

미국은 지금

엔비디아 낙수 효과 vs AI 버블



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

서프라이즈를 보인 엔비디아 실적

FY3Q26 엔비디아의 실적은 시장의 기대를 상회한 서프라이즈를 기록했다. 블랙웰과 루빈칩 등 고성능 GPU 완판에 힘입어 데이터센터 매출은 사상 최고치인 51억 달러(YoY +66%)를 달성했다. 전체 매출액(570억 달러)은 컨센서스(550억 달러)는 물론 월가의 위스퍼 넘버(560억 달러)도 상회했다. FY4Q26 매출총이익률이 73% 수준을 기록할 것이란 자신감도 확인되었다.

엔비디아 낙수 효과 vs AI 버블론

10월 말 이후 'AI 버블' 논란 속에서 조정을 받아온 증시는 엔비디아 실적 호조에도 불구하고 낙폭을 키웠다. 10월 말 이후 S&P500과 나스닥 지수는 각각 고점 대비 -5.5%, -8.0% 하락했고, 엔비디아 실적을 반영하며 각각 하루 동안 -1.5%, -2.1% 떨어졌다. 같은 시간대 엔비디아 주가도 장 초에 기록한 +5% 가까운 상승세를 모두 반납한 후 -3.1% 하락했다.

AI 버블론은 1) AI 수익성 둔화(ROI), 2) 과도한 CapEx 집행, 3) 고평가된 밸류 등을 전제한다. Meta가 견고한 실적을 공개했음에도 ROI 우려에 따라 주가가 -21% 급락한 것은 AI 수익화에 대한 시장의 눈높이가 까다롭다는 것을 시사한다. 엔비디아 역시 호실적을 보였으나 AI 버블론을 잠재우지 못했다. 여러 이유가 거론되고 있으나 매출채권 급등이 가장 큰 요인으로 자리 잡았다. **FY3Q26 매출채권액이 YoY +44.8% 늘어난 333.9억 달러를 기록한 것이다.** '고객사들이 충분한 돈을 번다면 대금 납부가 왜 지연되지?'라는 의문을 시장은 던졌다. **매출채권 회수일도 전년 동기 대비 8일 늘어난 54일을 기록했다.** 이에 칩 메이커의 수익 상승과 고객사들의 수익성 개선을 분리해서 시장은 판단했고, 증시 하락 추이는 연장되었다. 물론 매출채권은 매출 상승과 비례해 늘어나는 것이 정상이며, 채권 회수일도 전고 수준인 80일 대비 크게 낮은 상황이라 위험 신호로 판단하기는 아직 어렵다. 하지만 앞서 Meta 사례를 언급했듯, ROI에 대한 눈높이가 까다로운 시장은 이를 리스크 요인으로 진단했다.

AI 버블 우려가 진정될 수 있는 여건

하지만 이번 엔비디아 컨퍼런스 콜을 통해 'AI 버블' 우려가 진정될 수 있는 힌트 역시도 일부 확인되었다. 직관적 힌트는 **가속화된 성장 속도**이다. 엔비디아의 FY3Q26 매출 성장률(YoY +62.5%)은 전분기 대비 +6.9%p 가속화되었고 RPO는 FY26까지는 5천억 달러를 확보했다. 고객사들의 칩 주문량이 계속해서 늘어가는 것이다. 물론 고객의 칩 수요 증가가 그들의 수익성 개선을 담보하지는 않으나, 아직까지 빅테크 기업들은 투자 가치가 충분하다는 전제 속에서 공격적 물량 확보를 진행하고 있다. (2page 계속)

이슈에 따른 Daily 엔비디아 주가 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

닷컴 버블 vs 현재 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

여기서 드는 핵심 의문은 '그들은 무엇을 근거로 투자 가치가 충분하다고 판단하는가'이다. 이 부분은 AI 산업의 구조적 변화를 통해 설명 가능하다. 젠슨 황 CEO 는 AI 사이클이 'AI 인프라' 중심의 투자 단계에서, AI 추론을 통한 산업별 '활용' 단계로 진입하고 있다고 언급했다. 'AI Agent'와 'Physical AI' 소개가 이를 뒷받침하며, 엔비디아 데이터센터 매출의 약 40%가 이미 추론 영역에서 발생하고 있다는 점도 증거다. 산업의 중심축이 비용 기반의 '모델 학습(Training)'에서 서비스 구현과 수익 창출 중심의 '활용(Inference/Activity)' 단계로 이동할 경우, 투자 효율성은 실제 성과로 가시화될 수 있다. 수요처 역시 기존의 하이퍼스케일러에서 로보틱스·제조·서비스 등 일반 산업으로 확산되면서 AI 도입의 경제성이 점차 확인될 수 있다. 이미 Ad Tech, 업무용 생산성 AI, 데이터 분석 플랫폼 등에서도 AI 활용을 통한 높은 수익이 관찰되었고, 향후 전망도 긍정적으로 제시되었다. AI 수요처의 구조적 확장 및 AI 활용 기업들의 2025년 견고한 매출 성장 등이 빅테크들 입장에서 AI의 투자 가치가 충분하다고 보는 근거다.

CapEx 우려 또한 엔비디아 실적과 함께 재검토가 필요하다. CY3Q25 기준 S&P500 기업들의 영업이익 대비 CapEx 비중은 약 44%로, 2001년 IT 버블 당시 73% 대비 여전히 여전히 존재한다. 최근 10년 평균(38%)보다 높은 수준이긴 하지만 '과잉 투자'로 분류하기는 어렵고 나아가 영업이익은 지속적으로 늘어나고 있다. S&P500 영업이익률은 5개 분기 연속 두 자릿수를 유지했으며, 2026년 EPS YoY(+11.9%) 성장률도 두 자릿수를 기록할 것으로 기대된다. 순이익율 또한 2023년 3분기 이후 7분기 연속 개선되면서 올해 3분기 순이익률이 13.1%를 기록했다. AI 활용도가 높아져 기업별 생산성 제고가 가시화될 경우 마진 희석보다 개선될 가능성이 높으며, 해당 관점에서 자본 고갈을 전제로 한 버블 붕괴론을 논하기엔 아직 시기상조로 판단한다.

정량 지표도 버블 국면과는 다른 모습을 보이고 있다. 주가 상승에도 엔비디아의 12M Fwd PER 은 29.3 배로, S&P500(22.4 배) 대비 크게 높지 않은 수준이다. EPS 성장이 주가 상승을 정당화하고 있다는 뜻이다. FY4Q26 총이익률 가이드스가 74.8%로 제시된 점도 고객사들의 가격 수용력과 실수요가 견조함을 반영한다.

증시 반등을 위한 마지막 퍼즐

2023년 5월 챗 GPT 열풍이 불던 당시 엔비디아는 컨센서스를 50% 이상 상회하는 가이드스를 제시하며 주가가 하루 만에 24% 급등했다. 2022년부터 2023년 4월까지 뚜렷한 반등을 보이지 못하던 S&P500 과 나스닥 지수도 발표 이후 한 달간 각각 +4.0%, +8.4% 상승했으며 이후 구조적 상승 국면의 시작점으로 자리했다.

다만 이번 국면에서는 엔비디아의 긍정적인 실적이 증시 회복의 즉각적인 트리거로 작용하지 못했다. AI 버블을 자극하는 매크로 변수들이 잔존하기 때문이다. 전일 증시는 리사 쿡 연준 이사의 AI 버블·사모대출 관련 발언이 낙폭의 출발점이 되었고, 옵션 만기일을 앞둔 수급 쏠림이 낙폭 확대를 유발했다. 여기에 12월 금리 인하 기대 약화, 연방정부 셧다운 여파로 인한 경제지표 발표 지연 등이 여전히 불확실성 요인으로 남아있어 전반적 투자 심리를 제약했다.

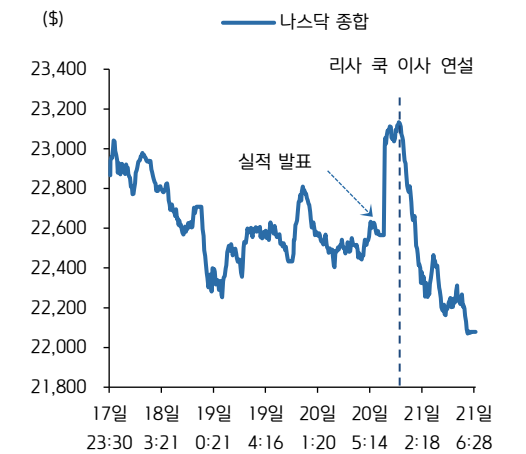
그러나 이러한 상황은 역설적으로 기회 요인으로도 해석 가능하다. 앞서 살펴본 바와 같이 엔비디아 실적은 AI 버블 우려의 주요 근거들을 많은 부분을 반박한다. 매출채권 증가는 시장의 기준이 높지 않았다면 자연스러운 현상으로 받아들여질 수 있었고, AI 활용 확대와 정량적 지표 등 역시 AI 버블에 대한 근거를 약화시킨다. 이에 따라 향후 경제지표 정상화와 소프트랜딩 기대 회복, 12월 FOMC 소화, 내년 초 예정된 OBBBA 집행 등이 진행될 경우 시장의 AI 버블 우려도 점차 완화될 가능성이 높다. 매크로 안정이 AI 버블 우려 완화에 선제적 조건이라는 것이다. 선제 조건이 완화될 경우 엔비디아의 실적이 재평가되며 증시 역시 반등 흐름으로 전환될 여지가 있다.

이슈에 따른 Daily 엔비디아 주가 차트



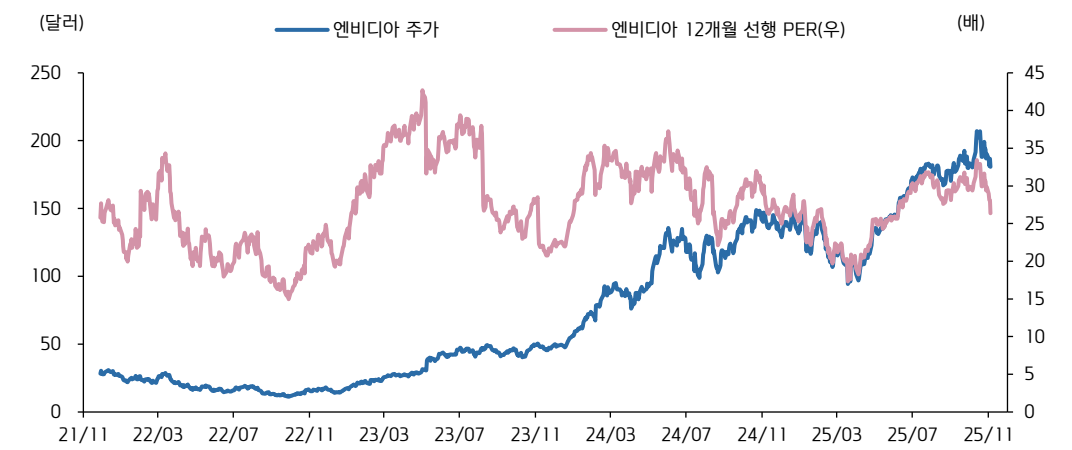
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

이슈에 따른 Daily 나스닥 지수 차트



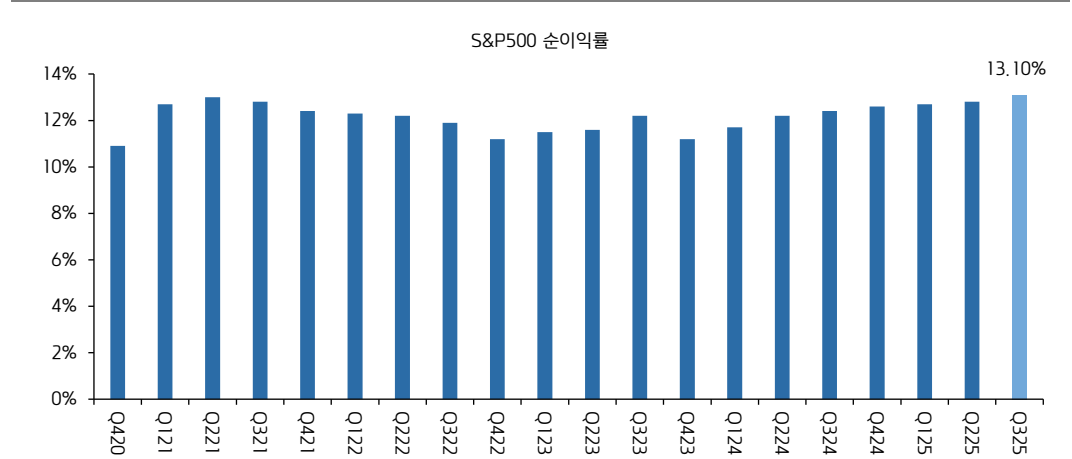
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

엔비디아 12M FWD PER vs 주가



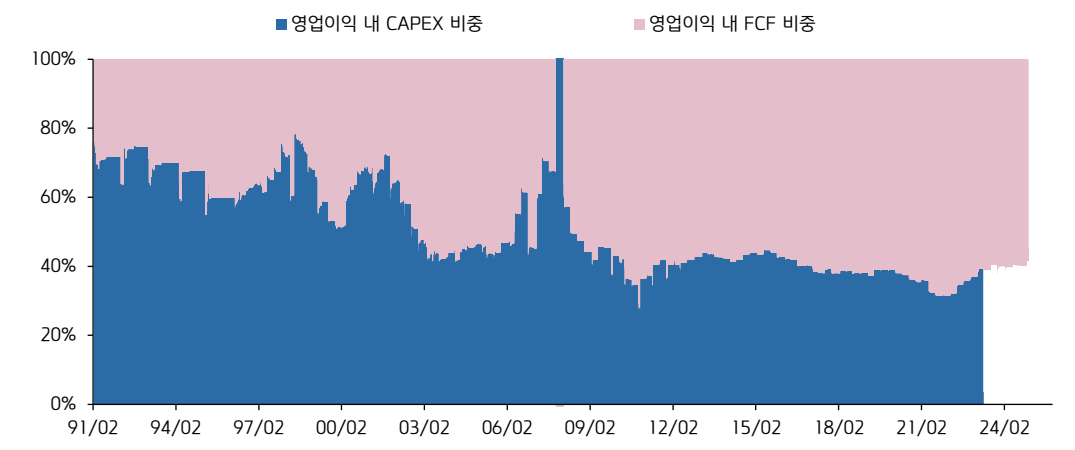
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P500 순이익률 추이 및 전망



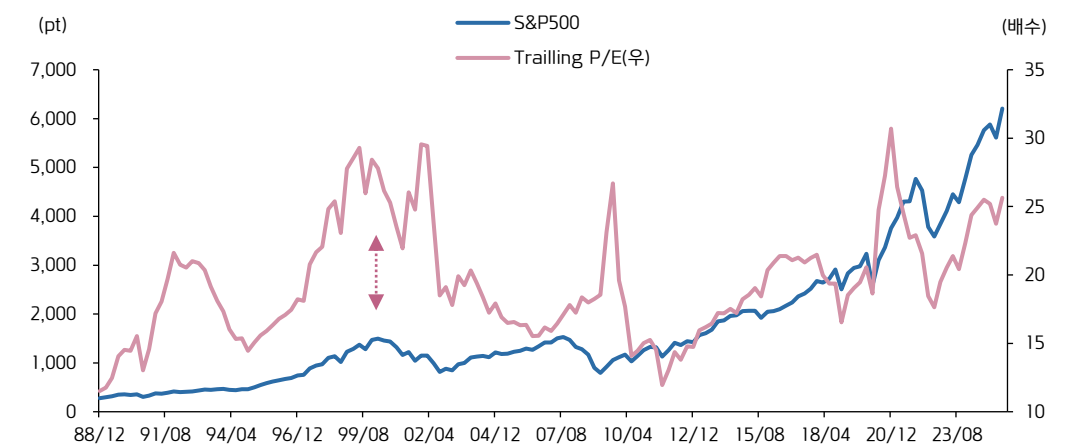
자료: Factset, 키움증권 리서치

역사적 영업이익 내 CAPEX 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) S&P500 기업 대상

S&P500 vs Trailing PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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.