

마이크로소프트 (MSFT/US)

시대 정신에 맞는 기업

해외주식. 박제민 / jeminwa@sk.com / 3773-8884

Signal: AI 가성비, 주권 트렌드에 맞는 기업

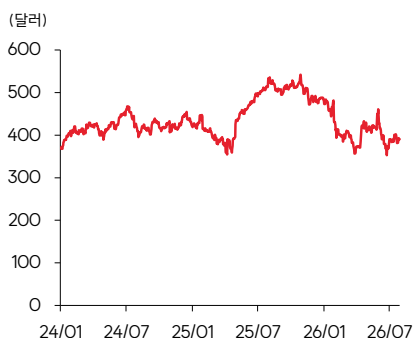
Key: 낮은 Frontier Labs 의존도 강조

Step: 1) Azure 2) Office ASP 상승 3) Copilot Agent 로 수익화

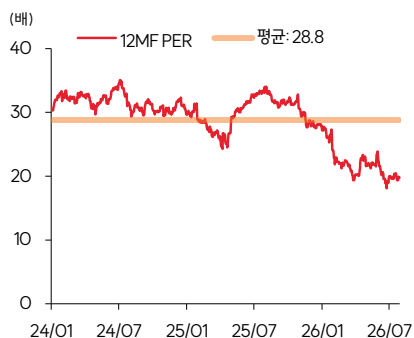
COMPANY DATA

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	6월
시가총액 (십억달러)	2,901
시가총액 (조원)	4,439
현재 주가 (달러)	390.5

주가 추이



PER 추이 및 평균



시대 정신에 맞는 기업

지난 1년여간 Microsoft는 AI 투자에 소극적인 기업으로 평가받았다. OpenAI와의 관계를 정리하는 과정에서 OpenAI의 컴퓨팅 임대 자리는 Oracle, CoreWeave, AWS가 대신 채웠고, 경쟁사 Anthropic이 수십조 단위 파라미터의 Mythos로 시장에 파동을 일으키는 동안 동사는 이 기업에 주주를 받지 못해 무대 바깥에 있었다. 5월 Build 행사에서 공개한 것은 최대 65B 규모의 소형 모델군이었다. 시장의 해석은 냉정했다. AGI를 향한 경주를 포기했고, 성능이 나오지 않으니 고객군을 믿고 효율을 좇는다는 것이었다.

그러나 최근 몇 달 사이 판이 움직였다. Hugging Face 해킹 사태로 단일 모델 의존의 취약성이 드러났고, 오픈 웨이트 모델이 부상했으며, 토큰 최적화(Token-Optimizing)가 산업의 화두가 됐다. AI에서 '성능'보다 '가성비'와 '주권'을 찾는 시대로의 전환이다. 코딩 에이전트 발전의 기로가 완만해지는 지금, 다음 전장은 업무용 에이전트이며 여기서 승자는 Microsoft가 될 수 있다고 판단한다. 동사 전략이 바뀐 것이 아니다. 시대가 동사 쪽으로 이동했다. 이번 4분기 실적은 그 이동이 숫자로 확인된 첫 번째 분기다.

Frontier Labs에 의존하지 않는다

Azure 성장률이 43%, 차분기 성장률이 45% 가이던스로 제시됐다. 지난 분기 대비 성장률이 가속했고 차분기 수요 전망도 밝다. 수주잔고(RPO)도 YoY +10%(\$50B) 수준 증가했다. 인상적인 지점은 Microsoft가 ex-OpenAI 수치를 매우 강조했다라는 지점이다. 수주잔고가 OpenAI 영향을 제외한다면 18%로 늘어나며 이번 분기 주주 순증액이 모두 ex-frontier Labs로 소개했다. AI Labs가 아닌 기업 고객에게 집중하고 있음이 보인다. Build에서 공개된 소규모 효율성 모델들의 효과도 눈에 띈다. Dynamics 365에서는 MAI-Voice-2-Flash로 GPU 비용을 89% 절감했고, PowerPoint에서는 MAI-Image-2.5로 GPU 비용을 최대 84% 절감했다.

다방면의 수익화가 진행 중

업무용 Agent 시대에 Microsoft의 핵심 해자는 넓은 Office 기반이다. 이는 1) 기업 데이터 선점으로 이어져 기업용 모델 훈련 추론을 위한 서버 제공 서비스(Azure, Azure Foundry)의 진입 장벽을 높인다. Fortune 500의 약 90%를 포함한 수만 개 고객이 이미 Foundry, Fabric, Work IQ로 자사 에이전트를 엔터프라이즈 컨텍스트에 그라운드하고 있다. 2) Office 자체를 AI 친화적으로 개선, 판매할 수 있다. 가령 Office E3에서 E5, E7으로 이동이 가능하다. 이번 분기 실적에서 E7이 출시 2개월만에 수백개 기업, 수백만 seat로 확대됐다. 3) Copilot 등 Application Layer의 경쟁력을 길러준다. 365 Copilot seat 수는 1,000만개 순증했다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2023	2024	2025	2026	2027E	2028E
매출액	십억달러	212	245	282	332	386	455
영업이익	십억달러	89	109	129	-	179	211
순이익(지배주주)	십억달러	72	88	102	134	145	169
EPS	달러	9.7	11.9	13.7	18	19	23
PER	배	43	36	31	20	20	17
PBR	배	15	12	9	-	5	4
EV/EBITDA	배	24	23	23	-	12	10
ROE	%	39	37	33	-	27	25

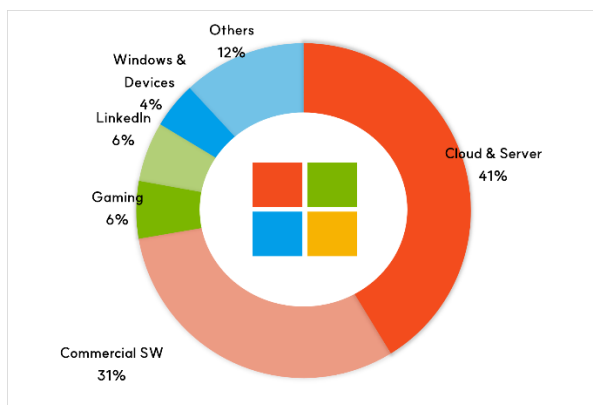
자료: Bloomberg, Consensus(26.07.30)

Microsoft 부문별 매출액 추이

(단위: 백만달러)	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	4Q26A	Diff	1Q27E	2025	2026	2027E
매출액	76,441	77,673	81,273	82,886	87,763	90,007	3%	89,779	281,724	331,839	383,865
Productivity & Business	33,112	33,020	34,116	35,013	37,268	37,847	2%	36,681	120,810	139,996	154,625
Microsoft 365 Consumer	24,318	23,966	24,524	25,593	27,461	27,914	2%	26,908	87,767	101,997	116,740
Intelligent Cloud	29,878	30,897	32,907	34,681	38,171	39,306	3%	40,041	106,265	137,791	177,048
More Personal Computing	13,451	13,756	14,250	13,192	12,167	12,854	6%	13,046	54,649	54,052	51,356
YoY (%)	18%	18%	17%	18%	15%	18%		16%		18%	16%
Productivity & Business	16%	17%	16%	17%	13%	14%		11%		16%	10%
Microsoft 365 Consumer	16%	17%	16%	17%	13%	15%		12%		30%	28%
Intelligent Cloud	26%	28%	29%	30%	28%	32%		30%		-1%	-5%
Azure	39%	40%	39%	40%		43%		45%(G)	34%	23%	
More Personal Computing	9%	4%	-3%	-1%	-10%	-4%		-5%			
영업이익	34,323	37,961	38,275	38,398	39,021	40,603	4%	42,766	128,528	155,237	179,379
OPM (%)	44.90	48.87	47.09	46.33	44.36	45.11		47.43	45.62		46.36
Productivity & Business	18,993	20,407	20,599	20,973	20,397	21,900	7%	20,739	69,773	83,879	85,962
Intelligent Cloud	12,140	13,391	13,873	13,753	15,200	15,955	5%	16,876	44,589	56,972	72,497
More Personal Computing	14,166	14,796	14,682	14,828	14,828	14,386	-3%	14,386	14,166	14,386	14,386

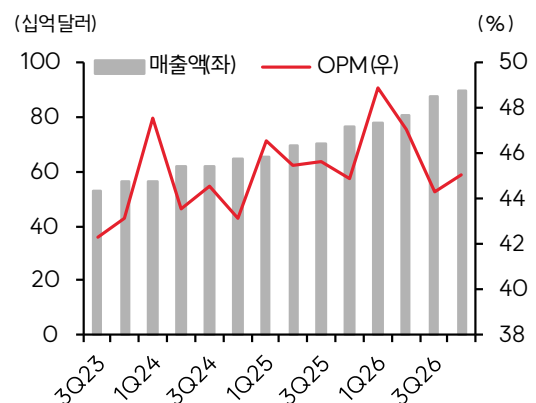
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 실적 발표 이전 컨센서스

FY4Q26 제품별 매출액 비중



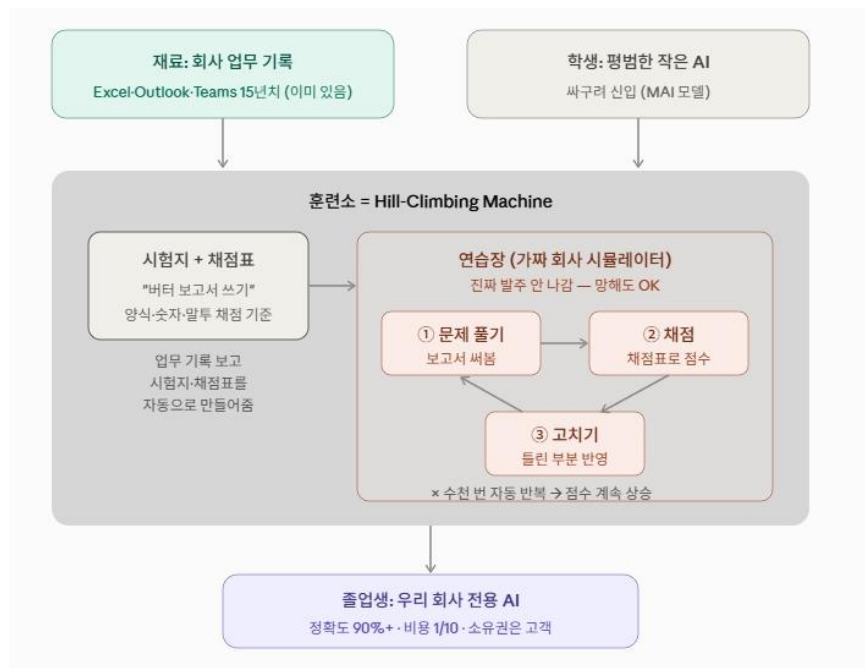
자료: Microsoft, SK 증권

매출액 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Microsoft의 Frontier Tuning 컨셉 설명

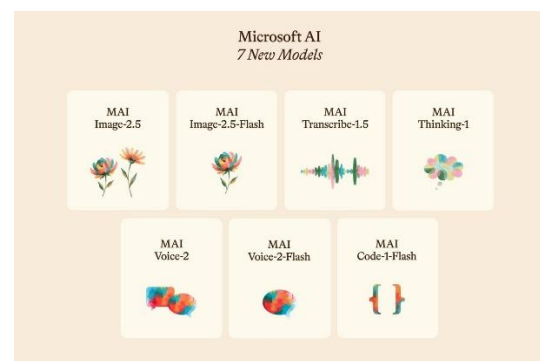


자료: SK 증권

Office 구독제 및 핵심 기능			
SKU	가격 (유저당/월)	핵심 추가 기능	추정 비중
Business/F-SKU 등	\$3~\$20	가장 기본 웹, 모바일	~40%
E1	\$10	가장 기본 웹, 모바일	~3%
E3	\$39	Ent 용 OS, 디바이스 관리	~27%
E5	\$60	보안, 컴플라이언스	~29%
E7	\$99 (5/1 출시)	AI 기능 추가	<1%

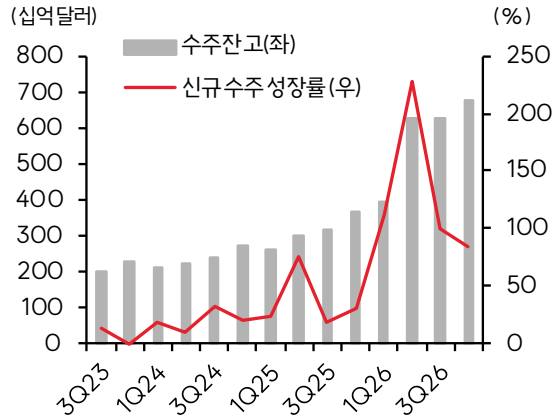
자료: Microsoft, 언론 종합, SK 증권

Copilot



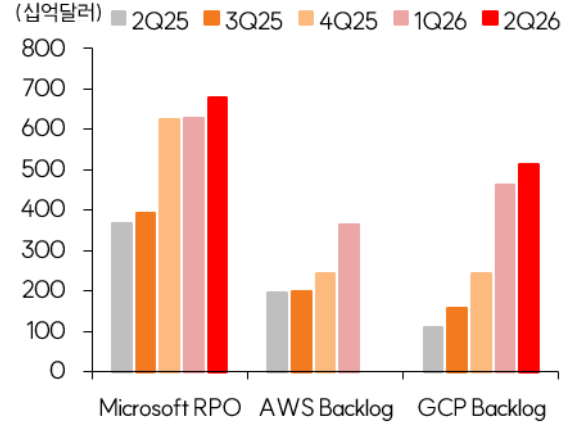
자료: Microsoft, SK 증권

신규수주 (Commercial Bookings), 수주잔고(CRPO) 추이



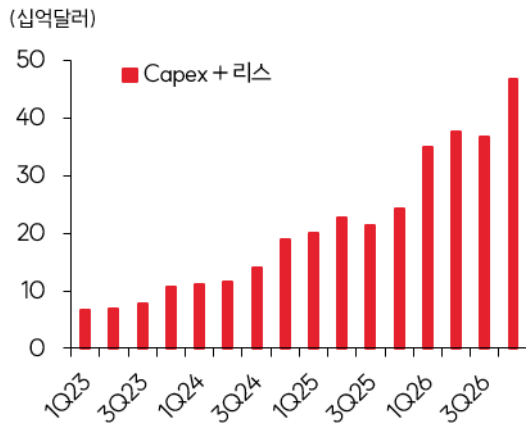
자료: 각 사, SK 증권

CSP 3사 Backlog, RPO 비교



자료: 각 사, SK 증권

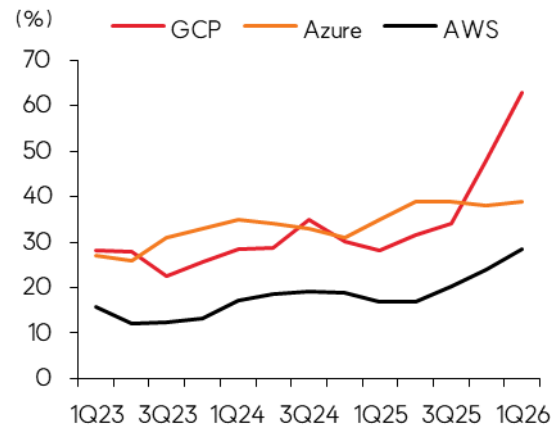
Capex + 리스비용 추이



자료: Microsoft, SK 증권

주: 자산 취득을 위한 현금 지출 + 리스 취득 자산의 연가

CSP 3사 클라우드 부문 매출액 성장률 추이



자료: Microsoft, SK 증권

주: CY 기준

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도