

好決算直後は売上高更新や、営業利益率改善を好感も、流動資産の増加や競合懸念から株価軟調に。総合的な利益持続可能性は堅持か。

フィリップ証券株式会社・リサーチ部 三角友幸

ナスダック | 半導体素子 | 業績フォロー

TEL : +81 3 3666 0707 (直通)

BLOOMBERG NVDA USJ REUTERS NVDA.OQ

E-mail : tomoyuki.misumi@phillip.co.jp

売上高・最高益更新も、利益率回復にプロダクトミックスも寄与。データセンター製品の利益率回復の課題は継続：2026年1月期の3Q決算(8月~10月：25/11/19発表)は、売上高570億USD(前年比+62.5%)、純利益319億USD(前年比：+65.3%)の増収増益も、利益率は粗利率が73.4%と前年同期比で1.14ポイント下げたが2Qの72.4%よりは改善。営業利益率は対前年比0.83ポイント改善して63.2%となった。粗利率73%台は1Qカンファレンスコール時に予告された決算年度内の回復水準であり、経営陣は計画を果たしたと言える。一方、セグメント別業績を見ると、コンピュータ&ネットワークの利益率は70.17%で前年割れ、一方でグラフィックス(画像処理)の利益率が前年同期より4.63ポイント改善した(表4)。利益率の回復にはプロダクトミックスの寄与も大きい。フルスタック型データセンター実装含めコストが割高になる課題は継続していると見るべきだろう。

ファンダメンタルズは競合を圧倒、競争優位の低下懸念より株価は軟調：過去12ヶ月の平均リターンではブロードコム(AVGO)やAMDと比べ軟調となる傾向は続いている。各社の株価推移はAIへの期待に依存するにも関わらず、各社のリターン相関性はNVDAに対して0に近い逆相関となっており興味深い。また、NVDAのPER水準は比較する4社の中で最も割安である(表2)が、売上成長や利益率でNVDAは競合を圧倒している(表3)。競合として直近浮上したのがTPU(テンソル・プロセッシング・ユニット)と呼ばれるAI学習向け特定用途半導体(ASIC)をクラウドサービスに紐づけて提供するアルファベット社である。META社のデータセンターに対してTPUのオンプレミス提供について協議に入ったことがメディアにより報じられ、NVDAの競合として有力視された。しかし、TPUの設計やサプライチェーンはブロードコムに依存しているといわれており、実質的にはブロードコムXPUとエヌビディアGPUのスケリングの戦いとなるだろう。この点、自社設計チップとネットワークのフルスタックで戦えるNVDAには、まだハード面や汎用性で優位性があると言える。

短期資産増加がもう一つの懸念材料、在庫滞留日数は過去最長も総合的な利益持続性は健全：AIバブル懸念や競合の台頭と同じくして、今回の決算発表後に浮上したマイナス材料の一つが売掛金(YoY:+88%、QoQ:+20%)や在庫(YoY:+158%、QoQ:+32.2%)といった短期営業資産の増加である。筆者が計算した回転日数を見る限り、売掛金は売上に対して正常な水準にとどまる。一方、在庫は滞留日数が100日を越えた(表5)。これは次世代Vera Rubinリリースに向けた積み増しと説明されており、原材料や仕掛品の比重が高い。今後常態化するか観測が必要である。営業資産に対する、利益とキャッシュフローとの差分の比率であるアクルーアル比率は縮小しており、利益持続可能性は高いと言える(表6)。

Table with 5 columns: 四半期業績推移, 3Q25, 2Q26, 3Q26, ΔY/Y, 4Q26(F). Rows include 売上高, 売上総利益, %粗利/売上高, 営業利益, %営利/売上高, 当期純利益, 希薄化後EPS, 四半期配当.

Table with 5 columns: 通期業績推移(1月期), FY2023, FY2024, FY2025, CAGR, FY2026(F). Rows include 売上高, 当期純利益, 希薄化後EPS, 通期配当.

引用：企業公表値、ブルームバーグ(Fはブルームバーグ予想値)、CAGRは3か年の年率平均複利成長率

Table with 2 columns: 予想配当(USD), 0.040; 株価(USD), 182.55; 実績PER(倍), 46.19; 予想PER(倍), 38.99; 時価総額(10億USD), 4,435.97; 企業価値(10億USD), 4,386.18; 3ヵ月平均売買代金(百万USD), 35,373.3.

\* 配当予想と予想PERはブルームバーグ、各数値は11/24終値による \* 実績PERは過去12ヶ月累積EPSに基づく

会社概要 1993年設立の半導体ベンダー。現CEOはジェンソン・ファン氏。画像処理用途であるGPU(Graphic Processing Unit)が主力製品。人工知能分野における大規模学習および推論用途のフルスタック型データセンター製品(GPU、CPU、ネットワークコンポーネント)を提供する。AIライブラリであるCUDA(ソフトウェア)は、人工知能(AI)やハイパフォーマンスコンピューティング(HPC)開発において独占的な地位を築く

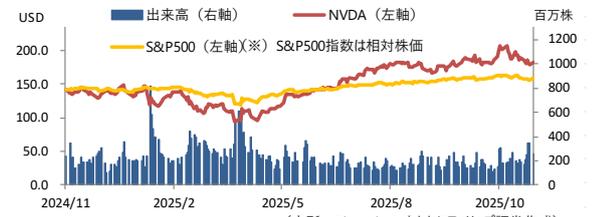


Table with 5 columns: 1. 株価リターンデータ, NVDA, S&P500, β推計値, α(アルファ). Rows include 市場ベータ(β), %日次平均リターン(r), %日次標準偏差(σ), リターン(r)/リスク(σ)比率, r + 1σ 超過利得・観測日数, r - 1σ 超過損失・観測日数.

Table with 5 columns: 2. 競合・類似企業比較(市場), AMD, AVGO, ARM, NVDA. Rows include 株価(25/9/25: USD), 時価総額(25/9/25: 10億USD), 予想PER, %年率平均リターン(r), %年率標準偏差(σ), NVDAのリターンとの相関(≤1.0).

\* 表①②の平均リターン・標準偏差はブルームバーグデータ(24/11/22-25/11/24)を用いて算出。 \* 表①②の各項の定義および留意については次頁参照。

Table with 5 columns: 3. 競合・類似企業比較(業績), AMD, AVGO, ARM, NVDA. Rows include 直近決算発表日, 直近決算区分, TTM\*売上高(10億USD), 売上高CAGR(3か年), %粗利/売上高(3か年平均), %営利/売上高(3か年平均).

\*TTM(trailing twelve months)は直近の四半期決算を基準とした過去12ヶ月の業績の累計値 \* 売上高CAGRと平均利益率は、各社直近決算日とその前年同期、前々年同期を起算日とした各年TTM業績に基づく。(例：NVDAの場合、3Q26、3Q25、3Q24を基準としたTTM業績を参照)

Table with 5 columns: 4. セグメント別業績, 3Q25, 2Q26, 3Q26, ΔY/Y. Rows include コンピュータ&ネットワーク利益, %セグメント利益率, グラフィックス利益, %セグメント利益率.

Table with 5 columns: 5. 売上回転率・現金換日数, 4Q25, 1Q26, 2Q26, 3Q26. Rows include DOS(売上債権回収日数), DOH(在庫滞留日数), DOP(仕入債務支払日数), CCC(現金換日数).

\* 回転日数は四半期暦日数(90日)を適用して計算 \* 回転日数の分母となる回転率は、各期の売上・費用を資産・負債の2期平均残高の除算により算出

Table with 5 columns: 6. 利益とキャッシュフロー比率, 4Q25, 1Q26, 2Q26, 3Q26. Rows include NOPAT: 税後みなし営業利益, FCFE(企業フリーキャッシュフロー), 純営業資産の期中平均残高, FCFEアクルーアル比率.

引用元：図表①~④企業およびブルームバーグデータにもとづく 青字・水色字はアナリストによる集計・計算による \* 純営業資産は、資産と負債より金融項目を其々除した上での、資産と負債の差額 \* 企業フリーキャッシュフローは税後利子費用を足した企業帰属フリー・キャッシュフロー \* FCFEアクルーアル比率 = (NOPAT-FCFE) / 純営業資産の期中平均

<レポート右図表における『株価リターンデータ』の項目における用語説明>

レポート右図における『株価リターンデータ』の各項目を以下のように定義し、情報端末より引用、もしくは情報端末の市場データを用いて算出しています。

市場ベータ (β)	ブルームバーグ端末より参照した市場ベータ値 (未修正*)。当該株式と指数との連動性を示しており、当該株式を保有する投資家が取っている市場リスクの多寡を示す。 * 未修正とは、ブルームバーグ調整ベータと異なり、時価総額による調整を行っていないことを指す。
日次平均リターン (r)	観測期間 (過去 52 週) における日次リターン (前日終値に対する当日終値の上昇・下落率) の平均値。
日次標準偏差 (σ: シグマ)	観測期間 (過去 52 週) における日次リターンの標準偏差であり、投資家が取っている価格リスクを示す。
r + 1σ 利得超過・観測日数	過去 52 週 (営業日数 250 日前後を想定) における実測の日次リターン (利得) が、平均リターン(r)と標準偏差(σ)× 1 の和を超過した日数。
r - 1σ 損失超過・観測日数	過去 52 週 (営業日数 250 日前後を想定) における実測の日次リターン (損失) が、平均リターン(r)と標準偏差(σ)× 1 の差を超過した日数。
β 推計値	S&P500 をベンチマーク指数とし、ベンチマークの日次リターンに当該株式の市場ベータを乗じて導出した、当該株式の日次リターンの推計値の過去 52 週平均値、および推計日次リターンの過去 52 週の標準偏差値。
α (アルファ)	β 推計された日次リターンと実測日次リターンとの差分。投資家が当該個別株に投資することによって得られた市場リスクに対する理論上の超過利得 (損失) を示す。

\* 当該株式のリターン、S&P500 (指数) リターン、β (ベータ) と α (アルファ) には以下の関係があると想定する。

$$R_{\text{株式}} = \alpha + \beta \times R_{\text{指数}}$$

$R_{\text{株式}}$  : 当該株式の価格リターン

$R_{\text{指数}}$  : ベンチマークとなる指数の価格リターン

【レポートにおける免責・注意事項】

本レポートの発行元：フィリップ証券株式会社 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町 4 番 2 号

TEL:03-3666-2101 URL: <http://www.phillip.co.jp/>

本レポートの作成者 : リサーチ部 三角友幸

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。フィリップ証券は、レポートを提供している証券会社との契約に基づき対価を得る場合があります。当資料に記載されている内容は投資判断の参考としてレポートの作成者の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害について、フィリップ証券も、本レポートの作成者も、責任を負いません。当資料の一切の権利はフィリップ証券株式会社に帰属しており、無断で複製、転送、転載することを禁じます。

< 日本証券業協会自主規制規則「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則 (平 14.1.25)」に基づく表示 >

・フィリップ証券または本レポートの作成者であるアナリストと対象会社との間に重大な利益相反関係はありません。