

글로벌 투자 파트너 -

MIRAE ASSET
미래에셋대우

글로벌 소프트웨어/콘텐츠
마이크로소프트 Microsoft Corp. (MSFT US)

김수진 Kim Soojin
02-3774-1354 soojin.kim@miraeasset.com

Bloomberg 최고목표주가 **USD 160.00**

현재주가 (19/03/13) **USD 114.50**

국가 **미국**

거래소 **NASDAQ**

상승여력 **39.7%**

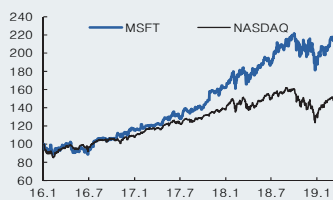
Bloomberg Rating

매수	보유	매도
92%	3%	5%

EPS 성장률 (19F,%)	104.6
P/E (19F,x)	25.8
MKT P/E (19F,x)	16.9
배당수익률 (%)	1.61

시가총액 (십억USD)	878.5
시가총액 (조원)	994.0
유동주식수 (백만주)	7,564.5
52주 최저가 (USD)	87.08
52주 최고가 (USD)	116.18

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.1	1.0	22.0
상대주가	4.6	4.4	19.3



[글로벌 소프트웨어/콘텐츠]

김수진 Kim Soojin

02-3774-1354

soojin.kim@miraeeasset.com

마이크로소프트 Microsoft Corp.

(MSFT US)

클라우드 시대, 모든 길은 MS로 통한다

목표는 클라우드 컴퓨팅 생태계 장악

클라우드 컴퓨팅 시대가 데이터센터 중심의 인프라 구축 수준에서 그 다음 단계로 진입했다. 이제 시장은 하이퍼스케일 데이터센터와 하이브리드·멀티·SaaS 클라우드를 위한 **효율화**에 초점을 두기 시작했다. MS의 세 가지 투자 포인트로 **1) 하이브리드·멀티 클라우드가 확산되면서 MS의 경쟁력이 더욱 발휘될 것으로** 예상된다. 이에 더해 **2) 폐쇄적 기업 문화를 개방적으로 바꾼 MS의 혁신으로 기존 경쟁사들과의 파트너십을 구축, 더 큰 시너지를 낼 것으로** 기대한다. 마지막으로 MS는 기업용 솔루션, 하드웨어, 게이밍, 링크드인 등을 통해 다양한 비즈니스를 구축해왔다. 이를 통해 개인, 기업, 교육, 정부 등 다양한 조직을 연결하는 시스템을 갖췄다. 결국 MS는 **3) 다양한 사업 부문으로 확보된 고객층으로 규모의 경제를 이룩할 것으로** 전망한다. 소프트웨어는 결국 규모의 경제가 구현되는 산업이기 때문이다.

윈도우8 서비스 종료, 새로운 모멘텀

윈도우8 서비스가 올해 말 종료된다. 따라서 현재 윈도우8 사용자들은 반드시 윈도우10으로 업그레이드를 해야 한다. 현재 윈도우10 전환율은 50% 정도다. 윈도우10 업그레이드를 위해 기업들은 하드웨어 업그레이드를 선행해야 하기 때문에 새로운 IT 투자를 집행하게 된다. 새로운 IT 투자 집행으로 새 IT 인프라 구축을 검토하는 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 아직 클라우드 컴퓨팅을 활용하지 않는 기업들도 다양한 방법으로 서비스를 추가 이용할 수 있다.

2019년은 5G 시대를 대비한 IT 설비 투자의 과도기다. 기업들은 음성인식, 인공지능(AI), 머신러닝 등 고도화된 기술을 어떻게 적용할 지를, 통신사들은 5G 투자에 대한 로드맵을 고려 중이다. 클라우드 컴퓨팅 시대 다음 국면의 주도권은 MS가 잡을 수 있을 것으로 기대한다.

IT 1등 기업 자리, 내주지 않는다

MS의 FY2019 매출액은 1,244억달러(+12.7% YoY)로 예상된다. 애저의 경우 매출액 둔화세를 반영해 65% YoY 성장률을 유지할 것으로 기대한다. 규모의 경제를 활용해 SaaS와 하이브리드 클라우드 관련 매출이 지속적으로 발생할 것으로 예상된다. 하이퍼스케일 데이터센터 투자로 클라우드 컴퓨팅과 관련된 자본지출(Capex)도 계속 발생할 것이다. FY2019 Capex는 145억달러(+25% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 하이퍼스케일 서버 확장 및 5G 관련 네트워크, 사이버 보안 분야 투자가 지속될 것이다.

현재 MS는 FY20 기준 P/E 22.8배에 거래되고 있다. 비록 최근 3년 평균과 비교해 소폭 높은 밸류에이션을 받고 있지만 최근 글로벌 소프트웨어 기업들이 성장 기대감에 전반적으로 고평가 받고 있다는 점을 고려했을 때 추가 상승 여력은 충분하다.

결산기 (6월)	6/16	6/17	6/18	6/19F	6/20F	6/21F
매출액 (십억USD)	91.2	96.6	110.4	124.3	137.1	151.9
영업이익 (십억USD)	26.1	29.0	35.1	40.6	46.1	54.0
영업이익률 (%)	28.6	30.1	31.8	32.7	33.6	35.6
순이익 (십억USD)	20.54	25.49	16.57	34.30	38.72	45.08
EPS (USD)	2.59	3.29	2.15	4.40	4.94	5.72
ROE (%)	25.2	29.8	19.4	42.0	37.1	38.9
P/E (배)	19.7	22.5	26.9	25.8	22.8	19.5
P/B (배)	4.8	6.1	9.2	9.3	7.6	6.6

주: Non-GAAP

자료: 마이크로소프트 Microsoft Corp., Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

투자포인트 1. 하이브리드·멀티 클라우드 경쟁력 No.1

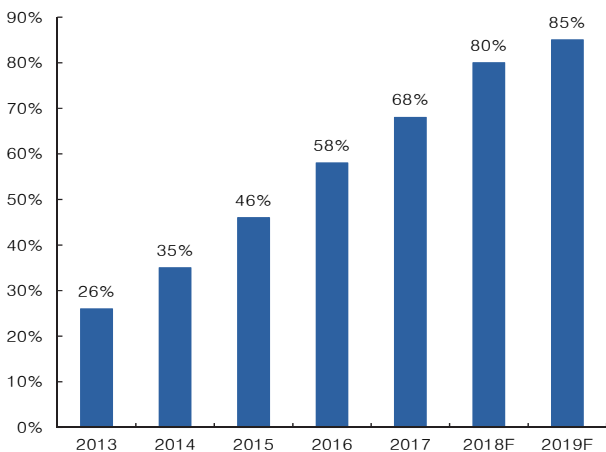
향후 하이브리드 및 멀티 클라우드 침투율이 증가할 것으로 예상된다. 아마존 AWS는 클라우드 산업의 마켓 리더다. 처음으로 퍼블릭 클라우드 서비스를 제공했다. 이 덕에 많은 기업들이 AWS 퍼블릭 데이터센터를 이용했다. 하지만 최근 단일 클라우드 서비스 이용에 문제점들이 나타나기 시작했다. 1) 해당 클라우드가 오류가 생겼을 경우 위험에 그대로 노출됐고 2) 사이버 보안 이슈가 세계적으로 논란이 되면서 기업들이 기밀 데이터를 퍼블릭 클라우드에 올리는 것을 꺼려하기 시작했다. 정부 기관 같은 경우 보안 문제에 더 민감했다. 뿐만 아니라 3) 클라우드 제공 벤더가 늘어나며 경쟁이 심화, 가격도 낮아지기 시작했다.

따라서 하이브리드/멀티 클라우드가 점점 늘어날 것으로 예상된다. **하이브리드 클라우드에서 핵심은 컴퓨팅 환경이 다른 퍼블릭과 프라이빗 클라우드 간 데이터 이동을 얼마나 원활하게 해주느냐에 달렸다.** 이를 위해 **가상화, 네트워크 등 각종 기술과의 결합이 중요하다.** 이미 네트워크, 가상화 등 관련 기술력을 보유한 MS는 지난해 8월 하이브리드 클라우드 솔루션 ‘Azure Stack’을 가장 먼저 출시했다.

Azure Stack은 SSD가 장착된 가상컴퓨터로 온-프레미스 환경과 클라우드 환경 모두에서 응용 프로그램 및 데이터를 유연하게 사용 가능한 하이브리드 클라우드를 말한다. 어디서 구동 되던지, 개발자들이 동일한 API와 개발 도구로 개발이 가능하다는 것이 특징이다.

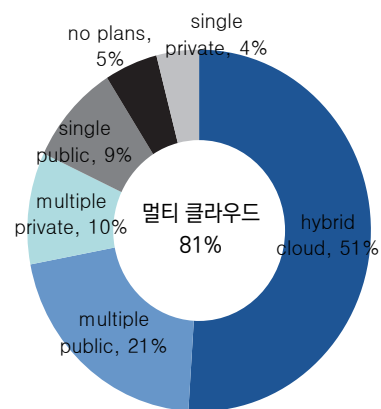
애저 스택 관련 하드웨어는 MS와 파트너십을 맺은 Dell EMC, Cisco, HPE, Huawei가 제공한다. MS에 따르면 12 rack serve의 애저 스택 하드웨어는 ~400 가상머신(CPU 2개, RAM 7GB) 구동이 가능하다.

그림 1. 미국 기업 클라우드 적용 비율



자료: 가트너(2018), 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미국 기업 클라우드 사용 현황 설문조사



자료: 가트너(2018), 미래에셋대우 리서치센터

5G 시대 앞두고 엣지 컴퓨팅 시대까지 대비

나아가 5G 시대에 걸맞는 솔루션도 출시했다. MS의 엣지 솔루션 ‘Azure IoT Edge’는 2017년 처음 출시된 이후 계속 기능이 추가되고 있다. 기본적으로 엣지 네트워크에서 필요한 솔루션들을 포함하고 있다. 그 중 대표적인 기술이 가상화인데, MS는 가상화 분야에서 가상머신 'Hyper-V'로 시장점유율 1위를 기록 중이다. 따라서 가상화가 중요한 기술 중 하나인 엣지 산업에서 경쟁력을 가지고 있다. AWS의 경우 가상화 기술력을 극복하기 위해 가상화 대표 기업인 *VM웨어(VMware US)*와 파트너십을 구축해 완벽한 마이그레이션이 가능하게 하고 있다.

AWS도 엣지 관련 솔루션을 출시했다. 솔루션 이름은 ‘스노우볼edge’와 ‘그린그래스’다. 현재 퍼블릭 클라우드 시장에서 50% 넘는 점유율을 차지하고 있기 때문에 향후 파생되는 서비스 시장들도 선점하기 위해 차별화 된 기술 개발과 파트너십 구축으로 사업을 확장 중이다.

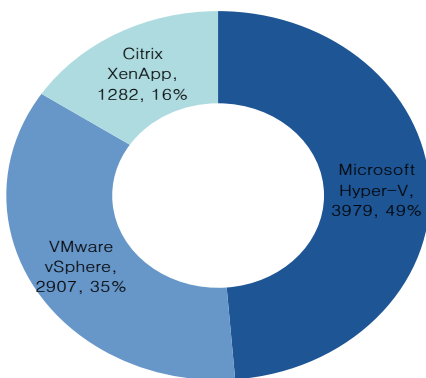
엣지 컴퓨팅의 성장은 5G 인프라 구축과 밀접하게 연관될 것으로 예상된다. 결국 통신 속도가 빨라져야 엣지 컴퓨팅에서 구현할 수 있는 기술들이 제역할을 할 수 있기 때문이다. 아직까지는 5G가 상용화되지 않았지만, 5G가 본격적으로 확산되면 빅데이터, AI 등이 적용되는 IoT 기기들이 증가하고, 이들의 인프라를 제공해주는 데 MS와 같은 IT 생태계 구축 기업이 큰 역할을 할 것이다.

표 1. MS의 엣지 관련 솔루션 제품

이름	설명
Azure IoT Edge	엣지 네트워크상에서 단순한 센서와 컴퓨팅 시스템을 활용해 방대한 양의 데이터를 처리할 수 있도록 돕는 클라우드 서비스 엣지 디바이스에 저장된 정보를 통해 소비자는 각자 원하는 로직이나 기능을 탑재된 코딩(C, C#, Node.js, 파이썬, 자바, MS APIs 등) 가능 애저 인지 서비스, 머신 러닝, 스트림 애널리틱스, 기능들도 구동 가능 B2B 시장부터 시작. IoT Device Provisioning Service로 (초기 비용) 라즈베리파이(Raspberry Pi)부터 산업재 기기까지 개입없이 어떤 디바이스에도 연결 가능 사례 1) 드론이 클라우드에 연결되어 있지 않더라도 수집한 이미지를 분석해 업무 수행이 가능. 현재 드론 제조사 DJI와 공동 기술 개발 중. 농업, 건축, 공공 보안 등 분야에서 활용 예정 사례 2) 웨어러블 AI 개발 키트 개발 중. 카메라 기반의 IoT 디바이스에 필요한 하드웨어와 소프트웨어 기능 제공. 특히 Azure Machine Learning 서비스로 관련 제품을 만들고, Qualcomm Vision Intelligence Platform와 Qualcomm AI Engine을 통해 속도 향상 가능. 관련 서비스는 클라우드에서 다운로드 후 엣지 디바이스에서 구동 가능
Azure IoT Edge Runtime	각 디바이스에서 구동되며 디바이스 내 모듈을 구동시키는 서비스

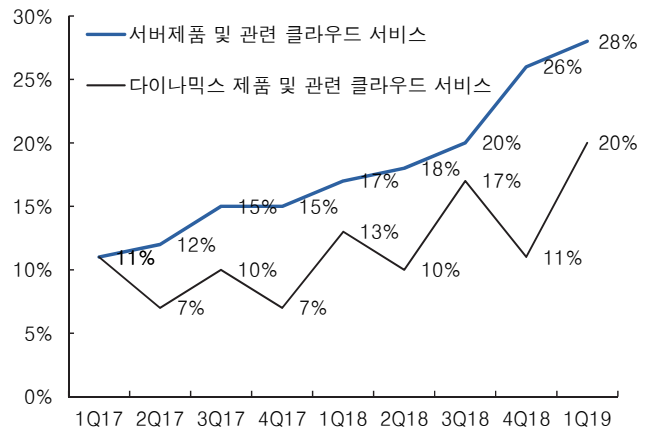
자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 서버 가상화 도메인수 순위



자료: 가트너, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 서버/다이나믹스 관련 매출 증가율(YoY) 추이



자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터

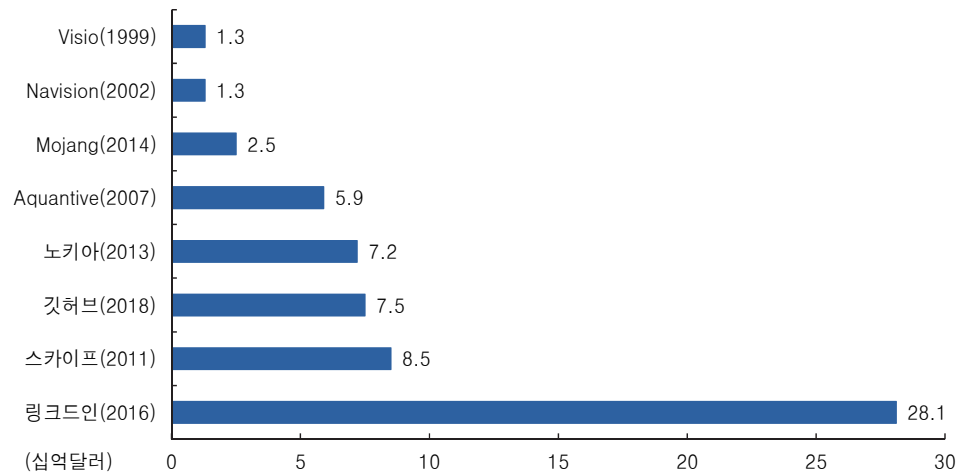
투자포인트 2. 개방 혁신, 클라우드 에코 시스템 지배 목표

MS의 목표는 분명하다. 윈도우로 PC 시대 생태계를 지배했듯이, 클라우드 컴퓨팅 시대 생태계를 지배하는 것이다. PC 시대에는 고유의 기술을 공개하지 않는 것이 시장점유율을 유지하는 방법이 었다. 그래서 수 많은 특허를 등록했고 유아독존 폐쇄적인 문화를 유지했다. 하지만 클라우드 컴퓨팅 시대는 정반대다. 생태계의 중심이 되기 위해서는 모든 기술을 공유하고 받아들여야 한다. "공유와 연결"은 클라우드 컴퓨팅 시대의 핵심 가치다.

과거와 달리 MS는 대부분의 소프트웨어 기업들과 파트너십을 맺고 해당 제품을 MS의 운영체제에서 사용할 수 있도록 한다. 어느 운영체제에서나 원하는 언어로 만들 수 있는 개발자 프로그램부터 어도비, 세일즈포스, 드롭박스, 구글 등과 협력해 150여개 이상의 애플리케이션을 제공한다. 뿐만 아니라 직접 AI와 머신러닝 기술을 접목시킨 솔루션을 개발해 판매 중이다. **2017년 시작한 co-sell 프로그램 매출액은 누적으로 80억달러에 달한다.**

깃허브 인수는 MS의 개방 의지를 보여주는 결정적인 사례였다. 깃허브란 세계 최대 개발자들의 코드 공유 사이트다. 깃허브에서는 3,100만명의 개발자들이 아이디어를 공유해 새로운 코드를 만든다. 이 코드들은 새로운 애플리케이션의 근간이 된다. MS는 바로 이 자원들을 활용하고자 하는 것이다. 효율적인 컴퓨팅 환경 조성을 위해 반드시 필요한 플랫폼이라고 할 수 있다. MS는 지금까지 총 216개 기업을 인수했다. 그 중 대표적인 인수 기업으로는 깃허브(75억달러), 링크드인(281억달러), 스카이프(85억달러) 등이 있다.

그림 5. MS 최대 인수 기업 리스트



자료: 연론종합, 미래에셋대우 리서치센터

투자포인트 3. 사업 다각화로 규모의 경제 완성

MS는 익숙한 클라우드, 오피스365, 윈도우 OS 비즈니스 외에도 다양한 사업을 진행 중이다. 대표적으로 게임 콘솔 Xbox와 기업 네트워크 SNS 링크드인이 MS의 중요한 비즈니스 중 하나다. MS가 다양한 산업을 진행하는 것은 각 사업별로 타겟 고객층이 다르기 때문이다. IT 인프라는 어느 한 집단에게 해당되는 것이 아니라 가정에서부터 기업, 정부 등 모든 사회 조직이 사용한다. 물과 전기와 마찬가지로. 따라서 이들을 모두 연결시켰을 때 규모의 경제가 가능해진다. **규모의 경제, 네트워크 효과가 작용하는 소프트웨어 산업 특성상 윈도우로 디지털 패권을 잡았던 30년 전통의 소프트웨어 최강자 MS는 유리할 수 밖에 없다.**

클라우드 게임 플랫폼, 게임의 미래 혁신

MS의 또 다른 성장동력은 게임이다. MS의 게임 부문 고성장은 Xbox 하드웨어보다 게임 커뮤니티 Xbox Live(엑스박스 라이브)와 게임 구독 서비스 Game Pass(게임 패스), 스트리밍 서비스 Mixer(믹서) 덕분이다. 게임 산업의 전망은 매우 밝다. 최신 기술이 직접적으로 적용될 수 있는 분야일 뿐만 아니라, 빠른 통신 속도 덕분에 게임 산업에도 새로운 발전 가능성 무궁무진하다. Xbox Live의 MAU(월간사용자수)는 5,700만명을 기록하고 게이밍 부문 YoY 증가율은 +44%(전분기 +30%)로 성장을 지속 중이다.

특히 MS가 최근 주력하고 있는 분야는 **클라우드 게임 플랫폼을 만드는 것이다.** 지난해 MS는 ‘프로젝트x클라우드’를 발표하며, 게임 클라우드 플랫폼 구축 계획을 발표했다. 클라우드 게임의 장점은 클라우드로 메모리 요구사항과 그래픽 처리 능력을 해결할 수 있기 때문에 개인이 고사양의 하드웨어 컴퓨터를 소유할 필요가 없게 된다. 따라서 게임 유저들이 새로운 게임이 나올 때마다 하드웨어를 업그레이드 해야 하는 불편을 더 이상 겪지 않아도 된다. 뿐만 아니라 콘솔 게임, PC게임, 스마트폰 게임을 모든 기기와 운영체제에서 자유롭게 할 수 있다. 서버에 이미 게임이 설치되어 있기 때문에 클라우드에만 접속하면 된다.

비록 현재 MS 전체 매출액에서 게이밍 부문은 13% 정도에 불과하지만, 게이밍 산업은 가장 전망이 밝은 산업 중 하나다. 뿐만 아니라 영업이익률이 높고 현금 창출력이 좋을 뿐만 아니라 IT 산업 개인 고객 모집 효과가 있기 때문에 MS가 포기할 수 없는 산업이라고 할 수 있다.

링크드인 인수, MS의 목표는 엔터프라이즈 생태계 리더

MS는 2016년 비즈니스 소셜네트워크 기업 링크드인을 262억달러에 인수했다. 비즈니스 분야에서 전문가들의 네트워킹 관리를 도와 비즈니스 생산성을 극대화하겠다는 목적이었다. 결국 네트워크 효과를 누리려는 MS의 전략이었다. 따라서 대부분의 산업계에서 사용되는 오피스365 등의 애플리케이션에 링크드인 기능을 접목해 글로벌 경계가 사라지고 있는 현대 사회 산업계에서 오피스의 사용 편리함을 극대화해 표준으로 만들려는 의도가 담겼다. 결국 게이밍과 HR 네트워크에 대한 MS의 관심은 디지털 시대 생태계 패권을 잡으려는 MS 제국의 발판이다.

윈도우 시대 끝, 이제는 기업용 클라우드 번들 제품 ‘마이크로소프트365’가 주인공

윈도우는 더 이상 MS의 상징이 아니다. 새로운 MS의 중심은 ‘마이크로소프트 365’다. 마이크로소프트 365는 MS의 소프트웨어와 하드웨어 서비스를 번들(패키지)로 판매하는 제품을 일컫는다. 기업 규모와 요구 사항에 따라 다양한 형태로 판매 가능하다. 사용자의 유형과 규모에 따라 엔터프라이즈, 비즈니스, F1, 에듀케이션, 비영리(nonprofit), 정부(government)로 나뉜다. 기업 규모와 요구 사항에 따라 다양한 형태로 판매 가능하다. 구독형과 번들형으로 바뀐 오피스 등 주요 서비스는 과거 라이선스를 판매하던 시절과 달리 안정적인 캐시카우가 돼 MS 성장을 뒷받침 할 것이다.

실적 전망 및 밸류에이션

MS의 FY2019 매출액은 1,244억달러(+12.7% YoY)로 예상된다. 애저의 경우 매출액 둔화세를 반영해 65% YoY 성장률을 유지할 것으로 기대한다. 현재 MS의 데이터센터는 전세계에 총 45개로 아마존과 구글을 합친 것보다 많다. 규모의 경제를 활용해 SaaS와 하이브리드 클라우드 관련 매출이 지속적으로 발생해 IaaS 이외의 부문에서 성장이 지속될 것으로 예상된다. 클라우드 컴퓨팅과 관련된 자본지출(Capex)도 계속 발생할 것으로 예상된다. FY2019 Capex는 145억달러(+25% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 하이퍼스케일 서버 확장 및 5G 관련 네트워크, 사이버 보안 분야 투자가 지속될 것이다.

2019년 말 윈도우8 서비스가 종료된다. 따라서 기존 윈도우 사용자들은 하드웨어 업그레이드를 동반한 소프트웨어 업그레이드를 진행된다. 따라서 FY2020에는 More Personal Computing 사업 부문에 대한 매출액이 다시 늘 것으로 기대한다.

현재 MS는 FY20 기준 P/E 22.8배에 거래되고 있다. 비록 최근 3년 평균과 비교해 소폭 높은 밸류에이션을 받고 있지만 최근 글로벌 소프트웨어 기업들의 성장 기대감에 전반적으로 고평가 받고 있다는 점을 고려했을 때 추가 상승 여력은 충분하다.

표 2. 3Q19 가이던스 및 추정치

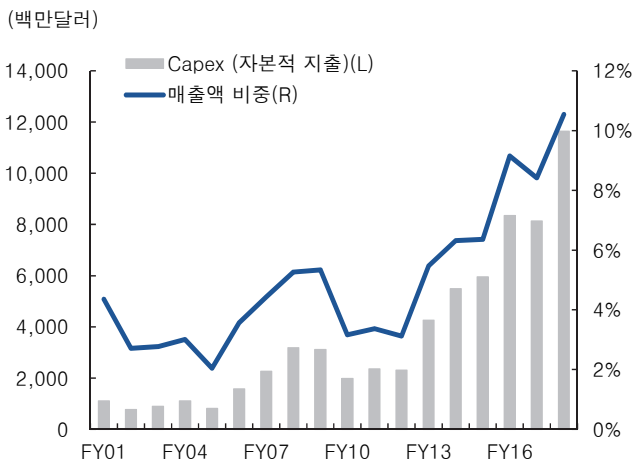
(백만달러)

	FY 3Q19 Guidance		컨센서스	미래에셋대우 추정
Productivity and Business Process	9,900	10,100	10,396	10,442
YoY (%)	9.9%	12.1%	15.4%	15.9%
% of Total Revenue	33.7%	33.6%	34.9%	34.8%
Intelligent Cloud	9,150	9,350	9,282	9,266
YoY (%)	15.9%	18.4%	18.4%	17.4%
% of Total Revenue	31.1%	31.1%	31.1%	30.9%
More Personal Computing	10,350	10,650	10,140	10,277
YoY (%)	4.4%	7.4%	4.8%	3.6%
% of Total Revenue	35.2%	35.4%	34.0%	34.3%
Total	29,400	30,100	29,818	29,986
YoY (%)	9.6%	12.2%	11.2%	11.2%
Operating expenses	10,100	10,200	9,846	10,573

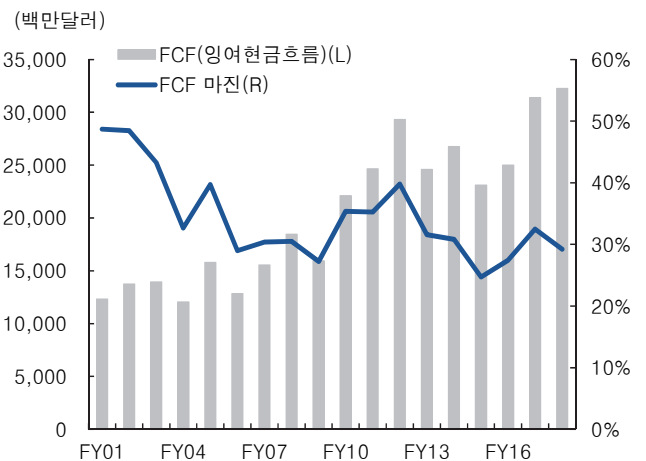
자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 6. 2000년 이후 Capex 및 매출액 비중

그림 7. 2000년 이후 FCF 및 FCF 마진



자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터



자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 사업부별 YoY 매출 성장률

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Azure	116%	93%	93%	97%	90%	98%	93%	89%	76%	76%
Office 365 commercial	51%	47%	45%	43%	42%	41%	42%	38%	36%	34%
Server products and cloud services	11%	12%	15%	15%	17%	18%	20%	26%	28%	24%
Dynamics products/cloud services	11%	7%	10%	7%	13%	10%	17%	11%	20%	17%
Search advertising, ex acquisition	9%	10%	8%	10%	15%	15%	16%	17%	17%	14%
Office consumer/cloud services	8%	22%	15%	13%	12%	12%	12%	8%	16%	1%
Office commercial/cloud services	5%	5%	7%	5%	10%	10%	14%	10%	17%	11%
Enterprise Services	1%	-4%	-1%	-3%	1%	5%	8%	8%	6%	6%
Windows OEM	0%	5%	5%	1%	4%	4%	4%	7%	3%	
Windows commercial/cloud svcs	0%	5%	6%	8%	7%	-4%	21%	23%	12%	
Gaming	-5%	-3%	4%	3%	1%	8%	18%	39%	44%	8%

자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 마이크로소프트 실적 추이 및 전망

(백만달러/달러)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Total Revenue	24,538	28,918	26,819	30,085	29,084	32,471	29,986	32,851	110,360	124,392	136,889
YoY (%)	11.90%	11.97%	15.54%	17.50%	18.53%	12.29%	11.81%	9.19%	14.28%	12.71%	10.05%
Intelligent Cloud	6,922	7,795	7,896	9,606	8,567	9,378	9,266	11,338	32,219	38,549	41,690
YoY (%)	13.53%	15.34%	17.33%	22.81%	23.76%	20.31%	17.35%	18.03%	17.60%	19.65%	8.15%
QoQ (%)	-11.51%	12.61%	1.30%	21.66%	-10.82%	9.47%	-1.19%	22.36%			
% of Total Revenue	28.21%	26.96%	29.44%	31.93%	29.46%	28.88%	30.90%	34.51%	29.19%	30.99%	30.46%
More Personal Computing	9,378	12,170	9,917	10,811	10,746	12,993	10,277	10,686	42,276	44,702	47,309
YoY (%)	-0.18%	2.36%	13.01%	17.07%	14.59%	6.76%	3.63%	-1.15%	7.60%	5.74%	5.83%
QoQ (%)	1.55%	29.77%	-18.51%	9.01%	-0.60%	20.91%	-20.90%	3.98%			
% of Total Revenue	38.22%	42.08%	36.98%	35.93%	36.95%	40.01%	34.27%	32.53%	38.31%	35.94%	34.56%
Productivity and Business Processes	8,238	8,953	9,006	9,668	9,771	10,100	10,442	10,827	35,865	41,140	47,889
YoY (%)	28.00%	24.71%	16.85%	13.10%	18.61%	12.81%	15.95%	11.99%	20.10%	14.71%	16.40%
QoQ (%)	-3.63%	8.68%	0.59%	7.35%	1.07%	3.37%	3.39%	3.68%			
% of Total Revenue	33.57%	30.96%	33.58%	32.14%	33.60%	31.10%	34.82%	32.96%	32.50%	33.07%	34.98%
Gross Profit	16,260	17,854	17,550	20,343	19,179	20,048	19,473	21,967	62,310	62,310	62,310
% of Total Revenue	66.26%	61.74%	65.44%	67.62%	65.94%	61.74%	64.94%	66.87%	56.46%	50.09%	45.52%
Operating Income	7,708	8,679	8,292	10,379	9,955	10,258	8,901	9,991	35,058	39,105	37,762
% of Total Revenue	31.41%	30.01%	30.92%	34.50%	34.23%	31.59%	29.68%	30.41%	31.77%	31.44%	27.59%
EBITDA	10,207	11,215	11,002	12,895	12,423	12,777	11,760	12,800	45,319	49,760	51,167
% of Total Revenue	41.60%	38.78%	41.02%	42.86%	42.71%	39.35%	39.22%	38.96%	41.06%	40.00%	37.38%
Net Income	6,576	-6,302	7,424	8,873	8,824	8,420	7,593	8,041	26,832	32,878	30,151
% of Total Revenue	26.80%	-21.79%	27.68%	29.49%	30.34%	25.93%	25.32%	24.48%	24.31%	26.43%	22.03%
Diluted EPS	0.84	-0.82	0.95	1.14	1.13	1.08	0.98	1.03	3.45	3.45	4.27

자료: 마이크로소프트, 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터 추정

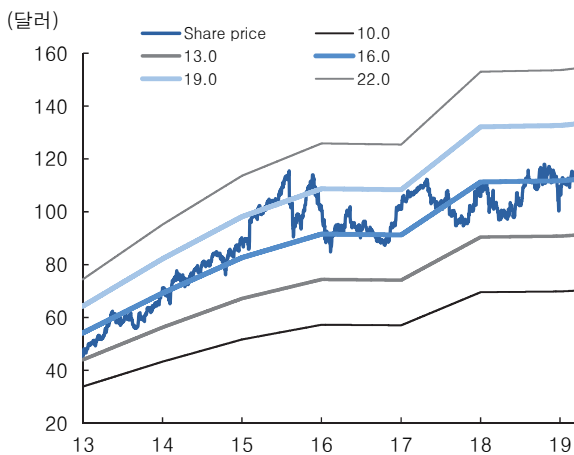
표 5. Peer 비교

(십억달러/배)

		마이크로소프트	IBM	오라클	VM웨어	시스코 시스템즈	아마존닷컴
Code		MSFT US	IBM US	ORCL US	VMW US	CSCO US	AMZN US
시가총액(US bn)		878.5	123.3	190.4	72.6	231.5	830.5
Target price (현지통화)		160	165	61	203	65	2,300
Current price (현지통화)		115	139	53	177	53	1,691
Upside (%)		39.7%	19.1%	15.0%	14.8%	23.6%	36.0%
Sales (US\$ bn)	2018	110.4	79.6	39.8	9.0	49.3	232.4
	2019F	124.3	78.0	39.5	10.0	51.7	232.9
	2020F	137.2	78.6	40.5	11.0	53.4	275.1
Operating profit (US\$ bn)	2018	40.6	14.0	17.0	3.3	16.4	12.4
	2019F	46.1	14.5	17.4	3.7	17.2	17.4
	2020F	53.9	14.5	17.7	4.1	18.0	25.0
Net income (US\$ bn)	2018	34.3	10.9	10.3	1.8	12.9	10.1
	2019F	38.7	11.1	10.6	2.1	13.1	13.6
	2020F	44.9	11.3	10.8	2.4	13.9	20.1
OPM (%)	2018	36.8	17.6	42.6	37.0	33.3	5.3
	2019F	37.1	18.5	44.1	36.7	33.3	7.5
	2020F	39.3	18.4	43.6	36.9	33.6	9.1
ROE (%)	2018	34.9	58.2	25.7	57.8	24.6	28.3
	2019F	42.0	67.6	34.3	400.1	34.3	25.0
	2020F	37.1	57.3	41.2	79.2	38.2	25.9
P/E (X)	2018	29.9	10.1	17.2	28.4	20.3	89.3
	2019F	25.8	10.0	15.6	27.1	17.1	34.3
	2020F	22.8	9.8	14.4	24.1	15.6	25.7
P/B (X)	2018	10.7	5.5	4.5	21.6	6.0	19.1
	2019F	9.3	6.3	6.2	29.0	6.5	8.7
	2020F	7.6	5.3	5.6	24.1	15.6	25.7

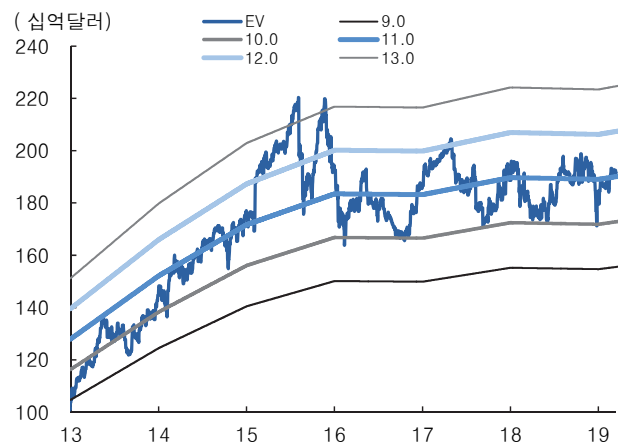
자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. P/E 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. EV/EBITDA 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

기업 소개

마이크로소프트는 세계 최대 소프트웨어/하드웨어 IT 기업이다. 대표제품은 개인용 PC의 필수 구성요소인 MS DOS, MS 윈도우, 인터넷 익스플로러다. 81년 출시한 MS DOS는 개인용 PC의 첫 운영체제가 됐고, 84년에 MS 윈도우를 출시해 전세계 개인용 PC 운영체제 시장점유율을 90% 이상 차지했다가, 현재는 85% 정도 점유 중이다. 95년에는 웹 브라우저 인터넷 익스플로러를 개발해 윈도우95에 기본 내장형으로 보급하면서 가장 많이 쓰이는 웹 브라우저가 됐다.

하지만 2007년 애플에서 첫 아이폰이 출시되고 구글이란 거대 기술 기업이 모바일 운영체제 안드로이드를 출시하며 모바일 시대로의 변화에서 뒤처졌다. 윈도우를 놓지 않고 폐쇄적인 기술 개발 전략을 고집했기 때문이다.

MS는 2014년 사티아 나델라 CEO가 등장하며 과감한 혁신에 나선다. “클라우드 퍼스트, AI(인공지능) 퍼스트”를 전략으로 내세우고 폐쇄정책에서 포용정책으로 경영 태도를 바꿔나갔다. 그 결과 지난해 11월 30일 16년 만에 MS는 미국 증시 시가총액 1위 자리를 재탈환했다. 포스트 모바일 시대인 초연결사회의 패권을 쥌 가장 유력한 후보로 부상했다.

MS는 ‘AI퍼스트’를 필두로 디지털 생태계 구축을 목표로 두고 있다. SaaS 클라우드 컴퓨팅 부문에서 1위, 퍼블릭 클라우드 컴퓨팅 부문에서는 아마존의 AWS를 빠르게 뒤쫓고 있다. 뿐만 아니라 Xbox를 필두로 한 게이밍, 엔터프라이즈 SNS 링크드인 등 다양한 사업 확장으로 IT 생태계를 모두 연결시키려는 목표를 가지고 있다.

그림 10. 마이크로소프트 사업 부문 소개

	Business	설명	경쟁사
Productivity and Business Process 기업 및 개인 생산성 향상 관련 서비스	Office Commercial	기업의 생산성 향상을 돕는 보안, 분석, 커뮤니케이션 서비스 및 제품 Office 365, Office Exchange 등	글로벌 어플리케이션 벤더사 어도비(ADBE US), 애플(AAPL US), 시스코(CSCO US), 페이스북(FB US), 구글(GOOG US), IBM(IBM US), Oracle(ORCL US), SAP(SAP SE)
	Office Consumer	개인 소비자 생산성 향상 관련 서비스/제품 Office 365, Outlook.com, OneDrive, Skype 등	
	LinkedIn	세계 최대 인터넷 프로페셔널 네트워크 Talent(구인, 학습), Marketing, Premium구독	온라인 리크루팅 기업 마케팅 솔루션 기업: 광고, 마케팅 기업
	Dynamics business solutions	온프레미스, 클라우드 기반 비즈니스 솔루션 재무 관리, ERP, CRM, 분석 등	대형 벤더: Oracle, SAP 중소기업용: Infor, The Sage Group, NetSuite, Salesforce
Intelligent Cloud 클라우드	Server Products and Cloud Services	-IT 전문가, 개발자용. 윈도우 서버 OS에서 구동하는 SW를 위한 서버 인프라 -서버 플랫폼, DB, 스토리지, 보안, 시각화 등 -라이선싱 프로그램, OEM과 소매 패키징용 판매 -Azure: 컴퓨팅, 네트워킹, 스토리지, DB 매니지먼트 등을 위한 분석, 통합 솔루션 등 제공. 특히 모바일, 웹 등 어떤 디바이스에서도 앱을 쉽게 사용할 수 있도록 개발	O/S 관련 기업 Unix: HP, IBM, Oracle/ Linux : Red Hat/Java: IBM, Oracle 서버 및 서버 가상화 플랫폼 프러바이더: BMC, CA Technologies, HP, IBM, VMware SW 개발: 어도비, IBM, Oracle, SAP, PHP, Ruby 애저 경쟁자: 아마존, 구글, IBM, Oracle, 세일즈포스, VMware 등 오픈소스 공급자
	Enterprise Services		
More Personal Computing 윈도우, 디바이스, 게임, 서칭	Windows	Windows O/S : mix와 OEM사에 따라 가격 천차만별 OEM 라이선싱, 특허 라이선싱, 윈도우 IoT 등	애플, 구글
	Devices	마이크로소프트 서피스, PC 액세서리, 인텔리전트 디바이스	애플, 여러 윈도우 OEM 업체
	Gaming	Xbox 하드웨어, 소프트웨어, 비디오게임, Xbox Live 등	게임기: 소니, 닌텐도 비디오게임: EA, 액티비전블리자드 온라인 마켓: 애플, 구글, 아마존
	Search advertising	Bing에 노출되는 광고	구글, 페이스북 등

자료: 마이크로소프트, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.