

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

매수

목표주가 \$520.00

BUY COMPANY UPDATE

Financial Summary			
Changes	Previous	Current	
Rating	—	Buy	
Target Price	\$640.00	\$520.00	
FY26E EPS	—	\$15.81	
FY27E EPS	—	\$18.07	
FY26E Revenue	—	\$327.66B	
FY27E Revenue	—	\$380.25B	
Price (01/23/26):		\$465.95	
52-Week Range:		\$555 - \$345	
Market Cap.(mm):		3,448,962	
Shr.O/S-Diluted (mm):		7,402.0	
Enterprise Val. (mm):		\$3,715,838.0	
Avg Daily Vol (3 Mo):		24,564,944	
Dividend / Yield:		\$3.64 / 0.8%	
FYE		Jun	
EPS	2025A	2026E	2027E
Q1	\$3.30A	\$3.72A	\$4.39
Q2	\$3.23A	\$3.99	\$4.42
Q3	\$3.46A	\$3.94	\$4.43
Q4	\$3.65A	\$4.17	\$4.83
	\$13.64A	\$15.81	\$18.07
P/E	34.2x	29.5x	25.8x
Revenue	2025A	2026E	2027E
Q1	\$65.58BA	\$77.67BA	\$89.44B
Q2	\$69.63BA	\$80.43B	\$92.66B
Q3	\$70.07BA	\$81.31B	\$94.92B
Q4	\$76.44BA	\$88.24B	\$103.23B
	\$281.72B	\$327.66B	\$380.25B
EV/Rev	13.2x	11.3x	9.8x
	2025A	2026E	2027E
FCF	\$64.70B	\$70.69B	\$81.49B
EV/FCF	57.4x	52.6x	45.6x

EPS & Rev are fiscal yrs; FCF is calendar yr

Price Performance



Azure 기대 충족하겠지만 영업마진은 제한적, 목표주가 하향

기업개요

마이크로소프트(Microsoft, MSFT)는 다양한 컴퓨팅 환경에서 사용되는 소프트웨어와 서비스를 제공하는 글로벌 기술 기업이다. 회사는 생산성 및 비즈니스 프로세스(Productivity & Business Processes), 인텔리전트 클라우드(Intelligent Cloud), 개인용 컴퓨팅(More Personal Computing)의 세 가지 사업부를 중심으로, 전 세계 기업 고객과 개인 이용자에게 광범위한 제품군을 제공하고 있다.

Summary

우호적인 경제 상황, 지속적인 오픈 AI 사용량 증가, 그리고 Azure 수요가 공급을 계속 상회한다는 경영진의 코멘트를 고려할 때, FY26 2 분기(2025년 10~12월) Azure 매출은 가이던스를 약 200bp 상회(+39% YoY, 환율 영향 제외 기준)할 전망이다. 이는 바이사이드 기대치에 부합할 것으로 예상된다. FY26 3 분기(2026년 1~3월) Azure 매출은 최근 대규모 데이터센터 설비 확장을 감안하면 전년 동기 대비 더욱 높아진 기저에 직면하겠지만, FY26 3 분기와 유사한 전분기 대비 성장을 달성할 전망이다. 이에 따라 매출 성장 가이던스는 전년 동기 대비 약 38%로 제시될 수 있다(100~200bp의 보수성 가정). 경영진이 비용을 적극적으로 관리하고 있음에도 불구하고, 매출총이익률 하락과 고액의 AI 전문가(급여/컴퓨팅)에 대한 영업비용 증가를 감안할 때, 영업이익률은 FY26 내내 하락하며, 2 분기 영업이익률은 최근 추세 대비(100bps 미만) 상승폭이 제한적일 것으로 전망한다. 결론적으로 향후 몇 분기 동안 주가가 리레이팅되려면 Azure 성장이 설비투자 성장률을 의미 있게 앞지르는 시점에 도달해야 한다고 본다(희망컨대 FY27까지).

Key Points

Azure: 투자자들은 Azure가 가이던스를 약 200bp 상회할 것으로 보고 있다(vs. 가이던스 약 37% YoY, 환율 영향 제외 기준). 이는 1 분기의 200bp와 매우 유사한 수준으로, 공급 제약과 더불어 마이크로소프트의 자체 퍼스트파티 AI 솔루션 및 내부 AI 리서치 지원 필요성이 추가 상승폭을 제한할 가능성이 높다. 하지만, 이러한 200bps의 상회폭은 매우 달성 가능하다고 판단한다. 당사의 조사 결과, 마이크로소프트의 견조한 연발 실적을 확인할 수 있었으며, 이는 Ignite 이후 상당한 모멘텀과 핵심 Azure 사업의 지속적인 성장을 포함한다. 이러한 요소들이 데이터센터 공급 제약을 상쇄하고도 남을 것으로 예상된다.

(다음페이지에 계속)

STIFEL

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매입자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본건 보고서에서 언급된 어떠한 증권, 주식 또는 채권에 대한 청약을 하는 것으로 볼 수 없습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

향후 3 분기 가이드언스에 대한 투자자들의 예상을 평가할 때, 작년 3 분기의 전분기 대비 성장을 살펴보고 유사한 추세선을 2 분기 Azure 분기별 증가분에 적용하는 것이 가장 좋은 방법이라고 생각한다(100~200bp 상승 가정). 이를 통해 최종적으로 연간 성장률을 산출할 수 있다.

이러한 배경을 바탕으로, Azure 계산에 따르면 FY25 3 분기에는 FY25 2 분기 대비 Azure 매출의 절대 달러 증가액이 3 억 8 천만 달러 더 높았다.

3 분기는 전년 동기 대비 더욱 높아진 기저에 직면하겠지만(환율 영향 제외 기준 YoY 성장률은 전분기 대비 400bps 가속화), 마이크로소프트가 2 분기에 추가 데이터센터 설비를 가동해 일부 부정적인 영향을 완화하는 데 도움을 줄 전망이다. 이에 따라 마이크로소프트는 FY25 3 분기와 유사한 수준의 전분기 대비 추가 성장률을 기록할 수 있을 것으로 본다. 이는 FY26 3 분기 Azure 성장률 약 40%에 해당하지만, 일반적인 보수성을 감안할 때 가이드언스는 약 38% 범위에 있을 것으로 예상된다.

마진: 당사는 단기 영업이익률 하락 가능성이 간과되고 있는 영역이라고 판단한다. 참고로 경영진은 FY25 4 분기에 FY26 마진 가이드언스를 비교적 Flat 로 제시했다. 고액의 AI 인력(급여/컴퓨팅)에 대한 영업비용 증가를 감안할 때, 영업이익률은 FY26 내내 하락해 연말에는 약 43%에 도달할 것으로 예상하며, 이는 1 분기 49% 수준보다 훨씬 낮은 수준이다.

설비투자: AI 데이터센터 지출은 향후 분기 동안 높은 수준을 유지할 것으로 보이며, 기존 CPU 장비의 지속적인 업그레이드 필요성으로 인해 총 설비투자(현금 + 리스) 증가율은 CY26 전체는 아니더라도 대부분 기간 동안 50% 이상을 유지할 것으로 예상된다(현재 약 65%로 모델링). 그럼에도 불구하고, 주가가 리레이팅되려면 Azure 성장이 설비투자 성장률을 지속적으로 상회해야 하지만, 이는 향후 몇 분기 안에 일어나기 어렵다.

Dec-25E Azure revenue	24,871
Y/Y-CC growth (assumes 200bps of FX tailwinds)	38.5%
Y/Y growth ¹	40.5%
Implied Dec-25E Q/Q Adds ¹	1,633
Incremental increase in 3Q25 Q/Q adds vs. 2Q25	380
Implied Mar-26E Q/Q Adds	2,013
Mar-26E Azure revenue ³	26,884
Y/Y growth ⁴	40.0%

Source: Stifel charts and estimates

¹Assumes ~150bps of upside vs. guidance.

²Based on similar sequential growth trends in FY24 and FY25

³Based on Dec-25E Azure revenue + Implied Mar-26E Q/Q adds

⁴Growth is back-solved

		Incremental increase in 3Q Sequential adds vs. 2Q				
		300	325	350	375	380
Dec-25E Y/Y Azure Growth ²	38.0%	38.6%	38.8%	38.9%	39.0%	39.0%
	38.5%	39.5%	39.7%	39.8%	39.9%	40.0%
	39.0%	40.5%	40.6%	40.7%	40.9%	40.9%

Source: Stifel charts and estimates

¹Based on similar incremental sequential growth trends in FY25

²Assumes upside

Microsoft Income Statement (\$ in Millions, except EPS)																	
						FY25	5-EP-25	Dec-24E	Mar-26E	Jun-26E	FY26E	5-EP-26E	Dec-24E	Mar-27E	Jun-27E	5-EP-27E	Dec-27E
Revenue	Productivity & Business Process	120,810	33,020	33,579	33,363	36,570	136,532	35,945	36,552	40,176	149,131	35,975	36,552	40,176	149,131	35,975	40,241
	Intelligent Cloud	106,965	30,897	32,478	33,860	37,538	134,773	39,114	40,943	43,263	148,122	39,114	40,943	43,263	148,122	39,114	41,616
	Core Personal Computing	54,549	13,756	14,376	14,090	14,136	56,358	14,360	14,090	14,360	59,480	14,360	14,090	14,360	59,480	14,360	15,179
		281,724	77,673	80,433	81,313	88,244	327,663	89,439	92,664	94,923	360,253	106,371	106,371	106,371	360,253	106,371	110,339
	Total Revenue																
Cost of Revenues		87,331	24,043	25,460	27,846	30,368	108,717	31,570	33,573	37,931	138,320	31,570	33,573	37,931	138,320	31,570	42,033
Gross Profit		193,893	53,630	54,973	53,467	57,877	218,946	57,869	59,091	65,296	241,733	57,869	59,091	65,296	241,733	57,869	68,306
Operating Expenses																	
Research and Development		32,488	8,146	8,687	8,944	9,707	35,484	9,659	9,822	10,639	40,287	9,659	9,822	10,639	40,287	9,659	11,066
Sales and Marketing		25,554	5,717	6,837	6,505	7,942	27,001	6,261	6,505	7,119	28,388	6,261	6,505	7,119	28,388	6,261	8,165
General and Administrative		7,723	1,856	1,850	1,870	2,030	7,556	1,789	1,850	2,065	7,605	1,789	1,850	2,065	7,605	1,789	2,127
Total Operating Expenses		65,765	15,669	17,373	17,320	19,678	70,041	17,709	18,625	21,622	76,280	17,709	18,625	21,622	76,280	17,709	21,957
Non-GAAP Operating Income		128,228	37,961	36,599	36,147	38,198	148,905	40,160	40,465	44,135	165,152	40,160	40,465	44,135	165,152	40,160	46,349
Legal / Charges / Adj's		(4,901)	(3,660)	100	100	100	(3,360)	100	100	100	400	100	100	100	400	100	100
Investment Income (loss)																	
Income before Taxes		123,027	34,301	36,699	36,247	38,298	145,545	40,260	40,565	44,235	165,652	40,260	40,565	44,235	165,652	40,260	46,449
Provision for Income Taxes		21,995	6,554	6,973	6,887	7,277	27,690	7,649	7,712	8,405	31,474	7,649	7,712	8,405	31,474	7,649	8,825
Net Income		101,332	27,747	29,726	29,360	31,021	117,855	32,611	32,853	35,830	134,178	32,611	32,853	35,830	134,178	32,611	37,623
Non-GAAP EPS		\$13.64	\$3.72	\$3.99	\$3.94	\$4.17	\$15.81	\$4.39	\$4.42	\$4.83	\$16.07	\$4.39	\$4.42	\$4.83	\$16.07	\$4.39	\$5.09
Total Shares Outstanding		7,465	7,466	7,456	7,451	7,446	7,455	7,416	7,421	7,416	7,423	7,416	7,421	7,416	7,423	7,416	7,396
Revenue (Non-GAAP)			77,673														
Operating Income (Non-GAAP)			37,961														
Net Income (Non-GAAP)			30,833														
EPS (Non-GAAP)			4.13	3.99	3.94	4.17		4.39	4.42	4.83		4.39	4.42	4.83		5.00	5.09
CY																	
Revenue		CY25E	304,612.8														
FCF			64,696.7														
EPS			\$14.81														

Margin Analysis												
Mix	42.9%	42.5%	41.7%	41.0%	41.4%	41.7%	40.2%	39.4%	38.6%	38.9%	39.3%	37.2%
Productivity 6 Business Process Mix	37.7%	39.8%	40.4%	41.6%	42.3%	41.1%	43.7%	44.2%	45.6%	46.6%	46.1%	48.5%
Intelligent Cloud Mix	19.4%	17.7%	17.9%	17.3%	16.0%	17.2%	16.1%	16.4%	14.3%	14.3%	15.6%	14.3%
More Personal Computing Mix	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Corporate and Other Mix	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Total Revenue Mix												
Cost of revenue as % of total revenue	31.2%	31.0%	32.5%	34.2%	34.4%	33.2%	35.3%	36.2%	37.3%	36.7%	36.4%	37.6%
Gross Margin	68.8%	69.0%	67.1%	65.8%	65.6%	66.8%	64.7%	63.8%	62.7%	63.3%	63.6%	61.9%
Research and Development as % of total revenue	11.5%	10.5%	10.8%	11.0%	11.0%	10.8%	10.8%	10.6%	10.5%	10.3%	10.5%	10.5%
Sales and Marketing as % of total revenue	9.1%	7.4%	8.5%	8.0%	8.0%	8.2%	7.0%	7.5%	7.5%	8.0%	7.5%	7.4%
General and Administrative as % of total revenue	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Operating Margin	45.6%	48.9%	45.5%	44.5%	43.3%	45.4%	44.5%	43.7%	42.7%	42.8%	42.5%	40.9%
Income Tax Rate	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
Net Margin	36.1%	35.7%	37.6%	36.1%	35.2%	36.0%	36.3%	35.3%	34.6%	34.7%	35.3%	34.6%

Source: Company reports and Stifel estimates

투자 의견 제시 근거

MSFT는 현재 기업 전략의 중심을 Azure와 Office 365로 재편하고 있다. 두 사업은 향후 수년에 걸쳐 지속 성장할 구조적 성장 축으로, 이를 기반으로 Productivity & Business Process 부문은 한 자릿수 중후반대, Intelligent Cloud 부문은 두 자릿수 초반대의 성장을 기록할 것으로 전망한다. 개인용 컴퓨팅 부문은 Windows가 여전히 구조적 제약을 받는 만큼 보수적으로 접근하지만, Bing·Surface·Xbox 등은 점차 규모를 키우며 성장 기반을 강화하고 있다고 판단한다. 전반적으로, 상업용 클라우드 매출 및 매출총이익의 견조한 증가와 철저한 비용 통제가 향후 분기에서 운영이익과 잉여현금흐름(FCF) 성장에 속도를 더할 것으로 예상된다. 여기에 연간 200억 달러 이상 규모의 꾸준한 자본 환원(자사주 매입 및 배당)을 감안하면, 당사 모델 기준 향후 수년간 최소 한 자릿수 후반대의 총주주수익률(EPS 성장 + 배당 수익률)을 달성할 것으로 전망한다.

목표주가 산정 방법 및 위험 요인

목표주가 520 달러는 CY27 예상 EPS 약 19.35 달러에 PER 약 27 배를 적용해 산출했다. 구조적 성장 모멘텀, 안정적인 실행력, 확대되는 전체시장(TAM)을 고려하면, 향후 분기에서 이익과 잉여현금흐름(FCF)이 성장하면서 MSFT 주가는 S&P500 대비 프리미엄에 거래될 수 있다고 판단한다.

목표주가에 대한 위험 요인으로는 생성형 AI 신제품·서비스 확산의 지연, 데이터센터 확충 속도 둔화, 클라우드·생산성·게임 등 주요 사업군 전반에서의 경쟁 심화, 전략적 과제에 대한 경영진 집중도 약화 가능성, 글로벌 경기 둔화 영향, 높은 채널 파트너 의존도로 인한 제품 마케팅·포지셔닝·패키징 통제력의 제한 등이 있다.

Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 AI 번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 2026년 1월 26일 현재 상기 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 중독들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.