

Bloomberg 최고목표주가 USD 2,450.00

현재주가 (19/01/07) USD 1,629.51

국가 미국

거래소 NASDAQ

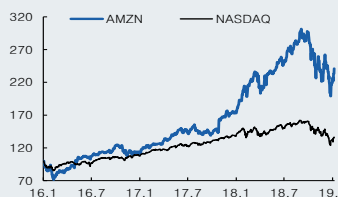
상승여력 50.4%

**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
94%	4%	2%

EPS 성장률 (19F,%)	51.2
P/E (19F,x)	56.2
MKT P/E (19F,x)	16.3
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	796,779
시가총액 (조원)	891.6
유통주식수 (백만주)	496.0
52주 최저가 (USD)	1,232.03
52주 최고가 (USD)	2,050.50

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-4.7	32.6
상대주가	3.3	3.1	42.9



**[글로벌 인터넷]**

정용제 Yongjei Jeong, CFA

02-3774-1938

yongjei.jeong@miraesaset.com

# 아마존 Amazon

(AMZN US)

## ‘온라인’ 아마존에서 ‘오프라인’ 아마존으로

### ‘온라인’ 아마존에서 ‘오프라인’ 아마존으로

아마존은 오프라인 판매 채널의 디지털화를 통해 소매 시장 침투 확대가 지속될 전망이다. 아마존은 1) 2017년 대형마트인 홀푸드 인수를 통해 오프라인 소매 시장으로의 진격을 본격화했다. 2) 또한 2018년 1월 무인 매장 ‘아마존고’를 상용화했으며 현재 9개를 보유 중이고, ‘4-star’ 매장을 구축했다. 3) 이외에도 배송 서비스 혁신을 위해 프라이م 고객에게 ‘In-car’ 또는 ‘In-home’ 배송을 시작했으며 4) 아마존 Flex (개인이 배송원으로 지원 가능), 아마존 로지스틱스 (배달 대행사 확보) 등 배송 서비스 개선을 위해 물류 서비스를 보유하고 있다.

### 오프라인 진출 통한 잠식 가능 시장 범위 확대

아마존은 기존 온라인의 성장세와 더불어 ‘홀푸드’, ‘아마존고’ 등 오프라인 매장의 디지털화를 통해 장기 성장성 확보가 예상된다.

아마존은 오프라인 매장 전략을 통해 도달 가능한 시장의 범위를 확대시킬 수 있으며 이를 통해 매출액 증가세를 확대시킬 것으로 예상된다. 아마존의 2018년 미국 전자상거래 점유율은 49% (+5ppt YoY)이며, 아직 전자상거래 내에서도 물류 기능 확충 (ex. 풀필먼트, 로지스틱스, 프라이م 에어)을 통한 성장 가능성은 존재한다. 그러나 2018년 미국 소매 시장 중 전자상거래 비중은 10% (+1ppt YoY) 수준이며 오프라인 매장 확보 및 디지털화를 통해 향후 신규 성장 동력 확보가 가능하다고 판단한다.

더군다나 오프라인 진출로 인한 판매금액 확대는 규모의 경제를 통한 레버리지 확보로 수익성 개선에도 긍정적이다. 이미 홀푸드 (OPM 5 ~ 6%) 인수는 아마존 북미 사업 OPM 개선 (3Q18 5.9%, +5.5ppt YoY)에 기여했는데 기존 사업 구조 특성상 북미 OPM이 1 ~ 2%에 불과하기 때문이다. 결국 오프라인 진출을 통해 판매 채널을 확대시키고 규모의 경제를 확보하면 추가적인 레버리지 확대가 가능하다. 특히 ‘아마존고’는 인건비가 기존 대비 절감될 수 있기 때문에 수익성 개선에 긍정적이다.

### 매력적인 밸류에이션 구간에 진입

아마존의 현재 주가는 매력적인 밸류에이션 구간에 진입했다고 판단한다. 최근 주가는 1) 비용 상승과 달러 강세로 기대치를 하회한 4Q18 가이던스, 2) 글로벌 매크로 둔화 우려, 3) 2019년 인건비, 택배비 등 비용 상승 우려로 부진했으며 이로 인한 불확실성은 존재한다. 다만 중장기적으로 1) 마켓플레이스, 클라우드, 광고 사업 매출은 여전히 고성장 중이며 2) 고마진 사업으로의 매출 구성 변경이 예상됨에 따라 실적은 견조할 전망이다. 3) 아마존고 등 신규 사업 확대에 따른 밸류에이션 확대 또한 가능할 전망이다.

아마존은 2019년 EV/EBITDA 20배 (EBITDA +38% YoY)에서 거래 중이다. 이는 EBITDA 고성장 이후 성장률이 둔화됐던 2014년 28배 (EBITDA +23% YoY) 대비 낮으며 2008년 금융위기 당시에는 17배에서 거래됐다. 4Q18 실적 둔화 우려는 주가에 반영됐다고 판단하며 비용 상승 Risk는 존재하나 성장성은 풍부하므로 현재 밸류에이션은 매력적이라고 판단한다.

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	39.2
P/B (배)	24.3	18.9	24.9	18.9	12.9	9.1

주: GAAP

자료: 아마존 Amazon, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

아마존 Amazon (AMZN US)  
 '온라인' 아마존에서 '오프라인' 아마존으로

그림 1. 아마존 프레스시 매장 vs. 홀푸드 매장 현황

AmazonFresh has just 16 dedicated locations...  
 ...Whole Foods has 444.



자료: Business Inside, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 아마존 프라임 나우의 Picker (홀푸드)



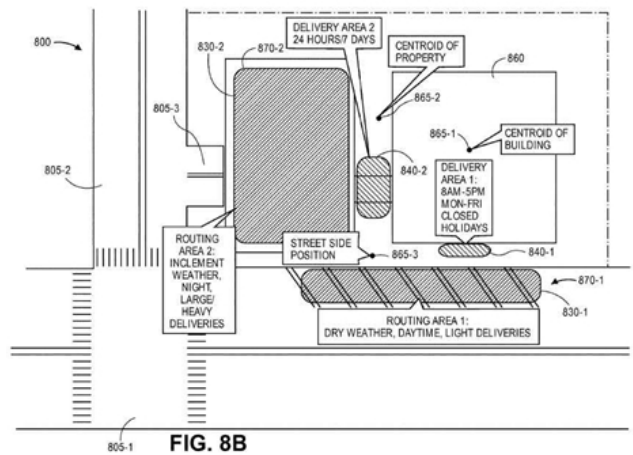
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 아마존의 4-Star Store: Trending Around NYC



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 라우팅 기반 라스트마일 딜리버리와 관련한 아마존의 특허



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 아마존의 In-Car 배달



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 아마존 in-home 배달



자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

아마존 Amazon (AMZN US)

'온라인' 아마존에서 '오프라인' 아마존으로

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	387,743	34,340	10,508	14,057	27.6	FY2020E 세일즈프루스
<b>영업가치</b>	<b>1,061,498</b>					
순차입금	(37,416)	2019년말				
<b>시가총액</b>	<b>1,098,914</b>					
유통주식수 (백만주)	511	2019년말				
<b>목표주가 (USD)</b>	<b>2,148.86</b>					

주: D&A는 매출액 비중으로 산출

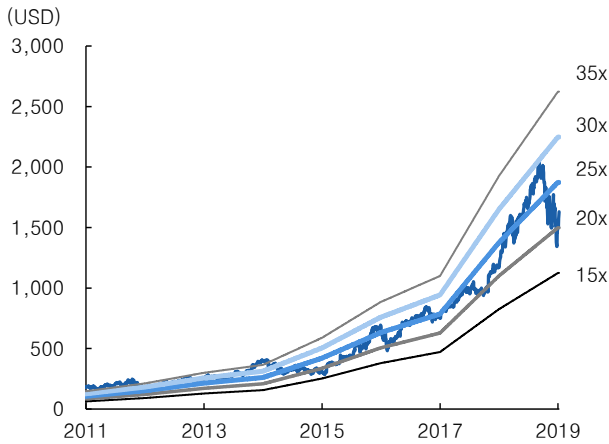
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 아마존 실적 (GAAP 기준)

(백만USD)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>51,042</b>	<b>52,886</b>	<b>56,576</b>	<b>70,679</b>	<b>58,851</b>	<b>60,845</b>	<b>64,778</b>	<b>80,823</b>	<b>135,987</b>	<b>177,865</b>	<b>231,183</b>	<b>265,297</b>
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 (직매입)	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 (홀푸드)	4,263	4,312	4,248	4,748	4,360	4,357	4,292	4,797	0	5,798	17,571	17,806
3P (마켓플레이스)	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
<b>영업비용</b>	<b>49,115</b>	<b>49,903</b>	<b>52,852</b>	<b>67,333</b>	<b>55,063</b>	<b>56,241</b>	<b>59,805</b>	<b>75,503</b>	<b>131,801</b>	<b>173,759</b>	<b>219,203</b>	<b>246,611</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>1,927</b>	<b>2,983</b>	<b>3,724</b>	<b>3,347</b>	<b>3,788</b>	<b>4,604</b>	<b>4,973</b>	<b>5,320</b>	<b>4,186</b>	<b>4,106</b>	<b>11,981</b>	<b>18,685</b>
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
<b>세전이익</b>	<b>1,916</b>	<b>2,605</b>	<b>3,390</b>	<b>3,013</b>	<b>3,454</b>	<b>4,270</b>	<b>4,639</b>	<b>4,986</b>	<b>3,892</b>	<b>3,806</b>	<b>10,924</b>	<b>17,349</b>
Tax	287	71	507	451	517	639	694	746	1,521	773	1,316	2,595
<b>순이익</b>	<b>1,629</b>	<b>2,534</b>	<b>2,883</b>	<b>2,562</b>	<b>2,937</b>	<b>3,631</b>	<b>3,945</b>	<b>4,241</b>	<b>2,371</b>	<b>3,033</b>	<b>9,608</b>	<b>14,754</b>
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

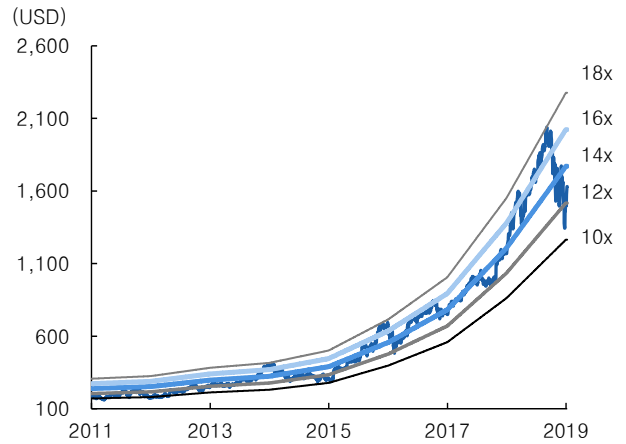
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 아마존 EV/EBITDA 밴드



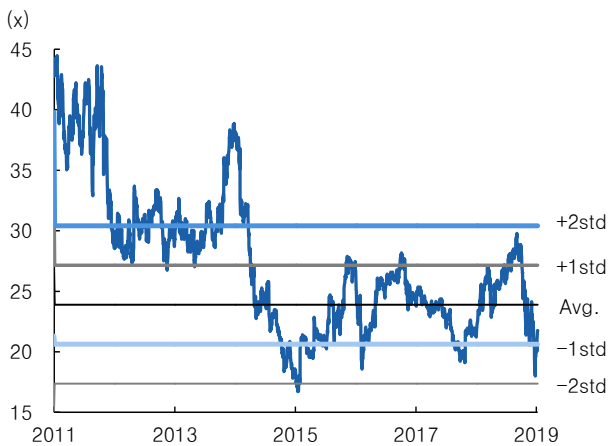
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 아마존 P/B 밴드



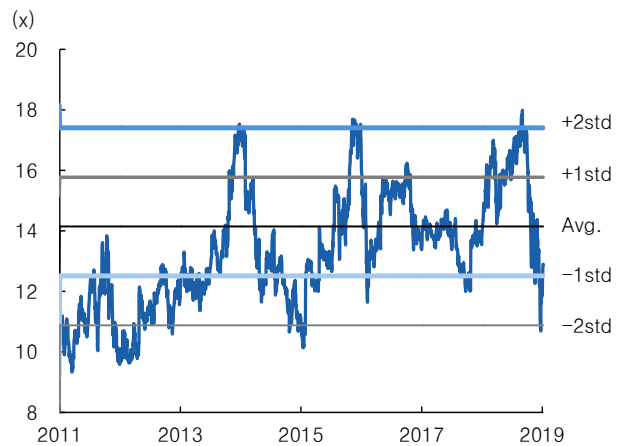
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 아마존 EV/EBITDA 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 아마존 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 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.