

2025 年 8 月 28 日

半導体, 米国株

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

日米欧 Market View: エヌビディアの決算 FY2026 2Q

決算はポジティブで、中長期的に底堅い成長が見込まれる

要約

- エヌビディアの決算は、実績、見通し共にコンセンサスを上回り、ポジティブな印象
- メガテック企業を中心に、主要顧客の積極的な AI 投資が継続する公算で、中国売上を抜きにしても、底堅く成長していく見通し。主力のデータセンターセグメントでは、Networking ビジネスが急拡大しており、新たな成長ドライバーとなるか注目

決算概要: 引き続き AI 向け需要が旺盛でポジティブだったが、株価は利益確定売り優勢

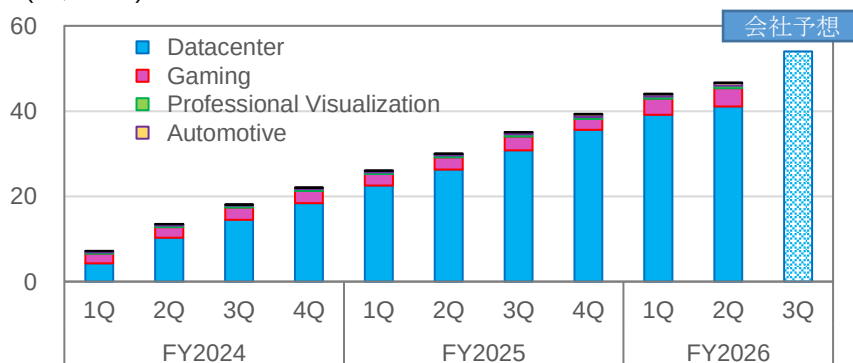
FY26 2Q の売上高は 467.4 億ドル(コンセンサス: 462.3 億ドル)、EPS は 1.05 ドル(コンセンサス: 1.01 ドル)といずれもコンセンサスを上回った。また、3Q のガイダンスは、売上高見通しが 540 億ドルとコンセンサス(534.6 億ドル、H20 の対中輸出を見込まないベース)を上回った。底堅い決算であったが、時間外で株価は下落しており、利益確定売り優勢の模様。

引き続き AI 需要が旺盛で、売上高の約 9 割を占める Datacenter セグメントが、QoQ+5.1%と売上をけん引した(図表 1~2)。また、Gaming セグメントは、QoQ+13.9%と過去最高を更新。ゲーム大手任天堂の新家庭用ゲーム機器 Nintendo Switch2 は同社のプロセッサと AI を活用した DLSS を搭載しており、今後も同セクターの堅調な推移が予想される。

また、同社は米国政府より H20 製品の中国市場への輸出を規制されていたため、2Q には中国向けの販売実績がなかったものの、制限のない顧客へ販売したことで引当金が 1.8 億ドル取り崩されたと報告している。また、H20 製品関連費用は一過性の計上であったこと等もあり、売上高粗利益率は、前四半期の 60.8%から 72.4%へ大きく改善した。ただし、前四半期を除くと FY25 以降では最低水準である。同社は年後半にかけて利益率が改善していく見通しを示しており、後述の様にその確度は高いとみている。今後の改善に期待したい。

(10億USD)

図表1: エヌビディアの売上高推移



出所: Bloomberg

図表2: エヌビディアの対SP500相対株価 (2024/01=100)



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。



図表 3：損益計算書の抜粋 (単位：百万 USD)

■損益計算書の要約(単位：百万USD)

	FY2024				FY2025				FY2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331	44,062	46,743	54,000	59,519
Datacenter	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	35,580	39,112	41,096		
Gaming	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880	3,279	2,544	3,763	4,287		
Professional Visualization	295	379	416	463	427	454	486	511	509	601		
Automotive	296	253	261	281	329	346	449	570	567	586		
OEM & Other	77	66	73	90	78	88	97	126	111	173		
売上原価	2,425	3,926	4,575	5,189	5,638	7,466	8,926	10,490	17,271	12,890		
売上総利益	4,767	9,581	13,545	16,914	20,406	22,574	26,156	28,841	26,791	33,853		
販管費・その他営業費用	2,454	2,644	2,967	3,158	3,357	3,791	4,248	4,646	4,993	5,413		
販管費	633	622	685	711	777	842	897	975	1,041	1,122		
研究開発費	1,875	2,040	2,282	2,465	2,720	3,090	3,390	3,714	3,989	4,291		
その他費用	-54	-18	0	-18	-140	-141	-39	-43	-37	-		
営業利益	2,313	6,937	10,578	13,756	17,049	18,783	21,908	24,195	21,798	28,440		

QoQ 成長率

売上高	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%	12.0%	6.1%
Datacenter	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%	15.6%	9.9%	5.1%
Gaming	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%	-22.4%	47.9%	13.9%
Professional Visualization	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%	5.1%	-0.4%	18.1%
Automotive	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%	26.9%	-0.5%	3.4%
OEM & Other	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%	29.9%	-11.9%	55.9%
売上原価	16.5%	61.9%	16.5%	13.4%	8.7%	32.4%	19.6%	17.5%	64.6%	-25.4%
売上総利益	20.1%	101.0%	41.4%	24.9%	20.6%	10.6%	15.9%	10.3%	-7.1%	26.4%
販管費・その他営業費用	3.8%	7.7%	12.2%	6.4%	6.3%	12.9%	12.1%	9.4%	7.5%	8.4%
販管費	1.3%	-1.7%	10.1%	3.8%	9.3%	8.4%	6.5%	8.7%	6.8%	7.8%
研究開発費	-3.9%	8.8%	11.9%	8.0%	10.3%	13.6%	9.7%	9.6%	7.4%	7.6%
その他費用	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
営業利益	44.1%	199.9%	52.5%	30.0%	23.9%	10.2%	16.6%	10.4%	-9.9%	30.5%

レシオ

売上高粗利益率	66.3%	70.9%	74.8%	76.5%	78.4%	75.1%	74.6%	73.3%	60.8%	72.4%
棚卸資産回転日数 (日)	125.2	129.2	124.2	114.3	96.7	86.5	82.8	85.7	70.5	79.0

一株当たり利益関連

一株当たり純利益(実績値)	0.11	0.27	0.40	0.52	0.61	0.68	0.81	0.89	0.96	1.05
一株当たり純利益(コンセンサス)	0.09	0.21	0.34	0.46	0.57	0.64	0.74	0.84	0.93	1.01
サプライズ率(実績/コンセンサス)	18.5%	30.4%	19.6%	12.2%	8.3%	6.3%	9.5%	6.0%	3.2%	4.0%

株価(期末値)	37.834	49.355	46.77	79.112	94.95	117.02	117.02	120.07	108.92	177.87
株価騰落率(前年比)	102.6%	227.0%	176.4%	240.8%	151.0%	137.1%	150.2%	51.8%	14.7%	52.0%

注：FY 2026 3Q は会社予想、4Q はブルームバーグコンセンサス

出所：Bloomberg

決算の注目ポイント①：データセンターセグメントの新たな成長ドライバー

エヌビディアの FY26 2Q 決算は、実績、先行き(中国向けの販売を見込まない保守的な見通し)共にコンセンサスを上振れており、総じて底堅い内容であった。前回の決算以降、株価は急ピッチで上昇してきたこともあり、一旦利益確定売り優勢となっているが、売り一巡後は、ファンダメンタルズに沿って緩やかな上昇基調を継続しよう。

以下では、CFO のコメントやプレスリリースを仔細に分析し、ポイントを整理する。売上高の 9 割を占めるデータセンターセグメントであるが、これは更に Compute と Networking に分かれている。新製品 Blackwell Ultra や中国向け半導体 H20 が含まれるのは前者である。そして、CFO コメントによれば、Blackwell シリーズに限れば前四半期比 +17%と大幅成長の一方で、中国向け売り上げの消失が 40 億ドルあったために、Compute 全体では、前四半期から 1%減少となった(図表 4~5)。

◎注意事項

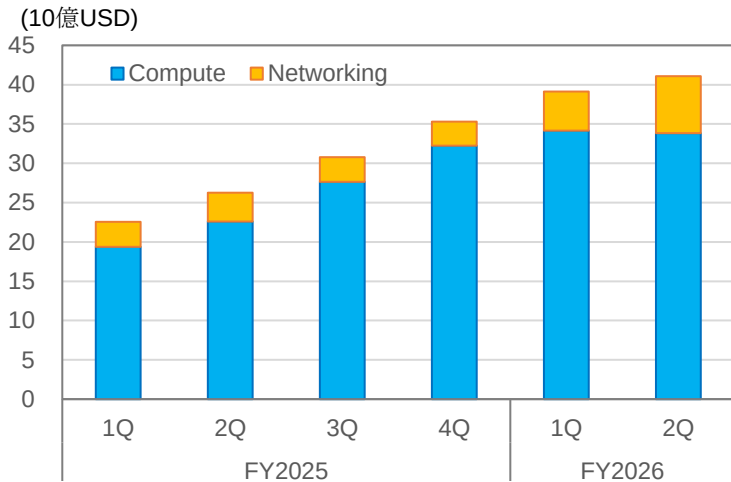
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

もっとも、Networking については、前四半期比+46%と大きく成長しており、データセンターセグメントの増収をけん引した。Networking は、データセンターセグメントの 17.6%程度を占めるに過ぎないが、主要製品のひとつである NVLink はエヌビディア独自の GPU 間インターコネクトで、Blackwell システムの採用が拡大するに連れて、成長していく可能性が高い。この他、CFO コメントでは、InfiniBand や Ethernet にも言及があった。これらは、生成 AI のトレーニング需要やクラウド大手が既存インフラとの互換性から Ethernet が好むこと等もあり、今後も大きな成長が見込まれる。

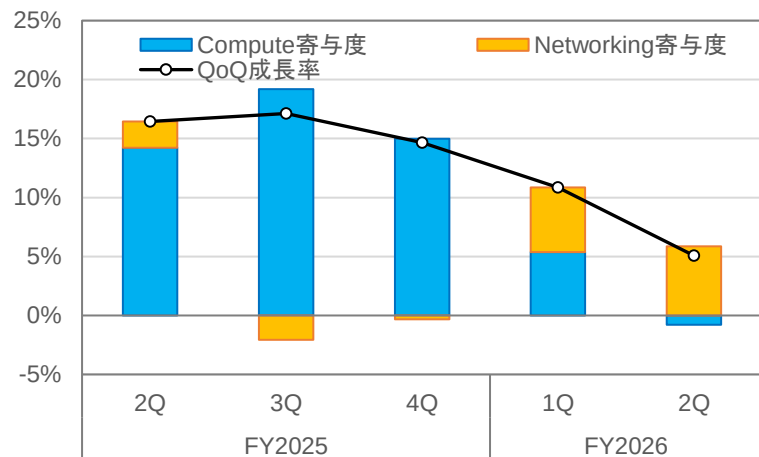
エヌビディアは年後半にかけて利益率が改善していく見通しを示しているが、①高マージン製品群である Networking が今後も成長していく公算が大きいこと、②Compute についても H20 特殊要因が消えること、③ Blackwell Ultra の量産が安定すれば製造コストが低下すること等から、その確度は高いと考える。

図表4：データセンターセグメント売上高の内訳



出所：Bloomberg

図表5：データセンターセグメントの成長率分解



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。

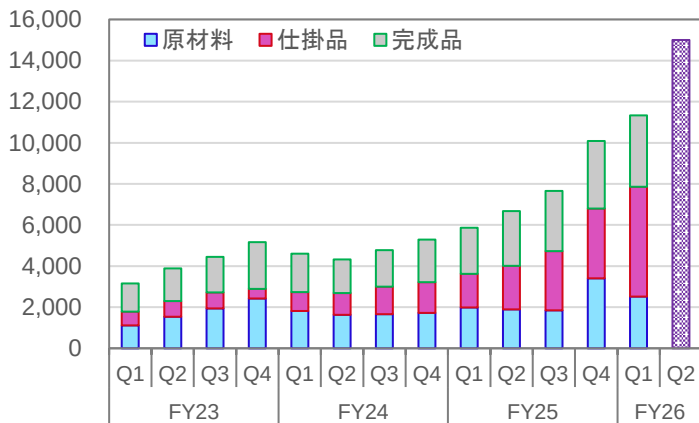
決算の注目ポイント②:在庫の増加とメガテック企業の巨額設備投資

エヌビディアは、Blackwell Ultra の立ち上げに備え、在庫を前四半期から 33%増やした(図表 6)。在庫の内訳は、後日公表される資料を見なければわからないが、CFO コメント等を踏まえると、前四半期同様に仕掛品が大幅に増加しているとみられる。

エヌビディアは、仕掛品と翌期売上高(データセンターセグメントのみ)に強い相関がある(図表 7)。背景には、その強い製品需要から在庫の保有期間が極端に短く、製品が完成次第、そのほとんどが出荷され売上高に計上されるためであろう(図表 8)。在庫の積み増しは、翌期の力強い成長を示唆する材料であり、ポジティブに受け止めている。

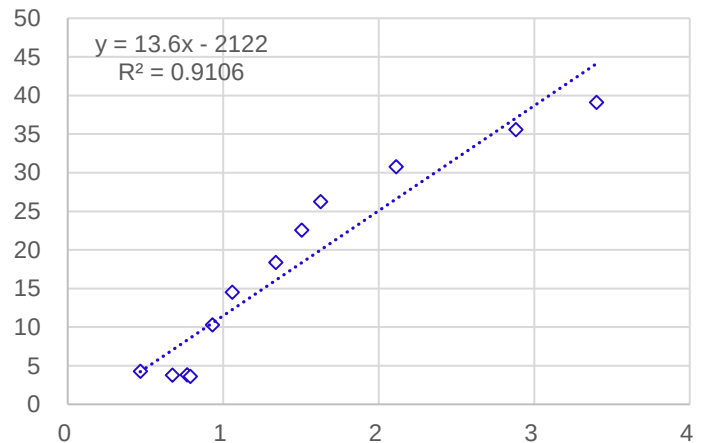
(百万ドル)

図表6: エヌビディアの在庫



出所: Bloomberg
 注: FY26Q2 は合計のみ

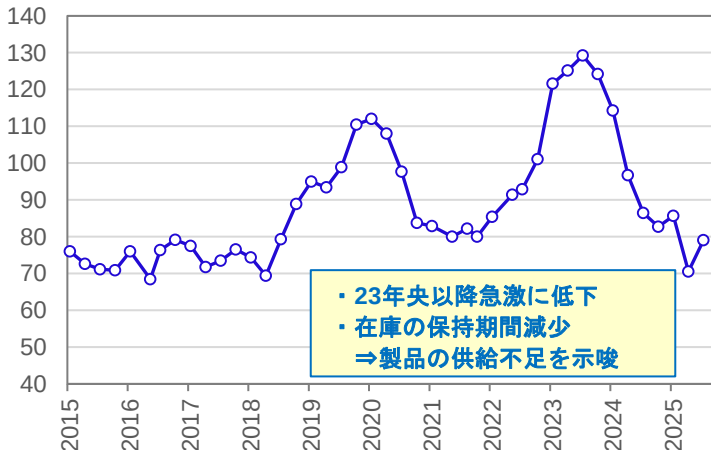
図表7: 仕掛品(X軸)と翌期売上高(Y軸)の関係性



出所: Bloomberg
 注 1: 単位は 10 億ドル
 注 2: 売上高はデータセンターセグメントのみ
 注 3: H20 関連費用等の特殊要因があるため、FY23Q1~FY26Q1 までのデータを使って作成

(日)

図表8: エヌビディアの在庫回転日数



出所: Bloomberg

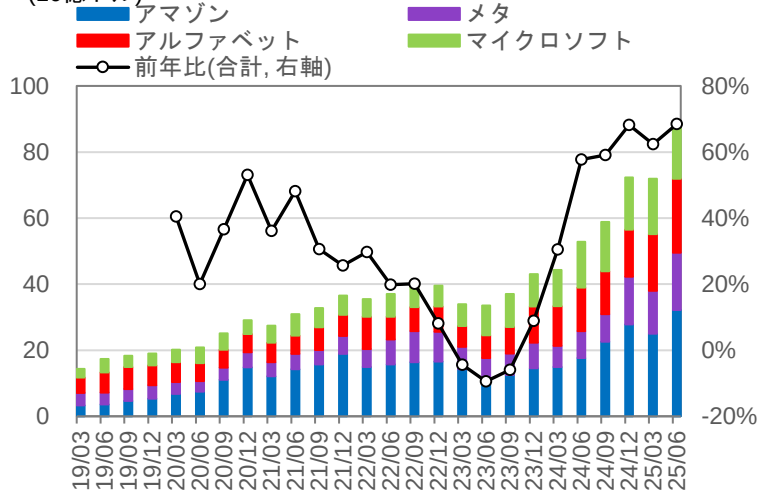
◎注意事項

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。

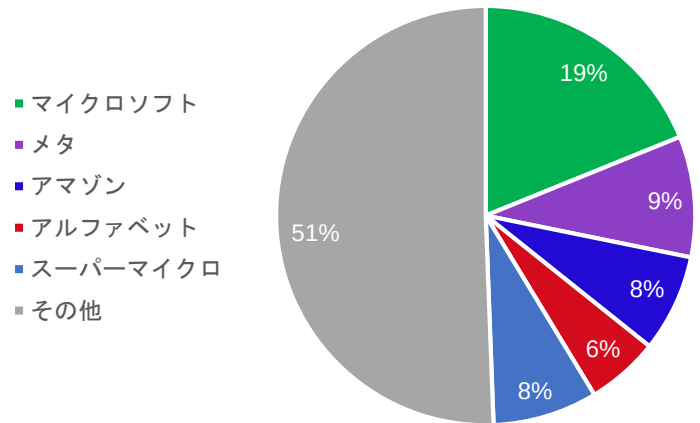
次に、エヌビディアの主要顧客である米メガテック企業の設備投資動向を確認すると(図表9～10)、直近四半期は、前四半期から+24%、前年比+68%と大きく増加した。また、グーグルはクラウド事業の需要が強く供給不足の状況が続いているとのコメントがあった他、メタやアマゾンからは引き続き巨額の AI 投資を進めていく意向が示された。加えて、今夏に米連邦税制改革に関する法律(大きくて美しい法案)が成立し、資産の即時減価償却や研究開発費の即時費用計上が認められることとなった。従来以上に、AI 関連投資が積極化する可能性があり、エヌビディアにポジティブである。

(10億ドル) 図表9：メガテックの有形・無形資産取得額



出所: Bloomberg

図表10：エヌビディアの顧客別売上高構成比



出所: 会社資料

最後に、具体的なバリュエーションの議論をする(図表 11)。モデルの背景は、[日米欧 Market View：半導体市場 Monthly \(2025 年 4 月\) - 特別号](#) を参照されたい(個別株分析の最も基本的な手法である DCF 法を用いている)。マーケット・リスクプレミアムをどの程度と仮定するかで、結果が異なってくるが、過去の推移からは概ね 0%～1.0%程度の間に位置しているとみられる。エヌビディアの足元の株価は、中長期的な成長率を 10%程度、リスクプレミアムを 1%とした際水準に近い。ハイテク指数の代表格であるナスダック 100 は年率換算では 13.0%、半導体関連指数の SOX では同 10.9%成長してきたことを踏まえると、中長期的には買いと言えるだろう。ただし、相場全体として過熱感が出てきており、センチメント要因で急落するリスクがあることは否定できないため、エントリータイミングは慎重に判断したい。

図表 11：エヌビディアのバリュエーション

		リスクプレミアム							■主要指数のEPS成長率(年率)	
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%		
中期成長率 FCF	15.0%	360.2	331.2	304.9	281.0	259.2	239.4	221.3	SP500 ナスダック100 SOX	幾何平均成長率 5.8% 13.0% 10.9%
	10.0%	262.9	242.2	223.3	206.2	190.6	176.4	163.5		
	5.0%	191.0	176.3	163.0	150.9	139.9	129.8	120.6		
	0.0%	138.5	128.2	118.9	110.4	102.7	95.6	89.2		
	-5.0%	100.6	93.5	87.1	81.2	75.8	70.9	66.4		

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。

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
206	2025/5/20	豪州経済	25 年 5 月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5 月 12 日～5 月 16 日)
208	2025/5/26	欧州経済	25 年第 1 四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25 年 4・5 月 WTI 原油先物価格
210	2025/5/29	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5 月 19 日～5 月 23 日)
212	2025/6/3	日本株	日本株 5 月セクター動向と 6 月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5 月 ISM 製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25 年 5 月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株 5 月レビューと 6 月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5 月 26 日～5 月 30 日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5 月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 6 月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6 月 2 日～6 月 6 日)
221	2025/6/13	米国経済	5 月米 CPI
222	2025/6/19	米国経済	6 月 FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25 年 6 月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6 月 9 日～6 月 13 日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25 年 5・6 月 WTI 原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6 月 16 日～6 月 20 日)
228	2025/7/1	日本株	日本株 6 月セクター動向と 7 月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25 年 6 月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日～6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日～7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日～7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日～7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日～7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向

◎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。