

Bloomberg 최고목표주가 USD 2,450.00

현재주가 (19/01/15) USD 1,674.56

국가 미국

거래소 NASDAQ

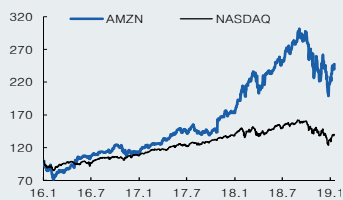
상승여력 46.3%

**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
94%	4%	2%

EPS 성장률 (19F,%)	51.2
P/E (19F,x)	57.7
MKT P/E (19F,x)	15.4
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	818,807
시가총액 (조원)	919.9
유통주식수 (백만주)	496.0
52주 최저가 (USD)	1,265.93
52주 최고가 (USD)	2,050.50

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	-7.6	28.3
상대주가	4.8	-1.0	36.5



**[글로벌 인터넛]**

정용제 Yongjei Jeong, CFA  
 02-3774-1938  
 yongjei.jeong@miraeasset.com

# 아마존 Amazon

(AMZN US)

## 4Q18 프리뷰 - 다시 관심을 가질 때

### 4Q18 프리뷰: 가이드스 소폭 상회 전망

4Q18 아마존 GAAP 실적은 매출액 707억달러 (+17% YoY), 영업이익 33억달러 (+57% YoY)로 예상된다. 이는 가이드스 (OP 평균 29억달러)를 소폭 상회한다.

1) 리테일 매출액은 598억달러 (+12% YoY)로 예상된다. 직매입 매출은 Gross에서 Net으로의 변경 효과로 +8% YoY (3Q18 +10% YoY)로 예상된다. 또한 홀푸드는 인수 효과가 종료되며 성장률은 +5% YoY로 예상된다. 프라임 매출 또한 사용자 증가율의 둔화로 +19% YoY로 예상된다. 다만 여전히 3P (마켓플레이스)는 고성장이며 +25% YoY로 예상된다. AWS와 기타 (광고) 매출액 증가율은 각각 +42% YoY, +108% YoY로 예상 (각각 3Q18 +46% YoY, +122% YoY)된다.

2) OPM은 4.7% (-1.9ppt QoQ, +1.2ppt YoY)로 예상된다. 이는 고마진 사업 (홀푸드, 3P, 프라임, AWS)의 매출액 비중 상승과 풀필먼트, AWS 데이터 센터의 효율 개선에 기인한다. 특히 AWS OPM은 31% (-0.4ppt QoQ, +4.2ppt YoY)로 예상되는데 효율성 확보에 따른 Capex 증가율 둔화 때문이며 전자 수익성 개선에 기여할 전망이다.

### 향후 실적의 추가적인 하향 조정 가능성은 낮다

향후 아마존 2019년 실적에 대한 추가적인 하향 조정 가능성은 낮다고 판단한다. 1) 이미 4Q18 시장 기대치를 하회하는 가이드스 제시 (OP 평균 기준 -23% QoQ)로 인해 2019년 순이익 컨센서스는 2018년 10월초 대비 4% 하향 조정됐다. 더구나 2) 글로벌 플랫폼 기업의 실적 하향 조정의 주된 원인은 달러 강세 (4Q18 달러 인덱스 +3% YoY)로 인한 해외 매출의 축소인데 아마존의 해외 매출 비중은 3Q18 27% (-4ppt YoY)로 영향이 미미하다.

물론 아직 임금 인상 효과, 2018년말 일부 지역 창고에서 진행된 파업, 미국 USPS의 택배비 인상 가능성이 존재하므로 비용 증가에 대한 불확실성은 존재한다. 다만 기존 사업의 수익성 개선에 따라 1Q19 가이드스가 시장 기대치를 하회하더라도 일부에 그칠 가능성이 높다. 이에 4Q18 실적 발표시 제시될 1Q19 실적 가이드스가 불확실성을 제거해 줄 것으로 판단한다 (예상치를 크게 하회하는 경우에는 예외).

### 주가의 하방 경직성 확대 구간, Risk는 주의하자

향후 추가적인 실적 하락이 제한적이라면 아마존 주가는 하방 경직성을 확보할 것으로 예상된다. 또한 내외부 변수로 인해 급격한 밸류에이션 또한 중장기적으로 재확대될 가능성이 높다고 판단한다. 물론 매크로 이슈로 단기 모멘텀의 소폭 둔화 가능성은 존재한다. 다만 최근 주가 하락으로 인해 밸류에이션 매력도는 확대됐다고 판단한다.

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 당시 17배에서 거래됐다. 4Q18 실적 둔화 우려는 주가 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	87.3	57.7	40.2
P/B (배)	24.3	18.9	24.9	19.4	13.2	9.3

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 세일즈퍼스
<b>영업가치</b>	<b>1,046,261</b>					
순차입금	(37,416)	2019년말				
<b>시가총액</b>	<b>1,83,677</b>					
유통주식수 (백만주)	511	2019년말				
<b>목표주가 (USD)</b>	<b>2,119.06</b>					

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	29.0	20.4	25.2	11.6

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%

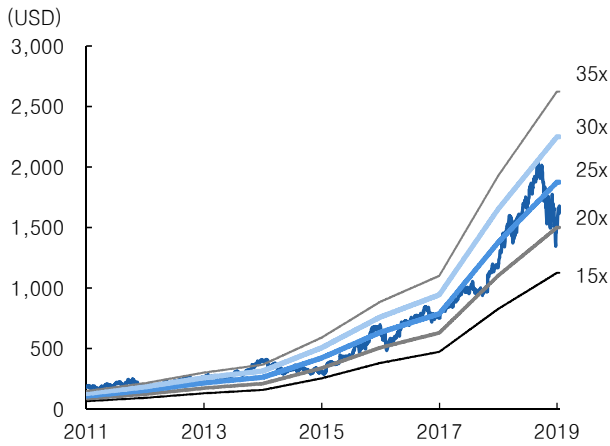
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 아마존 실적 (GAAP 기준)

(백만USD)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
<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	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
<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

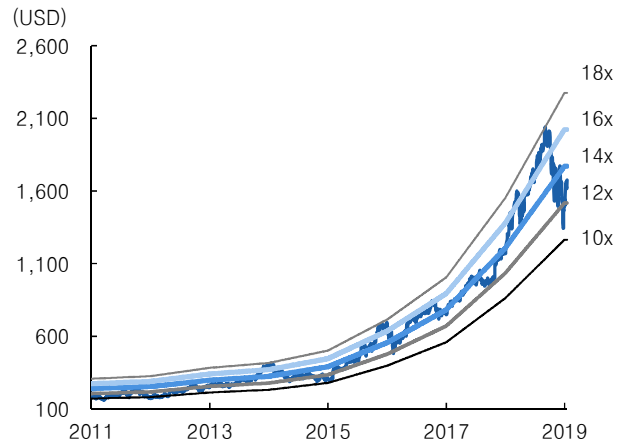
자료: 아마존, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 아마존 EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 아마존 P/B 밴드



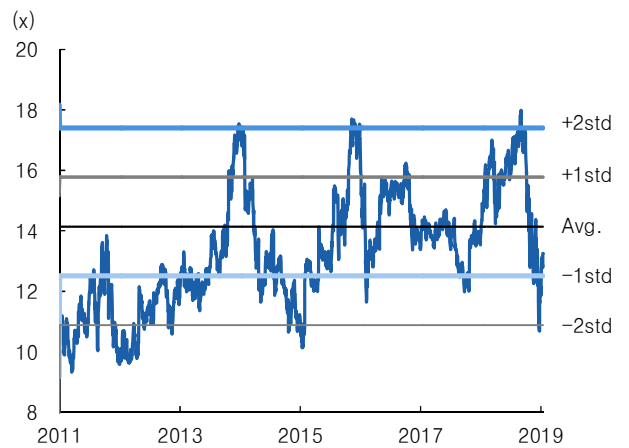
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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.