



# Dell Technologies, Inc. (DELL)

온프레미스 방식의 생성형 AI 모멘텀 부각

▶ Analyst 강재구, jaekoo.kang@hanwha.com 3772-7581

## Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: 65.06USD

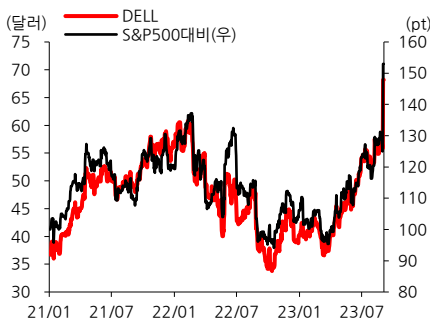
현재 주가(9/1, USD)	68.19
상승여력	▼ 8.9%
시가총액(백만 USD)	49,591
발행주식수(천주)	253,413
52 주 최고가 / 최저가(USD)	70.28 / 32.89
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	239.1
거래소	NASDAQ
국가명	UNITED STATES
티커	DELL US EQUITY
산업	정보기술

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.4	31.1	87.7	79.9
상대수익률(S&P500)	15.3	27.5	85.5	76.5

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2022	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E
매출액	101,229	102,301	90,825	93,836
영업이익	7,785	8,637	7,439	7,757
영업이익률	9,660	10,779	9,622	9,509
지배주주 순이익	4,924	5,727	4,598	4,732
EPS	6.22	7.61	6.33	6.71
PER	10.4	7.5	10.8	10.2
EV/EBITDA	6.4	5.7	7.1	7.2
EV/Sales	0.6	0.5	0.8	0.7
배당수익률	-	1.9	1.9	1.9
ROA	5.2	6.4	5.4	5.7

### 주가 추이



델 테크놀로지(이하 델)가 컨센서스를 상회한 FY 2Q24 실적과 다음 분기 가이드언스를 발표하며 큰 폭 상승했습니다 (9월 1일 +21.25%). 연간 실적 가이드언스도 상향해 4분기 호실적을 암시했습니다. 주가가 큰 폭 상승한 이유는 양호한 실적과 함께 AI 모멘텀이 부각되었기 때문입니다. 전 사업부의 실적이 개선되었는데, 인프라 사업부뿐만 아니라 PC 사업부에도 생성형 AI는 긍정적인 영향을 미쳤습니다. 델은 엔비디아와 온프레미스 방식의 생성형 AI 용 제품을 위한 동맹(Project Helix)을 구축했습니다. 온프레미스\*용 신제품 덕분에 상반기 AI 관련 매출은 서버 관련 매출의 20%까지 확대되었습니다. AI 산업의 발전은 중장기적으로 PC 시장 수요에도 긍정적일 것입니다. 점진적으로 매출 내 AI 비중이 커지면서 밸류에이션 할증도 가능합니다.

\* 온프레미스 컴퓨팅: 사용자가 자체 IT 자원(서버 및 하드웨어, 소프트웨어 등을 모두 자체 보유해 직접 운영과 유지, 관리하는 방식)

### FY2Q23 실적 컨센서스 상회

델의 FY 2Q24 실적은 매출액 229억 달러(YoY -13.2%), 영업이익 20억 달러(YoY +1.3%), EPS 1.74 달러(YoY +3.7%)로 각각 컨센서스를 9.9%, 31.6%, 52.5% 상회했다. 제품 매출은 169억 달러(YoY -18.6%), 서비스 매출은 60억 달러(YoY +6.8%)로 CEO는 6월과 7월 동안 제품과 서비스 전반의 수요가 개선되었다고 설명했다. 미국과 EMEA의 수요가 회복하고 있으며, 정부와 중소기업들향 판매가 좋아지고 있다. 대형 고객사들이 아직 투자에 조심스러운 점은 아쉬운 부분이다. 매출총이익률은 24.1%로 시장 기대치 수준이다. 영업비용은 36억 달러(YoY -3.8%)였다. 연구개발비는 7억 달러로 전년보다 12.6% 늘었고 그 외 일반 판매관리비는 29억 달러로 전년 대비 7.1% 감소했다. 비용 절감을 하고 있으나, 연구 및 개발에는 꾸준히 투자하고 있다.

### 3분기와 4분기 가이드언스 컨센서스 상회

델은 3분기 가이드언스로 제시한 매출액 230억 달러(YoY -7%), EPS 1.45 달러(YoY -38.2%)는 시장 전망치를 각각 6.0%, 5.8% 상회한다. 3분기 동안 환율의 악영향은 40bps를 예상했고, 매출총이익률은 전분기보다 150bps가 낮아질 수 있음을 암시했다. FY 2024 연간 매출액 가이드언스로 905억 달러(YoY +13%)를 제시했다는 점을 반영하면 4분기 매출액은 236억 달러(YoY -5.6%)로 시장 예상치를 넘어선다.

### 사업부별 매출(1): ISG 사업부

델의 사업부는 크게 인프라 스트럭처 솔루션 그룹(ISG)과 클라이언트 솔루션 그룹(CSG)으로 나뉜다. 서버와 IT 서비스 사업을 영위하는 ISG 그룹의 FY 2Q24 매출은 85억 달러로 전년보다 11.3% 줄었지만 전분기 대비 11.4% 개선되었다. 서버와 네트워크 부문 매출은 43억 달러(YoY -17.9%)로 전분기보다 11.4% 증가했고, 스토리지 부문은 42억 달러(YoY -3.2%)로 FY 1Q24 대비 11.5% 확대되었다. AI 모멘텀 덕분에 스토리지 관련 매출이 성장하고 있다. 파워 플렉스 제품의 경우 8개 분기 연속 판매가 늘어났고, 2분기 수요는 작년보다 2배 확장되었다고 CEO는 강조했다.

### 사업부별 매출(2): CGS 사업부

PC 관련 사업을 하는 CGS 사업부도 AI 산업 성장의 수혜를 받고 있다. CGS 사업부의 이번 분기 상업용 제품 매출은 106억 달러(YoY -13.1%)로 전 분기 대비 7% 개선되었고, 소비자용 제품 매출은 24억 달러(YoY -28.7%, QoQ +12.6%)였다. AI 관련 수요 덕분에 제품의 단가가 높아지면서 판매량 감소를 만회했다고 설명했다.

### AI가 모멘텀이 커지고 있다

CEO는 AI가 델의 중장기 성장성을 회복시키고 있음을 강조했다. AI가 기술 투자 관련 총 유효 시장(TAM) 확대를 촉진하고 있다. 인공지능 덕분에 향후 몇 년 동안 하드웨어 및 서비스 시장은 연 평균 19%의 성장률을 보이며 900억 달러 이상 커질 수 있다고 설명했다. 최근 출시한 고성능 AI용 서버 PowerEdge XE9680의 견조한 수요를 확인했다. 신제품에는 GPU 8개(엔비디아의 H100 또는 A100)가 탑재되며, AI 개발 및 적용을 위한 고성능 제품 수요 확대의 수혜가 기대된다. 신제품 덕분에 AI 관련 매출은 상반기 서버 주문 매출의 20%까지 확대되었고, 수주 잔고는 20억 달러까지 확보했다.

### 온프레미스 생성형 AI 수혜 부각

델은 엔비디아와 온프레미스 방식의 생성형 AI를 위한 동맹을 결성했다. 신제품 XE9680 등과 같은 방식이다. 기업들은 델의 솔루션을 통해 개별 기업 맞춤형 AI 구축이 가능하고, 일반적으로 퍼블릭 클라우드보다 온프레미스 방식이 보안 측면의 강점이 있다는 점에서 정부 기관 및 보안을 강조하는 기업들의 채택 확대도 기대할 수 있다. 온프레미스 방식으로 서버를 구축할 때 단점은 높은 초기 도입 비용인데, 구독형 서비스를 제공하고 있어서 고객들의 진입이 용이하며 안정적인 구독 매출 확대도 가능하다. 매출 내 AI 관련 매출이 점진적으로 확대되며 AI 수혜주로 부각될 수 있으며, AI 산업이 초기 수준이라는 점에서 엔비디아와 함께 온프레미스\* 생성형AI 시장 점유율을 넓혀 간다면 밸류에이션도 할증될 것이다.

### 12개월 선행 EV/EBITDA 39.6배, PER 10.4배

델의 12개월 선행 EV/EBITDA는 7.1배로 2년 평균(6.1배)보다 높고, 5년 평균(7.1배) 수준이다. 12개월 선행 PER은 10.4배로 2년 평균(7.1배), 5년 평균(5.6배)보다 높다.

### 매수 비율 61.9%, 평균 목표 주가 65.06달러

델에 대해 투자 의견을 제시한 증권사는 21곳이다. 매수 비율은 61.9%이고, 평균 목표 주가는 65.06달러다. 현재 주가는 블룸버그의 평균 목표가 대비 4.6% 높다. 제시된 최고 목표 주가는 웰스파고에서 제시한 75달러(상승 여력 +10%)다.

[표1] 컨센서스 대비 FY 2Q24 실적 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 2Q23	FY 1Q24	FY 2Q24	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	26,425	20,922	22,934	-13.2%	9.6%	20,860	9.9%
EBIT	1,952	1,598	1,977	1.3%	23.7%	1,502	31.6%
EPS	1.68	1.31	1.74	3.7%	33.0%	1.14	52.5%

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 컨센서스 대비 FY 3Q24 가이드نس 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 3Q23	FY 2Q24	FY 3Q24	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	24,721	22,934	23,000	-7.0%	0.3%	21,700	6.0%
EPS	2.34	1.74	1.45	-38.2%	-16.6%	1.37	5.8%

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

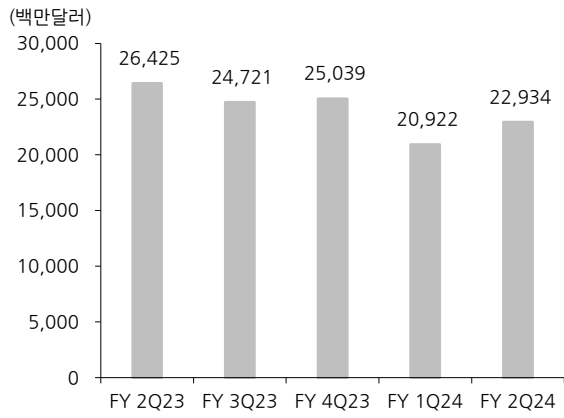
[표3] 분기 실적 요약 및 컨센서스

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

7월 결산	FY 2Q23	FY 3Q23	FY 4Q23	FY 1Q24	FY 2Q24	FY 3Q23(E)	FY 4Q24(E)
매출액	26,425	24,721	25,039	20,922	22,934	22,985	23,969
(YoY)	1.1	-13.0	-10.6	-10.9	-13.2	-7.0	-4.3
영업이익	1,952	2,380	2,170	1,598	1,977	1,777	2,076
(YoY)	-30.6	-17.0	-1.0	-25.2	1.3	-25.3	-4.4
영업이익률	7.4	9.6	8.7	7.6	8.6	7.7	8.7
순이익	1,266	1,705	1,322	963	1,283	1,064	1,316
(YoY)	-33.8	-15.4	-4.9	-32.9	1.3	-37.6	-0.4
EPS	1.68	2.3	1.8	1.31	1.74	1.45	1.8
(YoY)	-25.0	-3.0	4.7	-28.8	3.6	-37.1	-0.1
PER	9.5	7.2	7.1	8.4	9.7	10.7	10.3
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.0	5.4	5.7	6.2	6.6	7.4	7.5
ROA	5.1	5.8	6.7	5.9	5.6	5.6	5.4

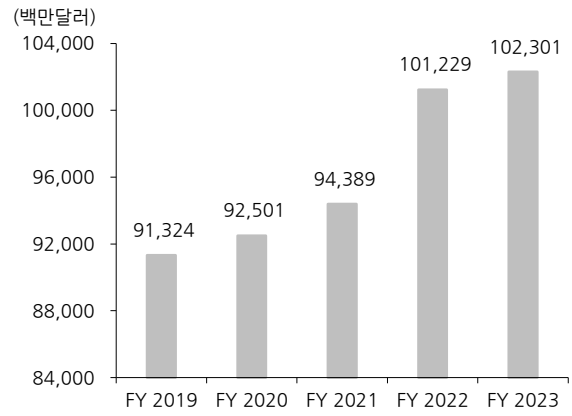
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 분기 매출액 추이



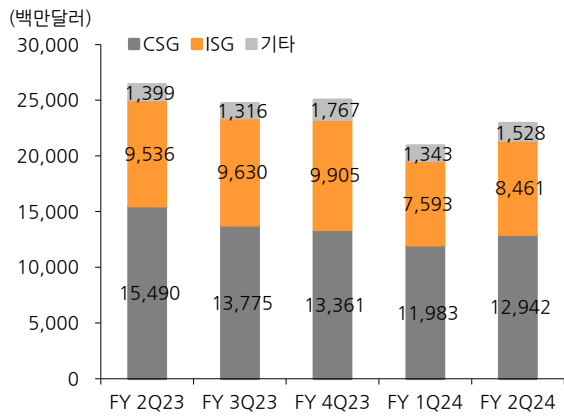
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연간 매출액 추이



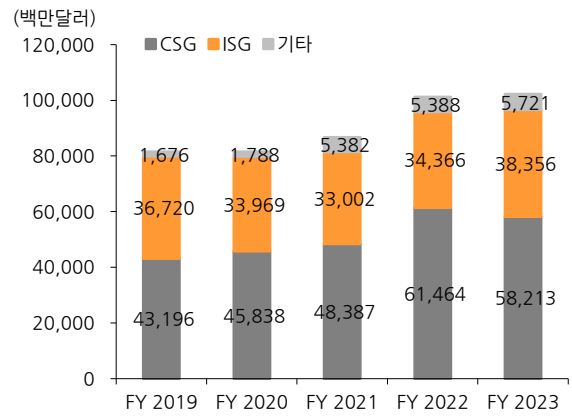
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기 사업부별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

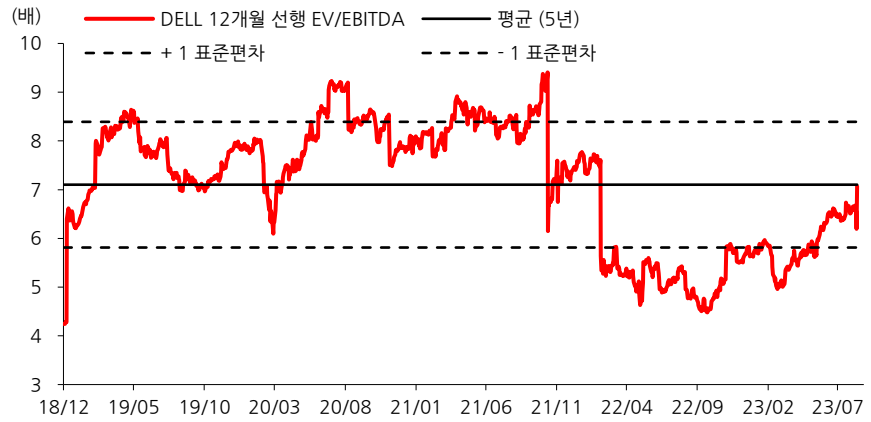
[그림4] 연간 사업부별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 12개월 선행 EV/EBITDA(5년): 평균과 표준편차

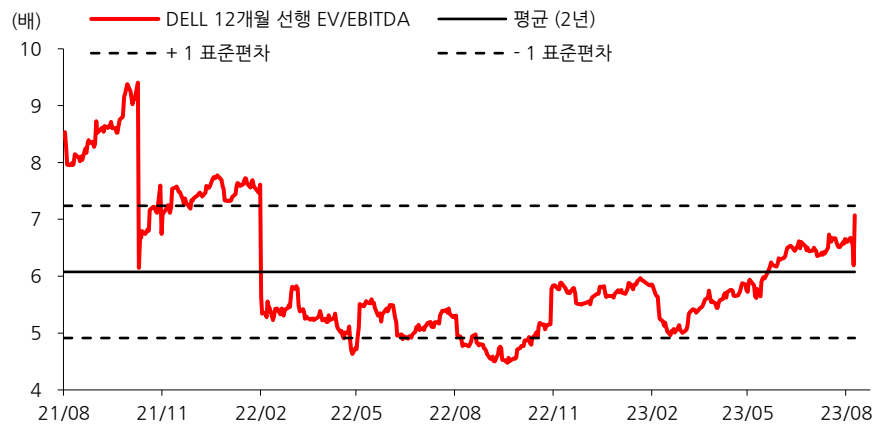
12개월 선행 EV/EBITDA는  
7.1배로  
5년 평균(7.1배) 수준이다.



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 12개월 선행 PER(2년): 평균과 표준편차

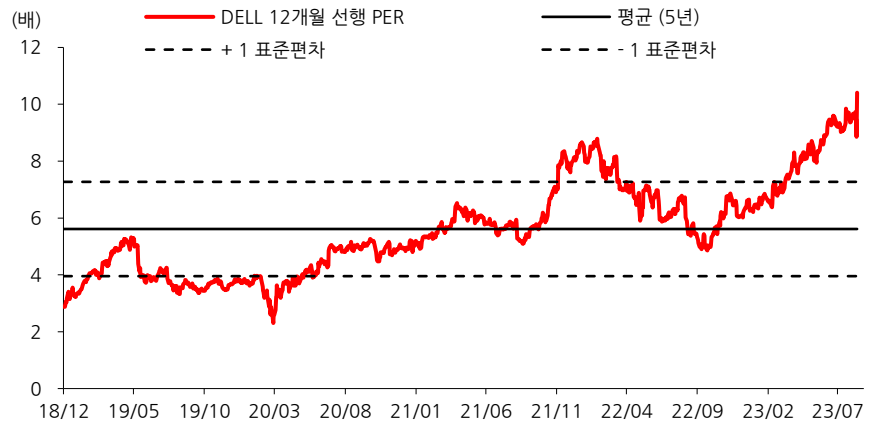
12개월 선행 EV/EBITDA는  
7.1배로  
2년 평균(6.1배)보다 높다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 12개월 선행 PER (5년): 평균과 표준편차

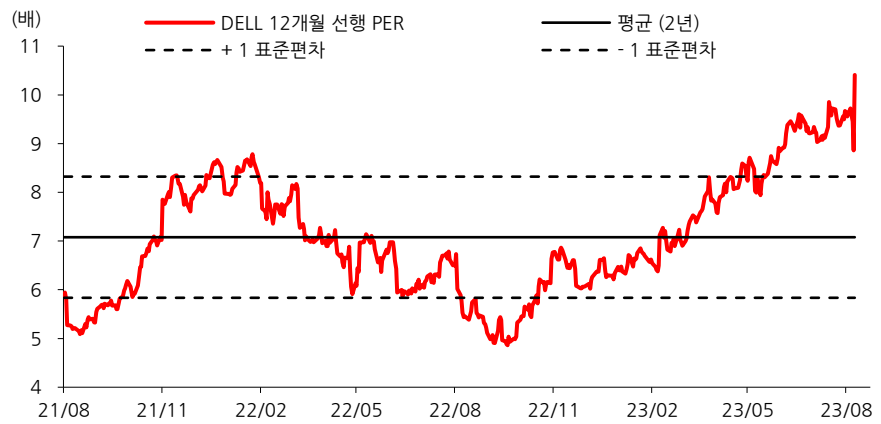
12개월 선행 PER은  
10.4배로  
5년 평균(5.6배)보다 높다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 12개월 선행 EV/EBITDA (2년): 평균과 표준편차

12개월 선행 PER은  
10.4배로  
2년 평균(7.1배)보다 높다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2023년 9월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (강제구)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자이견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2023년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%