활동현금흐름	-9,830	7,375	-10,566	-20,421
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-976	-1,833	-1,069	-3,236
기타투자활동	-8,591	9,257	-9,414	-16,178
재무활동현금흐름	1,865	-11,617	-13,633	-42,359
부채의 증감	-1,000	0	-1,250	-1,250
자본의 증감	281	-9,684	-9,130	-33,216
배당금지급	-399	-398	-395	-834
기타재무활동	2,983	-1,535	-2,858	-7,059
현금및현금성자산의 증감	1,143	1,399	3,891	1,309
기초현금및현금성자산	847	1,990	3,389	7,280
기말현금및현금성자산	1,990	3,389	7,280	8,589
잉여현금흐름	8,132	3,808	27,021	60,853

주요투자지표

	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
주당지표				
EPS	0.4	0.2	1.2	3.0
BPS	1.1	0.9	1.7	3.2
CFPS	0.4	0.2	1.1	2.6
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(배)				
PER	57.4	78.7	50.7	48.6
PBR	21.5	22.7	35.0	44.0
PCR	62.6	89.8	53.6	54.6
EV/EBITDA	49.5	84.0	42.8	41.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	44.8	17.9	91.5	119.2
EBITDA이익률	42.3	22.1	57.0	64.1
부채비율	66.0	86.3	52.9	40.7
순부채비율	-35.2	-5.7	-34.7	-41.5
매출채권회전율(x)	7.0	9.5	8.6	8.3
재고자산회전율(x)	4.3	3.0	3.2	4.2

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: US-GAAP 기준

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-09-30 기준)

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%