2026년 01월 29일 | Global Equity

마이크로소프트(MSFT.US)

스토리는 변함 없다. 시간이 좀더 걸리는 이유

미국

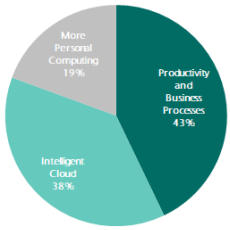
TP(컨센서스)	616.13 USD
CP(01.28)	481.63 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕거래소
산업 분류	정보기술
주요 영업	소프트웨어
홈페이지	www.microsoft.com
시가총액(십억USD)	3,573
시가총액(조원)	5,073
52주최고/최저()	555.45/344.79
주요주주 지분율(%)	
The Vanguard Group	9.49
BlackRock	7.82

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.12)	(6.04)	8.88
상대	(2.17)	(15.57)	6.66

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	245,122	281,724	326,400	375,882
영업이익	109,433	126,245	149,258	171,971
순이익	88,136	101,832	119,653	140,348
EPS(USD)	11.90	13.70	16.08	18.94
EPS(YOY, %)	22.0	15.5	17.4	17.7
ROE(%)	37.1	33.3	31.3	26.7
PER(배)	37.8	36.3	30.0	25.4
PBR(배)	12.4	10.8	8.0	6.2
배당률(%)	0.7	0.7	0.7	0.8

주: 조정(Non-GAAP) 실적 기준
자료: 마이크로소프트, Bloomberg, 하나증권

Analyst 김재임 jamie@hanafn.com
RA 송종원 1223sjw@hanafn.com

하나증권 리서치센터

Capex 예상보다 빠르게 증가, Azure 성장 속도는 높아진 기대치 소폭 하회 이유

FY26년 2분기(12월결산) 매출을 비롯한 주요지표가 컨센을 상회하고, 마진 압박 우려와 달리 OPM이 예상치 보다 1.6ppt 높았으며, EPS YoY 24% 증가 등 놀라운 실행력을 입증했음에도 주가는 시간외거래에서 -6% 하락했다. Capex 증가 속도는 예상보다 빠른 반면에 Azure 성장 속도가 높아진 시장 기대보다 소폭 느리기 때문이다. Azure 2분기 성장은 38%(고정환율) 기록, 가이던스를 1ppt 상회했으나 시장 기대치 상단(+2~3ppt)에는 미치지 못했다. 3분기 가이던스(37~38%)도 예상치(38%)를 소폭 하회했다. 시장에서 제기되는 Capex 지출의 ROI 우려와 관련하여 MSFT의 입장은 1)상반기 도입된 GPU를 전량 Azure에 할당했다면 성장률은 40%를 상회했을 것이나 Capex는 Azure 뿐만 아니라 M365 Copilot, GitHub, R&D 등 스택 전반의 장기 성장을 위한 투자, 2)하드웨어 내용연수(6년) 대비 RPO 평균 기간(2.5년)이 짧은 것은 M365 등 단기 계약 비중 때문이며 서버 내용연수 전체에 대한 계약이 완료된 상태이기에 투자에 대한 미회수 리스크는 없다는 점이다.

주요 지표 예상치 상회, 전체 클라우드 매출 515억 달러(+26%)

2분기 매출 813억 달러(+17% yoy), EPS 4.14달러(+24%)를 기록했다. 전체 클라우드 매출은 분기 기준 처음으로 500억 달러를 상회, 515억 달러(+26%)를 달성했다. 오픈AI 대규모 계약체결과 앤스로픽 계약 등으로 커머셜 계약은 230% 증가, RPO가 6,250억 달러(+110%)로 확대되었다. RPO에서 오픈AI 비중(45%)이 높다는 지적이 있으나 나머지 포트폴리오도 28% 증가, 고객/산업/지역별로 다각화된 성장세를 입증했다. Capex는 375억 달러로 컨센(363억)을 12억 달러 상회했다. Capex 3분의 2가 단기 자산 비중이며, 수요가 공급을 초과하는 상황이 지속되었다.

AI 에이전트 플랫폼과 M365 Copilot, GitHub Copilot 등 AI 제품군의 주요 지표는 상당히 고무적인 성과를 달성했다. 데이터 Fabric 플랫폼은 출시 2년 만에 매출 run-rate 20억 달러를 돌파했으며, Foundry에서 1조 토큰 이상을 처리하는 고객사 수가 250개를 상회했다. M365 Copilot seat 추가는 160% 이상 성장, 기록을 경신했으며 DAU는 10배 확대되었다. GitHub Copilot 유료 구독자 수는 4.7백만(+75%)에 도달했다.

기대 요인 변함 없으나 시간이 좀더 걸리는 이유

AI 수익화 속도와 시장 기대치 사이의 괴리는 단기적으로 주가에 부정적으로 작용할 것으로 보인다. 1)AI & 클라우드 시장 점유율 가장 빠른 사업자, 2)M365, GitHub, 보안 침투율 꾸준한 상승, 3) 기업의 IT 지출 내 점유율을 지속적으로 늘릴 수 있는 가장 유리한 포지션 등 MSFT에 대한 기대요인에는 변함이 없다. 현재의 Capex 투자는 AI 스택 전반에 걸쳐서 중장기 TAM 확장을 선점하기 위한 필연적 단계라는 MSFT의 전략적 판단은 타당해 보인다. 시간외 거래에서 하락을 반영한 주가는 12M FWD PER 26배로 3년 밴드 하단(25배)에 가까운 수준이다. 시장에서 제기되는 의문이 단기간에 해소되기는 어려워 보이나 MSFT가 가진 경쟁력 요인은 변함이 없다는 점에서 중장기 업사이드 크다고 판단된다.

FY26년 2분기 실적 발표 요약

※ FY26년 2분기 주요 실적 지표

[재무 실적 요약]

매출(Revenue): $81.3 bn (전년 대비 17% 증가, 고정 환율 기준 15% 증가). 예상치 상회. 영업이익 전년 대비 21% 증가 (고정 환율 기준 19%).

EPS $4.14 (전년 대비 24% 증가, 고정 환율 기준 21%).

GPM 68%로 전년 대비 소폭 하락. AI 인프라 투자 및 제품 사용량 증가가 원인이나, 효율성 개선으로 일부 상쇄.

영업비용 5% 증가. AI 인재 및 컴퓨팅 용량 투자, 게임 사업 부문의 손상차손 반영

[투자 및 현금흐름]

자본지출 $37.5 bn. 이 중 약 2/3는 GPU, CPU 등 단기 자산(Short-lived assets)에 투자됨. 수요가 공급을 초과하는 상황 지속.

현금흐름: 영업현금흐름 $35.8 bn (+60%), 잉여현금흐름 $5.9 bn.

주주 환원: 배당 및 자사주 매입으로 $12.7 bn 환원 (+32% YoY).

OpenAI 회계 처리: OpenAI의 자본 재구조화로 인해 지분법 적용 시 영업손익 분담 대신 순자산 변동분 반영하는 것으로 변경됨. 이로 인해 GAAP 결과에서 기타 수익/비용이 $10 bn으로 기록됨.

[커머셜 실적]

커머셜 계약 전년 대비 230% 급증. 이는 OpenAI와의 대규모 Azure 계약 및 Anthropic 약정 효과가 반영된 것.

RPO (잔여계약가치): $625 bn, 전년 대비 110% 증가. OpenAI 관련분이 전체 RPO의 약 45% 차지.

[사업 부문별 세부 실적]

1. PBP(소프트웨어)

매출 $34.1 bn (+16% YoY).

M365 Commercial Cloud 매출 17% 성장. Copilot 성과가 기여. 유료 시트 수는 450 mn을 넘어섰으며 6% 성장.

M365 Commercial Products 매출 13% 성장. Office 2024의 거래형 구매(Transactional purchasing)가 예상보다 높았음.

M365 Consumer Cloud: 매출 29% 성장. 구독자 6% 증가.

LinkedIn: 매출 11% 성장.

Dynamics 365: 매출 19% 성장.

2. Intelligent Cloud

매출: $32.9 bn (+29% YoY).

Azure & Other Cloud Services: 매출 39% 성장 (고정 환율 기준 38%). 예상치를 소폭 상회. 여전히 수요가 공급을 초과하는 상태.

Server Products: 매출 2% 성장. SQL Server 2025 출시 효과 및 메모리 가격 인상 전 선구매 수요 반영.

3. MPC(윈도우 & 게임)

매출: $14.3 bn (-3% YoY).

Windows OEM: 매출 5% 성장. Windows 10 지원 종료 대비 및 메모리 가격 인상 전 재고 확보 수요로 예상 상회.

검색 & 광고 매출 10% 성장 (TAC 제외). 파트너십 효과가 정상화되며 성장세 둔화.

Gaming: 매출 9% 감소. Xbox 콘텐츠 및 서비스 매출 5% 감소. 퍼스트 파티 콘텐츠 부족 영향.

※ 3분기 가이던스

전사 매출: $80.65 bn ~ $81.75 bn (성장률 15% ~ 17%).

매출총이익: $26.65 bn ~ $26.85 bn.

영업비용: $17.8 bn ~ $17.9 bn (성장률 10% ~ 11%).

기타 수입/비용: OpenAI 투자 영향 제외 시 약 $700 mn.

CapEx: 클라우드 인프라 구축 변동성으로 전분기 대비 감소 예상.

단기 자산 비중은 Q2와 유사할 것.

[FY26 연간 전망 업데이트]

FY26 전체 OPM은 전년 대비 소폭 상승할 것으로 상향 조정(기존 전망은 전년 수준 유지)

도표 1. 분기 실적 추이

(단위: 백만 USD)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
매출	**61,858**	**64,727**	**65,585**	**69,632**	**70,066**	**76,441**	**77,673**	**81,273**	**81,316**	**87,646**
YoY(%)	*17.0*	*15.2*	*16.0*	*12.3*	*13.3*	*18.1*	*18.4*	*16.7*	*16.1*	*14.7*
QoQ(%)	*-0.3*	*4.6*	*1.3*	*6.2*	*0.6*	*9.1*	*1.6*	*4.6*	*0.1*	*7.8*
Productivity and Business Processes	27,113	28,627	28,317	29,437	29,944	33,112	33,020	34,116	34,035	36,624
Intelligent Cloud	22,141	23,785	24,092	25,544	26,751	29,878	30,897	32,907	33,651	36,846
More Personal Computing	12,604	12,315	13,176	14,651	13,371	13,451	13,756	14,250	13,592	13,741
매출총이익	**43,353**	**45,043**	**45,486**	**47,833**	**48,147**	**52,427**	**53,630**	**55,295**	**54,702**	**58,960**
이익률(%)	*70.1*	*69.6*	*69.4*	*68.7*	*68.7*	*68.6*	*69.0*	*68.0*	*67.4*	*67.4*
영업비용	**15,772**	**17,118**	**14,934**	**16,180**	**16,147**	**18,068**	**15,669**	**17,020**	**17,657**	**19,555**
연구개발비	7,653	8,056	7,544	7,917	8,198	8,820	8,146	8,504	9,009	9,712
판매 및 마케팅비용	6,207	6,816	5,717	6,440	6,212	7,258	5,717	6,584	6,820	7,752
일반관리비	1,912	2,246	1,673	1,823	1,737	1,990	1,806	1,932	1,891	2,144
영업이익	**27,581**	**27,925**	**30,552**	**31,653**	**32,000**	**34,323**	**37,961**	**38,275**	**36,940**	**39,453**
YoY(%)	*23.4*	*15.1*	*13.6*	*17.1*	*16.0*	*22.9*	*24.3*	*20.9*	*15.4*	*15.0*
이익률(%)	*44.6*	*43.1*	*46.6*	*45.5*	*45.7*	*44.9*	*48.9*	*47.1*	*45.2*	*44.5*
Productivity and Business Processes	**15,143**	**15,706**	**16,516**	**16,885**	**17,379**	**18,993**	**20,407**	**20,599**	**19,411**	**20,646**
YoY(%)	*18.5*	*13.2*	*15.5*	*16.3*	*14.8*	*20.9*	*23.6*	*22.0*	*11.7*	*8.7*
이익률(%)	*55.9*	*54.9*	*58.3*	*57.4*	*58.0*	*57.4*	*61.8*	*60.4*	*57.0*	*56.4*
Intelligent Cloud	**9,515**	**9,835**	**10,503**	**10,851**	**11,095**	**12,140**	**13,391**	**13,873**	**13,911**	**15,299**
YoY(%)	*35.6*	*24.2*	*17.9*	*13.6*	*16.6*	*23.4*	*27.5*	*27.9*	*25.4*	*26.0*
이익률(%)	*43.0*	*41.3*	*43.6*	*42.5*	*41.5*	*40.6*	*43.3*	*42.2*	*41.3*	*41.5*
More Personal Computing	**2,923**	**2,384**	**3,533**	**3,917**	**3,526**	**3,190**	**4,163**	**3,803**	**3,522**	**3,402**
YoY(%)	*14.2*	*-3.2*	*-4.3*	*32.2*	*20.6*	*33.8*	*17.8*	*-2.9*	*-0.1*	*6.7*
이익률(%)	*23.2*	*19.4*	*26.8*	*26.7*	*26.4*	*23.7*	*30.3*	*26.7*	*25.9*	*24.8*
세전이익	**26,727**	**27,250**	**30,269**	**29,365**	**31,377**	**32,616**	**37,387**	**38,117**	**37,258**	**39,215**
순이익	**21,939**	**22,036**	**24,667**	**24,108**	**25,824**	**27,233**	**30,833**	**30,875**	**30,041**	**30,833**
YoY(%)	*19.9*	*9.7*	*10.7*	*10.2*	*17.7*	*23.6*	*27.9*	*19.6*	*10.3*	*27.9*
이익률(%)	*35.5*	*34.0*	*37.6*	*34.6*	*36.9*	*35.6*	*37.9*	*38.0*	*34.3*	*37.9*
Diluted EPS	**2.94**	**2.95**	**3.30**	**3.23**	**3.46**	**3.65**	**4.14**	**4.03**	**4.29**	**4.14**
YoY(%)	*20.0*	*9.7*	*10.4*	*10.2*	*17.7*	*23.7*	*28.2*	*16.5*	*17.5*	*28.2*

주1: FY25년 1분기부터 사업부 변경(과거 2개년치(1QFY23~) 신규 제시),

자료: Microsoft, Bloomberg, 하나증권

도표 2. 연간 주요 실적 추이

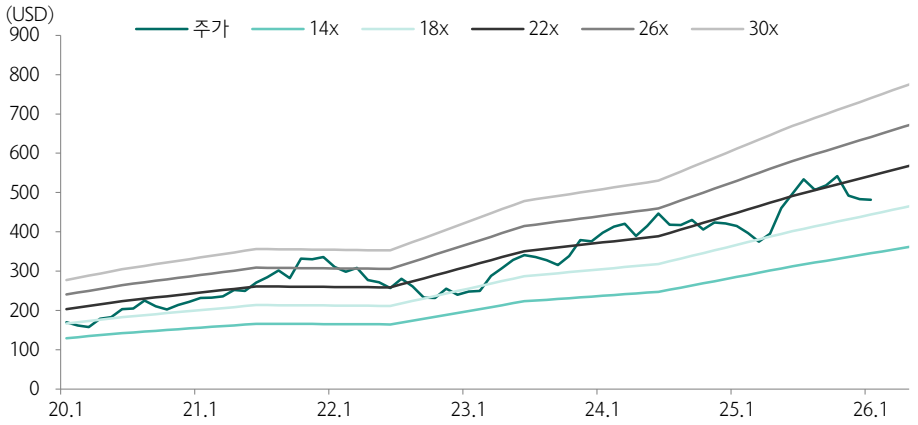
(단위: 백만 USD, %)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	**211,915**	**245,122**	**281,724**	**326,400**	**375,882**
YoY(%)	*6.9*	*15.7*	*13.9*	*15.9*	*15.2*
Productivity and Business Processes	94,151	106,820	120,810	137,165	151,150
Intelligent Cloud	72,944	87,464	106,265	133,673	170,869
More Personal Computing	44,820	50,838	54,649	55,394	57,065
매출총이익	**146,052**	**171,008**	**193,893**	**221,288**	**252,792**
이익률(%)	*68.9*	*69.8*	*68.6*	*67.9*	*67.5*
영업비용	**57,529**	**61,575**	**65,365**	**70,753**	**79,417**
연구개발비	27,195	29,510	32,488	35,578	39,694
판매 및 마케팅비용	22,759	24,456	25,654	27,381	30,738
일반관리비	7,575	7,609	7,223	7,761	8,638
영업이익	**89,694**	**109,433**	**128,528**	**149,258**	**171,971**
YoY(%)	*7.6*	*22.0*	*17.4*	*16.1*	*15.2*
이익률(%)	*42.3*	*44.6*	*45.6*	*45.7*	*45.7*
Productivity and Business Processes	**50,074**	**59,661**	**69,773**	**71,226**	**85,887**
YoY(%)	*68.7*	*19.1*	*16.9*	*2.1*	*20.6*
이익률(%)	*53.2*	*55.9*	*57.8*	*51.9*	*56.8*
Intelligent Cloud	**28,411**	**37,813**	**44,589**	**52,361**	**70,979**
YoY(%)	*-13.2*	*33.1*	*17.9*	*17.4*	*35.6*
이익률(%)	*38.9*	*43.2*	*42.0*	*39.2*	*41.5*
More Personal Computing	**10,038**	**11,959**	**14,166**	**15,155**	**15,868**
YoY(%)	*-52.1*	*19.1*	*18.5*	*7.0*	*4.7*
이익률(%)	*22.4*	*23.5*	*25.9*	*27.4*	*27.8*
세전이익	**89,371**	**107,787**	**122,029**	**145,626**	**170,742**
순이익	**72,361**	**88,136**	**101,832**	**119,653**	**140,348**
YoY(%)	*-0.5*	*21.8*	*15.5*	*17.5*	*17.3*
이익률(%)	*34.1*	*36.0*	*36.1*	*36.7*	*37.3*
Diluted EPS	**9.68**	**11.81**	**13.35**	**16.08**	**18.94**
YoY(%)	*5.1*	*21.9*	*13.1*	*17.4*	*17.7*

주1: 조정: 윈도우 이연매출인식(설치시기 기준), 구조조정비용 제외, 회계연도 6월 결산

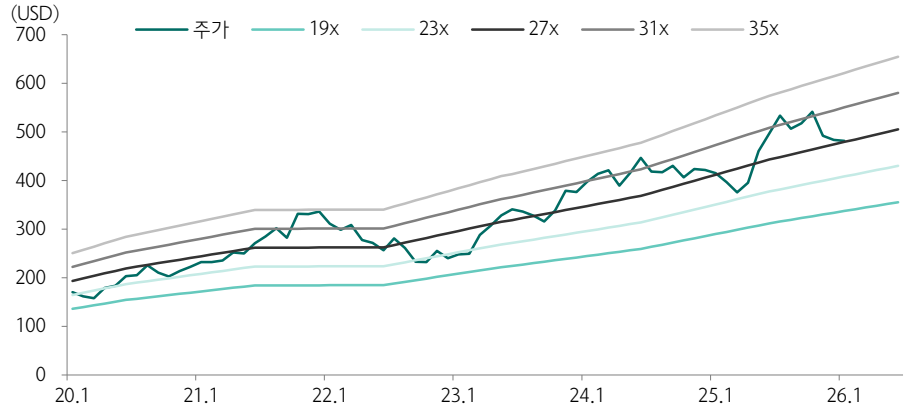
자료: Microsoft, Bloomberg, 하나증권

도표 3. 마이크로소프트 12M FWD PCR 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 마이크로소프트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김재임)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2026년 01월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김재임)는 2026년 01월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다
- 마이크로소프트는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.