

반도체 (Overweight)

[엔비디아 FY2Q27] 보여지기 시작했다

Issue

NVIDIA 실적 발표 Review 및 단기 업종 전략 점검

Pitch

매크로와 무관하게 27년에도 AI 투자는 강하게 나타날 수 있다는 것을 유지할 수 있는 단서가 명확히 포착된 실적. 단기 주가는 업황과 별개로 박스권 등락을 이어갈 수 있으나 27년까지 강한 우상향을 이어갈 수 있다는 점은 분명. 업종 비중확대 의견 유지

Rationale

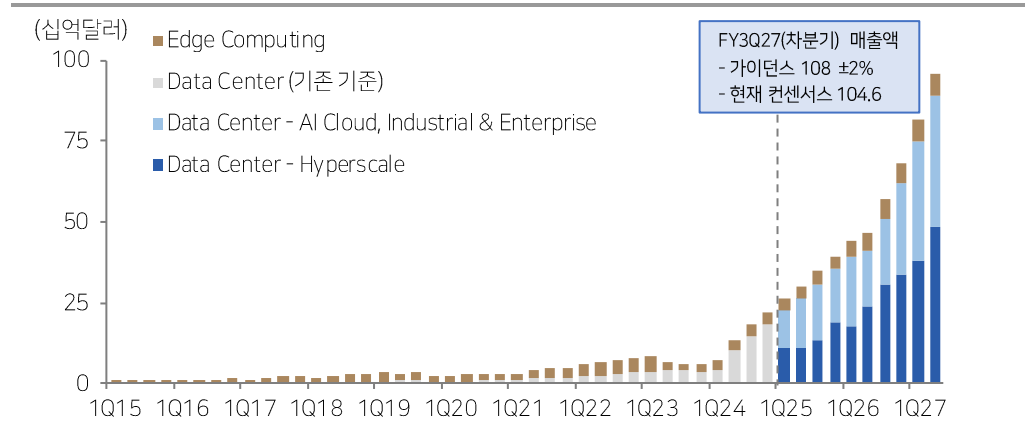
NVIDIA FY2Q27 실적 발표 요약

- 매출액 962억달러(+41%, 이하 QoQ), 영업이익 640억달러(+67%)로 컨센서스(매출액 922억달러, 영업이익 612억달러) 대비 상회. 차분기 가이던스(매출액 1,058~1,102억달러) 기존 눈높이(1,046억달러) 상회
- 수주잔고 성격의 지표(Total Purchase Commitments)는 FY2Q26 458억달러→FY3Q26 503억달러→FY4Q26 952억달러→FY1Q27 1,190억달러→ 당분기 2,790억달러로 증가세 지속
- 금번 실적에서의 핵심 체크 포인트는 3가지
 - ① 공급제약이 아니었다면: FY28(CY27) 매출액 성장률 가이던스를 +70%로 제시. 수요 보다 공급제약 상황을 감안해 제시한 것이라고 강조. 공급제약 요인을 배제하면 +70%보다 '상당히' 높은 수준
 - ② ACIE(하이퍼스케일러 외) 성장 가속화: 차분기 및 27년 주된 성장 동력으로 ACIE 부문을 언급. NVIDIA가 AI 모델 진입 장벽을 낮추고 이로 인해 빅테크 외 플레이어들의 생태계 진입 및 경쟁 확대가 시작됐음을 알 수 있는 단서. 향후 빅테크의 서비스 대비 클라우드 비즈니스 집중 확대로 연결될 부분이며, 메모리를 비롯한 하드웨어의 프리미엄 전개가 가능할 수 있을 것으로 판단
 - ③ 중국을 반영하지 않고도: 지난 16-17-18 Cycle과 동일하게 Cycle 중후반부 수요 탄력의 중요 변수는 중국. 최근 중국 내 주요 빅테크 실적 발표에서도 나타난 것처럼 향후 기대할 수 있는 수요처임이 분명. 이를 반영하지 않아도 현재의 수요 전망이라는 점이 중요

업종 투자전략

- AI 산업의 단기/중기 투자 확대 방향성을 재확인할 수 있는 실적발표. 최근 매크로 등 여러 이유로 주가는 괴리가 있으나 이와 관계없이 펀더멘털은 강하다는 것을 다시 한번 명확히 체감
- 환율 변동성으로 인한 3분기 실적 불확실성과 비우호적 매크로 환경 등이 10월 말~11월 초까지 박스권 형태로 등락을 이어갈 수 있는 환경. 그러나 강한 업황과 주주 환원 정책이 맞물려 업종 추가 저점을 높여 가게 해줄 것으로 판단

Fig. 1: NVIDIA 부문별 매출액 추이

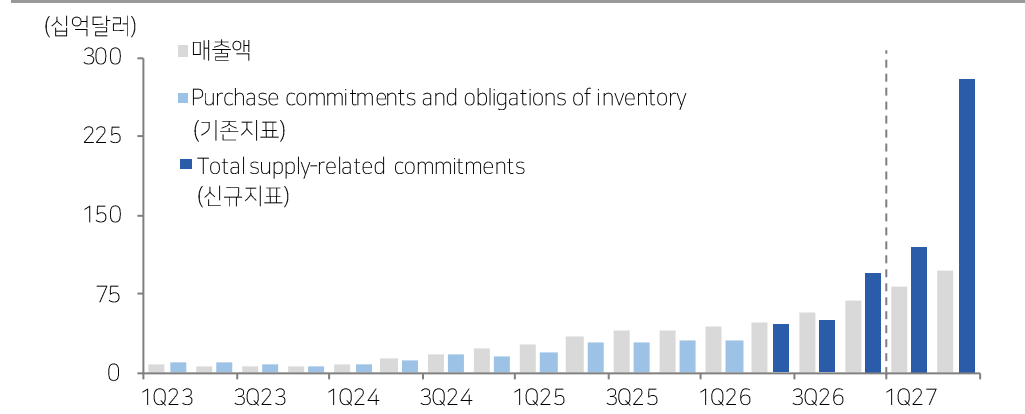


Source: NVIDIA, 다올투자증권

Note1: FY기준

Note2: FY1Q27부터 사업부문 분류 변경. FY1Q25부터 신규 기준 적용

Fig. 2: NVIDIA 수주잔고 성격 지표

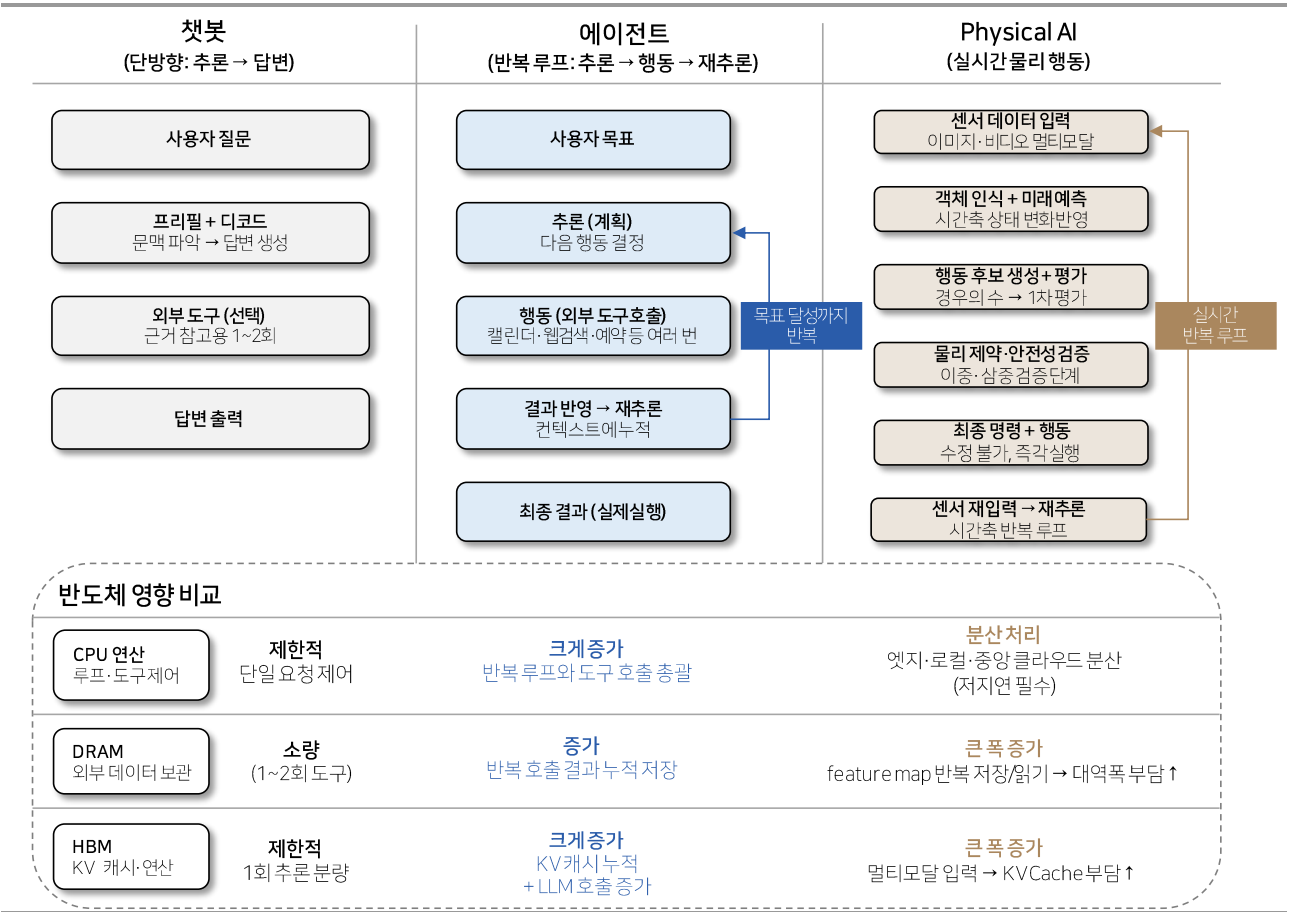


Source: NVIDIA, 다올투자증권

Note1: FY기준

Note2: FY2Q26부터 수주잔고 지표 산출 방식 변경. 비재고 구매 약정 포함

Fig. 3: 추론 연산 비교: 챗봇 vs 에이전트 vs Physical AI



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 성능 결정 변수가 연산의 다다익선으로 이동, 생태계 모두가 막대한 AI 투자 비용 분담



Source: 다올투자증권

Fig. 5: 엔비디아 주요 사업부별 Comment

사업부	FY4Q26(11~2월)	FY1Q27(3~5월)	FY2Q27(6~8월)	FY4Q27(9~11월)
Data Center	- 데이터센터 매출 \$62B는 Blackwell/Blackwell Ultra의 지속적인 강세가 견인 - 인프라 수요 높아짐에 따라 Hopper/Ampere 기반 제품도 상당 부분 매진 - Rubin은 Blackwell 대비 추론 토큰 비용 최대 10배 절감을 목적으로 6개 칩으로 구성 - 이번주 초 첫번째 Vera Rubin 샘플을 고객에게 출하 → CY26 하반기에 생산 출하 시작할 계획 - 에이전트형 AI 전환점 도래, 기업의 에이전트 채택 급증 - 2030년까지 5GW 넘는 AI 팩토리 구축 목표	- 데이터센터 매출은 \$75B, YoY +92%, B300 램프업·네트워킹 수요가 견인 - Hyperscale과 ACIE 매출 비중 각각 약 50%로 전분기와 동일 - 차이점은 하이퍼스케일러 외 AI Clouds, 산업, 엔터프라이즈, 소비자 고객으로 수요 다변화 - 에이전트 AI·강화학습 확산은 CPU에게 새로운 컴퓨팅 성장 기회 - Vera Rubin은 올해 하반기부터 생산 출하될 예정 - Standalone Vera CPU 매출, 올해 약 \$20B 가시성 확보 → \$200B 규모 신규 TAM 진입 - Vera Rubin, Blackwell 대비 추론 처리량 최대 35배·AI Factory 매출 최대 10배 제시 - 중국향 Hopper 출하는 인식하지 않으며 향후 H200 불확실성은 남아있어 가이던스 미포함	- 데이터센터 매출은 \$89B, YoY +117%, Blackwell Ultra 인프라 램프업이 견인 - Hyperscale 향 매출은 Blackwell Ultra - 인프라 수요 높아짐에 따라 Hopper/Ampere 기반 제품도 상당 부분 매진 - 하이퍼스케일러 고객들의 실적은 매출 성장 가속 및 매진 확대로 견조 - Rubin은 Blackwell 대비 추론 토큰 비용 최대 10배 절감을 목적으로 6개 칩으로 구성 - 이번주 초 첫번째 Vera Rubin 샘플을 고객에게 출하 → CY26 하반기에 생산 출하 시작할 계획 - 클라우드 산업의 백로그는 현재 \$2T 이상 → 상위 5개 하이퍼스케일러의 CapEx 전망: CY2026 약 \$800B, CY2027 약 \$1.3T - ACIE 부문은 네오클라우드의 신규 데이터센터 용량 증설이 성장 견인 - 네오클라우드 파트너의 총 설치 용량은 연말 기준 약 8GW 전망 → 2025년 말 약 3GW 대비 크게 확대 - 당분기 중국 고객 대상 H200 출하는 데이터센터 매출의 1% 미만	- 데이터센터 매출은 \$89B, YoY +117%, Blackwell Ultra 인프라 램프업이 견인 - Rubin은 Blackwell 대비 추론 토큰 비용 최대 10배 절감을 목적으로 6개 칩으로 구성 - 이번주 초 첫번째 Vera Rubin 샘플을 고객에게 출하 → CY26 하반기에 생산 출하 시작할 계획 - 클라우드 산업의 백로그는 현재 \$2T 이상 → 상위 5개 하이퍼스케일러의 CapEx 전망: CY2026 약 \$800B, CY2027 약 \$1.3T - ACIE 부문은 네오클라우드의 신규 데이터센터 용량 증설이 성장 견인 - 네오클라우드 파트너의 총 설치 용량은 연말 기준 약 8GW 전망 → 2025년 말 약 3GW 대비 크게 확대 - 당분기 중국 고객 대상 H200 출하는 데이터센터 매출의 1% 미만
Edge Computing	- Gaming: 강한 Blackwell 수요에 따라 매출 YoY +47% 증가. 단, 연말 시즌 이후 채널 재고 완화되며 QoQ -13% 감소 - Professional Visualization: 예외적인 Blackwell 수요로 인해 매출 YoY +159% 증가 - Automotive: 자율주행 플랫폼의 채택 지속. 보스턴다이내믹스, 캐터필라, LG 전자 등 글로벌 산업 리더들이 NVIDIA 로보틱스 스택 사용 중	- 당분기 매출 \$6.4B, YoY +29% - 높은 메모리 및 시스템 가격이 부담 → 수요 둔화 영향 존재 - Physical AI 매출, 지난 1년간 90억 달러 상회 - Uber와 협력해 2028년까지 4개 대륙·약 30개 도시에서 로보택시 운영 예정 - 산업·수술·휴머노이드 로봇 기업의 NVIDIA 기술 채택 확대	- 당분기 매출 \$7.2B, YoY +27% - Blackwell 워크스테이션 판매 호조가 성장 견인 - 다만 높은 메모리 및 시스템 가격으로 예외적인 Blackwell 소비자 PC 수요가 둔화되며 일부 상쇄 - Automotive 온프레미스 매출 \$8B은 자동차 고객의 AI 인프라 도입 확대가 Edge/Physical AI 수요를 견인	- 강한 Blackwell 수요에 따라 매출 YoY +47% 증가. 단, 연말 시즌 이후 채널 재고 완화되며 QoQ -13% 감소 - 예외적인 Blackwell 수요로 인해 매출 YoY +159% 증가 - 자율주행 플랫폼의 채택 지속. 보스턴다이내믹스, 캐터필라, LG 전자 등 글로벌 산업 리더들이 NVIDIA 로보틱스 스택 사용 중
주요 Q&A	Q. 주요 CSP들의 재무상태 등을 고려 시 향후 CapEx 증가세의 지속 가능성? - 주요 CSP들의 현금흐름 성장 확신 - 우리는 현재 에이전트형 AI의 전환과 유용성 목적 중. 놀라운 컴퓨팅 수요 발생 - AI 세계에서 컴퓨팅 수요는 곧 매출. CSP들이 수익성 있는 토큰을 생성하는 중 Q. OpenAI, Intel, Synopsis, Nokia 등 파트너사로의 투자가 갖는 역할과 목적? - NVIDIA의 핵심은 생태계. 전략적 투자는 생태계 확장 및 강화를 위한 도구 - 우리는 LLM, Physical AI, Robotics 등 전반적인 생태계 자체를 NVIDIA 플랫폼 위에 구축하고자 함	Q. 주요 CSP들의 CapEx를 상회하는 성장 가능성 및 ACIE 수요? - Data Center 사업이 주요 CSP들의 CapEx보다 빠르게 성장할 수 있다고 판단 - Hyperscale 외에도 AI-native Cloud·기업·산업·소비자 AI 수요 빠르게 확대 - Hyperscale 고객의 AI 투자는 향후에도 지속될 전망, AI 컴퓨팅이 클라우드 사업자의 이익을 직접 창출하는 구조로 변화 Q. Vera Rubin의 추론 시장 점유율 확대 가능성? - 새로운 프론티어 모델 기업의 증가와 Anthropic과의 파트너십 확대에 힘입어 추론 시장 점유율을 빠르게 확대 중 - Anthropic의 컴퓨팅 수요가 빠르게 증가 중, Azure·AWS·CoreWeave 등 여러 클라우드에서 Anthropic의 용량 확대를 지원할 예정 - Vera Rubin은 모든 주요 프론티어 모델 기업이 초기부터 채택할 것으로 기대, Blackwell보다 더 성공적인 출발이 예상	Q. FY28 매출 성장률 약 70%를 제시한 근거와 실제 수요 성장률과의 차이를 만드는 공급 제약은? - 실제 수요 성장률은 +70%를 크게 상회하나, 공급능력을 고려해 FY28 매출 성장률을 약 70%로 제시 - AI 에이전트 확산으로 에이전트당 컴퓨팅 수요가 기존 대비 15~100배 증가 - 메모리·전력·토지·데이터센터 등 공급망 전반에 선제적으로 대응 중이며, 공급 확대에 따라 추가적인 성장 여지 Q. FY28 수요 대비 공급 제약의 주요 병목은 무엇이며, 공급 개선 시점? - 특정 부품 하나가 아닌 NVIDIA 전체 공급망이 전반적으로 병목 상태, 모든 공급업체가 최대 수준으로 가동 중 - 신규 생산능력과 수율 개선이 지속적으로 우리는 LLM, Physical AI, Robotics 등 전반적인 생태계 자체를 NVIDIA 플랫폼 위에 구축하고자 함 - 추가 공급 확대를 위해 전체 공급망과 협력 중	Q. 주요 CSP들의 재무상태 등을 고려 시 향후 CapEx 증가세의 지속 가능성? - 주요 CSP들의 현금흐름 성장 확신 - 우리는 현재 에이전트형 AI의 전환과 유용성 목적 중. 놀라운 컴퓨팅 수요 발생 - AI 세계에서 컴퓨팅 수요는 곧 매출. CSP들이 수익성 있는 토큰을 생성하는 중 Q. OpenAI, Intel, Synopsis, Nokia 등 파트너사로의 투자가 갖는 역할과 목적? - NVIDIA의 핵심은 생태계. 전략적 투자는 생태계 확장 및 강화를 위한 도구 - 우리는 LLM, Physical AI, Robotics 등 전반적인 생태계 자체를 NVIDIA 플랫폼 위에 구축하고자 함

Source: NVIDIA, 다올투자증권

컨퍼런스콜 Q&A 정리

Q. FY28 매출 성장률 약 70%를 제시한 근거와 실제 수요 성장률과의 차이를 만드는 공급 제약은?

- 실제 수요 성장률은 +70%를 크게 상회하나, 공급능력을 고려해 FY28 매출 성장률을 약 70%로 제시
- AI 에이전트 확산으로 에이전트당 컴퓨팅 수요가 기존 대비 15~100 배 증가
- 메모리·전력·토지·데이터센터 등 공급망 전반에 선제적으로 대응 중이며, 공급 확대에 따라 추가적인 성장 여지

Q. AI 추론 워크로드 변화와 NVIDIA 의 경쟁력?

- AI 워크로드가 데이터 준비 → Pre-training → Post-training → Agentic inference 로 복잡화
- NVIDIA 는 전 영역에 활용 가능한 범용·가변형 플랫폼을 보유
- Hopper → Blackwell → Rubin 으로 세대 전환하며 GW 당 매출 기회가 \$18B → \$25B → \$40B 로 확대
- CPU·네트워킹·추론까지 포함해 데이터센터 TAM 확대

Q. FY28 매출 성장률 +70%의 제품별 기여와 공급 제약이 없다면 성장률은 어느 수준?

- Vera Rubin·CPU·네트워킹·Groq 등 풀스택 플랫폼 확대와 세대 전환에 따른 시스템 가치 상승이 성장에 기여
- 공급 제약이 없다면 성장률은 +70%보다 상당히 높을 것, 특히 하이퍼스케일러 외 ACIE 가 연간 100% 성장하며 추가 성장동력으로 부상

Q. AI 랩의 자체 칩 개발에도 불구하고 NVIDIA 가 이들에 투자하는 이유는?

- 자체 칩은 특정 클라우드·추론에 특화된 반면, NVIDIA 는 모든 클라우드와 AI 생애주기를 지원하는 풀스택 AI Factory 플랫폼이라는 점에서 차별화
- AI 랩의 글로벌 서비스 확대에 따라 장기적으로 NVIDIA 컴퓨팅을 지속 사용할 것으로 전망

Q. 오픈소스 AI 모델 확대가 NVIDIA 성장에 긍정적?

- 폐쇄형·오픈소스 모델 모두 빠르게 성장하고 있으며, 대부분의 오픈 모델이 NVIDIA 에서 구동 → 오픈 모델 확대 역시 컴퓨팅 수요 증가로 연결
- 오픈 모델은 AI 스타트업·엔터프라이즈의 자체 AI 구축을 촉진해 NVIDIA 컴퓨팅 수요를 추가 확대

Q. AI 에이전트·AGI 확산이 향후 컴퓨팅 수요와 NVIDIA 성장에 미치는 영향은?

- AI 가 생성형 AI → Agentic AI 로 전환되면서 컴퓨팅 수요는 추가 가속될 전망
- 향후 기업마다 수십만~수백만 개의 AI 에이전트가 24 시간 지속적으로 작동할 것으로 예상
- AI 가 생산적·유용한 업무를 수행하고 수익성 있는 토큰을 생성하고 있으며, 컴퓨팅을 추가 투입하면 더 많은 수익성 있는 토큰을 생성할 수 있어 수요가 추가 확대될 것

Q. FY28 수요 대비 공급 제약의 주요 병목은 무엇이며, 공급 개선 시점?

- 특정 부품 하나가 아닌 NVIDIA 전체 공급망이 전반적으로 병목 상태, 모든 공급업체가 최대 수준으로 가동 중
- 신규 생산능력과 수율 개선이 지속적으로 진행될 예정, 현재 약 70%의 수요를 충족할 공급을 확보한 상태
- 추가 공급 확대를 위해 전체 공급망과 협력 중

Q. Vera Rubin 이후 GW 당 매출 기회 확대와 공급능력 증가 가능성은?

- GW 당 NVIDIA 매출 기회는 Hopper \$18B → Grace Blackwell \$25B → Vera Rubin \$40B 로 확대, 차세대 제품에서는 추가 상승할 전망
- 핵심은 동일한 전력·부지에서 더 많은 컴퓨팅을 집적하는 것
- 성능·생산성·활용도(fungibility)가 함께 개선되면서 고객의 투자 회수기간도 짧아져 AI 데이터센터 투자를 지속적으로 확대할 수 있는 구조라고 설명

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 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 주권사로 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 '아리따글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

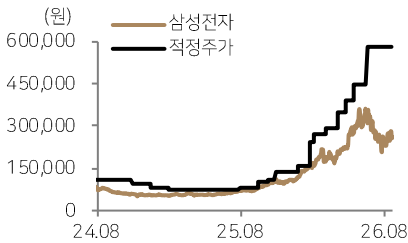
아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 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 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

삼성전자(005930)



일자	투자 의견	적정주가	일자	투자 의견	적정주가	일자	투자 의견	적정주가
2024.05.31	BUY	110,000원	2024.11.01	BUY	93,000원	2024.12.17	BUY	77,000원
2025.02.03	HOLD	72,000원	2025.02.11	BUY	72,000원	2025.05.02	BUY	71,000원
2025.08.01	BUY	83,000원	2025.09.22	BUY	100,000원	2025.10.15	BUY	110,000원
2025.10.31	BUY	136,000원	2026.01.02	BUY	160,000원	2026.01.30	BUY	245,000원
2026.02.10	BUY	270,000원	2026.03.11	BUY	290,000원	2026.04.08	BUY	350,000원
2026.05.04	BUY	390,000원	2026.05.19	BUY	450,000원			

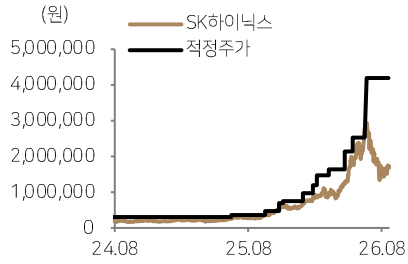
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.11.01	93,000원	55,263원	58,700원	-40.6	-36.9
2024.12.17	77,000원	54,152원	57,300원	-29.7	-25.6
2025.02.03	72,000원	56,187원	61,800원	-22.0	-14.2
2025.05.02	71,000원	60,315원	72,600원	-15.1	2.3
2025.08.01	83,000원	71,794원	80,500원	-13.5	-3.0
2025.09.22	100,000원	87,117원	94,400원	-12.9	-5.6
2025.10.15	110,000원	98,850원	104,100원	-10.1	-5.4
2025.10.31	136,000원	104,874원	119,900원	-22.9	-11.8
2026.01.02	160,000원	145,845원	162,400원	-8.9	1.5
2026.01.30	245,000원	161,686원	169,100원	-34.0	-31.0
2026.02.10	270,000원	189,000원	218,000원	-30.0	-19.3
2026.03.11	290,000원	188,225원	208,500원	-35.1	-28.1
2026.04.08	350,000원	215,324원	226,000원	-38.5	-35.4
2026.05.04	390,000원	272,611원	296,000원	-30.1	-24.1
2026.05.19	450,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 26일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

SK하이닉스 (000660)



일자	2024.05.31	2024.06.18	2024.07.26	2024.12.17	2025.06.23	2025.09.22
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	290,000원	295,000원	310,000원	290,000원	350,000원	430,000원
일자	2025.10.30	2025.11.06	2026.01.02	2026.01.30	2026.02.10	2026.03.11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	700,000원	760,000원	950,000원	1,200,000원	1,460,000원	1,600,000원
일자	2026.04.24	2026.05.19				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	2,100,000원	2,500,000원				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2024.05.31	290,000원	207,218원	223,000원	-28.6	-23.1
	2024.06.18	295,000원	227,357원	241,000원	-22.9	-18.3
	2024.07.26	310,000원	178,157원	201,000원	-42.5	-35.2
	2024.12.17	290,000원	199,279원	257,000원	-31.3	-11.4
	2025.06.23	350,000원	279,070원	353,000원	-20.3	0.9
	2025.09.22	430,000원	428,609원	558,000원	-0.3	29.8
	2025.10.30	700,000원	582,400원	620,000원	-16.8	-11.4
	2025.11.06	760,000원	569,211원	651,000원	-25.1	-14.3
	2026.01.02	950,000원	754,100원	861,000원	-20.6	-9.4
	2026.01.30	1,200,000원	873,429원	909,000원	-27.2	-24.3
	2026.02.10	1,460,000원	935,765원	1,099,000원	-35.9	-24.7
	2026.03.11	1,600,000원	1,003,844원	1,225,000원	-37.3	-23.4
	2026.04.24	2,100,000원	1,590,071원	1,976,000원	-24.3	-5.9
	2026.05.18	2,500,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 26일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가