유진투자증권

Korea | 반도체 | 2025.11.24

Memory Watch

엔비디아도 실패한 AI 일병 구하기

Key Point

DXI 지수 주간 3.7% 상승.

앤트로픽, 엔비디아, MS 와 벤더파이낸싱 계약 체결.

엔비디아의 호실적 발표에도 유동성 경색과 금리 불확실성이 급증하는 AI 투자에 부담으로 작용.

이승우_swlee6591@ / **박재환**_jaehwan124@

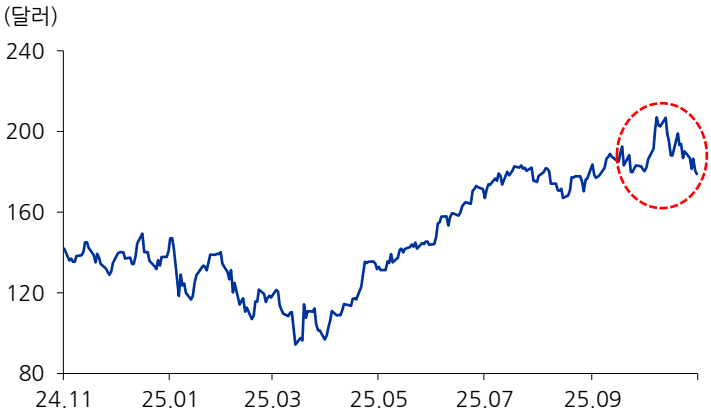
- **주간 주가:** S&P500 -1.9%, SOX -5.9%, 엔비디아 -5.9%, PANW -10.9%, 월마트 +2.8%, 타겟 -2.5%, 홈디포 -5.3%
- **엔비디아:** 3Q 실적은 매출 570억 달러(+62%), OP 378억 달러(OPM 66.2%), EPS 1.30으로 예상치 상회. 데이터센터 매출은 512억 달러(+66%)로 경쟁사들 대비 훨씬 높은 성장률 기록. 한편 사우디와 앤트로픽 계약을 감안할 경우 25~26년 매출은 기존 가이던스인 5,000억 달러를 넘어설 것이라는 전망을 제시.
- **앤트로픽:** 엔비디아와 마이크로소프트는 앤트로픽에 각각 100억 달러, 50억 달러를 투자하고, 앤트로픽은 약 300억 달러 규모의 Azure 컴퓨팅을 구매하는 계약을 체결. 앤트로픽도 AI 벤더 파이낸싱 순환구조에 진입. AI 빅 벤더들 또한 수직 통합을 강화하면서도 오픈AI 의존도를 낮추려는 전략. 다만 AI 투자 과열에 대한 우려 요인이 될 수 있는 내용.
- **So What:** 엔비디아의 호실적에도 AI 버블 우려와 주가 약세가 지속됨. 빅테크들의 채권 발행과 장기 금리의 상승, 엔화 불안, 정부 셧다운 등으로 REPO 금리가 급등. 일본 10월 CPI는 3.0%로 8월 저점 이후 다시 상승 전환하였다는 점에서 BOJ 금리 인상 우려가 높아짐. 이로 인해 미국내 단기 유동성 경색이 심화되면서 레버리지 투자가 위축된 것.
  지난 금요일 윌리엄스 뉴욕 연은 총재가 연내 추가 금리 인하 여지가 있다고 언급하면서, 12월 금리 인하 확률이 재 상승했고, 주식 시장도 일단 안정세를 보임. 하지만 여전히 연준 의원들의 금리에 대한 입장이 상이하게 갈리는 상황이기에 12월 FOMC 전까지 금리 방향성과 유동성으로 인한 증시 변동성이 지속될 수 있음.
  AI 버블과 관련된 논란이 계속되고 있지만, 메모리 가격은 흔들림 없는 강세를 기록 중에 있으며, 4분기 이익 증가에 기대는 전혀 약해지지 않고 있어, 상대적으로 가장 밸류에이션 매력이 높아 보임.

메모리 현물가 요약

현물가격 ($)	11/23	주간변화	MoM
Index			
DXI	345.001	3.7%	101.0%
DRAM			
DDR4 16Gb	28.71	6.8%	76.7%
DDR4 16Gb eTT	8.48	7.1%	67.0%
DDR4 8Gb	10.88	6.6%	42.6%
DDR4 4Gb	2.46	0.0%	0.0%
DDR5 16Gb	25.10	2.4%	111.5%
NAND			
SLC 16Gb	11.47	1.5%	12.4%
MLC 32Gb	3.97	0.2%	6.9%
MLC 64Gb	6.82	0.2%	6.5%
MLC 128Gb	10.40	0.2%	6.1%
MLC 256Gb	14.10	0.0%	6.4%

자료: DRAM Exchange, 유진투자증권

엔비디아 주가 추이



자료: 유진투자증권

엔비디아 3Q26 실적 코멘트

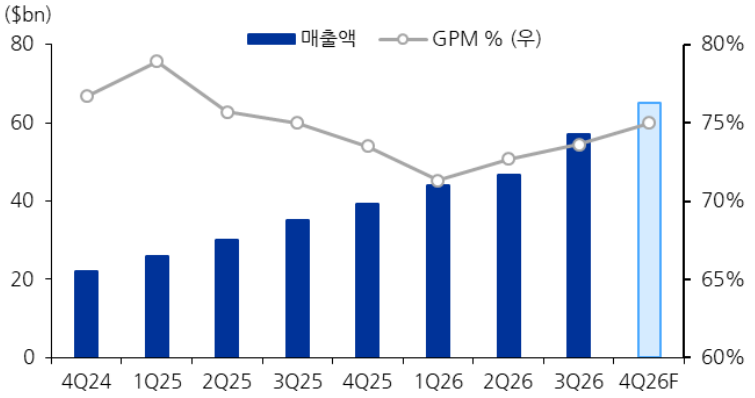
3Q26 데이터센터 매출은 $51.22B 로 전년비 66% 성장하며 소폭 둔화세를 보였던 성장이 가속화됨. GB300 의 본격적인 램프로 컴퓨트 매출은 전년비 56% 성장, Spectrum-X 와 Quantum-X 의 견조한 성장으로 네트워킹 매출은 전년비 162% 성장하며 고성장을 기록. GB300 의 램프업은 예상 대비 안정적으로 진행되고 있으며 3 분기 GB 플랫폼 매출의 2/3 수준을 차지함.

3 분기 GPM 은 73.6%로 전분기 72.7% 대비 개선되었으며, 4 분기 GPM 가이던스를 75%로 제시함. 주요 메모리 및 부품 가격 상승에도 TSMC 의 블랙웰 수율 개선과 엔비디아의 공급망 관리 역량으로 GPM 을 빠르게 회복시키고 있는 점이 인상적. **이에 더해 2026 년 말까지 $0.5T 의 GB+VR 플랫폼의 누적 매출액을 재확인하였으며, 앤트로픽과 사우디 계약을 추가하면 가이던스 추가 상향 여지가 존재한다고 언급한 점 또한 긍정적.**

버리의 감가 상각 우려를 의식한듯, 20 년간 축적된 CUDA 스택을 활용하면 출시된 지 6 년이 지난 암페어 시리즈 또한 여전히 사용가치가 충분하다고 언급함. 추가적으로 매출채권 급증이 AI 벤더 파이낸싱 구조와 맞물리며 우려로 작용했으나, **매출액 대비 매출채권 비중은 2 분기 59.5% 대비 3 분기 58.5%로 오히려 감소한 양상이기에, 이는 과도한 우려로 판단됨.**

최근 붉어지고 있는 Powered Shell 과 같이 전력·공간 등의 기초 인프라의 병목이 극심한 상황에서는, **'토큰 처리 성능/W'와 '토큰 처리 성능/단위 공간'이 압도적인 엔비디아의 NVLink 플랫폼이 유일한 해답일 것.**

도표 1. 엔비디아 매출액, GPM 추이



자료: Bloomberg, Nvidia, 유진투자증권

엔비디아 3Q26 주요 Q&A

Q. 블랙웰+루빈 25~26 년 매출 5,000 억달러 가이던스에서 이미 출하한 1,500 억달러를 제외한 3,500 억달러를 향후 14 개월 내 출하 가능하고, 가이던스 상향 여지가 있는지?

A. 블랙웰+루빈 합산 5,000 억달러 매출 전망은 FY26 말까지 달성 가능한 수준으로 유지하고 있음. 이번 분기에 약 500 억달러를 출하했으며, 이후에도 추가적인 주문을 지속적으로 수주하는 중임.
금일 발표한 사우디(KSA) 협약은 향후 3 년간 GPU 40 만~60 만개 추가 공급에 해당함. **Anthropic 계약 또한 전량 '넷 뉴(net new)' 수요로, 기존 5,000 억달러 전망치에 더해지는 물량임. 종합적으로 5,000 억달러는 보수적 기준선이며, 신규 대형 수주에 따라 상향 조정 가능성이 열려 있다고 판단하고 있음.**

Q. AI 인프라 CAPEX 규모와 자금조달/ROI 에 대한 우려가 큰데, 향후 12~18 개월 내에 공급이 수요를 따라잡을 수 있다고 보는지, 아니면 그 이후까지 타이트한 수급이 이어질지?

A. TSMC·패키징·메모리·ODM 과 함께 대규모 성장을 전제로 공급망을 선제적으로 구축해 둔 상태. AI 수요는 가속 컴퓨팅, 제너레이티브 AI, 에이전틱 AI 에서 동시에 증가하고 있으며, 모든 계층이 NVIDIA GPU 위에서 구동되는 구조. 이러한 구조적 수요를 감안할 때, 타이트한 공급에도 불구하고 강한 수요 환경은 12~18 개월을 넘어 상당 기간 지속될 수 있다고 인식하고 있음.

Q. 블랙웰+루빈 5,000 억달러 매출 전망에 내재된 1GW 당 엔비디아 매출 가정은 어느 수준인지, 그리고 2030 년까지 예상되는 3~4 조달러 규모 데이터센터 투자가 현금흐름 vs 벤더 파이낸싱으로 어떻게 분담될 것으로 보는지?

A. **호퍼 세대는 1GW 당 약 200 억~250 억달러 수준, Grace Blackwell 세대는 1GW 당 약 300 억달러(±) 수준으로 추정하고 있으며, 루빈 세대에서는 1GW 당 경제적 기여도가 이보다 더 높아질 것으로 전망하고 있음.** 전 세계적으로 1GW 전력 한도는 제한적이므로, 성능/W 와 TCO 개선이 곧 매출과 직결되는 환경이라고 보고 있음.
하이퍼스케일러의 수백억달러 규모 GPU CAPEX 는 비용 절감 및 기존 추천·광고 비즈니스 매출 성장에 기여해 상당 부분 자체 현금흐름으로 충당 가능하다고 판단함. 2030 년까지 3~4 조달러 수준으로 확대될 데이터센터 투자는 미국 CSP 외에도 각국 정부와 산업별 엔터프라이즈가 자체적으로 펀딩할 것으로 전망하고 있음.

Q. 향후 2~3 년간 엔비디아가 5,000 억달러에 근접하는 FCF 를 창출할 수 있다는 가정 하에, 이 현금을 CAPEX·공급망 투자, 자사주 매입, OpenAI·Anthropic 등 생태계 투자에 어떻게 배분할 계획인지?

A. 5,000 억달러 수준의 FCF 는 고성장과 대규모 공급망을 뒷받침하는 재원으로 활용할 계획. 공급사들은 엔비디아의 밸런스시트를 기반으로 설비 투자를 집행하고 있으며, 이는 다년간 축적된 신뢰에 기초하고 있음.
OpenAI에는 2016년 첫 AI 슈퍼컴퓨터를 제공한 이후 긴밀한 협력 관계를 유지해 왔으며, 현재 모든 트레이닝·인퍼런스가 엔비디아 위에서 수행되고 있음. Anthropic 을 포함한 전략적 투자는 OpenAI, xAI 등과 함께 CUDA 생태계 리치 확대 및 '세대급' 기업의 지분 참여를 동시에 달성하기 위한 자본 배분으로 인식하고 있음.

Q. 현재 출하 기준 약 40%로 알려진 인퍼런스 비중이 향후 1 년 내 어떤 방향으로 변화할지?

A. 프리트레이닝·포스트트레이닝·인퍼런스 '3 가지' 스케일링 법칙이 동시에 작동하면서 인퍼런스 연산량도 지수적으로 증가하고 있음. 우리는 인퍼런스 비중이 40%에서 더 확대되는 시나리오를 선호하며, 이는 실제 애플리케이션과 호출 빈도 증가를 의미함.
GB200·GB300 과 NVLink 72 기반 GB200 NVL72 는 SemiAnalysis 기준 인퍼런스에서 10~15 배 성능 우위를 보유. 추후 출하될 Rubin CPX 또한 롱 컨텍스트 워크로드에 특화되어 있어, 추론 시장에서 우위를 점할 것.

Q. 엔비디아 성장의 가장 큰 병목은 전력인지, 자금조달인지, 메모리/파운드리 등 다른 요소인지?

A. 전력, 자금조달, 메모리, 파운드리, 부지 등은 모두 잠재적 제약 요인으로 인식하고 있음. 다만 공급망 측면에서는 33 년에 걸친 파트너십을 기반으로 높은 가시성과 통제력을 확보하고 있음. 또한 토지·전력·셸·금융 파트너 네트워크를 구축해 전력·부지·자본 문제를 공동으로 해결 가능한 과제로 보고 있음.

Q. 엔비디아 GPM 방어 전략은?

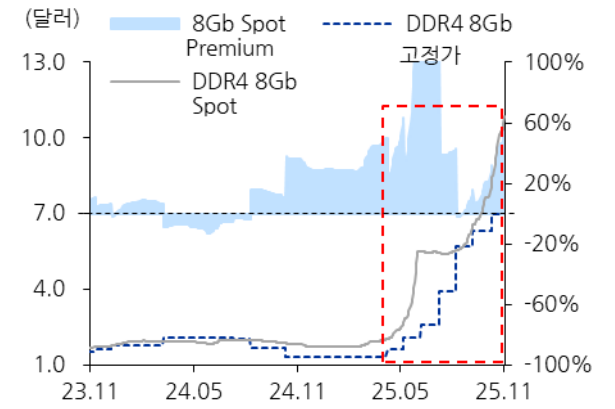
A. 내년에는 메모리·부품 등 입력비용 상승이 예상되며, 복잡한 시스템 구조로 인한 비용 부담도 존재함. 다만 코스트 절감, 사이클 타임 단축, 제품 믹스 조정을 통해 **내년에도 총마진을 중 70%대 수준에서 유지하는 것을 목표로 하고 있음.**

도표 2. 주요 업체들의 실적, 가이던스, 주가

날짜	기업명	실적 및 가이던스	주가 반응	비고
11/18	홈디포	실적 혼재 가이던스 혼재	-6%	· 매출 $41.35B(+2.8% yoy) 컨센 상회, 동일 매장 매출 성장 +0.2% 컨센 하회, EPS $3.74 컨센 하회 · FY26 가이던스 매출 3% 성장 컨센 상회, EPS 5% 하락 컨센 하회 · 폭풍(날씨) 활동이 전년비 개선되며 가구 교체 수요에 압박이 있었음 **· 소비자의 불확실성과 주택시장의 지속적인 압박이 주택 개선 수요에 악영향을 미치고 있음**
11/19	엔비디아	실적 상회 가이던스 상회	-3.2%	· 매출 $57.01B(+62% yoy) 컨센 상회, **컴퓨트 매출 $43.03B(+56% yoy) 컨센 상회** · 네트워킹 매출 $8.19B(+161.8% yoy) 컨센 상회, **GPM 73.6% 컨센 상회**, EPS $1.30 컨센 상회 **· FY4Q26 가이던스 매출 $63.7B~$66.3B 컨센 상회, GPM 75% 컨센 상회 (중국 매출 미포함)** **· 2026 년 말까지 블랙웰과 루빈에서 $0.5T 의 매출 달성 전망 재확인** **· 앤트로픽과 사우디 계약을 추가하면 $0.5T 보다 높은 매출을 달성할 가능성이 높음** · 3 분기 GB300 매출은 GB200 을 넘어서며 전체 블랙웰 매출의 약 2/3 을 차지함 **· 고도의 CUDA 스택을 기반으로 암페어, 호퍼를 포함한 전 세대의 GPU 가 모두 활용되고 있음**
	팔로알토 네트웍스	실적 상회 가이던스 혼재	-7.4%	· 매출 $2.47B(+16% yoy) 컨센 상회, RPO $15.5B(+23% yoy) 컨센 상회, EPS $0.93 컨센 상회 · FY2Q26 가이던스 매출 $2.57B~$2.59B 컨센 부합, EPS $0.93~$0.95 컨센 상회 · FY26 매출 $10.50B~$10.54B 로 상향조정 컨센 상회, EPS $3.8~$3.9 컨센 하회 **· $3.3B 에 Chronosphere 를 인수할 것을 발표 후 주가 하락**
	타겟	실적 하회 가이던스 상회	-2.8%	· 매출 $25.27B(-1.9% yoy) 컨센 하회, 동일 매장 매출 성장 -2.7% 컨센 하회, EPS $1.78 컨센 상회 · FY26 가이던스 EPS $7~$8 로 하향조정 컨센 상회 **· 3 분기 연속 동일매장 매출 마이너스 성장 기록, 방문객 2.2% 마이너스 성장 기록**
11/20	월마트	실적 상회 가이던스 부합	+6.5%	· 매출 $179.5B(+5.8% yoy) 컨센 상회, 동일 매장 매출 성장 +4.4% 컨센 상회, EPS $0.62 컨센 상회 · FY26 가이던스 매출 4.8%~5.1% 성장으로 상향조정 컨센 부합, EPS $2.58~$2.63 컨센 부합 **· 상류 및 중산층 가구가 성장을 주도하고 있으며, 저소득 가구는 압박에 직면함** **· 월마트 미국 매장의 평균 가격은 1.3% 상승했으며, 이는 소비자 물가 상승률 대비 낮은 수준** · 자사 보통주 상장을 나스닥으로 이전할 것
	인튜이트	실적 상회 가이던스 혼재	+4.3%	· 매출 $3.89B(+18.3% yoy) 컨센 상회, EPS $3.34 컨센 상회 · FY2Q26 가이던스 매출 14%~15% 성장 전망, EPS $3.63~$3.68 컨센 하회 · FY26 에 두자릿수 성장과 마진 개선에 대한 확신이 있음, 이전 전망을 유지

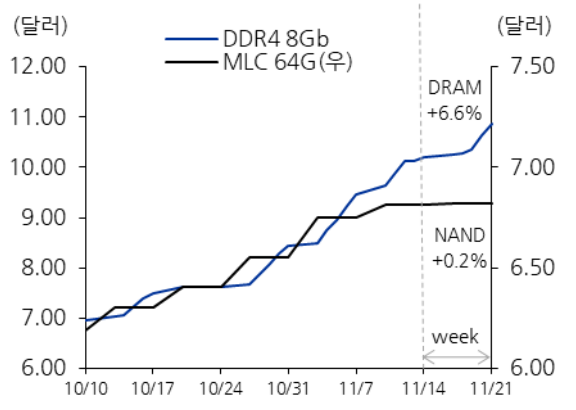
주: 컨센서스는 11/24 일자 기준 블룸버그 데이터를 기준으로 취합
자료: 유진투자증권

도표 3. DRAM 스팟 프리미엄



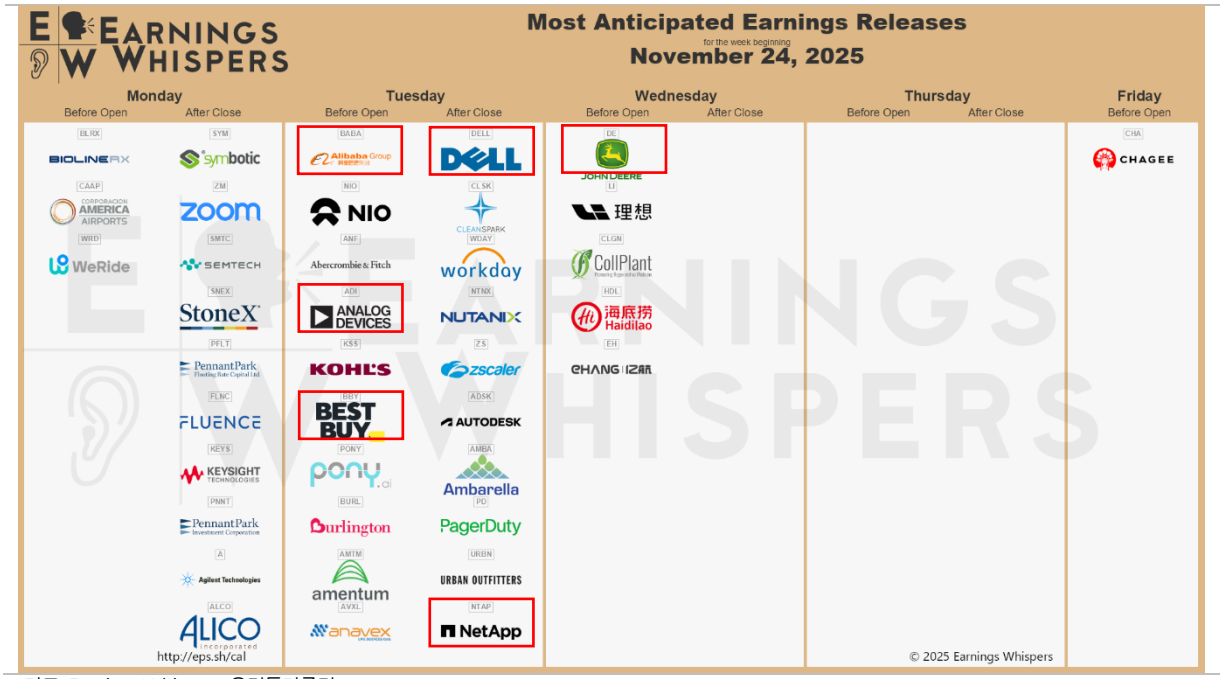
자료: DRAM Exchange, 유진투자증권

도표 4. 주간 DRAM, NAND 가격



자료: DRAM Exchange, 유진투자증권

도표 5. 금주 주요 기업 실적 발표 일정



자료: Earnings Whispers, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)