



마이크로소프트 (MSFT.US)

과잉투자 우려는 과도, 성장의 본질인 "AI 수요"는 오히려 증가했다

- 한국 시간 1월 30일 FY2Q25(12월말) 실적 발표. 발표 이후 주가 -6.2%
- 컨센서스 대비 매출액 +1.0%, 영업이익률 +1.5%p, EPS +3.4%
- 시장 기대를 충족시키지 못한 Azure 성장률과 가이드언스가 하락의 주요 원인. 다만 성장률 둔화의 원인은 수요나 경쟁력 둔화가 아니라는 점에 주목

FY2Q25 실적 Review

FY2Q25(12월말) 실적은 매출액 696.3억달러(YoY +12.3%, QoQ +6.2%, 컨센서스 대비 +1.0%), 영업이익률 45.5%(YoY +1.9%p, QoQ -1.1%p, 컨센서스 대비 +1.5%p), 매출총이익률 68.7%(YoY +0.3%p, QoQ -0.7%p, 컨센서스 대비 +0.7%p), GAAP EPS 3.23달러(YoY +10.2%, QoQ -2.1%, 컨센서스 대비 +3.4%)로 컨센서스 모두 상회하는 호실적을 기록했다. 그럼에도 불구하고 주가는 하락했는데 이는 Azure 성장세와 향후 가이드언스에 대한 실망감, 그리고 Deepseek 가 제기한 과도한 인프라 투자 필요성에 대한 의문 속 여전한 CAPEX 투자 확대 기조 때문이었다. 또한 동일하게 컨센서스 하회하는 가이드언스와 CAPEX 투자 확대를 제시했던 메타 대비 생성형 AI의 차세대 개발 분야, 즉 맞춤형 AI 에이전트에 대한 자신감이 부족했던 점도 주가 퍼포먼스의 차별화를 만들어냈다.

Azure 성장률 둔화는 수요 부진 때문이 아니다

사업부별 실적은 1)PBP(Productivity and Business Processes) YoY +13.9%, QoQ +4.0%, 컨센서스 대비 +5.0%. Microsoft 365 Commercial 과 Consumer 이 클라우드 매출 성장에 힘입어 각각 YoY +16%, +8% 증가했고, 특히 M365 Copilot의 채택, 확장 및 사용량이 모두 성장세를 보이면서 ARPU도 함께 증가한 점이 컨센서스 상회에 기여했다. LinkedIn 과 Dynamics의 YoY 성장률도 각각 +9%, +15%로 모든 세부 사업부가 견조한 상승세를 보였다. 2)IC(Intelligent Cloud) YoY +18.7%, QoQ +6.0%, 컨센서스 대비 -1.4%. Azure의 Non-AI 부문, 온프레미스 서버, 엔터프라이즈 및 파트너 서비스가 부진하면서 컨센서스를 하회하는 모습이였다. 다만 이는 세일즈 조정의 영향으로 AI와 Non-AI의 균형 있는 성장을 위한 사업부 전략 수정에 따른 결과였으며, 실제로 AI 부문의 성장세는 견조했다는 점에 주목할 필요가 있다. (2p 계속)

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.01.31): \$415.06

목표주가 컨센서스: \$506.97

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
93%	7%

Stock Data

산업분류	소프트웨어
S&P 500 (01/31)	6,040.53
현재주가/목표주가	415.06 / 502.64
52주 최고/최저 (\$)	468.35 / 385.58
시가총액 (백만\$)	3,085,549
유통주식 수 (백만)	7,428
일평균거래량 (3M)	22,560,696

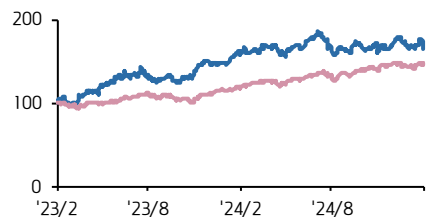
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	211,915	245,122	277,547	315,761
영업이익	89,694	109,433	123,930	141,259
OPM(%)	42.3	44.6	44.7	44.7
순이익	72,361	88,136	98,987	112,915
EPS	9.68	11.80	13.22	15.16
증가율(%)	0.3	21.9	12.0	14.7
PER(배)	34.8	37.8	31.4	27.4
PBR(배)	12.3	12.4	9.0	7.2
ROE(%)	38.8	37.1	31.5	29.2
배당수익률(%)	0.7	0.7	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-1.5	-1.5	-0.8	4.4
S&P Index	2.7	2.7	9.4	24.7

('23.2.1=100) — 마이크로소프트 — S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2025-01-31 블룸버그 기준, GAAP 기준

여전한 공급 제약 환경 속에서도 Azure 및 기타 클라우드 서비스 매출이 YoY +31%(가이던스 31~32% 하단 수준) 증가한 가운데 AI 서비스 기여도는 13%p 로 예상치(12%p)를 상회했고, 연환산 AI 관련 매출액도 130 억달러로 YoY +175% 증가할 것으로 전망한 점은 긍정적이었다. 3)MPC(More Personal Computing) YoY +0.1%, QoQ +11.2%, 컨센서스 대비 +1.6%. Window OEM 및 디바이스 매출이 Windows 10 지원 종료에 따른 재고 증가와 관세 불확실성 영향으로 YoY +4%로 상승했으며, Search and news 광고 매출도 가격 상승과 볼륨 성장에 힘입어 YoY +21% 성장했다. 반면 게이밍은 Xbox 콘텐츠와 서비스 매출 상승(YoY +2%)이 계절성 영향으로 Xbox 하드웨어 판매 부진(YoY -29%)으로 상쇄되면서 -7% 감소했다.

장기적인 미래 성장 궤도는 유효하다

FY3Q25(3 월말) 사업부별 매출액 가이던스는 PBP YoY +8~10%, IC YoY +17~18%, MPC YoY -2~+2%로 대체로 컨센서스를 부합 및 하회하며 보수적으로 책정되었다. 특히 세일즈 조정과 수급 불균형 영향으로 FY3Q25 Azure 성장률을 +31~32%로 제시했는데 이는 시장 기대감(31.5%)을 충족하지 못하는 수치였다. 한편 동사는 FY3Q25 와 FY4Q25 CAPEX 투자 모두 FY2Q25 와 비슷한 수준으로 진행될 예정이며, 이는 고객 백로그를 포함한 AI 에 대한 강한 수요 증가를 반영한 것으로 추정된다. FY26 부터는 CAPEX 투자가 FY25 대비 둔화될 것이며, 장기 인프라 투자보다는 매출 성장과 상관관계가 더 높은 단기 자산으로 지출 믹스를 개선할 것이라 밝혔다.

보수적인 FY3Q25 가이던스와 여전한 CAPEX 투자 확대 기조를 감안, 단기적으로는 시장의 불안이 여전히 수치로 증명되지 못한 점이 주가에 하방 압력으로 작용할 수 있겠으나, 기존의 CAPEX 투자를 통한 전방위적인 AI 생태계 구축 및 이를 기반으로 한 AI 우위와 FY26 CAPEX 투자 감소가 향후 강한 생성형 AI 성과와 현금흐름 성장으로 이어질 수 있다면 장기적인 성장 모멘텀은 여전히 매력적이라 판단된다. 실제로 연환산 AI 관련 매출액도 130 억달러(기존 가이던스 100 억달러) 돌파했고, OpenAI 와의 협업으로 Commercial Booking 은 YoY +67% 증가했으며 Commercial RPO 는 2,980 억달러로 YoY +34% 증가하며 향후 12 개월 동안 약 40%가 매출로 인식될 전망이다. 따라서 Azure 의 매출 성장 부진은 수요의 둔화가 아닌 공급 대비 너무 가파른 증가가 본질이라는 점에 주목할 필요가 있다고 생각된다.

타 빅테크 대비 프리미엄을 받지 못하는 요인은?

구체적으로 시장이 부정적으로 인식하는 우려 요인은 크게 세가지가 있는데 1)CAPEX 투자 증가 및 비용 확대에 따른 매출총이익률 압박, 2)Azure 와 M365 Copilot 의 약한 성장에 따른 CAPEX 투자 당위성 부족 및 AI 수익화 우려, 3)DeepSeek 출현이 만들어낸 AI 생태계의 변화 속 선두적인 위치를 유지할 수 있을지에 대한 우려로 나눌 수 있다. 다만 이들 모두 일시적인 우려일 뿐 중장기적인 동사의 사업 전략을 살펴보면, 현재의 비관적 프레임은 과도하다고 생각된다.

우선 동사는 데이터센터, 네트워크, 랙 및 반도체칩, 플랫폼과 어플리케이션까지 모두 통합한 AI 기술 업체로 전방위적으로 클라우드 워크로드 구동하는 데 높은 효율성을 가지고 있다는 점에서 경쟁 우위를 보유하고 있으며, 중장기적인 관점에서 AI 보급이 확대될수록 그 손해가 더욱 클 수 있다. 다만 주가가 타 빅테크 대비 부진한 이유는 단기적인 실적에는 보수적인 스탠스를 보이며 전방위적인 기술 스택 구축을 위해 시행했던 CAPEX 확대 기조와 반대로 매출 성장의 가속화를 실제로 증명해주지 못하고 있기 때문이라고 판단된다. 다만 동사의 이러한 CAPEX 투자 확대 전략은 단기적으로는 현금흐름 축소 및 과잉 투자 우려와 같이センチ먼트 위축으로 이어질 수 있으나, 현재 백로그 증가세와 용량 구축 완료시 AI 가동 확대로 매출 기여도의 가파른 증가를 감안했을 때, 하반기부터 실적에 반영되며 우려는 점진적으로 해소될 수 있을 것이라 전망된다. 이러한 AI 추론 최적화에 집중된 투자가 고객에게 보다 효율적인 AI 추론 도구와 플랫폼을 제공하는 것으로 연결될 경우, 클라우드 인프라 시장에서의 경쟁적 우위를 점하는 데 기여할 수 있으며 동사는 이러한 사업 전략을 장기로 가져가고자 하는 것으로 보인다. 실제로 AI 서버와 GPU 에 대한 지출을 늘리는 원인이 백로그 수준이 높기 때문이며 여전히 수요가 공급 대비 높다고 언급한 점, 그리고 FY26 부터 25 년대비 CAPEX 증가세가 감소한다는 점이 이를 뒷받침 한다고 생각된다. 또한 시장에서 우려하는 마진 압박의 경우, AI 투자 확대에도 오히려 FY3Q25 영업이익률과 가이던스는 전년대비 소폭 개선으로 상향 조정되었고 FY2Q25 영업이익률과 매출총이익률은 각각 34.5%, 46.9% 기록하는 등 컨센서스 상회하는 모습이었다.

동사는 금번 컨퍼런스콜에서 DeepSeek 의 R1 을 Azure AI Foundry 와 GitHub 에 통합했다고 이미 발표했고, 낮은 AI 입력 비용과 알고리즘의 효율성 확대, 그리고 생성형 AI 솔루션의 활용도 증가는 향후 동사에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 더 높은 AI 효율성은 자본지출의 감소를 의미하며, 이는 FY26 FCF 회복과 수익성 증가에 더욱 기여할 수 있을 것이다. 실제로 이번 연말에 미국에서 판매된 프리미엄 노트북의 15%가 Copilot+ PC 였으며, 동사는 향후 몇 년 동안 판매될 PC 의 대부분이 Copilot+ PC 가 될 것으로 예상된다고 밝혔다. 이러한 상황 속 DeepSeek 와의 협력은 오히려 동사의 경쟁력 강화에 긍정적으로 작용할 수 있을 것이다.

마이크로소프트 FY25 2Q ('24.10.01~12.31)

구분	FY25 2Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 1Q	성장률	FY24 4Q
매출액	69,632	68,915	1.0%	62,020	12.3%	65,585	6.2%
매출총이익률(%)	68.7	68.0	0.7%p	68.4	0.3%p	69.4	-0.7%p
영업이익	31,653	30,321	4.4%	27,032	17.1%	30,552	3.6%
영업이익률(%)	45.5	44.0	1.5%p	43.6	1.9%p	46.6	-1.1%p
순이익	24,108	23,520	2.5%	21,870	10.2%	24,667	-2.3%
EPS(USD)	3.23	3.12	3.4%	2.93	10.2%	3.30	-2.1%

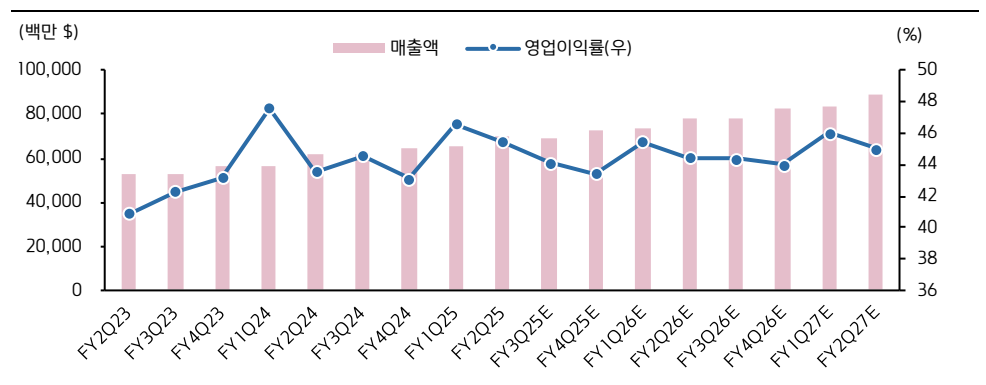
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-01-31 블룸버그 기준, GAAP 기준

마이크로소프트 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	(백만 USD)	FY25Q3	YoY 성장률	FY25Q4	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26
매출액	68,839	11.3%	72,836	12.5%	277,547	13.2%	315,761	13.8%
매출총이익률(%)	68.5	0.0%p	68.4	0.05%p	68.7	0.0%p	68.3	0.0%p
영업이익	30,391	10.2%	31,650	13.3%	124,144	13.4%	141,583	14.0%
영업이익률(%)	44.1	-0.4%p	43.5	0.3%p	44.7	0.1%p	44.8	0.1%p
순이익	24,198	10.3%	25,131	14.0%	98,987	12.3%	112,915	14.1%
EPS(USD)	3.25	10.4%	3.37	14.3%	13.22	12.0%	15.16	14.7%

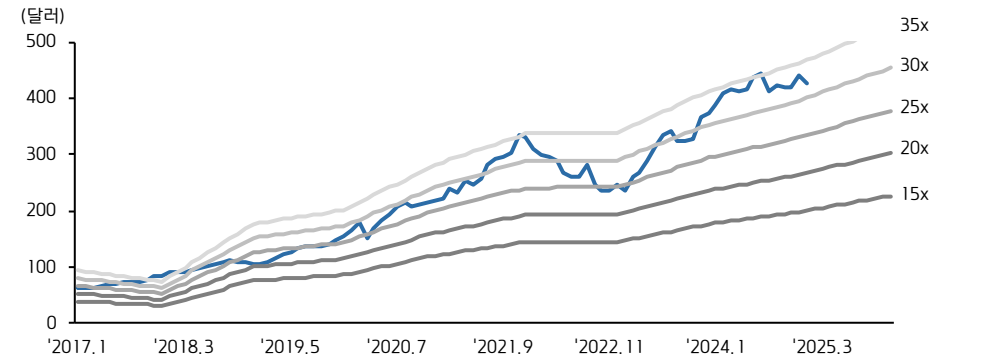
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-01-31 블룸버그 기준, GAAP 기준

마이크로소프트 분기 실적 추이



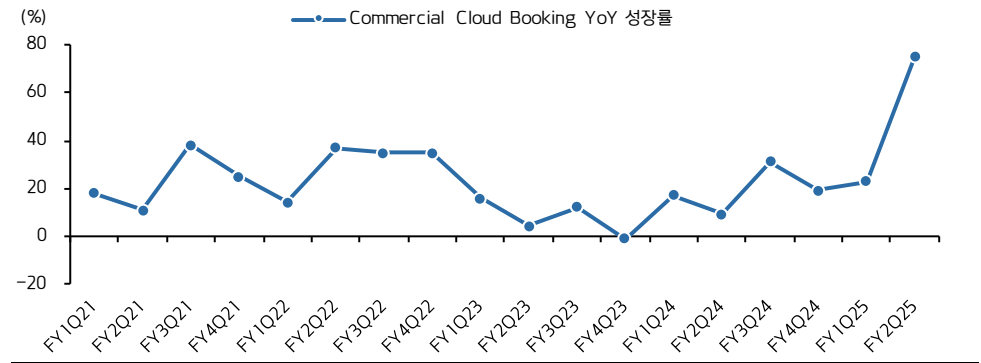
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-01-31 블룸버그 기준, GAAP 기준

마이크로소프트 12M FWD PER 밴드



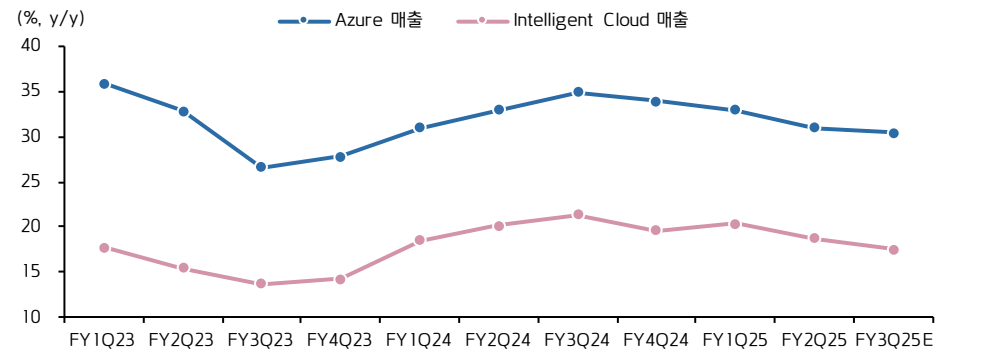
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2025-01-31 블룸버그 기준

분기별 Commercial Cloud Booking YoY 성장률 추이



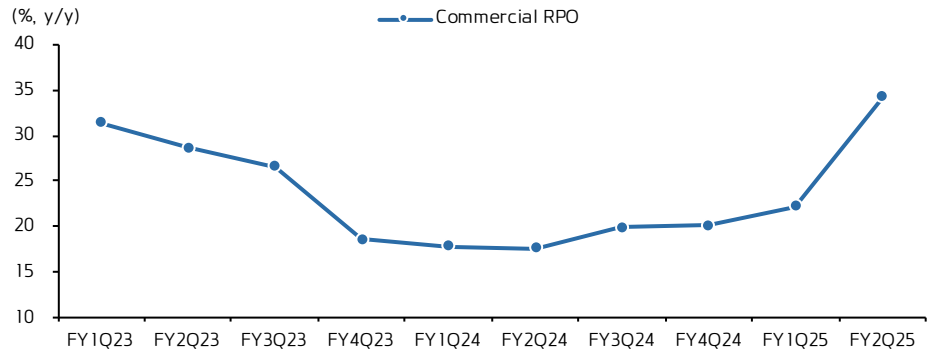
자료: MSFT, 키움증권 리서치

부문별 Cloud 매출 YoY 성장률 추이



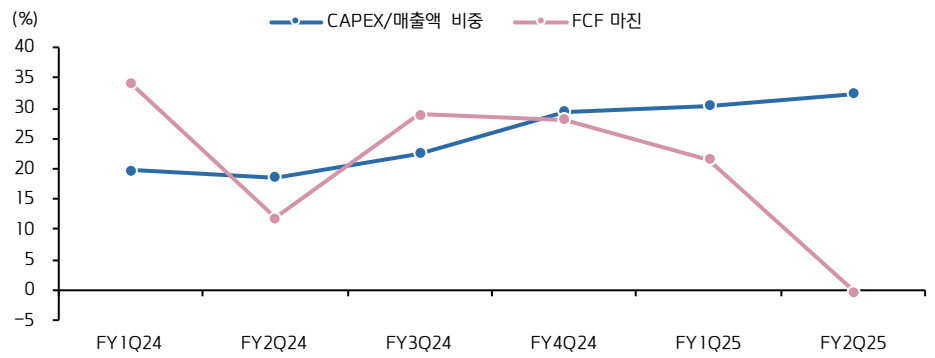
자료: MSFT, 키움증권 리서치

Commercial RPO YoY 성장률 추이



자료: MSFT, 키움증권 리서치

CAPEX 투자 확대에 따른 FCF 훼손



자료: MSFT, 키움증권 리서치

마이크로소프트 상세 실적표

(백만 달러)	FY2Q24	FY1Q25	FY2Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	62,020	65,585	69,632	12.3	6.2
Product	18,941	15,272	16,219	-14.4	6.2
Service	43,079	50,313	53,413	24.0	6.2
매출원가	19,623	20,099	21,799	11.1	8.5
Product	5,964	3,294	3,856	-35.3	17.1
Service	13,659	16,805	17,943	31.4	6.8
매출총이익	42,397	45,486	47,833	12.8	5.2
영업비용	15,365	14,934	16,180	5.3	8.3
마케팅	6,246	5,717	6,440	3.1	12.6
R&D	7,142	7,544	7,917	10.9	4.9
판관비	1,977	1,673	1,823	-7.8	9.0
영업이익	27,032	30,552	31,653	17.1	3.6
영업외 수익	-506	-283	-2,288	352.2	708.5
세전이익	26,526	30,269	29,365	10.7	-3.0
법인세비용	4,656	5,602	5,257	12.9	-6.2
순이익	21,870	24,667	24,108	10.2	-2.3
회석 EPS(달러/주)	2.93	3.30	3.23	10.2	-2.1
회석 가중평균주수(백만주)	7,468	7,470	7,468	0.0	0.0
[영업 데이터]					
사업부별 매출	62,020	65,585	69,632	12.3	6.2
Productivity, Business Process(PBP)	25,854	28,317	29,437	13.9	4.0
Intelligent Cloud(IC)	21,525	24,092	25,544	18.7	6.0
More Personal Computing(MPC)	14,641	13,176	14,651	0.1	11.2
사업부별 영업이익	27,032	30,552	31,653	17.1	3.6
Productivity, Business Process(PBP)	14,515	16,516	16,885	16.3	2.2
Intelligent Cloud(IC)	9,555	10,503	10,851	13.6	3.3
More Personal Computing(MPC)	2,962	3,533	3,917	32.2	10.9

자료: 마이크로소프트, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- “마이크로소프트” 종목은 1월 20일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.