2025-04-30

GLOBAL EQUITY

마이크로소프트 (MSFT/US)

Peer 대비 슴슴

해외주식. 박제민 / jeminwa@sks.co.kr / 3773-8884

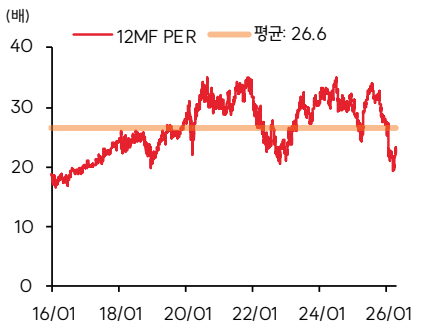
Signal: Azure 성장, Capex 멈추며 ROIC 개선
Key: Agent 호황이나 Capa 및 칩 경쟁력 부족
Step: Edit Layer 는 패싱 리스크 존재

COMPANY DATA

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	6 월
시가총액 (십억달러)	3,151
시가총액 (조원)	4,616
현재 주가 (달러)	424.6

주가 추이

PER 추이 및 평균



ROIC 개선이 눈에 띈다. Azure 성장률은 전분기 38%로 둔화됐다가 39%로 회복됐다. 차분기 39% 이상, 하반기 40% 이상 가속화를 전망했다. 지난 분기 급격히 상승했던 Capex 는 QoQ 로 감소하며 일회적인 상승률임을 보였다. 기업 고객 레퍼런스, Office 해자로 엔터프라이즈 AI 도입에서 포지션이 유효하나 경쟁은 치열하다.

Agent 시대 아쉬운 이유

AI 시대를 이끌 것으로 보였던 OpenAI-Micosoft 조합이 사실상 지분관계, IP 관계 정도로 정리됐다. 독점 유통 구조가 없어진만큼 이제는 규모와 효율성으로 경쟁해야 한다.

1) 현재 동사가 GPU DC 용량(GW)이 가장 많은 것으로 추정된다. 그러나 투자 의지와 수주잔고 동향을 놓고 볼 때, 2026 년 내로 AWS 이 역전할 것으로 판단된다.

2) Maia-Cobalt 의 칩 포트폴리오가 경쟁사 대비 설치 기반, 외부 채용 정도가 아쉽다. 이번 분기부터 TPU 칩 외부 판매를 시작했고 AWS 칩의 내부 판매 규모만 $20B+다.

3) OpenAI IP 라이선스 우선 유통권(ship first on Azure)은 Anthropic 의 부상, OpenAI 의 Frontier 플랫폼 출시로 가치가 희석됐다.

Edit Layer 도 B2B SW 가 아닐까?

Satya 가 주장하는 Copilot 사용 흐름은 'Chat > Agent > Edit > Cowork' 이다. (4pg: AI 워크로드 차트 참고) 동사는 모든 Layer 의 모델 및 SW 를 제공 중이다. 그러나 Chat 과 Agent 를 구성하는 Foundation Model 성능은 주요 AI Labs 에 밀린다. Edit 부문의 Office 독점력은 여전하다. Microsoft 365 Copilot seat 는 지난 분기 대비 500 만 명의 이용자가 늘었으나 여전히 전체 Office 대비 전환율이 4~4.5% 수준이다.

Microsoft 의 해자가 강한 Edit 부문은 사실상 AI labs 들이 Palantir-like 모델을 통해 패싱하려고 노력하는 Layer 다. 기업들이 직원을 강화하는 Copilot 철학을 채택할지, 출장을 통해 워크로드를 처음부터 효율화하는 Palantir 철학을 채택할지 주목이 필요하다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	십억달러	198	212	245	282	328	379
영업이익	십억달러	83	89	109	129	152	175
순이익(지배주주)	십억달러	73	72	88	102	128	141
EPS	달러	9.7	9.7	11.9	13.7	17.1	19.0
PER	배	46	43	36	31	25	22
PBR	배	19	15	12	9	7	6
EV/EBITDA	배	19	24	23	23	16	13
ROE	%	47	39	37	33	32	27

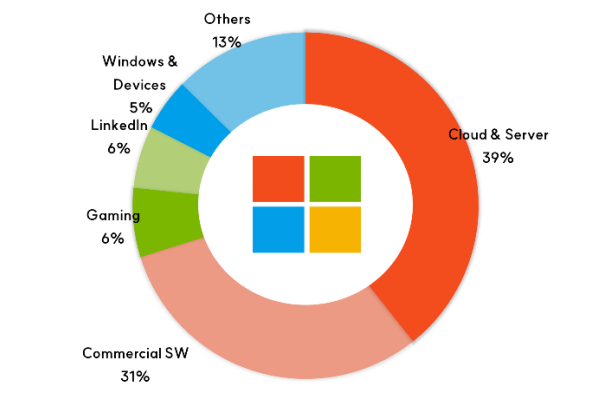
자료: Bloomberg, Consensus(26.04.30)

Microsoft 부문별 매출액 추이

(단위: 백만달러)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	3Q26A	Diff	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**70,066**	**76,441**	**77,673**	**81,273**	**81,176**	**82,886**	**2%**	**87,415**	**281,724**	**326,914**	**376,630**
Productivity & Business	29,944	33,112	33,020	34,116	34,481	35,013	2%	36,749	120,810	138,490	152,713
Microsoft 365 Consumer	21,883	24,318	23,966	24,524	25,075	25,593	2%	27,179	87,767	100,718	111,936
Intelligent Cloud	26,751	29,878	30,897	32,907	34,316	34,681	1%	37,524	106,265	135,772	174,929
More Personal Computing	13,371	13,451	13,756	14,250	12,647	13,192	4%	13,356	54,649	53,996	54,971
YoY(%)	13%	18%	18%	17%		18%		14%	15%	16%	15%
Productivity & Business	10%	16%	17%	16%		17%		11%	13%	15%	10%
Microsoft 365 Consumer	11%	16%	17%	16%		17%		12%	21%	28%	29%
Intelligent Cloud	21%	26%	28%	29%		30%		26%	7%	-1%	2%
Azure	**33%**	**39%**	**40%**	**39%**		**40%**			**34%**		
More Personal Computing	6%	9%	4%	-3%		-1%		-1%			
영업이익	32,000	34,323	37,961	38,275	36,898	38,398	4%	39,232	128,528	152,033	174,898
OPM(%)	45.67	44.90	48.87	47.09	44.83	46.33		44.32	45.62	45.93	45.61
Productivity & Business	17,379	18,993	20,407	20,599	19,500	20,973	8%	20,482	69,773	73,876	84,980
Intelligent Cloud	11,095	12,140	13,391	13,873	14,002	13,753	-2%	15,291	44,589	51,842	71,126
More Personal Computing	13,360	14,166	14,796	14,682	14,682	14,828	1%	14,828	14,828	14,828	14,828

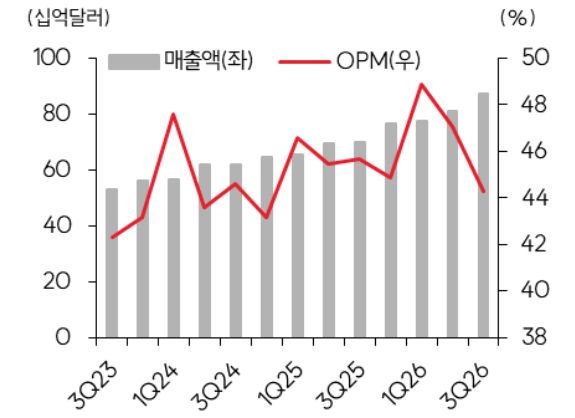
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 실적 발표 이전 컨센서스

FY3Q26 제품별 매출액 비중



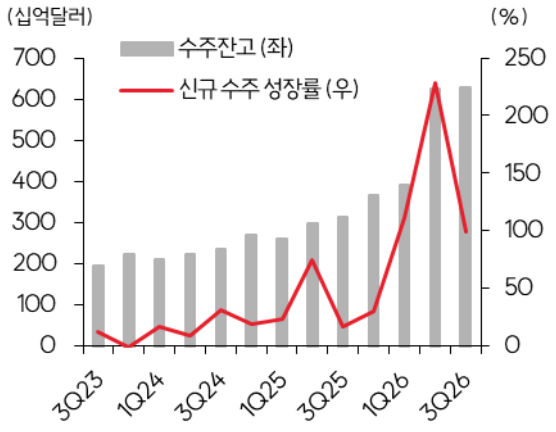
자료: Microsoft, SK 증권

매출액 영업이익률 추이



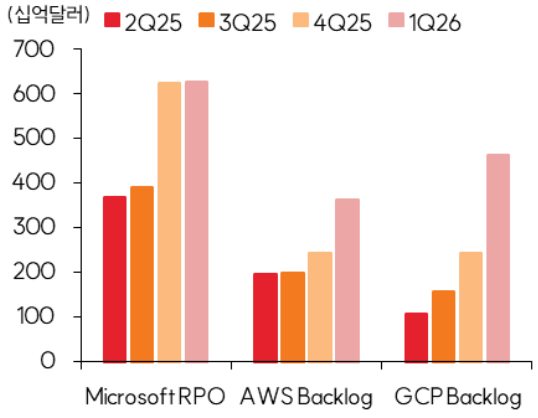
자료: Bloomberg, SK 증권

신규수주 (Commercial Bookings), 수주잔고(CRPO) 추이



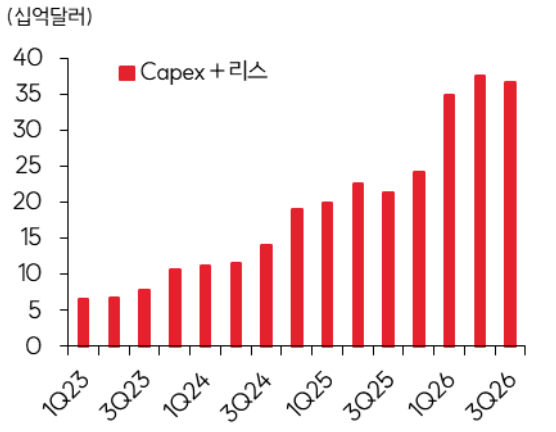
자료: 각 사, SK 증권

CSP 3 사 Backlog, RPO 비교



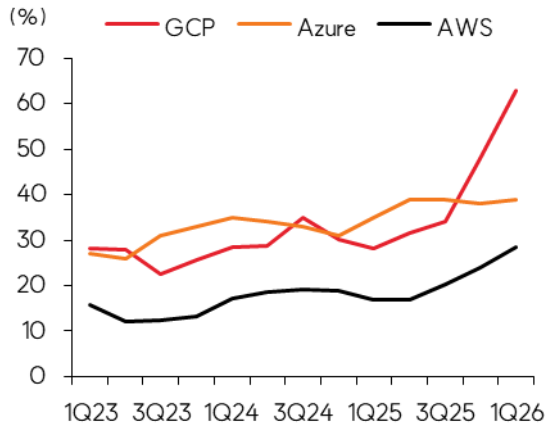
자료: 각 사, SK 증권

Capex + 리스비용 추이



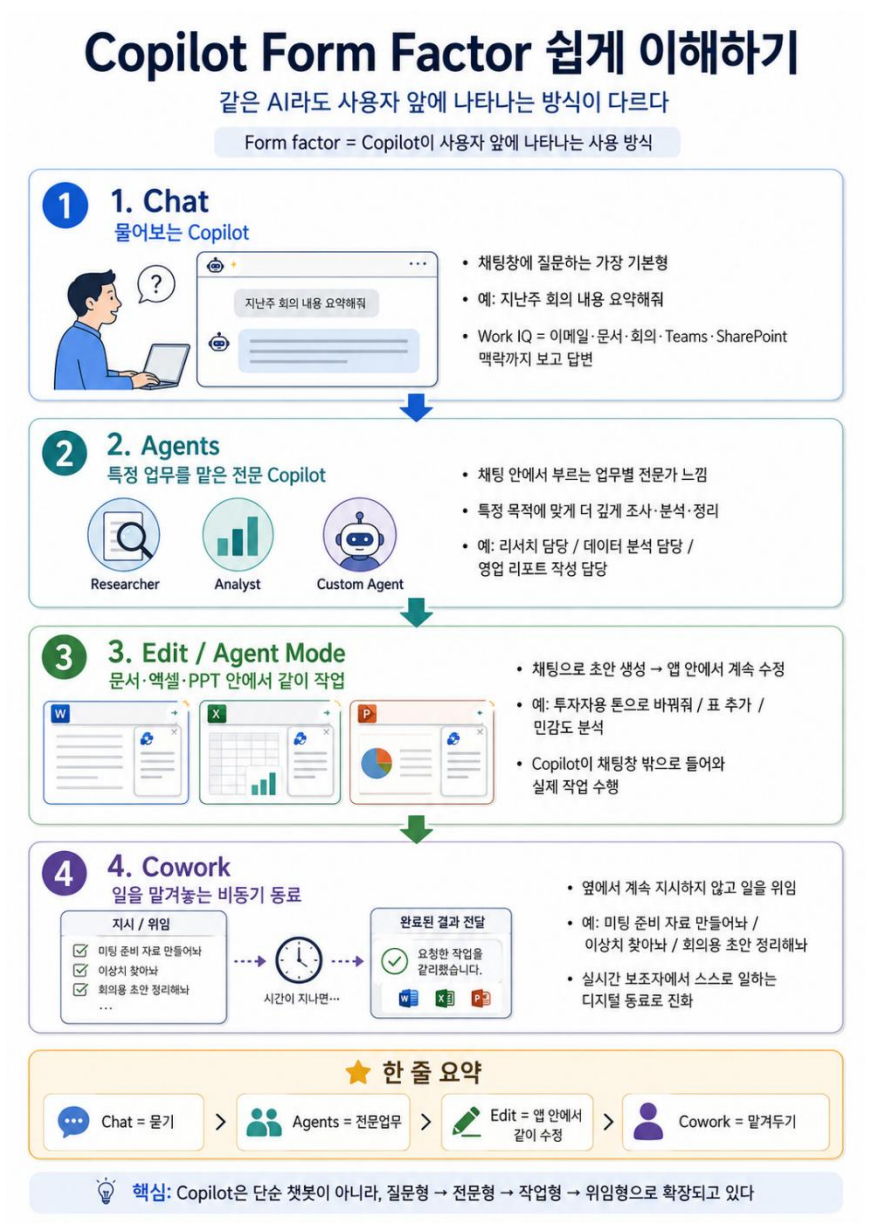
자료: Microsoft, SK 증권
주: 자산 취득을 위한 현금 지출 + 리스 취득 자산의 현가

CSP 3 사 클라우드 부문 매출액 성장률 추이



자료: Microsoft, SK 증권
주: CY 기준

[AI 워크로드 차트] Layer 및 상응 Mircrosoft 제품



자료: SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
▪ 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
▪ 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도