

반도체

Sector Issue Brief

2026. 7. 29

CSP 실적 체크포인트: 메모리
호재로 반응하기 위한 강한 조건

Check Point

- 대규모 RPO의 매출 전환 속도 확인
- CAPEX 지속 조건: 조정 RPO +13.7%
- 메모리 할인 완화 가능성

| Analyst 정우성 | wsjung@ls-sec.co.kr

Azure RPO 추정: CAPEX 지속 조건 = 조정 RPO +13.7% QoQ

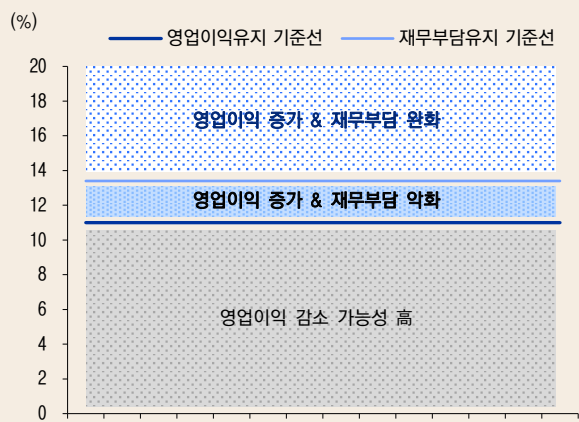
Microsoft의 Commercial RPO에는 Azure뿐 아니라 Microsoft 365, Dynamics, LinkedIn 계약도 함께 포함되어 있다. 본 자료에서는 M365 관련 계약잔액을 별도로 추정해 차감하고, OpenAI 계약은 Azure 인프라 수요와 직접 연결된다는 점에서 포함하였다. 이를 통해 Intelligent Cloud 관련 조정 RPO를 산출했으며, 조정 RPO가 11.2% QoQ 증가할 경우 감가상각비 증분을, 13.7% 증가할 경우 CAPEX 증분을 흡수할 수 있는 것으로 파악하였다. 향후 Microsoft 실적에서는 단순 Azure 성장률보다 조정 RPO가 이 기준을 넘어서는지가 증익과 재무부담 완화의 핵심 판단 지표가 될 전망이다.

시장이 원하는 것은 증익이 아니라 현금흐름의 급반전

다만 RPO가 재무부담 방어선을 넘는 것만으로 메모리 업종의 추세 전환을 기대하기는 어렵다. Google 실적 이후 시장의 관심은 AI 수요 자체보다 대규모 CAPEX를 외부 조달 없이 지속할 수 있는지로 이동하였다. FCF 적자 전환과 빅테크 채권 수요 둔화가 확인되면서, 대부분 클라우드 수주잔고 성장을 증명해야 한다는 부담 자체가 주가 리스크로 반영되고 있다.

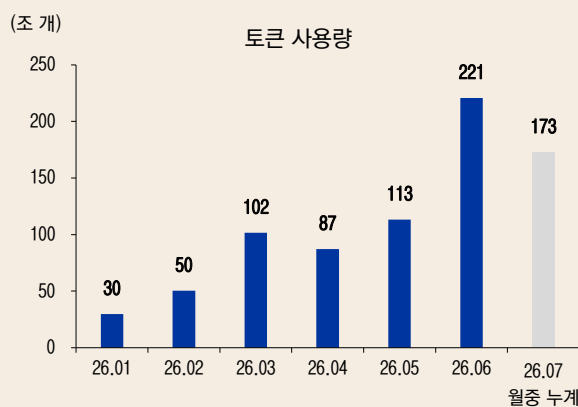
Microsoft 역시 RPO가 10% QoQ 정도로 증가하는 수준은 감가상각비와 CAPEX 부담을 흡수하는 방어 논리는 될 수 있다. 그러나 시장이 호재로 받아들이기 위해서는 RPO가 3~4개 분기에 걸쳐 QoQ 30% 이상 빠르게 확대되고, 이에 따라 FCF 개선과 외부 자금조달 의존도 하락이 가시화되는 흐름이 필요하다고 판단한다. 따라서 10%대 RPO 성장은 하방을 방어할 수는 있어도, 메모리 업종의 강한 추세 전환을 이끌기에는 부족할 가능성이 크다.

Azure 공시 RPO QoQ 성장률에 따른 시나리오



자료: LS증권 리서치센터

OpenRouter 전체 모델 토큰 사용량의 월별 추이



자료: OpenRouter, LS증권 리서치센터

주: 2026.07.27 기준, 7월은 6~27일 데이터만 포함

표1 CSP RPO 개요

기업	1Q26 RPO 규모(억 USD)	1Q26 RPO YoY	RPO 매출 인식 가이드선스	계약기간	클라우드 순도	다음 분기 예측력
Microsoft	6,270	97.2%	12개월 인식 비중 25%	2.5년	보통	보통
Amazon	3,640	92.6%	미공개	5.5년	높음	낮음
Alphabet	4,623	406.1%	24개월 인식 비중 50% 이상	미공개	높음(99%)	보통(기준 변경)

자료: 각사, LS증권 리서치센터 취합

① 2027E 감가상각비 증분 357억달러 흡수 Case

표2 Commercial RPO 인식 대상 부문 매출액 가정: Intelligent Cloud / M365 Commercial Cloud

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	329	347	362	403	448	498	554	616	685	1,560	2,354	50.9%	793
QoQ (%)		5.5%	4.4%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%				
Productivity and Business	341	350	364	379	394	409	426	443	461	1,486	1,739		
M365 Commercial Cloud 비중	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%				
M365 Commercial Cloud 분기	205	210	218	227	236	246	255	266	276	892	1,043		151

자료: LS증권 리서치센터

표3 Commercial RPO 부문별 구성 추정

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026	2027	yoy	증분
Commercial RPO	6,250	6,270	6,897	7,591	8,360	9,212	10,156	11,202	12,362	8,360	12,362	47.9%	4,002
M365 RPO	1,023	1,050	1,092	1,136	1,181	1,228	1,277	1,329	1,382	1,181	1,382		201
조정 Intelligent Cloud RPO	5,227	5,220	5,805	6,456	7,179	7,984	8,878	9,873	10,980	7,179	10,980		3,801

자료: LS증권 리서치센터

표4 Azure EBITDA & 전사 감가상각비 규모 추정

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026	2027	yoy	증분
Intelligent Cloud EBITDA	-	156	163	181	202	224	249	277	308	702	1,059	50.9%	357
Dep	-	115	132	149	166	188	216	243	271	562	919	63.6%	357
IC EBITDA - Dep	-	41	31	32	36	36	33	34	37	140	140	0.0%	0

자료: LS증권 리서치센터

표5 요약

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	347	362	403	448	498	554	616	685	1,560	2,354	50.9%	793
QoQ (%)	5.5%	4.4%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	-	-	-	-
Intelligent Cloud RPO	5,220	5,805	6,456	7,179	7,984	8,878	9,873	10,980	8,360	12,362	47.9%	4,002
Intelligent Cloud EBITDA	156	163	181	202	224	249	277	308	702	1,059	50.9%	357

자료: LS증권 리서치센터

② 2027E CAPEX 증분 457억달러 흡수 Case

표6 Commercial RPO 인식 대상 부문 매출액 가정: Intelligent Cloud / M365 Commercial Cloud

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	329	347	362	412	468	532	605	687	781	1,589	2,605	63.9%	1,016
QoQ		5.5%	4.4%	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7				
Productivity and Business	341	350	364	379	394	409	426	443	461	1,486	1,739		
M365 Commercial Cloud 비중	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%				
M365 Commercial Cloud 분기	205	210	218	227	236	246	255	266	276	892	1,043		151

자료: LS증권 리서치센터, CY 기준

표7 Commercial RPO 부문별 구성 추정

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026	2027	yoy	증분
Commercial RPO	6,250	6,270	7,025	7,880	8,847	9,941	11,181	12,585	14,177	8,847	14,177	60.2%	5,330
M365 RPO	1,023	1,050	1,092	1,136	1,181	1,228	1,277	1,329	1,382	1,181	1,382		201
Intelligent Cloud RPO	5,227	5,220	5,933	6,744	7,665	8,713	9,903	11,257	12,795	7,665	12,795		5,129

자료: LS증권 리서치센터, CY 기준

표8 Azure EBITDA & 전사 감가상각비 규모 추정

항목 (단위: 억달러)	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026	2027	yoy	증분
Intelligent Cloud EBITDA	-	156	163	185	211	239	272	309	352	715	1,172	63.9%	457
Dep	-	115	132	149	166	188	216	243	271	562	919	63.6%	357
IC EBITDA - Dep	-	41	31	36	45	51	56	66	80	153	254	65.3%	100

자료: LS증권 리서치센터, CY 기준

표9 요약

항목 (단위: 억달러)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026 말	2027 말	yoy	증분
Intelligent Cloud 매출 (Azure)	347	362	412	468	532	605	687	781	1,589	2,605	63.9%	1,016
QoQ	5.5%	4.4%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	-	-	-	-
Intelligent Cloud RPO	5,220	5,933	6,744	7,665	8,713	9,903	11,257	12,795	8,847	14,177	60.2%	5,330
Intelligent Cloud EBITDA	156	163	185	211	239	272	309	352	715	1,172	63.9%	457

자료: LS증권 리서치센터, CY 기준

Microsoft Intelligent Cloud RPO의 독립 추정 필요성

Microsoft가 공시하는 Commercial RPO는 Azure만을 대상으로 한 지표가 아니다. Commercial RPO에는 Azure 및 기타 클라우드 서비스뿐 아니라 Microsoft 365 Commercial Cloud, Dynamics 365, LinkedIn의 상업용 계약 등이 함께 포함되어 있다. 반면 본 분석의 목적은 AI 인프라 투자와 직접 연결되는 Intelligent Cloud의 매출 성장 여력을 추정하는 데 있다.

따라서 전체 Commercial RPO를 그대로 Intelligent Cloud 매출과 연결할 경우, Microsoft 365 등 비인프라 사업의 계약잔액까지 Azure 관련 수요로 해석하는 오류가 발생할 수 있다. 이에 Commercial RPO에서 Microsoft 365 Commercial Cloud 관련 RPO를 차감하고, OpenAI 계약은 유지하는 방식으로 Intelligent Cloud 관련 조정 RPO를 산출하였다.

Microsoft 365 Commercial Cloud 매출 추정

Microsoft는 Productivity and Business Processes 부문 매출액은 공시하지만, Microsoft 365 Commercial Cloud의 절대 매출액은 별도로 공개하지 않는다. 다만 과거 Productivity and Business Processes 부문 매출 성장률과 Microsoft 365 Commercial Cloud 성장률이 대체로 유사한 방향으로 움직였으며, 최근에는 양 지표 간 성장률 격차도 크지 않았다.

Microsoft 365 Commercial Cloud가 Productivity and Business Processes 부문의 핵심 성장 동력이라는 점을 고려해, 해당 매출이 부문 매출의 약 60%(상관계수 0.7, 최근 타 사업부 성장률이 더 높은 점 추가 고려)를 차지한다고 가정하였다. 1CQ26 Productivity and Business Processes 매출 341억달러에 이를 적용하면 Microsoft 365 Commercial Cloud 매출은 약 205억달러로 추정된다.

향후 매출은 회사가 공시한 전년 동기 대비 17% 성장률을 분기 성장률로 환산해 약 4% QoQ 증가한다고 가정하였다.

Microsoft 365 RPO 산출 방식

Microsoft 365 Commercial Cloud 매출을 RPO로 전환하기 위해서는 단순히 계약기간 전체를 곱해서는 안 된다. RPO는 이미 계약기간 일부가 경과한 상태에서 남아 있는 미인식 매출이므로, 전체 계약기간이 아니라 평균 잔여계약기간을 적용해야 하기 때문이다.

Microsoft 365 기업용 계약의 원계약 기간을 대략 2~3년으로 보더라도, 계약 체결 시점이 분산되어 있다면 평균 잔여기간은 그 절반 수준으로 보는 것이 합리적이다. 이에 따라 Microsoft 365 RPO를 분기 매출의 약 5배로 추정하였다. 이는 연환산 매출에 평균 잔여계약기간 약 1.25년을 적용한 수준이다.

1CQ26 Microsoft 365 Commercial Cloud 매출 약 205억달러에 5배를 적용하면 Microsoft 365 관련 RPO는 약 1,023억달러로 추정된다.

OpenAI RPO를 제외하지 않은 이유

1CQ26 Commercial RPO 6,250억달러 가운데 OpenAI 관련 비중은 약 45%로 알려져 있다. 그러나 OpenAI의 Azure 사용계약은 Microsoft의 AI 인프라 투자와 직접 연결되는 수요이므로 Intelligent Cloud RPO에서 제외하는 것은 적절하지 않다.

OpenAI 계약의 정확한 기간과 분기별 매출 인식 스케줄은 공개되지 않았지만, Microsoft가 공시한 전체 Commercial RPO의 12개월 내 인식 비중에는 이미 OpenAI 장기계약의 영향이 반영되어 있다. 따라서 별도의 계약기간을 임의로 적용하기보다는 OpenAI RPO를 조정 RPO에 포함하고, 전체 RPO의 공식 매출 인식률을 적용하는 방식이 가장 방어적이다.

Intelligent Cloud 조정 RPO 산출

1CQ26 Commercial RPO 6,250억달러에서 Microsoft 365 Commercial Cloud 관련 RPO 1,023억달러를 차감하면 Intelligent Cloud 관련 조정 RPO는 약 5,227억달러로 산출된다.

Intelligent Cloud 조정 RPO

= Commercial RPO 6,250억달러

– Microsoft 365 Commercial Cloud RPO 1,023억달러

= 5,227억달러

이 조정 RPO에는 OpenAI 계약뿐 아니라 Azure 및 기타 클라우드 서비스, 일부 Dynamics 및 LinkedIn 관련 계약이 남아 있을 수 있다. 따라서 순수 Azure RPO와 완전히 일치하는 것은 아니지만, 전체 Commercial RPO를 그대로 사용하는 것보다는 AI 인프라 수요와의 연계성이 높은 지표이다.

RPO 매출 전환율 적용

Microsoft는 1CQ26 Commercial RPO의 약 25%가 향후 12개월 내 매출로 인식될 예정이라고 밝혔다. 이를 분기 단위의 복리 전환율로 환산하면 약 6.94%이다.

분기 RPO 매출 전환율 = $1 - (1 - 25\%)^{(1/4)}$ = 약 6.94%

따라서 1CQ26부터는 전분기 말 Intelligent Cloud 조정 RPO의 6.94%가 해당 분기 매출로 전환된다고 가정하였다. Microsoft 365 RPO는 별도로 추정한 Microsoft 365 Commercial Cloud 매출과 연동해 분기당 4%씩 증가하도록 하였다. Microsoft 365의 매출 대비 RPO 비율은 동일하게 유지되므로, 해당 사업의 RPO 매출 전환율은 약 20% 수준으로 유지된다.

Calendar Year 기준 허들 산출

분석의 기준은 Calendar Year이다. 1CQ26 Intelligent Cloud 실제 매출 347억달러를 출발점으로 사용하고, 2CQ26부터 조정 RPO의 매출 전환율을 적용하였다.

2027년 감가상각비 증분은 357억달러, CAPEX 증분은 457억달러로 추정하였다. Intelligent Cloud의 EBITDA 마진을 45%로 가정하면, 이를 커버하기 위해 필요한 2027E Intelligent Cloud 매출 증분은 각각 793억달러와 1,016억달러이다.

CY 기준으로 이를 충족하기 위한 조정 RPO 성장률은 다음과 같다.

감가상각비 증분 커버 허들: 약 11.2% QoQ

CAPEX 증분 커버 허들: 약 13.7% QoQ

이는 각각 계약 증가율 기준 약 19.5% QoQ와 22.1% QoQ에 해당한다. 계약 증가율은 매출 인식 후 남은 RPO에 새로 유입되는 계약 증가율이며, 실제 공시에서 확인 가능한 기말 RPO 성장률과는 구분해야 한다.

해석상의 한계

본 추정은 Microsoft가 Azure RPO와 Microsoft 365 Commercial Cloud 매출액을 별도로 공개하지 않는 상황에서 작성한 Rough model이다. Microsoft 365 Commercial Cloud 매출 비중 60%, 분기 매출의 5배를 RPO로 적용한 가정에는 불확실성이 존재한다.

또한 조정 RPO에는 Dynamics 365와 LinkedIn의 일부 계약이 남아 있을 수 있으며, OpenAI 계약은 일반 Azure 계약보다 매출 인식기간이 길 가능성이 있다. 따라서 산출된 5,227억달러를 순수 Azure RPO로 해석하기보다는, Microsoft의 AI 인프라 투자와 연관성이 높은 조정 Commercial RPO로 보는 것이 적절하다.

그럼에도 전체 Commercial RPO를 그대로 Intelligent Cloud 매출에 연결하는 것보다 비인프라 사업의 영향을 일정 부분 제거할 수 있다는 점에서, 감가상각비와 CAPEX 부담 흡수 가능성을 판단하기 위한 실용적인 접근이다.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	90.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15%~ +15% 기대	9.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 7. 1 ~ 2026. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)