

Bloomberg 최고목표주가 USD 1,500.00

현재주가 (19/01/15) USD 1,086.51

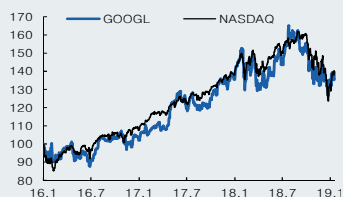
국가	미국
거래소	NASDAQ
상승여력	38.1%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
95%	5%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	8.6
P/E (19F,x)	22.1
MKT P/E (19F,x)	15.4
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	752,139
시가총액 (조원)	845.4
유통주식수 (백만주)	705.1
52주 최저가 (USD)	977.66
52주 최고가 (USD)	1,291.44

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	-9.8	-3.9
상대주가	2.9	-3.3	2.2



[글로벌 인터넷]

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

알파벳 Alphabet

(GOOGL US)

4Q18 프리뷰 - 안정성 vs. 불확실성의 공존

4Q18 프리뷰: 컨센서스 부합 전망

알파벳의 4Q18 실적은 매출액 385억달러 (+19% YoY), OP 92억달러 (+20% YoY)를 기록할 전망이다. 이는 컨센서스 (OP 88억달러)에 부합한다.

1) 구글 광고 사업 매출액은 290억달러 (+20% YoY vs. 3Q18 +24% YoY)로 예상된다. 중소 판매자 위주 전자상거래 성장에 따른 쇼핑 검색광고의 호조와 유튜브의 성장으로 구글 지면 광고는 267억달러 (+20% YoY vs. 3Q18 +22% YoY)로 예상된다. 네트워크 광고는 기저 효과로 성장률이 +12% YoY (vs. 3Q18 +13% YoY)로 둔화가 예상된다.

2) 영업 비용은 293억달러 (+19% YoY)를 기록할 전망이다. TAC (Traffic Acquisition Costs) 성장률은 2017년 고성장에 따른 기저효과로 +15% YoY (vs. 3Q18 20% YoY)로 둔화가 예상된다. 다만 기타 매출원가 (감가상각비, 하드웨어, 콘텐츠 등)는 80억달러 (+21% YoY)로 여전히 성장률이 높을 것으로 예상된다.

실적의 추가 둔화 Risk 존재

향후 2019년 알파벳 실적의 추가 하향 조정 가능성이 존재한다고 판단한다. 1) 2017년 ~ 1H18 매출액의 상승을 야기한 달러 약세가 3Q18 달러 강세 (4Q18 달러 인덱스 +3% YoY)로 전환되며 해외 지역 (3Q18 매출 비중 54%, +1ppt YoY) 매출의 추가적인 축소로 이어질 전망이다. 2) 또한 구글 쇼핑 검색 광고가 아마존의 신규 진입으로 경쟁 심화가 예상되며 이에 M/S의 하락이 확대될 전망이다. 3) 더구나 지속되고 있는 기타 매출원가의 고성장 사업 구조 변화 (동영상 투자, 하드웨어 라인업 확대)로 인해 지속될 것으로 예상된다.

물론 매출원가를 구성하는 핵심 요소 (매출원가 중 46%, 전체 비용 중 26%)인 TAC 증가에 따른 수익성 둔화 우려가 3Q18 이후 일단락 됐다는 점은 긍정적이다. 그러나 레버리지를 통한 수익성 개선의 핵심인 매출액 증가율의 추가적인 둔화가 예상 (4Q16 +22% YoY -> 4Q17 +24% YoY -> 4Q18 +19% YoY) 된다는 점은 수익성 확보에 부정적이다.

밸류에이션은 매력적이나 불확실성이 있다

알파벳의 현재 밸류에이션은 매력적이나 향후 실적의 추가 하향 조정 가능성을 감안하면 적정 수준 이라고 판단한다. 특히 4Q18 실적 발표 이후 실적 하향 조정이 현실화된다면, 밸류에이션의 상승으로 이어질 수 있어 단기 모멘텀 확보에는 부정적이다. 다만 2H19 환율 효과가 제거되고, 동영상 등 투자 기조가 모두 반영됨과 동시에, 실적의 추가적인 하향 조정이 제한적이라면 중장기 성장성은 충분하다고 판단한다.

알파벳 주가는 2019년 P/E 22배 (과징금 제외, +9% YoY) 에서 거래 중이다. 이는 구글 쇼핑 광고 효과가 본격화되기 시작한 2016년 P/E 27배 (EPS +21% YoY), 고성장 후 둔화된 2014년 28배 (EPS +5% YoY) 대비 낮다. 다만 PC 기반 광고 산업의 성숙기인 2012년 22배 (EPS +9% YoY)와 유사하다. 이에 단기 모멘텀은 약세이나 중장기 성장성은 존재한다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억USD)	75.0	90.3	110.9	136.1	160.5	185.8
영업이익 (십억USD)	19.4	23.7	26.1	27.3	38.6	45.3
영업이익률 (%)	25.8	26.3	23.6	20.1	24.1	24.4
순이익 (십억USD)	16.3	19.5	22.5	27.7	34.7	39.7
EPS (USD)	22.82	27.70	32.01	39.36	49.27	56.45
ROE (%)	14.5	15.0	15.4	16.6	17.1	15.8
P/E (배)	34.0	26.8	35.0	23.9	22.1	19.2
P/B (배)	4.5	3.7	5.2	4.2	3.4	2.8

주: GAAP / 2017년 실적 중 일부 세금 효과 조정
자료: 알파벳 Alphabet, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 알파벳 P/E 밸류에이션

(USD)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
GAAP EPS (과징금 포함)	16.16	19.07	20.04	22.82	27.70	32.01	39.36	49.27	56.45
YoY (%)	8.7%	18.0%	5.1%	13.9%	21.4%	15.5%	23.0%	25.2%	14.6%
GAAP EPS (과징금 제외)	16.16	19.07	20.04	22.82	27.70	35.90	45.37	49.27	56.45
YoY (%)	8.7%	18.0%	5.1%	13.9%	21.4%	29.6%	26.4%	8.6%	14.6%
P/E (x)	22.0	28.9	27.9	34.0	26.8	29.3	23.9	22.1	19.2
2019E EPS	49.27								
Target P/E (x)	27.9	2014년 P/E							
TP	1,375.78								

자료: 알파벳, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 알파벳 실적 전망 (GAAP)

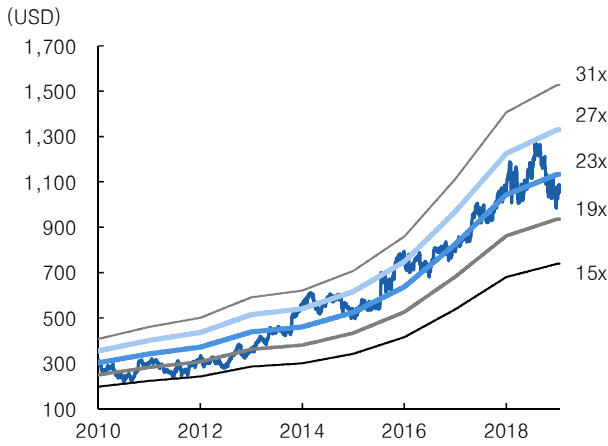
(백만USD)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	31,146	32,657	33,740	38,520	37,035	38,715	40,090	44,669	90,272	110,855	136,063	160,509
QoQ (%)	(3.6)	4.9	3.3	14.2	(3.9)	4.5	3.6	11.4				
YoY (%)	25.8	25.6	21.5	19.2	18.9	18.5	18.8	16.0	20.4	22.8	22.7	18.0
구글	30,996	32,512	33,594	38,323	36,850	38,537	39,911	44,426	89,462	109,652	135,425	159,725
1) 광고	26,642	28,087	28,954	32,291	31,482	33,054	33,936	37,674	79,383	95,375	115,974	136,146
- 구글	21,998	23,262	24,054	26,684	26,288	27,682	28,504	31,488	63,785	77,788	95,998	113,961
- 네트워크	4,644	4,825	4,900	5,606	5,194	5,373	5,432	6,187	15,598	17,587	19,975	22,185
2) 기타	4,354	4,425	4,640	6,032	5,368	5,482	5,975	6,752	10,079	14,277	19,451	23,578
신규 사업	150	145	146	198	184	178	179	243	810	1,203	639	784
영업비용	24,145	29,850	25,430	29,328	28,360	29,425	30,147	33,954	66,556	84,709	108,753	121,887
QoQ (%)	(2.1)	23.6	(14.8)	15.3	(3.3)	3.8	2.5	12.6				
YoY (%)	32.8	36.4	27.2	18.9	17.5	(1.4)	18.6	15.8	19.6	27.3	28.4	12.1
매출원가	13,467	13,883	14,281	16,884	15,912	16,504	16,834	19,593	35,138	45,583	58,515	68,843
(TAC)	6,288	6,420	6,582	7,448	7,133	7,471	7,652	8,614	16,793	21,672	26,738	30,871
R&D	5,039	5,114	5,232	5,272	6,127	6,204	6,363	6,277	13,948	16,625	20,657	24,972
마케팅	3,604	3,780	3,849	4,811	4,051	4,344	4,493	5,346	10,485	12,893	16,044	18,235
SG&A	2,035	2,002	2,068	2,361	2,270	2,373	2,457	2,738	6,985	6,872	8,466	9,838
EU 과징금	-	5,071	-	-	-	-	-	-	-	2,736	5,071	-
영업이익	7,001	2,807	8,310	9,192	8,674	9,290	9,943	10,715	23,716	26,146	27,310	38,622
QoQ (%)	(8.7)	(59.9)	196.0	10.6	(5.6)	7.1	7.0	7.8				
YoY (%)	6.6	(32.1)	6.8	19.9	23.9	230.9	19.7	16.6	22.5	10.2	4.5	41.4
OPM (%)	22.5	8.6	24.6	23.9	23.4	24.0	24.8	24.0	26.3	23.6	20.1	24.1
Pretax	10,543	4,215	10,083	10,965	10,447	11,063	11,716	12,488	24,150	27,187	35,806	45,714
Tax	3,541	1,020	891	2,654	2,528	2,677	2,835	3,022	4,672	4,668	8,106	11,062
NI	7,002	3,195	9,192	8,312	7,919	8,386	8,881	9,466	19,478	22,519	27,701	34,651
NPM (%)	22.5	9.8	27.2	21.6	21.4	21.7	22.2	21.2	21.6	20.3	20.4	21.6

주: 2Q17 EU 과징금 반영 / 2017년 실적 중 일부 세금 효과 조정

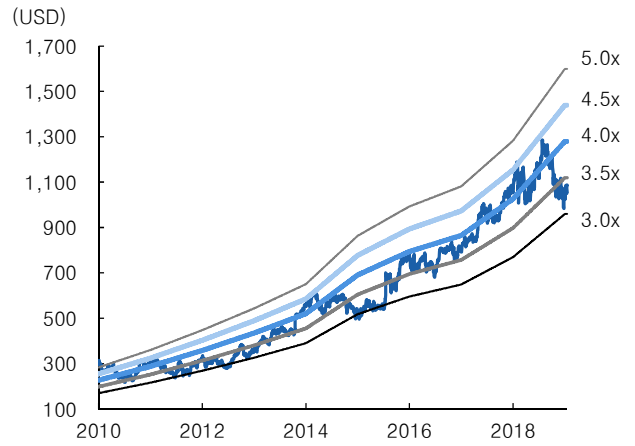
자료: 알파벳, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 알파벳 P/E 밴드



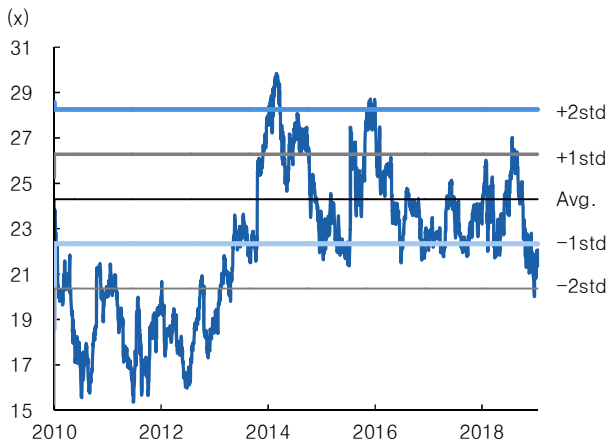
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 알파벳 P/B 밴드



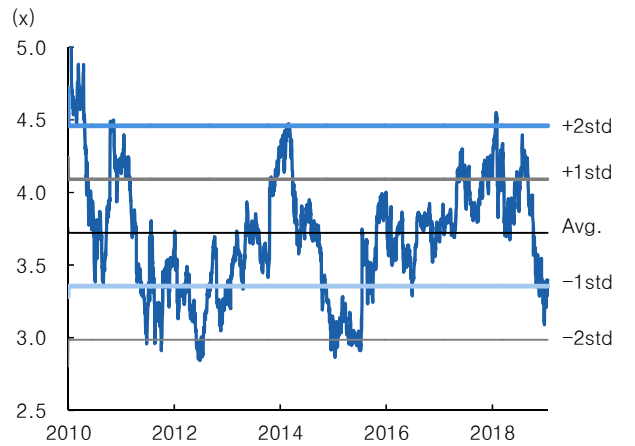
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 알파벳 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 알파벳 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.