



# 델 테크놀로지스 (DELL Technologies INC.)

(DELL.US)

FY3Q25 Review:

AI 서버 호조에도 주가 급락...WHY?

## 블룸버그 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
86%	11%	4%

## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('24.11.26): \$141.74  
블룸버그 목표주가: \$149.28

## 실적 Highlight

- 한국 시간 11월 27일 FY3Q25(10월말) 실적 발표. 발표 이후 주가는 시간외 거래에서 -11.3% 하락
- 컨센서스 대비 매출액 -0.9%, 영업이익률 +0.3%p, 조정 EPS +4.9%
- FY4Q25 매출 가이드는 \$24B~\$25B를 기록해 컨센서스 대비 -1.23%, YoY 대비 +10% 기록

## 실적 Review

### 시장 눈높이를 충족하지 못한 매출액

FY3Q25(10 월말) 실적은 매출액 243.6 억 달러(YoY +9.5%, QoQ -2.6%, 컨센서스 대비 -0.9%), 영업이익 21.9 억 달러(YoY +12.0%, QoQ +8.1%, 컨센서스 대비 +2.0%), GPM 21.8%(YoY -5.9%p, QoQ +2.6%p, 컨센서스 대비 -1.56%p), EPS 2.15 달러(YoY +14.4%, QoQ +13.8%, 컨센서스 대비 +4.9%) 기록했다. FY4Q25 가이드는 매출액 기준 245.5 억 달러 기록해 컨센서스를 하회했지만(-1.23%) EPS 가이드는 1.9~2.1 달러 기록하며 컨센서스를 4.2% 상회했다.

### 사업부 별 실적은 Good(ISG) & Bad(CSG)

전체 매출 중 49.8%를 차지하는 **CSG(클라이언트 솔루션: PC, 노트북, 모니터 등 컴퓨팅 장치) 부문 매출액이 121.3 억 달러를 기록(YoY -1.2%)**해 부진했다. 상업용 수요는 무난했지만 개인 소비자 수요가 둔화되며 소비자 매출이 YoY -18.4%로 감소한 것이 원인이었다. 반면, 46.7%의 매출 비중을 차지하는 **ISG(인프라 솔루션: 서버, 네트워킹 장비 등 인프라 제공) 부문 매출은 YoY +33.8% 성장하며 견고한 모습** 보였다. 데이터센터 증설 및 AI 컴퓨터 수요가 높아지며 AI 서버 출하량(매출: \$2.9B, QoQ +11%), 백로그(매출: \$4.5B, QoQ +18.4%), 파이프라인(QoQ +50%)이 고무 좋은 모습을 보인 영향이다. 결론적으로 CSG 가 부진했고 ISG 가 선방하며 1:1 로 비긴 듯 보이지만 주가는 실적발표 직후 시간외 거래에서 -11.3% 하락했다.

### FY25 3Q ('24.08.03~11.01)

구분 (백만 USD)	FY25 3Q 발표치	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
		컨센서스	차이	FY3Q24	성장률	FY2Q25	성장률
매출액	24,366	24,594	-0.9%	22,251	9.5%	25,026	-2.6%
영업이익	2,199	2,156	2.0%	1,964	12.0%	2,034	8.1%
영업이익률(%)	9.0%	8.8%	0.3%p	8.8%	0.2%p	8.1%	0.9%p
순이익	1,540	1,458	5.6%	1,389	10.9%	1,371	12.3%
EPS(USD)	2.15	2.05	4.9%	1.88	14.4%	1.89	13.8%

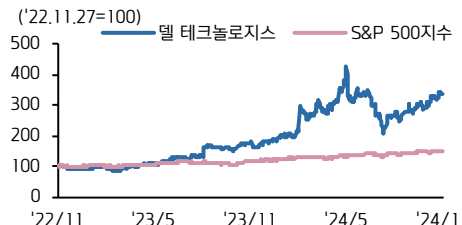
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2024-11-26 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

## Stock Data

산업분류	기술 하드웨어, 스토리
S&P 500 (11/26)	6,021.63
현재주가/목표주가	141.7 / 149.3
52주 최고/최저 (\$)	179.7 / 67.5
시가총액 (백만\$)	100,301
유통주식 수 (백만)	334
일평균거래량 (3M)	9,534,349

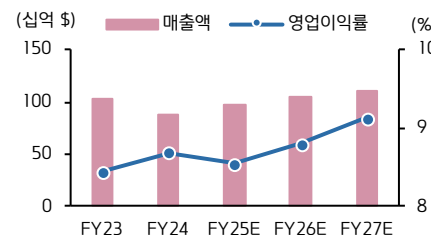
## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	85.3	15.7	-11.5	90.5
S&P Index	26.2	3.7	13.5	32.1



## Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	102,301	88,425	97,157	105,083
영업이익	8,637	7,678	8,300	9,252
OPM(%)	8.4	8.7	8.5	8.8
순이익	5,727	5,245	5,672	6,622
EPS	7.61	7.13	7.89	9.37
증가율(%)	22.3	-6.3	10.6	18.8
PER(배)	7.5	14.7	18.0	15.1
PBR(배)	-	-	-	140.9
ROE(%)	-	-	-183.7	-90.2
배당수익률(%)	1.2	1.2	1.2	1.4



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

### 다각도에서 본 주가 급락 원인 진단

주가 하락의 표면적 원인은 매출액이 QoQ -2.6%, 컨센서스 -0.9%로 부진했다는 것이다. 매출 부진의 세부 원인은 컴퓨터 장치에 대한 소비자 매출이 전년대비 -18.4% 급락해 CSG 부문 영업이익이 YoY -25.0% 기록한데 있다. 주가는 해당 실적발표 후 1차적으로 약 -5%의 낙폭을 보였다.

이후 가이던스에 대한 실망감은 주가의 2 차 낙폭을 만들었다. 현재 샘플링 제품만 제공되고 있는 동사의 PowerEdge XE9640 는 엔비디아의 Blackwell 출하 시기와 발맞추어 2025 년 1 분기부터 AI 서버 라인업에 유입될 것으로 예상된다. 해당 서버가 HPC 워크로드에 최적화되어 있는 만큼 시장은 높은 미래 성장을 기대했지만 FY4Q25 매출액 가이던스는 \$24B~\$25B 수준으로 컨센서스를 -1.2% 하회했다. 이에 따른 실망감이 더해지며 주가는 시간외 거래에서 -11.3% 급락했다 (현지시간 24.11.26 일 기준).

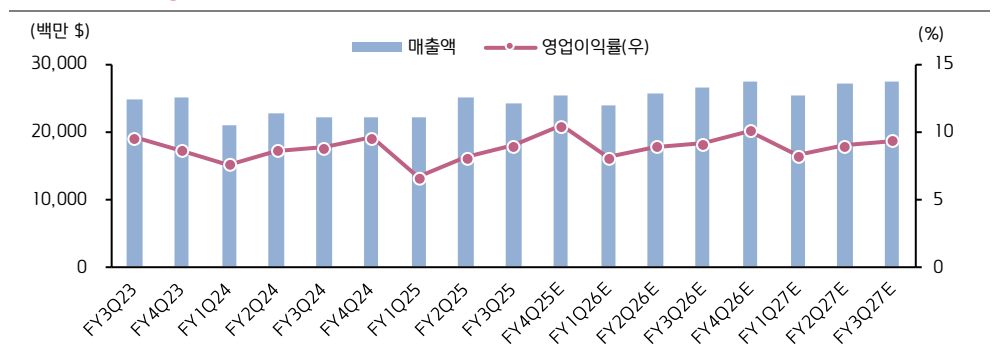
물론 AI 서버 관련 성장 기대감은 여전히 높다. 72 개의 엔비디아 GPU 를 탑재한 XE9712 서버랙과 Tier2 클라우드 제공 업체들의 AI 서버 수요는 추론형 AI 시장이 확대됨에 따라 꾸준히 늘어날 수 있다. 다만, 델이 AI 서버 관련 경쟁업체들(애플, Cisco, HP, 인텔 등) 대비 더욱 나은 성과를 보여줄 것이란 근거가 아직 확인되지 않았다. 밸류에이션 관점에서도 12M Fwd PER 은 15.6 배로 산업 평균 9.7 배 보다 높지만 FY3Q25 GPM 은 21.8%를 기록해 산업 평균(30.1%) 대비 8.3%p 낮다. 이익률이 높지 않다면 높은 PER 을 정당화 해줄 근거 역시 부족하다. 동사의 사업은 시대 흐름에 적합하며 장기적 관점에서 긍정적으로 볼 여지가 많지만, 단기적 관점에서 수익성이 확인되기 전까지 주가는 쉬어갈 가능성이 있다.

### 향후 실적 컨센서스

구분 (백만 USD)	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	FY25Q4	YoY 성장률	FY26Q1	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률
매출액	25,382	13.7%	24,013	8.0%	97,157	9.9%	105,083	8.2%
영업이익	2,656	24.2%	1,949	32.2%	8,300	8.1%	9,252	11.5%
영업이익률(%)	10.5%	0.9%p	8.1%	1.5%p	8.5%	-0.1%p	8.8%	0.3%p
순이익	1,882	16.9%	1,283	39.0%	5,672	8.1%	6,622	16.7%
EPS(USD)	2.66	20.7%	1.84	45.0%	7.89	10.6%	9.37	18.8%

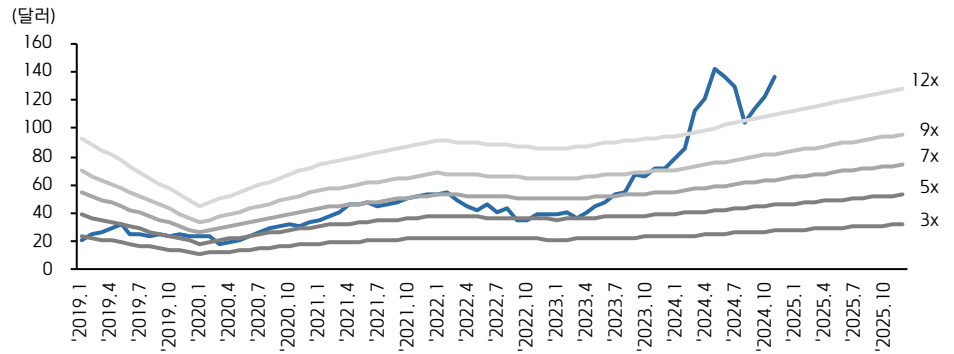
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2024-11-26 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

### DELL Technologies INC. 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2024-11-26 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

DELL Technologies INC. 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DELL Technologies INC. 상세 실적표

(백만 달러)	FY3Q24	FY2Q25	FY3Q25	YoY(%)	QoQ(%)
<b>[Non-GAAP]</b>					
매출액	22,251	25,026	24,366	9.5	-2.6
Client Solutions	12,276	12,414	12,131	-1.2	-2.3
Infrastructure Solutions	8,499	11,646	11,368	33.8	-2.4
Other	1,474	966	867	-41.2	-10.2
매출총이익률	23.7%	21.8%	22.3%	-1.4%p	0.5%p
영업비용	3,312	3,430	3,238	-2.2	-5.6
영업이익	1,964	2,034	2,199	12.0	8.1
순이익	1,389	1,371	1,540	10.9	12.3
희석 EPS(달러/주)	1.88	1.89	2.15	14.4	13.8
희석 가중평균주수(백만주)	1,389	1,371	1,540	10.9	12.3
<b>[영업 데이터]</b>					
주요 사업부 세부 매출					
Infrastructure Solutions	8,499	11,646	11,368	33.8	-2.4
Servers & Networking	4,656	7,672	7,364	58.2	-4.0
AI Servers	500	3,100	3,600	620.0	16.1
Storage	3,843	3,974	4,004	4.2	0.8
Client Solutions	12,276	12,414	12,131	-1.2	-2.3
Commercial	9,835	10,556	10,138	3.1	-4.0
Consumer	2,441	1,858	1,993	-18.4	7.3

자료: DELL Technologies INC., Bloomberg, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(\$ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	92,501	94,389	101,229	102,301	88,425
매출원가	63,221	66,530	79,306	79,615	67,556
매출총이익, GAAP	28,933	20,140	21,891	22,686	20,869
판관비	21,319	14,000	14,655	14,136	12,857
연구개발비	4,992	2,455	2,577	2,706	2,735
영업이익, GAAP	10,148	10,798	7,785	8,637	7,678
영업외 (이익)손실	2,626	1,339	-1,264	2,546	1,324
세전이익, GAAP	-4	2,346	5,923	3,225	3,887
법인세비용	-5,533	101	981	803	692
당기순이익, GAAP	4,616	2,020	4,752	4,263	4,324
EPS, GAAP	6.38	4.3683	7.30	3.33	4.46
회석 EPS, GAAP	6.03	2.9322	6.2554	3.24	4.36
영업이익, 조정	4,478	3,765	2,920	6,698	5,981
당기순이익, 조정	5,519	6,763	4,924	5,727	5,245
EBITDA	11,787	12,747	9,660	10,779	9,746

재무상태표

(\$ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	118,861	123,415	92,735	89,611	82,089
유동자산	36,868	43,567	45,033	42,351	35,947
현금 및 현금성자산	9,302	9,508	9,477	8,607	7,366
매출채권	17,379	15,879	18,001	17,763	13,986
채고자산	3,281	3,403	5,898	4,776	3,622
비유동자산	81,993	79,848	47,702	47,260	46,142
유형자산	7,835	5,954	6,286	6,934	7,139
무형자산	59,798	29,143	27,231	26,144	25,401
부채총계	115,077	115,390	94,315	92,636	84,398
유동부채	52,456	54,132	56,219	51,654	48,494
매입채무	29,376	28,317	34,338	26,854	25,885
단기성부채	8,169	6,685	6,110	6,833	7,235
비유동부채	62,621	61,258	38,096	40,982	35,904
장기성부채	45,679	33,762	21,851	23,645	19,588
자본총계	3,784	8,025	-1,580	-3,025	-2,309

현금흐름표

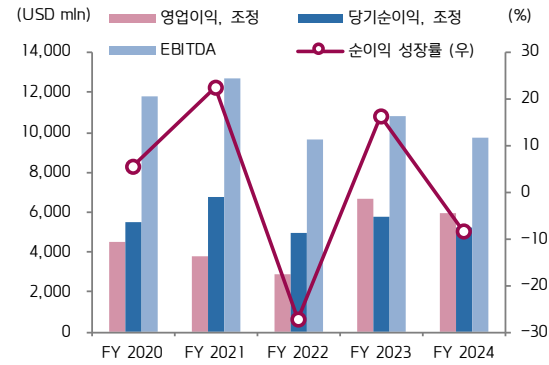
(\$ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	9,291	11,407	10,307	3,565	8,676
감가상각비, 무형자산상각비	6,143	5,390	4,551	3,156	3,303
운전자본 변동	1,758	1,390	1,922	-3,188	782
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,686	-460	1,306	-3,024	-2,783
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-2,576	-2,082	-2,796	-3,003	-2,756
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4,604	-5,950	-16,609	-1,625	-7,094
지급배당금	0	0	-2,240	-964	-1,072
차입금의 증가(감소)	-1,636	-4,528	-6,298	2,654	-3,471
자사주매입	-2,897	-1,152	-1,504	-3,276	-2,442
현금증가	-89	5,033	-5,102	-1,188	-1,387
기초현금	10,240	10,151	15,184	10,082	8,894
기말현금	10,151	15,184	10,082	8,894	7,507
FCF	6,715	9,325	7,511	562	5,920
FCFF	-	11,289	8,798	1,480	7,154

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

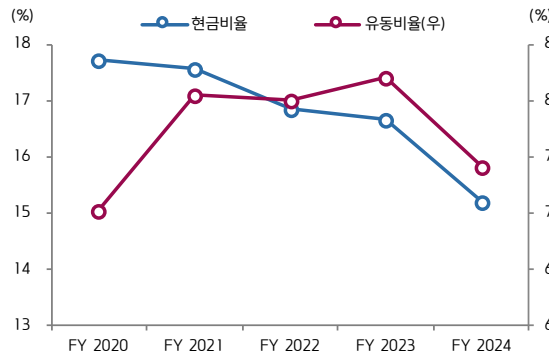
(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	5.01	3.75	5.50	2.39	3.63
영업이익률	2.85	4.25	4.60	5.64	5.89
EBITDA 마진	10.06	10.87	9.43	9.00	9.96
ROE	-	-	-	-	-
ROA	4.00	2.68	5.15	2.68	3.74
ROIC	13.63	6.63	10.36	16.05	16.44
부채비율	-	1370.62	-	-	-
순차입금비율	1177.22	385.53	-	-	-
EBITDA/현금지급이자	3.71	4.13	5.23	7.88	6.12
현금비율	0.18	0.18	0.17	0.17	0.15
유동비율	0.70	0.80	0.80	0.82	0.74
PER	-	43.75	10.38	7.47	14.70
PBR	-	18.60	-	-	-
EV/EBIT	31.79	24.35	13.03	9.00	15.31
EV/EBITDA	9.22	9.65	6.41	5.67	9.13

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

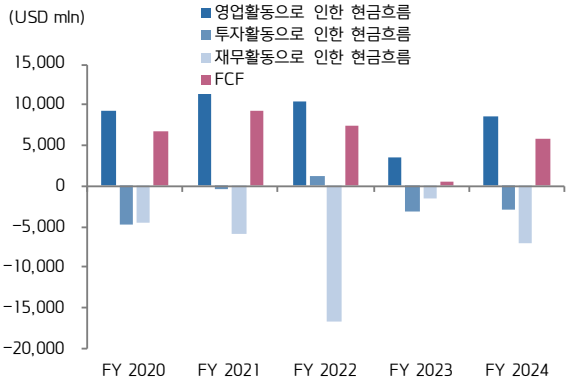
이익 추이



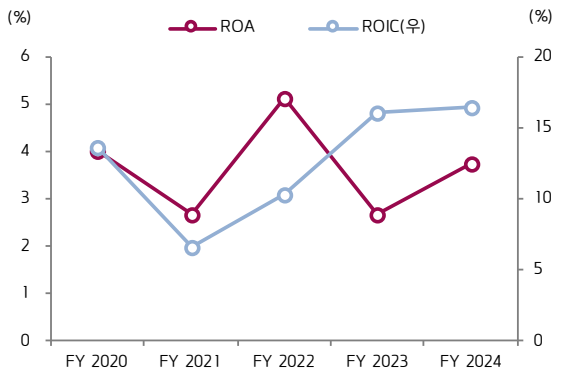
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



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.

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.