Microsoft (MSFT)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

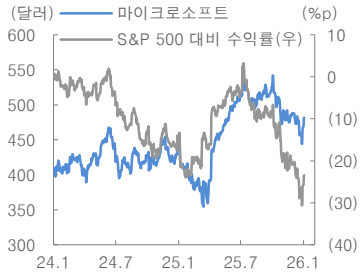
투자의견 (팩트셋 평균)	BUY *(1.1)
목표주가($) (팩트셋 평균)	623.0
현재주가($) (26.01.29)	481.6

IT

Microsoft

기업명	Microsoft Corp
한글명	마이크로소프트
홈페이지	https://www.microsoft.com
결산월	6월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	3,579.7
시가총액(조원)	5,092.2
발행주식수(백만주)	7,432.4
52주최고가/최저가	555.5 / 344.8
주요주주	The Vanguard,8.5%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-11.0	-5.7	8.5
상대수익률	-1.9	-12.4	-15.2	-7.3



Results Comment

클라우드 집중 성장보다는 고른 발전을 추구하는 마이크로소프트

- Azure 성장률이 고점을 찍고 둔화되기 시작
- CapEx 증가에 따른 감가상각비 증대로 영업이익률은 하락할 전망
- 12MF PER 26배 수준으로 밸류 부담은 완화된 구간으로 진입

FY 2Q26 Review: Azure 성장률이 고점을 형성했다는 아쉬움

FY 2Q26 매출액 813억 달러(+16.8% YoY, +4.7% QoQ)로 컨센서스 +1.2% 상회. 영업이익 383억 달러(+21.0% YoY, +0.9% QoQ)로 +4.8% 상회. EPS (GAAP 기준) 5.16달러(+59.8% YoY, +38.7% QoQ)로 +34.7% 상회. EPS가 타 지표 대비 컨센서스를 크게 상회한 것은 OpenAI 지분 가치 상승에 기인

실적 발표 이후 시간 외 거래에서 -5% 하락. 이번 분기 실적은 예상을 상회하고, 다음 분기 가이던스는 예상치에 부합한 수준이었으나 Azure 클라우드 성장률이 고점을 찍고 둔화될 것으로 전망되는 점이 부담으로 작용. 전년대비 분기별 Azure 매출 성장률 FY 2Q25 31% → FY 3Q25 33% → FY 4Q25 39% → FY 1Q26 40% → FY 2Q26 39% → FY 3Q26E 37.5% (중간값 기준). 참고로, 이번 분기 RPO는 6,250억 달러로 전년대비 110% 증가. 이 중 12개월 이내에 매출 인식하는 cRPO는 전년대비 39% 증가. RPO 내 OpenAI 비중은 45% 수준

Azure 클라우드 성장률이 기대에 미치지 못하는 것은 마이크로소프트가 사업부문의 균형 잡힌 발전을 추구한 결과. 마이크로소프트는 데이터센터를 건설한 뒤 1) M365 코파일럿, GitHub 코파일럿과 같은 자사 앱, 2) 내부 R&D, 3) Azure 순서로 컴퓨팅 캐파를 할당. CFO는 FY 1Q26, FY 2Q26에 가동된 GPU를 모두 Azure에 할당했을 경우 Azure 성장률은 40%를 상회했을 것이라 코멘트

한편, M365 코파일럿이 포함된 생산성 & 비즈니스 프로세스 부문의 매출 성장률은 가속화되고 있으나 그 속도가 가파르지는 않음. 전년대비 분기별 Azure 매출 성장률 FY 2Q25 13.7% → FY 3Q25 10.5% → FY 4Q25 15.7% → FY 1Q26 16.6% → FY 2Q26 16.0% → FY 3Q26E 14.9% (중간값 기준)

CapEx 증가에 따른 감가상각비 증대로 영업이익률은 하락할 전망

한편, FY 3Q26 영업이익률은 전년대비 하락할 전망. CapEx 증대로 감가상각비가 증가한 영향. 마이크로소프트는 AI 투자에 따른 비용을 인력 효율화를 통한 영업비용 절감을 통해 이익률을 최대한 방어하려는 모습을 보이고 있음

Azure 성장률이 고점을 형성하고 둔화될 가능성을 보이면서 멀티플 프리미엄을 받기는 어려운 구간으로 진입. 다만, Azure 및 생산성 & 비즈니스 프로세스 부문의 안정적인 성장세를 고려하면 추가 하락 시 밸류 매력 부각될 것으로 판단. 마이크로소프트12MF P/E는 26배 수준으로 과거 받던 프리미엄 상당 부분 반납

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1-Strong Buy, 1.5-Buy, 2-Hold, 2.5-Sell, 3.0-Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

FY 2Q26 실적 지표 (단위: 십억달러, 달러, %)

구분	FY 2Q25	FY 1Q26	FY 2Q26					FY 3Q26
			발표치	컨센	서프	YoY	QoQ	컨센
매출액	69.6	77.7	81.3	80.3	1.2	16.8	4.7	81.2
영업이익	31.7	38.0	38.3	36.6	4.8	21.0	0.9	36.9
순이익	24.1	27.7	38.5	28.9	33.4	59.7	38.8	29.2
EPS	3.23	3.72	5.16	3.83	34.7	59.8	38.7	3.88

자료: Factset, 대신증권 Research Center

표 1. 주요 사업부문별 실적

구분	사업부문	FY 2Q26 (단위: 십억달러)		
		발표치	컨센서스	서프라이즈 (%)
매출액	매출액	81.3	80.3	1.2
	생산성 & 비즈니스 프로세스	34.1	33.5	1.9
	인텔리전트 클라우드	32.9	32.4	1.6
	퍼스널 컴퓨팅	14.3	14.4	-0.8
영업이익	영업이익	38.3	36.6	4.8
	생산성 & 비즈니스 프로세스	20.6	19.3	7.0
	인텔리전트 클라우드	13.9	13.7	1.4
	퍼스널 컴퓨팅	3.8	3.7	3.3

자료: Microsoft, Factset, 대신증권 Research Center

표 2. 세부 사업부문 전년동기대비 성장률

세부 사업부문	FY 2Q25	FY 3Q25	FY 4Q25	FY 1Q26	FY 2Q26
생산성 & 비즈니스 프로세스 (% YoY)	**13**	**10**	**16**	**14**	**16**
Microsoft 365 Commercial Cloud	16	12	18	17	17
Microsoft 365 Commercial Seat Growth	7	7	6	6	6
Microsoft 365 Consumer Cloud	8	10	20	26	29
LinkedIn	9	7	9	10	11
Dynamics 365	19	16	23	18	19
인텔리전트 클라우드 (% YoY)	**19**	**21**	**26**	**27**	**29**
Azure and other cloud services	31	33	39	40	39
Server Products	-3	-6	-2	1	2
Enterprise and partner services	-1	5	7	5	8
퍼스널 컴퓨팅 (% YoY)	**0**	**6**	**9**	**4**	**-3**
Windows OEM & Devices	4	3	3	6	1
Xbox Content and Services	2	8	13	1	-5
Search and News Advertising	21	21	21	16	10

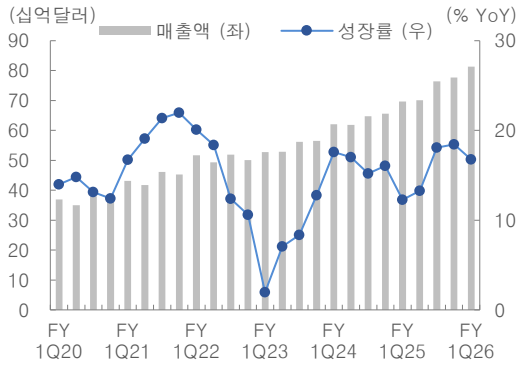
자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

표 3. FY 3Q26 가이던스

구분 (단위: 십억달러)	평균	하단	상단	컨센서스	서프 (%)
매출액	81.2	80.7	81.8	81.2	-0.0
생산성 & 비즈니스 프로세스	34.4	34.3	34.6	33.7	1.9
인텔리전트 클라우드	34.3	34.1	34.4	33.8	1.3
퍼스널 컴퓨팅	12.6	12.3	12.8	13.6	-7.9
매출원가	26.8	26.7	26.9	26.4	1.3
영업비용	17.9	17.8	17.9	17.6	1.3
영업이익	36.6	36.2	37.0	36.9	-0.9

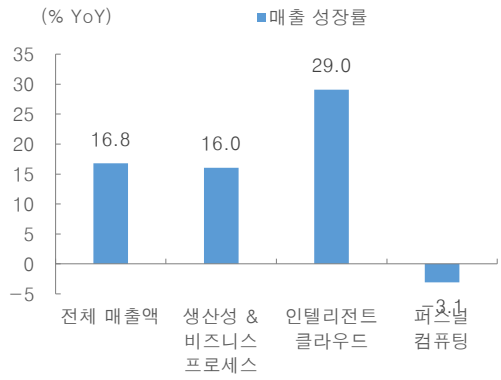
자료: Microsoft, Factset, 대신증권 Research Center

그림 1. 분기별 매출액 및 성장률



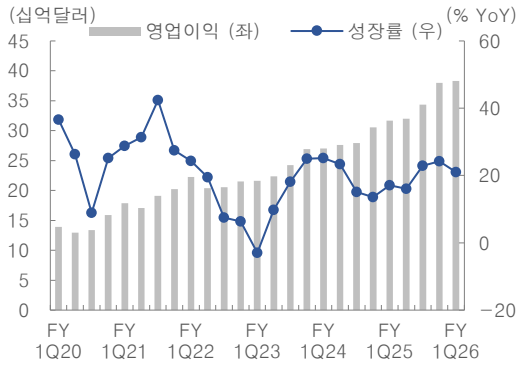
자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

그림 2. 사업부문별 매출액 성장률



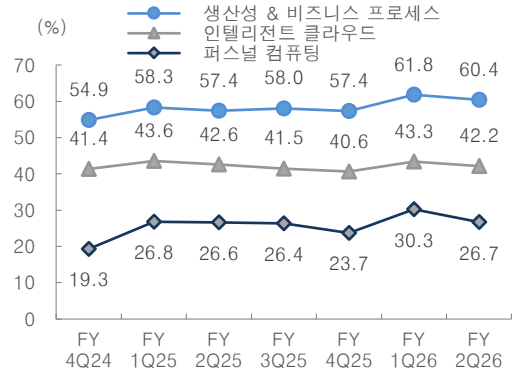
자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

그림 3. 분기별 영업이익 및 성장률



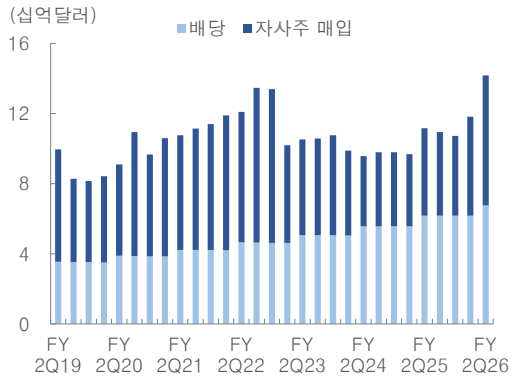
자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

그림 4. 사업부문별 영업이익률



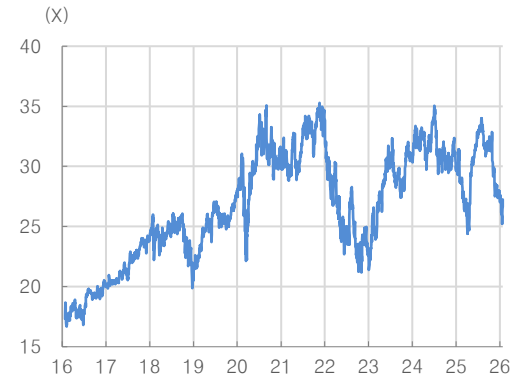
자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

그림 5. 분기별 자사주 매입 & 배당



자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

그림 6. 12개월 선행 P/E



자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

컨퍼런스콜 정리

Q. 데이터센터

- 와트당 달러당 토큰(tokens per watt per dollar) 최적화를 추구. 이는 실리콘 시스템과 소프트웨어를 사용하여 활용도를 높이고 TCO를 낮추는 것으로 귀결. 일례로, Copilot을 구동하는 가장 많은 양의 워크로드 중 하나인 OpenAI 추론에서 50%의 처리량 향상을 이룸
- Maia 200은 FP4 정밀도에서 10PFLOPS 이상의 성능을 제공하며, 최신 세대 하드웨어 대비 30% 이상 개선된 TCO를 제공. Cobalt 200은 클라우드 네이티브 워크로드를 위해 자체 제작한 첫 프로세서보다 50% 이상 높은 성능을 제공
- 메모리 가격은 자본 지출에 영향을 미치겠지만, Microsoft Cloud 매출 총이익률에 미치는 영향은 자산이 6년에 걸쳐 감가상각됨에 따라 점진적으로 나타날 것

Q. Copilot

- Microsoft 365 Copilot은 일일 활성 사용자가 전년 대비 10배 증가하며 진정한 일상적 사용 문화가 정착되고 있음. 이번 분기는 Microsoft 365 Copilot 시트 추가가 전년 대비 160% 이상 증가하며 기록적인 분기를 기록. 분기별 시트 성장이 가속화되었으며 현재 1,500만 개의 유료 Microsoft 365 Copilot 시트와 그 수배에 달하는 엔터프라이즈 채팅 사용자를 보유
- 유료 GitHub Copilot 전반에서 강력한 성장. 개인 개발자용 Copilot Pro Plus 구독은 전분기 대비 77% 증가. 전체 유료 Copilot 구독자는 전년대비 75% 증가한 470만 명

Q. RPO

- 상업적 잔여 이행 의무(RPO)는 6,250억 달러로 전년 대비 110% 증가했으며, 가중 평균 기간은 약 2.5년. 이 중 약 25%가 향후 12개월 내에 매출로 인식될 예정이며, 이는 전년 대비 39% 증가한 수치. 12개월 이후 인식될 잔여분은 156% 증가. 상업적 RPO 잔액의 약 45%는 OpenAI와 관련. 그 외 상당한 잔여 잔액은 28% 성장하며 포트폴리오 전반에 걸친 지속적이고 광범위한 고객 수요를 반영
- 구매하는 GPU의 상당 부분은 이미 그 내용연수의 대부분에 대해 계약이 완료된 상태. 대형 고객들과 맺은 GPU 계약의 경우, GPU의 전체 내용연수 동안 판매. RPO가 짧게 나타나는 이유는 M365 관련 부분 때문. Azure 전용 RPO를 보면 기간이 조금 더 길게 나타남

Q. Agent AI

- 이번 분기에 기업들이 기존의 거버넌스, ID, 보안 및 관리를 에이전트로 쉽게 확장할 수 있게 해주는 Agent 365를 출시. 고객이 Microsoft 365와 Azure에서 이미 사용 중인 동일한 제어 기능을 당사 클라우드나 다른 클라우드에 배포된 에이전트에도 확장할 수 있음을 의미. Adobe, Databricks, Genspark, Glean, NVIDIA, SAP, ServiceNow, Workday와 같은 파트너들이 이미 Agent 365를 통합

표 4. 분기 실적 추이

구분 (십억달러)	FY 1Q25	FY 2Q25	FY 3Q25	FY 4Q25	FY 1Q26	FY 2Q26
매출액	**65.6**	**69.6**	**70.1**	**76.4**	**77.7**	**81.3**
생산성 & 비즈니스 프로세스	28.3	29.4	29.9	33.1	33.0	34.1
인텔리전트 클라우드	24.1	25.5	26.8	29.9	30.9	32.9
퍼스널 컴퓨팅	13.2	14.7	13.4	13.5	13.8	14.3
성장률 (전년대비, %)						
매출액	**16.0**	**12.3**	**13.3**	**18.1**	**18.4**	**16.8**
생산성 & 비즈니스 프로세스	12.2	13.7	10.5	15.7	16.6	16.0
인텔리전트 클라우드	20.4	18.4	20.8	25.6	28.3	29.0
퍼스널 컴퓨팅	16.8	0.4	6.1	9.2	4.4	-3.1
비중 (%)						
생산성 & 비즈니스 프로세스	43.2	42.2	42.7	43.3	42.5	42.0
인텔리전트 클라우드	36.7	36.6	38.2	39.1	39.8	40.5
퍼스널 컴퓨팅	20.1	21.1	19.1	17.6	17.7	17.5
매출원가	20.1	21.8	21.9	24.0	24.0	26.0
매출총이익	**45.5**	**47.8**	**48.1**	**52.4**	**53.6**	**55.3**
매출총이익률 (%)	**69.4**	**68.7**	**68.7**	**68.6**	**69.0**	**68.0**
영업비용	**14.9**	**16.2**	**16.1**	**18.1**	**15.7**	**17.0**
연구개발비	7.5	7.9	8.2	8.8	8.1	8.5
판매비 및 마케팅비	5.7	6.4	6.2	7.3	5.7	6.6
일반관리비	1.7	1.8	1.7	2.0	1.8	1.9
영업이익	**30.6**	**31.7**	**32.0**	**34.3**	**38.0**	**38.3**
생산성 & 비즈니스 프로세스	16.5	16.9	17.4	19.0	20.4	20.6
인텔리전트 클라우드	10.5	10.9	11.1	12.1	13.4	13.9
퍼스널 컴퓨팅	3.5	3.9	3.5	3.2	4.2	3.8
영업이익률 (%)	**46.6**	**45.5**	**45.6**	**44.9**	**48.9**	**47.1**
생산성 & 비즈니스 프로세스	58.3	57.4	58.0	57.4	61.8	60.4
인텔리전트 클라우드	43.6	42.6	41.5	40.6	43.3	42.2
퍼스널 컴퓨팅	26.8	26.6	26.4	23.7	30.3	26.7
당기순이익	**24.7**	**24.1**	**25.8**	**27.2**	**27.7**	**38.5**
순이익률 (%)	**37.6**	**34.6**	**36.8**	**35.6**	**35.7**	**47.3**
EPS (GAAP, 달러)	**3.30**	**3.23**	**3.46**	**3.65**	**3.72**	**5.16**
성장률 (% YoY)	10.4	10.2	17.7	23.7	12.7	59.8

자료: Microsoft, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:서영재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.