2024. 7. 31

Global Equity Team

김중한
Senior Analyst
joonghan1.kim@samsung.com

마이크로소프트 (MSFT US)

F4Q24 Review - 완전히 잠재우지 못한 피크아웃 우려

- 4분기(4-6월) 매출액 및 EPS 컨센서스 상회
- 핵심 부문인 Azure 성장이 기대치를 하회하며 시간외 7% 급락하던 주가는 예상치에 부합하는 1분기 가이던스 및 Azure 성장 지속 언급으로 하락폭 축소(-2.7%)
- 현재 가격에서 매도의 실익은 제한적. 그러나 4분기(애플 AI, Sora, ChatGPT-5) 이전 AI 모멘텀 공백기를 감안하면 빠른 멀티플 회복에 대한 기대감은 조정할 필요.

WHAT'S THE STORY?

모범생이 92점? 엎드려: 4분기(4-6월) 매출액은 647.3억 달러(+15% YoY)로 컨센서스(643.8억 달러)상회. EPS는 2.95달러를 기록하며 컨센서스(2.94달러) 상회. 영업마진 43.1%로 컨센서스(43.0%) 상회. 4분기 매출액 가이던스는 638억 달러 ~ 648억 달러로 중간값(643억 달러) 기준 컨센서스(650.7억 달러) 소폭 하회. FY 2025 기준 두자릿수 매출 증가 예상. CAPEX 투자는 190억 달러로(QoQ +35.7%, YoY +77.6%) 지속 증가. FY 2025 CAPEX 또한 FY2024 대비 증가할 것으로 예상. 시간외 7% 급락하던 주가는 이후 컨콜에서 무난한 1분기 가이던스, Azure 고성장 지속에 대한 언급으로 하락폭 축소(-2.7%)

IC(Intelligent Cloud): 매출 성장률 19%(vs 컨센서스 19.6%). Azure 매출 성장이 기대치를 소폭 하회하며 피크아웃 우려 발생(+29% vs 컨센서스 +29.7%). 그러나 이는 유럽지역 Non AI 소비 둔화 및 CAPEX 제약의 영향. AI 관련 매출 성장 기여도가 약 8%pt로 지난 분기(7%pt) 대비 증가. CAPEX 제약 해소와 함께 추가 비중 확대 예상. Commercial bookings(+17%)은 신규 장기 계약이 증가한 지난분기(+29%) 보다는 둔화되었지만 여전히 절대값 기준으로는 견조한 성장 유지. 1분기 가이던스 286억 달러~289억 달러로 컨센서스(287.2억 달러) 부합.

PBP(Productivity and Business Processes): 매출 성장률 11%(vs 컨센서스 10.1%). Office 365 Commercial(+16%), Dynamics 365(+24%)등 오히려 지난분기 대비 소폭 고성장을 보여주며 안정된 흐름 지속. 1분기 가이던스는 203억 달러~206억 달러로 중간값(204.5억 달러) 기준 컨센서스(205.5억 달러) 소폭 하회.

MPC(More Personal Computing): 매출 성장률 14%(vs 컨센서스 11.5%). Windows OEM이 +8% 성장했으나 지난분기(3Q +11%) 대비로는 소폭 감소. 1분기 가이던스는 149억 달러 ~153억 달러로 컨센서스(156.9억 달러) 하회.

투자전략 - 기대치 조정중: 동사의 12개월 PW P/E는 31.2배(vs 최근 3년 평균 29배, Bloomberg). 시간외 하락분(-2.7%)을 감안하면 30.4배. 하방 리스크는 제한적이지만 4분기(애플 AI, Sora, ChatGPT-5) 이전 AI 모멘텀 공백기를 감안하면 단기에는 주가 상승 속도에 대한 기대치를 다소 낮추는 것이 합리적이라는 생각. 현 가격에서 매도에 대한 실익은 제한적. 매크로 변동성 확대로 인한 저점 베팅의 기준은 작년 10월(27.7배) 수준으로 예상.

분기 실적

(백만달러, 6월 결산)	F4Q24			증감 (%)	
	Actual	Consensus	차이 (%)	전년동기 대비	전분기 대비
매출액	64,727	64,381	0.5	15.2	4.6
영업이익	27,925	27,655	1.0	15.1	1.2
EPS (GAAP, 달러)	2.95	2.94	0.3	9.7	0.3

참고: GAAP 기준 / 자료: Microsoft, Factset

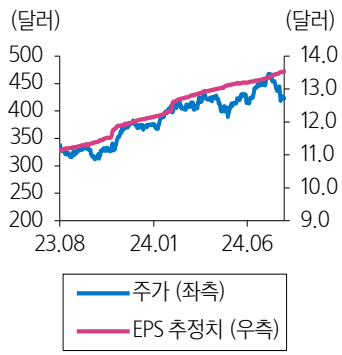
▶ AT A GLANCE

현재주가	**422.9 USD**
블룸버그 평균목표주가	504.3 USD
시가총액 (달러)	3,143.6 십억 달러
시가총액 (원)	4,348.0 조원
Shares (float)	7,424.5 백만주 (99.9%)
52주 최저//최고	309.5 / 468.4 달러
90일-평균거래대금	8.0 십억 달러
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Software
주요 주주	1. Vanguard (9.0%)
	2. BlackRock (7.4%)
	3. State Street (4.0%)

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Microsoft (%)	(5.4)	3.5	25.0
S&P 500 대비 (%pts)	(4.9)	(6.9)	6.3

▶ 주가 vs EPS 추정치



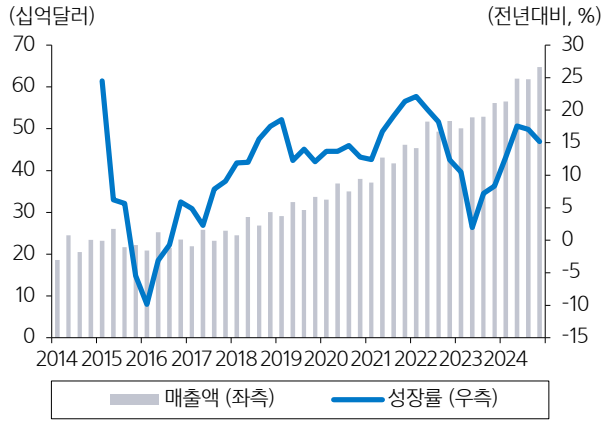
자료: Bloomberg

표 1. 분기 및 연간 실적 요약

(백만달러)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024
매출액	**45,317**	**51,728**	**49,360**	**51,865**	**50,122**	**52,747**	**52,857**	**56,189**	**56,517**	**62,020**	**61,858**	**64,727**	**198,270**	**211,915**	**245,122**
Productivity and Business Processes	15,039	15,936	15,789	16,600	16,465	17,002	17,516	18,291	18,592	19,249	19,570	20,317	63,364	69,274	77,728
Intelligent Cloud	16,964	18,327	19,051	20,909	20,325	21,508	22,081	23,993	24,259	25,880	26,708	28,515	75,251	87,907	105,362
More Personal Computing	13,314	17,465	14,520	14,356	13,332	14,237	13,260	13,905	13,666	16,891	15,580	15,895	59,655	54,734	62,032
성장률 (전년대비, %)															
매출액	22.0	20.1	18.4	12.4	10.6	2.0	7.1	8.3	12.8	17.6	17.0	15.2	18.0	6.9	15.7
Productivity and Business Processes	22.1	19.3	16.5	13.0	9.5	6.7	10.9	10.2	12.9	13.2	11.7	11.1	17.5	9.3	12.2
Intelligent Cloud	30.6	25.5	26.0	20.3	19.8	17.4	16.3	15.3	19.4	20.3	21.0	18.8	25.3	17.1	19.9
More Personal Computing	12.4	15.5	11.4	1.9	0.1	(18.5)	(9.1)	(3.8)	2.5	18.6	17.5	14.3	10.3	(8.5)	13.3
비중 (%)															
Productivity and Business Processes	33.2	30.8	32.0	32.0	32.8	32.2	33.1	32.6	32.9	31.0	31.6	31.4	32.0	32.7	31.7
Intelligent Cloud	37.4	35.4	38.6	40.3	40.6	40.8	41.8	42.7	42.9	41.7	43.2	44.1	38.0	41.5	43.0
More Personal Computing	29.4	33.8	29.4	27.7	26.6	27.0	25.1	24.7	24.2	27.2	25.2	24.6	30.1	25.8	25.3
매출원가	**13,646**	**16,960**	**15,615**	**16,429**	**15,452**	**17,488**	**16,128**	**16,795**	**16,302**	**19,623**	**18,505**	**2,845**	**62,650**	**65,863**	**74,114**
매출총이익	**31,671**	**34,768**	**33,745**	**35,436**	**34,670**	**35,259**	**36,729**	**39,394**	**40,215**	**42,397**	**43,353**	**19,010**	**135,620**	**146,052**	**171,008**
매출총이익률 (%)	69.9	67.2	68.4	68.3	69.2	66.8	69.5	70.1	71.2	68.4	70.1	29.4	68.4	68.9	69.8
영업비용	11,433	12,521	13,381	14,902	13,152	14,860	14,377	15,140	13,320	15,365	15,772	17,118	52,237	57,529	61,575
연구개발비	5,599	5,758	6,306	6,849	6,628	6,844	6,984	6,739	6,659	7,142	7,653	8,056	24,512	27,195	29,510
판매비 및 마케팅비	4,547	5,379	5,595	6,304	5,126	5,679	5,750	6,204	5,187	6,246	6,207	6,816	21,825	22,759	24,456
일반관리비	1,287	1,384	1,480	1,749	1,398	2,337	1,643	2,197	1,474	1,977	1,912	2,246	5,900	7,575	7,609
영업이익	**20,238**	**22,247**	**20,364**	**20,534**	**21,518**	**20,399**	**22,352**	**24,254**	**26,895**	**27,032**	**27,581**	**27,925**	**83,383**	**88,523**	**109,433**
Productivity and Business Processes	7,581	7,688	7,184	7,234	8,223	8,175	8,639	9,052	9,970	10,284	10,143	10,143	29,687	34,189	40,540
Intelligent Cloud	7,562	8,197	8,281	8,681	8,978	8,904	9,476	10,526	11,751	12,461	12,513	12,859	32,721	37,884	49,584
More Personal Computing	5,095	6,362	4,899	4,619	4,217	3,220	4,237	4,676	5,174	4,287	4,925	4,923	20,975	16,450	19,309
영업이익률 (%)	**44.7**	**43.0**	**41.3**	**39.6**	**42.9**	**38.7**	**42.3**	**43.2**	**47.6**	**43.6**	**44.6**	**43.1**	**42.1**	**41.8**	**44.6**
Productivity and Business Processes	50.4	48.2	45.5	43.6	49.9	48.1	49.3	49.5	53.6	53.4	51.8	49.9	46.9	49.4	52.2
Intelligent Cloud	44.6	44.7	43.5	41.5	44.2	41.4	42.9	43.9	48.4	48.1	46.9	45.1	43.5	43.1	47.1
More Personal Computing	38.3	36.4	33.7	32.2	31.6	22.6	32.0	33.6	37.9	25.4	31.6	31.0	35.2	30.1	31.1
세전이익	**20,524**	**22,515**	**20,190**	**20,191**	**21,572**	**21,572**	**22,673**	**24,727**	**27,284**	**26,526**	**26,727**	**27,250**	**83,716**	**89,311**	**107,787**
세전이익률 (%)	45.3	43.5	40.9	38.9	43.0	40.9	42.9	44.0	48.3	42.8	43.2	42.1	42.2	42.1	44.0
당기순이익	**20,505**	**18,765**	**16,728**	**16,729**	**17,556**	**17,556**	**18,299**	**20,081**	**22,291**	**21,870**	**21,939**	**22,036**	**72,738**	**72,525**	**88,136**
순이익률 (%)	45.2	36.3	33.9	32.3	35.0	33.3	34.6	35.7	39.4	35.3	35.5	34.0	36.7	34.2	36.0

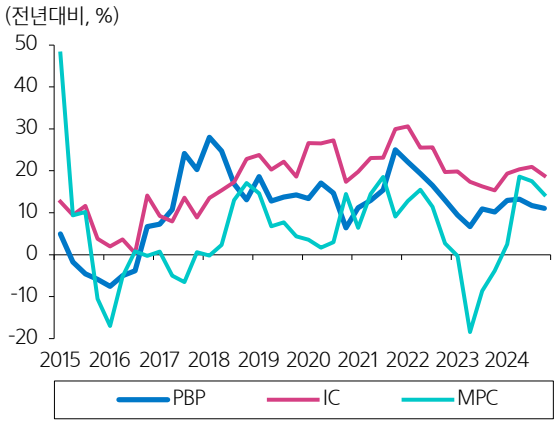
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 1. 매출액 및 성장률



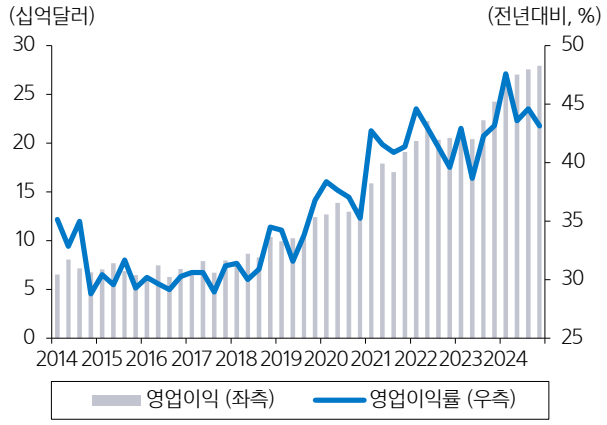
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 2. 부문별 매출성장률



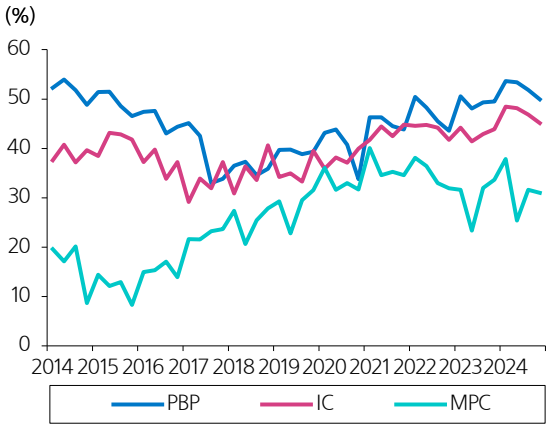
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 3. 영업이익 및 영업이익률



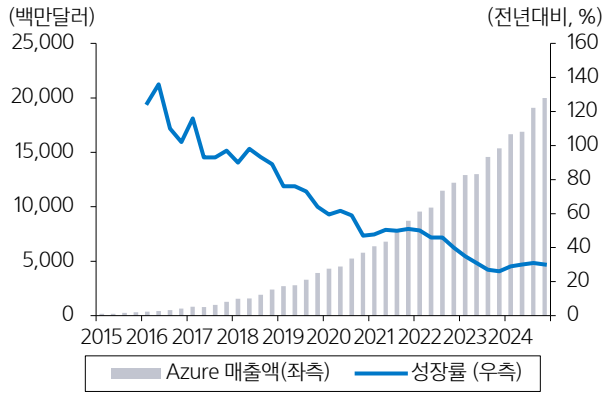
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 4. 부문별 영업이익률



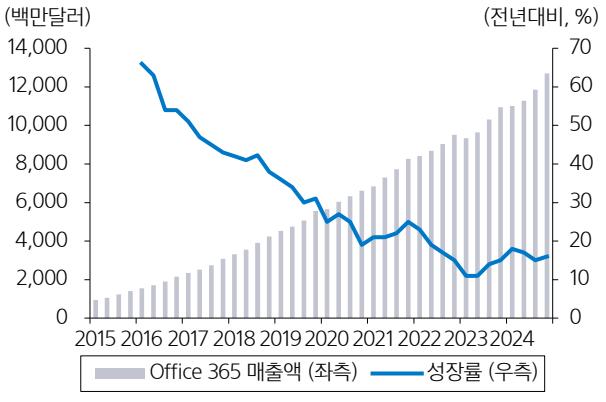
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 5. Azure 매출액



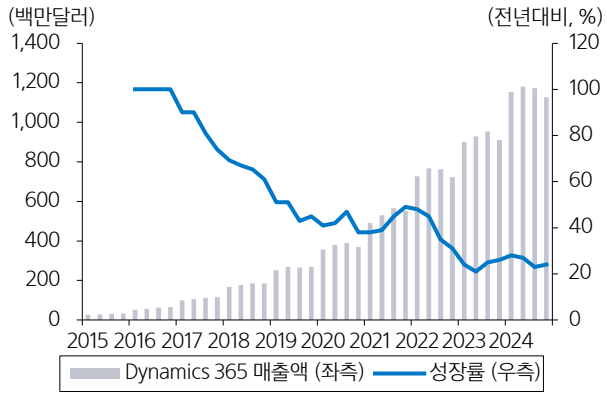
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 6. Office 365 Commercial 매출액



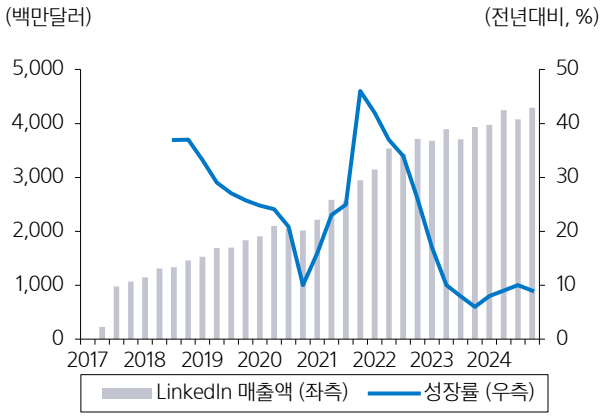
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 7. Dynamics 365 매출액



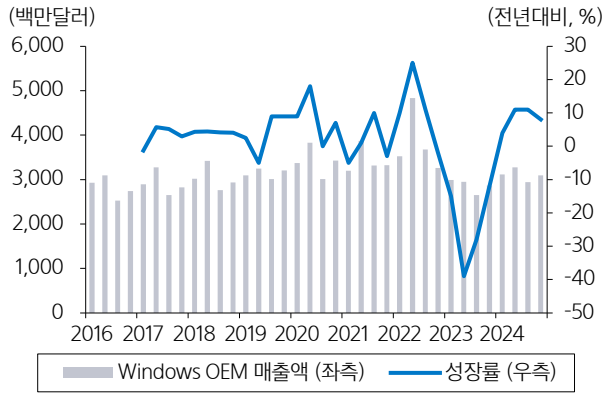
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 8. 링크드인 매출액



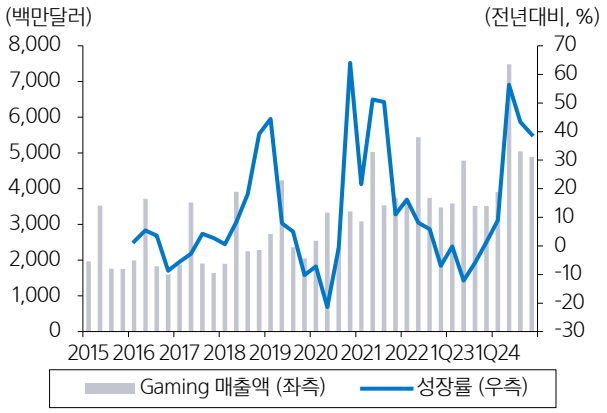
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 9. Windows OEM 매출액



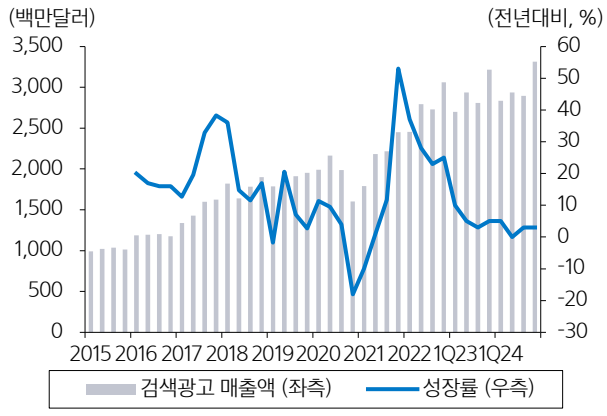
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 10.Gaming 매출액



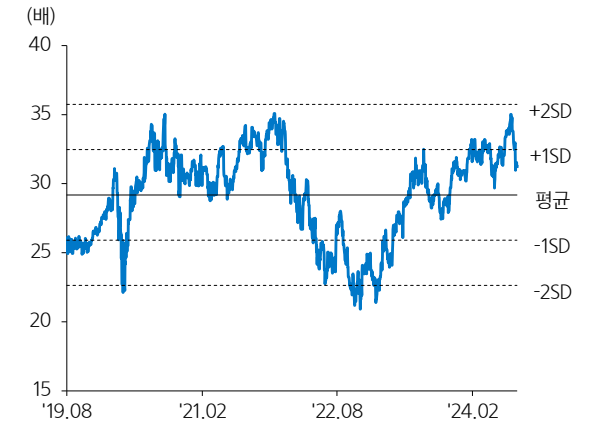
참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 11. 광고 매출액



참고: Fiscal Year 기준 (6월 말 결산)
자료: Microsoft, 삼성증권

그림 12. 12개월 Forward P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

6월 30일 기준 (백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**125,843**	**143,015**	**168,088**	**198,270**	**211,915**
매출원가	42,910	46,078	52,232	62,650	65,863
매출총이익	**82,933**	**96,937**	**115,856**	**135,620**	**146,052**
판매관리비	23,098	24,709	25,224	27,725	30,334
R&D비용	16,876	19,269	20,716	24,512	27,195
기타영업비용	0	0	0	0	0
EBITDA	**56,348**	**67,798**	**83,729**	**100,304**	**105,259**
유무형자산상각비	11,682	12,796	11,686	14,460	13,861
영업이익	**42,959**	**52,959**	**69,916**	**83,383**	**88,523**
영업외손실	(729)	(77)	(1,186)	(333)	(788)
세전이익 (조정)	**43,040**	**53,420**	**69,870**	**83,255**	**90,222**
비경상손실	(648)	384	(1,232)	(461)	911
세전이익 (GAAP)	**43,688**	**53,036**	**71,102**	**83,716**	**89,311**
법인세비용	4,448	8,755	9,831	10,978	16,950
비지배지분귀속 순익	0	0	0	0	0
당기순이익 (GAAP)	**39,240**	**44,281**	**61,271**	**72,738**	**72,361**
EPS (GAAP, 달러)	**5.11**	**5.82**	**8.12**	**9.70**	**9.72**
희석 EPS (달러)	**5.06**	**5.76**	**8.05**	**9.65**	**9.68**

재무상태표

6월 30일 기준 (백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산 총계	**175,552**	**181,915**	**184,406**	**169,684**	**184,257**
현금 및 현금성자산	133,819	136,527	130,334	104,757	111,262
매출채권	29,524	32,011	38,043	44,261	48,688
재고자산	2,063	1,895	2,636	3,742	2,500
비유동자산 총계	**111,004**	**119,396**	**149,373**	**195,156**	**227,719**
순 유형자산	43,856	52,904	70,803	87,546	109,987
기타 비유동자산	64,499	63,527	72,586	100,719	107,853
자산 총계	**286,556**	**301,311**	**333,779**	**364,840**	**411,976**
유동부채 총계	**69,420**	**72,310**	**88,657**	**95,082**	**104,149**
매입채권	21,877	22,534	27,394	33,728	33,256
단기차입금	7,348	5,905	10,825	6,037	8,853
기타 유동부채	40,195	43,871	50,438	55,317	62,040
비유동부채 총계	**114,806**	**110,697**	**103,134**	**103,216**	**101,604**
장기차입금	79,107	76,205	71,453	72,363	70,588
기타 비유동부채	35,699	34,492	31,681	30,853	31,016
부채 총계	**184,226**	**183,007**	**191,791**	**198,298**	**205,753**
보통주자본금/주식발행초과금	78,520	80,552	83,111	86,939	93,718
이익잉여금	24,150	34,566	57,055	84,281	118,848
자본 총계	**102,330**	**118,304**	**141,988**	**166,542**	**206,223**
부채 및 자본 총계	**286,556**	**301,311**	**333,779**	**364,840**	**411,976**

현금흐름표

6월 30일 기준 (백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동에서의 현금흐름	**52,185**	**60,675**	**76,740**	**89,035**	**87,582**
당기순이익	39,240	44,281	61,271	72,738	72,361
감가상각비 & 무형자산상각비	11,682	12,796	11,686	14,460	13,861
비현금항목	(3,846)	5,392	2,662	(589)	1,468
비현금 운전자본 변동	5,109	(1,794)	1,121	2,426	(108)
투자활동에서의 현금흐름	**(15,773)**	**(12,223)**	**(27,577)**	**(30,311)**	**(22,680)**
고정&무형자산 변동	(13,925)	(15,441)	(20,622)	(23,886)	(28,107)
인수&사업매각	(2,388)	(2,521)	(8,909)	(22,038)	(1,670)
기타	540	5,739	1,954	15,613	7,097
재무활동에서의 현금흐름	**(36,887)**	**(46,031)**	**(48,486)**	**(58,876)**	**(43,935)**
배당금	(13,811)	(15,137)	(16,521)	(18,135)	(19,800)
차입금의 증가(감소)	(4,000)	(5,518)	(3,750)	(9,023)	(2,750)
자본금의 증가(감소)	(18,401)	(21,625)	(25,692)	(30,855)	(20,379)
기타	(675)	(3,751)	(2,523)	(863)	(1,006)
현금증감	(590)	2,220	648	(293)	20,773
기초현금	11,946	11,356	13,576	14,224	13,931
기말현금	11,356	13,576	14,224	13,931	34,704
Free cash flow	**38,260**	**45,234**	**56,118**	**65,149**	**59,475**

참고: * 지배주주기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

6월 30일 기준	2019	2020	2021	2022	2023
증감률 (%)					
매출액	14.0	13.6	17.5	18.0	6.9
영업이익	22.5	23.3	32.0	19.3	6.2
순이익	136.8	12.8	38.4	18.7	(0.5)
희석 EPS	137.6	13.8	39.8	19.9	0.3
주당지표 (달러)					
희석 EPS	5.1	5.8	8.1	9.7	9.7
BPS	13.4	15.6	18.9	22.3	27.7
DPS (보통주)	1.8	2.0	2.2	2.5	2.7
Valuations (배)					
P/E*	28.6	35.1	34.2	28.0	34.8
P/B*	10.0	13.0	14.3	11.5	12.3
EV/EBITDA	17.3	21.9	23.8	18.8	23.7
비율					
ROE (%)	42.4	40.1	47.1	47.2	38.8
ROA (%)	14.4	15.1	19.3	20.8	18.6
ROIC (%)	21.5	23.0	28.9	31.7	28.3
배당성향 (%)	36.0	35.0	27.5	25.5	28.0
배당수익률 (보통주, %)	1.3	1.0	0.8	0.9	0.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900