

◎注意事項をよくお読み下さい



リソナグループ

りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q)

2024/11/21

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト:武居 大暉

○概要：着地は堅調かつ、ガイダンスはコンセンサスを上回ったが、株価は時間外で下落

➤ **エヌビディアの決算発表が行われた：**11/20(NY時間)に、エヌビディアの決算が発表された。同社は、OPEN AIが公開した人工知能チャットボットであり生成AIの一種でもあるChat GPTが2022年11月に公開されたことをきっかけに、急速に業績を拡大してきた。いまや、時価総額は(日々の株価変動によるが)、アップルと並んで世界一位である。この様な経緯から、同社の決算は、AIブームの先行きを展望する上で最重要の判断材料となっている。

➤ **決算の概要：**2025年3Qの売上高は350.8億ドル(コンセンサス:332.5億ドル)、EPSは0.81ドル(コンセンサス:0.74ドル)とコンセンサスを上回った。引き続きAI需要が旺盛でデータセンター・セグメントが売上をけん引した。また、2025 4Qのガイダンスは、売上高見通しが375億ドルとコンセンサス(370.7億ドル)を上回った。

➤ **マーケットの反応：**決算発表を受け、株価は時間外で下落した。売上高やEPS、来期見通しは、いずれもコンセンサスを上回ったが、株価は利益確定売りに押されている様だ。背景には、短期筋の退出があるとみている。

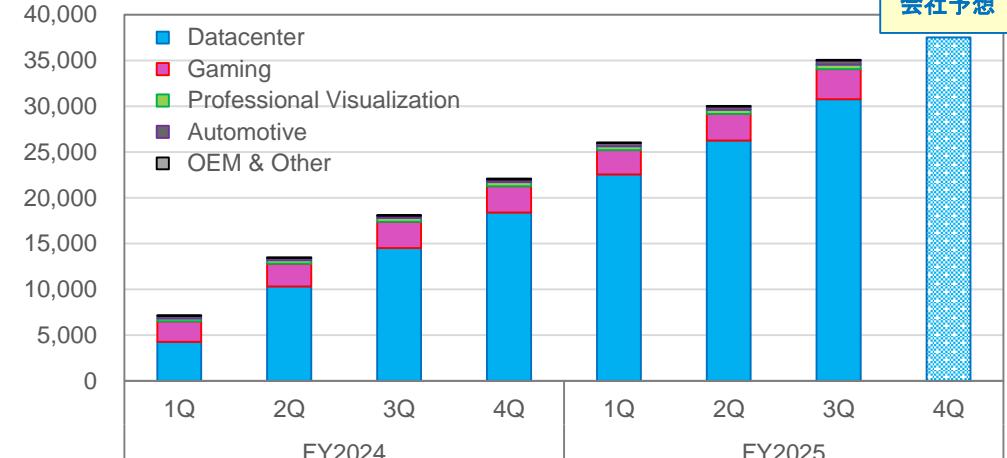
エヌビディアの決算を前に、売買代金は大幅に膨れ上がっていた(図表2)。これは、同社の決算が想定を大きく上回り上昇することを期待した短期筋の参入によるものではないかと推測している。実際、前日比で株価は下落しているものの決算直後の水準からは下げ幅を縮小しつつある。短期筋が退出し、ファンダメンタルズに基づく中長期的な投資資金が流入するにつれて株価は上昇基調へと回帰しよう。

➤ **First Impression：**エヌビディアの決算はポジティブな印象を受けた。筆者の懸念は、新製品Blackwellの歩留まりであったが、同社のクレスCFOは、売上総利益率は当初70%台前半になるが、生産拡大に伴い70%台半ばに上昇する見通しと語り、技術的困難さに端を発する成長鈍化懸念は、一旦払拭された。

成長率が徐々に鈍化していくことを懸念する向きもあるが、同社については3~5年の中期的な成長率が30~40%程度であれば、十分に株価は説明可能とみており、その意味では来期が会社計画通りの増収率(+69.5%)でも株価に割高感はない。

(百万USD)

図表1：エヌビディアの売上高推移

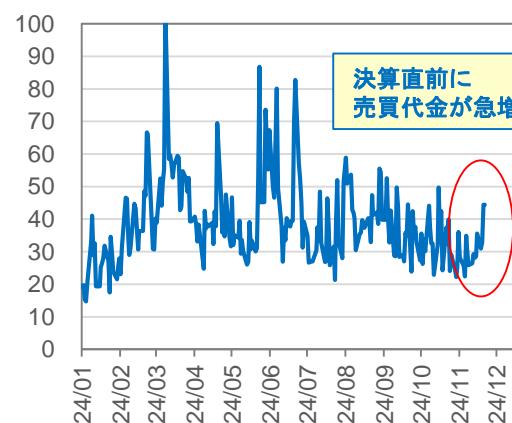


(USD)

図表2：エヌビディアの株価



図表3：エヌビディアの株価



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q)

2024/11/21

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト:武居 大暉

○決算詳細：DC向けが好調。利益率低下は一時的とみる

➤ **決算内容について**：エヌビディアの決算内容を子細に確認する(図表4)、引き続きデータセンター向けが業績をけん引している様子が窺える。成長率は+17.1%と前四半期の+16.4%から横ばいであったが、発射台が徐々に高くなっているためである。

次に、営業利益に目を転じると、成長率は+17.1%と前四半期の+10.2%から改善した。ただし、従来は売上高成長率に比して高い成長率であったが、前四半期以降、その傾向は弱まっている。

➤ **営業利益の成長率について**：一部有識者は、営業利益の成長スピードが鈍化したことから、同社の利益率がピークアウトしたと指摘する者もいるが、それは誤認であろう。営業利益ベースで見ると、利益率が鈍化しているのは、売上原価が増加しているためであるが、その理由について、同社は、低い歩留まりのBlackwell素材に対する在庫引当金の設定等を理由に挙げている。

また、同社は既に、GPUマスクの変更等の対応を講じており、利益率の低下は、一時的に留まとるとみる。実際、売上原価の増加率は、前四半期から鈍化しており、一定の改善がみられる。ただし、今後、量産が開始される中でも、歩留まりの改善が進展しない場合、同社の「新製品を高頻度で新製品を導入し、多様なデータセンター向け製品を提供する」というスタイルや成長ストーリーに疑義が呈されることとなり、強い売りを促す可能性がある点には留意したい。

➤ **新製品について**：新製品Blackwellについては、予定通り第4四半期(来期)以降増産が開始する見通しの様だ。

エヌビディアのクレスCFOは、Blackwellの来期売上高について、数十億ドルとしていた当初見通しを上回るとの見方を示した。

ジェンスン・ファンCEOは「来四半期に従来予想を上回る数のブラックウェルを出荷する」と述べた。

同社は3月にBlackwellの出荷が遅れることを公表していたが、その後のスケジュールは計画通りの様だ。

図表4：損益計算書の要約

■損益計算書の要約(単位：百万USD)

	FY2024				FY2025		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
売上高	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082
Datacenter	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771
Gaming	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880	3,279
Professional Visualization	295	379	416	463	427	454	486
Automotive	296	253	261	281	329	346	449
OEM & Other	77	66	73	90	78	88	97
売上原価	2,425	3,926	4,575	5,189	5,638	7,466	8,926
売上総利益	4,767	9,581	13,545	16,914	20,406	22,574	26,156
販管費・その他営業費用	2,454	2,644	2,967	3,158	3,357	3,791	4,169
販管費	633	622	685	711	777	842	897
研究開発費	1,875	2,040	2,282	2,465	2,720	3,090	3,390
その他費用	-54	-18	0	-18	-140	-141	-118
営業利益	2,313	6,937	10,578	13,756	17,049	18,783	21,987

■QoQ成長率

売上高	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%
Datacenter	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%
Gaming	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%
Professional Visualization	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%
Automotive	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%
OEM & Other	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%
売上原価	16.5%	61.9%	16.5%	13.4%	8.7%	32.4%	19.6%
売上総利益	20.1%	101.0%	41.4%	24.9%	20.6%	10.6%	15.9%
販管費・その他営業費用	3.8%	7.7%	12.2%	6.4%	6.3%	12.9%	10.0%
販管費	1.3%	-1.7%	10.1%	3.8%	9.3%	8.4%	6.5%
研究開発費	-3.9%	8.8%	11.9%	8.0%	10.3%	13.6%	9.7%
その他費用	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
営業利益	44.1%	199.9%	52.5%	30.0%	23.9%	10.2%	17.1%

出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q)

2024/11/20

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト:武居 大暉

○業績展望：メガテックの巨額IT投資に支えられ堅調に推移

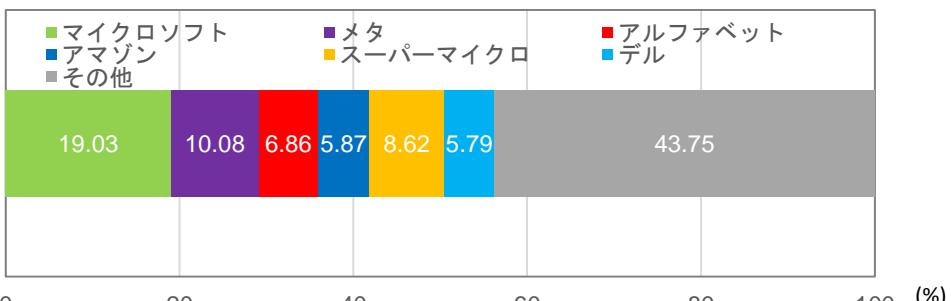
▶ **主要顧客について**：エヌビディアの主要顧客を確認すると、マイクロソフト、メタ、アルファベット、アマゾン等のメガテックが挙げられる。こうした企業がエヌビディアの売上高の40%近くを占めている(図表5)。従って、エヌビディアの今後を展望する上では、主要顧客であるメガテックの設備投資動向が参考となる。現在、メガテックは巨額の設備投資を行っているが(図表6)、以下の理由から、中期的に巨額投資が継続するとみている。

▶ **メガテックの巨額設備投資が継続する理由**：定性情報から確認すると、例えば、メタのザッカーバーグCEOは、「“Meta AI”はこのままのペースで行くと、年末までに世界で最も利用されるチャットボットになる」と述べ、投資家に巨額のIT投資への理解を求めている。また、マイクロソフトのサティア・ナデラCEOも、世界各地で建設を進めるデータセンターは「次の十年と更に先の成長を実現する長期的な資産だ」と述べている。各社CEOの発言からは、AIビジネスを新たな成長の軸と考え、積極的に投資していく姿勢が窺える。

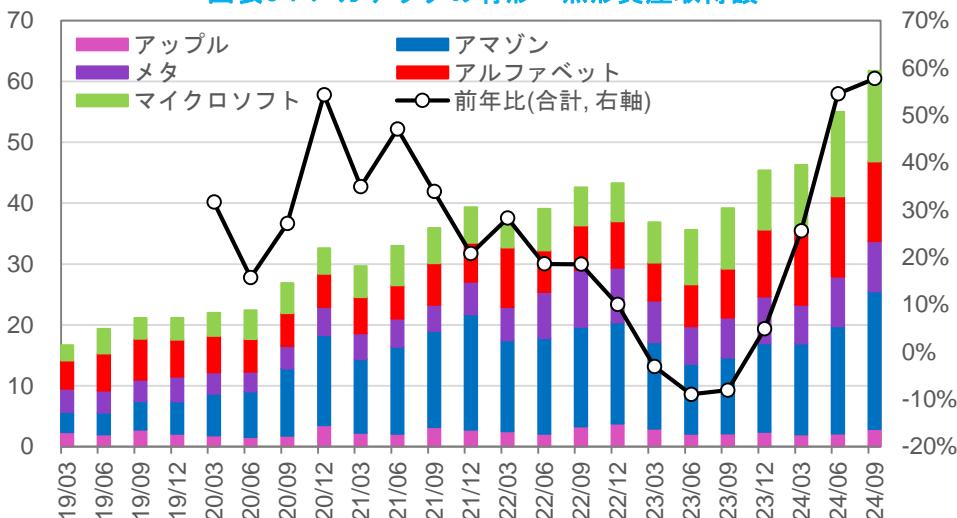
そこで、エヌビディアの棚卸資産回転日数(在庫が平均して何日間保持されているかを示す)を確認すると、23年央以降急激に低下している(図表7)。これは、エヌビディアのGPUが供給不足状態であることを示唆している。

従って、少なくとも棚卸資産回転日数の低下が一服し、供給不足が解消されるまでは、同社の製品は強いAI需要に支えられ、業績が伸長することが見込まれる。

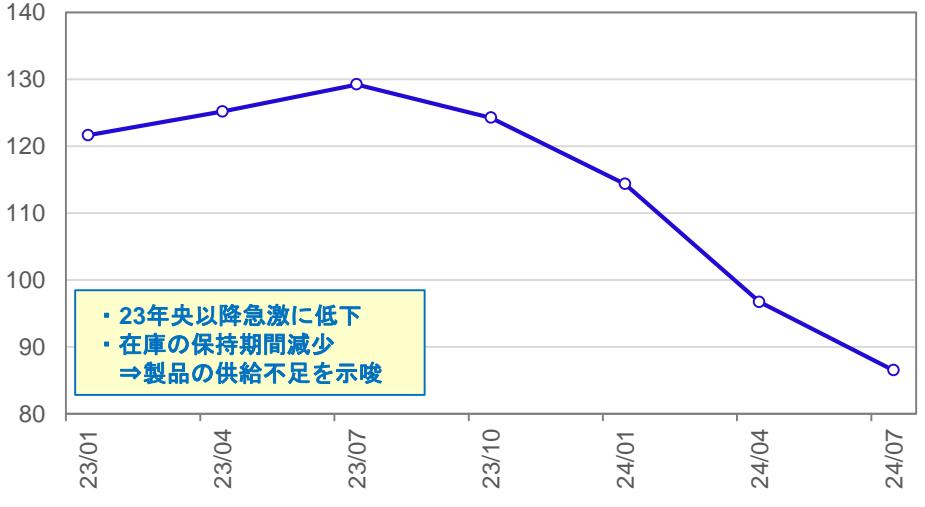
図表5：エヌビディアの売上高構成比（主要顧客別）



(10億ドル) 図表6：メガテックの有形・無形資産取得額



図表7：エヌビディアの棚卸資産回転日数



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q)

2024/11/20

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト:武居 大暉

○リスク要因：新製品の歩留まり

- **エヌビディア固有の要因は、新製品の歩留まり**：ここでは、ウクライナ情勢や中東情勢、米インフレ再燃懸念等の株式市場共通のリスク要因ではなく、エヌビディア固有のリスク要因に注目したい。それは、P2でも触れたように、新製品の歩留まりであると考えている。歩留まりの低下が改善されないことは、次の2つの経路を通じて、同社の株価にネガティブに寄与しよう。
 - **歩留まり低迷⇒利益率の悪化**：歩留まりが改善されない場合、従来よりも引当金等のコストが増加することで、利益率が悪化しよう。また、利益率の悪化を通じて、資本効率性(=ROE)が低下するため、バリュエーション(=PER)水準が切り下がろう。
 - **歩留まり低迷⇒新製品開発の遅れ⇒成長ストーリーの下方修正**：Blackwellの歩留まりが低いのは、技術的困難さに端を発している。現行のAI向けGPUと比べて、サイズは約2倍で、集積するトランジスタ数は2080億個にも上る。しかし、既に現行品でチップ製造のサイズ限界に達していたため。同社は、最大サイズのチップを2つ組み合わせて1つのチップにするという、これまで行われていなかった手法に挑戦している。すなわち、チップを接合するための技術の複雑さといった問題を克服する必要がある。各チップは、ほぼ完璧に製造しなければならず、いずれかに欠陥があると致命的な結果を招く恐れがある。部品が多くなるほど、そのリスクも高まる。
- 歩留まりの改善が思うように進まない場合、技術的困難さが解決されないことを意味し、今後の同社の新製品開発の遅れに繋がろう。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q)

2024/11/21

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト:武居 大暉

○マーケットへの影響：AI需要の好影響が波及していくか注目

➤ **マーケットへの影響：**エヌビディアの好調な業績を受け、関連業種へと好影響が波及していくか注目している。具体的には、①旺盛なAI需要⇒②エヌビディアの業績改善⇒③半導体製造業の業績改善⇒④半導体製造業の積極的な設備投資⇒⑤半導体製造装置業の業績改善 という経路である。

➤ **③までは波及してきた：**上記で示した波及経路のうち、③までは概ね波及が進んできたとみられる。実際、半導体製造受託大手のTSMCは、強いAI需要を理由に、相次いで業績を上方修正している。

➤ **④と⑤は不十分：**ただし、④及び⑤については、まだ好影響の波及が十分に進んでいないとみられる。まず、半導体製造大手の設備投資動向を確認すると、個社要因の影響もあるが、前年比ベースでの成長率は、2024年9月になって初めてプラスに転じた状況である(図表8)。

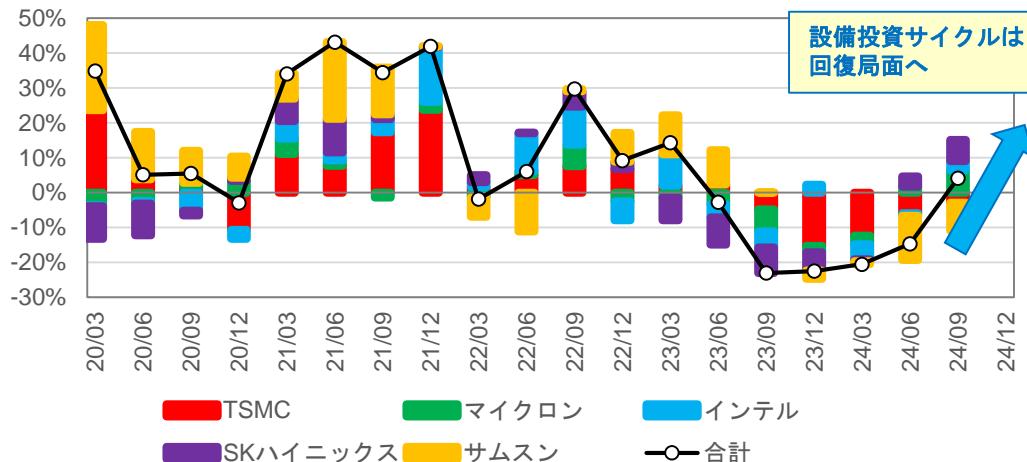
次に、半導体製造装置業について、強いAI需要を理由に、業績が会社計画を上振れる企業も散見されるが、依然として中国に売上の多くを依存しており、トランプ次期大統領の対中強硬政策への懸念が、AI需要による業績改善期待を上回っているようだ。

➤ **日経平均株価の高値更新の鍵は半導体製造装置業：**年初来のTOPIXの騰落率の寄与度をセクター別に分解すると、足元で株価が冴えない主因は、外需(電気機器、精密機器、輸送用機器、機械)の低迷であることが分かる(図表9)。同セクター内には、機械や輸送用機器等も含まれるため、低迷理由の全てが半導体製造装置業を含む電気機器や精密機器というわけではない。

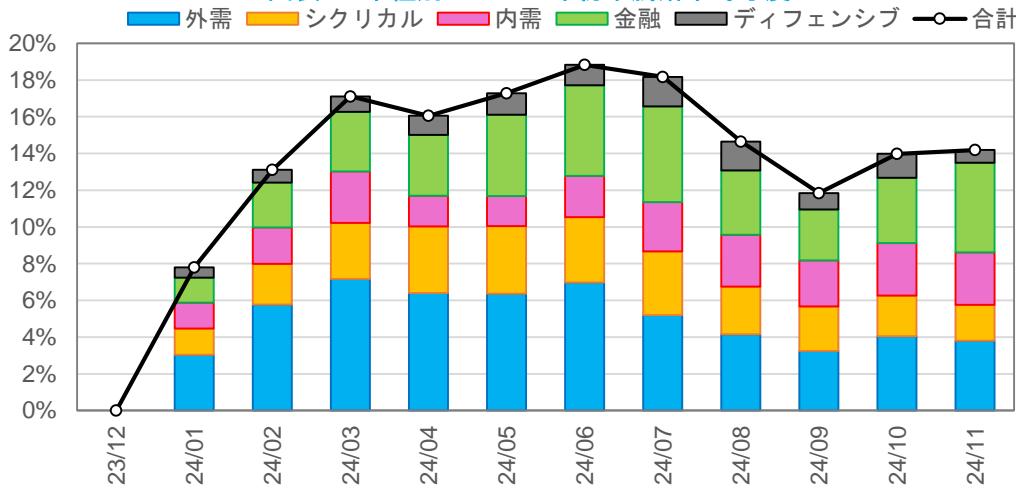
しかし、機械や輸送用機器セクターの低迷理由が、欧州や中国の不景気、あるいはトランプ次期大統領の掲げる関税政策であることを考慮すると、短期間のうちに株価が浮揚することは期待し難い。

一方で、半導体製造装置業を含む電気機器については、旺盛なAI需要と半導体製造業の設備投資サイクルの回復を通じて(図表8)、比較的短期間のうちに、好影響が波及する可能性がある。

図表8：半導体製造業の設備投資動向(前年比)



図表9：業種別のTOPIX年初来騰落率寄与度



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q)

■バックナンバー（直近発行レポート30本）

No	発行日	テーマ	タイトル
88	2024/10/2	日本株, 米国株	日米欧 Market View : 10月日米株バリュエーション～日本：弱気、米国：中立
89	2024/10/2	日本株	日米欧 Market View : 日本株 9月セクター動向と10月見通し
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	日米欧 Market View : 自民党総裁選ショックを巡る論点整理
91	2024/10/3	欧州経済	日米欧 Market View : 9月ユーロ圏物価動向
92	2024/10/4	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給（9月24日～9月27日）
93	2024/10/7	米国経済	日米欧 Market View : 9月雇用統計
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年10月)
95	2024/10/11	米国経済	日米欧 Market View : 9月CPI
96	2024/10/11	コモディティ	日米欧 Market View : 9月WTI原油先物価格
97	2024/10/11	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(9月30日～10月4日)
98	2024/10/18	豪州経済	日米欧 Market View : 10月豪州概況
99	2024/10/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
100	2024/10/23	欧州経済	日米欧 Market View : 10月ユーロ概況
101	2024/10/30	日本経済	日米欧 Market View : 9月物価オルタナティブデータ～日経CPINow
102	2024/10/30	日本経済	日米欧 Market View : 9月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now
103	2024/11/1	欧州経済	日米欧 Market View : ユーロ圏GDP統計
104	2024/11/1	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給（10月21日～10月25日）
105	2024/11/5	日本株	日米欧 Market View : 日本株 10月セクター動向と11月見通し
106	2024/11/5	米国経済	日米欧 Market View : 10月ISM製造業景況感指数
107	2024/11/5	米国経済	日米欧 Market View : 10月雇用統計
108	2024/11/5	日本株, 米国株	日米欧 Market View : 11月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気
109	2024/11/5	欧州経済	日米欧 Market View : 10月ユーロ圏物価動向
110	2024/11/8	米国経済	日米欧 Market View : 11月FOMC
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響
112	2024/11/11	日本株	日本株需給(10月28日～11月1日)
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024年11月)
114	2024/11/14	米国経済	日米欧 Market View : 10月CPI
115	2024/11/14	コモディティ	日米欧 Market View : 10月WTI原油先物価格
116	2024/11/14	豪州経済	日米欧 Market View : 11月豪州概況
117	2024/11/15	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(11月5日～11月8日)

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。