

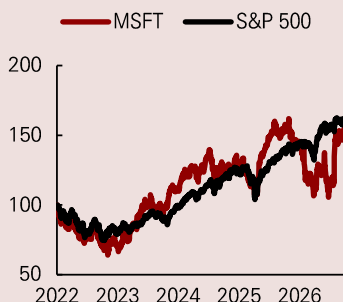
BUY

목표주가 \$811
현재주가 \$522
상승여력 55.3%

Stock Information

시가총액	\$3,918.5B
발행주식수	7,425.5M
유동주식비율	99.85%
52 주 최고가	\$553.7
52 주 최저가	\$349.2
S&P 500	7,753.1
NASDAQ	27,360.3

Price Trend



KUVIC Research Team 5

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	45기 Senior 왕유정
팀장	46기 Junior 신주한
팀원	43기 Senior 백서현
팀원	45기 Senior 명승우
팀원	45기 Senior 박수홍
팀원	45기 Senior 장나영
팀원	46기 Junior 김태진
팀원	46기 Junior 임세인

Who We Are



Microsoft (MSFT)

마소를 팔지 마소

투자 의견 'Buy', 목표주가 '811 달러'

본 리서치 팀은 Historical PER Valuation에 따라 목표주가 \$811, 상승여력 55.3%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 FY28 기준 매출액과 영업이익은 각각 4,933 억달러, 2,348 억달러로 전망한다.

투자포인트 1. 'MaaS'sive Shift: 기대해도 좋다.

AI 수요의 다음 단계는 기업 본업 워크로드에 추론이 스며드는 것이다. 일반 기업은 GPU 를 직접 운영할 유인이 작고 여러 모델을 섞어 쓰므로, 이 수요는 GPU 임대(IaaS)가 아닌 토큰 단위 판매(MaaS)로 소비될 가능성이 높다. MaaS 는 같은 1MW 에서 IaaS 의 3.2 배 매출을 낸다. 세대 교체에 따른 처리량 개선의 효익이 동사에 귀속되어, 그 격차는 FY28 4.6 배까지 벌어진다. 현재 MaaS 용량 비중은 5.9%에 불과하지만, 연 1 조 토큰 이상을 처리하는 Foundry 고객이 4 배로 늘며 전환은 이미 시작되었다. 본 리서치 팀은 FY28 MaaS 가 용량의 11%만으로 Azure AI 매출의 36%를 차지할 것으로 추정한다. 모델이 평준화된 환경에서 플랫폼 선택의 기준은 기업 데이터와 업무 맥락이며, 이를 가장 많이 보유한 동사가 최대 수혜자가 될 것이다.

투자포인트 2. E7 전환에 따른 M365 Cloud 성장과 Azure AI 수요 확대

고객사의 계정·권한·문서 체계가 M365 위에 구축되어 있어, 동사는 EA 할인 폐지와 정가 인상에도 고객 이탈 없이 가격 협상력을 행사하고 있다. AI 도입은 이 구조를 더 강화한다. 현업이 직접 만든 에이전트가 누적될수록 이를 통제하는 보안 지출은 필수가 된다. 그 시점에 고객의 선택지는 개별 구매보다 저렴한 E7로 수렴한다. Copilot 유료 좌석이 한 분기 만에 2,000만 석에서 3,000 만 석 이상으로 늘어난 만큼, E7 전환의 모수도 빠르게 커지고 있다. 이에 본 리서치 팀은 좌석이 연 5.0% 증가하는 동안 ARPU 가 연 13.2% 상승하여, M365 Cloud 매출이 FY28 1,417 억달러(연평균 18.9%)에 이를 것으로 추정한다.

투자포인트 3. AI 투자를 감당하는 본업 현금창출력

동사의 CAPEX 는 FY23 281 억달러에서 FY26 1,159 억달러로 4.1 배 늘었지만, 영업현금흐름도 2.1 배 확대되었다. 그 결과 FCF 는 595 억~741 억 달러를 유지했고, 영업이익률은 41.8%에서 46.8%로 오히려 개선되었다. 투자 재원이 영업현금에서 나오므로 조달 여건이 CAPEX 계획을 제약할 가능성은 낮다. AAA 신용등급, 768 억달러의 현금성자산, 연 487 억달러의 주주환원 여력도 남아 있어, 현재의 투자 강도는 가용 재원의 상한이 아니다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (6월)	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
매출액 (\$mn)	281,724	331,839	399,400	493,291	615,170
YoY (%)	14.9	17.8	20.4	23.5	24.7
영업이익 (\$mn)	128,528	155,237	186,338	234,776	301,305
YoY (%)	17.4	20.8	20.0	26.0	28.3
영업이익률 (%)	45.6	46.8	46.7	47.6	49.0
당기순이익 (\$mn)	101,832	133,749	148,813	186,777	240,063
EPS (\$)	13.64	17.95	20.10	25.33	32.63
P/E (배)	36.5	20.8	26.0	20.6	16.0

주: U.S. GAAP 연결 기준, EPS는 회계 EPS, P/E = 각 회계연도 말 종가 / 해당 회계연도 확정 EPS

자료: Microsoft IR, Yahoo Finance, KUVIC Research 5팀

C O N T E N T S

Summary	3
산업분석	4
기업분석	10
투자포인트	16
1. ‘MaaS’ive Shift: 기대해도 좋다.	
2. E7 전환으로 M365 Cloud·Azure AI 동반 성장	
3. AI 투자를 감당하는 본업 현금창출력	
투자리스크	23
밸류에이션	24

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: \$mn)	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
매출	281,724	331,839	399,400	493,291	615,170
(% YoY)	14.9%	17.8%	20.4%	23.5%	24.7%
Azure	72,610	101,938	146,839	212,636	305,638
Azure AI	12,097	25,669	51,423	96,007	166,434
Microsoft 365 Cloud	84,605	100,299	119,223	141,684	164,447
기타 A&I	61,568	65,890	69,660	73,259	76,910
Devices & Consumer	62,941	63,712	63,678	65,713	68,175
매출원가	87,831	106,374	136,256	174,902	222,533
영업비용	65,365	70,228	76,805	83,613	91,331
영업이익	128,528	155,237	186,338	234,776	301,305
영업이익률	45.6%	46.8%	46.7%	47.6%	49.0%
순이익	101,832	133,749	148,813	186,777	240,063
순이익률	36.1%	40.3%	37.3%	37.9%	39.0%

자료: Microsoft 10-K-8-K(2026.9.2 재작성), KUVIC 리서치 5팀 추정.

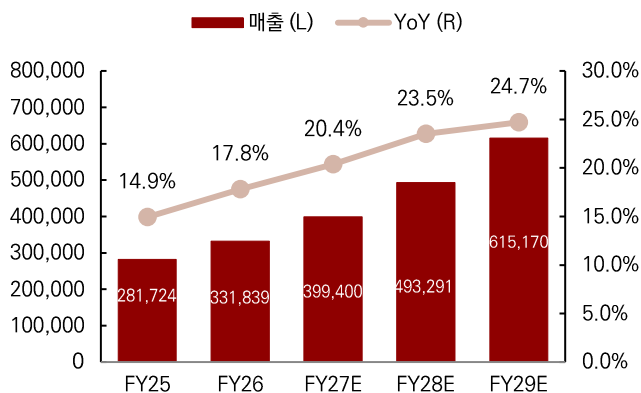
주: 영업비용 = 연구개발비 + 판매마케팅비 + 일반관리비. 기타 A&I = 설치형 라이선스 + 클라우드 업무 앱 + 도입 지원 서비스

표 2. 주요 밸류에이션 테이블

구분	값	비고
FY28E 순이익 (\$mn)	186,777	GAAP 기준, KUVIC 추정
FY28E 희석 EPS (\$)	25.33	
Target P/E (배)	32.0	Copilot 출시(2023년 11월) 직전인 2023년 10월 말 후행 PER
Target 시가총액 (\$mn)	5,976,853	순이익 × Target P/E
희석 주식수 (백만 주)	7,373.9	FY28E 희석 가중평균
목표주가 (\$)	811	
현재 주가 (\$)	522	2026년 10월 9일 기준
상승여력 (%)	55.3	

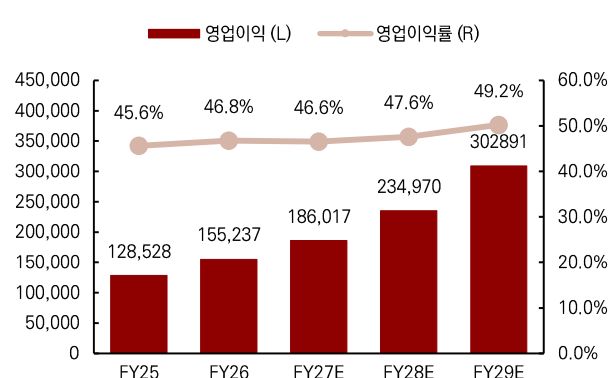
자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

산업분석

폭발적으로 성장하는 클라우드 인프라 시장

규모가 커질수록 오히려 빨라지는 시장

재가속 국면
기존 클라우드 전환에
AI 수요가 얹힌 이중
성장

클라우드 시장은 생성형 AI를 계기로 **성숙기가 아닌 재가속 국면**에 진입하였다. 글로벌 AI 컴퓨트 수요는 2026년 59GW에서 2030년 187GW로 3배 이상 늘어날 전망이며, IDC는 2026년 전 세계 퍼블릭 클라우드 지출이 전년 대비 21% 이상 늘어 처음으로 1조 달러를 넘고, 2029년에는 그 두 배 규모가 될 것으로 예상한다. 성장을 이끈 것은 생성형 AI로서, 생성형 AI 전용 클라우드 서비스는 같은 기간 165% 성장했고, ChatGPT 출시 이후 클라우드 시장 성장분의 최소 절반이 생성형 AI에서 나온 것으로 추정된다. 즉 **기존 워크로드의 클라우드 전환 위에 AI 수요가 더해지는 이중 성장 구조**가 형성되었다.

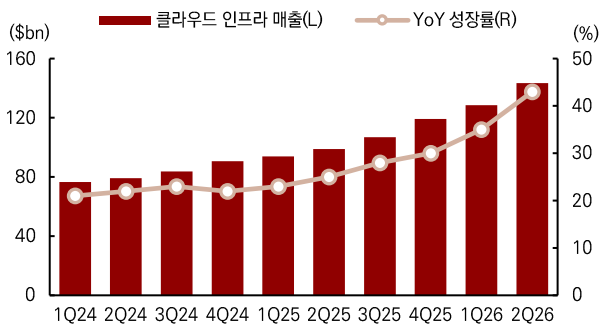
성장 속도는 오히려 빨라지고 있다. 클라우드 인프라(IaaS·PaaS) 시장은 2026년 2분기 분기 매출 1,434억 달러로 **전년 대비 43% 성장해, 8년 만에 가장 높은 성장률**을 기록했다. 시장이 커질수록 성장률이 낮아지는 것이 일반적인데, 역대 최대 규모에서 성장률이 높아지는 상황이다. 기존 성장 곡선 위에 AI라는 새로운 수요원이 얹혔다는 의미다.

한 번 쓰는 학습에서, 쓸 때마다 과금되는 추론으로

추론 중심으로 이동
호출할 때마다
과금되는 반복 매출

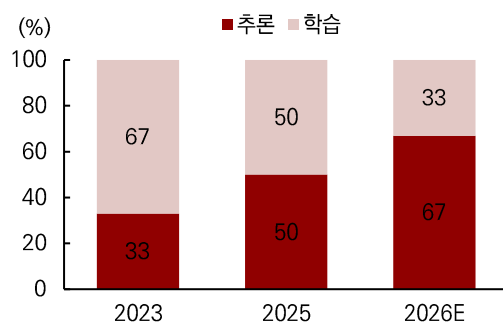
AI 컴퓨팅 수요의 중심이 학습에서 추론으로 옮겨가며, 클라우드 매출은 일회성 프로젝트에서 사용량 기반 반복 매출로 바뀌고 있다. 학습은 모델을 만들 때 한 번에 대규모 연산을 쓰는 반면, 추론은 **사용자가 모델을 호출할 때마다 연산이 발생하고 과금되는 구조**이다. Deloitte는 전체 AI 연산에서 추론이 차지하는 비중이 2023년 약 3분의 1, 2025년 약 절반에서 2026년 약 3분의 2로 커질 것으로 예측하였다.

그림 3. 규모 확대와 함께 재가속하는 클라우드 인프라 시장



자료: Synergy Research Group, KUVIC 리서치 5팀

그림 4. AI 연산의 중심이 학습에서 추론으로 이동



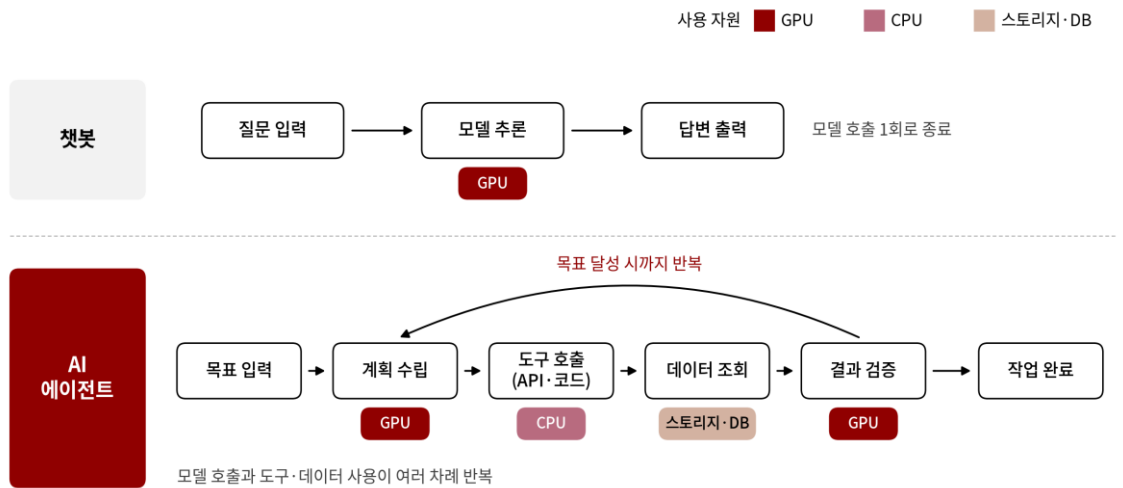
자료: Deloitte, KUVIC 리서치 5팀

에이전트의 확산이 키우는 GPU 밖 수요

AI 업계의 경쟁 축이 모델 성능에서 에이전트로 옮겨가고 있다. 2026년 9월 한 달 동안 GPT-6 Astra, Gemini 4 Argon, Claude Opus-Sonnet 5.5가 잇따라 출시되며 '최고 성능' 모델이 두 차례 바뀌었다. 추론·규칙 파악 능력이 좋아지면서 에이전트가 사람 개입 없이 일하는 시간이 길어졌고, 사용처도 기업에서 개인으로 넓어졌다. Meta가 9월 8일 내놓은 개인 에이전트 'Muse'는 출시 10일 만에 280만 다운로드로 미국 앱스토어 1위에 올랐다. 어느 회사 모델이 앞서든 에이전트가 오래, 많이 일할수록 연산량은 늘고, 그 연산은 클라우드에서 처리된다.

AI 에이전트의 확산은 GPU 연산뿐 아니라 클라우드의 범용 인프라 사용량까지 함께 늘린다. AI 에이전트를 탑재한 기업용 앱의 비중은 2025년 5% 미만에서 2026년 말 40%로 높아질 전망으로, 1년 만에 8배 이상 확산된다는 뜻이다. 에이전트는 한 번의 질문에 답하는 챗봇과 달리 계획, 도구 호출, 데이터 조회, 검증을 반복하며 작업을 끝까지 수행한다. 따라서 **GPU뿐 아니라 CPU·스토리지·데이터베이스 사용량이 함께 늘어날 가능성이 높다.**

그림 5. 챗봇과 AI 에이전트의 작업 방식 및 사용 인프라 비교



자료: KUVIC 리서치 5팀

에이전트가 앱을 조작하고 코드를 실행하려면 격리된 실행 환경(샌드박스)이 필요하다. 기업 업무의 상당 부분은 API가 없는 데스크톱 앱에서 이루어지기 때문에, 이 환경은 클라우드뿐 아니라 PC 운영체제(OS)에도 마련되고 있다. Meta는 9월 Mac용 Muse 앱을 낸 데 이어 10월 Windows 앱 출시를 발표했고, Microsoft는 같은 날 에이전트의 파일·네트워크 접근 범위를 제한하는 Microsoft Execution Containers(MXC)를 Windows 11에 정식 출시했다. OpenAI Codex와 GitHub Copilot은 이미 MXC를 지원하고, Anthropic Claude Code도 지원할 예정이다. **어떤 에이전트가 시장을 주도하든 실제 작업은 OS 위의 실행 환경에서 이뤄지므로, 이 환경을 제공하는 사업자도 에이전트 확산의 수혜를 받는다.**

2차 성장은 아직 초입이다

기존 워크로드의 클라우드 전환과 기업의 AI 도입은 여전히 초기 단계로, 추가 성장 여력이 남아 있다. 전 세계 IT 지출의 약 85%가 온프레미스에 쓰이지만, 보안·규제 요건으로 자체 서버에 남아야 하는 업무도 있어 이를 모두 클라우드의 잠재 시장으로 볼 수는 없다. **추가 성장의 기반은 클라우드로 이전 가능한 기존 워크로드와 AI 도입에 따른 신규 연산 수요다.** 기업은 민감한 데이터를 내부에 유지하면서도 AI 개발·서비스 운영에 필요한 연산에는 클라우드를 활용할 수 있다. 따라서 AI 확산은 기존 시스템의 전면 이전 없이도 클라우드 사용량과 지출을 늘리는 성장 동력으로 작용할 수 있다.

수요를 따라가지 못하는 공급

클라우드 시장의 성장을 제약하는 요인은 공급이다. 고객들은 사용 여부와 관계없이 약정 대금을 내는 다년 계약(take-or-pay)을 앞당겨 맺고 있다. 용량을 낮게 확보해 잃는 손실이 쓰지 않은 용량에 내는 대금보다 크다고 판단하기 때문이다. 이런 계약이 쌓이며 주요 3사의 수주잔고는 연환산 클라우드 매출의 3배를 넘어섰다.

표 3. 주요 클라우드 사업자의 수주잔고와 매출 인식 속도

구분 (단위: \$bn)	수주잔고	연환산 클라우드 매출	매출 대비 배수(배)	단기 인식 비중	기준 시점
Microsoft	678	237	2.9	30% (12개월)	FY26 4Q (2026.6)
Google Cloud	514	99	5.2	50% (24개월)	2Q26 (2026.6)
AWS	496	169	2.9	-	2Q26 (2026.6)
Oracle	664	46	14.3	13%	FY27 1Q (2026.8)
Nebius	38	3	12.5	-	2Q26 (2026.6)
3사 합계 (MSFT·Google·AWS)	1,688	505	3.3	-	-

자료: 각 사, KUVIC 리서치 5팀
주: 연환산 매출은 최근 분기 클라우드 매출 × 4(Nebius는 ARR).

표 4. 주요 AI 데이터센터의 인도 일정과 지연 사례

시점	프로젝트	규모	상태	내용
2026.4	Microsoft Fairwater(위스콘신)	-	조기	계획보다 6주 앞서 가동, 매출 인식 시점도 앞당겨짐
2026.8	IREN → Microsoft	200MW	지연	계약 200MW 중 50MW만 인도
2026.9	OpenAI Abilene 캠퍼스	8개 동	지연	목표 2026년 중반에서 연말로 지연, 6개 동(618MW) 인도
2028	Microsoft Pecos(텍사스)	약 2.7GW 전용 발전	예정	Chevron 건설 발전설비에서 첫 전력 수전
2028	SB Energy 오키아오(OpenAI)	8GW	예정	첫 800MW 가동
2028~	Meta Hyperion	5GW급	예정	가스발전소와 함께 건설, 단계적 가동

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 5팀

다만 수주잔고가 매출로 바뀌는 속도는 공급이 결정한다. 매출은 전력과 건물이 갖춰져 용량이 커지는 시점부터 인식되는데, 인도는 대체로 늦어지고 있다. 12개월 안에 인식되는 비중은 Microsoft가 약 30%, Oracle이 13%에 그치고, Google은 24개월 기준으로 절반 수준이다. 계약된 수요의 대부분이 아직 가동되지 않은 용량에 묶여 있다. **따라서 같은 규모의 수주잔고를 가진 사업자라도 용량을 먼저 확보해야 매출을 먼저 가져간다.**

선점 경쟁
지금의 투자는
2028~30년의
공급 순서를 결정

주요 사업자의 2026년 CAPEX는 7,000억 달러를 넘고, 2027년에도 늘어날 전망이다. 문제는 시차다. GPU는 주문 후 수개월이면 들어오지만, 이를 넣을 건물과 전력 설비는 완공까지 수년이 걸린다. 지금 진행되는 투자의 상당 부분이 2028년 이후 가동될 용량에 묶여 있는 이유다. 올해의 CAPEX 경쟁에서 정해지는 것은 2028~2030년에 누가 먼저 용량을 켜느냐다.

공급을 늦추는 핵심 병목은 전력이다. 사업자들의 투자 여력은 충분하지만, **전력망 연결과 변압기 같은 기자재 확보에는 수년이 걸려 자금으로 시간을 줄이기 어렵다.** 이에 사업자들은 전력망을 기다리는 대신 발전원 옆에 데이터센터를 짓거나, 이미 전력을 확보한 제3자의 용량을 장기 임차한다. 자금력이 가장 큰 하이퍼스케일러가 마진을 나눠 주면서까지 외부 용량을 빌린다는 것은 직접 증설만으로 수요를 따라갈 수 없다는 방증이다. 2030년까지 공급 속도는 전력 확보 시점(Time-to-Power)이 결정하며, 전력이 연결된 부지를 가진 쪽의 협상력이 커질 전망이다.

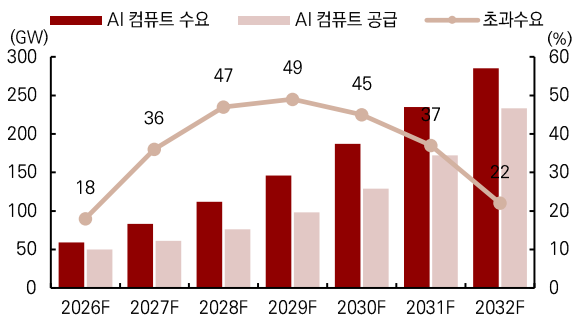
공급 부족은 2030년까지 가격에 반영된다

발표된 증설 계획이 차질 없이 진행되더라도 초과수요는 2029년 약 49%로 정점에 이르고, 2032년에야 22% 안팎으로 낮아진다. 수요는 사용자와 에이전트가 늘어나는 즉시 커지지만, 공급은 부지와 전력, 건설을 거쳐 수년 뒤에야 늘어나는 비대칭 때문이다.

시간이 곧 가격
단기 계약일수록
비싸다. MW당
계약가치
1,200만에서
2,000만 달러로 증가

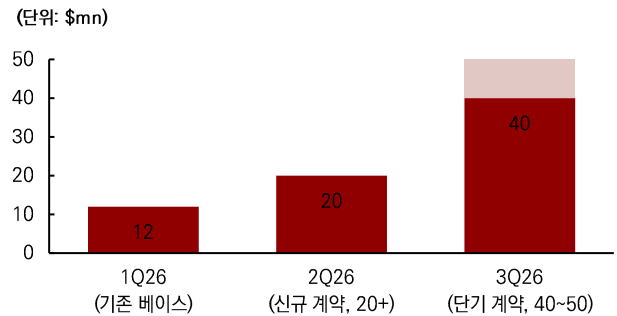
가격이 이를 보여준다. 1년 전 과잉 우려로 GPU 임대 가격을 내렸던 하이퍼스케일러가 이제는 직전 세대 GPU까지 가격을 올리고 있다. 구형 칩 가격까지 오른다는 것은 부족이 최신 제품에 그치지 않고 연산 용량 전반에 걸쳐 있다고 해석된다. 계약 가격은 더 가파르게 올랐다. 실제로 Nebius의 MW당 연간 계약가치는 기존 설치 기반 약 1,200만 달러에서 2026년 신규 계약 2,000만 달러 이상으로 높아졌고, 최대 6개월 단기 계약은 4,000만~5,000만 달러 수준에서 협상되고 있다. 계약 기간이 짧을수록 단가가 높은 것으로 보아, **시간 자체가 가격을 결정하는 요소로 작용한다.**

그림 6. 2030년까지 이어지는 AI 컴퓨트 초과수요



자료: KUVIC 리서치 5팀

그림 7. Nebius MW당 계약가치



자료: KUVIC 리서치 5팀

부족한 공급은 이익률로 나타난다

이익률 3요인

가격전가, 운영 효율, 자체 칩

공급이 부족한 시장에서는 고성장과 수익성 개선이 함께 나타난다. 주요 클라우드 사업자는 감가상각비가 급증하는 투자기에도 영업이익률을 지키거나 끌어올렸으며, 특히 Google Cloud는 매출이 82% 늘어나는 동안 영업이익률이 약 36%까지 높아졌다. 원인은 세 가지다. **부품 가격 인상분을 신규 계약에 전가하는 가격 협상력, 신규 GPU를 빠르게 가동하는 운영 효율, 자체 칩을 통한 원가 절감**이다.

세 요인이 오래가는 정도는 다르다. 가격 협상력은 공급 부족에서 나온 힘이라 수급이 풀리면 함께 약해진다. 운영 효율과 자체 칩에서 오는 원가 우위는 수급과 상관없이 남는다. 지금의 높은 이익률을 수급 덕분에인 몫과 구조적인 몫으로 나눠 봐야 하는 이유이며, 공급 부족이 끝난 뒤의 이익률은 후자가 결정한다.

모델 독점의 종료, 전략 경쟁의 시작

주요 AI 모델이 여러 클라우드에서 동시에 서비스되면서, 모델 독점은 더 이상 경쟁 우위가 되지 못한다. 대표적 독점 관계였던 Microsoft-OpenAI는 2025년 재계약에서 컴퓨팅 우선협상권을 내려놓는 대신 2,500억 달러 규모의 Azure 추가 약정과 2032년까지의 모델·제품 IP 사용권을 확보했다. 2026년 재계약으로 API 독점까지 사라지면서 OpenAI 모델이 AWS Bedrock에도 출시됐다. **결국 경쟁의 축은 어떤 방식으로 모델을 팔고, 어떤 고객을 받고, 어떤 칩을 쓰고, 어떤 구조로 계약하느냐로 옮겨졌다.**

그림 8. Microsoft-OpenAI 독점 관계의 해체 과정

2025.7	2025.10	2025.11
첫 균열	1 차 재계약	Anthropic 합류
OpenAI 가 ChatGPT API 일부를 Google Cloud에서 구동	컴퓨팅 우선협상권 폐지, Azure 추가 약정 \$250B, 모델·제품 IP 사용권 2032년까지 연장.	Anthropic 이 Azure 컴퓨트 약정. Microsoft 가 OpenAI 경쟁사에도 용량 판매
2026.2	2026.4.27	2026.4.28
Amazon 투자	2 차 재계약	Bedrock 출시
Amazon 이 OpenAI 에 최대 \$50B 투자, AWS 가 OpenAI 기업용 플랫폼 'Frontier'의 독점 외부 유통 사업자	Azure API 독점 종료. Microsoft 는 '주 클라우드 파트너'로 잔류, IP 사용권은 비독점	OpenAI 모델·Codex·관리형 에이전트가 AWS Bedrock 에 출시

자료: 언론 보도, KUVIC 리서치 5팀

성장과 현금의 엇갈림
2027E FCF 흑자는 MSFT분

다만 어느 축에서 앞서는지를 성장률만으로 가리기는 어렵다. 클라우드 사업자는 성장과 현금창출력에서 엇갈린다. 인프라 시장은 2년 사이 분기 기준 약 1.8배로 커졌고, 점유율은 각사가 시장보다 빠르게 크는지에 따라 재편되고 있다. 시장보다 느린 AWS는 성장률 +36.7%로 점유율을 내주고, Google Cloud는 +82%로 사상 최고 점유율을 경신했으며, Azure는 시장과 같은 43%까지 성장률을 높이며 점유율을 지켰다. 문제는 현금이다. 2027E 잉여현금흐름은 Alphabet·Amazon·Oracle·Meta가 모두 적자인 반면 흑자는 Microsoft 한 곳뿐이다. 가장 빨리 성장한 사업자가 가장 많은 현금을 남기는 것은 아니다.

경쟁구도를 나타내는 네 가지 축

네 축은 각각 투자 회수율의 한 변수를 움직인다. 서빙은 MW당 매출을, 고객은 조달 비용을, 칩은 투자 단가를, 계약은 매출의 가시성과 가격을 좌우한다.

① 서빙: 모델을 '파는' 곳보다 모델을 '고르게 해주는' 곳

모델만 파는 사업은 가격 경쟁에 들어섰다. 중국 오픈웨이트 모델의 API 가격은 서구 모델보다 최대 수백 배 저렴해서, 같은 모델을 서빙하는 사업자끼리는 가격 외에 차별화할 수단이 거의 없다. 그렇다고 값싼 모델이 시장을 차지한 것은 아니다. API 중개 및 라우팅 플랫폼 OpenRouter에서 2026년 6월 미국 모델은 토큰 물량의 35%에 그쳤지만 지출의 85% 이상을 차지했다.

이는 기업이 작업에 따라 모델을 나눠 쓰기 때문이다. 같은 작업도 모델별 비용이 100배 넘게 차이가 난다. 이때 어떤 모델을 호출할지 정하고 관리하는 계층(라우팅층)을 하이퍼스케일러가 맡고 있다. CIO의 60%가 하이퍼스케일러 플랫폼을 쓰고, 하이브리드까지 합치면 80%를 넘는다. 따라서 어떤 모델이 이기든 통행료를 받는 플랫폼이 유리하며, 같은 용량에서 더 많은 매출을 올릴 수 있다.

② 고객: 특정 랩 집중보다 테넌트 분산

AI 데이터센터는 프로젝트 금융처럼 움직여, 신용평가의 대상은 GPU가 아니라 그 뒤에서 돈을 내는 고객이다. 한 고객에 기댄 사업자는 그 고객의 신용 위험을 그대로 안는다. Oracle은 수주잔고의 약 절반이 OpenAI에 몰려 2026년 7월 S&P 신용등급이 투자등급 최하단(BBB-)으로 내려갔다. 반면 Microsoft는 FY26 4분기 수주잔고 증가분 전부가 AI 랩 외 고객에서 나왔고, 자체 신용등급도 최상위(AAA)다. 따라서 특정 랩에 기대지 않는 분산된 고객 기반이 조달 비용을 좌우한다.

③ 칩: 한 가지에 기대기보다 '섞어 쓰는' 플릿

자체 칩(ASIC)의 성장은 소수 대형 랩의 대규모 약정에 기대고 있어 고객 집중 문제와 이어진다. 반면 다양한 기업 고객을 받으려면 고객이 이미 쓰는 엔비디아 GPU가 필요하다. 결국 범용 GPU를 기반으로 예측 가능한 대규모 추론에 자체 칩을 섞는 이기종 플릿이 고객 폭과 원가를 함께 잡는다. Microsoft는 엔비디아, AMD, 자체 칩(Maia)을 함께 쓰며 Maia 200으로 총소유비용을 30% 이상 낮췄다.

④ 계약: 장기 기반 + 단기 여유분 믹스

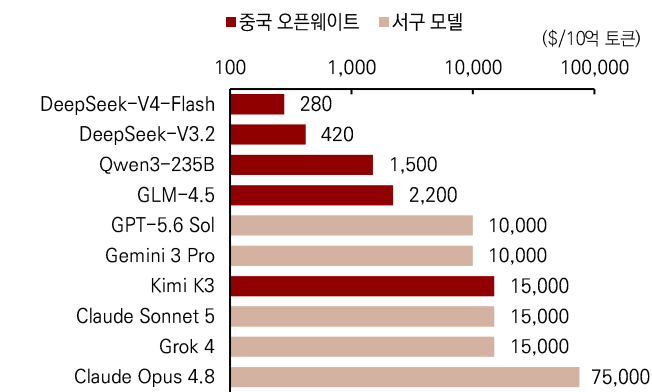
장기 계약은 매출 가시성과 낮은 조달 비용을 주지만, 가격이 오르는 국면에서는 상승분을 놓친다. 반대로 단기 물량만으로는 수요가 꺾일 때 가동률을 지킬 수 없다. 따라서 장기 수주잔고를 깔고 일부 용량을 단기 물량으로 남기는 믹스가 가장 유리하다. 장기 계약은 매출 가시성과 낮은 조달 비용을 주지만 가격 상승분을 놓치고, 단기 물량만으로는 수요가 꺾일 때 가동률을 지키기 어렵다. 지금은 GPU 임대 가격이 오르는 국면이어서 단기 물량에서 남는 이익이 크다.

결국 승패는 투자 회수(ROI)에서 갈린다

네 가지 축은 결국 투자 회수율로 합쳐진다. 공급이 부족한 동안에는 어느 사업자든 용량을 모두 팔 수 있어 매출만으로는 승자를 가리기 어렵다. 하이퍼스케일러는 여전히 영업현금흐름을 1차 재원으로 쓰지만, 투자가 이를 앞지르는 사업자는 외부 재원으로 차이를 메운다. Microsoft는 Capex가 영업현금흐름의 63%에서 86%로 늘어나는 데 그쳐 영업현금 안에서 투자를 충당한다. Amazon은 111%에서 114%로 영업현금흐름을 넘어서 장기차입이 증가했고, Oracle은 FY27 1분기 투자의 76%를 외부에서 조달하며 유상증자 한도 199억 달러를 소진했다. Alphabet은 차입과 증자를, Meta는 차입과 인프라 제휴를 재원으로 언급했다. 같은 AI 투자 경쟁 안에서도 자체 현금으로 하는 사업자와 외부 자원에 기대는 사업자가 갈리고 있다.

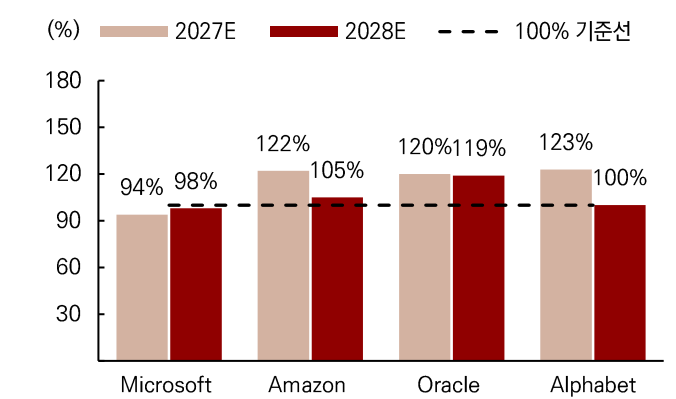
투자 재원의 변화
격

그림 9. 모델별 API 출력 단가



자료: BofA Global Research, KUVIC 리서치 5팀

그림 10. 주요 하이퍼스케일러의 CAPEX 대비 영업현금흐름



자료: Bloomberg 컨센서스, 각 사, Pivotal Research, KUVIC 리서치 5팀

주: 점선은 설비투자 = 영업현금흐름(100%). 단위: 설비투자 ÷ 영업현금흐름, %

기업분석

기업 개요 및 실적

새로운 사업부로 재편
AI와 클라우드
중심의 통합

동사는 클라우드·AI 인프라, 업무용 소프트웨어, 소비자 플랫폼을 제공하는 글로벌 기술 기업이다. AI로 앱과 인프라의 경계가 흐려지자 **FY27부터 사업부를 Agents and Infra(A&I)와 Devices and Consumer(D&C) 2개로 재편**했다. A&I는 M365·GitHub 앱과 Azure를 묶어 판매하며, D&C는 검색·광고, Xbox, Windows OEM으로 구성된 소비자 사업부다.

FY26 연결 매출액은 3,318억 달러(YoY +18%), 영업이익은 1,552억 달러(YoY +21%)로, 매출보다 이익이 빠르게 늘며 성장과 수익성이 함께 개선됐다. **다만 성장의 무게중심은 한쪽으로 크게 기울었다.** A&I는 AI 수요를 바탕으로 50%대의 높은 이익률을 유지하며 전사 성장을 사실상 전담했지만, D&C는 검색·광고의 성장이 Xbox와 Windows의 부진에 상쇄되며 정체 국면에 머물렀다. 회사는 데이터센터 용량을 2년 만에 2배로 늘리고 있으며, FY27 상반기에는 Azure 성장이 더 가속될 것으로 내다본다. 앱 단에서도 M365 Copilot 유료 시트(seat)가 한 분기 만에 2,000만 개에서 3,000만 개로 늘며 AI 수익화가 본격화됐다. 증설된 용량이 곧바로 매출로 전환되는 구간에 들어선 만큼, **FY27은 A&I 중심의 성장 가속이 이어지는 한 해가 될 전망이다.**

사업부 분석

Agents & Infra ① Azure

Azure는 동사의 퍼블릭 클라우드로, GPU와 자체 칩 기반의 AI 인프라, 스토리지·데이터베이스 등 범용 인프라, 모델 API와 에이전트 개발 환경을 제공하는 AI 플랫폼(Foundry)의 세 계층으로 구성된다. 고객이 쓴 만큼 과금하는 소비형 사업으로, FY26 매출은 1,019억 달러(YoY +40%)를 기록하였다. 주요 고객은 최대 고객인 OpenAI, Copilot 등 동사의 자체 워크로드, 일반 기업 고객, 그리고 소버린 클라우드를 쓰는 정부·규제 산업 고객이다. 이 중 OpenAI는 동사가 지분 약 27%를 보유한 투자처이기도 하다.

공급보다 큰 수요
성장 속도는
증설 속도가 결정

FY26 내내 수요가 공급 가능한 용량을 웃돌면서, Azure의 성장 속도는 데이터센터 증설 속도에 맞춰져 있다. 동사는 분기마다 약 1GW의 용량을 늘렸고, 성장률은 FY26 4분기 43%에 이어 FY27 1분기 가이던스 44~45%로 높아졌다. 상업용 수주잔고(RPO)는 FY26 4분기 6,780억 달러(YoY +84%)이며, 이 중 약 30%가 12개월 내 매출로 인식된다. FY26 2분기 기준 수주잔고의 약 45%가 OpenAI 몫이었으나, 4분기 순증분은 전부 프런티어 모델사 외 고객에서 발생하였다.

Agents & Infra ② M365 Cloud

M365 Cloud는 Office, Teams, 보안, GitHub 등 업무용 앱을 사용자당 월 구독으로 판매하는 사업으로, FY26 매출은 1,003억 달러(YoY +18.5%)다. 매출은 좌석 수와 좌석당 매출(ARPU)의 곱으로 결정된다. 유료 상업용 좌석은 4.5억 석 이상으로 증가율이 연 6% 수준인 반면, 상위 요금제(E5)와 Copilot 판매로 ARPU가 성장을 이끌고 있다.

과금 방식의 전환
단순 좌석에서
좌석+사용량으로

M365 Copilot 유료 좌석은 FY26 말 3,000만 석으로 전체 좌석의 약 7%다. 동사는 월 99달러의 E7 요금제와 사용량 기반 Copilot Credits를 도입해 **과금 방식을 '좌석+사용량' 구조로 바꾸고 있으며**, 2026년 7월에는 E3 등 기존 요금제 가격도 인상하였다. Copilot은 고객사의 문서·메일·회의 기록을 근거 데이터로 쓰고 접근 권한은 Entra ID로 통제되어, 기존 계정·데이터 체계 위에서 작동한다.

Agents & Infra ③ 기타 A&I (라이선스, 업무 앱, 서비스)

Azure와 M365 Cloud를 제외한 A&I 내 3개 영역은 설치형 라이선스(Productivity and Server Licensing), 클라우드 업무 앱(Industry Solutions), 도입 지원 서비스(Frontier and Support Services)로 구성된다. 위 영역들의 FY26 합산 성장률은 7.0%로 A&I 전체를 밀돌았다. 설치형 라이선스는 서버 제품과 설치형 Office·Windows를 판매하는 사업으로, 클라우드 전환에 따라 축소되는 가운데 가격 인상으로 수익을 방어하고 있다. 클라우드 업무 앱은 Dynamics 365와 LinkedIn 채용·영업 도구로 구성되며, 에이전트가 ERP·CRM 업무를 직접 수행하는 방향으로 전환 중이다. 도입 지원 서비스는 기술 지원과 구축 컨설팅을 제공하며, 최근 고객의 AI 시스템 구축을 대행하는 Frontier Co.를 출범하였다.

Devices & Consumer

D&C는 개인 소비자와 광고주를 대상으로 하는 사업부로, Bing·Edge와 LinkedIn 광고를 포함한 검색·광고, 게임 콘텐츠와 Game Pass 구독·콘솔을 판매하는 Xbox, PC 제조사에 Windows 라이선스를 공급하는 Windows OEM·디바이스로 구성된다. FY26 매출은 637억 달러(YoY +1.2%)로 정체되었다. 검색·광고만 두 자릿수 성장을 기록했고, Xbox는 전년 흥행작 기저와 콘솔 판매 감소로, Windows는 Windows 10 교체 수요 종료로 감소하였다. 다만 D&C는 전사 영업이익의 약 12%로, 동사의 성장은 A&I의 두 축인 Azure와 M365 Cloud가 결정한다.

표 5. FY26 사업부·영역별 매출과 성장률, 주요제품 및 서비스

구분 (단위: \$bn)	FY26 매출	YoY	비중	주요제품 및 서비스
Azure	101.9	+40.4%	30.7%	AI 연산·스토리지·DB·Foundry
M365 Cloud	100.3	+18.5%	30.2%	Office·Teams·보안·GitHub
설치형 라이선스	37.3	+5.4%	11.2%	서버 제품·설치형 Office·Windows
클라우드 업무 앱	20.3	+10.5%	6.1%	Dynamics 365·LinkedIn 채용·영업 도구
도입 지원 서비스	8.3	+6.4%	2.5%	구축 컨설팅·기술 지원
A&I 합계	268.1	+22.6%	80.8%	
검색·광고	24.8	+11.7%	7.5%	Bing·Edge·LinkedIn 광고
Xbox	21.8	-7.2%	6.6%	게임 콘텐츠·Game Pass·콘솔
Windows OEM·디바이스	17.1	-1.2%	5.2%	PC용 Windows 라이선스·기기
D&C 합계	63.7	+1.2%	19.2%	
전사	331.8	+17.8%	100%	

자료: Microsoft(8-K 재작성 자료), KUVIC 리서치 5팀

표 6. 사업부별 매출총이익, 영업이익

구분	항목	FY25	FY26	YoY
Agents & Infra	매출총이익	157.5	186.7	+18.6%
	매출총이익률	72.0%	69.6%	-2.4%p
	영업이익	110.8	136.4	+23.1%
	영업이익률	50.7%	50.9%	+0.2%p
	영업이익 비중	86.2%	87.8%	+1.6%p
Devices & Consumer	매출총이익	36.4	38.8	+6.5%
	매출총이익률	57.8%	60.8%	+3.0%p
	영업이익	17.7	18.9	+6.5%
	영업이익률	28.1%	29.6%	+1.5%p
	영업이익 비중	13.8%	12.2%	-1.6%p
전사	매출총이익	193.9	225.5	+16.3%
	매출총이익률	68.8%	67.9%	-0.9%p
	영업비용	65.4	70.2	+7.4%
	영업이익	128.5	155.2	+20.8%
	영업이익률	45.6%	46.8%	+1.2%p

자료: Microsoft(8-K 재작성 자료), KUVIC 리서치 5팀

재무 분석

동사는 AI 투자를 늘리는 중에도 이익률을 지켜냈고, 고금리 환경에서도 재무 부담이 크지 않다. FY26 매출은 3,318억 달러, 영업이익은 1,552억 달러로 영업이익률은 46.8%까지 올랐다. Microsoft Cloud 매출총이익률은 68%에서 65%로 하락했지만, 영업비용 통제로 이를 상쇄했다.

이런 재무 체력은 **대금을 먼저 받는 과금 구조**에서 나온다. 동사는 기업 고객에게 연간 계약 대금을 미리 청구하며, 서비스를 제공하기 전에 받은 대금인 선수수익이 FY26 말 757억 달러에 이른다. 이 가운데 1년 안에 매출이 되는 유동 선수수익은 730억 달러로, 앞으로 12개월 안에 매출로 인식될 수주잔고(약 2,000억 달러)의 3분의 1 이상이다. 이 구조 덕분에 동사는 금융리스 자산(FY26 246억 달러)을 포함한 대규모 투자 중에도, FY26에 배당 264억 달러와 자사주 매입 약 223억 달러, 총 487억 달러를 주주에게 환원했다.

표 7. 요약 재무제표

(단위: 백만 달러)

구분	항목	FY24	FY25	FY26
손익계산서	매출액	245,122	281,724	331,839
	YoY	-	14.9%	17.8%
	매출총이익	171,008	193,893	225,465
	매출총이익률	69.8%	68.8%	67.9%
	영업이익	109,433	128,528	155,237
	영업이익률	44.6%	45.6%	46.8%
	당기순이익	88,136	101,832	133,749
	EPS (\$)	11.80	13.64	17.95
재무상태표	현금성자산·단기투자	75,543	94,565	76,843
	유형자산	135,591	204,966	313,076
	자산총계	512,163	619,003	758,376
	선수수익	60,184	67,265	75,712
	총차입금	51,630	43,151	40,294
	금융리스 부채	27,145	46,172	66,594
	부채총계	243,686	275,524	315,989
	자본총계	268,477	343,479	442,387
	부채비율	90.8%	80.2%	71.4%
현금흐름표	영업활동현금흐름	118,548	136,162	182,935
	CAPEX(현금)	44,477	64,551	115,948
	잉여현금흐름(FCF)	74,071	71,611	66,987
	CAPEX/영업현금흐름	37.5%	47.4%	63.4%
	배당금	21,771	24,082	26,445
	자사주 매입	17,254	18,420	22,271
	주주환원 합계	39,025	42,502	48,716

자료: Microsoft 10-K, Bloomberg, KUVIC 리서치 5팀
주: 6월 결산, U.S. GAAP 연결 기준. 선수수익은 유동·비유동 합계, CAPEX는 현금 기준(금융리스 제외)

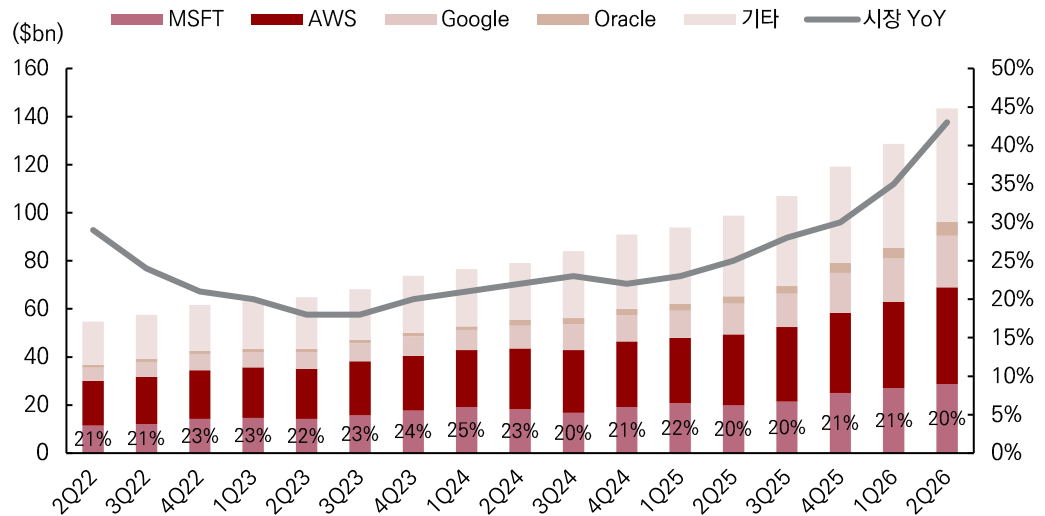
클라우드 시장에서의 MSFT 위치

시장 내 입지: 1위를 추격하는 2위

경쟁 기준의 변화
건설량에서 회수로

하이퍼스케일러 경쟁의 축은 ‘누가 더 많이 짓는가’에서 ‘누가 더 빨리, 덜 위험하게 회수하는가’로 옮겨 가고 있다. MSFT의 클라우드 점유율은 20%대로 AWS에 이어 2위지만, **수요 창출력, 수주잔고의 매출 전환 속도와 클라우드 CAPEX를 받쳐주는 모체 사업의 현금력**에서 경쟁사 대비 우위에 있다.

그림 11. 클라우드 시장 점유율



자료: Synergy Research, KUVIC 리서치 5팀

각주: 3Q24부터 AWS의 Azure 매출 일부가 SaaS로 재분류됐음.

5년간 시장이 3.6배 커지는 동안 MSFT는 20%대를 유지했다. 같은 기간 AWS와의 격차는 13%p에서 8%p로 좁혀졌다. Google이 9%에서 15%로 올라오며 MSFT와의 격차도 10%p에서 5%p로 줄었다. **MSFT의 점유율은 결국 1위를 추격하는 동시에 3위를 방어하는 위치에 해당한다.** 하위권에서는 Oracle이 2%에서 4%로 두 배가 되면서 상위 3사 외에 거의 유일하게 점유율을 늘렸고, Oracle과 네오클라우드를 제외한 기타 기업들의 점유율은 감소하여 **클라우드 시장은 빅3+Oracle 중심으로 집중되고 있다.** 시장이 43% 성장하는 공급 부족 국면에서는 점유율이 전력, 칩 확보 속도로 결정되므로 MSFT의 용량 증설 속도가 핵심 변수다.

사업 구조 차이

표 8. 클라우드 4사 비교

구분	MSFT	AWS	Oracle	Google
전력, DC	분기 +1GW-미개시 리스 \$329B	'25 +3.9GW, '27 용량 2배	리스 중심-미개시 \$260B	다GW 캠퍼스-외부 임차
자체칩(ASIC)	Maia 200-Cobalt	Trainium(140만 개)-Graviton	- (Ampere 매각)	TPU v7 Ironwood
단가(\$/GPU)	H100 \$12.29	H100 \$5.19~6.88	H100 \$10.75	H100 \$11.06
모델	OpenAI IP(32)-MAI	Nova-Anthropic 지분	-	Gemini
플랫폼	Foundry	Bedrock-AgentCore	OCI-Autonomous AI DB	Vertex AI
앱	M365-GitHub Copilot	Kiro-Quick-Connect	Fusion-NetSuite	Workspace-Gemini 앱
핵심 고객	OpenAI (RPO ~45%)	Anthropic-OpenAI (+40%)	OpenAI (RPO 약 절반)	Anthropic (40%+)
투자 Capex	\$115.9B (FY26)	\$169.0B (전사)	\$75.7B	\$132.4B

자료: 각 사 10-K·10-Q·실적발표, 각종 언론 보도, 미래에셋증권, Thunder Compute, KUVIC 리서치 5팀

각주: AWS Capacity Block 가격(2026.10), Oracle PAYG 평가. AWS H100은 예약가-온디맨드, GB200은 예약가.

MSFT의 강점은 앱 계층에서 AI 수요를 스스로 만든다는 점이다. MSFT의 FY26 4Q Azure 매출은 YoY +43% 증가하였다. M365, GitHub의 기존 고객 기반 위에 Copilot을 얹어 토큰 소비를 직접 창출하고, 그 수요를 Azure 인프라로 흡수한다. 토큰 단가가 하락해도 볼륨으로 상쇄할 수 있는 구조다. 반면 Oracle은 칩, 모델, DC를 모두 외부에 의존하는 GPU-시간 임대업이라, 토큰 단가 하락 시 GPU 수요 감소 노출만 남는다. OCI가 +75% 성장해 클라우드 증가분의 84%를 차지하지만, 이는 MSFT가 가진 수요 엔진이 없는 성장이다.

MSFT의 아쉬운 점은 칩의 원가다. 칩 원가 부분에서 강점이 있는 AWS의 경우, 설치 연산량의 약 50%를 Trainium으로 돌린다. Trainium2를 칩·시간당 \$2.24(H100 예약가 \$5.19의 약 43%)에 공급한다. FP8 1PF·시간 비용도 Trn2 UltraServer \$1.72로 GB200 랙(\$2.12)보다 약 19% 낮다. AWS가 도매형 AI 연구소 수요를 자체 칩으로 저렴하게 받는 동안, Nvidia 비중이 높은 MSFT는 같은 계약에서 마진이 낮아질 수 있다.

자체 칩이 없는 Oracle은 같은 GPU를 더 비싸게 팔지만 남는 것이 적다. H100 정가 \$10.75로 AWS 온디맨드(\$6.88)보다 56% 높지만, 칩·모델·DC를 모두 외부에서 조달해 CAPEX가 매출의 105%에 이른다. OCI +75% 성장이 클라우드 증가분의 84%를 차지하는 반면 SaaS는 +10%에 그쳐, 성장이 저마진 임대업에 집중돼 있다.

Google은 자체 칩 TPU와 Gemini를 함께 개발해 연산 원가를 낮출 수 있는 구조를 갖췄다. 모델에 맞춰 칩과 소프트웨어를 함께 최적화하고, 이를 자사 서비스와 외부 클라우드 고객에게 모두 활용한다. 구글에 따르면 7세대 TPU인 Ironwood는 이전 세대 Trillium 대비 전력당 연산 성능이 2배 높아, 전력 공급이 제한된 환경에서도 더 많은 연산을 처리할 수 있다. 이러한 효율 개선은 토큰당 원가를 낮춰 가격 인하에 대응하거나 이익률을 방어할 여지를 만든다.

수주잔고: 2배 빠른 MSFT의 매출 전환 속도

표 9. 4사 수주 잔고 비교

항목	MSFT	AWS	Oracle	Google
RPO 잔고(\$bn)	\$678bn	\$496bn	\$664bn	\$514bn
RPO 중 12개월 내 인식 비중(%)	30%	-	13%	50%(24개월)
최대 고객 비중(%)	45% (Open AI)	40%+	50% (Open AI)	40%+ (Anthropic)
Capex/매출(%), 최근 12개월	34.9%	21.8%	105.4%	29.7%
서버 내용 연수(년)	최대 6년	6년(일부 5년)	6년	6년

자료: 각 사 10-Q/10-K 및 감가상각 정책, Investor Metrics, The Information(2026.5), KUVIC 리서치 5팀

주: AWS의 최대 고객은 Open AI와 Anthropic 증액으로 인한 추정분, MSFT의 Capex/매출은 현금 기준 금액으로 금융리스 포함 시 43.8%

MSFT의 RPO는 Oracle과 비슷한 규모지만 1년 안에 매출이 되는 비중이 2배 이상이다. **같은 잔고라도 MSFT의 잔고가 더 빨리 현금이 된다는 뜻이다.** Oracle은 고객 계약 1~5년(갱신은 고객 옵션) 대비 데이터센터 리스가 15~19년 묶여 있고, 리스 노출이 매출의 442%로 MSFT(126%)의 3.5배다. 운용리스 할인율(5.7% vs MSFT 3.7%) 격차는 BBB- 등급이 조달비용에 반영된 결과로, MSFT의 AAA급 신용이 그 자체로 경쟁력임을 보여준다.

현금창출력과 CAPEX 회수력

표 10. 현금창출력과 CAPEX 회수력 (최근 12개월 기준)

항목	MSFT	AWS	Oracle	Google
현금마진율(OCF/매출)	55.1%	20.8%	41.1%	41.7%
Capex/OCF	63.4%	104.7%	161%	71.3%
FCF/매출(2027E)	20.2%(7%)	-1%(-5%)	-40%(-39%)	11.9%(-5%)

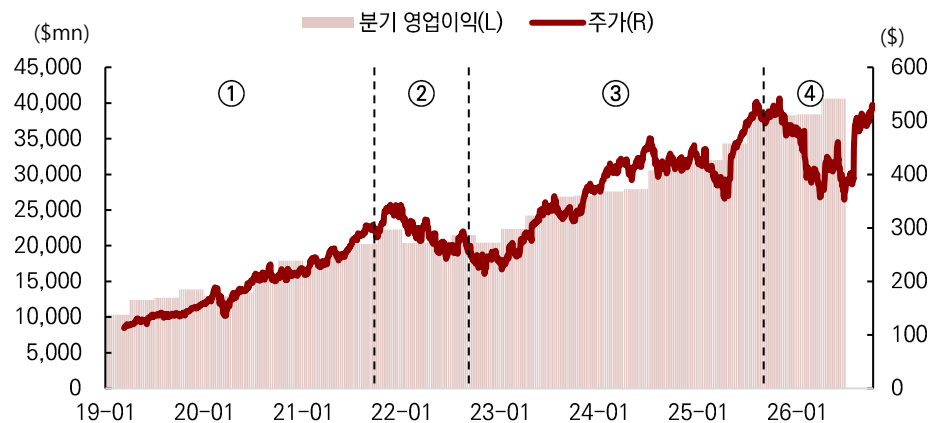
자료: 각 사 10-Q/10-K, KUVIC 리서치 5팀

주: Oracle의 현금마진율은 선수금 제외 금액으로 포함 시 65.4%, MSFT의 Capex/OCF는 금융리스 제외금액으로 포함 시 76.9%

MSFT는 4사 중 유일하게 2027E FCF가 양수로, CAPEX를 늘리면서 주주환원까지 감당할 수 있는 회사다. CAPEX를 FY25 \$64.6B에서 FY29E \$242.6B로 3.8배 늘리면서도 연 \$47B의 배당·자사주를 유지한다. Amazon은 OCF 절대액이 더 크지만 CAPEX가 거의 전부 흡수해 2026E 장기차입이 \$69B로 늘고, Oracle은 투자 재원의 76%를 외부에서 조달하며 ATM 유상증자 한도 \$19.9B를 소진했다. M365·Windows라는 클라우드 밖의 현금 엔진에 더해, 같은 GB300 1MW를 GPU 임대(아닌 토큰 판매(MaaS)와 Copilot으로 팔아 임대 대비 약 3배의 매출을 내는 구조(표 18)가 MSFT의 투자수익률을 경쟁사보다 높게 유지시키는 본질적 차이이다.

주가 추이 분석

그림 12. 주가 추이



자료: Fiscal ai, KUVIC 리서치 5팀

① 2019.03 ~ 2021.11: 클라우드 전환 가속, 팬데믹 수혜

기업들의 클라우드 전환으로 Azure가 고성장을 이어가며 2019년 4월 시가총액 1조 달러를 돌파했다. 2020년 코로나19로 일시 급락했으나, 재택근무 확산으로 Teams, Azure 수요가 급증하며 빠르게 회복했으며, 주가는 113달러에서 343달러로 약 3배 상승했다.

② 2021.11 ~ 2022.11: 금리 인상, 성장 둔화

연준의 급격한 금리 인상으로 성장주 배수가 낮아진 가운데 PC 수요 감소, 달러 강세, Azure 성장 둔화가 겹쳤다. 분기 영업이익은 200억 달러대를 유지했지만 P/E가 40배에서 23배로 낮아지며, 주가는 343달러에서 214달러까지 하락했다.

③ 2022.11 ~ 2025.10: 생성형 AI 선도, Azure 재가속

OpenAI 추가 투자(2023년 1월)와 Bing, Copilot 공개로 기존 고객 기반에 AI를 바로 판매할 수 있다는 점이 부각되며, 2024년 1월 시가총액 3조 달러로 세계 1위에 올랐다. 이후 데이터센터 용량 부족에 따른 Azure 성장 둔화와 DeepSeek, 관세 충격으로 2024년 4월 355달러까지 조정 받았다. 그러나 신규 용량 가동에 따른 Azure 재가속과 OpenAI 지분 구조 개편 합의로 2025년 10월 542달러의 사상 최고치를 기록했다.

④ 2025.11 ~ 현재: Capex 부담에 따른 조정과 Azure 가속 확인

Capex 급증(FY26 1,453억 달러)과 수주잔고의 OpenAI 집중(약 45%)이 투자 회수 우려로 번지며, 영업이익이 21% 늘었음에도 P/E가 21배로 낮아져 6월 352달러까지 하락했다. 이후 FY26 4분기 Azure 성장률 43%와 FY27 1분기 가이던스 약 45%가 확인되며 실적 발표 다음 날 15.5% 급등했고, 현재 520달러대까지 회복했다.

투자포인트

투자포인트 1. 'MaaS'sive Shift: 기대해도 좋다.

1.1 바벨의 가운데: 다음 최대 AI 수요는 '기업 본업 추론'

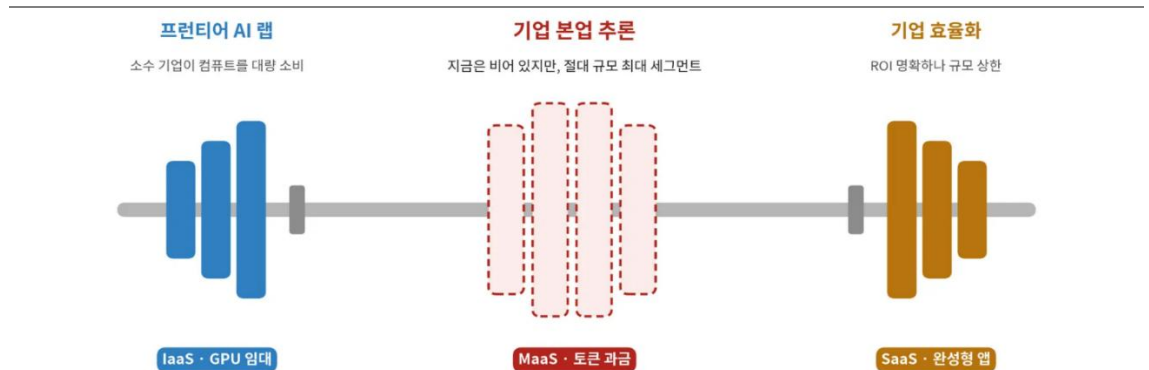
AI 수요는 바벨 구조
기업 본업 워크로드가
절대 규모 최대
세그먼트가 될 것.
가운데는 토큰
과금(MaaS)으로 소비

AWS는 2Q26 실적발표에서 **현재 AI 수요를 '바벨'에 비유했다**. 한쪽 끝에는 막대한 컴퓨트를 소비하는 프런티어 AI 랩과 ChatGPT·Claude Code 같은 소수의 히트 앱이 있고, 반대쪽 끝에는 고객센터 자동화·사기탐지처럼 비용 절감 효과가 분명한 기업 효율화 수요가 있다. 그 가운데에는 기업이 이미 운영 중인 프로덕션 워크로드 전체가 놓여 있지만, 대부분은 아직 추론을 본격적으로 쓰지 않는다. 이 가운데가 '절대 규모로 가장 큰 세그먼트'가 될 것이라 보고, AWS가 장기적으로 연 매출 1조 달러 사업이 될 수 있다고 언급했다.

이 전망은 새로운 시장의 창출이 아니라 이미 존재하는 워크로드에 AI 추론이 스며드는 것을 전제로 한다는 점에서 상대적으로 보수적이다. 세 구간은 판매 형태도 다르다. 좌측은 GPU를 통째로 빌리는 IaaS, 우측은 완성된 앱을 파는 SaaS다. 반면 **가운데는 플랫폼에서 모델을 호출하고 토큰 단위로 과금하는 MaaS로 소비될 가능성이 높다**. 일반 기업은 GPU 클러스터를 직접 운영할 유인이 작고, 업무별로 여러 모델을 섞어 써야 하기 때문이다.

가운데가 열리면 토큰 소비의 결정 변수도 바뀐다. 좌·우측의 소비가 사용자 수에 묶여 있다면, **본업에 들어간 에이전트는 비즈니스 활동량에 비례해 추론을 일으킨다**.

그림 13. 바벨 구조



자료: Amazon, KUVIC 리서치 5팀

MSFT에서는 이미
개화 신호
1조 토큰 Foundry
고객 4배, 멀티모델
고객 5배. 그러나
Azure AI 매출의
83%는 여전히 좌측
끝(IaaS)

MSFT에서는 이미 그 신호가 보인다. 4Q26 기준 연환산 1조 토큰 이상을 처리하는 Foundry 고객 수는 전년 대비 4배로 늘었고, 출시 2개월 만에 Agent 365에 등록된 에이전트는 약 4천만 개에 달한다. 반면 Azure AI 매출은 아직 바벨의 좌측에 쏠려 있다. 당사 추정대로 FY26 Azure AI 매출 \$25.7B 중 약 83%가 프런티어 랩 대상 계약형 IaaS이고, MaaS가 차지하는 용량은 5.9%에 불과하다. **가운데가 열린다는 것은 Azure AI의 무게중심이 IaaS에서 MaaS로 옮겨간다는 뜻이다**. 이는 매출 규모를 넘어 MW당 매출 자체를 끌어올리는 변화다.

표 11. MSFT의 '바벨 가운데' 지표 (4Q26 기준)

지표	수치	의미
연환산 1조 토큰 이상 Foundry 고객 수	전년 대비 4배	대량 토큰 소비 기업 증가
멀티 공급사 모델 사용 고객 수	연초 대비 5배	여러 모델을 섞어 쓰는 수요 확대
Foundry 고객 수 / 매출	10만 곳 / 전년 대비 2배 이상	MaaS 플랫폼 저변 확대
Agent 365 등록 에이전트	출시 2개월 만에 약 4천만 개	상시 추론 주체 증가
Foundry 모델 카탈로그	11,000개 이상	업계 최대 모델 선택지

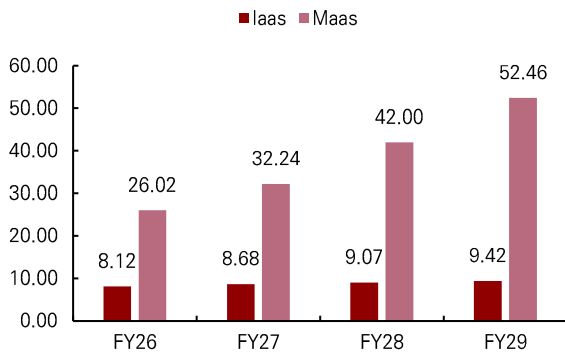
자료: Microsoft, KUVIC 리서치 5팀

1.2 MaaS 비중이 오를수록 MW당 매출이 오른다

같은 1MW, 높은 수익성
IaaS 대비 MaaS의 높은 수익성이 MSFT에게 귀속.

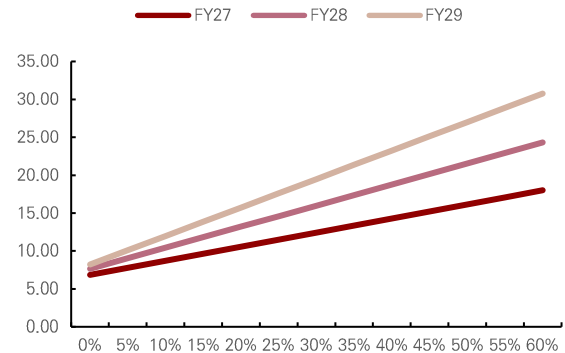
당사 추정 모델상 같은 1MW로 거두는 매출은 MaaS가 계약형 IaaS의 3배를 넘고, 그 격차는 갈수록 커진다. 평균 가동 용량 기준 FY26 계약형 IaaS Rev/MW는 \$8.1M, MaaS는 \$26.0M으로 3.2배이며, FY28에는 각각 \$9.1M과 \$42.0M으로 4.6배까지 벌어진다. 세대 교체의 효익이 돌아가는 주체가 다르기 때문이다. GB300에서 Rubin으로 넘어가면 랙 전력이 커져 MW당 GPU 수는 315개에서 224개로 줄고, GPU당 임대가는 약 57% 오르는 데 그친다. 반면 GPU당 토큰 처리량은 약 3배로 늘어난다. 그 결과 MW당 매출은 IaaS가 12% 늘 때 MaaS는 113% 늘어난다. 처리량 개선의 효익이 IaaS에서는 GPU를 빌린 고객에게, MaaS에서는 MSFT에게 돌아가는 것이다.

그림 14. 판매 방식별 Azure AI Rev/MW



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 15. MaaS 비중별 Azure AI Rev/MW



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

Azure AI 전체 Rev/MW는 두 방식의 용량 가중 평균이므로 MaaS 비중에 비례해 오른다. FY28 기말 용량 기준 MaaS 비중이 0%이면 \$7.7M으로 네오클라우드 수준이지만, 60%이면 \$24.3M으로 3.2배까지 커진다. 즉 동사가 지향하는 풀스택 AI는 Azure AI 용량의 절반가량을 토큰 판매로 채우는 상태이며, 바벨의 가운데가 열려야만 도달할 수 있다. **하지만 현재 시장은 이러한 Azure AI의 MaaS 비중 성장을 저평가하고 있다.** 본 리서치 팀이 추정하는 성장은 매출추정 파트에서 보다 자세하게 다루겠다.

표 12. MaaS 용량 비중별 Azure AI Rev/MW (\$M/MW, 기말 용량 기준)

MaaS 비중	FY27E			FY28E			FY29E		
	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
0%	6.9	6.9	6.9	7.7	7.7	7.7	8.2	8.2	8.2
5%	7.2	7.8	8.0	8.1	9.0	9.5	8.6	10.1	11.0
10%	7.6	8.7	9.1	8.5	10.4	11.3	9.0	12.0	13.7
15%	8.0	9.6	10.2	8.9	11.8	13.2	9.4	13.9	16.5
20%	8.4	10.6	11.3	9.3	13.2	15.0	9.8	15.7	19.2
25%	8.8	11.5	12.4	9.7	14.6	16.9	10.2	17.6	22.0
30%	9.2	12.4	13.5	10.1	16.0	18.7	10.6	19.5	24.8
35%	9.6	13.4	14.6	10.5	17.4	20.6	11.0	21.4	27.5
40%	9.9	14.3	15.7	10.9	18.8	22.4	11.3	23.2	30.3
45%	10.3	15.2	16.9	11.3	20.2	24.3	11.7	25.1	33.0
50%	10.7	16.2	18.0	11.7	21.5	26.1	12.1	27.0	35.8
55%	11.1	17.1	19.1	12.2	22.9	27.9	12.5	28.9	38.5
60%	11.5	18.0	20.2	12.6	24.3	29.8	12.9	30.8	41.3

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

모델은 투입재
플랫폼 선택 기준은
기업 데이터

1.3 왜 MSFT 인가: 해자는 모델이 아니라 데이터·업무 맥락·거버넌스

바벨의 가운데가 열려도 그 수요가 반드시 Azure 로 오는 것인지 의문이 들 수 있다. 다만 경쟁의 축은 분명해지고 있다. 모델 자체는 더 이상 차별화 요인이 아니다. Foundry 는 OpenAI·Anthropic·Mistral·xAI·자체 MAI 를 포함해 11,000 개 이상의 모델을 제공하고, AWS Bedrock 도 Anthropic·OpenAI·오픈소스·자체 모델을 모두 제공하며, Nebius Token Factory 는 60 개 이상의 오픈소스 모델을 폐쇄형 대비 최대 26 배 저렴한 비용으로 서빙한다. 나텔라 CEO 의 표현대로 모델은 투입재이고 언제든지 교체할 수 있다. 모델 성능이 상향 평준화될수록 기업이 플랫폼을 고르는 기준은 모델 바깥, 즉 어떤 데이터 위에서 모델을 돌릴 수 있는냐로 옮겨간다.

추론이 데이터가 있는 곳에서 일어난다는 점은 자명하다. 아마존 역시 고객이 AI 추론을 다른 애플리케이션 및 데이터와 가까운 곳에 두기를 원한다고 밝힌 바 있다. 동사는 그 데이터가 모이는 층을 쥐고 있다. Fabric 은 출시 2 년 만에 연환산 매출 20 억 달러를 넘었고 유료 고객은 4 만 곳 이상으로 늘었으며, OneLake 에 쌓인 데이터는 1 년 새 약 4 배가 됐다. PostgreSQL 과 Cosmos DB 매출도 각각 55%, 50% 성장했다. Fabric 은 외부 소스의 데이터를 OneLake 로 끌어와 함께 분석할 수 있어, 데이터가 다른 클라우드에 있다는 사실이 곧 이탈 장벽이 되지도 않는다.

표 13. MSFT 데이터·업무흐름 성장 지표

구분	지표	수치
데이터 플랫폼	Fabric 연환산 매출	\$2B 이상 (출시 2 년)
	Fabric 유료 고객 수	4 만 곳 이상
	OneLake 데이터량	전년 대비 약 4 배
데이터베이스	PostgreSQL 매출	+55% yoy
	Cosmos DB 매출	+50% yoy
업무 맥락	Work IQ 기반 데이터	17EB, +35% yoy
결합 사용	에이전트 그라운드팅 (Foundry·Fabric·Work IQ)	Fortune 500 의 약 90%

자료: Microsoft, KUVIC 리서치 5 팀

데이터가 한곳에 모이면 그 위에서 그라운드팅과 파인튜닝이 이뤄지고, 다시 그 위에서 토큰이 소비된다. 데이터 플랫폼의 성장이 곧 추론 수요의 선행 지표가 되는 구조이며, 동사의 고객사인 LG 전자의 사례가 이를 잘 보여준다.

표 14. 활용사례: LG 전자 사내 AI 데이터 분석 서비스 'CHATDA'

구분	내용
문제	빅데이터 급증과 VoC 등 비정형 데이터 처리 부담으로 R&D·제품기획의 데이터 분석이 지연
데이터 기반	Microsoft Fabric — 정형·비정형 데이터·문서, VoC, 소프트웨어·하드웨어 지식
모델	Azure OpenAI
작동 방식	자연어 질문 → AI 가 데이터 분석 / MCP 기반 에이전트로 여러 지식 소스 연결
성과: 분석 리드타임	1 주일 → 45 초 → 18 초
성과: 제품기획 분석	50 일 대기 → 20 분
성과: 활성 사용자	589 명 → 1,823 명 (약 3 배)

자료: Microsoft, KUVIC 리서치 5 팀

LG 전자 HS 사업본부는 데이터 규모가 급증하고 고객 피드백 같은 비정형 데이터가 늘면서, R&D 와 제품기획 부서가 데이터팀에 분석을 맡기고 결과를 받기까지 1 주일이 걸렸다. 이에 Fabric 에 정형·비정형 데이터와 문서를 모으고 그 위에 Azure OpenAI 모델을 얹은 사내 AI 데이터 분석 서비스를 구축해, 직원이 자연어로 물으면 AI 가 데이터를 직접 분석하도록 했다. 주목할 점은 두 가지다. 첫째, 핵심 자산은 모델이 아니라 Fabric 에 쌓인 LG 전자의 데이터이며, 모델은 그 위에 얹혀 언제든지 바뀔 수 있는 부품이다. 둘째, 데이터팀의 일부 업무였던 분석이 1,800 여 명의 일상 업무로 퍼졌다.

이미 존재하던 업무에 AI 추론이 스며들고, 쓰는 사람과 업무가 늘어난 만큼 토큰 소비도 늘어나는 바벨 가운데의 전형이다.

이 점에서 동사의 경쟁력은 프런티어 모델 경쟁의 승패와 무관하다. 기업이 MaaS 플랫폼을 고르는 기준이 모델이 아니라 데이터라면, 어떤 모델이 성능 경쟁에서 앞서든 그 모델은 결국 기업 데이터가 있는 플랫폼 위에서 서빙되어야 한다. 기업은 최고 성능의 모델이 바뀔 때마다 데이터를 옮기는 대신, 데이터가 있는 플랫폼 안에서 모델만 갈아 끼운다. Foundry 가 모델을 가리지 않고 제공하는 이유이며, 모델과 하네스의 분리가 바로 이 구조다. **프런티어 랩 간 경쟁이 치열해져 1 등 모델이 자주 바뀔수록, 특정 모델에 기대지 않고 데이터 위에서 토큰을 파는 플랫폼의 위치는 오히려 강해진다.** 결국 바벨의 가운데가 기존 기업 워크로드에 AI 가 스며드는 것이라면, 그 데이터를 전 동사가 MaaS 비중 상승의 가장 큰 수혜자가 될 가능성이 높다.

투자포인트 2. E7 전환에 따른 M365 Cloud 성장과 Azure AI 수요 확대

2.1 데이터 업무 맥락 위의 해자

해자는 정형 데이터가 아니라 M365의 업무 맥락

앞서 보았듯 플랫폼 선택의 기준은 모델이 아니라 데이터다. 그중에서도 에이전트가 본업을 수행하는 데 필요한 것은 데이터베이스에 저장된 정형 데이터가 아니라, 누가 어떤 역할로 어떤 문서와 대화를 통해 일하는지에 대한 업무 맥락 데이터다. Work IQ 는 M365 의 메일·문서·회의·채팅을 바탕으로 사람·역할·산출물·커뮤니케이션 이력을 기업의 보안 경계와 권한 안에서 모델에 연결한다. 여기에 업무 프로세스 데이터(Dynamics 365)와 코드(GitHub)까지 **한 회사가 모두 가진 사례는 동사가 유일하다**. GitHub 의 사용자는 2.25 억 명으로 경쟁사 GitLab(등록 사용자 5 천만 명 이상)의 4 배 수준이다. 회사에 따르면 주요 코딩 에이전트가 모두 GitHub 위에서 작동하며, 현재 GitHub 풀 리퀘스트 3 건 중 1 건에 에이전트가 관여한다. 또한 Fortune 500 기업의 약 90%가 이미 Foundry·Fabric·Work IQ 로 에이전트를 기업 맥락에 연결하고 있다.

이 맥락이 쌓인 곳이 곧 M365다. 동사는 4.5억 석이 넘는 유료 상용 좌석 위에서 계정·권한(Entra ID), 메일, 문서, Teams, SharePoint 를 하나로 묶어 제공하며, 고객사의 사내 시스템도 이 위에 구축되어 있다. 전환 비용은 데이터 이전보다 권한 체계 재설계와 전 직원 재교육에서 발생하며, 3~5 년 단위 기업계약(EA)이 전환 검토 시점마저 제한한다. 그 결과 동사는 가격 협상력을 갖고 있으며, **2025 년 11 월 EA 볼륨 할인 폐지와 2026 년 7 월 E3 8.3%, E5 5.3% 정가 인상**은 이를 실제로 행사한 사례이다. 할인 폐지만으로 상위 등급 고객은 실질적으로 6~12%의 가격 인상을 적용받는다.

2.2 에이전트 확산이 만드는 통제 수요는 E7 으로

보안 수요가 등급 상향을 이끄는 구조는 이미 E5 에서 확인되었다. E5 는 E3 에 엔드포인트·계정 위험 탐지, 고급 권한 관리, 컴플라이언스, Power BI, Teams Phone 을 더한 상품으로, 이를 개별 구매하면 월 85 달러이나 E5 는 60 달러다. 보급 포화로 월 0.22%p 까지 둔화되던 E5 의 대기업 좌석 침투율은 보안 위험이 부각된 FY24 이후 **월 0.30%p 로 1.36 배로 가속화**되었다. 에이전트는 이 구조를 더 강하게 반복한다. 현업 부서가 Copilot Studio 로 직접 만든 에이전트는 생성 주체와 데이터 접근 범위가 관리되지 않는 새로운 계정이며, 그 수가 늘수록 보안 공백도 커진다. 출시 2 개월 만에 Agent 365 에 등록된 에이전트가 약 4 천만 개에 달한다는 점은 이 공백이 이미 현실화되고 있음을 보여준다.

에이전트가 늘수록 통제 수요가 발생하고, 선택지는 E7 로 수렴

2026 년 5 월 출시된 E7 은 E5 에 Copilot, 에이전트 통제 플랫폼 Agent 365, 네트워크 접근 통제를 포함한 Entra Suite 를 결합해 단품 합계 117 달러를 99 달러에 제공한다. E5 와 Copilot 을 쓰는 고객이 Agent 365 만 개별 추가해도 105 달러로 E7 보다 비싸므로, **에이전트 통제가 필요해지는 시점에 고객의 선택지는 사실상 E7 하나로 수렴**한다. 2026년 7 월 1 일부로 Defender의 에이전트 보호 기능이 Agent 365 라이선스 필수로 전환된 것도 전환을 앞당긴다.

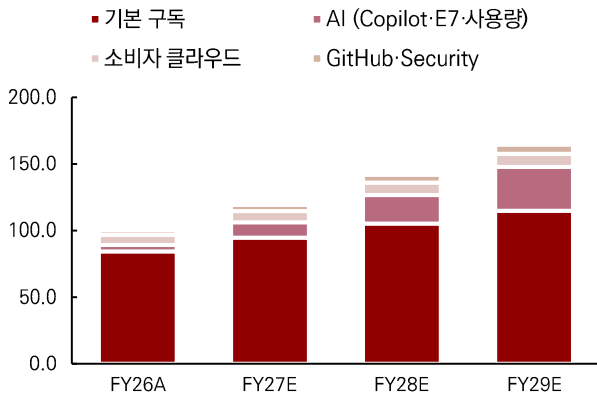
표 15. Microsoft 365 E7 구성과 가격 (사용자당 월)

구성	주요 기능	가격
Microsoft 365 E5	오피스·메일·협업 + 보안·컴플라이언스	60 달러
Microsoft 365 Copilot	업무 데이터 기반 AI 비서, 에이전트 생성	30 달러
Agent 365	에이전트 등록 권한 모니터링	15 달러
Entra Suite	네트워크 접근 통제, ID 거버넌스	12 달러
단품 합계		117 달러
E5 + Copilot + Agent 365 개별 구매	Entra Suite 미포함	105 달러
Microsoft 365 E7	위 4개 구성 일괄	99 달러

자료: Microsoft, KUVIC Research 5 팀

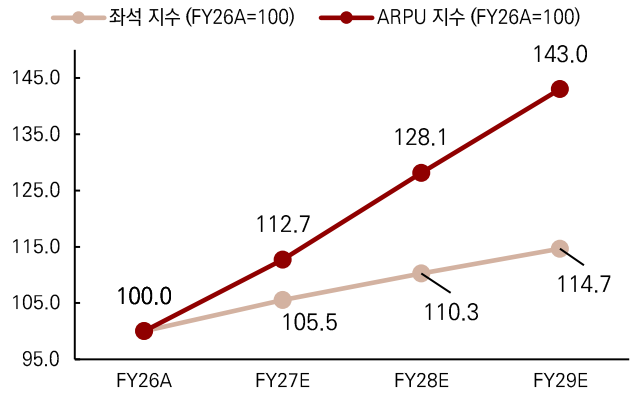
E7 은 새 좌석이 아니라 Copilot 을 쓰는 좌석의 등급을 올리는 상품이므로, Copilot 확산 속도가 곧 E7 의 전환 변수이다. Copilot 유료 좌석은 2026 년 4 월 2,000 만 석에서 7 월 3,000 만 석 이상으로 늘었고, 5 만 석 이상 도입 고객은 전년대비 7 배 이상으로 확대되어 조직 전체 배포 단계에 진입하였다. 이를 반영한 추정에서 M365 Cloud 매출은 FY26 1,003 억 달러에서 FY28 1,417 억 달러로 연평균 18.9% 성장한다. 좌석은 연평균 5.0% 증가에 그치지만 ARPU 는 연 13.2% 상승해 **성장의 약 72%가 단가에서 발생**하며, 이는 AI 확산으로 사무직 좌석이 줄어든다는 우려에 동사가 상대적으로 둔감함을 의미한다.

그림 16. M365 Cloud 매출 구성



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 17. 유료 좌석과 좌석당 월 ARPU 증가율



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

2.3 M365 에서 Azure 로 이어지는 에이전트 수요

하나의 에이전트 수요가 M365 와 Azure 매출을 동시에 키운다

M365 의 등급 상향은 Azure 수요로도 이어진다. 에이전트는 사람을 대신해 업무를 수행할 때마다 모델을 호출하므로, 좌석 요금과 별개로 추론을 일으킨다. Copilot 과 Agent 365 로 운영되는 에이전트는 Foundry 에서 모델을 호출하고 Fabric 의 데이터로 맥락을 확보하며, 이때 발생하는 토큰 소비가 곧 Azure AI 매출이다. **좌석 요금은 Productivity and Business Processes 부문에, 토큰 소비는 Azure AI 에 각각 인식되므로 같은 에이전트 수요가 두 부문의 매출을 동시에 키운다.** 더구나 추론량은 사용자 수가 아니라 업무 처리량에 비례하므로, 좌석 증가가 멈춘 뒤에도 Azure 측 소비는 업무량을 따라 계속 늘어난다.

반대 방향도 성립한다. Azure 에 데이터를 올리고 Foundry 로 에이전트를 만든 기업일수록 M365 의 상위 등급이 필요해진다. Fabric 의 데이터만으로는 에이전트가 누가 무엇을 승인하는지를 알 수 없어 Work IQ 의 업무 맥락이 필요하고, 에이전트가 늘어날수록 이를 통제하는 Agent 365 가 필요해지기 때문이다. 즉 **Azure 에서 에이전트를 많이 만들수록 E7 전환 유인이 커지고, M365 에서 에이전트를 많이 쓸수록 Azure 토큰 소비가 늘어나는 양방향 구조**이다. Foundry 와 Fabric 을 함께 쓰는 고객이 1.7 만 곳으로 60% 늘고, PostgreSQL 고객 중 Foundry 도 쓰는 고객이 80% 증가한 것이 그 증거다. 본 리서치 팀은 M365 Cloud 와 Azure AI 를 각각 추정하였으나 두 부문의 성장 동인은 하나로 연결되어 있다. **에이전트 확산은 어느 한 부문이 아니라 동사 전체의 매출 성장률을 끌어올리는 요인**이며, 한 부문의 도입이 다른 부문의 수요를 만든다는 점에서 경쟁사가 복제하기 어려운 구조이다.

표 16. 에이전트 수요의 두 매출 경로

구분	M365 경로	Azure 경로
주요 상품	Copilot, E7, Agent 365	Foundry 모델 호출, Fabric
매출 인식 부문	Productivity and Business Processes	Intelligent Cloud (Azure AI)
FY28E AI 매출	215억 달러	960억 달러
FY28E 매출총이익률	69.4%	46.0%

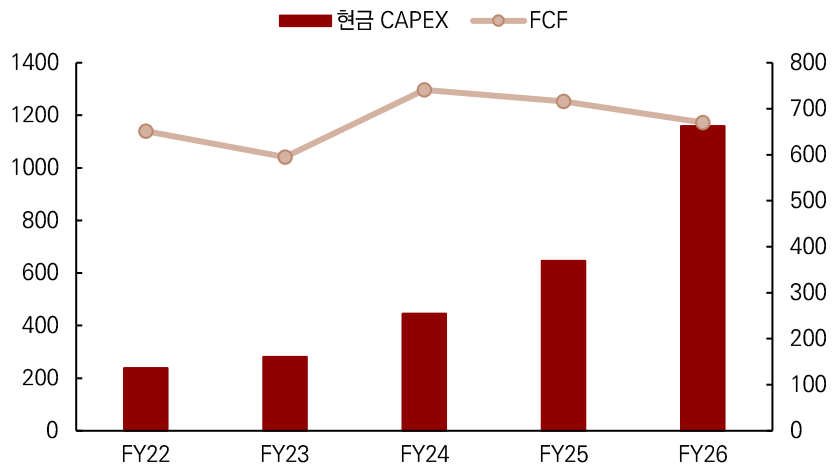
자료: Microsoft, KUVIC Research 5팀

투자포인트 3. AI 투자를 떠받치는 본업 현금창출력

영업현금이 CAPEX 증가를 앞섰다
FY23 이후 영업현금 +953억달러, CAPEX +878억달러 증가

빅테크 중 동사만 FCF 양수를 유지하고 있다. 동사의 현금 CAPEX는 FY23 281억달러에서 FY26 1,159억달러로 4.1배(연평균 +60%) 증가했으며, FY26에는 전년 대비 +80% 확대됐다. 그럼에도 FCF는 같은 기간 595억~741억달러 밴드를 벗어나지 않았다.

그림 18. 현금 CAPEX 및 FCF 추이(FY22~FY26)



자료: Microsoft

이는 투자 재원이 영업현금에서 나오기 때문이다. 영업현금흐름(OCF)은 같은 기간 876억달러에서 1,829억달러로 2.1배 확대됐고, **CAPEX가 영업현금흐름에서 차지하는 비중이 32%에서 63%로 상승하는 동안 영업이익률은 41.8%에서 46.8%로 오히려 개선됐다.** 투자 강도를 두 배 가까이 끌어올리는 과정에서 본업 수익성이 훼손되지 않았다는 의미이며, 이 구조는 본업 수익성이 유지되는 한 성립한다.

영업비용이 고정비를 흡수
영업비용 매출에 비례하지 않아, 매출이 커지면 비중은 21.2%→17.0% 감소

향후에는 고정비 부담이 본격화된다. 감가상각비는 FY23 110억달러에서 FY26 343억달러로 이미 3.1배 늘었으며, 본 리서치팀 추정에 따르면 FY28 716억달러로 증가해 매출 대비 비중은 10.3%에서 14.5%로 상승한다. 이에 따라 매출총이익률은 67.9%에서 64.5%로 하락하나, 매출이 연평균 +21.9% 성장하는 가운데 영업비용 증가율은 +9.1%에 머물러 영업비용의 매출 대비 비중이 21.2%에서 17.0%로 하락한다. 이 하락폭이 매출총이익률 하락분을 상쇄하며 영업이익률은 FY27E 46.7%에서 FY28E 47.6%로 개선될 전망이다.

리스 포함 이자부담은 영업이익의 2%
FY26
이자비용(금융리스 이자 포함) 31억달러, 이자보상배율 51배

동사도 금융리스 형태로 외부 자금을 활용하지만, **이자 부담이 작고 신용등급은 AAA 를 유지하고 있다.** 조달 환경이 나빠지더라도 CAPEX 계획이 제약될 가능성이 낮은 이유다. 더하여 현금성자산 및 단기투자 768 억달러, 연간 487 억달러 규모의 주주환원 조정 여지는 아직 사용하지 않은 선택지다. 현재의 투자 강도는 가용 자원의 상한이 아니다.

투자리스크

1. CAPEX 대비 투자회수의 불확실성

투자가 매출보다
앞서 있다
설비투자 매출 대비
FY24 23% → FY26
44%

동사의 FY26 설비투자는 리스를 포함해 1,453억달러로 전년 대비 65% 늘었고, 매출 대비 비중은 FY24 23%, FY25 31%에서 FY26 44%까지 높아졌다. 투자 재원은 영업현금으로 충당되고 있으나, 조달 능력과 투자 회수는 별개의 문제다. Bain은 **AI 인프라 투자가 매출의 25% 수준이어야 지속 가능하다**고 본다. 이 기준으로 FY26 투자 규모를 뒷받침하려면 연 매출이 5,800억달러는 되어야 하는데, FY26 매출은 3,318억달러다.

투자 부담은 설비투자 금액에만 그치지 않는다. 분기 기준으로도 FY25 4분기 242억달러에서 FY26 4분기 410억달러로 확대됐고, 아직 개시되지 않은 리스 약정 3,291억달러와 구매약정 1,940억달러가 남아 있다. 미개시 리스는 1년 전 927억달러에서 3.5배로 늘었다.

설비투자 증가는 이미 비용으로 나타나고 있다. 감가상각비는 FY25 220억달러에서 FY26 343억달러로 56% 증가해 매출 성장률 18%를 크게 웃돌았고, Microsoft Cloud 매출총이익률은 FY24 1분기 73%에서 FY26 4분기 65%로 낮아졌다.

부품 가격 상승분은 앞으로 반영된다. 동사가 밝힌 CY26 투자 중 약 250억달러가 메모리 등 부품 가격 상승분으로, 같은 금액으로 확보할 수 있는 용량이 줄어든다는 의미다. 이 금액은 설비투자 단가에 먼저 불고 손익에는 서버 내용연수 6년에 걸쳐 순차적으로 들어오기 때문에, 매출총이익률 압박은 당분간 이어질 수 있다. 분기별 설비투자액과 리스 잔액, 부품 가격 흐름을 함께 지켜볼 필요가 있다.

2. 경쟁사 대비 자체 칩과 모델의 열위

동사의 자체 칩 Maia는 개발 기간이 3년으로 구글 12년, AWS 8년에 비해 짧고, 고객이 임대할 수 있는 상품도 없어 자사 워크로드에만 쓰인다. **칩으로 원가를 낮출 수 있는 여지가 경쟁사보다 작다**는 뜻이다. AWS는 전체 연산의 절반가량을 자체 칩 Trainium으로 처리하며, Trainium2를 칩-시간당 2.24달러로 자사 H100 예약가의 43% 수준에 공급한다. 구글 역시 TPU를 자사 클라우드뿐 아니라 고객사에 직접 판매하고 있으며, 칩과 모델을 함께 최적화해 Gemini 서빙 단가를 2025년 한 해 78% 낮춘 것으로 발표했다.

자체 칩이 범용
GPU를 따라잡는 중
Trainium3 362PF
GB200 360PF

자체 칩과 범용 GPU의 성능 격차도 좁혀지고 있다. AWS Trainium3 랙은 FP8 연산 362PF로 엔비디아 GB200 랙(360PF)과 거의 같은 수준에 올라섰고, 구글 TPU 8세대는 7세대 대비 가격 대비 성능이 학습 최대 2.7배, 추론 80% 개선된 것으로 발표했다. 동사의 Maia 200은 2026년 1월 생산에 들어가 아이오와와 애리조나에서 가동 중이며 토큰당 비용을 30% 이상 낮췄다. 다만 외부 판매나 임대로 이어지지 않아 원가 절감 효과가 적용되는 범위가 제한적이다.

모델의 경우 동사도 자체 모델을 보유하고 있으며 일부 서비스의 연산 비용을 크게 낮추는 데 활용하고 있다. 다만 최상위 성능은 외부 모델에 의존하고 있어, 칩과 모델을 모두 자체 보유한 구글과는 원가 구조에서 차이가 있다. 동사는 엔비디아·AMD GPU에 자체 칩을 섞어 쓰는 구성이어서 고객이 선택할 수 있는 폭은 넓다. 다만 자체 칩의 경제성이 범용 GPU를 앞서는 시점이 오면, 자체 칩 비중이 높은 사업자는 가격을 내리고도 마진을 지킬 수 있다. **동사는 가격 대응과 수익성 사이에서 선택의 폭이 상대적으로 좁아질 수 있다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

Azure

같은 용량,
다른 매출
무엇으로 파느냐가
MW당 매출을
가른다

Azure AI 매출을 ‘용량(MW) × MW당 매출(Rev/MW)’로 추정했다. 전체 용량은 FY26 12GW에서 출발해 ‘2년 내 용량 2배’ 가이드언스를 감안해 FY27~29 16.8/21.0/25.3GW로 추정했고, Azure AI 비중은 30%→37%→43%, FY29는 증가폭 감속 추세를 연장한 48%를 적용했다. 매출은 연중 가동 용량에서 발생하므로 기초·기말 평균 용량을 사용했다.

Rev/MW는 고객 유형에 따라 두 개의 버킷으로 나뉘었다. 첫째는 OpenAI 등 프런티어 랩에 GPU를 장기 임대하는 계약형 IaaS로, ‘MW당 GPU 수 × 시간당 임대료 × 가동률 × 8760시간(365일)’로 계산한다. 둘째는 Foundry를 통해 모델을 토큰 단위로 판매하는 MaaS로, ‘MW당 GPU 수 × 토큰 처리량 × 토큰 단가 × 가동률’로 계산한다. MW당 GPU 수는 Epoch AI의 MSFT 데이터센터 데이터로부터 PUE와 랙 외 IT 전력을 고려하여 계산했고, 처리량과 단가는 (GB300 기준 GPU당 초당 2,750토큰, 100만 토큰당 \$1.75)으로 설정했다. **같은 GB300 1MW라도 GPU로 빌려주면 연 1,200만달러, 토큰으로 팔면 3,600만달러로 MaaS가 약 3배의 매출을 낸다.** 이 격차는 세대가 바뀔수록 커져 Rubin 세대 MaaS Rev/MW는 7,600만달러에 이른다. 사양이 공개되지 않은 Feynman은 직전 두 차례 메이저 세대 교체의 평균 증가율을 연장했다.

신규 GPU 중 세대 믹스는 과거 세대 믹스의 변화 양상에 맞춰 이를 루빈과 파인만 세대로 적용하여 추정하였고 가동률의 경우 동사의 “추론 클러스터의 최대 전력 사용률이 79%이고, 낮 시간대 중심의 일중 패턴을 보였다”는 언급과 Alibaba의 데이터센터 GPU 할당률 데이터를 함께 고려하여 75%라는 가동률을 가정하였다. 이를 통해 계산한 IaaS 시장가(Rev/MW)는 26년의 10.74이나, 실제 계약가는 8~9 수준이라는 점에서 일정한 할인율이 존재함을 파악했고, 이는 유동적으로 변하는 가동률과 장기 임대 계약에 따른 가격 하락이 미치는 영향으로 해석했다. 일정한 할인율을 적용해 IaaS 계약 Rev/MW를 도출했다.

현재 두 버킷의 비중은 FY26 실적으로 역산했다. FY26 Azure AI 매출 257억달러 중 프런티어 랩 매출은 약 214억달러로 추정된다. 이를 평균 용량 2.8GW에 맞추면 계약형 IaaS Rev/MW는 810만달러로 CoreWeave(960만달러)·Nebius(870만달러) 등 네오클라우드와 비슷하고, MaaS가 차지하는 용량은 5.9%에 불과하다.

무게중심의 이동
용량은 일부지만
매출의 중심은
MaaS로 옮겨간다

MaaS 비중 변화는 MaaS 매출의 성장 경로를 실측 지표로 가정한 뒤 ‘MaaS 비중 = MaaS 매출 ÷ (평균 용량 × MaaS Rev/MW)’로 계산했다. 출발 성장률은 두 실측치 사이에서 정했다. 하한은 Foundry 매출 성장률, 상한은 연환산 1조 토큰 이상을 쓰는 Foundry 고객 수 증가율(4배)이며, Base는 두 값의 기하평균인 연 2.83배다. 이 속도는 FY28까지 유지했다. Foundry 지표가 아직 가속 중이고 회사가 ‘수요가 여전히 공급을 넘는다’고 밝힌 만큼 FY27 AI 용량 확대(+75%)와 Rubin 전환이 오히려 성장을 풀어줄 것으로 보기 때문이다. FY29부터는 MaaS가 Azure AI 매출의 3분의 1을 넘어 기저가 커지므로, MSFT AI 사업 연환산 매출 성장률이 +175%(FY25 2Q)에서 +123%(FY26 3Q)로 둔화한 속도를 적용했다.

그 결과 MaaS 용량 비중은 FY26 5.9%에서 FY27 7.6%, FY28 10.7%, FY29 14.6%로 높아지고, Azure AI 매출은 FY27 514억달러, FY28 960억달러, FY29 1,664억달러에 이른다. 핵심은 성장 원천의 이동이다. **같은 기간 계약형 IaaS 매출 성장률은 84%에서 38%로 둔화하는 반면, MaaS는 FY29에도**

성숙한 범용
클라우드
과거 성장 경로를
따라 완만히
감속한다

용량의 15%에 불과하지만 Azure AI 매출의 49%를 차지하게 된다.

Core Azure(AI 외 컴퓨트·스토리지·데이터베이스 등 범용 클라우드)는 성숙 단계에 있어 과거 성장률 기반으로 추정했다. FY26 Core 매출은 재작성된 Azure 실적 1,019억달러(8-K, 신청의)에서 Azure AI 257억달러를 차감한 763억달러다. 이후 성장률은 기존의 Core Azure 경로(FY27 +25.1%, FY28 +22.2%)를 따르고, FY29는 같은 감속폭(-3%p)을 한 번 더 연장한 +19.4%를 적용했다. 이는 과거 Core 성장률이 FY24~26 21~26%였던 점을 감안하면 무리 없는 수준이다.

표 17. Azure 전체 매출 추정 (Core + AI)

(\$B)	FY25	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
Core Azure	-	76.3	95.4	116.6	139.2
YoY	-	-	25.1%	22.2%	19.4%
Azure AI (Base)	-	25.7	51.4	96.0	166.4
YoY	-	-	100%	87%	73%
Azure 합계 (Base)	72.6	101.9	146.8	212.6	305.6
YoY	-	40.4%	44.0%	44.8%	43.7%
AI 비중	-	25%	35%	45%	54%

자료: Microsoft, KUVIC 리서치 5팀

표 18. GPU 세대별 MW당 매출: 임대(IaaS) vs 토큰 판매(MaaS)

(\$M/MW)	Hopper	GB200	GB300	Rubin	Feynman
MW당 GPU 수 (개, 시설 전력 기준)	555	354	315	224	-
IaaS Rev/MW (시장 임대가 기준)	9.9	12.4	12.1	13.5	15.8
MaaS Rev/MW (Base)	25.0	26.9	35.8	76.4	133.5

자료: Epoch AI, NVIDIA, KUVIC 리서치 5팀

표 19. Azure AI 매출 추정 (Base)

	FY26	FY27E	FY28E	FY29E
계약형 IaaS Rev/MW (\$M, 평균 용량)	8.1	8.7	9.1	9.4
MaaS Rev/MW (\$M, 평균 용량)	26.0	32.2	42.0	52.5
MaaS 용량 비중	5.9%	7.6%	10.7%	14.6%
블렌디드 Rev/MW (평균 용량, \$M)	9.2	10.5	12.6	15.7
Azure AI 매출 (\$B)	25.7	51.4	96.0	166.4
Rev/MW (기말 용량, \$M)	7.1	8.3	10.6	13.7
Azure AI 매출 내 MaaS 비중	17%	23%	36%	49%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

Microsoft 365 Cloud

좌석보다 단가
좌석은 천천히 늘고
성장은 단가가
이끈다

Microsoft 365 Cloud 매출을 기본 구독, AI, 소비자 클라우드, GitHub·Security Copilot의 네 부문으로 나누어 추정하였다. 실적 발표에서 제시된 사업별 성장률과 Copilot 좌석 수를 이용해 네 부문으로 분해하였다. 비중이 작은 소비자 클라우드(FY26 76억 달러)는 구독자 증가율(FY27~29 각 6.5%, 5.5%, 4.5%)과 ARPU 증가율(5.0%, 2.5%, 2.0%)을 곱하는 방식으로, GitHub·Security Copilot(35억 달러)은 연 30%에서 20%로 둔화하는 성장률로 추정하였다. 추정의 핵심은 매출의 84%를 차지하는 기본 구독과 성장 기여가 가장 큰 AI 부문이다. 기본 구독은 수량과 단가를 분리해 전년 매출에 좌석 증가율과 좌석당 단가 상승률을 순차적으로 곱하여 추정하였다. AI는 Copilot 평균 좌석에 좌석당 유효 단가를 곱하되, 유효 단가에 E7 등급 상향분과 사용량 과금을 더해 반영하였다. **그 결과 M365 Cloud**

매출은 FY29 1,644 억달러로 연평균 17.9% 성장하며, FY26~29 누적 증가분의 43.6%가 AI 에서 발생한다.

표 20. Microsoft 365 Cloud 매출 추정

항목	단위	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
① 기본 구독	백만 달러	84,362	94,586	105,282	114,978
② AI (Copilot·E7·사용량 과금)	백만 달러	4,808	11,551	21,479	32,794
③ 소비자 클라우드	백만 달러	7,605	8,504	9,196	9,802
④ GitHub·Security Copilot	백만 달러	3,525	4,582	5,728	6,873
Microsoft 365 Cloud 합계	백만 달러	100,299	119,223	141,684	164,447
YoY	%	18.5	18.9	18.8	16.1
유료 상용 좌석(평균)	백만 석	454.3	479.3	500.9	520.9
Copilot 유료 좌석(기말)	백만 석	30.0	62.0	98.0	136.0
AI 매출 비중	%	4.8	9.7	15.2	19.9

자료: KUVIC 리서치 5 팀 추정

기본 구독은 전년 매출에 좌석 증가율, 정가 인상 효과, 등급 믹스 효과, EA 할인 폐지 효과를 순차적으로 곱해 추정하였다. 좌석 증가율은 FY26 분기 6% 수준에서 신규 좌석이 중소기업과 현장직 위주로 유입되는 점을 반영해 5.5%, 4.5%, 4.0%로 둔화시켰다. 정가 인상은 2026년 7월 E3 8.3%, E5 5.3% 인상이 3년 단위 EA 갱신 시점에 나누어 반영된다고 보아 연 2.0~3.0%를, 등급 믹스는 FY26 기본 ARPU 상승률 7.0%의 대부분이 E3→E5 상황에서 발생한 점을 근거로 2.2~2.7%를 적용하였다. EA 볼륨 할인 폐지 효과는 적용 대상을 단계적으로 좁혀 산정하였다. 폐지되는 등급별 할인율(6%, 9%, 12%)을 좌석 분포로 가중하면 해당 고객의 가격은 9.75% 오르지만, 이 인상은 기본 구독 매출의 82.1%를 차지하는 대기업 등급에만, 그중에서도 EA 계약을 경유하는 75%에만 적용된다. 여기에 인상분의 절반이 개별 협상 할인이나 Copilot 크레딧으로 환원된다고 보아 기본 구독 전체 기준 3.0%로 산정하였다. EA는 3년 계약이므로 효과는 한 번에 나타나지 않고, 매월 36분의 1씩 갱신되면서 FY26 8.3%에서 FY29 98.6%까지 순차 반영된다. **그 결과 기본 ARPU는 연 5.0~6.5% 상승하고, 기본 구독 매출은 FY29 1,150억달러로 연평균 10.9% 성장한다.**

표 21. 기본 구독 매출 추정

항목	단위	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
유료 상용 좌석(평균)	백만 석	454.3	479.3	500.9	520.9
좌석 증가율	%	-	5.5	4.5	4.0
정가 인상 효과	%	-	2.5	3.0	2.0
등급 믹스 효과(E3→E5)	%	-	2.7	2.4	2.2
EA 할인 폐지 갱신 반영률	%	8.3	40.3	73.6	98.6
EA 할인 폐지 효과(YoY)	%p	-	0.96	0.99	0.73
기본 ARPU 증가율	%	-	6.3	6.5	5.0
기본 구독 매출	백만 달러	84,362	94,586	105,282	114,978

자료: KUVIC 리서치 5 팀 추정

AI가 올리는 단가
Copilot 확산과 E7 전환이 AI 매출을 견인한다

AI 매출은 Copilot 기본 매출, E7 순증 매출, 사용량 과금 매출의 세 갈래로 나누어 추정하였다. Copilot 기본 매출은 평균 좌석에 좌석당 월 18.9달러를 곱해 산출하였다. 이 단가는 FY26 AI 매출을 같은 기간 평균 좌석 2,120만 석으로 나눈 값으로 정가 30달러의 63% 수준이며, 기업 고객이 정가보다 낮은 금액에 계약한다는 점을 반영하였다. 좌석 수는 FY4Q26 분기 순증 약 1,000만 석이 분기 800~950만 석으로 유지된다고 보아 FY27~29 기말 각각 6,200만, 9,800만, 1억 3,600만 석으로 추정하였다. E7 전환 속도는 E5의 출시 이후 전환율을 참고하였다. E5는 출시 초기 3년간 대기업 좌석 침투율이 월 0.36%p씩 올랐고 보안 수요가 부각된 FY24 이후 전환이 1.32배 빨라졌는데, 에이전트 보안을 묶은 E7에도 같은 배수가 작용한다고 보아 월 0.48%p를 300인 초과 기업 좌석(전체의 42.8%)에

적용하였다. E7의 1석당 매출은 정가 99달러 전액이 아니라 순수 증가분만 인정하였다. E7 고객은 원래 E5와 Copilot을 함께 쓰던 고객이므로, E5와 E7의 정가 차이 39달러에 실현율(실제 계약 단가 ÷ 정가) 77.6%를 곱한 뒤 이미 내고 있던 Copilot 18.9달러를 빼면 월 11.4달러가 남는다. 실현율은 EA 할인 폐지로 FY29 80.2%까지 올라 1석당 증분도 12.4달러로 높아질 것으로 추정하였다.

표 22. AI(Copilot·E7) 매출 추정

항목	단위	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
Copilot 유료 좌석(기말)	백만 석	30.0	62.0	98.0	136.0
Copilot 평균 좌석	백만 석	21.2	46.0	80.0	117.0
Copilot 기본 매출	백만 달러	4,808	10,433	18,144	26,536
E7 대기업 좌석 침투율(기말)	%	1.0	6.8	12.5	18.3
E7 좌석(기말)	백만 석	2.0	13.9	26.8	40.6
스위트 실현율	배	0.776	0.785	0.795	0.802
E7 1석당 순증	달러/월	11.4	11.7	12.1	12.4
E7 순증 매출	백만 달러	-	1,118	2,951	4,995
사용량 과금 매출	백만 달러	-	0	384	1,264
AI 매출 합계	백만 달러	4,808	11,551	21,479	32,794
AI 유효 단가	달러/월	18.9	20.9	22.4	23.4

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

비용 추정 논리

용량에 묶인 원가
Azure AI MW당
원가 FY26
634만달러 →
FY29E 705만달러

매출원가는 데이터센터 원가와 그 외 원가로 나누어 추정했다. Azure AI, Core Azure, Copilot 처럼 데이터센터에서 발생하는 원가는 가동 용량(MW)에 MW 당 원가를 곱해 산출했다. 용량은 매출 추정과 동일한 평균 가동 용량(Azure AI 기준 FY26 2.80GW → FY29E 10.59GW)을 적용했다. 데이터센터 외 원가(검색 TAC, 하드웨어, 게이밍, 지원·컨설팅 인력)는 사업별 매출총이익률과 인당 원가로 추정하고, FY26 8-K 세그먼트 원가와 차이 보정분으로 반영했다.

FY26 Azure AI의 MW당 원가는 매출총이익률 28.5%에서 역산한 634만달러(OpenAI 수익배분 포함 실효 원가 655만달러)이며, 바텀업으로도 검증했다. 1MW에 들어가는 IT 장비 투자비 2,280만달러를 서버 내용연수 6년으로 나눈 IT 감가 380만달러, 건물·전력설비 투자비 1,620만달러를 15년으로 나눈 비 IT 감가 108만달러, 전력·운영비 200만달러를 더하면 **688만달러로, 실효 원가(655만달러)와 5% 이내에서 일치한다.** 이 중 IT 감가가 원가의 55%, 비 IT 감가가 16%, 전력·운영비가 29%를 차지한다.

Rubin(2026년 하반기 양산)과 Feynman(2028년) 세대는 랙당 전력이 커지고 800V 직류 배전, 수랭 설비처럼 전력·냉각 구조가 바뀐다. 본 모델은 원가를 시설 전력(MW) 단위로 산정하므로, GPU 당 전력 증가는 MW당 원가가 아닌 필요 용량(GW) 증가로 반영된다(1MW당 GPU 수 GB300 315개 → Rubin 224개). 결국 세대 전환이 MW당 원가에 미치는 영향은 1MW에 들어가는 장비 가격에 달려 있다. 전력반도체는 탑재량이 늘어도 금액 비중이 작다. 부품업체 제시치 기준 현재 130kW 랙의 전력반도체는 1만 2천~1만 5천달러, 차세대 1MW 랙은 약 10만달러로 MW당 총 투자비(약 3,900만달러)의 0.5%에도 못 미친다. **원가 상승의 핵심은 HBM4 탑재로 가격이 오른 GPU 랙이다.**

Rubin(VR200 NVL72) 랙 가격은 Morgan Stanley 추정 약 780만달러로, 메모리 비용만 GB300 37만달러에서 200만달러로 늘어난다. GB300 랙(약 400만달러) 대비 1MW에 들어가는 랙 수는 4.37개에서 3.11개로 줄지만 랙 가격이 1.95배 오르면서, **MW당 IT 투자비는 GB300의 1.39배가 된다(Base).** HBM4 가격 상승을 더 크게 반영한 Bernstein 추정(랙당 910만달러)을 쓰면 1.62배로, 이를 High 시나리오로 두었다. GPU 가격 비율(Rubin 5.5만달러 ÷ Blackwell 3.5만달러)만 반영한 1.12배는 Low 시나리오로, 매출 추정의 IaaS 임대료가 배수와 같은 근거다. Feynman은 사양이

공개되지 않아 매출 추정과 같은 규칙(메이저 세대 교체 배수의 기하평균 연장)으로 Rubin 배수의 1.5 제곱(1.63 배)을 적용했다.

세대별 투자비 배수를 연도별 플릿 구성에 가중했다. 매출 추정과 같은 세대 믹스를 사용하면 평균 가동 용량 중 Rubin 비중은 FY27E 8%, FY28E 26%, FY29E 42%이고, Feynman은 FY29E 3%다. 서버는 6 년에 걸쳐 감가되므로 신규 세대의 원가는 플릿 비중만큼만 평균 원가에 반영된다. 그 결과 IT 투자비 지수는 FY29E 1.18 까지 오른다. 전력·운영비는 연 1.5% 상승을 가정했다. PJM 도매 전력비가 2026년 상반기 전년 대비 50% 올랐으나, MW 당 전력·운영비 200 만달러 중 전기료는 약 50 만달러에 불과하고 상당 부분이 장기 전력구매계약(PPA)으로 고정돼 있다. 비 IT 투자비는 Base 에서 동결했다.

세 지수를 FY26 원가 비중으로 가중한 MW 당 원가는 634 만달러에서 FY27E 647 만, FY28E 674 만, FY29E 705 만달러로 오른다(OpenAI 수익배분을 포함한 실효 원가 기준으로는 655 만 → 712 만달러). 연간 상승률은 2.1% → 4.2% → 4.5%로, Rubin 비중이 커지는 FY28E 부터 기존 가정(연 3%)을 웃돈다. 건물 내용연수 연장(15년 → 25년, MW 당 원가 약 -6%)과 자체 칩 Maia 200의 토큰당 비용 절감(-30%)은 보수적으로 반영하지 않고 원가 버퍼로 남겨두었다.

Core Azure 는 전체 용량의 33~30%를 배분하고 FY26 매출총이익률 64%에서 MW 당 원가(779 만달러)를 역산했다. 범용 CPU 서버는 가격 상승폭이 작고 자체 CPU(Cobalt) 효과가 이를 상쇄한다고 보아 MW 당 원가를 동결했다. Copilot은 좌석당 원가를 FY26 매출총이익률 65%로 보정한 뒤, Azure AI MW 당 원가 변화와 추론 효율 개선(좌석당 필요 용량 연 10% 감소)을 반영했다. 검색 TAC 율(33.9%)과 Xbox 콘텐츠 매출총이익률(57.6%)은 8-K 원가에서 역산했다. Agents and Infra에 남는 FY26 차이(35 억달러, 매출의 1.3%)는 Azure 인프라 원가로 간주해 용량에 비례 배분했다.

영업비용은 연구개발비를 인건비와 내부 학습용 컴퓨트(전체 용량의 5%)로 나누고, 판매마케팅비는 매출 대비 8.0%에서 5.7%로 하락, 일반관리비는 고정비로 가정했다.

영업 레버리지

매출총이익률
4.1%p 하락에도
영업이익률 FY29E
49.0%

매출원가는 FY26 1,064 억달러에서 FY29E 2,225 억달러로 연평균 27.9% 증가하여 매출 성장률(22.8%)을 상회한다. 같은 기간 유형자산 감가상각비가 343 억달러에서 1,024 억달러로 늘면서 매출 대비 비중은 10.3%에서 16.6%로 높아지고, 매출총이익률은 67.9%에서 63.8%로 4.1%p 하락한다. 하락은 Agents and Infra(69.6%→65.3%)에 집중되며, Devices and Consumer는 60%대 초반을 유지한다. 반면 영업비용은 연 9.1% 증가에 그쳐 매출 대비 비중이 21.2%에서 14.8%로 6.4%p 낮아진다. **영업비용 레버리지가 매출총이익률 하락을 상쇄하여 영업이익률은 FY27E 46.7%를 저점으로 FY29E 49.0%까지 회복한다.**

표 23. 비용 추정 요약

항목	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
매출액 (백만달러)	331,839	399,400	493,291	615,170
매출원가 (백만달러)	106,374	136,256	174,902	222,533
Azure AI 원가 (백만달러)	18,353	31,884	51,802	75,456
Core Azure 원가 (백만달러)	27,457	36,370	46,353	54,954
유형자산 감가상각비 (백만달러)	34,300	48,834	71,577	102,384
매출총이익률 (%)	67.9	65.9	64.5	63.8
Agents and Infra (%)	69.6	66.9	65.1	65.3
Devices and Consumer (%)	60.8	60.5	61.2	61.4
영업비용 (백만달러)	70,228	76,805	83,613	91,331
연구개발비 (백만달러)	35,562	39,352	43,345	47,576
판매마케팅비 (백만달러)	26,710	29,795	32,113	35,003
일반관리비 (백만달러)	7,956	7,658	8,155	8,752
영업비용/매출액 (%)	21.2	19.2	17.0	14.8
영업이익 (백만달러)	155,237	186,338	234,776	301,305
영업이익률 (%)	46.8	46.7	47.6	49.0

자료: KUVIC 리서치 5 팀 추정

비용 측면의 경쟁 우위

자가 보유의 힘
매출은 오르고
원가는 묶여
수익성이 커진다

Azure AI의 MW당 매출은 FY26 917만 달러에서 FY29E 1,571만 달러로 71% 증가하는 반면, MW당 원가는 655만 달러에서 712만 달러로 9% 증가에 그친다. 이에 따라 MW당 매출총이익은 3.3배 확대되고 Azure AI 매출총이익률은 28.5%에서 54.7%로 개선된다. 동사는 데이터센터를 자가 보유하므로 MW당 원가가 네오클라우드 임차 원가(950만 달러) 대비 약 30% 낮다. FY27E MW당 매출 1,048만 달러를 동일하게 적용하면 동사의 매출총이익률은 38.0%이나, 임차 원가 기준으로는 9.4%에 불과하다. 또한 금융리스가 운용리스로 넘어가기 때문에 이자비용은 FY26 30.5억 달러에서 FY29E 22.3억 달러로 감소한다.

표 24. Azure AI MW당 경제성

항목	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
MW당 매출(Rev/MW) (백만달러)	9.17	10.48	12.58	15.71
MW당 원가(동사 자가 설비) (백만달러)	6.55	6.50	6.79	7.12
MW당 원가(네오클라우드 임차, 참고) (백만달러)	9.50	9.50	9.50	9.50
MW당 매출총이익 (백만달러)	2.62	3.98	5.79	8.59
Azure AI 매출총이익률 (%)	28.5	38.0	46.0	54.7

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

Valuation Method

Why Historical PER?

**FY28E 전사 순이익
× Target P/E**
Azure·M365
Cloud는 인프라와
고객 계약을 공유.
설비투자 부담은
감가상각으로
순이익에 이미 반영

동사의 기업가치는 FY28E(2027년 7월~2028년 6월) 순이익에 Target PER을 적용하는 방식으로 평가하였다. 동사는 FY27부터 사업부를 Agents and Infra와 Devices and Consumer로 재편하였으나, Azure와 Microsoft 365 Cloud가 같은 데이터센터 인프라와 고객 계약을 공유하므로 사업부를 분리해 합산하는 방식보다 전사 이익으로 평가하는 것이 타당하다고 판단하였다. 또한 FY27~FY28은 AI 데이터센터 설비투자가 집중되는 구간으로, 현금흐름 기반 평가에서는 투자 지출이 일시적으로 기업가치를 낮추는 왜곡이 발생한다. 반면 순이익에는 설비투자 부담이 감가상각비로 이미 반영되어 있어, **PER이 투자 부담과 이익 개선을 함께 반영하는 지표**라고 판단하였다. Target PER은 피어가 아닌 동사의 과거 PER을 적용하였다. 경쟁사는 리테일(Amazon), 광고(Alphabet), 고레버리지 임대(Oracle)로 사업의 이익 구조가 달라 같은 배수를 적용하기 어려운 반면, 동사는 장기간 안정적인 흑자로 시장이 국면별로 부여한 배수가 이력으로 남아 있기 때문이다.

왜 32배인가: AI 투자 초입 구간과 같은 조건, 배수는 보수적으로

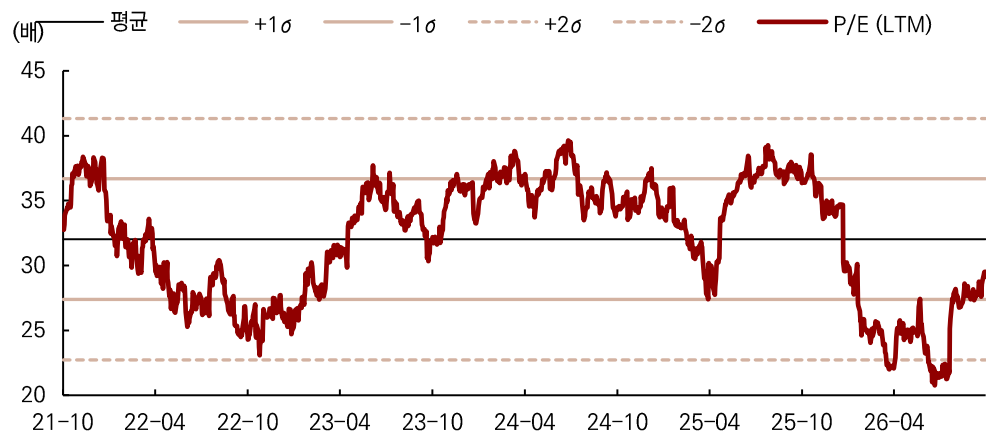
Target P/E 32배
공급 부족, 설비투자
급증, 새 수익화 모델
초기라는 조건이
2024년과 같고,
이번에는 이익률
개선이 가시적이다

당사는 현재가 AI 투자 초입 구간(M365 Copilot 출시 직후인 2023년 12월~DeepSeek 충격 직전인 2024년 12월)과 수요·투자·수익화 단계에서 유사한 조건을 갖추고 있다고 판단하였다. 금리 조건은 다르며, 이는 목표주가 산출 뒤에서 따로 점검한다. 첫째, 데이터센터 전력과 장비 제약으로 수요가 공급을 초과하는 상황이 지속되고 있다. 둘째, 설비투자가 급증하는 구간에 있다. 동사의 CAPEX는 당시 FY24에 58%, 현재 FY26에 80% 늘었다. 셋째, 새로운 AI 수익화 모델이 초기 단계에 있다. 당시 Copilot이 막 출시되었듯 현재 MaaS(토큰 판매)와 E7 전환은 시작 단계이며, MaaS의 용량 비중은 5.9%에 불과하다. 두 시기 모두 AI 수요가 데이터센터 용량을 앞지르며 투자가 늘었고, FY26에는 OpenAI 등 수주잔고의 매출 전환을 위한 용량 확충이 더해졌다. 그 결과 Azure 성장률의 AI 기여분은 FY24 4분기 8%p까지, FY26 4분기 Azure 성장률은 43%까지 높아졌다.

동사의 FY24 CAPEX는 리스 포함 기준 557억달러로 전년(319억달러)보다 74.6% 늘었다. 리스 제외 기준으로는 445억달러로 58.2% 증가했다. 2009년 이후 가장 높은 증가율이다. 급증의 핵심 원인은 생성형 AI 수요에 대응하기 위한 클라우드·AI 인프라 투자 확대다. 회사는 FY24 10-K에서 클라우드 사업 성장과 AI 인프라·학습 투자를 위해 앞으로도 CAPEX가 늘어날 것이라고 밝혔다. CFO 에이미 후드에 따르면 CAPEX의 거의 전부가 클라우드·AI 관련 지출이다. 약 절반은 15년 이상 수익을 낼 장기 자산인 데이터센터 건설·임차에, 나머지는 수요에 맞춘 CPU·GPU 서버 구매에 쓰였다. 투자 속도도 빨라졌다. FY24 4분기 CAPEX는 190억달러로 직전 분기(112억달러)보다 35% 늘었다.

2024년과 다른 점은 이익률 개선 경로를 단위경제성으로 제시할 수 있다는 것이다. 본 리서치팀의 비용 추정에 따르면 Azure AI의 MW당 매출은 FY26 917만 달러에서 FY29E 1,571만 달러로 71% 증가하는 반면, MW당 원가는 9% 증가에 그친다. 이에 따라 Azure AI 매출총이익률은 FY26 28.5%에서 FY29E 54.7%로 개선되고, 전사 영업이익률은 FY27E 46.7%를 저점으로 FY29E 49.0%까지 회복한다. 당시보다 이익 가시성이 높음에도, 본 리서치 팀은 AI 기대감이 주가에 처음 반영되기 시작한 시점을 기준으로 삼았다. 동사의 고밸류 구간은 클라우드 전환 초기와 Copilot 출시 이후 두 번이며, 현재는 Azure AI가 기대감의 중심이므로 Copilot 구간이 더 적합하다고 판단하였다. 그중 Copilot 출시(2023년 11월) 직전인 2023년 10월 말 후행 PER 32배를 Target PER로 적용하였다. FY28E 순이익 1,868억 달러(EPS 25.33달러)에 32배를 적용한 목표 시가총액은 5조 9,769억 달러이며, 이를 FY28E 희석 주식수 73.7억 주로 나눈 목표주가는 811달러다. 현재 주가 522달러 대비 상승여력은 55.3%이다.

그림 19. MSFT PER BAND(P/E LTM, 최근 5년)



자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 5팀

주: P/E LTM = 주가 ÷ 최근 12개월 확정 EPS. 평균·σ는 2021.10.11~2026.10.8 일별 데이터 기준

표 25. 주요 밸류에이션 테이블

구분	값	비고
FY28E 순이익 (\$mn)	186,777	GAAP 기준, KUVIC 추정
FY28E 희석 EPS (\$)	25.33	
Target P/E (배)	32.0	Copilot 출시(2023년 11월) 직전인 2023년 10월 말 후행 PER
Target 시가총액 (\$mn)	5,976,853	순이익 × Target P/E
희석 주식수 (백만 주)	7,373.9	FY28E 희석 가중평균
목표주가 (\$)	811	
현재 주가 (\$)	522	2026년 10월 9일 기준
상승여력 (%)	55.3	

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.