SK 증권

2025-10-29

GLOBAL EQUITY

마이크로소프트 (MSFT/US)

완성되는 기업용 AI 왕국

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

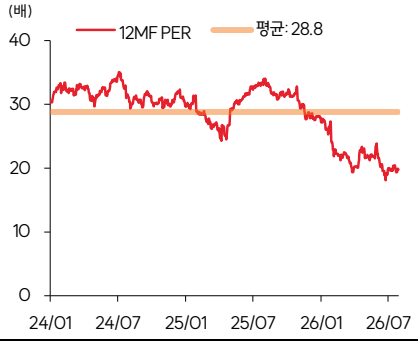
Signal: 시대정신의 수혜 지속
Key: 완성되는 기업용 AI 왕국
Step: 내부 효율화의 효과

COMPANY DATA

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

주가 추이

PER 추이 및 평균



시대정신의 수혜 지속

지난 분기 실적 Review 자료 제목이었던 '시대정신에 맞는 기업' 은 토큰 최적화(Token-Optimizing) 트랜드에 마이크로소프트가 좋은 포지셔닝을 하고 있음을 강조했다. 이번 실적발표에서도 관련 업적이 두드러졌다. Foundry 에서 오픈소스 모델이 창출한 매출은 10 배 증가하였다. MAI-Base-2 의 사전학습을 완료하였으며 다른 오픈 웨이트 모델들보다 학습 연산 효율은 4~12 배 더 높다고 강조했다. Github Fusion 을 정식 출시해 여러 모델을 작업 단위로 조합하여 최대 77% 저렴하게 처리하도록 했다. 실적발표에서 명시적으로 "선도 모델 출시 후 3~6 개월 이내에 그에 필적하는 성능을 훨씬 적은 학습 비용으로 제공하고, 그 비용 이점을 고객에게 전달하는 것"을 기업의 가치로 강조 중이다.

완성되는 기업용 AI 왕국

Microsoft 는 기업 AI 도입에 필요한 층위를 빈틈없이 채워가고 있다. 직원이 쓰는 Copilot 과 E7, 회사의 업무 맥락을 담은 WorkIQ, 데이터를 쌓는 Fabric 과 각종 데이터베이스, 에이전트를 만드는 Foundry 와 MAI 모델, 이를 등록하고 감시하는 Agent 365 와 Perception, 그리고 이 모든 것을 돌리는 자체 칩 Maia 와 Cobalt 까지, 기업이 AI 를 들여와 운영하는 전 과정을 하나의 스택 안에서 해결하도록 설계하고 있다. 고객이 Copilot 하나를 써도 그 아래 여러 층에서 매출이 함께 발생하는 구조로, 동사가 기업 AI 도입의 왕국을 완성해가고 있다는 인상을 준다.

다만 그 성과를 숫자로 검증하기는 오히려 어려워졌다. 매 분기 공개하던 Copilot 유료 seat 수는 이번 분기 처음 빠졌고, 9 월 사업부 재편으로 Azure 와 M365 가 하나의 부문으로 묶이면서 부문별 수익성도 더 이상 볼 수 없게 됐다. OpenAI 관련 매출이 전사의 약 11%에 달하는 상황에서, 지금의 성장이 앱과 플랫폼 수익화에서 나오는지, 아니면 GPU 임대 수요에서 나오는지 외부에서 가려내기 어렵다는 점은 아쉬운 대목이다.

내부 효율화의 효과

내부의 엔지니어링 최적화로 인한 효과가 눈에 띈다. 이번 분기 높은 성장률 및 차분기 높은 가이던스의 첫번 째 이유로 엔지니어링팀의 플랫폼 효율화를 꼽았다. GPU 시스템, 앱, Foundry, Azure 플랫폼 전 계층을 다 손봤고, 이는 시스템 용량 여유로 이어져 더 많은 용량을 Foundry 로 판매할 수 있었다. GB300 가동 시간을 20% 앞당겼으며 자체 모델 활용도 원가를 아꼈다. 해당 개선을 일회성 매출로 보는 것이 아닌 가이던스에도 반영할 정도로 지속 가능한 효율화로 인식 중이다. 차분기 GPU 공급이 일부 내년으로 지연됐다는 언급이 있었음에도 효율화만으로 기존 눈높이를 뛰어넘었다. Astra 효과로 토큰당 매출 상승에 대한 언급도 있었다. 9 월 출시 모델인만큼 4 분기 호실적에 더 큰 기여가 기대된다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2023	2024	2025	2026	2027E	2028E
매출액	십억달러	212	245	282	332	391	467
영업이익	십억달러	89	109	129	155	183	217
순이익(지배주주)	십억달러	72	88	102	134	147	175
EPS	달러	9.7	11.9	13.7	18.0	19.7	23.5
PER	배	54	45	39	32	27	23
PBR	배	19	15	11	9	7	6
EV/EBITDA	배	24	23	23	15	17	13
ROE	%	39	37	33	34	29	27

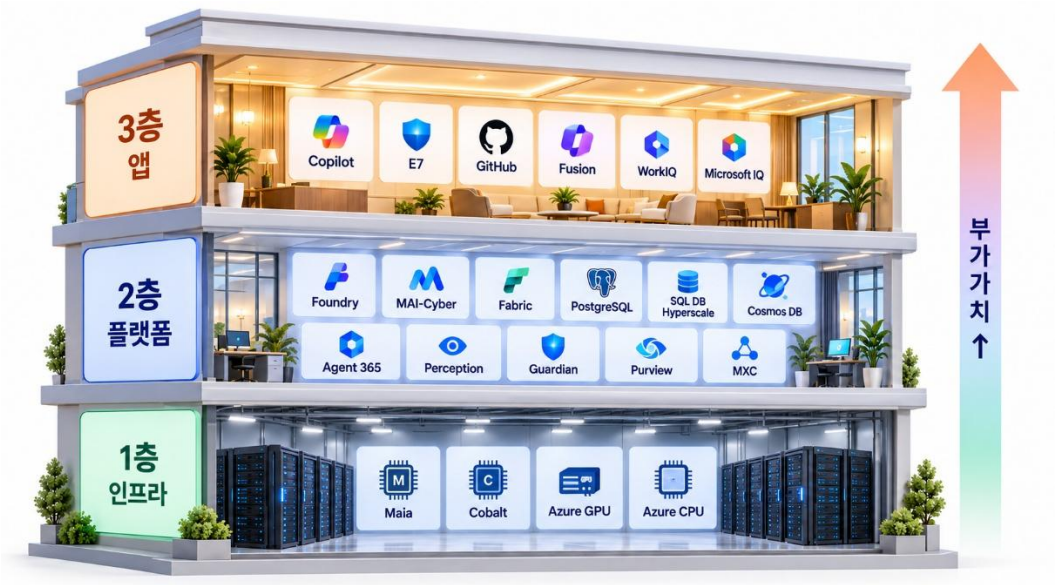
자료: Bloomberg, Consensus(26.10.28)

Microsoft 부문별 매출액 추이

(단위: 백만달러)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27E	1Q27A	Diff	2Q27G	2025	2026	2027E
매출액	**77,673**	**81,273**	**82,886**	**90,007**	**90,625**	**92,279**	**2%**	**96,550**	**281,724**	**331,839**	**390,640**
Agents and Infra	61,672	64,441	67,438	74,576	75,600	76,795	2%	80,400	218,783	268,127	
Azure	22,384	24,129	26,008	29,417	32,200	33,200	3%		72,610	101,938	
Devices and Consumer	16,001	16,832	15,448	15,431	15,000	15,484	3%	16,150	62,941	63,712	
YoY(%)	18%	17%	18%	18%	17%	19%		19%	15%	18%	18%
Agents and Infra	22%	22%	23%	23%	23%	25%		25%		23%	
Azure	**40%**	**39%**	**40%**	**42%**	**44%**	**48%**		**49~50%**		**40%**	
Devices and Consumer	6%	0%	1%	(1%)	(6%)	(3%)		(4%)		1%	
영업이익	37,961	38,275	38,398	40,603	43,916	45,915	5%	45,200	128,528	155,237	182,927
OPM(%)	48.87	47.09	46.33	45.11	48.46	49.76		46.82	45.62	46.78	46.83
Agents and Infra	32,718	33,167	33,748	36,732		40,567			110,814	136,365	
Devices and Consumer	5,243	5,108	4,650	3,871		5,348			17,714	18,872	
OPM: Agents and Infra	53.05	51.47	50.04	49.25		52.83			50.65	50.86	
OPM: Devices and Consumer	32.77	30.35	30.10	25.09		34.54			28.14	29.62	

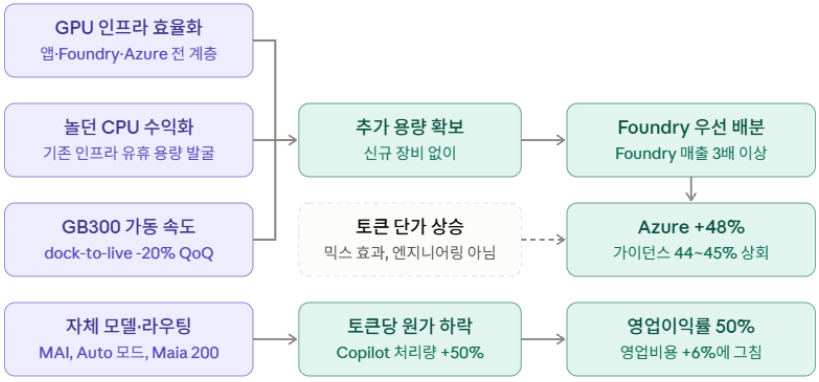
자료: Bloomberg, Microsoft, SK 증권 / 주: 1Q27E 는 실적 발표 이전 컨센서스, 2Q27G

Microsoft 의 기업용 AI 도입 왕국



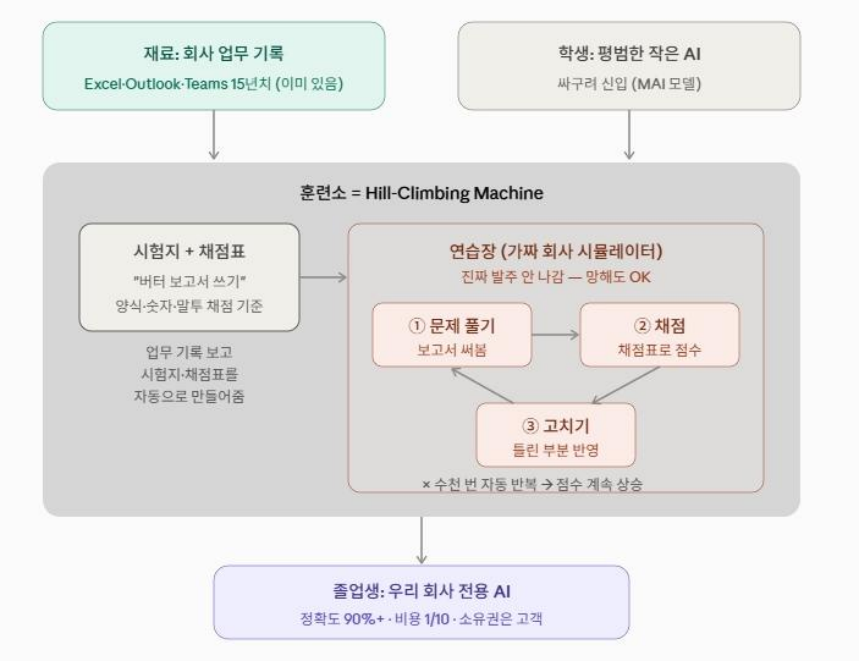
자료: Microsoft, SK 증권

Azure 효율화 컨셉 도식화: 높은 성장률의 가장 크게 기여



자료: SK 증권

Microsoft의 Frontier Tuning 컨셉 설명



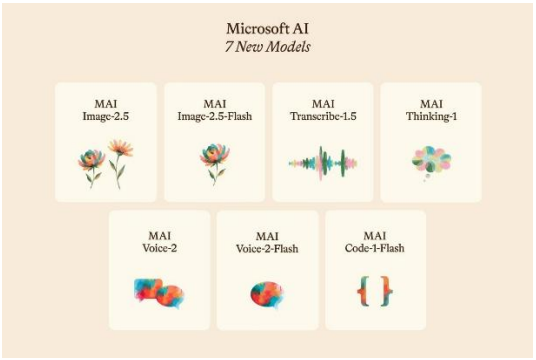
자료: SK 증권

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%**

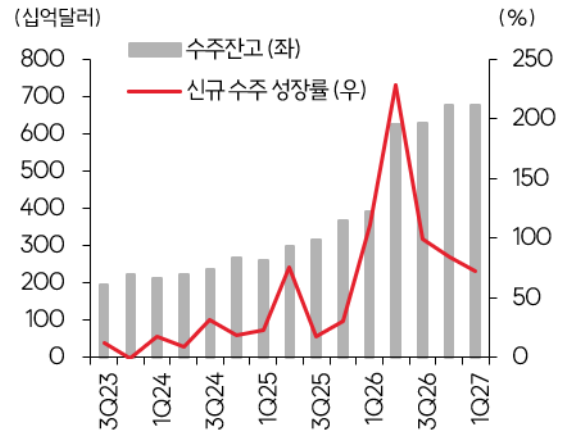
자료: Microsoft, 언론 종합, SK 증권

Build 공개 MAI 모델 7종



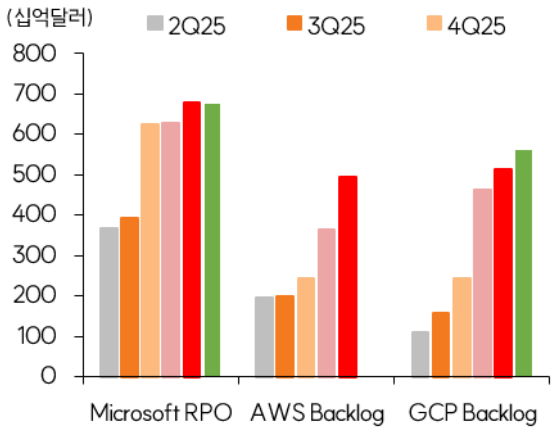
자료: Microsoft, SK 증권

신규수주 (Commercial Bookings), 수주잔고(CRPO) 추이



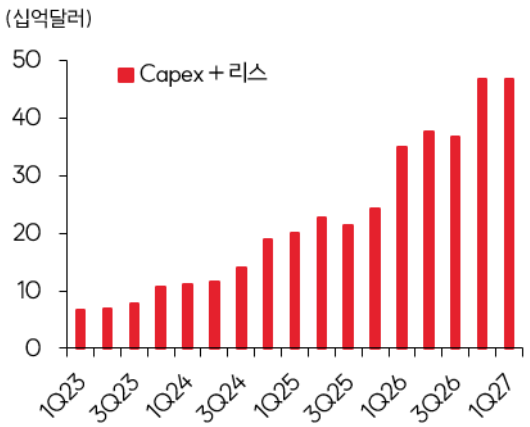
자료: 각 사, SK 증권

CSP 3 사 Backlog, RPO 비교



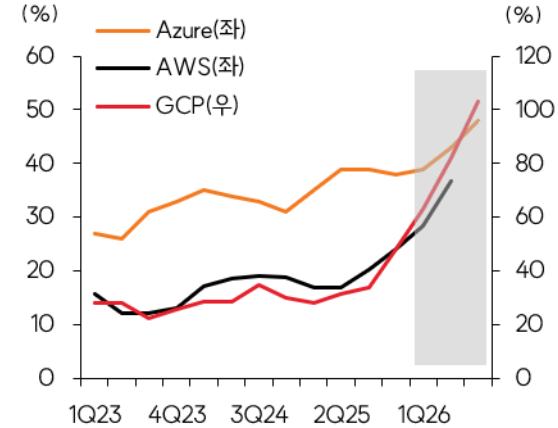
자료: 각 사, SK 증권

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

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