US Equity Analyst 박기현



델 테크놀로지스 (DELL.US)

관건은 이익의 지속성, 메모리 가격에 달린 멀티플

- 매출 +103%, EPS $9.45로 컨센서스 43% 상회. AI 수주잔고 $132.3B
- 이익은 P에서 나왔고 AI 수주는 2개 분기째 제자리. 4Q EPS 가이던스 QoQ -11%
- 마진 정점은 가이던스·컨센서스에 기반영, 이익 정점은 메모리 가격이 결정

FY3Q27 실적: 컨센서스 대폭 상회, 이익의 출처는 판가

분기 매출은 $54.9B(+103% YoY), Non-GAAP EPS 는 $9.45 (+265%) 로 컨센서스($49.3B/$6.60)를 각각 11%, 43% 웃돌았다. AI 서버 매출은 $22.0B(+291%), 수주잔고는 $132.3B 로 4Q 가이던스의 5.6 개 분기 분이다. 다만 이익은 판가에서 나왔다. 범용 서버 매출 (+235%)은 출하 대수 감소에도 늘었고, 영업이익률 14.2% (+490bp)는 매출총이익률 (+10bp)이 아닌 영업비용률 하락(-480bp) 덕분이다. AI 신규 수주도 $60.2B 로 2 개 분기째 제자리인 점은 수요에 대한 우려를 불러일으키는 요인이다. 4Q 가이던스(매출 $56.25B, EPS $8.40)는 컨센서스($54.3B/ $7.85)를 상회했지만, EPS 는 3Q 보다 11% 낮았다. ISG 영업이익률도 17.0%에서 14.8%로 낮춰 제시한 점 역시 우려되는 포인트다.

주가 반응: 급락은 발표 전, 원인은 업종 멀티플 축소

주가는 실적 때문에 빠지지는 않았다. 11/24 의 11.8% 급락은 발표 전 정규장에서 나왔다(전일 HPE 마진 가이던스 여파). 발표 다음 날 종가는 장중 8% 안팎의 낙폭을 되돌린 $297.06(+0.6%)이다. 9/17 고점 ($588.40) 대비 50% 하락은 10 월 중순 이후 메모리 가격 전가 논쟁, PC 수요 약세, 중간선거 후 데이터센터 규제 우려, Nvidia 경영 공백과 수출 규제가 겹친 결과다. 지난 리뷰(9/2) 이후 12M Fwd EPS 는 20% 올랐는데 주가는 40% 내려 P/E 가 17.8 배에서 9.0 배로 낮아졌다. 실적이 좋아도 주가가 제자리인 것은 시장이 메모리 가격 하락 이후의 이익을 의심하기 때문으로 해석된다.

밸류에이션: P/E 9.0 배, 멀티플을 되돌릴 조건은 셋

마진 정점은 가이던스와 컨센서스에 이미 반영됐고, 이익 정점 여부는 아직 가려지지 않았다. 12M Fwd P/E 는 1 년 내 최저인 9.0 배이며, FY28E 기준으로도 17.0 배에서 8.7 배로 낮아져 기간 이동 효과가 아니다. 지난 리뷰의 조건(ISG 마진, 현금흐름)은 대체로 충족됐지만 주가는 40% 내렸다. 빗나간 것은 멀티플 전제였고, 업종 멀티플이 축소되는 동안은 실적 상회가 주가 상승의 근거가 되지 못한다. 조건은 ① 4Q ISG 영업이익률이 3Q 처럼 가이던스를 넘는지, ② 2 월 말 FY28 가이던스가 컨센서스(EPS $33.96)를 넘는지, ③ AI 신규 수주가 다시 늘어나는지다. 그때까지 주가는 메모리 계약가, 데이터센터 규제 같은 업종 변수를 따를 가능성이 높다. 다만 실적에서 확인된 것은 리스크이지 펀더멘털 악화가 아니다. 하방은 시가총액의 13%인 자사주 한도 증액분($25B)이 받친다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.11.25): $297.06
목표주가 컨센서스: $496.71

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
68%	32%

Stock Data

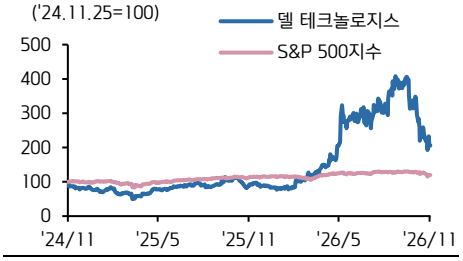
산업분류	기술 하드웨어, 스토리지
S&P 500 (09/02)	7,182.78
현재주가/목표주가	297.06 / 496.71
52주 최고/최저 ($)	595.51 / 110.22
시가총액 (백만$)	188,875
유통주식 수 (백만)	317
일평균거래량 (3M)	8,968,911

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY25	FY26	FY26E	FY27E
매출액	95,567	113,538	199,147	244,877
영업이익	8,529	9,991	24,805	27,220
OPM(%)	8.9	8.8	12.5	11.1
순이익	5,865	7,046	18,611	21,212
EPS	8.14	10.30	28.66	33.92
증가율(%)	14.2	26.5	178.2	18.4
PER(배)	16.1	12.1	10.4	8.8
PBR(배)	-	-	145.3	27.6
ROE(%)	-	-	2050.7	226.7
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.9	1.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	136.0	-36.4	-2.6	122.9
S&P Index	4.9	-7.0	-4.5	5.4



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치
주) 컨센서스는 2026-11-25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

이익 정점 우려: 메모리 가격이 만든 갈림길

마진 정점은 회사 가이던스와 컨센서스가 이미 전제한다. 남은 쟁점은 이익 정점이며, 관건은 메모리 가격이 상승 둔화에 그칠지 하락 전환할지다. 범용 서버 매출 $15.0B(+235%)는 출하 대수 감소에도(회사 확인) 대당 판가가 만든 숫자고, AI 서버 영업이익률을 mid-single digit(회사 언급)으로 보면 영업이익 증가분의 80% 이상이 범용 서버와 스토리지 몫이다. 회사는 4Q ISG 영업이익률을 14.8%(3Q 17.0%)로, 범용 서버 매출을 QoQ 8% 감소로 제시했다. 3Q 에도 13%대 중반을 제시했으나 실제는 17.0%였다. 컨센서스도 FY28 영업이익률을 11.1%(FY27 가이던스 약 12.3%)로 낮춰 잡았지만, 매출 성장이 이를 메워 EPS 는 14% 늘어난다고 본다. 이 가정은 가격 인상 둔화에 그치면 유효하지만, 하락으로 돌아서 매출과 영업비용 레버리지까지 꺾이면 깨진다. 회사는 2027 년에도 인상(폭은 둔화)을 전망했고, 하락 시 대응을 묻는 질문에는 답하지 않았다. 시장에서는 내년 1 분기 NAND 계약가 하락 전망도 나온다.

AI 서버: 잔고 5.6 개 분기분, 신규 수주 2 개 분기째 제자리

수주잔고 $132.3B 는 4Q 가이던스의 5.6 개 분기분이라 FY28 매출 가시성은 높다. 문제는 신규 수주다. 2Q $60.9B, 3Q $60.2B 로 제자리이고 book-to-bill 은 3.7 배에서 2.7 배로 떨어졌다. 물량 기준으로는 더 약할 수 있다. 신규 수주의 과반이 이전 세대보다 랙 단가가 높은 Vera Rubin 기반인데 회사는 대수를 공개하지 않고 있다. 범용 서버 대수 감소의 원인은 HBM 에 밀린 메모리 부족이지만, 비용 상승이 물량을 누른다는 사실은 분명하다. 회사 스스로 인플레이션이 서버 물량 시장을 위축시켰다고 밝혔고, 고객은 예산을 다 쓰고도 예전만큼 사지 못하며 PC 교체도 미뤄지고 있다. 같은 제약이 AI 서버로 번지는지가 관건이다. 회사는 일정을 미룬 고객이 없다고 했지만 아직은 회사 측 설명일 뿐이다. 고객 집중도도 높아, AI 고객은 7,500 곳을 넘지만 FY26 전사 매출의 12%는 단일 고객에서 나왔다(10-K). 데이터센터 건설 지연 시 재고와 가격 재협상 위험을 누가 부담하느냐는 질문에도 회사는 답하지 않았다.

현금: 재고 $29.4B 가 남긴 질문, 하방은 자사주

영업현금흐름은 $4.5B 로 GAAP 순이익의 79%까지 회복했다(2Q 54%). 반면 재고는 $29.4B 로 한 분기에 $8.2B 늘어 전년의 4.2 배가 됐고, 재고일수는 30 일에서 62 일로 불어났다. 공급이 수요를 못 따라간다는 회사 설명과는 결이 다른 숫자다. 납기를 기다리는 AI 서버용 부품인지 비싼 값에 쌓은 메모리인지는 10-Q 의 재고 구성으로 확인해야 하며, 메모리 가격이 꺾이면 후자는 부담이 된다. 주주환원은 $4.9B 로 분기 사상 최대였고 자사주 매입 한도도 $25B 늘었다. 시가총액의 13%로 멀티플 축소 국면에서 하방을 지지하는 근거다. 다만 3Q 매입 평균가 $488 은 현 주가보다 64% 높다.

델 테크놀로지스 FY3Q27 ('26.08.01~10.30)

구분	FY3Q27	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 $)	발표치	컨센서스	차이	FY26 3Q	성장률	FY27 2Q	성장률
매출액	54,937	49,266	11.5%	27,005	103.4%	46,971	17.0%
영업이익	7,826	5,577	40.3%	2,503	212.7%	5,929	32.0%
영업이익률	14.2%	11.3%	2.9%p	9.3%	5.0%p	12.6%	1.6%p
순이익	6,074	4,270	42.2%	1,762	244.7%	4,591	32.3%
EPS (USD)	9.45	6.60	43.1%	2.59	264.9%	7.04	34.2%

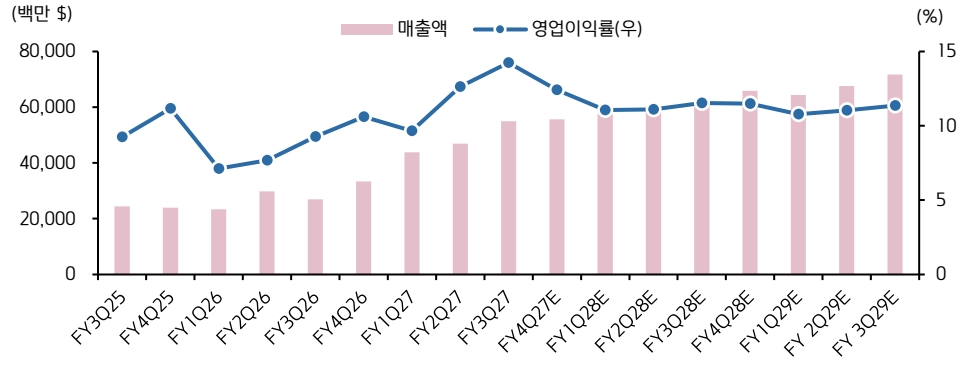
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 $)	FY4Q27	YoY 성장률	FY1Q28	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률	FY28	YoY 성장률
매출액	55,657	66.7%	57,447	31.0%	199,147	75.4%	244,877	23.0%
영업이익	6,907	95.2%	6,351	50.0%	24,805	148.3%	27,220	9.7%
영업이익률	12.4%	1.8%p	11.1%	1.4%p	12.5%	3.7%p	11.1%	-1.3%p
순이익	5,288	102.8%	4,841	51.8%	18,611	164.1%	21,212	14.0%
EPS (USD)	8.29	113.0%	7.71	58.6%	28.66	178.2%	33.92	18.4%

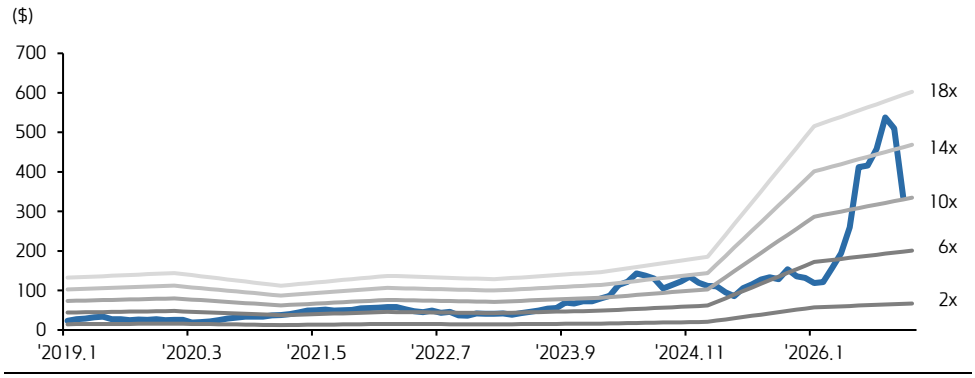
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-11-25 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

델 테크놀로지스 상세실적표

(백만 $)	FY3Q26	FY2Q27	FY3Q27	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	27,005	46,971	54,937	103.4	17.0
상품	21,255	41,112	48,925	130.2	19.0
서비스	5,750	5,859	6,012	4.6	2.6
매출원가	21,412	37,141	43,378	102.6	16.8
상품	18,279	33,990	40,100	119.4	18.0
서비스	3,133	3,151	3,278	4.6	4.0
매출총이익	5,593	9,830	11,559	106.7	17.6
영업비용	3,474	4,445	4,117	18.5	-7.4
판매&마케팅비	2,722	3,336	3,144		
R&D	752	1,109	973		
영업이익	2,119	5,385	7,442	251.2	38.2
순이자이익	-178	-254	-355		
세전이익	1,941	5,131	7,087		
법인세비용	393	998	1,414		
순이익	1,548	4,133	5,673	266.5	37.3
희석 EPS(달러/주)	2.28	6.34	8.82	286.8	39.1
희석 가중평균주수(백만주)	680	652	643	-5.4	-1.4
[Non-GAAP]					
매출총이익	5,686	9,929	11,659	105.0	17.4
영업이익	2,503	5,929	7,826	212.7	32.0
순이익	1,762	4,591	6,074	244.7	32.3
희석 EPS(달러/주)	2.59	7.04	9.45	264.9	34.2
부문별 매출액					
Infrastructure Solutions Group (ISG)	14,107	31,782	41,974	197.5	32.1
AI-optimized servers	5,641	16,401	22,031	290.6	34.3
Traditional servers&networking	4,484	10,531	15,013	234.8	42.6
Storage	3,982	4,850	4,930	23.8	1.6
Client Solutions Group (CSG)	12,478	15,034	12,886	3.3	-14.3
Commercial	10,621	13,192	11,300	6.4	-14.3
Consumer	1,857	1,842	1,586	-14.6	-13.9
부문별 영업이익					
Infrastructure Solutions Group (ISG)	1,743	4,781	7,118	308.4	48.9
Client Solutions Group (CSG)	748	1,142	704	-5.9	-38.4

자료: 델 테크놀로지스, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 11월 25일 현재 보고서에 언급된 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 본 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에서 언급된 기업의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있습니다.
- 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.