



Microsoft Corporation(MSFT)

단기 우려는 있어도 장기 성장성 훼손은 아니다

▶ Analyst 강재구, jaekoo.kang@hanwha.com 3772-7581

Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: 284.87USD

현재 주가(1/25, USD)	240.61
상승여력	▲ 18.4%
시가총액(백만 USD)	1,791,054
발행주식수(천주)	7,443,804
52 주 최고가 / 최저가(USD)	315.95 / 213.43
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	7,324.1

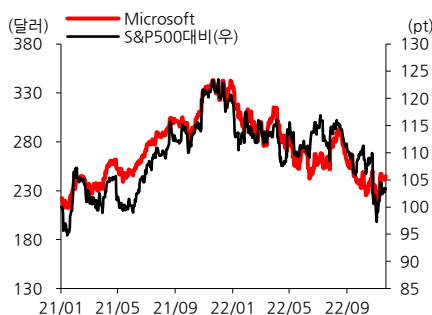
거래소	Nasdaq
국가명	UNITED STATES
티커	MSFT US Equity
산업	정보기술

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.8	-4.0	-7.0	-16.6
상대수익률(S&P500)	-3.7	-8.1	-8.3	-8.8

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022	2023E
매출액	143,015	168,088	198,907	211,404
영업이익	52,959	69,916	84,023	86,540
EBITDA	67,798	83,729	98,922	101,241
자배주주 순이익	44,281	61,271	71,823	70,927
EPS	5.82	8.12	9.49	9.43
PBR	35.1	34.2	25.4	25.5
ROE	13.0	14.3	10.0	8.2
ROTCE	21.9	23.8	17.6	17.2
배당수익률	1.1	1.1	1.0	1.1

주가 추이



마이크로소프트는 양호한 FY 2Q23 실적을 발표했으나, 가이던스는 시장 기대치에 미달했습니다. 3 분기 실적에 대한 우려 요인은 개인 소비자들의 수요 위축과 주력 사업인 Azure의 성장 둔화입니다. 회사의 전망처럼 단기 실적 불확실성은 있지만, 장기 성장 훼손은 아닙니다. 어려운 환경에서도 적극적인 데이터 센터 투자는 장기적인 클라우드 고객 증가에 대한 자신감이 반영된 것입니다. AI 투자로 새로운 성장 동력도 만들고 있습니다. 커머셜 클라우드의 RPO(수주잔고) 증가도 긍정적인 지표입니다. 최근 마이크로소프트는 하드웨어 사업부를 효율화하고 인력을 구조 조정하고 있습니다. 효율화 작업이 마무리되고, 달러가 약해지면 수익성 개선도 기대할 수 있습니다. 장기 투자자들은 시장의 변동성을 활용해 추가 하락을 매수의 기회로 활용할 수 있을 것입니다.

FY 2Q23 매출액 컨센서스 수준, EPS 시장 전망 상회

마이크로소프트는 FY 2Q23 매출액 528억 달러(YoY +2.0%), 영업이익 204억 달러(YoY -8.3%), EPS 2.32 달러(YoY -6.5%)를 발표했다. 매출액과 영업이익은 각각 시장 예상치보다 0.3%, 2.9% 부족했고, EPS는 1.1% 상회했다. 사업부별 매출액은 Productivity & Business Process 170억 달러(YoY +6.7%), Intelligent Cloud 215억 달러(YoY +17.8%), More Personal Computing 142억 달러(YoY -18.8%)였다. Productivity & Business Process와 Intelligent Cloud는 각각 시장 전망치를 1.2%, 0.4% 상회했으나, More Personal Computing은 시장 컨센서스를 3.4% 하회했다. 기업 고객들의 지출은 양호했으나, 개인 소비자들의 수요 둔화가 확인되었다.

Productivity & Business Process: Office365가 이끈 호실적

Productivity & Business Process 사업부의 견조한 실적은 Office365 덕분이다. Office365 매출은 전년보다 11% 늘었다. 환율의 부정적 효과를 제거하면 성장률은 18%로 추정했다. 고가 서비스인 E5로 고객들의 전환이 양호했고, ARPU도 개선된 것이 긍정적이었다. 이 외에도 Commercial seat, LinkedIn, Dynamics도 양호했다. Office Consumer만 환율 영향으로 매출액이 전년 동기보다 줄었다.

Intelligent Cloud: Azure 수요 둔화 우려

클라우드 사업부의 서버 제품과 서비스 매출은 전년보다 26% 증가했다. Azure 및 기타 클라우드의 전년대비 매출 성장률은 38%였다. 시장 예상치 대비 1.0%p 상회한 점은 긍정적이지만, 12월부터 수요가 다소 완만해지는 것을 확인했다고 발표했다. 엔터프라이즈 모빌리티 및 설치 기반 보안은 신규 비즈니스 성장 둔화 영향이 부정적으로 작용했다. 온 프라미스 서버 비즈니스 연간 성장률은 환율효과를 제외하면 YoY +2%이다.

* 엔터프라이즈 모빌리티 및 설치 기반 보안: 모바일 기반 관리 및 보안 플랫폼

Personal Computing: 개인 고객들의 소비 위축 지속

Personal Computing의 실적 부진의 주된 이유는 하드웨어 제품의 판매 감소다. OEM 매출 성장률은 YoY -39%, 윈도우 커머셜 프로덕츠 및 서비스 매출 성장률은 YoY -3%(환율 영향 제외 시 YoY +3%), XBOX 매출 성장률은 YoY -12%(환율 영향 제외 시 YoY -8%), Surface 등 장치 매출 성장률은 YoY -39%(환율 영향 제외 시 YoY -34%)였다. 검색 및 뉴스 광고만 전년보다 10% 매출이 늘었다. 개인 고객들의 하드웨어 수요가 줄어들고 있음이 확인되었다.

FY 3Q23 전망: 실적 불확실성 지속

마이크로소프트는 FY 3Q23 매출액 510억 달러(YoY +3.3%)를 예상했다. 시장 예상치보다 2.7% 낮다. Productivity & Business Process 매출액은 171억 달러(YoY +8.0%), Intelligent Cloud 매출액은 219억 달러(YoY +14.7%), More Personal Computing 매출액은 121억 달러(YoY -16.7%)가 발생할 것이라고 발표했다. 개인 소비자들의 구매 감소는 지속될 것으로 전망했다. LinkedIn과 검색 광고도 광고 시장의 지출 축소를 우려했다. 환율은 FY 3Q23에도 전 사업부에 부정적인 요소가 될 것으로 판단하고 있다. Azure의 성장 둔화도 문제다. 12월부터 회사에서 확인한 Azure의 매출 성장의 둔화는 FY 3Q23까지도 계속될 것이며, 성장률은 30% 중반보다 약 4~5%p가 줄어들 것으로 예상했다.

어려운 환경에도 데이터센터에 대한 투자는 지속할 것

클라우드 수요 둔화에 대한 우려에도 불구하고 인프라 확장을 위한 자본 지출을 늘리겠다고 발표했다. 구체적인 금액은 발표하지 않았으나, 장기 및 단기 고객들의 수요에 대한 전망을 반영했다고 설명했다. 반도체 등 관련 하드웨어 업체들에게는 긍정적 모멘텀이 될 수 있다.

단기적인 우려는 있어도 장기 성장성 훼손으로 단정 짓기는 이르다

회사의 전망대로 단기적으로 실적과 Azure에 대한 우려가 주가에 반영될 수는 있으나, 장기 성장성 훼손으로 단정지을 수는 없다. 데이터 센터에 대한 지속적인 투자 계획은 장기 클라우드 고객 수요 증가에 대한 자신감을 반영한 것이며, AI 투자로 추가 성장 동력을 만들어가고 있기 때문이다. 커머셜 클라우드의 RPO(수주잔고 및 신규수주)가 전년보다 28.6% 늘어난 점도 클라우드 사업 관련 긍정적인 지표다. 최근 하드웨어 사업 효율화와 인력 구조조정을 진행하고 있다. 효율화 작업이 마무리되고, 환율이 낮아지면 수익성 개선도 기대할 수 있다. 장기 투자자들은 시장의 조정기와 변동성을 활용해 추가 하락을 매수 기회로 활용할 수 있을 것이다.

* 커머셜 클라우드: 마이크로소프트365, 다이내믹스365, LinkedIn 등 커머셜 제품 판매 관련 매출

12개월 선행 PER 23.2배, 12개월 EV/EBITDA 16.0배

마이크로소프트는 12개월 선행 PER 23.2배에 거래되고 있다. 5년 평균(27.4배), 2년 평균(28.7배)보다 낮다. 마이크로소프트의 12개월 선행 EV/EBITDA는 16.0배다. 5년평균(17.7배), 2년 평균(19.7배)보다 낮다.

매수 비율 91.2%, 평균 목표 주가 284.87달러

최근 3개월 동안 마이크로소프트에 대해 투자 의견을 제시한 증권사는 60곳이다. 매수 비율은 91.2%이고, 평균 목표주가는 284.87달러이다. 현재 주가 대비 18.4%의 상승 여력이 있다. 가장 높은 목표주가는 300달러(상승 여력 +24.7%)다.

[표1] 컨센서스 대비 분기 실적 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 2Q22	FY 1Q23	FY 2Q22	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	51,728	50,122	52,747	2.0	5.2	52,929	-0.3
EBIT	22,247	21,572	20,399	-8.3	-5.4	21,017	-2.9
순이익	18,765	17,556	16,425	-12.5	-6.4	17,082	-3.8
EPS	2.48	2.35	2.32	-6.5	-1.3	2.30	1.1

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

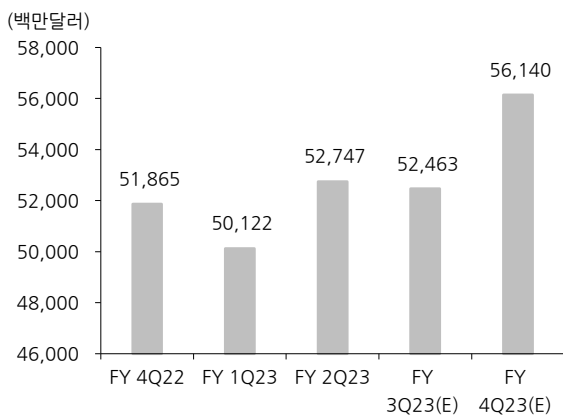
[표2] 분기 실적 요약 및 컨센서스

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

	FY 2Q22	FY 3Q22	FY 4Q22	FY 1Q23	FY 2Q23	FY 3Q23(E)	FY 4Q23(E)
매출액	51,728	49,360	51,865	50,122	52,747	52,463	56,140
(YoY)	20.1	18.4	12.4	10.6	2.0	6.3	8.2
영업이익	22,247	20,364	20,534	21,518	20,399	21,006	22,868
(YoY)	24.3	19.5	7.5	6.3	-8.3	3.2	11.4
영업이익률	43.0	41.3	39.6	42.9	38.7	40.8	41.6
순이익	18,765	16,728	16,740	17,556	16,425	17,367	18,859
(YoY)	21.4	8.2	1.7	-14.4	-12.5	3.8	12.7
EPS	2.48	2.22	2.23	2.35	2.32	2.34	2.53
(YoY)	22.2	13.9	2.8	3.5	-6.5	5.2	13.3
PBR	38.5	34.0	28.0	25.1	26.3	23.7	22.9
순이자마진	15.8	14.2	11.5	10.0	-	9.2	8.6
ROE	26.4	23.2	18.9	16.9	-	16.4	15.9
ROTCE	49.1	48.7	47.2	42.9	-	-	-

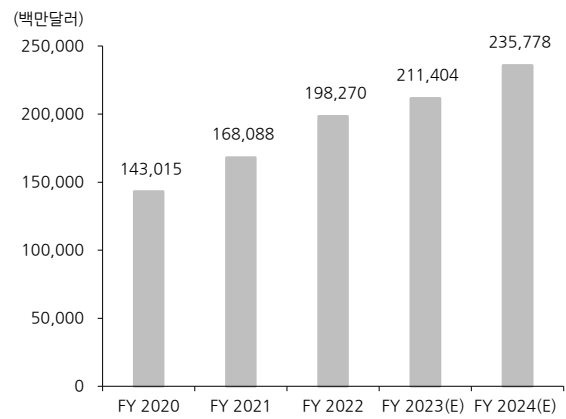
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 분기 매출액 및 예상 매출액 추이



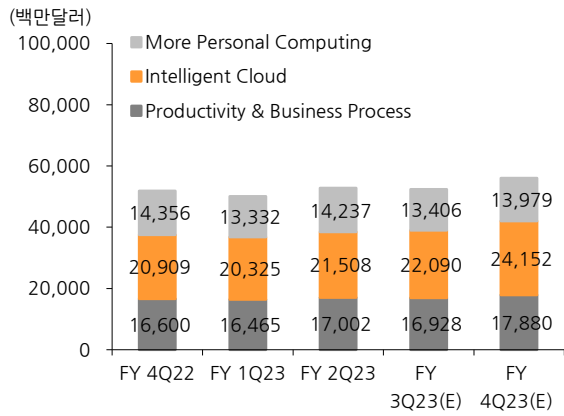
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연간 매출액 및 예상 매출액 추이



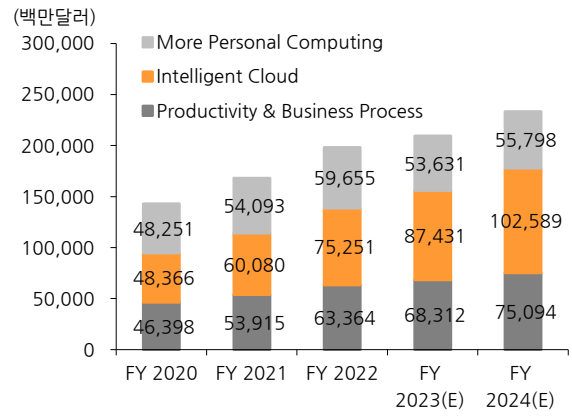
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기 사업부별 매출액 및 예상 매출액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

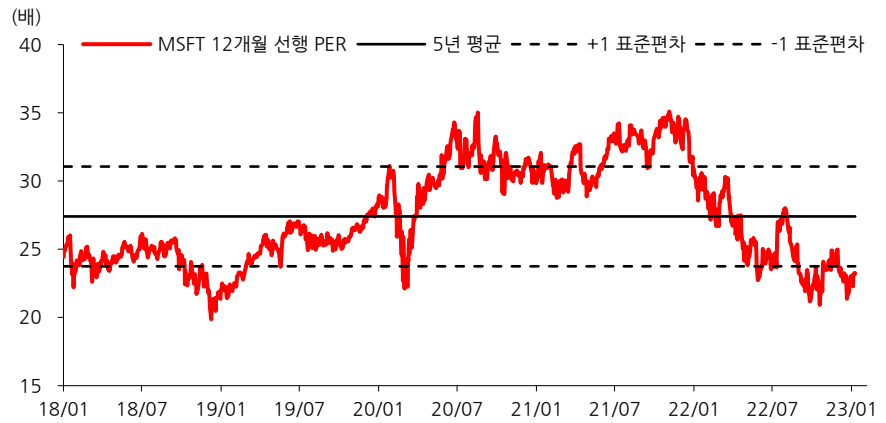
[그림4] 연간 사업부별 매출액 및 예상 매출액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 12개월 선행 PER(5년): 평균과 표준편차

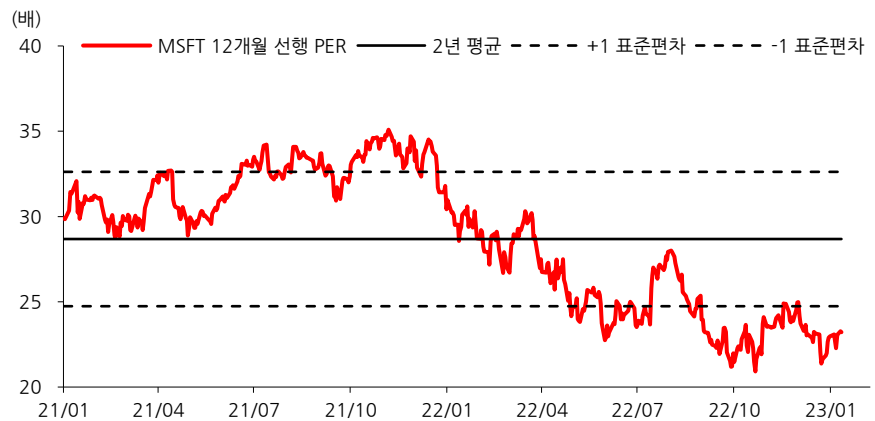
12개월 선행 PER은 23.2배로
5년 평균(27.4배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 12개월 선행 PER(2년): 평균과 표준편차

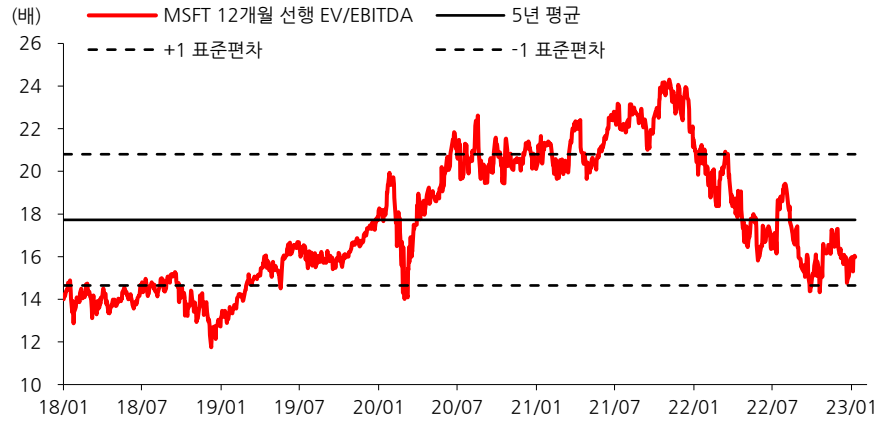
12개월 선행 PER은 23.2배로
2년 평균(28.7배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 12개월 선행 EV/EBITDA (5년): 평균과 표준편차

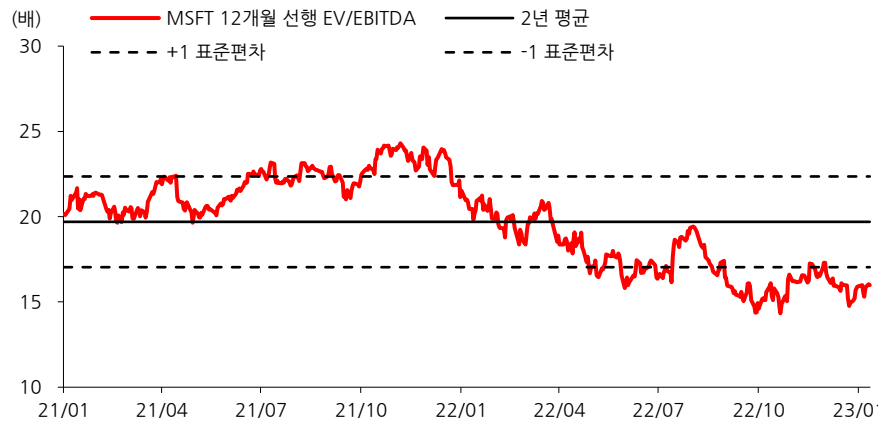
12개월 선행 EV/EBITDA는
16.0배로
5년 평균(17.7배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 12개월 선행 EV/EBITDA (2년): 평균과 표준편차

12개월 선행 EV/EBITDA는
16.0배로
2년 평균(19.7배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 1월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (강제구)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%