



델 테크놀로지스 (DELL.US)

이유 있는 독주, 엔터프라이즈 DC 현대화가 연 리레이팅

- Non-AI가 견인한 실적 서프라이즈와 GPM 개선으로 마진 희석 우려 해소
- 연간 가이드런스 상향 및 이익 급증으로 주가 급등에도 밸류에이션 매력 지속
- 풍부한 AI 수주잔고 속 하반기 영업현금흐름 정상화와 마진 지속성이 핵심

서버·스토리지·PC를 아우르는 글로벌 종합 IT 인프라 기업

델 테크놀로지스(DELL)는 서버, 스토리지, PC 전반의 풀스택 포트폴리오를 보유한 글로벌 선도 IT 인프라 솔루션 기업이다. 동사의 사업 부문은 AI 및 범용 서버, 스토리지를 총괄하는 ISG(매출 비중 68%)와 기업용·소비자용 PC 사업을 영위하는 CSG(32%)로 양분된다.

FY2Q27 실적: 시장 최상단 추정치를 뚫어낸 서프라이즈

매출액은 \$47.0B(+58% YoY, 컨센서스 대비 +5%), Non-GAAP EPS는 \$7.04(+203% YoY, 컨센서스 대비 +44%)를 기록하며 컨센서스 최상단 추정치를 상회하는 어닝 서프라이즈를 달성했다. 컨센서스 상회의 배경에는 AI 서버가 아닌 Non-AI 영역이 있었다. AI 서버 매출은 \$16.4B(+100% YoY)로 기대치에 부합하는 데 그친 반면, 범용 서버(\$10.5B, +122% YoY, 컨센서스 대비 +14%)와 스토리지(\$4.9B, +26% YoY, 컨센서스 대비 +12%) 부문이 기대치를 대폭 상회했다. 이에 힘입어 매출총이익률(GPM) 21.1%(컨센서스 17.4%), ISG 영업이익률(OPM) 15.0%(+620bp YoY)를 기록하며 전사 수익성도 동반 개선되었다. 분기 AI 서버 신규 수주(\$60.9B), 기말 수주잔고(\$95.0B), 주주환원 규모(\$4.3B) 모두 역대 최대치를 경신했다.

이유 있는 독주: AI 하드웨어 마진 우려를 뚫어낸 체질 개선

DELL의 주가는 실적 발표 익일 15.8% 급등했다. 마진 압박 우려로 AI 하드웨어 섹터 전반이 부진한 흐름을 이어온 가운데, Peer(HPE +4%, SMCI +1%)를 압도하며 업종 내 뚜렷한 디커플링을 연출했다. 사측이 FY27 EPS 가이드를 42% 상향 조정한 반면 주가 상승률은 16% 수준에 그쳐, 가이드 기준 P/E는 기존 24 배에서 19 배로 오히려 낮아졌다. 서프라이즈 강도 대비 주가 상승 폭은 과도하지 않다는 판단이다. 시장이 동사만 차별화해 평가한 배경은 명확하다. 1) 서프라이즈의 본질이 단순 볼륨 확대가 아닌 GPM 개선에 있어 업종 전반에 드리웠던 마진 희석 우려를 정면으로 반박했고, 2) 성장의 축이 범용 서버·스토리지·PC 전반으로 확산되며 DELL을 단순 'GPU CapEx 낙수 수혜주'가 아닌 '엔터프라이즈 데이터센터 현대화의 실질 수혜주'로 재평가하게 만들었기 때문이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.09.02): \$456.01

목표주가 컨센서스: \$451.13

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
71%	26%	3%

Stock Data

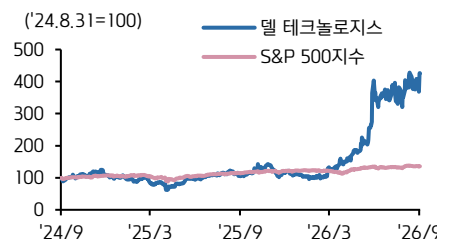
산업분류	기술 하드웨어, 스토리
S&P 500 (09/02)	7,686.14
현재주가/목표주가	456.01 / 451.13
52주 최고/최저 (\$)	429.15 / 106.38
시가총액 (백만\$)	273,410
유통주식 수 (백만)	325
일평균거래량 (3M)	8,575,485

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	95,567	113,538	142,118	184,649
영업이익	8,529	9,991	11,942	16,868
OPM(%)	8.9	8.8	8.4	9.1
순이익	5,865	7,046	8,574	9,583
EPS	8.14	10.30	14.15	15.31
증가율(%)	14.2	26.5	37.4	8.2
PER(배)	16.1	12.1	29.7	27.5
PBR(배)	-	-	1140.7	65.6
ROE(%)	-	-	-687.8	-206.7
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.6

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	234.4	100.3	218.7	278.3
S&P Index	10.7	4.8	11.3	28.2



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치 주) Non-GAAP 기준

밸류에이션: 여전히 매력적인 구간

DELL의 12M Fwd P/E는 17.8배로, 지난 5월 말(27배) 대비 큰 폭으로 낮아진 뒤 실적 발표 후 주가가 16% 급등했음에도 발표 직전(17.3배)과 거의 같은 수준에 머물러 있다. 5월 말 이후 주가가 횡보하는 동안 FY27E 컨센서스 EPS가 \$14.15에서 \$25.88로, FY28E가 \$15.31에서 \$28.89로 상향된 데다, 발표 후에도 주가 상승분만큼 이익 추정치가 따라 올라왔기 때문이다. 즉 최근의 멀티플 압축은 주가 조정이 아닌 가파른 이익 추정치 상향에 기인한다.

현재 하드웨어 Peer 그룹 평균(15.5배) 대비 밸류에이션 프리미엄은 15% 내외에 불과하나, FY27E EPS 성장률 +151%에 이어 FY28E-FY29E에도 각각 +12%+19%의 성장이 예상되어 이익이 정체된 PC 중심 Peer(HP FY27E EPS -2%)와는 차별화된 이익 체력을 확보하고 있다. 사측 가이드언스 EPS(\$25.50) 기준 19.3배, FY28E 컨센서스 기준 17.0배 수준으로 밸류에이션 부담은 여전히 제한적이라는 판단이다.

레벨업된 이익 체력에도 불구하고 시장이 공격적인 멀티플을 부여하지 못하는 배경은 1) 마진 지속성에 대한 경계감(사측 역시 2Q ISG OPM 15%의 온전한 유지는 어려울 것으로 언급), 2) 부품 가격 인상분 전가가 혼재된 외형 성장률, 3) 운전자본 부담(재고 및 DFS 채권 급증)에 따른 영업현금흐름 부진(순이익의 50% 수준)에 있다. 향후 3Q ISG 영업이익률의 13%대 방어 여부와 하반기 현금흐름 정상화가 가시화되는 시점에서 본격적인 밸류에이션 리레이팅이 재개될 것으로 전망한다. 다만, 주가가 신고가를 경신한 직후인 만큼 단기적으로는 실적 발표 후 1W 수익률 흐름을 확인하며 대응할 필요가 있다.

투자포인트: 공급 역량이 결정짓는 실적, Non-AI에서 입증된 체질 개선

1. 연간 가이드언스 상향: 수요 초과 국면 속 선제적 공급망 확보의 결실

FY27 매출액 가이드언스를 \$167B 에서 \$192B(+69% YoY)로, Non-GAAP EPS 를 \$17.90 에서 \$25.50(+148% YoY)으로, AI 서버 매출을 \$60B 에서 \$74B(FY26 의 3 배)로 대폭 상향했다. 연간 매출 내 하반기 비중은 53%로 확대되며 상저하고 흐름이 뚜렷해졌다. PC 시장 둔화에 맞춰 핵심 부품을 인프라(ISG) 부문으로 선제 재배분하며 공급 병목 속에서도 출하를 극대화한 결과다. 기말 AI 수주잔고(\$95B)는 하반기 AI 가이드언스(\$41.5B)의 2.3 배에 달해 신규 수주 없이도 FY28 상반기까지의 실적 가시성을 확보했다.

2. 범용 서버(+122% YoY): 노후 장비 교체 주기와 에이전틱 AI 수요 결합

범용 서버·네트워킹 매출은 \$10.5B(+122% YoY)로 AI 서버 성장률을 앞질렀으며, 연간 가이드언스 역시 '100% 이상'으로 상향되었다. 설치기반 내 잔존하는 14 세대 이하 노후 자산(1.2M 대)의 고집적도(17·18 세대) 교체 수요가 본격화된 영향이다. 여기에 에이전틱 AI 파이프라인에서 GPU 를 제어하는 '하네스(Harness)'용 고성능 CPU 수요가 가세했다. 단, 코어 및 DRAM 탑재량 확대에 따른 ASP 상승분이 반영되어 있어 출하량 기준 성장률은 이를 밀돈다는 점은 감안할 필요가 있다.

3. 스토리지 고성장(+26% YoY)과 ISG 마진: 저마진 우려 불식

자체 개발(Dell IP) 제품군 호조로 스토리지 매출은 \$4.9B(+26% YoY)를 기록했고, 연간 성장률 가이드런스도 10%대 중반으로 상향되었다. 2Q ISG 영업이익률(15.0%, +620bp YoY) 개선은 외형 확대에 따른 스케일 효과와 고마진 스토리지 믹스 개선이 견인했다. 이는 AI 서버의 낮은 단독 마진을 스토리지·네트워킹·서비스 등의 고수익 번들(Attach) 판매로 상쇄하는 구조적 체질 개선이 안착되고 있음을 시사한다. 다만 3Q ISG 영업이익률 가이드런스는 13%대 중반으로, 2Q 마진의 지속성은 하반기에 검증이 필요하다.

4. CSG: 견조한 상업용 PC, 안정적인 캐시카우 역할 지속

CSG 매출 \$15.0B(+20% YoY)는 엔터프라이즈 리프레이 수요에 힘입은 상업용 PC(\$13.2B, +22% YoY)가 견인했으며, 상업용은 8 개 분기 연속 성장을 이어갔다. 부품의 인프라 우선 배분 영향으로 하반기 출하량 성장은 제한될 수 있으며, 영업이익률은 3Q 부터 장기 프레임워크 중간값인 6% 수준으로 정상화될 전망이다. 고효율 현금 창출원(Cash Cow)인 CSG 를 바탕으로 고성장 인프라(ISG) 부문을 뒷받침하는 자본 배분 전략은 유효하다.

5. 사상 최대 주주환원(\$4.3B), 하반기 현금흐름 정상화가 관건

2Q 자사주 매입(\$3.8B)을 포함해 분기 사상 최대인 \$4.3B 의 주주환원을 단행하며 탄탄한 재무 체력을 입증했다. 다만 부품 선확보에 따른 재고 급증(\$21.3B)과 대규모 수주 지원을 위한 DFS 금융채권 확대에 영업현금흐름(\$2.2B, -13% YoY)은 순이익 대비 부진했다. 점유율 확대를 위한 선제적 운전자본 투자의 성격이 짙으나, 하반기 매출 인식에 따른 영업현금흐름의 회복 여부가 추가적인 리레이팅의 핵심 전제다.

리스크 요인: 부품가 사이클 변동성, 수주 이행력, 그리고 현금흐름의 질

- **(매크로)** 경기 둔화로 공공·SMB 의 IT 예산이 위축될 경우 범용 서버·PC 리프레이 수요가 후퇴할 수 있다.
- **(산업)** DRAM·NAND·CPU 공급 병목은 4Q 매출 인식 시점을 좌우하며, 반대로 부품 가격이 꺾이면 ASP 상승분이 소멸해 성장률과 GPM 이 동시에 압박받는다. 네오클라우드 비중이 높은 AI 수주잔고는 고객 자금조달 여건에 따라 지연·취소 위험을 안고 있다.
- **(기업 고유)** 2Q ISG 마진 15%에는 회사 스스로 인정한 일회성 요인이 포함돼 있고, 재고 2 배·DFS 채권 급증으로 영업현금흐름이 순이익의 절반에 그친 점은 하반기 정상화 확인이 필요하다.

델 테크놀로지스 FY2Q27 ('26.05.01~08.30)

구분	FY2Q27	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 \$)	발표치	컨센서스	차이	FY26 1Q	성장률	FY26 4Q	성장률
매출액	46,971	44,783	4.9%	43,842	7.1%	29,776	57.7%
영업이익	5,929	4,176	42.0%	4,235	40.0%	2,284	159.6%
영업이익률	12.6	9.3	3.3%p	9.7	3.0%p	7.7	5.0%p
순이익	4,591	3,164	45.1%	3,190	43.9%	1,591	188.6%
EPS (USD)	7.04	4.90	43.8%	4.86	44.9%	2.32	203.4%

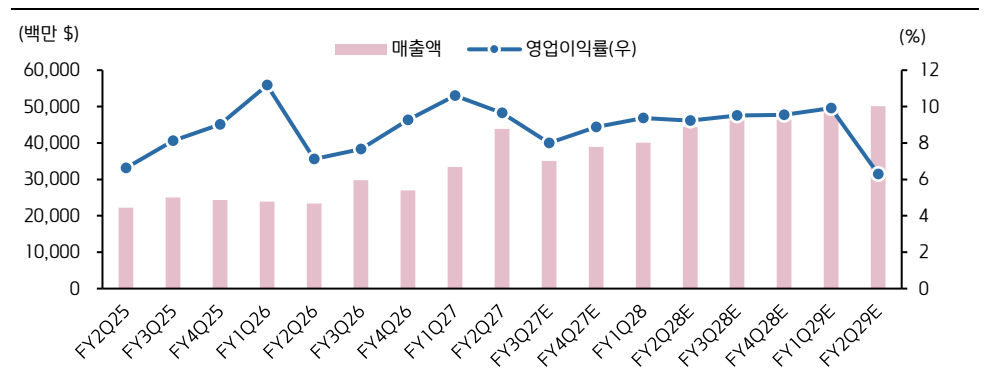
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 \$)	FY3Q27	YoY 성장률	FY4Q27	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률	FY28	YoY 성장률
매출액	49,181	82.1%	53,091	59.1%	192,337	69.4%	227,964	18.5%
영업이익	5,550	121.7%	5,952	68.2%	21,849	118.7%	23,938	9.6%
영업이익률	11.3	2.0%p	11.2	0.6%p	11.4	2.6%p	10.5	-0.9%p
순이익	4,228	140.0%	4,631	77.7%	16,159	129.3%	18,780	16.2%
EPS (USD)	6.54	152.3%	7.27	86.9%	25.87	151.2%	29.14	12.6%

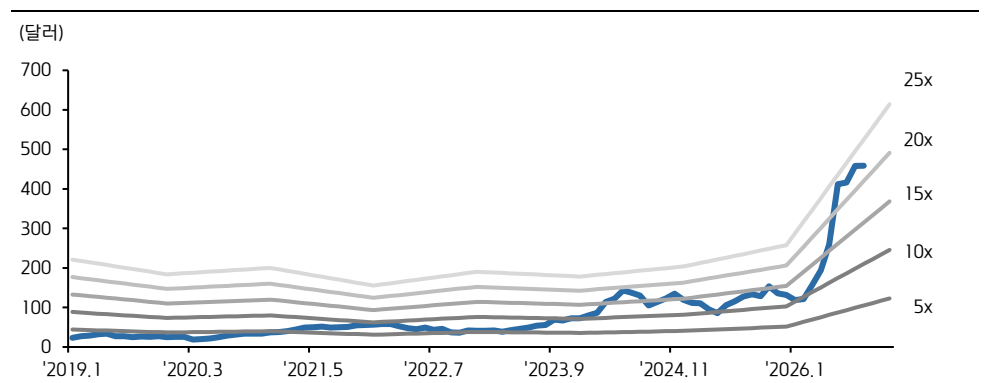
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-09-02 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 상세실적표

(백만 USD)	FY2Q26	FY1Q27	FY2Q27	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	29,776	43,842	46,971	57.7	7.1
상품	23,935	38,105	41,112	71.8	7.9
서비스	5,841	5,737	5,859	0.3	2.1
매출원가	24,329	36,060	37,141	52.7	3.0
상품	21,044	32,852	33,990	61.5	3.5
서비스	3,285	3,208	3,151	-4.1	-1.8
매출총이익	5,447	7,782	9,830	80.5	26.3
영업비용	3,674	4,126	4,445	21.0	7.7
판매&마케팅(SG&A)	2,889	3,143	3,336	15.5	6.1
R&D	785	983	1,109	41.3	12.8
영업이익	1,773	3,656	5,385	203.7	47.3
순이자이익(이자·기타)	-333	292	-254		
세전이익	1,440	3,948	5,131	256.3	30.0
법인세비용	276	510	998		
순이익	1,164	3,438	4,133	255.1	20.2
회석 EPS	1.70	5.24	6.34	272.9	21.0
회석 가중평균주수(백만)	686	656	652	-5.0	-0.6
주요 영업데이터 [Non-GAAP]					
매출총이익	5,572	7,947	9,929	78.2	24.9
영업이익	2,284	4,235	5,929	159.6	40.0
순이익	1,591	3,190	4,591	188.6	43.9
회석 EPS	2.32	4.86	7.04	203.4	44.9
[부문별 실적]					
ISG	16,800	29,009	31,782	89.2	9.6
AI-optimized servers	8,208	16,132	16,401	99.8	1.7
Traditional servers & networking	4,736	8,543	10,531	122.4	23.3
Storage	3,856	4,334	4,850	25.8	11.9
CSG	12,503	14,609	15,034	20.2	2.9
Commercial	10,781	13,020	13,192	22.4	1.3
Consumer	1,722	1,589	1,842	7.0	15.9
[부문 OP]					
ISG	1,470	3,055	4,781	225.2	56.5
CSG	803	1,170	1,142	42.2	-2.4

자료: 델 테크놀로지스, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- "델 테크놀로지스" 종목은 8월 31일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.

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.