

2025 年 11 月 20 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 3Q

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。リスクは供給制約に伴う成長鈍化

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
- 主要顧客の積極的な AI 投資が継続する公算で、今後も業績は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
- 株価は成長性を加味すると割安圏。リスクは供給制約に伴う成長鈍化

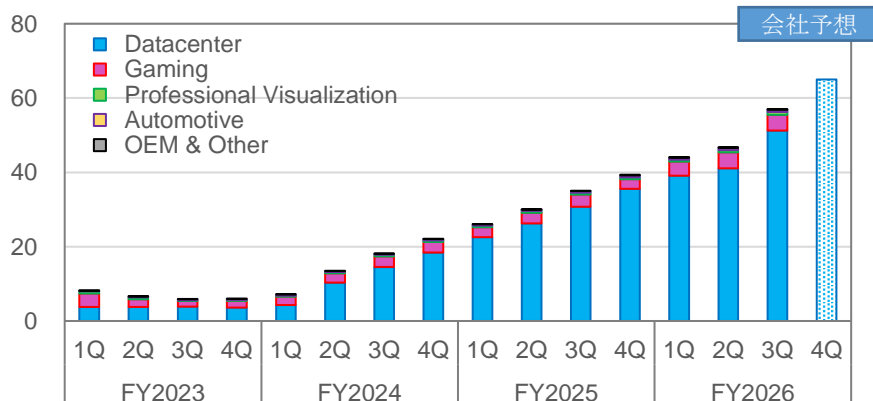
決算概要: 引き続き AI 向け需要が旺盛でポジティブ。株価は時間外で上昇

FY26 3Q の売上高は 570.1 億ドル(コンセンサス: 551.9 億ドル)、EPS は 1.30 ドル(コンセンサス: 1.21 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 650 億ドルとコンセンサス(619.8 億ドル)を上回った。ここもと一部投資家から AI バブルの可能性を指摘され、エヌビディアの株価はセンチメント要因から続落し、PEG レシオでは極端な割安水準まで低下していたが(図表 5)、底堅い決算を受け時間外で株価は上昇している。もっとも、足元の株価はファンダメンタルズから下方に大きく乖離しており、依然として上昇余地は大きいとみている。

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+24.6%と売上をけん引した(図表 1、3)。10-Q によれば、加速コンピューティング、大規模 AI モデル、エージェント型アプリケーションの 3 つのプラットフォームシフトが成長の背景にあるようだ。Blackwell Ultra が全顧客カテゴリで主力となったこと、中国向け売上高影響のない四半期同士の比較となったことで、大幅な成長となったとみられる。

Hopper 世代(旧世代)からの置き換えが進んでいることが示唆された点、中国向け売上高が消失する中でも力強い成長を続けている点、computing だけでなく networking 事業も伸びている点(GPU 設計企業からネットワーク、システム、クラウドまで含めた AI インフラ企業への移行が進んでいる点)はポジティブである。一方で、リスクとしては、TSMC の中工程がボトルネックとなり、業績拡大が投資家の期待程進まない可能性がある点が挙げられる(後述)。

図表1: エヌビディアの売上高推移 (10億USD)



出所: Bloomberg

図表2: エヌビディアの対SP500相対株価



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	57,006	
Datacenter	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	35,580	39,112	41,096	51,215	65,000
Gaming	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880	3,279	2,544	3,763	4,287	4,265	
Professional Visualization	295	379	416	463	427	454	486	511	509	601	760	
Automotive	296	253	261	281	329	346	449	570	567	586	592	
OEM & Other	77	66	73	90	78	88	97	126	111	173	174	
売上原価	2,425	3,926	4,575	5,189	5,638	7,466	8,926	10,490	17,271	12,890	15,157	
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	41,849	
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	5,839	
販管費	633	622	685	711	777	842	897	975	1,041	1,122	1,134	
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	4,705	
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	36,010	

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%	22.0%	
Datacenter	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%	15.6%	9.9%	5.1%	24.6%	
Gaming	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%	-22.4%	47.9%	13.9%	-0.5%	
Professional Visualization	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%	5.1%	-0.4%	18.1%	26.5%	
Automotive	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%	26.9%	-0.5%	3.4%	1.0%	
OEM & Other	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%	29.9%	-11.9%	55.9%	0.6%	
売上原価	16.5%	61.9%	16.5%	13.4%	8.7%	32.4%	19.6%	17.5%	64.6%	-25.4%	17.6%	
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%	23.6%	
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%	7.9%	
販管費	1.3%	-1.7%	10.1%	3.8%	9.3%	8.4%	6.5%	8.7%	6.8%	7.8%	1.1%	
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%	9.6%	
その他費用	NA	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%	26.6%	

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%	73.4%	
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	89.1	

一株当たり利益関連

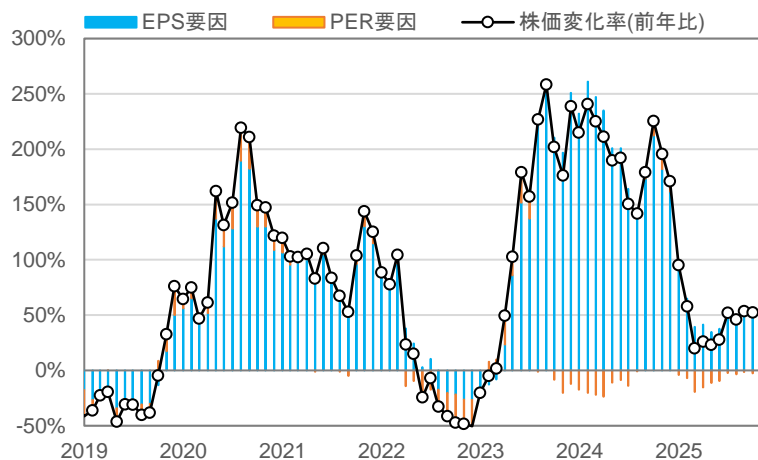
一株当たり純利益(実績値)	0.11	0.27	0.40	0.52	0.61	0.68	0.81	0.89	0.96	1.05	1.30	
一株当たり純利益(コンセンサス)	0.09	0.21	0.34	0.46	0.57	0.64	0.74	0.84	0.93	1.01	1.21	
サプライズ率(実績/コンセンサス)	18.5%	30.4%	19.6%	12.2%	8.3%	6.3%	9.5%	6.0%	3.2%	4.0%	7.4%	

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	202.49	
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%	73.0%	

注：FY 2026 4Q は会社予想

出所：Bloomberg

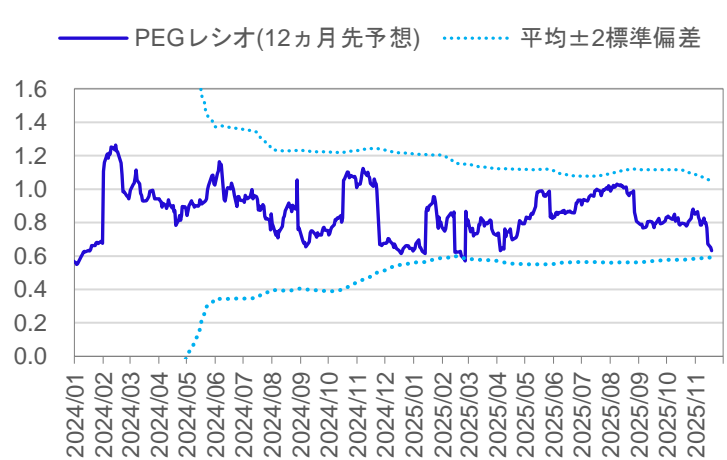
図表4：エヌビディアの株価変動要因分解



出所：Bloomberg

注：株価＝EPS÷PER より、対数近似を用いて変動を分解している。近似に伴う誤差が生じている点に留意

図表5：エヌビディアのPEGレシオ



出所：Bloomberg

注：PEG レシオは PER を中長期成長率で割ったもので、グロース企業のバリュエーション判断に用いられる。1 倍を下回ると割安のサインといわれている

◎注意事項

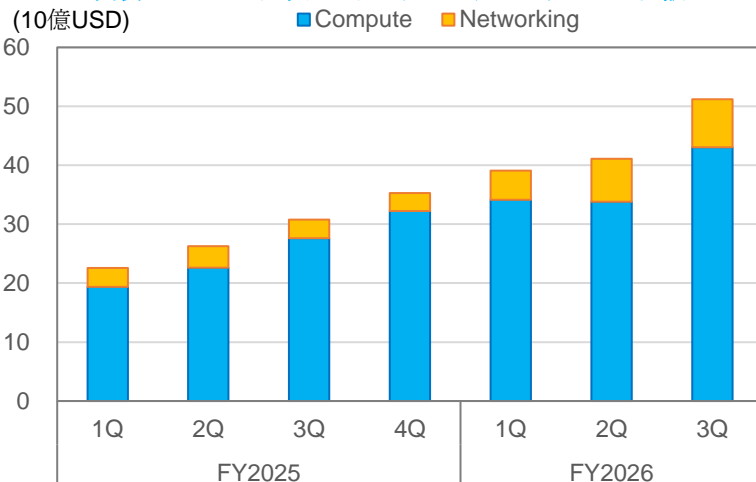
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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①:Hopper 世代からの移行と Networking の成長

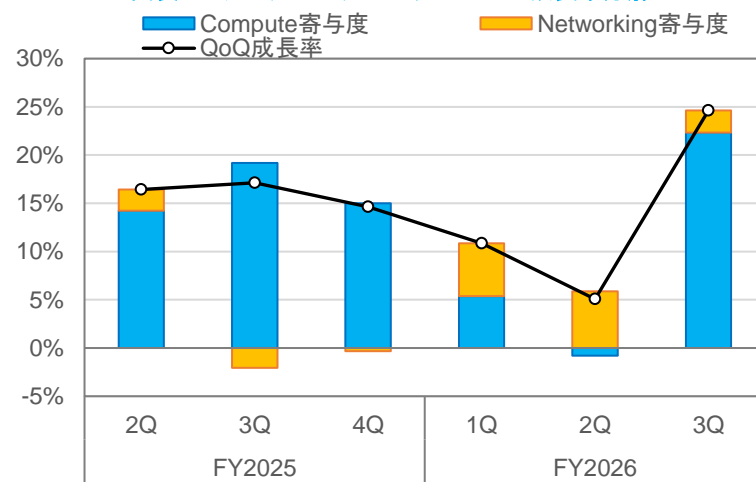
以下では、CFO コメント、10-Q 等を仔細に分析し、主要セグメントであるデータセンターセグメントにおけるポイントを整理したい。まず、エヌビディアのデータセンターセグメントは、Compute と Networking から構成されている(図表 6～7)。新製品 Blackwell Ultra や中国向け半導体 H20 が含まれるのは前者である。そして、最近成長が著しいのが後者であり、NVLink や InfiniBand が主要製品群である。GPU 間の接続やクラスタ全体を繋ぐのに用いられ、後者の成長が著しいことは、エヌビディアが GPU 設計企業から、AI インフラ企業(AI を動かすための基盤=ハード、ソフト、クラウド、ネットワークを握る企業)へと移行しつつあることを示唆している。

図表6：エヌビディアのデータセンターセグメント内訳



出所:会社資料

図表7：データセンターセグメントの成長率分解



出所:会社資料

Compute については、QoQ+27%、YoY+55.6%成長となった。全顧客カテゴリで Blackwell Ultra が主力となり、Hopper 世代(旧世代)からの移行が順調であることが示唆された。また、「H20 sales were insignificant」と明記されており、2Q と 3Q の比較は、いずれも中国向け売上高を含まないベースでの比較となったため、直近 2 四半期に比べ成長率が大きくなったとみられる。

主要顧客であるハイパースケーラーの投資は増加傾向であり、直近決算においても、巨額の AI 投資を進めていく意向が各社から示された。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。会社予想からは 15%程度の成長が示唆されているが、従来以上に、AI 関連投資が積極化する可能性があるため、上振れる余地は十分にありそう。

Networking については、QoQ+12.9%、YoY+161.8%成長となった。QoQ では成長率がやや鈍化した様に見受けられるが、出荷タイミングや供給可能量に変化があったとの旨が記されており、成長性の鈍化を示唆するものではないとみられる(実際、エヌビディアの Networking 製品に用いられるスイッチ用 ASIC 等についても TSMC の先端ノードで製造している)。

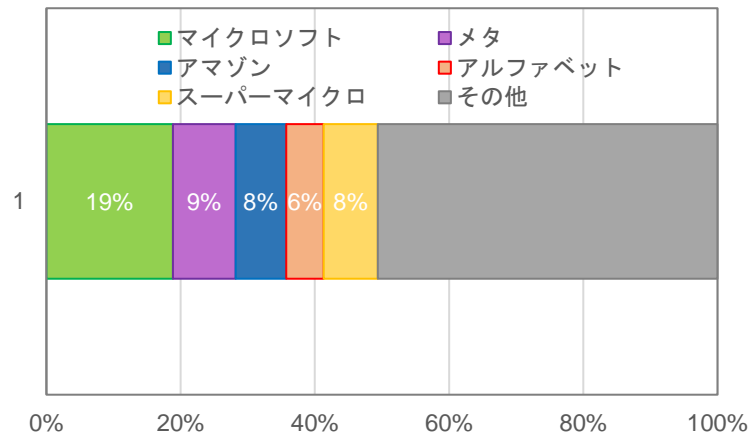
今後は、AI モデルの巨大化により、通信需要が計算需要以上に膨らむため、Networking の成長率が Compute を上回る可能性が高い(図表 10)。エヌビディアの新たな成長ドライバーとなる可能性が高く、今後の動向に注意を払いたい。

◎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。

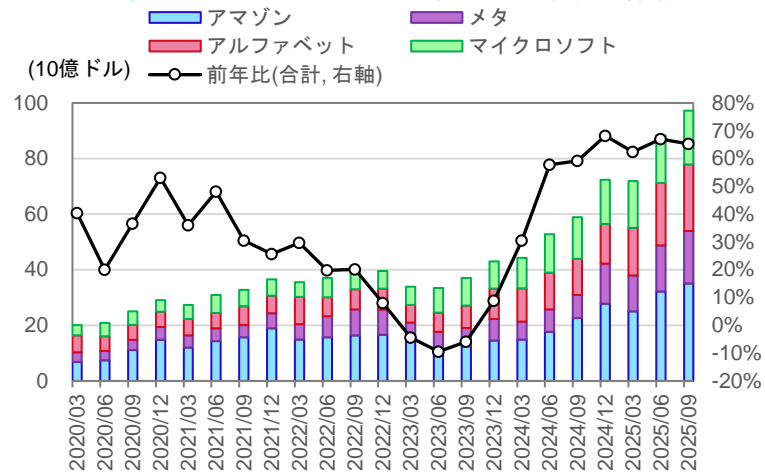
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表8：エヌビディアの売上高構成比



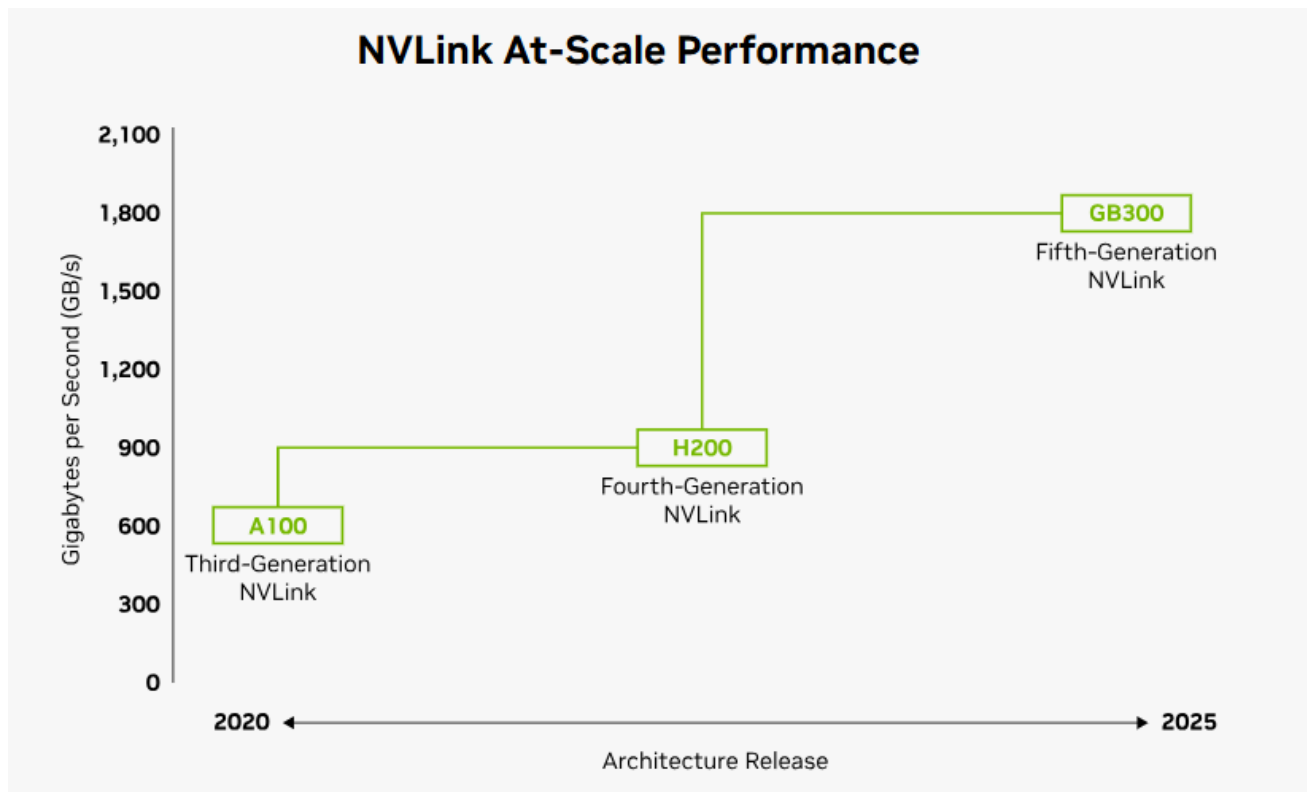
出所：Bloomberg

図表9：ハイパースケーラーの有形・無形資産取得額



出所：Bloomberg

図表10：各世代の NVLink と帯域



出所：エヌビディアの会社資料

◎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。

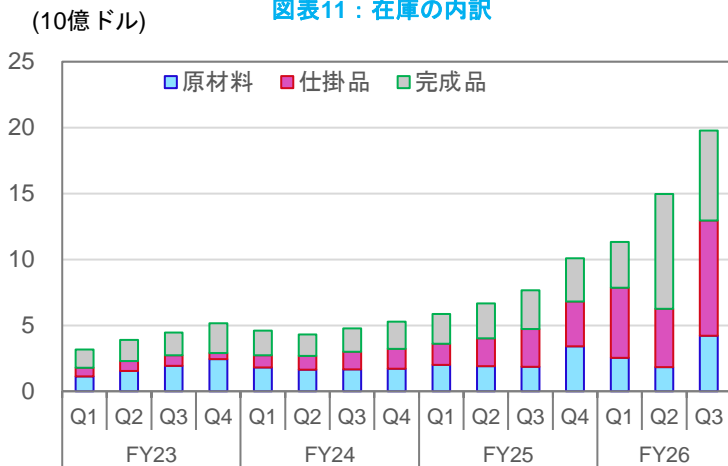
決算の注目ポイント②:リスク要因は供給制約

前述の様にエヌビディアの各製品の需要が強いことは間違いないと思われるが、需要を満たすだけの供給をエヌビディアがコントロールできない点はリスクである。

まず図表 11 はエヌビディアの在庫内訳であるが、足元で仕掛品が大きく増加している。これは TSMC 等で製造中の半導体ウエハーを指しているとみられる。また、図表 12 は TSMC のノード別売上高の推移であるが、先端ノードである 3nm の売上が直近は横ばい圏で推移様子が窺える。AI 半導体需要が急激に増えたため、設備投資が追い付かず、売上高が増えていない可能性が高く、エヌビディアにとっては TSMC の製造能力がボトルネックとなっている様子が窺える。

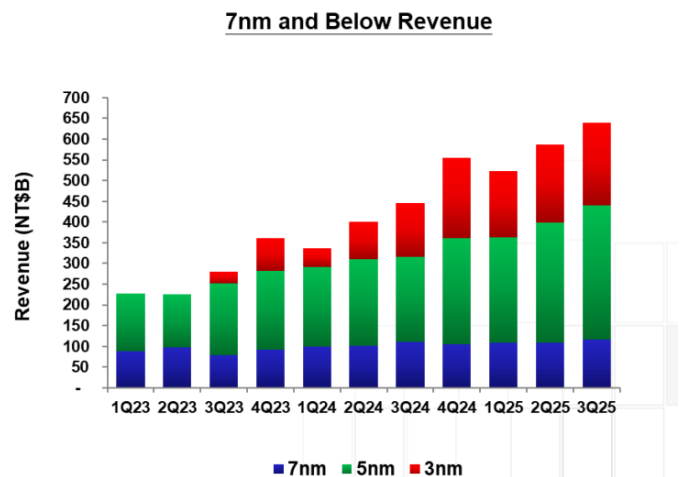
筆者はエヌビディアの業績について、強気な見通しを持っているが、こうした供給がボトルネックとなって投資家の期待する成長率を維持できない可能性がある点はリスクである。

図表 11 : 在庫の内訳



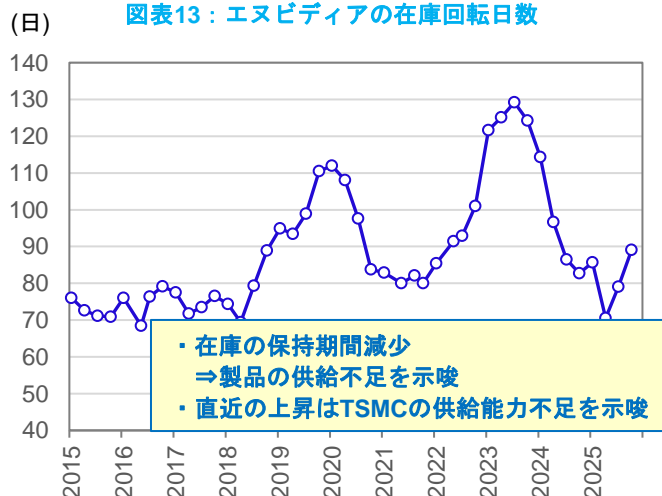
出所: 会社資料
注: FY26Q2 は合計のみ

図表 12 : TSMC のノード別売上高



出所: TSMC の会社資料

図表 13 : 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。

バリュエーション:AI バブル懸念で下落したこともあり割安圏

最後に、具体的なバリュエーションの議論をする(図表 14)。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 5%程度、リスクプレミアムを 1%とした際の水準に近い。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、中長期的には上昇余地が大きいと言えるだろう。

図表 14：エヌビディアのバリュエーション

		リスクプレミアム(SP500)					
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
中 成 期 F C F	15.0%	441.8	405.8	373.1	343.4	316.4	291.8
	10.0%	364.1	334.8	308.2	284.0	262.0	242.0
	5.0%	298.9	275.3	253.8	234.2	216.5	200.3
	0.0%	244.7	225.7	208.5	192.8	178.5	165.5
	-5.0%	199.9	184.8	171.1	158.6	147.2	136.7

■主要指数のEPS成長率(年率)

	幾何平均成長率
SP500	5.8%
ナスダック100	13.0%
SOX	10.9%

出所：Bloomberg

■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
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
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8 月 18 日～8 月 22 日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	米国株, 米国経済	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8 月 25 日～8 月 29 日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9 月 1 日～9 月 5 日)
266	2025/9/12	米国経済	8 月米 CPI
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	9 月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米経済, 米金利, 米国株	9 月 FOMC とマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25 年 9 月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均 4 万 5000 円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9 月 8 日～9 月 12 日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9 月 16 日～9 月 19 日)
274	2025/9/30	コモディティ	25 年 8・9 月 WTI 原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株 9 月レビューと 10 月見通し
276	2025/10/2	欧州経済	25 年 9 月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	9 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9 月 22 日～9 月 26 日)
279	2025/10/6	日本株, ドル円	高市氏勝利とマーケットへの影響
280	2025/10/10	半導体, 日本株, 米国株	10 月半導体市場及びハイテク株動向
281	2025/10/10	日本株	日本株需給(9 月 29 日～10 月 3 日)
282	2025/10/16	豪州経済	25 年 10 月豪州概況
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10 月 6 日～10 月 10 日)
284	2025/10/24	日本株	日本株需給(10 月 14 日～10 月 17 日)
285	2025/10/30	米国経済	10 月 FOMC とマーケット環境の整理
286	2025/10/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
287	2025/10/31	日本株	日本株需給(10 月 20 日～10 月 24 日)
288	2025/10/31	欧州経済	25 年第 3 四半期ユーロ圏 GDP 統計
289	2025/11/4	欧州経済	25 年 10 月ユーロ圏物価動向
290	2025/11/4	日本株	日本株 10 月レビューと 11 月見通し
291	2025/11/5	米国株, 米国経済	11 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
292	2025/11/5	日本株	日本株需給(10 月 27 日～10 月 31 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。