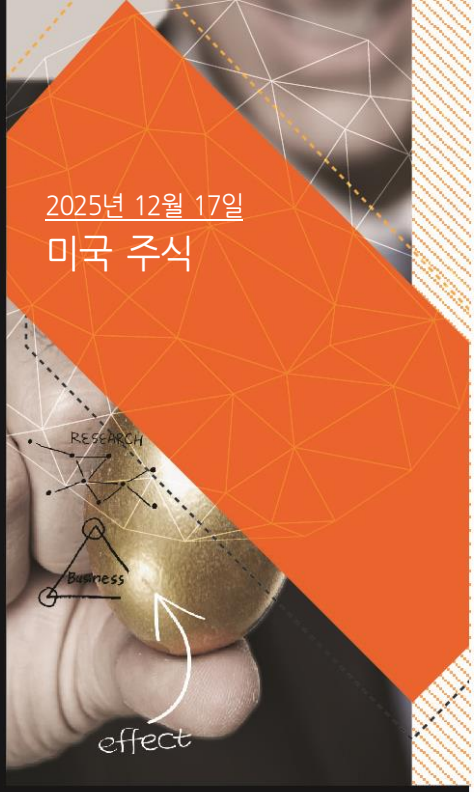


2025년 12월 17일

미국 주식

▶미국주식/자산배분 임해인
haein.lim@hanwha.com
3772-7799

한화투자증권

미국 주식

엔비디아: 중국향 H200 수출 허용, 업사이드는?

독점력 훼손, AI 버블 우려에도 불구하고 엔비디아의 EPS 컨센서스는 실적 발표 이후에도 상향됐습니다. 엔비디아의 주가 횡보가 구조적인 문제가 아니라고 보는 이유입니다. 버블 걱정이 덜어지고 업종별 순환매가 마무리되면 중국에 H200 수출 허가가 주목받을 수 있을 것으로 예상합니다. 중국 측의 수요도 견조하다고 알려졌습니다. 수출 통제가 없었다면 FY 1Q26 H20 중국 매출은 71억 달러였을 것으로 추정되는데, 향후 분기별 평균 데이터센터 매출의 10%에 달합니다. 정부에 내야하는 25%의 수수료는 성능 향상에 따른 가격 상승이 메꿀 수 있다고 생각합니다. 엔비디아에 대한 긍정적 관점을 유지합니다.

엔비디아, AI 버블 우려에도 상향되는 컨센서스

엔비디아는 지난 실적 발표에서 2026년까지 블랙웰 및 루빈 매출을 5,000억 달러 이상으로 전망했다. 실적 발표 직후 향후 5개 분기(2027년 1월 회계연도 종료)의 누적 데이터센터 매출 컨센서스는 7.7% 높아졌고 현재 예상치는 1.6% 추가로 상향됐다. 엔비디아의 독점력 상실 우려, AI가 버블일지도 모른다는 시장의 걱정과는 다르게 견조한 흐름이다. 엔비디아의 주가 횡보의 원인이 구조적인 문제가 아닌 일시적인 투자심리 훼손 때문이라고 보는 이유다.

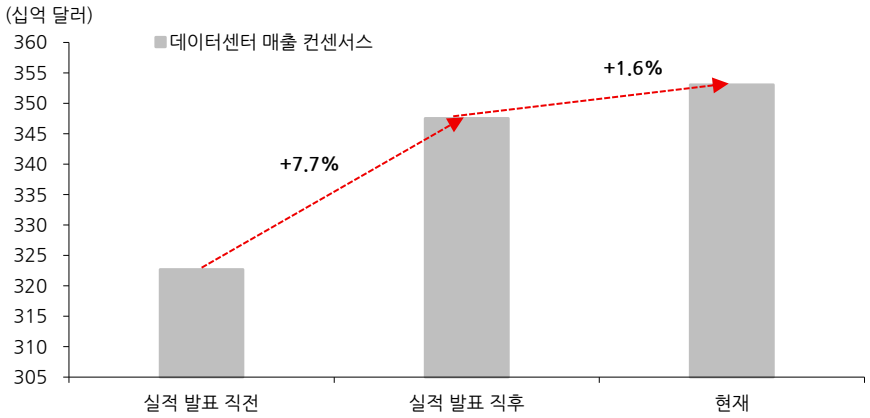
AI 우려 완화되면 빛날, H200 수출 허용

엔비디아는 4월 H20의 중국 수출 제한을 통보받았다. 중국에 팔기 위해 성능을 낮춘 제품이다. 5월 실적 발표(FY 1Q26)에서 중국향 H20 매출이 46억 달러였는데, 수출 통제가 없었으면 25억 달러의 추가 매출을 낼 수 있었다고 언급했다. FY 2Q26에는 관련 매출이 전무했고, FY 3Q26은 5천만 달러를 팔았다고 이야기했다. 가이던스에는 중국 매출이 제외돼 있다.

12월 8일, 미국 정부는 중국향 H200 수출을 허용했고, 칩당 25%의 수수료를 부과하겠다고 발표했다. 블랙웰 수출은 통제하면서도 중국의 AI 칩 자립 연기, 엔비디아 생태계 확장의 절충안이다. 12월 12일 엔비디아가 H200의 증산을 검토 중이고, H20보다 성능이 좋기 때문에 중국 고객사의 수요가 견조하다고 보도됐다. 중국 정부의 승인이 필요하다고 알려져 있으나, 딥시크가 블랙웰을 밀반입해 활용했다는 점을 고려하면 중국도 당장의 AI 발전을 위해서는 엔비디아에 의존할 수밖에 없는 상황이라는 판단이다.

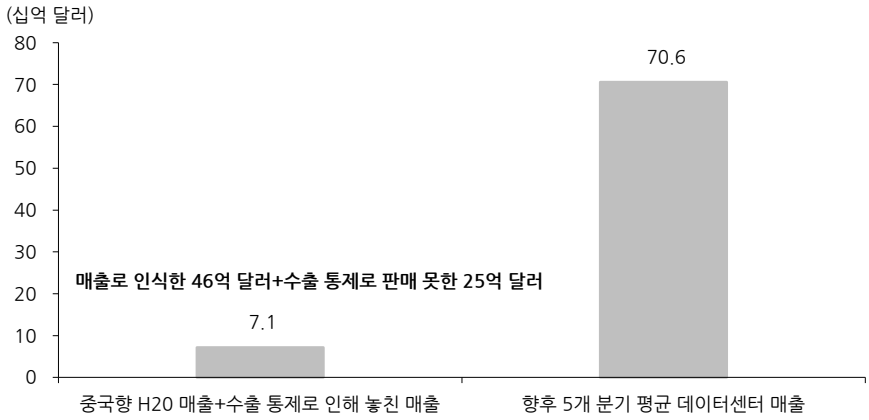
수출 통제가 없었을 경우의 FY 1Q26 H20의 중국 매출은 71억 달러였다. 향후 5개 분기의 평균 데이터센터 매출 컨센서스는 706억 달러다. 증산과 수출이 본격적으로 단행되면 분기별로 약 10%의 추가 매출이 확보될 수 있을 것으로 예상된다. 25%의 수수료로 인한 매출 감소는 성능 향상에 따른 가격 인상이 만회할 수 있다고 생각한다. AI 관련 우려가 완화되고, 최근 확인되는 업종별 순환매가 마무리되면 컨센서스 상향이 본격화될 수 있을 것으로 전망한다.

[그림1] 향후 5 개분기 누적 데이터센터 매출 컨센서스: 실적 발표 전 vs. 직후 vs. 현재



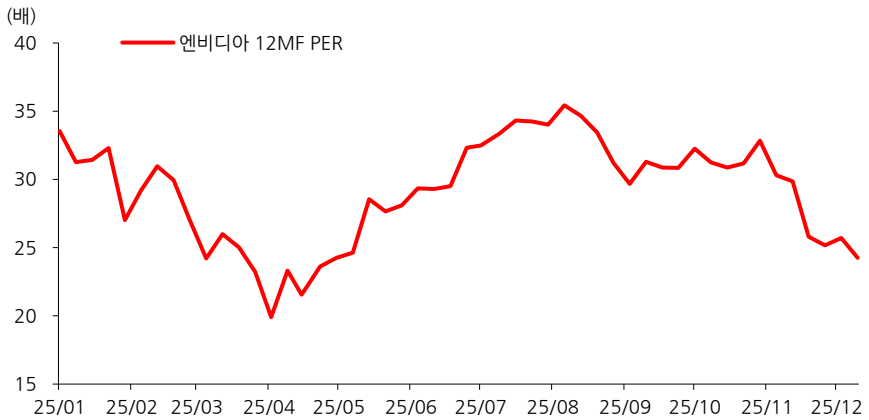
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] FY 1Q26 중국향 H20 잠재 매출 vs. 향후 5 개분기 평균 데이터센터 매출



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 엔비디아 12 개월 선행 PER: 24.3 배



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 12 월 17 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (임해인)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%