

미국은 지금

“갑작스러운” 엔비디아 H2O 수출 제한과 영향



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Equity Analyst 조민주 mj3346@kiwoom.com
RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com



Issue Brief

H2O 수출 제한 영향은 제한적

4/9 일 엔비디아는 미국 정부로부터 H2O 수출을 위한 라이선스 승인이 필요하다고 통지 받았으며, 그 기한을 ‘무기한’으로 공시했다. 중국(홍콩, 마카오 포함)과 D:5 국가(무기 금수 조치 적용 국가: 아프가니스탄, 중국, 북한, 러시아, 이란 등), 그리고 해당 지역에 본사나 모회사가 있는 기업에 수출하기 위해서는 라이선스가 필요하다는 것이 골자로 미국의 반도체 기술이 중국의 슈퍼컴퓨터에 사용되는 것을 막기 위한 조치라고 설명했다. 추가로 **해당 통보에 따라 FY1Q26 실적에 H2O 관련 재고 및 구매약정 총당금으로 최대 55억 달러의 비용이 포함될 것**이라 밝히면서 주가는 큰 폭으로 하락했다.

중국은 고성능 GPU 구매가 이미 금지되어 있기 때문에 이를 대응하기 위해 3 가지 루트를 통해 반도체를 조달해왔다. 1)미국의 클라우드를 포함한 중국 외 지역에서 GPU를 사용하거나, 2)우회 경로를 통해 GPU를 조달, 3)H2O 이나 AMD MI308을 포함한 상무부 기준을 충족하는 칩을 사용하는 경우이다. 따라서 **사실상 유일하게 합법적인 루트로 조달 가능한 것은 3 번째 저사양 칩을 구매하는 것이었는데 이러한 상황 속에서도 중국이 딥시크와 같은 AI 성과를 만들어내면서 반도체를 협상 카드로 활용하기 위해 갑작스러운 수출 제한 조치를 발표한 것으로 추정된다.**

다만 엔비디아에서 저사양 H2O 제품은 매출에 대한 기여도는 있으나 마진에 대한 영향은 오히려 높지 않으며, 결과적으로 오히려 매출 총이익률은 개선으로 이어질 수 있다. 또한 지난 1 분기 동안 중국 테크 기업들이 H2O 제품을 160 억 달러 이상 구매했다는 소식과 상호관세 이슈로 FY1Q26E와 FY2Q26E 컨센서스 상으로 중국과 싱가포르향 매출 감소가 이미 반영되고 있었다는 점, 그리고 블랙웰과 같은 고사양 GPU에 대한 높은 수요와 추후 라이선스 취득 시 곧바로 상쇄되는 55 억달러의 총당금 비용을 감안하면, 그 영향은 시장이 우려한 것보다는 제한적이라 판단한다.

다만 우려되는 건 트럼프가 반도체를 협상 카드로 사용하는 것

다만 H2O 수출 제한이라는 내용보다도 더욱 민감하게 인식해야 할 것은 바로 예상치 못한 시기에 갑작스럽게 시행되었다는 점이다. 조정의 본질은 이를 협상 카드로 보는 트럼프의 정책 스탠스와 높아진 불확실성이며 아래의 2 가지 리스크 요인을 민감하게 인지할 필요가 있다. (2p 계속)

엔비디아 8-K 공시

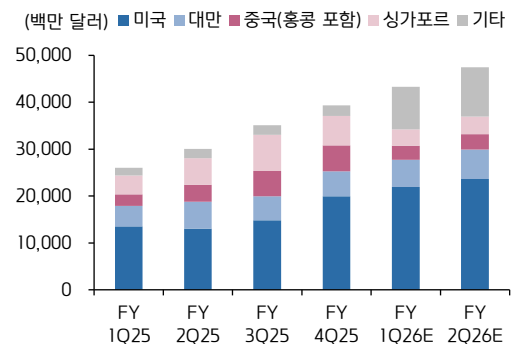
Item 8.01 Other Events.

On April 9, 2025, the U.S. government, or USG, informed NVIDIA Corporation, or the Company, that the USG requires a license for export to China (including Hong Kong and Macau) and D:5 countries, or to companies headquartered or with an ultimate parent therein, of the Company's H2O integrated circuits and any other circuits achieving the H2O's memory bandwidth, interconnect bandwidth, or combination thereof. The USG indicated that the license requirement addresses the risk that the covered products may be used in, or diverted to, a supercomputer in China. On April 14, 2025, the USG informed the Company that the license requirement will be in effect for the indefinite future.

The Company's first quarter of fiscal year 2026 ends on April 27, 2025. First quarter results are expected to include up to approximately \$5.5 billion of charges associated with H2O products for inventory, purchase commitments, and related reserves.

자료: SEC, 키움증권 리서치

엔비디아 지역별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

따라서 여전히 상품, 즉 하드웨어 업종 보다는 서비스 업종으로 대응하는 것이 합리적이라는 의견을 유지한다.

1)수출 규제가 금지령이 아니고 라이선스 허가 요건이 전제되었다는 측면에서 실적에 대한 영향이 제한적이라는 것은 부정할 수 없지만 이를 즉각 발효시키고 무기한으로 공시했다는 점은 향후 규제의 범위를 예상할 수 없다는 측면에서 상당한 리스크 요인이라 판단된다. 실제로 엔비디아의 4/15 일 8-K 공시 이후 하루 뒤인 4/16 일 AMD 도 8-K 공시를 통해 중국 및 기타 국가로 MI308 제품을 수출하는 데 적용되는 라이선스 부여가 보장되지 않을 것이며 해당 조치로 인해 재고, 구매 약정, 충당금 등에 따른 비용으로 최대 8 억 달러가 예상된다고 밝혔다. 인텔 역시 미국 당국으로부터 가우디 칩의 중국 수출 라이선스가 필요하다는 통보를 받았으며, 중국 고객사들에 보낸 이메일상으로 총 D 램 대역폭이 1,400 기가바이트 이상, 초당 1,100GB 이상 I/O 대역폭, 두 가지를 합쳐 초당 1700GB 이상인 제품 모두 허가를 받아야 한다고 통보 받았다고 한다. 엔비디아가 미국에 향후 4 년간 최대 5 천억달러의 AI 인프라를 구축할 것이며, 애리조나와 텍사스주에 약 30 만평 부지를 확보해 AI 반도체 및 슈퍼컴퓨터 제조 공장을 설립할 것이라 발표했음에도 불구하고 해당 소식 발표 하루 뒤 수출 규제와 같은 완강한 입장을 취했다는 데 주목할 필요가 있다. 본질적으로 트럼프의 정책 스탠스는 일관되지 않고 빈번하게 상충되며 관세보다도 더욱 부정적인 수출 제한과 같은 제재를 갑작스럽게 시행했다는 점은 여전히 높은 리스크를 제공한다

2)바이든 임기 마지막 주인 1/13 일 당시 발표된 프레임 워크인 ‘AI 확산 규칙’은 120 일의 논평 기간(5 월 15 일 시행 예정) 이후 트럼프 행정부가 궁극적으로 해당 규칙을 결정할 수 있다. AI 반도체 수출 통제를 위해 국가를 3 단계 그룹으로 구분했고, 1 단계 그룹은 한국, 호주, 벨기에, 캐나다, 대만, 일본, 프랑스, 독일, 영국, 일본 등 동맹국 18 개를 포함하며, 제한 없이 미국 AI 반도체를 수입 가능하다. 3단계 그룹은 중국, 쿠바, 이란, 북한, 러시아 등 20개 국가로 사실상 AI 반도체 수출이 금지된다. 나머지 150 여개 국가가 2 단계 그룹에 속해 있는데, 이들 국가는 AI 반도체 수출을 위해 미 정부의 라이선스 발급 과정이 요구된다. 동맹국과 적대국을 제외한 150 여개 국가에 AI 반도체를 수출하는데도 라이선스 허가가 필요하다는 점은 결론적으로 반도체 업체들의 발목을 잡는 행위로 작용할 가능성이 높고, 오히려 H2O 과 같은 저사양 칩 수출 규제보다 더욱 타격이 클 수 있는 조치이다. 글로벌 다국적 기업들이 해당 지역에 데이터센터를 구축하려는 경우에도 라이선스가 선제적으로 필요하며 승인 가능성이 100%라고 하더라도 그 과정에서 지연이 발생하기엔 반도체 업계는 이에 대해 강력히 반대하고 있는 상황이다.

엔비디아 8-K 공시

Item 8.01 Other Events.

On April 9, 2025, the U.S. government, or USG, informed NVIDIA Corporation, or the Company, that the USG requires a license for export to China (including Hong Kong and Macau) and D-5 countries, or to companies headquartered or with an ultimate parent therein, of the Company's H2O integrated circuits and any other circuits achieving the H2O's memory bandwidth, interconnect bandwidth, or combination thereof. The USG indicated that the license requirement addresses the risk that the covered products may be used in, or diverted to, a supercomputer in China. On April 14, 2025, the USG informed the Company that the license requirement will be in effect for the indefinite future.

The Company's first quarter of fiscal year 2026 ends on April 27, 2025. First quarter results are expected to include up to approximately \$5.5 billion of charges associated with H2O products for inventory, purchase commitments, and related reserves.

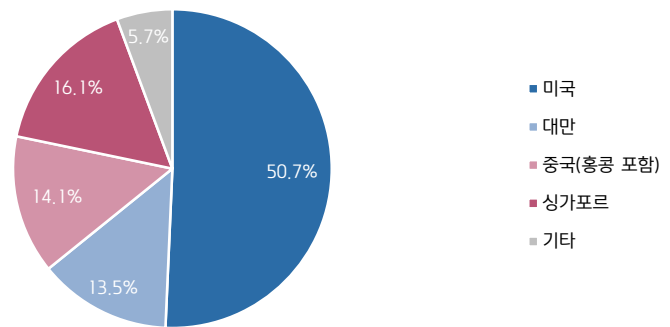
AMD 8-K 공시

Item 8.01 Other Events.

On April 15, 2025, Advanced Micro Devices, Inc. (the “Company”) completed its initial assessment of a new license requirement implemented by the United States government for the export of certain semiconductor products to China (including Hong Kong and Macau) and D:5 countries, or to companies headquartered or with an ultimate parent in such countries (the “Export Control”). The Export Control applies to the Company’s MI308 products. The Company expects to apply for licenses but there is no assurance that licenses will be granted. The Company expects that the Export Control may result in charges of up to approximately \$800 million in inventory, purchase commitments and related reserves.

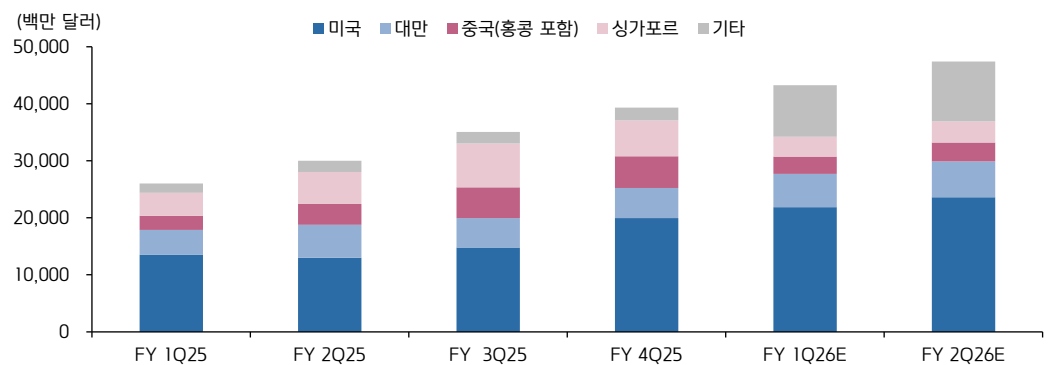
자료: SEC, 키움증권 리서치

엔비디아 지역별 매출액 비중



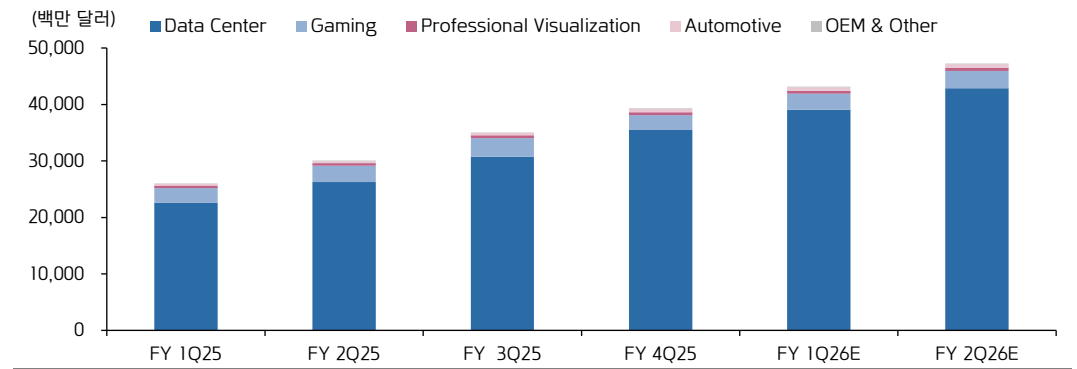
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치. 주: 컨센서스는 2025-04-16 기준

엔비디아 지역별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치. 주: 컨센서스는 2025-04-16 기준

엔비디아 항목별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치. 주: 컨센서스는 2025-04-16 기준

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.