

Bloomberg 최고목표주가 USD 2,450.00

현재주가 (18/12/07) USD 1,629.13

국가 미국

거래소 NASDAQ

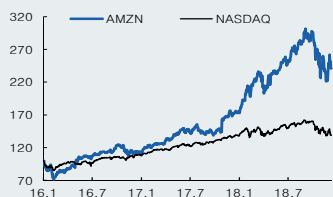
상승여력 50.4%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
94%	4%	2%

EPS 성장률 (18F,%)	51.6
P/E (18F,x)	56.2
MKT P/E (18F,x)	16.1
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	796,593
시가총액 (조원)	898.6
유통주식수 (백만주)	496.0
52주 최저가 (USD)	1,157.00
52주 최고가 (USD)	2,050.50

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-3.3	40.2
상대주가	0.5	2.1	41.2



[글로벌 인터넷]

정용제 Yongjei Jeong, CFA

02-3774-1938

yongjei.jeong@miraeasset.com

아마존 Amazon

(AMZN US)

중장기 밸류에이션 매력 확대 구간

Event:

지난주 금요일 아마존 주가 -4% 기록했다. 이는 전고점 (9월 4일) 대비 -21% 수준이다.

중장기 밸류에이션 매력도 확대 구간

2019년 비용 상승 및 매출액 증가율 둔화 우려로 아마존 주가의 단기 모멘텀 약화 지속 예상된다. 다만 아마존 주가의 추가 조정시 중장기적 관점에서 밸류에이션 매력도 발생 판단한다.

현재 당사 추정치 기준 아마존 주가는 2019년 예상 EV/EBITDA 20배 (EBITDA +38% YoY)이며 2018년 기준 28배 (EBITDA +78% YoY)에서 거래 중이다. 참고로 과거 아마존 EV/EBITDA 저점은 2016년 28배 (EBITDA +52% YoY)와 2014년 29배 (EBITDA +23% YoY)이다 (2008년 EV/EBITDA 17배는 금융위기라서 제외). 이중 특히 2014년은 풀필먼트 센터 등 투자 확대에 OP가 2013년 대비 하락 (-76% YoY)했으며 순이익도 적자 전환됐다. 이는 현재 비용 증가 우려가 확대된 2019년과 유사하다고 판단한다.

결국 2019년 EBITDA 증가율 0% YoY를 가정해도 현재 주가는 2019년 EV/EBITDA는 28배로 저점이었던 2014년과 유사하다. 따라서 향후 밸류에이션이 유지되고 실적 성장이 지속된다면 중장기 상승여력 존재한다고 판단한다. 밸류에이션 측면에서 최근 아마존에 대한 기대감은 매크로 및 비용 부담으로 인해 단기 축소됐으나 중장기로는 아마존, 훌푸드, 클라우드, 광고로 유지가 가능할 전망이다. 실적의 경우 비용의 추가 상승으로 인한 2019년 아마존 EBITDA 추정치의 하락 가능성이 존재한다. 다만 2018년 대비 실적 성장이 없다 해도 밸류에이션 매력도로 인한 주가의 하방 경직성을 확보했다고 판단한다.

단기 모멘텀 약화, 중장기 성장성은 지속

아마존을 2019년 미국 인터넷 추천주로 유지한다. 또한 현재 아마존을 둘러싼 다양한 이슈로 단기 모멘텀의 소폭 둔화 가능성은 존재한다. 다만 최근 주가 하락으로 인해 밸류에이션 측면에서 중장기 매력도는 존재한다고 판단한다.

현재 주가 수준에서의 최대 주가 하락 Risk는 2019년 실적의 2018년 대비 감소 가능성이 있다. 실제로 인건비, 택배비 등으로 인한 비용 증가와, 지속되고 있는 Capex 투자로 인한 OPM 추정의 불확실성이 존재한다. 또한 밸류에이션 역시 2008년 당시 EV/EBITDA 17배에 거래된 사례가 존재한다.

다만 이미 현재 주가 수준은 부진한 4Q18 가이드언스를 일부 반영하고 있다고 판단하며 이에 실적 및 밸류에이션의 추가 하락 가능성은 낮다. 결국 4Q18 실적 발표 (1월말) 및 1Q19 실적 가이드언스 제시와 함께 불확실성은 감소할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억USD)	106.6	136.0	177.9	231.2	265.3	300.0
영업이익 (십억USD)	1.8	4.2	4.1	12.0	18.7	26.6
영업이익률 (%)	1.7	3.1	2.3	5.2	7.0	8.9
순이익 (십억USD)	0.6	2.4	3.0	9.6	14.8	21.5
EPS (USD)	1.24	4.90	6.14	19.19	29.01	41.61
ROE (%)	4.9	14.5	12.9	27.0	27.3	27.2
P/E (배)	545.9	153.0	226.5	84.9	56.2	39.1
P/B (배)	24.3	18.9	24.9	18.9	12.9	9.1

주: GAAP

자료: 아마존 Amazon, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 아마존 SOTP 밸류에이션

(백만USD)	Value	2019년 매출액	영업이익	EBITDA	Target EV (x)	비고
리테일 및 기타	673,755	230,957	8,177	24,267	27.8	2014 EV/EBITDA
AWS	372,505	34,340	10,508	14,057	26.5	FY2020E 세일즈포스
영업가치	1,046,261					
순차입금	(37,416)	2019년말				
시가총액	1,83,677					
유통주식수 (백만주)	511	2019년말				
목표주가 (USD)	2,119.06					

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: D&A는 매출액 비중으로 산출

표 2. 아마존 EV/EBITDA 밸류에이션 추이

(백만USD)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA	3,998	4,923	8,089	12,303	15,584	27,681	38,324	49,567	61,524
YoY (%)	43.1%	23.1%	64.3%	52.1%	26.7%	77.6%	38.4%	29.3%	24.1%
EV/EBITDA	43.7	27.8	38.0	27.6	36.8	28.2	19.8	14.7	11.2

자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 아마존 연간 매출액 및 OP 추이

(백만USD)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	48,077	61,053	74,453	88,988	106,582	135,987	177,865	231,183	265,297
YoY (%)	40.6%	27.0%	21.9%	19.5%	19.8%	27.6%	30.8%	30.0%	14.8%
영업이익	862	636	745	178	1,808	4,186	4,106	11,981	18,685
YoY (%)	-38.7%	-26.2%	17.1%	-76.1%	915.6%	131.6%	-1.9%	191.8%	56.0%
OPM (%)	1.8%	1.0%	1.0%	0.2%	1.7%	3.1%	2.3%	5.2%	7.0%

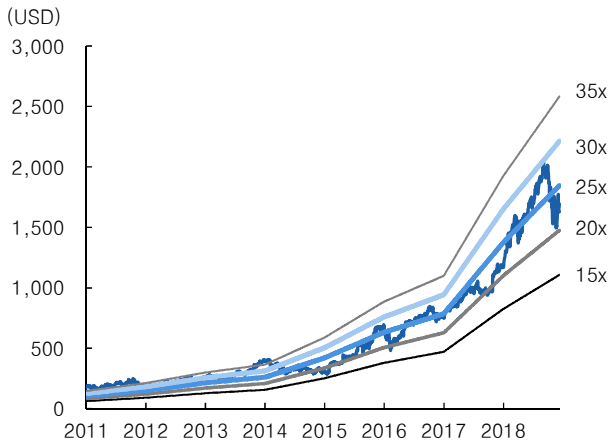
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 아마존 실적 (GAAP 기준)

(백만USD)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	51,042	52,886	56,576	70,679	58,851	60,845	64,778	80,823	135,987	177,865	231,183	265,297
QoQ (%)	(15.6)	3.6	7.0	24.9	(16.7)	3.4	6.5	24.8				
YoY (%)	42.9	39.3	29.3	16.9	15.3	15.0	14.5	14.4	27.6	30.8	30.0	14.8
리테일	43,569	44,587	47,402	59,785	48,420	49,499	52,729	66,801	120,817	155,754	195,343	217,450
1P	26,939	27,165	29,061	38,070	29,007	29,573	32,100	42,382	91,432	108,356	121,235	133,061
매장	4,263	4,312	4,248	4,748	4,360	4,357	4,292	4,797	0	5,798	17,571	17,806
3P	9,265	9,702	10,395	13,202	11,221	11,670	12,370	15,587	22,992	31,878	42,564	50,849
프라임	3,102	3,408	3,698	3,765	3,832	3,899	3,967	4,035	6,393	9,722	13,973	15,734
AWS	5,442	6,105	6,679	7,280	7,539	8,309	8,891	9,601	12,219	17,458	25,506	34,340
기타	2,031	2,194	2,495	3,615	2,892	3,036	3,158	4,421	2,951	4,653	10,335	13,507
영업비용	49,115	49,903	52,852	67,333	55,063	56,241	59,805	75,503	131,801	173,759	219,203	246,611
QoQ (%)	(15.8)	1.6	5.9	27.4	(18.2)	2.1	6.3	26.2				
YoY (%)	41.5	33.7	21.8	15.4	12.1	12.7	13.2	12.1	25.8	31.8	26.2	12.5
매출원가	30,735	30,632	33,003	42,215	33,723	33,934	36,913	46,574	88,264	111,934	136,585	151,143
풀필먼트	7,792	7,932	8,275	10,602	9,076	9,220	9,575	12,249	17,619	25,249	34,601	40,120
마케팅	2,699	2,901	3,303	4,022	3,112	3,338	3,782	4,599	7,233	10,068	12,925	14,830
R&D	6,759	7,247	7,162	9,188	7,852	8,398	8,265	10,588	16,086	22,620	30,356	35,103
G&A	1,067	1,111	1,041	1,221	1,230	1,278	1,192	1,396	2,433	3,673	4,440	5,096
기타	63	80	68	85	71	73	78	97	166	215	296	319
영업이익	1,927	2,983	3,724	3,347	3,788	4,604	4,973	5,320	4,186	4,106	11,981	18,685
QoQ (%)	(9.4)	54.8	24.8	(10.1)	13.2	21.5	8.0	7.0				
YoY (%)	91.7	375.0	976.3	57.3	96.6	54.3	33.5	59.0	131.6	(1.9)	191.8	56.0
OPM (%)	3.8	5.6	6.6	4.7	6.4	7.6	7.7	6.6	3.1	2.3	5.2	7.0
리테일	527	1,341	1,647	1,111	1,577	2,164	2,215	2,221	1,077	(225)	4,626	8,177
AWS	1,400	1,642	2,077	2,235	2,211	2,440	2,758	3,099	3,109	4,331	7,354	10,508
세전이익	1,916	2,605	3,390	3,013	3,454	4,270	4,639	4,986	3,892	3,806	10,924	17,349
Tax	287	71	507	451	517	639	694	746	1,521	773	1,316	2,595
순이익	1,629	2,534	2,883	2,562	2,937	3,631	3,945	4,241	2,371	3,033	9,608	14,754
NPM (%)	3.2	4.8	5.1	3.6	5.0	6.0	6.1	5.2	1.7	1.7	4.2	5.6

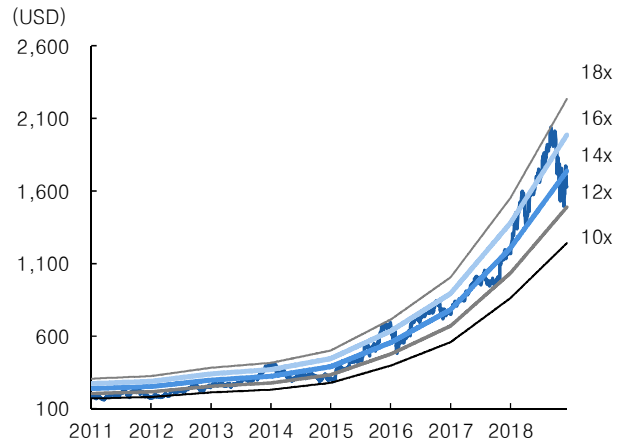
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 아마존 EV/EBITDA 밴드



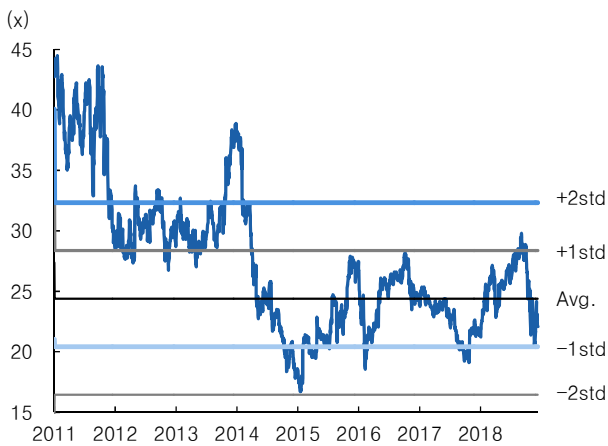
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 아마존 P/B 밴드



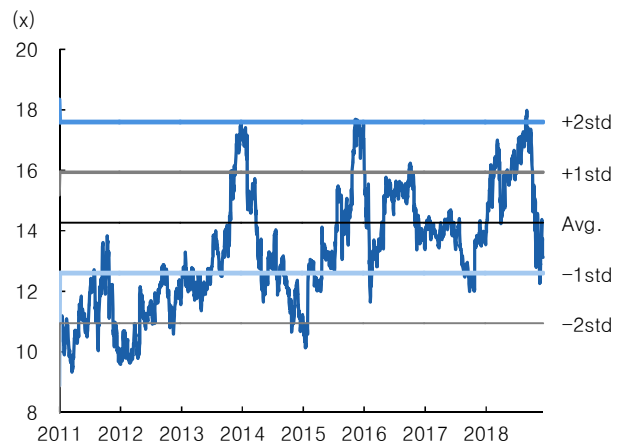
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 아마존 EV/EBITDA 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 아마존 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.