

AI Infra Signal 2호

델과 HPE 실적이 말해주는 것

Industry Signal

#1 서버 실적으로 미리 보는 네트워크 업황

델과 HPE의 강한 AI 서버 실적은 서버 업황을 넘어 향후 연결 인프라 수요를 읽는 선행 신호. 과거 데이터에서 서버 출하 이후 DC 스위치 포트가 약 2~3개 분기 뒤 따라왔다는 점을 감안하면, 현재의 서버 증설은 2027년 네트워크와 광 실적으로 이어질 가능성이 높음.

여기에 200G 이상 고속 포트 확산으로 포트 수보다 매출이 빠르게 증가하면서 서버당 네트워크 탑재가치도 상승 중. AI 투자 수익률은 서버에서 끝나는 것이 아니라 스위치, 인터커넥트, 광으로 순차적으로 확장될 전망.

#2 AI 수요는 폭발, 승부처는 출하 속도로 이동

이번 실적에서 주문 부족보다 공급 가용성이 매출의 상단을 제한하고 있음을 확인. 델, HPE 등 주요 기업 모두 수주가 매출보다 빠르게 쌓이고 있어 공급 확보와 재고 유입에도 본격적 수주잔고 소진은 아직 시작되지 않음.

이는 추가 수요를 가정하지 않더라도 기존 물량의 출하 확대만으로 FY27 추정치가 높아질 여지가 남아 있음을 의미. 향후 실적과 주가의 차별화는 수요의 크기보다 확보한 물량을 얼마나 빠르게, 그리고 수익성을 훼손하지 않고 매출화하느냐에서 나타날 것으로 판단.

Company Signal

시스코 시스템즈 (CSCO US)	AI 수주 93억달러가 매출 40억달러를 크게 선행. 서버 설치 확대 이후 네트워크 매출 전환의 대표 수혜주
브로드컴 (AVGO US)	FY27~28 AI 매출에 필요한 공급을 이미 확보. XPU와 네트워크가 동반 성장하며 가장 높은 실적 가시성 확보
코히어런트 (COHR US)	최대 병목인 InP 캐파를 직접 확대하면서 매출과 마진이 동반 개선. 공급 완화가 실적 상향으로 연결되는 대표 사례
관심종목	네트워크 시스템 아리스타 네트워크스 광통신 루멘텀 서버 델, HPE

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Key Takeaways

이번 주 실적은 AI 인프라 성장의 무게중심이 서버에서 네트워크와 광까지 넓어지고 있음을 보여줬다.

델, HPE의 실적은 서버 설치 기반이 예상보다 빠르게 확대되고 있음을 보여줬고, 이는 이후 스위치와 인터커넥트, 광으로 이어지는 추가 투자 수요를 만들어낸다. 특히 연결 수 증가와 고속화가 동시에 진행되면서 네트워크는 단순한 후행 수혜를 넘어 서버당 탑재가치가 높아지는 구간에 진입하고 있다.

동시에 병목은 수요 확보보다 공급 전환 속도로 이동 중이다. FY27 실적 상향은 신규 주문보다 이미 확보한 수주를 얼마나 빠르게 매출화하고, 그 과정에서 수익성을 지키느냐에 달려 있다. 이에 브로드컴처럼 필요한 공급을 선제적으로 확보했거나, 코히어런트와 루멘텀처럼 병목 캐파를 직접 증설하는 기업의 실적 가시성이 높아질 것으로 판단한다.

[Industry Signal #1]

서버 실적으로 미리 보는 네트워크 업황

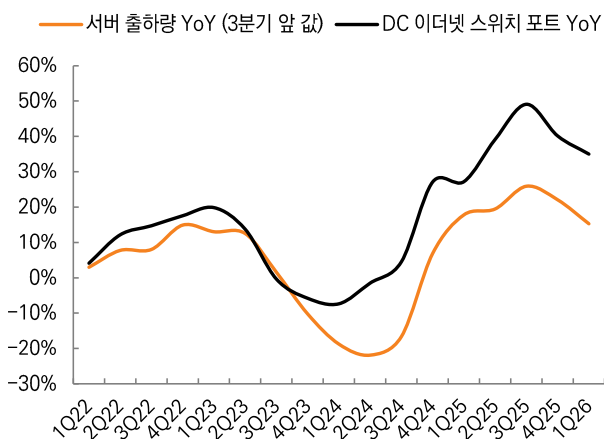
이번 델과 HPE의 서버 실적은 단순히 서버 업황만 보여주는 숫자가 아니다. 현재 서버 출하는 향후 2~3분기 네트워크 수요를 가늠할 수 있는 선행지표다. 델은 2분기 AI 서버 매출 164억달러와 신규 수주 609억달러를 기록했고 수주잔고는 950억달러까지 늘었다. 동시에 기존 서버/네트워킹 매출도 122%, 스토리지는 26% 증가했다. HPE 역시 서버 수요가 강한 가운데 네트워킹 성장 전망을 상향했다. AI 투자가 가속기 구매에 그치지 않고 서버와 스토리지, 네트워크를 함께 증설하는 데이터센터 전반의 투자로 확산되고 있다.

서버는 인프라 확산의 출발점이다. 서버가 실제 데이터센터에 설치되면 이를 서로 연결하기 위한 스위치와 인터커넥트가 필요하고, 클러스터 규모가 커질수록 더 높은 대역폭과 데이터 센터 간 광 연결도 뒤따른다. 과거 출하 데이터를 분석해 보면 서버 출하 증가 이후 데이터 센터 이더넷 스위치 포트 출하가 통상 약 2~3개 분기 뒤 따라오는 흐름이 나타났다. 델과 HPE의 현재 서버 실적을 향후 네트워크와 광 수요를 가늠할 수 있는 선행 신호로 볼 수 있는 이유다.

네트워크에서는 연결 수 증가와 고속화가 동시에 진행되고 있다는 점도 중요하다. 1Q26 데이터센터 스위치 포트 출하량은 YoY 35% 증가했지만 매출은 57% 늘었다. 같은 기간 포트당 매출은 268달러에서 312달러로 17% 상승했고, 200G 이상 포트 출하량은 2배 이상 증가했다. 서버 설치 기반이 확대되는 가운데 더 많은 포트가 필요해지고, 동시에 400G, 800G 등 고속 포트로 믹스가 이동하면서 네트워크의 탑재가치도 함께 높아지는 구조다.

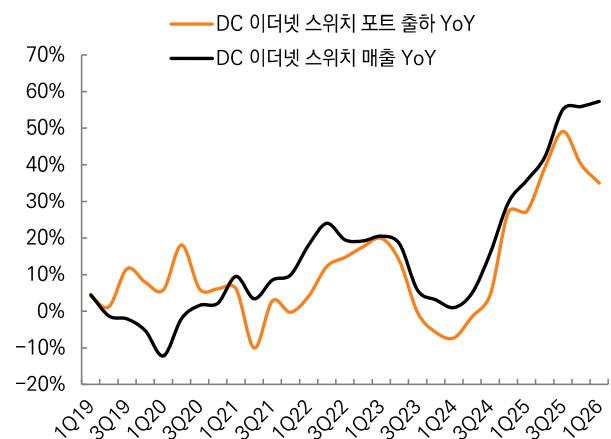
따라서 이번 델과 HPE 실적은 서버 기업 자체의 실적 호조와 함께 향후 AI 인프라 수익률이 어디로 확산될지를 보여주는 신호로 판단한다. 서버에서는 델과 HPE의 수혜가 지속되는 가운데, 후속 투자에서는 데이터센터 스위치의 아리스타와 시스코, 고속 인터커넥트의 크레도와 브로드컴, 이후 광/DCI의 코히어런트, 루멘텀, 시에나까지 실적 확산 여부를 순차적으로 확인할 필요가 있다. **서버가 먼저 수요를 확인해줬다면, 다음 관전 포인트는 늘어난 설치 기반이 연결 인프라의 매출로 얼마나 빠르게 이어지는지다.**

그림 1. DC 이더넷 스위치 포트 출하는 서버 출하를 2~3분기 후행



자료: IDC, 미래셋증권 리서치센터

그림 2. 포트 출하보다 빠르게 증가하는 DC 이더넷 스위치 매출



자료: IDC, 미래셋증권 리서치센터

[Industry Signal #2]

AI 수요는 폭발, 승부처는 출하 속도로 이동

이번 실적이 공통적으로 말해주는 것은 수요보다 공급이 매출 상단을 결정하고 있다는 점이다. 델, HPE, 브로드컴, 시에나 모두 수주와 파이프라인은 충분히 강하다. 이제 중요한 질문은 수요가 있느냐보다 이미 확보한 수요를 누가 더 빨리 출하로 전환할 수 있느냐다.

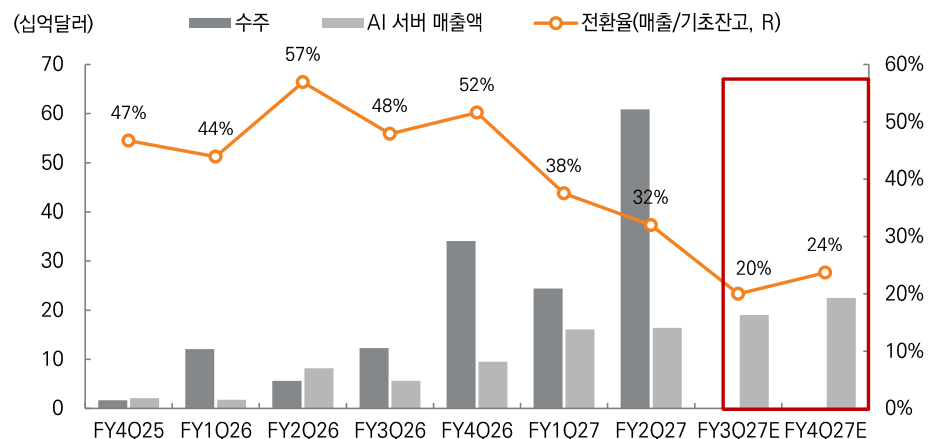
델이 가장 직관적인 사례다. AI 서버 수주는 609억달러로 분기 매출 164억달러의 3.7배였고, 수주잔고는 950억달러까지 늘었다. 부품 재배치와 재고 확대로 출하를 늘렸음에도 기초 잔고 대비 매출 전환율은 FY2Q26 57%에서 FY2Q27 32%로 하락했다. 주문 유입이 출하보다 더 빨랐기 때문이다. FY3Q27 가이드نس 기준 전환율은 20%까지 낮아지지만, 연간 AI 서버 매출 740억달러를 적용하면 FY4Q27에는 단순 가정상 24%로 반등할 수 있다. 이는 공급 확보가 매출로 전환되는 첫 신호가 될 수 있다.

HPE도 정상화 수주 +42%가 매출 +34%를 앞섰고, 시에나 역시 매출이 37% 성장했지만 수주잔고가 85억달러까지 확대됐다. 주요 인프라 업체들은 공급 확보와 재고 유입까지는 진행됐지만, 수주 증가율이 매출 증가율로 수렴하는 단계에는 아직 진입하지 않았다. 즉 공급 정상화가 끝난 것이 아니라 시작된 구간이며, 추가 공급이 풀릴 경우 기존 수주잔고만으로도 FY27 실적 상향 여지가 남아 있다.

앞으로 차별화는 공급을 얼마나 많이 확보했느냐보다 이를 매출로 전환하면서 수익성과 현금흐름까지 지킬 수 있느냐에서 나타날 전망이다. 브로드컴은 FY27 1,150억달러, FY28 2,300억달러의 AI 반도체 매출에 필요한 공급을 이미 확보해 가시성이 높고, 코히어런트와 루멘텀은 InP와 레이저 생산능력을 확대하면서도 수익성을 개선하고 있다. 반면 시에나는 수요와 점유율은 강하지만 공급 정상화까지 시간이 더 필요하다.

수요 강도는 이미 공통분모가 됐다. 다음 실적과 주가의 차별화는 쌓인 수주를 누가 더 빨리, 더 높은 수익성으로 매출화하느냐에서 갈릴 것으로 전망한다.

그림 3. 델 AI 서버 수주와 매출액, 기초 잔고 대비 전환율



주: 전환율은 분기 AI 서버 매출을 기초 수주잔고로 나눈 값. FY3Q27E 매출은 회사 가이드نس, FY4Q27E 매출 225억달러는 FY27 AI 서버 매출 740억달러에서 상반기 실적과 FY3Q27 가이드نس를 차감해 산출
자료: 델, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 델, HPE, 시에나, 브로드컴 수주 및 매출 전환 비교

항목	델	HPE	시에나	브로드컴
실적 분기(결산 기준)	FY2Q27 (7월 말)	FY3Q26 (7/31)	FY3Q26 (8/1)	FY3Q26 (8/2)
발표일	9/1 장 마감 후	9/2 장 마감 후	9/3 장 시작 전	9/2 장 마감 후
전사 매출(십억달러), YoY	47.0, +58%	12.2, +34%	1.67, +37%	29.6, +86%
AI 관련 매출(십억달러)	AI 서버 16.4	AI 시스템 약 1.6, 네트워킹 2.9(정상화 +10%)	직접 클라우드 매출 +80% 이상, 광 시스템 +45% 이상	AI 반도체 16.7(+221% YoY), XPU 비중 73%
분기 수주(십억달러)	60.9 (사상 최대, TTM 131.7)	AI 시스템 2.4(QoQ +30%), Networks for AI 0.7(사상 최대)	미공개, book-to-bill 1 크게 상회, 4Q 첫 달에 3Q 전체와 맞먹는 수주	미공개
기말 수주잔고(십억달러)	95.0 (QoQ +43.7)	사상 최대, AI 시스템 잔고 QoQ +14%(금액 미공개)	8.5 (QoQ +0.8), FY26 말 10 이상 전망	미공개
수주/매출(배)	3.7x	네트워킹 수주 +36% 대 매출 +10%, AI 시스템 약 1.5	약 1.5x	-
잔고/분기 매출(분기 수)	5.8x	-	5.1x	-
전환율 (분기 매출/기초 잔고)	2Q27 32%, 3Q27 가이드스 20%	-	4Q26 가이드스 약 21%	-
다음 분기 가이드스	매출 49.0(+80%), AI 서버 19.0	매출 13.9~14.8, 네트워킹 +11~13%, 클라우드&AI +60~72%	매출 1.75±0.05, GM 45%±0.5, OPM 약 20%	매출 34.8(+93%), AI 21.7(+236%), OPM 약 66%
연간 전환 가이드스	FY27 매출 192(+70%), AI 서버 74(3배). 하반기 AI 41.5 = 기말 잔고의 44%	FY27 매출 +13~17%, 네트워킹 +14~17%(오리클 초기 포함, 헬리오스 제외), 클라우드&AI +14~18%	FY26 6.42(+35%), FY27 8.3~8.4 이상(+30%), OPM 25~27%. 잔고 10 이상이 FY27 가이드스 대부분 커버	FY26 AI 58, FY27 약 115, FY28 약 230(2년 350 출하, 공급 확보). 수요는 이를 초과
공급 제약 요인	DRAM, NAND, CPU 일부, HDD, 성숙 공정(MOSFET, PMIC, MCU), ABS 기판, TGLAS, 광 부품	DDR5, DDR4, NAND, 웨이퍼와 클린룸 용량	펄프 레이저, 세라믹 패키징, 메모리. 2028년 전 수급 균형 어려움	기판(싱가포르 자체 팹 FY27 가동), HBM, EML과 CW 레이저(InP 3배 증설), 고객 부지와 전력과 셀
공급 확보 수단	부품 최적화와 매칭 세트, 재고 축적(영업활동현금흐름 2.2 대 순이익 4.6)	다년 LTA, 네트워킹 구매약정 QoQ 2배 이상, 재고 11.8	2029년까지 LTA, 가격 인상 HSD~20% (F2Q27 말~F3Q27 반영)	자체 기판 팹, 레이저 증설, XPV 금융 (첫 트랜치 35, 엔트로픽 1GW)
마진	ISG OPM 15.0%(+620bp), 규모 효과 +400bp	네트워킹 OPM 22%, 전사 16.2%, GM 40% 후 정상화	GM 46.4%, OPM 22.5% → FY27 25~27%	GM 75.0%(4Q 73%, XPU 메모리 획석), OPM 67.9%

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

[Investment Signal]

공급 병목이 풀리는 기업을 찾아서

AI 수요는 이미 충분히 확인됐다. 서버 출하 이후 데이터센터 스위치 포트 출하가 약 2~3개 분기 후행한 점을 감안하면, 향후 실적 확산의 중심은 서버 자체의 성장 지속과 동시에 네트워크/광으로 넓어질 가능성이 높다.

이에 서버에서는 델과 HPE의 긍정적 흐름을 유지하면서, 네트워크에서는 아리스타와 시스코의 후행 매출 확산에 주목한다. 특히 최근 포트 수 증가보다 매출 증가가 빠르고 고속 포트 비중이 상승하고 있어, 네트워크는 단순한 서버 대수 증가보다 서버당 탑재가치 상승을 함께 가져갈 수 있다. 브로드컴은 XPU와 네트워킹을 동시에 보유하고 FY28까지 필요한 공급도 확보해 가장 높은 실적 가시성을 가진 종목으로 판단한다.

추가 실적 상향 가능성은 광에서 더 클 수 있다. 현재 광 수요의 제약은 주문 부족이 아니라 InP와 레이저 등 생산능력이다. 코히어런트와 루멘텀은 해당 병목을 직접 증설하는 동시에 매출과 수익성이 개선되고 있어, 공급 확대가 추정치 상향으로 연결될 가능성이 가장 높은 기업군으로 본다. 반면 시에나는 수요와 점유율은 강하지만 수주잔고가 계속 증가하고 있어 공급 확대가 실제 매출 전환으로 이어지는 시점을 확인할 필요가 있다.

따라서 현 시점에는 이미 확인된 수요보다, 향후 실적 상향 여력이 큰 영역에 주목할 필요가 있다. 서버에서는 델과 HPE, 네트워크에서는 아리스타, 시스코와 브로드컴, 광에서는 코히어런트와 루멘텀을 선호한다. 특히 공급 확보와 재고 유입은 이미 업계 전반에서 시작됐지만 수주 증가율이 매출 증가율로 수렴하는 단계는 아직 대부분 도달하지 않았다. 향후 추정치 상향은 이 격차가 먼저 좁아지는 기업에서 나타날 가능성이 높다.

표 2. 주요 AI 인프라 기업 공급 전환 현황

기업	공급 확보/캐파	매출 전환	수익성/현금흐름	해석
델	구매업무 및 재고 급증, 부품 재배치	출하 증가에도 수주가 더 빠르게 늘며 잔고 확대	ISG OPM 15.0%, 개선	공급 확대가 이미 실적 상향으로 연결. 추가 공급 확보가 추가 상향 변수
HPE	구매약정 크게 확대, 다년 공급계약	수주 +42% vs 매출 +34%	AI 믹스로 일부 마진 압박	공급 가용성 개선에 따른 FY27 매출 전환 가속 기대
슈퍼마이크로	재고 129억달러까지 급증	고객 준비 지연으로 매출 인식 지연	FY26 OCF -68억달러	공급 선확보 대비 매출화 지연. 운전자본 및 수익성 검증 필요
아리스타	구매약정 97억달러, 재고 확대	매출 +38%, 이연매출 +28%	OPM 49.9%로 견조	장기 공급 선점과 높은 수익성 유지. 향후 이연매출 인식 속도 주목
시스코	RPO 및 부품 확보 진행	제품수주 +35% vs 매출 +18%, AI 수주 93억달러 vs 매출 40억달러	메모리 원가로 제품 GM 압박	수주가 매출을 크게 선행. FY27 AI 매출 전환 가시성 확대
브로드컴	FY27~28 AI 전망에 필요한 공급 확보	AI 매출 +221%, 빠른 매출화 진행	GM 소폭 하락, FCF 사상 최대	공급 및 매출 가시성 가장 높음. 추가 상향은 공급 확대와 고객 배치 속도가 변수
크레도	재고 QoQ 6,200만달러 증가	매출 +115%, 고속/광 제품 확대	GM 68%, FCF 양호	고성장에도 수익성 유지. 공급 전환은 양호하나 고객 집중도는 부담
코히어런트	InP 증설 가속, CY27말 추가 2배	캐파 확대와 매출 성장 동반	GM, OPM 개선	병목 캐파 확대가 실적 성장으로 연결되는 구간
루멘텀	AI 캐파 투자 급증, 레이저 증설	매출 +109%, 공급 확대가 매출에 반영	GM 50.4%로 큰 폭 개선	캐파 증설과 수익성 개선이 동반. 공급 완화의 실적 레버리지 높음
시에나	장기 공급계약 체결	매출 +37%에도 잔고 지속 확대	GM, OPM 개선	수요 가시성은 높으나 공급 제약 지속. FY27 매출 전환 속도가 핵심 변수

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

AI 인프라 포트폴리오

표 3. AI 인프라 밸류체인 테이블

(십억달러, 달러, %, 배)

구분	기업명	주가	시가총액	매출성장률		영업이익률		EPS 성장률		P/E		EV/EBITDA		수익률			
				26E	27E	26E	27E	26E	27E	12MF	24MF	12MF	24MF	5D	1M	3M	12M
서버 OEM	델	516.4	333.7	69.4	18.5	11.4	10.5	151.1	12.9	18.5	15.9	13.5	11.5	9.3	10.5	22.4	307.7
	HPE	54.4	72.3	34.7	14.6	14.4	15.0	91.8	20.1	12.5	11.1	7.8	6.8	0.1	3.9	1.4	135.1
	슈퍼마이크로	37.9	24.9	71.6	20.5	7.7	7.7	18.2	25.0	8.4	6.9	4.6	3.7	-1.5	19.5	-19.3	-7.0
네트워크 시스템	엔비디아	228.4	5,505.6	89.0	65.6	65.6	66.1	95.7	65.2	17.6	12.5	14.1	9.8	0.2	7.8	4.5	33.1
	시스코	108.6	428.2	11.8	20.7	24.3	27.4	13.9	30.2	21.8	19.9	16.3	14.8	2.3	-3.0	-5.5	61.5
	아리스타	191.4	241.4	42.8	54.2	44.0	42.5	42.5	50.3	42.1	34.0	31.7	25.0	9.4	18.5	29.5	47.6
광/DCI (전송 /트랜시버)	루멘텀	847.4	76.0	108.1	52.2	41.0	43.5	147.4	56.4	35.8	23.6	24.1	14.8	-11.4	-0.2	-10.3	497.1
	노키아	9.8	56.1	4.4	7.6	10.8	12.7	18.6	20.6	21.5	18.3	12.9	10.5	-6.6	-2.5	-39.5	115.3
	코히어런트	264.4	51.8	51.2	36.5	23.8	26.0	70.7	50.3	25.3	17.5	17.2	11.6	-10.5	-18.3	-37.3	176.5
	시에나	317.5	45.0	34.2	29.7	20.1	24.8	162.7	61.4	30.1	20.8	22.1	16.3	-20.6	-22.8	-40.7	171.5
	파브리넷	395.0	14.2	30.9	19.1	11.1	11.3	26.3	20.7	21.4	17.5	16.9	13.5	-8.7	-25.6	-44.7	9.1
인터넷 반도체 (SerDes /DSP /리타이머)	브로드컴	357.2	1,699.2	65.8	64.8	66.9	65.2	70.4	64.6	19.9	13.0	15.2	9.5	-3.9	-14.6	-14.7	16.7
	마벨	208.8	183.1	45.5	50.6	37.1	39.0	47.0	61.0	36.7	23.3	30.8	20.0	-13.5	-4.5	-34.0	225.8
	아스테라 랩스	282.8	49.1	121.5	64.9	35.4	37.1	116.8	62.9	49.7	36.8	50.2	35.5	-7.0	-21.8	-21.0	50.5
	크레도	164.2	30.9	109.4	65.8	30.4	36.7	94.9	64.8	108.4	81.7	18.2	11.6	-31.7	-31.0	-24.5	22.5
	맥컴	260.0	19.9	36.8	37.3	31.7	37.4	58.8	52.8	31.6	25.6	-	-	-6.2	-4.9	-32.1	97.1
	셈테크	135.4	12.6	42.0	32.1	27.3	35.7	104.2	70.6	27.3	18.0	20.7	14.5	-4.9	4.8	-20.0	126.0
하이트박스 /ODM	관타 컴퓨터	10.9	44.8	90.2	31.4	3.2	3.1	37.9	19.4	11.4	9.6	10.0	8.5	4.2	15.3	-14.2	34.8
	액톤 테크놀로지	66.1	37.1	59.7	32.4	14.9	15.3	76.9	38.9	19.9	14.3	14.4	10.1	-1.2	-9.5	-16.3	115.4
	셀레스티카	309.8	39.2	66.0	72.3	8.3	8.7	85.2	75.3	18.3	12.9	13.1	8.4	-2.4	-16.5	-27.2	40.0

주: 아리스타, 시스코, 크레도는 당사 추정, 그 외는 블룸버그 컨센서스

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.