

미국 인터넷 산업, 1위 기업

알파벳 (GOOGL)

이민아 mina.lee@dashin.com

투자 의견 (토스로이터 평균) **BUY** *(1.8)

목표주가(\$)
(토스로이터 평균) **1,611.79**

현재주가(\$)
(20.03.04) **1,381.60**

IT 소프트웨어 업체

유튜브와 클라우드가 이끌 성장

[기업 개요]

구글의 지주회사로 설립. 기존 구글 사업을 비롯해 총 12개의 사업을 자회사 형태로 보유. 전통적 구글 사업부 아래에는 광고, 클라우드, 유튜브, 안드로이드 등 포함. 이외 자회사는 IoT, 헬스케어, 스마트시티, 벤처캐피털, 인공지능과 자율주행차 기술 개발 등을 담당. 알파벳은 GOOGL(Alphabet Class A)과 GOOG(Alphabet Class C)로 나스닥에 상장되어 있음

[투자포인트]

유튜브와 클라우드가 실적 견인. 신사업 개발도 적극적

- ① 유튜브 광고, 효율성 높은 광고 지면으로 점차 성장 중. 향후 전체 광고 매출 성장 견인 전망
- ② 클라우드 사업, 2023년 점유율 2위 목표. 2019년 클라우드 매출 전년대비 53% 성장하며 고성장. 공격적인 투자로 향후에도 고성장세 이어질 전망
- ③ 클라우드 게임 플랫폼 스타디아, 빠른 콘텐츠 확보 행보. 구글 서비스의 넓은 이용자 접점과 플랫폼 친숙도 등을 고려하면 시장 선점 가능성 높다고 판단
- ④ 개발자 회의 I/O 2019에서 공개된 다양한 기술집약 서비스, 중장기 성장 동력으로 발전 전망

[실적 및 Valuation]

- 2020년 매출액은 1,905억 달러(YoY 18%), 영업이익은 415억 달러(YoY 21%) 전망. 검색 광고는 안정적 성장, 유튜브와 클라우드 매출은 고성장 전망
- 토스로이터 투자 의견은 BUY, 목표주가는 1,612 달러. 목표주가의 implied PER은 29배 수준. 고성장 사업으로의 매출 다변화, 신규 성장 동력 발굴을 위한 적극적인 투자와 기술 경쟁력 등은 밸류에이션 상향 요인이라고 판단. 최근 주가 조정은 매수 기회

* 투자 의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자 의견

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USD mn, USD, %)

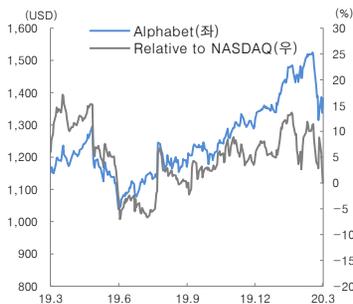
	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	110,855	136,819	161,857	190,505	221,592
영업이익	26,146	26,321	34,231	41,517	48,277
당기순이익	22,519	30,736	34,343	37,577	43,053
EPS	32.0	43.7	49.2	53.9	62.5
PER	41.8	30.6	27.2	25.6	22.5
BPS	219.5	255.4	289.6	341.9	410.4
PBR	6.1	5.2	4.6	3.9	3.3
ROE	18.6	18.1	16.8	16.3	15.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 추정치는 토스로이터 컨센서스 기준
자료: 토스로이터, 대신증권 Research Center

Alphabet

기업명	Alphabet
한글명	알파벳
홈페이지	abc.xyz
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	951.3
시가총액(조원)	114.1
발행주식수(백만주)	687.3
52주 최고가/최저가	1027.03/1530.74
주요주주	Vanguard Group 6.6% Blackrock Inc 5.9%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	4.8	16.9	19.8
상대수익률	-2.5	-5.9	0.4	-9.3



1. 기업 개요

알파벳, 글로벌 1 위 검색 엔진 구글을 보유한 지주회사

구글 사업 외 총 12개의 사업을 자회사 형태로 보유 중

2015년 8월, 구글의 지주회사로 설립된 알파벳은 기존의 구글 사업을 비롯해 총 12개의 사업을 자회사 형태로 보유하고 있다. 전통적인 구글 사업부 아래에는 광고, 클라우드, 유튜브, 안드로이드, 하드웨어 등 구글 사업이 포함되어 있다. 이외 자회사는 IoT 사업을 담당하는 ‘네스트(nest)’, 헬스케어 전문 기업 ‘칼리코(Calico)’를 비롯해 스마트시티 사업을 영위하는 ‘사이드워크(SideWalk)’, 벤처 캐피털 ‘GV(Google Ventures)’, 인공지능 기술 개발사 ‘딥마인드(Deepmind)’, 자율주행차 기술 개발사 ‘웨이모(Waymo)’ 등으로 구성되어 있다. 비밀 연구소 조직인 ‘X’는 달 탐사 로봇 개발, 우주 여행, 인공지능 비서, 구글 글래스 등의 개발을 담당하고 있다.

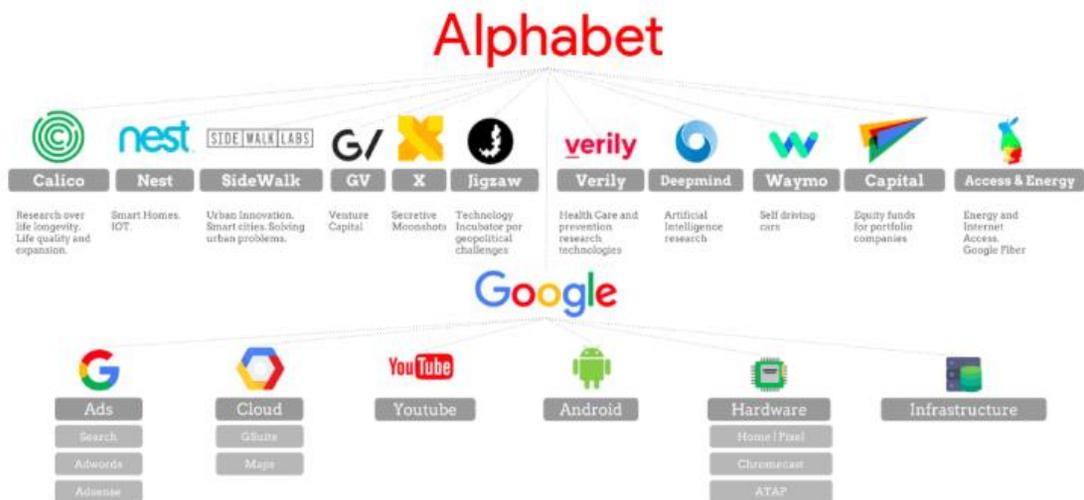
매출의 99% 이상은 구글에서 발생

2019년 연간 알파벳의 매출액은 1,619억 달러(약 194조원), 영업이익은 342억 달러(약 41조원), 영업이익률은 21.1%를 기록했다. 매출의 99% 이상은 자회사 구글에서 발생하고 있으며, 4분기 기준 구글 매출의 82%는 광고 부문에서 발생하고 있다. 클라우드와 기타 사업부의 구글 내 매출 비중은 각각 6%, 12%다. 구글 외 기타 자회사를 뜻하는 ‘Other bets’의 매출액은 1% 미만으로 아직까지 비중은 미미한 상황이다.

영업이익률은 최근 하락 추세

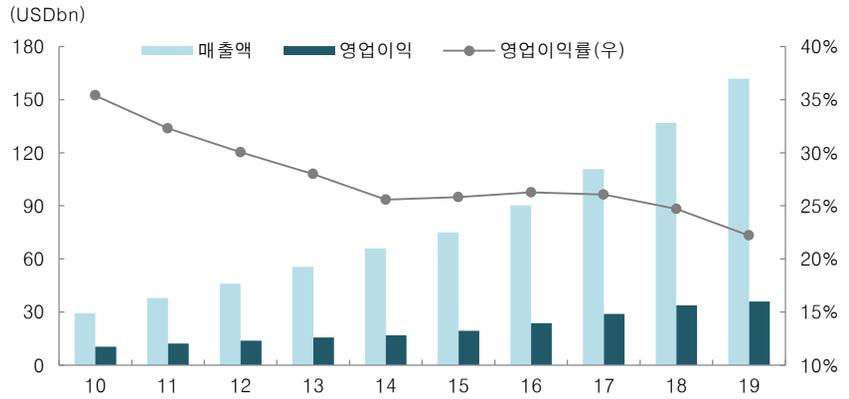
영업이익률은 최근 하락 추세인데, 상대적으로 클릭당 TAC(Traffic Acquisition Cost)가 높은 모바일 광고 매출 비중 확대와 기술 개발 확대에 따른 R&D 비용 증가, 인건비 등으로 구성된 일반 판매관리비 증가에 기인한다. 2019년 연간 순이익은 343억 달러(약 41조원)로 전년대비 12% 증가하며 안정적인 성장을 이어가고 있다.

그림 1. 알파벳의 주요 사업 영역



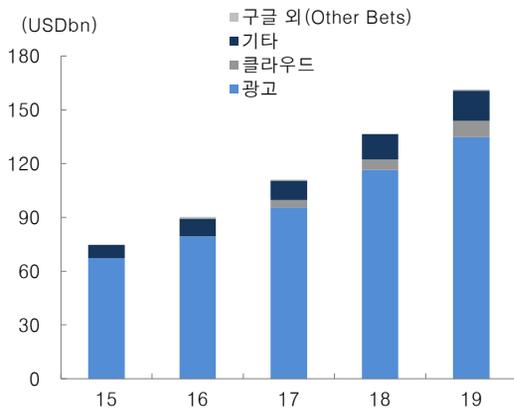
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 2. 알파벳 연간 매출액 및 영업이익, 영업이익률 추이



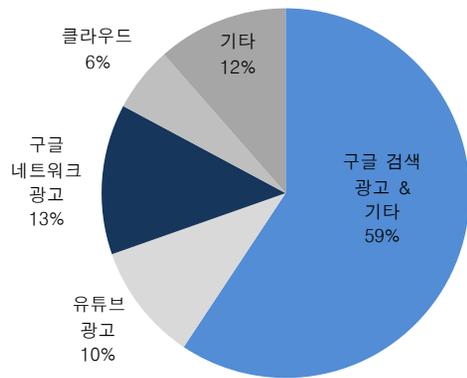
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 3. 알파벳 부문별 연간 매출액 추이



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 4. 알파벳 매출 구성(4Q19 기준)



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

**광고 사업 성장률은
예년대비 낮아지는
추세**

2019년 4분기 알파벳의 광고 매출은 379억 달러(YoY 17%)를 기록했다. 디지털 광고 시장 성장 둔화에 따라 광고 사업 성장률은 예년대비 낮아지고 있는 추세다. 광고 매출은 크게 구글 광고와 3rd party 사업자를 통해 발생하는 구글 네트워크 광고로 나눌 수 있다. 4분기 구글 광고는 전년동기대비 18% 성장한 반면 구글 네트워크 광고 성장은 8%에 그쳤다.

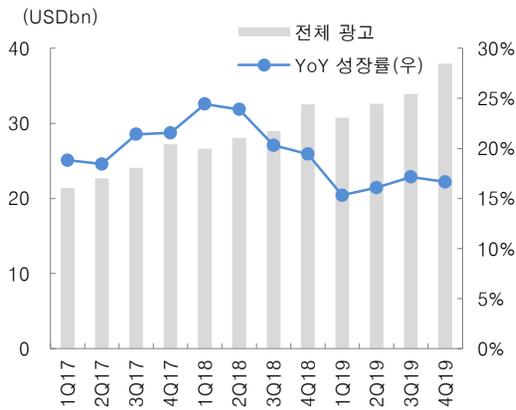
**유튜브 매출 성장은
견조**

금번 4분기부터 동사는 구글 광고 내 유튜브 광고의 매출을 공개하기 시작했다. 유튜브 광고의 2019년 연간 매출은 151억 달러로 구글 광고 매출 중 13%를 차지했다. 이는 전년대비 36% 증가한 수준으로 유튜브 광고가 전체 구글 광고 매출 성장을 견인하고 있는 것으로 분석된다.

**Other bets, 대부분
장기 프로젝트**

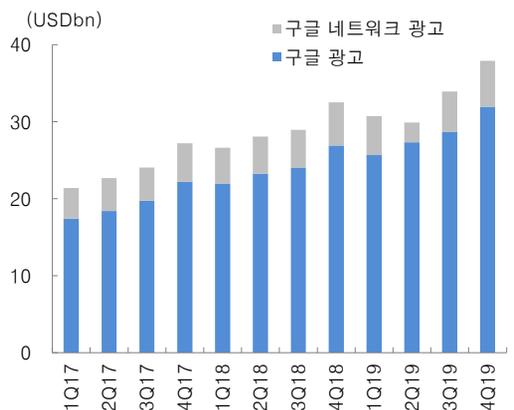
Other bets 매출은 아직까지는 미미한 수준이다. 4분기 매출액은 1.7억 달러(YoY 12%, QoQ 11%)에 그쳤다. IoT, 헬스케어, 자율주행차 등 Other bets에 포함되어 있는 대부분의 사업이 장기 프로젝트로, 단기적인 수익 창출보다 장기 성장동력 확보를 위한 기술 개발 단계에 있기 때문이다.

그림 5. 알파벳 전체 광고 매출 및 성장률 추이



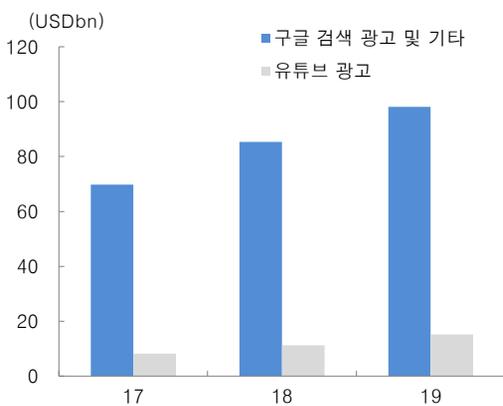
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 6. 구글 광고와 네트워크 광고 매출 추이



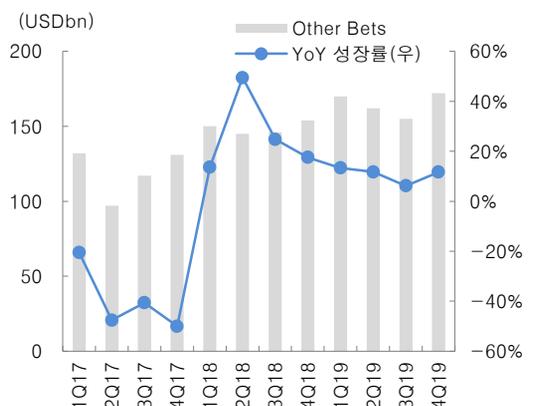
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 7. 구글 검색 광고와 유튜브 광고 매출 추이



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 8. Other Bets 매출 및 성장률 추이



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

II. 산업 분석

(1) 디지털 광고 시장 내 동영상 광고 시장 성장이 뚜렷

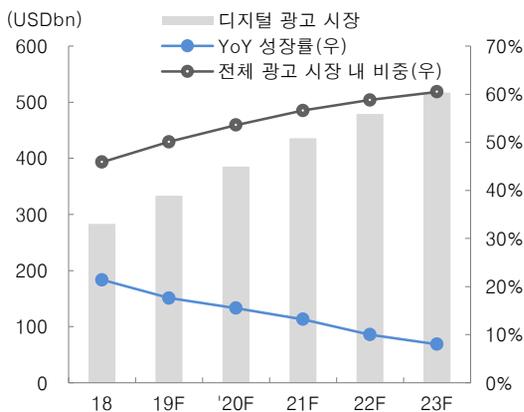
글로벌 디지털 광고 시장, 2020년 16% 성장 전망

글로벌 디지털 광고 시장은 2019년 3,332억 달러(약 400조원) 규모로 전년대비 18% 성장한 것으로 추정된다. 전체 광고 시장에서 디지털 광고가 차지하는 비중은 50.1%로 절반을 넘어섰다. 2020년 글로벌 디지털 광고 시장은 3,850억 달러(약 462조원)로 전년대비 16% 성장할 것으로 전망된다. 시장 규모가 빠르게 확대되며 최근 성장률은 둔화되고 있는 추세다.

디지털 광고 시장 내 동영상 광고 시장 성장 견조

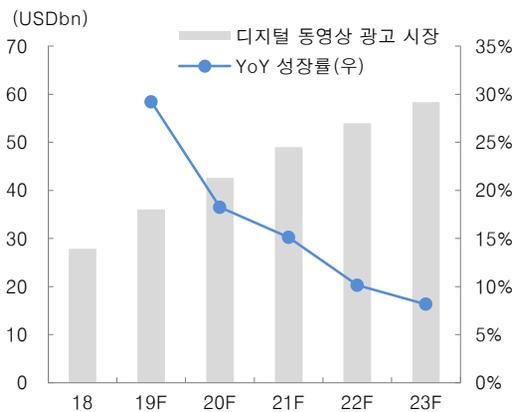
디지털 광고 시장 내에서도 채널별 성장률 차이가 뚜렷하다. 전통적 디지털 광고 채널이라고 할 수 있는 검색과 디스플레이 광고 시장의 성장률은 시장 성장률을 하회하고 있는 반면 디지털 동영상 광고와 SNS 인플루언서 광고 시장의 성장률은 시장 성장률을 상회하고 있다. 조사기관에 따라 차이는 있지만 디지털 동영상 광고 시장의 견조한 성장은 2020년에도 지속될 전망이다. eMarketer는 2020년 미국의 디지털 동영상 광고 시장이 426억 달러(약 51조원) 규모로 전년대비 18% 성장할 것으로 전망했고, 글로벌 마케팅 회사 윈터베리 그룹은 32% 성장할 것으로 전망했다.

그림 9. 글로벌 디지털 광고 시장 전망



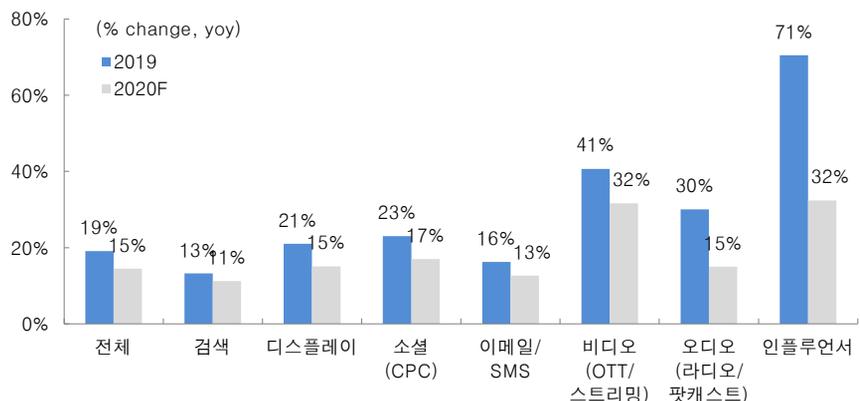
자료: eMarketer(2019/02), 대신증권 Research Center

그림 10. 미국 디지털 동영상 광고 시장 전망



자료: eMarketer(2019/02), 대신증권 Research Center

그림 11. 미국 디지털 광고 시장 채널별 성장률 전망



자료: MarketingCharts, Winterberry Group(2020/02), 대신증권 Research Center

(2) 디지털 광고 시장 경쟁은 심화되는 추세

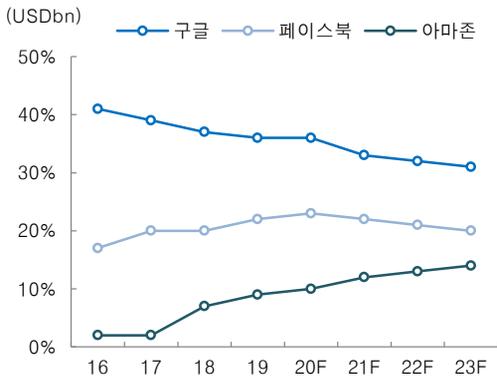
미국 디지털 광고 시장, 아마존 점유율 증가 추세

미국 디지털 광고 시장 내 경쟁은 심화되는 추세다. 디지털 광고 3위 사업자이자 이커머스 1위 사업자인 아마존의 광고 매출이 빠르게 증가하고 있다. 아마존은 자사 쇼핑몰에 광고주의 상품을 상위에 우선 노출하는 ‘스폰서 광고(Sponsored Products)’를 통해 점유율을 빠르게 늘리고 있다. 판매자 입장에서는 상품 노출을 통해 매출을 늘릴 수 있고 아마존은 검색 광고 매출을 창출할 수 있는 윈윈 전략이다.

아마존 점유율 2023년 14%에 달할 전망

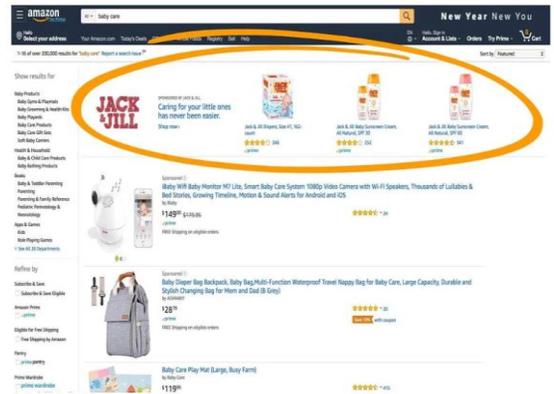
4분기 아마존의 광고 매출은 48억 달러(약 5.7조원)로 전년동기대비 41% 성장했다. 시장 성장률을 크게 상회하는 수준이다. 비즈니스인사이드에 따르면 아마존의 미국 디지털 광고 시장 점유율은 2016년 2%에서 2019년 9%까지 증가한 것으로 추정된다. 추세대로라면 2023년 아마존의 미국 디지털 광고 시장 점유율은 14%에 달할 것이라는 전망이다.

그림 12. 미국 디지털 광고 시장 점유율 추이 및 전망



자료: Business Insider, 대신증권 Research Center

그림 13. 아마존의 '스폰서 광고(Sponsored Products)'



자료: Amazon, 대신증권 Research Center

그림 14. 아마존 광고 매출 및 성장률 추이



자료: Amazon, 대신증권 Research Center

(3) 글로벌 클라우드 시장 성장세 지속

클라우드 시장 성장 지속 전망

AI와 빅데이터 등의 기술 발달로 데이터 보관과 사용의 중요성이 점차 확대되면서 클라우드 시장 성장이 가속화 되고 있다. 가트너에 따르면 2019년 글로벌 퍼블릭 클라우드 시장 규모는 2,277억 달러(약 273조원)로 전년대비 16% 성장한 것으로 추정되며 2020년에는 2,664억 달러(약 320) 규모로 전년대비 17% 성장할 것으로 전망된다.

클라우드 시장 점유 율 1위는 아마존, 2위 는 마이크로소프트, 구글과 알리바바가 3, 4위 사업자

클라우드 시장의 1위 사업자는 AWS(Amazon Web Service)를 운영하는 아마존으로 시장 점유율은 35% 내외를 차지하고 있는 것으로 파악된다. 2위는 마이크로소프트가 운영하는 애저(Azure)로 시장 점유율은 15% 안팎이다. 3, 4위는 각각 구글과 알리바바가 차지하고 있다. 구글은 구글 클라우드 플랫폼(Google Cloud Platform, GCP)을 운영하고 있으며 4위 사업자인 알리바바는 중국 클라우드 시장의 빠른 성장에 기반해 빠른 외형 성장을 이어가고 있다.

클라우드 서비스, 크게 4가지로 구분

클라우드 서비스는 크게 SaaS(Software as a Service), BPaaS(Business Process as a Service), IaaS(Infrastructure as a Service), PaaS(Platform as a Service) 등 4가지로 구분된다. SaaS는 소프트웨어, 애플리케이션 등을 서비스로 제공하는 것을 의미하고 BPaaS는 비즈니스 프로세스를 서비스로 제공하는 것을 의미한다. IaaS는 서버, 네트워크, 스토리지 등 IT 인프라를 서비스로 제공하는 것을 의미하고 PaaS는 애플리케이션 설계, 개발 및 배포에 필요한 소프트웨어를 서비스로 제공하는 것을 의미한다.

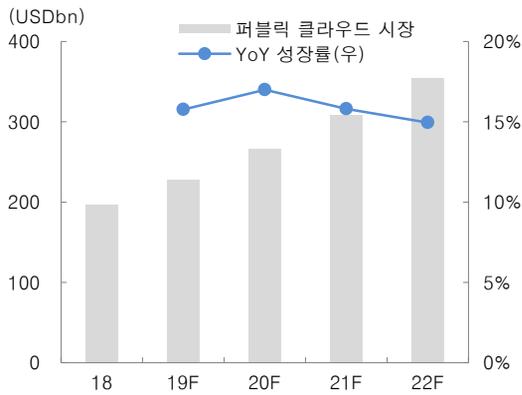
기업들의 클라우드 온리 전략 확대 전망

가트너는 올해 말까지 기업 신규 SW 투자의 30% 이상이 클라우드 퍼스트(cloud-first)에서 클라우드 온리(cloud-only)로 전환될 것으로 전망했다. 라이선스 기반의 SW 소비는 더욱 감소하는 반면, SaaS 및 구독 기반 클라우드 소비 모델이 증가한다는 뜻이다.

IaaS 시장에서 마이크로소프트와 구글 점유율 확대 중

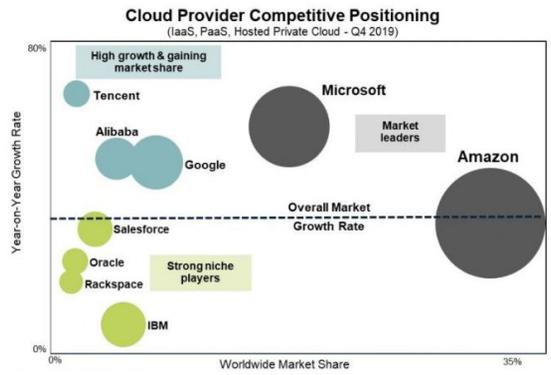
현재 퍼블릭 클라우드 서비스 시장에서 가장 빠르게 성장하는 분야는 IaaS 분야다. 서버, 스토리지 등의 하드웨어를 직접 관리할 필요가 없어 IT 인프라 투자 비용 절감이 가능하기 때문이다. IaaS 시장 규모는 2019년 403억 달러에서 24.1% 성장해 2020년에는 500억 달러에 이를 것으로 예상된다. 최근 마이크로소프트와 구글이 엔터프라이즈 고객을 점차 확대하며 IaaS 시장에서 존재감을 키우고 있다. PaaS 분야도 23.3%의 성장세를 보이며 두 번째로 높은 성장률을 기록할 전망이다. 클라우드 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 SaaS 시장은 2019년 995억 달러에서 2020년 1,160억 달러 규모로 성장할 전망이다.

그림 15. 글로벌 퍼블릭 클라우드 시장 성장 전망



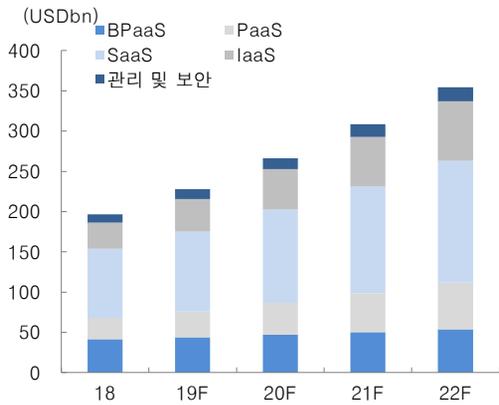
자료: Gartner, 대신증권 Research Center

그림 16. 클라우드 업체 포지셔닝 현황



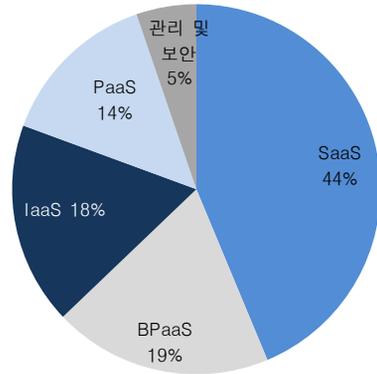
자료: Synergy Research Group, 대신증권 Research Center

그림 17. 부문별 퍼블릭 클라우드 시장 성장 전망



자료: Gartner, 대신증권 Research Center

그림 18. 퍼블릭 클라우드 시장 부문별 비중(2019)



자료: Synergy Research Group, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 투자포인트

(1)-1. 유튜브 광고, 효율성 높은 지면으로 지속 성장 전망

**유튜브 광고, 구글
광고 매출의 15%
차지**

2019년 4분기 실적에서 알파벳은 유튜브 광고 매출을 처음으로 공개했다. 2019년 4분기 유튜브 광고 매출은 전년동기대비 31% 증가한 47.2억 달러를 기록했다. 이는 구글 광고 매출의 15%, 구글 전체 매출의 10%를 차지하는 수준이다. 유튜브 광고는 단순히 프리롤 동영상 형식으로 노출되는 것에서 나아가 다양한 액션을 유도하는 효과적인 광고 지면으로 성장하고 있다. 광고 내 배너를 통해 웹사이트 연결, 애플리케이션 설치, 쇼핑 등을 지원한다.

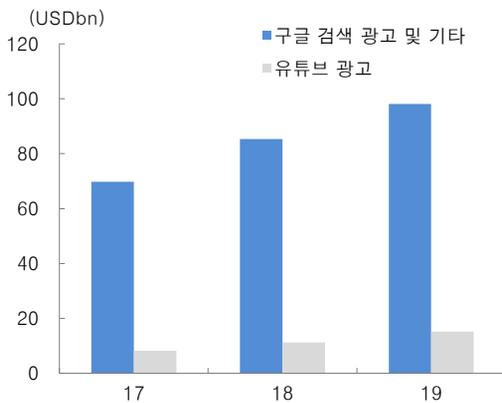
**유튜브 광고, 효율성
높은 지면으로
광고주 호응 높음**

유튜브 광고는 지속적으로 TV 광고 시장을 대체하며 성장하고 있다. 집중도와 효율성 면에서 모두 TV 광고 대비 뛰어넘는 평가다. TV 광고의 경우 노출되는 유저의 55%가 다른 활동을 하거나 채널을 바꾸는 등 집중도가 낮은 것으로 나타났다. 반면 유튜브 모바일 광고의 경우 62%가 광고에 집중했으며 특히 스킵할 수 없는 유튜브 광고의 경우 83%가 광고에 주목한 것으로 나타났다. 효율성이 높은 지면에 광고주 예산이 집중되는 것은 당연한 결과다.

**특히 젊은 층의
유튜브 이용률이
높게 나타남**

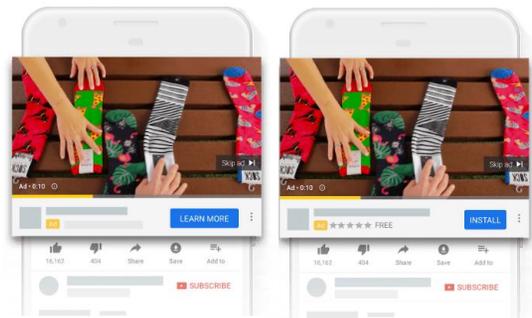
유튜브는 특히 10~20대의 젊은 층에서 이용률이 높게 나타나는 것으로 분석된다. 미국의 연령대별 소셜미디어 이용률을 살펴보면 유튜브의 경우 13~21세의 연령대에서 이용률이 97~98%로 높게 나타났다. 연령이 높아질수록 페이스북의 이용률이 높아지지만 22~38세의 연령대 역시 유튜브를 가장 많이 이용하는 것으로 파악된다. 시간이 지날수록 유튜브 광고에 대한 수요가 높아질 수 밖에 없다.

그림 19. 구글 검색 광고 및 유튜브 광고 매출 추이



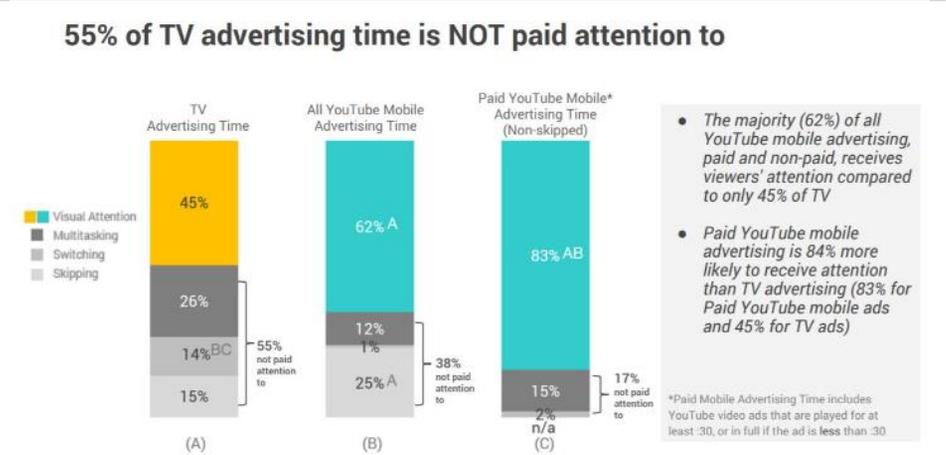
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 20. 다양한 액션으로 이어지는 유튜브 광고



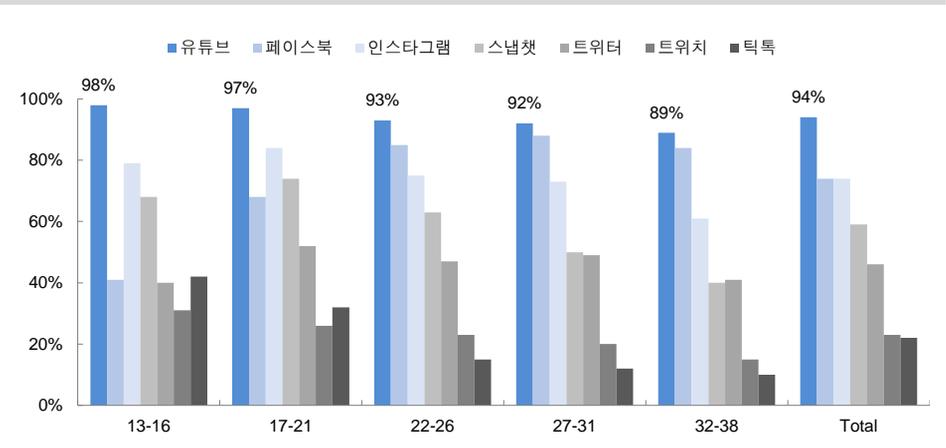
자료: Youtube, 대신증권 Research Center

그림 21. 유튜브 광고, TV 광고 대비 집중도와 효율성 우수



자료: Ipsos Connect, 대신증권 Research Center

그림 22. 미국 연령대별 소셜미디어 이용률 현황



자료: eMarketer(2019/11), Morning Consult, 대신증권 Research Center

(1)-2. 유튜브 광고가 성장 견인

구글 검색 광고 성장 둔화

디지털 광고 시장 성장률이 둔화되면서 구글 검색 광고의 성장률은 둔화되고 있다. 구글의 검색 광고 및 기타 부문(Google Search & Other)의 성장률은 2018년 22%에서 2019년 15%로 하락했고, 이에 따라 구글 주가 역시 부침을 겪기도 했다. 아마존의 쇼핑 검색 광고 매출 증가 역시 구글 검색 광고 성장 둔화에 일조했다.

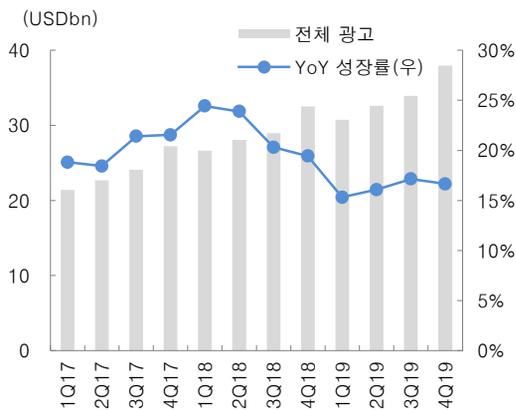
구글, 새로운 광고 지면 'Popular Product' 출시

그러나 구글도 최근 새로운 광고 지면 'Popular Products' 등을 추가하며 점유율 수성에 나서고 있다. 2019년 12월 출시된 'Popular Products'는 검색 결과 목록에 검색어와 관련된 인기 상품을 노출한다. '스폰서 광고(Sponsored Products)'로 검색 광고 시장에서 점유율을 늘리고 있는 아마존에 대응한 쇼핑 광고 상품이다.

유튜브 광고가 성장 견인

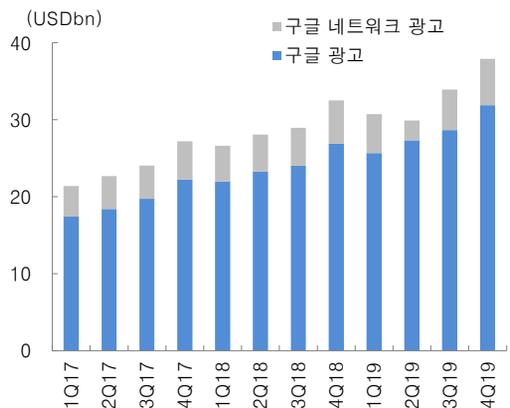
여기에 더해 유튜브 광고가 본격적으로 성장하면서 구글 전체 광고의 성장을 견인할 전망이다. eMarketer는 2020년 유튜브 광고 매출을 전년대비 12% 성장한 169억 달러로 추정했는데 2019년 4분기 유튜브 광고 매출이 전년동기대비 31% 성장한 점을 고려하면 실제 매출은 추정치를 상회할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 구독형 서비스인 유튜브 프리미엄 매출도 지속적으로 성장할 전망이다.

그림 23. 알파벳 전체 광고 매출 및 성장률 추이



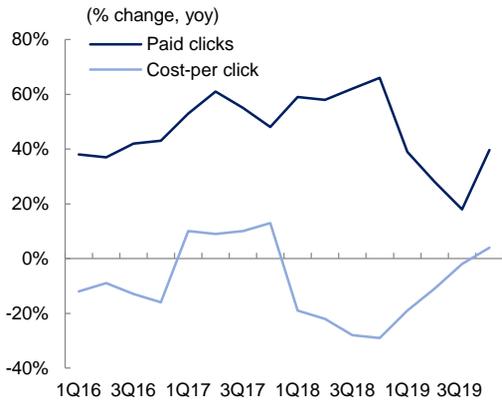
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 24. 구글 광고와 네트워크 광고 매출 추이



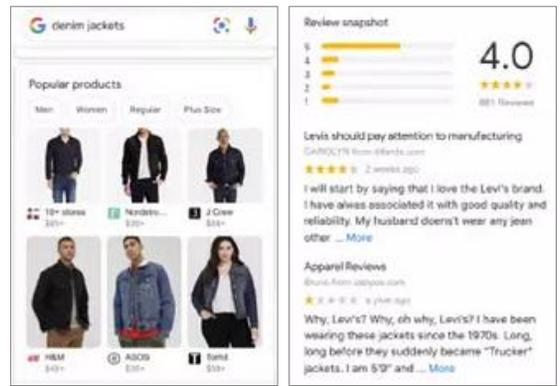
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 25. 구글 검색 광고 클릭 수와 단가 성장률 추이



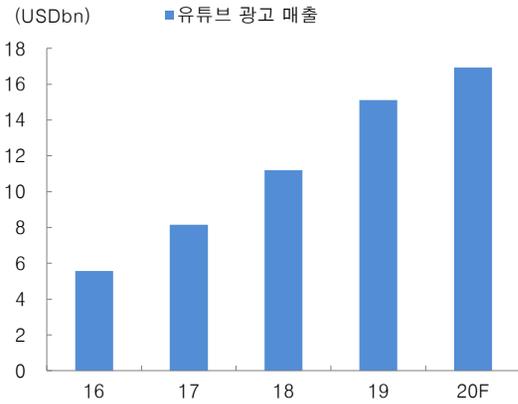
자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 26. 구글의 새로운 광고 지면 'Popular Products'



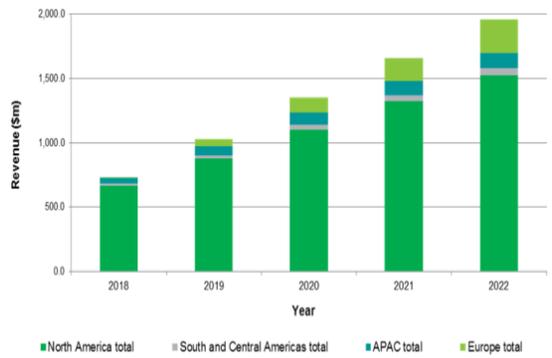
자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 27. 유튜브 광고 매출 추이 및 전망



자료: Youtube, eMarketer, 대신증권 Research Center

그림 28. 유튜브 프리미엄 매출도 지속 성장 전망



자료: IHS Market, 대신증권 Research Center

(2) 클라우드 서비스, 2023년 시장 점유율 2위 달성 목표

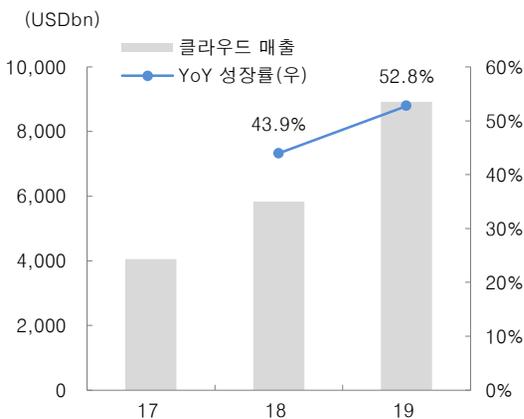
2023년 점유율 2위 달성이 목표

구글은 2023년까지 클라우드 시장 점유율 2위 달성을 목표로 하고 있다. 현재는 퍼블릭 클라우드 시장 기준 점유율 7%로 아마존과 마이크로소프트에 이어 3위다. 이를 위해 5년간 약 200억 달러를 장비 구매 등을 위한 자본 지출 예산으로 책정하기도 했다. 지분을 확대를 위해 마케팅 전략에도 변화를 주는 모습이다. 2월 들어 구글은 클라우드 서비스를 유튜브, 안드로이드, 광고 등과 패키지로 묶어서 판매하는가 하면 하이브리드 지원, 빅데이터 및 인공지능 지원 역량도 강조하고 있다. 구글이 밝힌 구글 클라우드의 강점은 1) 보안과 안정성, 2) 멀티 클라우드, 3) 인공지능 및 머신러닝 탑재, 4) 구글 서비스 경험이다. 마이크로소프트가 '접근성'을 강조했다면 구글은 자체 데이터와 기술력을 기반으로 시장을 확장해 나가겠다는 계획으로 풀이된다.

2019년 클라우드 매출 전년 대비 53% 성장

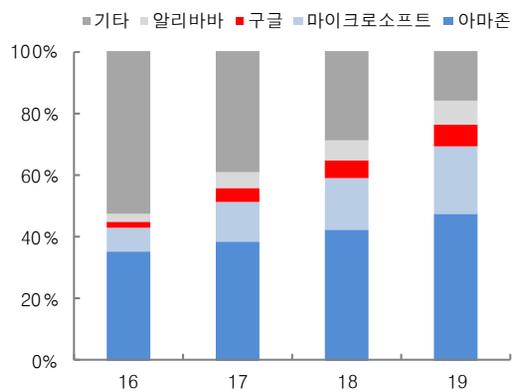
2019년 4분기 구글은 클라우드 매출도 처음으로 공개했다. 4분기 클라우드 매출은 26.1억 달러로 전년 동기 대비 53% 성장했으며 2019년 연간 클라우드 매출은 89.2억 달러를 기록해 전년대비 역시 53% 성장했다. 2018년 연간 성장률 44%에서 더욱 가팔라진 수치다. 아직까지 클라우드 부문이 전체 구글 매출에서 차지하는 비중은 2019년 기준 5.5%, 4분기 기준 5.7% 수준이지만 빠른 성장이 이어지고 있는 만큼 매출 비중도 점차 확대될 것으로 전망된다.

그림 29. 클라우드 매출 및 성장률 추이



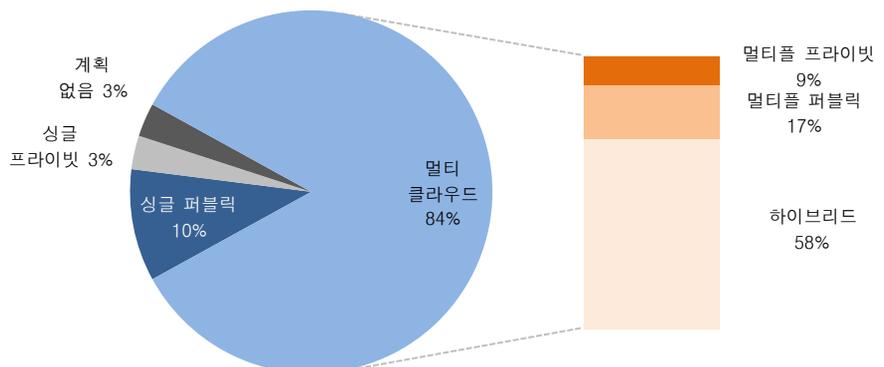
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 30. 퍼블릭 클라우드 시장 업체별 점유율 추이



자료: Insider Inc., 각 사, 대신증권 Research Center

그림 31. 기업들의 클라우드 전략: 멀티클라우드



자료: RightScale 2019, 대신증권 Research Center

(3) 클라우드 게임 플랫폼 구글 스타디아, 연내 120개 게임 확보 추진

스타디아, 11월 19일 공식 출시

구글의 클라우드 기반 스트리밍 게임 서비스 ‘스타디아’가 2019년 11월 19일 14개 국가에서 공식 출시됐다. 스타디아는 별도의 다운로드 없이 게임을 바로 플레이 할 수 있는 서비스로 노트북과 데스크탑, 스마트폰, 태블릿 PC, 스마트 TV 등 인터넷과 구글 크롬이 지원되는 모든 기기에서 고사양의 게임 플레이가 가능하다.

2020년 내 120개 게임 출시 계획

우선 스타디아를 이용할 수 있는 하드웨어 키트는 130달러로 출시됐다. 일부 게임은 ‘스타디아 프로’라는 구독 모델을 통해 월 9.99달러를 내고 즐길 수 있다. 이외 다수의 게임은 구글 스타디아 마켓에서 구입해 이용해야 한다. ‘테스티니2’, ‘둠’과 같은大作들이 우선 스타디아 전용 게임으로 출시되었고 이외에도 ‘툼레이더’, ‘사무라이 쇼다운’, ‘어쌔신 크리드: 오디세이’ 등을 포함해 총 54개의 게임이 출시됐다. 구글은 2020년 내에 약 120개의 게임을 추가로 출시할 계획이다.

게임 스튜디오 설립, 인수 계획

구글은 스타디아 전용 콘텐츠를 개발하는 게임 스튜디오를 설립하고 외부 스튜디오와 개발사도 인수할 계획이라고 밝혔다. 2019년 12월에는 캐나다 소재의 게임 개발사 타이푼 스튜디오를 인수하기도 했다.

구글 서비스 연동 기능 제공

구글 서비스와의 연계된 기능도 눈에 띈다. 스타디아와 함께 출시된 조이스틱에는 ‘쉐어’ 혹은 ‘구글 어시스턴트’ 버튼이 있어 이 기능을 사용하면 유튜브로 게임 방송을 하거나 게임 클립 영상을 유튜브에 공유할 수 있다.

빠른 콘텐츠 확보와 넓은 이용자 접점이 경쟁력

향후 클라우드 기반의 스트리밍 게임 산업은 5G 네트워크 확장과 함께 본격적으로 개화할 것으로 전망된다. 이미 엔비디아, 마이크로소프트, 페이스북 등 다수의 업체들이 스트리밍 게임 플랫폼을 구축하고 독점 콘텐츠를 확보하고 있다. 자체 스튜디오 설립, 개발사 인수 등을 통한 빠른 콘텐츠 확보와 유튜브, 크롬캐스트, 안드로이드 등 구글 관련 플랫폼의 넓은 이용자 접점 등을 고려하면 동 시장에서도 구글의 경쟁력은 충분하다는 판단이다.

그림 32. 클라우드 기반 스트리밍 게임 서비스 ‘스타디아’



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 33. 스타디아, 22개 타이틀과 함께 11월 출시



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

(4) I/O 2019에서 공개된 다양한 기술집약 서비스

구글 I/O 2019, 다양한 기술 공개

구글은 지난 5월 개최된 연례 개발자회의 I/O 기조연설에서 다양한 기술집약 서비스를 공개했다. 공개된 서비스들은 아직까지 본격적인 수익을 창출하고 있지는 않지만 직간접적으로 구글의 주요 서비스 효율을 확대시키며 실적에 기여하고 있다.

구글 AR 검색, 구글 렌즈 기능 소개

우선 구글은 AR 기술을 활용한 새로운 검색 기능을 소개했다. 구글 검색으로 검색한 3D 이미지에 AR 기술을 접목해 현실에 직접 배치해볼 수 있는 것이 특징이다. 나사(NASA), 삼성, 뉴발란스, 타겟(Target), 비저블 바디(Visible Body), 볼보, 웨이페어(Wayfair) 등의 제휴사와 협력하여 구글 검색에서 제휴사들의 3D 이미지를 선보일 예정이다. 단순 이미지 검색을 넘어 이미지에 연결된 정보를 이어주는 구글 렌즈의 새로운 기능도 소개됐다. 머신러닝과 컴퓨터 비전, 지식 그래프의 수백억 개의 정보를 활용한 결과다. 예를 들어 레스토랑에 갔을 때 구글 렌즈로 메뉴판을 찍으면 구글 지도의 해당 음식점 정보를 기반으로 사람들이 가장 많이 선택한 메뉴를 표시해 준다. 구글 렌즈를 지원하는 요리 잡지의 경우 조리 순서를 상세히 살펴볼 수 있는 동영상도 표시해 주는 기능도 가능하다.

듀플렉스 온 더 웹, 자동 예약 기능 제공

나아가 구글은 듀플렉스(Duplex) 기능의 확장도 소개했다. 지난 해 구글 어시스턴트가 듀플렉스 기술을 이용해 전화로 레스토랑에 예약을 하는 방법을 시연한데 이어 올해에는 온라인 예약을 쉽게 처리하는 방법도 공개했다. 듀플렉스 온 더 웹(Duplex on the web)은 영화, 렌터카 등 웹에서 이루어지는 예약 기능을 자동으로 처리한다. 예를 들어 구글 어시스턴트에게 다음 여행 때 필요한 렌터카를 예약하라고 말하면 어시스턴트가 예약 사이트를 검색하고 사용자의 지메일에 저장된 여행 세부 정보나 크롬에 저장된 결제 정보를 자동으로 입력해주는 방식이다.

구글 어시스턴트, 이용자 맞춤형 제안 기능 제공

인공지능 비서 구글 어시스턴트는 기존 대비 10배 빨라진 서비스를 제공한다. 개인 정보를 바탕으로 맞춤형 제안 기능도 선보였다. 퍼스널 레퍼런스(Personal Reference)를 통해 사용자의 개인 정보와 관련된 기능을 이해하고 이를 바탕으로 인공지능 비서 서비스를 제공하는 방식이다. 구글 어시스턴트에 새롭게 추가된 운전 모드(Driving Mode)는 운전 중에 음성으로만 동작이 가능하다. 내비게이션에도 맞춤형 제안 기능이 추가됐다. 구글 캘린더에서 저녁 식사 예약을 했다면 해당 레스토랑에 대한 안내가 자동으로 표시되는 방식이다.

다양한 기술 투자, 회사의 장기적 성장 동력으로 발전할 가능성에 주목

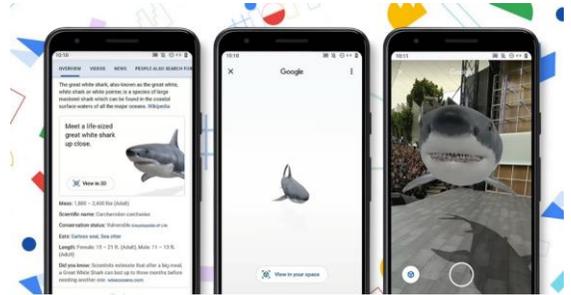
공개된 다수의 서비스와 기능은 구글의 장기 성장 동력으로 잠재력이 있다. 아직 본격적인 수익화 단계는 아니지만 서비스와 기술 고도화를 거쳐 구독료를 수취하는 비즈니스 모델이나 광고 상품을 탑재할 경우 구글의 새로운 수익 모델로 가능할 수 있을 전망이다. 특히 인공지능 기술을 활용한 구글 어시스턴트와 같은 서비스는 이용자의 실생활에 깊숙히 침투할 수 있다는 점에서 장기적인 성장을 위한 중요한 토대가 될 전망이다. 다양한 기술 개발에 대한 회사의 적극적 인 투자는 단기 비용 부담보다는 새로운 사업 모델로의 성장 가능성에 초점을 둘 필요가 있다.

그림 34. 연례 개발자 회의의 구글 I/O 2019 개최



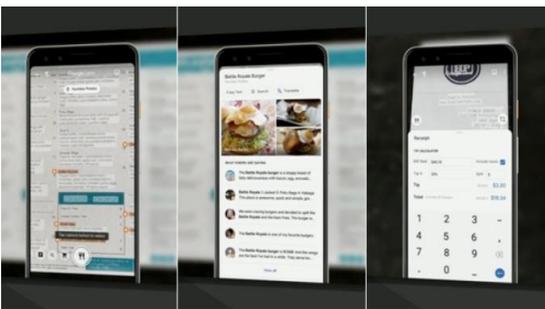
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 35. AR 기술을 활용한 검색 기능



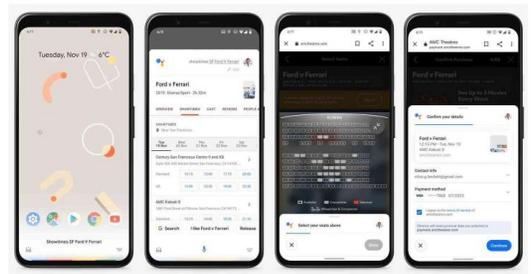
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 36. 생활 속 유용한 정보를 제공하는 구글 렌즈 기능



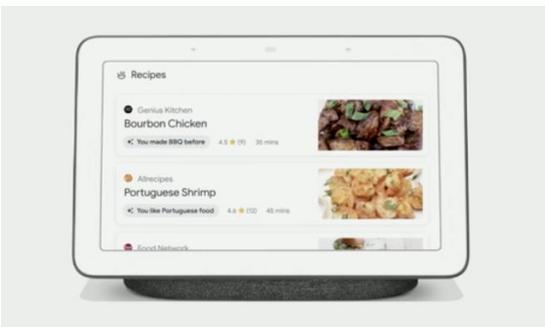
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 37. 듀플렉스 온 더 웹 기능



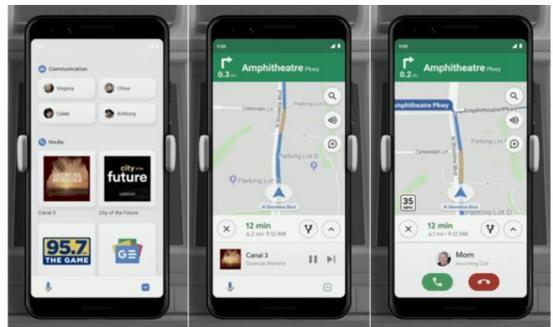
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 38. 구글 어시스턴트, 이용자 맞춤형 정보 제공



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 39. 구글 어시스턴트에 운전 모드 추가



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

IV. 실적 전망

2020년 매출액 1,905억 달러(YoY 18%), 영업이익 415억 달러(YoY 21%) 전망

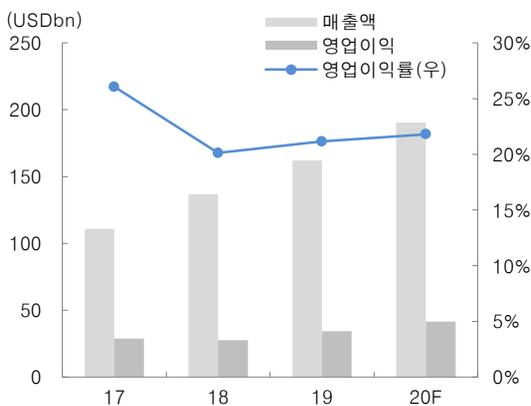
유튜브, 클라우드 부문 고성장세 지속 전망

알파벳의 2020년 매출액은 1,905억 달러(YoY 18%)를 기록할 전망이다. 구글 검색 광고는 시장 성장률을 소폭 하회하는 성장을 기록할 것으로 전망되고 유튜브 광고는 지속적인 트래픽 확대 및 단가 향상으로 양호한 성장이 예상된다. 구글 네트워크 광고는 전년과 유사한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 장비 구매, 리전 확대 등 공격적인 투자가 집행되고 있는 클라우드 부문은 2020년에도 고성장을 이어갈 전망이다. 특히 2019년 4분기부터 구체적인 실적을 공개하기 시작한 유튜브와 클라우드 부문 분기 실적은 내용에 따라 추가 상승 트리거가 될 수 있을 전망이다. 구글 외(Other bets) 부문의 경우 대부분 장기 프로젝트로 구성되어 있어 2020년에도 매출 비중은 1% 미만으로 그칠 것으로 전망된다.

영업이익률은 19년과 유사한 수준 예상

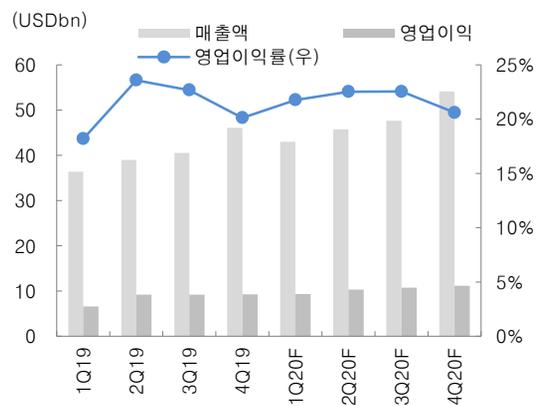
영업이익률은 2019년과 유사한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 모바일 광고 매출비 중 확대에 따른 TAC 비용 증가, 연구개발비 증가 추세를 반영한 수준이며 예년 대비로는 낮아진 수준이지만 매출 대비 고정비 비중은 소폭이나마 축소가 예상된다. 2020년 영업이익은 415억달러(YoY 21%), 영업이익률은 21.8%로 전망한다. 순이익은 376억달러(YoY 9%)으로 전망한다. 2019년에 발생한 영업외 일회성 이익을 제외하면 매출, 영업이익과 유사한 성장을 기록할 전망이다.

그림 40. 알파벳 연간 실적 추이 및 전망



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 41. 알파벳 분기 실적 추이 및 전망



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

표 1. 알파벳 실적 추정표

(단위: 백만달러)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	36,339	38,944	40,499	46,075	42,946	45,741	47,611	54,120	136,819	161,857	190,505
구글	36,169	38,782	40,344	45,812	42,823	45,604	47,479	53,957	136,362	160,743	189,937
광고	30,720	32,601	33,916	37,934	35,672	37,770	39,174	43,868	116,461	134,811	156,492
구글 광고	25,682	27,335	28,647	31,902					96,451	113,264	
구글 검색 광고& 기타				27,185					85,296	98,115	
유튜브 광고				4,717					11,155	15,149	
구글 네트워크 광고	5,038	5,266	5,269	6,032					20,010	21,547	
클라우드				2,614					5,838	8,918	
기타	5,449	6,181	6,428	5,264	7,183	7,838	8,192	10,343	14,063	17,014	33,493
구글 외(Other Bets)	170	162	155	172	189	180	172	192	595	659	733
YoY Growth rate	16.7%	19.3%	20.0%	17.3%	18.2%	17.5%	17.6%	17.5%	23.4%	18.3%	17.7%
구글	16.7%	19.3%	20.0%	17.3%	18.2%	17.5%	17.6%	17.5%	23.4%	18.3%	17.7%
광고	16.7%	19.3%	20.1%	17.5%	18.4%	17.6%	17.7%	17.8%	23.5%	17.9%	18.2%
구글 광고	15.3%	16.1%	17.1%	16.7%	16.1%	15.9%	15.5%	15.6%	22.1%	15.8%	16.1%
구글 검색 광고& 기타	16.7%	17.5%	19.1%	18.5%					24.0%	17.4%	
유튜브 광고				16.6%						15.0%	
구글 네트워크 광고				30.8%						35.8%	
클라우드	8.5%	9.1%	7.5%	7.8%					13.8%	7.7%	
기타				53.0%						52.8%	
구글 외(Other Bets)	25.1%	39.7%	38.5%	10.3%	31.8%	26.8%	27.4%	96.5%	-6.3%	21.0%	96.9%
매출원가	16,012	17,296	17,568	21,020	19,090	20,452	20,855	24,848	59,549	71,896	85,245
매출원가율	44.1%	44.4%	43.4%	45.6%	44.5%	44.7%	43.8%	45.9%	43.5%	44.4%	44.7%
매출총이익	20,327	21,648	22,931	25,055	23,857	25,289	26,756	29,272	77,270	89,961	105,174
매출총이익률	55.9%	55.6%	56.6%	54.4%	55.5%	55.3%	56.2%	54.1%	56.5%	55.6%	55.2%
판매비와 관리비	12,022	12,468	13,754	15,789	14,512	14,992	16,029	18,123	49,746	55,730	63,656
일반판매관리비	5,993	6,255	7,200	8,567							
연구개발비	6,029	6,213	6,554	7,222							
매출 대비 판매비 비중	33.1%	32.0%	34.0%	34.3%	33.8%	32.8%	33.7%	33.5%	36.4%	34.4%	33.4%
일반판매관리비	16.5%	16.1%	17.8%	18.6%							
연구개발비	16.6%	16.0%	16.2%	15.7%							
영업이익	6,608	9,180	9,731	9,266	9,345	10,297	10,727	11,149	27,524	34,231	41,517
영업이익률	18.2%	23.6%	24.0%	20.1%	21.8%	22.5%	22.5%	20.6%	20.1%	21.1%	21.8%
순이익	6,657	9,947	7,068	10,671	8,487	9,286	9,696	10,108	30,736	34,343	37,577
순이익률	18.3%	25.5%	17.5%	23.2%	19.8%	20.3%	20.4%	18.7%	22.5%	21.2%	19.7%

자료: Alphabet, 대신증권 ResearchCenter

V. Valuation

투자의견 매수, 목표주가 1,612 달러 제시

툼슨로이터
투자의견 BUY,
목표주가 1,612달러

목표주가의 2020년 기준 implied PER은 29배로 historical PER 고점에 해당한다. 현재 동사 2020년 PER은 24.1배로 상승여력은 약 20%다.

최근까지 주가는
양호한 흐름 지속

코로나19 이슈로 인한 나스닥 시장 급락 이전 동사 주가의 고점은 1,521달러였고 PER도 28배 수준이었다. 2019년 4분기에 공개된 유튜브 매출이 높았던 시장 기대치에 소폭 미달하면서 실적 발표 시점에 소폭의 조정을 겪기도 했으나 이내 고점을 회복했다. 검색 광고 매출이 안정적으로 성장하고 있는 가운데 유튜브와 클라우드 매출 공개로 자신감을 내비친 점을 긍정적으로 해석한 것으로 판단된다.

유튜브, 클라우드 등
신사업 성장으로
밸류에이션 리레이팅
전망

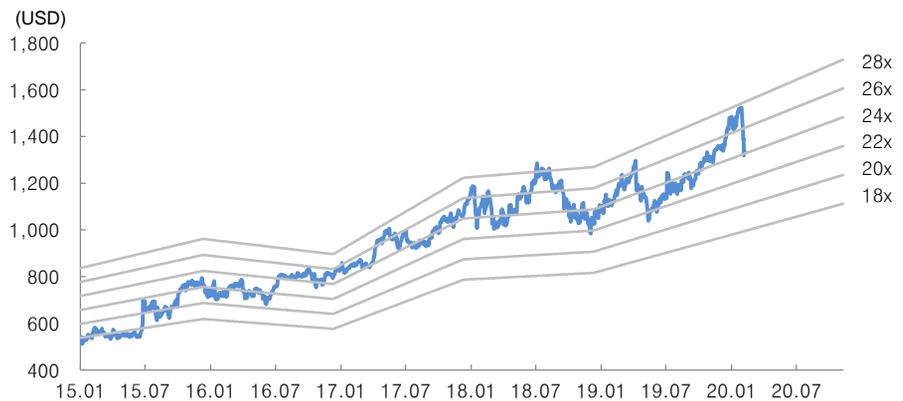
향후에도 유튜브 광고 매출과 클라우드 부문 실적 성장은 이어질 전망이다. 검색 광고에 집중되어 있었던 매출이 동영상, 클라우드 등 고성장 사업으로 다각화되면서 밸류에이션도 과거 대비 높아질 수 있다. 인공지능, IoT 등 신사업 기술 경쟁력 강화 역시 밸류에이션 상향 요인이다. 실적 발생은 아직 미미하지만 중장기적인 회사의 성장 동력으로 발전할 수 있다.

최근 조정은 매수
기회

이러한 측면을 고려하면 톼슨로이터 평균 투자의견과 목표주가는 합리적 수준이라고 판단된다. 최근 주가 조정을 매수 기회로 활용할 것을 권고한다.

* 투자의견:애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

그림 42. 알파벳 P/E Band



자료: 톼슨로이터, 대신증권 Research Center

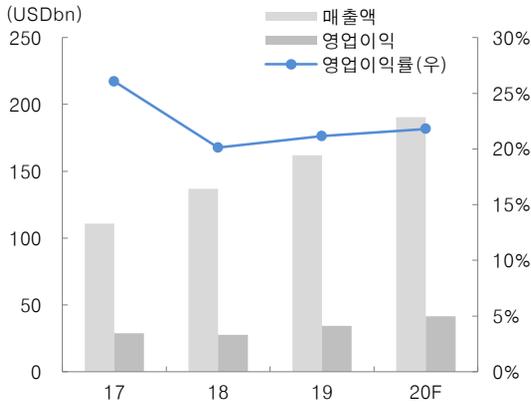
표 2. 글로벌 peer valuation

구분	기업	국적	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)			PER (X)		PBR(X)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
				1M	3M	YTD	2019	2020F	2019	2020F	2019	2020F	2019	2020F
검색/포털 /SNS	Alphabet	미국	951,346	(4.5)	4.1	3.2	27.2	25.6	4.6	3.9	6.9	5.9	13.7	11.8
	Facebook	미국	546,602	(8.7)	(3.8)	(6.6)	21.1	22.2	5.5	4.4	7.8	6.4	12.5	11.4
	Tencent	미국	496,298	3.5	23.0	8.1	35.0	28.3	7.8	6.3	8.8	7.1	24.9	20.6
	Twitter	미국	28,162	7.8	19.8	12.3	36.6	39.1	3.1	2.9	7.5	6.5	17.9	17.2
	Microsoft	미국	1,297,211	(5.2)	13.8	8.1	35.3	30.0	13.0	10.2	9.9	8.7	22.0	18.1
	Baidu	중국	42,068	(7.1)	4.0	(3.9)	19.4	16.6	1.7	1.6	2.7	2.5	14.4	10.5
	NAVER	한국	25,020	(0.8)	5.6	(3.5)	59.1	36.8	4.7	4.2	4.4	3.7	28.3	19.6
	카카오	한국	12,918	8.9	18.7	15.6	80.7	45.6	2.7	2.7	4.8	3.9	35.4	22.1
	LINE	일본	12,021	(0.6)	4.5	0.0	n.a.	n.a.	7.5	8.3	5.5	4.7	n.a.	61.7
전자상거래 /클라우드	SAP	미국	154,374	(8.6)	(6.8)	(6.2)	22.5	21.1	n.a.	n.a.	5.0	4.7	19.2	15.4
	Oracle	미국	162,115	(7.7)	(7.6)	(4.6)	14.4	13.3	7.6	10.4	4.0	4.0	10.0	9.5
	Sage Group	영국	9,894	(9.6)	(1.8)	(6.0)	23.2	24.4	5.2	4.8	3.8	3.8	15.7	16.2
	Workday	미국	39,646	(9.3)	6.2	3.9	137.1	96.5	21.2	17.4	14.2	11.0	83.4	52.5
	Intuit	미국	74,383	(1.5)	12.5	9.0	39.8	36.9	13.2	14.3	10.3	9.2	27.1	24.4
	Amazon	미국	983,589	(3.1)	13.5	6.9	57.9	68.8	14.5	10.6	3.4	2.8	22.5	18.7
	Shopify	미국	59,686	7.7	40.9	28.8	2,662	1,938	18.3	43.2	34.8	25.0	805.7	943.7
	Alibaba	미국	568,630	(3.8)	6.0	(0.1)	39.7	30.3	7.8	5.4	10.4	7.7	30.2	23.7
	Baojun	미국	1,969	(4.6)	(10.7)	(4.7)	34.6	22.5	5.1	4.2	1.9	1.5	28.2	18.0
	JD.com	중국	64,116	9.9	34.9	24.6	37.9	39.7	5.2	4.4	0.7	0.6	25.4	18.5
동영상 /스트리밍	Huya	중국	4,462	9.3	8.9	13.5	43.9	46.3	3.8	3.5	3.6	2.7	48.3	20.5
	iQiyi	중국	17,398	0.6	22.7	13.4	n.a.	n.a.	16.3	27.0	4.0	3.4	n.a.	582.7
	YY.com	중국	4,667	(9.9)	(2.7)	9.5	13.5	10.1	1.2	1.1	1.2	1.0	8.9	6.0
	Netflix	미국	168,410	3.8	26.7	18.6	90.1	64.7	22.9	15.8	8.0	6.6	54.6	38.1
	Disney	미국	215,172	(15.7)	(19.2)	(17.6)	20.7	23.1	1.6	2.3	3.0	2.6	15.8	15.0

자료: 톨슨로이터, 대신증권 Research Center

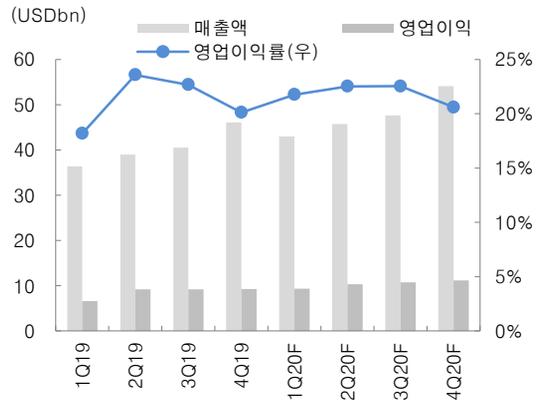
IV. Key-Charts

그림 43. 알파벳 연간 실적 추이 및 전망



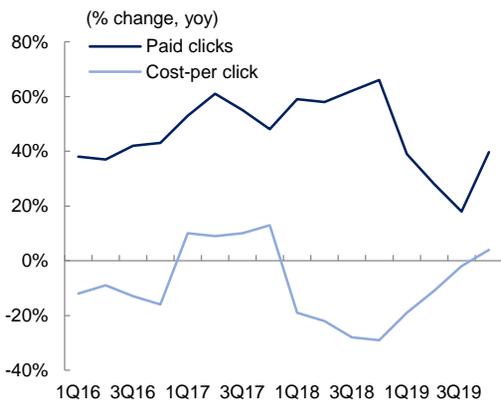
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 44. 알파벳 분기 실적 추이 및 전망



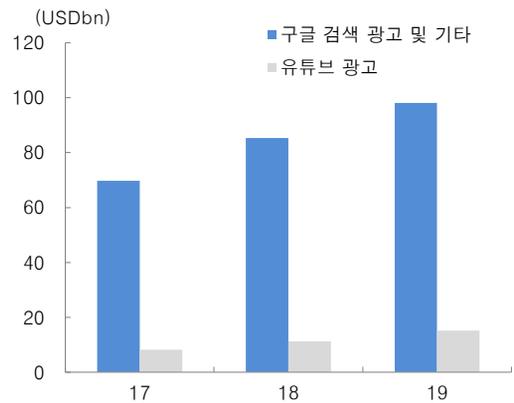
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 45. 구글 검색 광고 클릭 수와 단가 성장률 추이



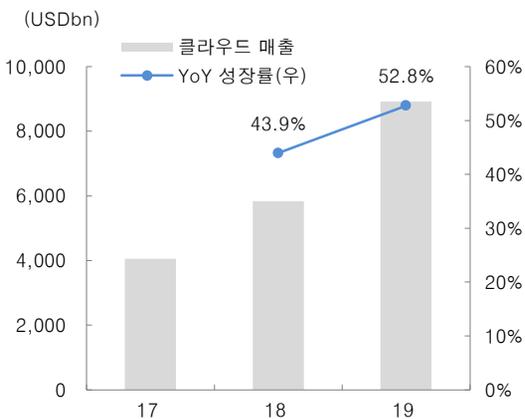
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 46. 구글 검색 광고와 유튜브 광고 매출 추이



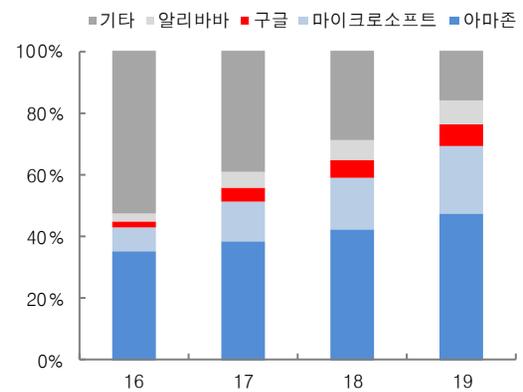
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 47. 클라우드 매출 및 성장률 추이



자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 48. 퍼블릭 클라우드 시장 업체별 점유율 추이



자료: Insider Inc., 각 사, 대신증권 Research Center

요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위: USD mn, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	66,001	74,989	90,272	110,855	136,819	161,857	190,505	221,592
매출총이익	40,845	47,631	56,291	65,272	77,270	89,961	105,174	121,210
판매관리비	24,349	28,271	32,575	39,126	50,949	55,730	63,656	72,933
영업이익	16,496	19,360	23,716	26,146	27,524	34,231	41,517	48,277
영업이익률	25.0	25.8	26.3	23.6	20.1	21.1	21.8	21.8
EBITDA	25,650	29,626	36,563	40,740	49,780	56,806	68,342	79,363
법인세비용차감전 순이익	21,798	24,854	30,853	27,193	34,913	39,625	44,751	51,734
법인세비용	4,215	3,303	6,822	4,674	4,177	5,282	7,434	8,698
당기순이익	17,583	20,506	24,031	22,519	30,736	34,343	37,577	43,053
당기순이익률	26.6	27.3	26.6	20.3	22.5	21.2	19.7	19.4
성장성								
매출액 증가율	10.3	13.6	20.4	22.8	23.4	18.3	17.7	16.3
영업이익 증가율	7.1	17.4	22.5	10.2	0.7	30.1	20.9	16.6
순이익 증가율	7.2	2.6	-2.7	-23.7	10.6	-5.5	-7.5	-1.0
수익성								
ROA	14.8	15.3	12.4	14.3	13.5	13.2	13.3	11.5
ROE	18.3	18.5	15.5	18.6	18.1	16.8	16.3	15.1

재무상태표

(단위: USD mn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	78,656	90,114	105,408	124,308	135,676	152,578	179,857	215,644
비유동자산	50,531	57,347	62,089	72,987	97,116	123,331	141,375	156,526
자산총계	129,187	147,461	167,497	197,295	232,792	275,909	321,232	372,170
유동부채	16,779	19,310	16,756	24,183	34,620	45,221	51,007	57,899
비유동부채	8,548	7,820	11,705	20,610	20,544	29,246	30,322	29,376
부채총계	25,327	27,130	28,461	44,793	55,164	74,467	81,329	87,275
자본총계	103,860	120,331	139,036	152,502	177,628	201,442	239,903	284,895
순부채	-59,158	-67,846	-82,398	-97,902	-105,128	-115,121	-119,164	-164,210

현금흐름표

(단위: USD mn)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	22,376	26,024	36,036	37,091	47,971	54,520	65,890	75,229
투자활동 현금흐름	-21,055	-23,711	-31,165	-31,401	-28,504	-29,491	-29,834	-32,374
재무활동 현금흐름	-1,439	-3,677	-8,332	-8,298	-13,179	-23,209	-19,976	-19,475
CAPEX	10,959	9,915	10,212	13,184	25,139	23,548	27,621	29,979
FCF	11,417	16,109	25,824	23,907	22,832	30,972	36,994	44,615

Valuation 지표

(단위: USD, 배)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
EPS	25.6	29.6	34.3	32.0	43.7	49.2	53.9	62.5
PER	52.4	45.3	39.0	41.8	30.6	27.2	25.6	22.5
BPS	153.7	349.0	201.1	219.5	255.4	289.6	341.9	410.4
PBR	8.7	3.8	6.7	6.1	5.2	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	31.4	27.2	22.0	19.8	16.2	14.2	11.8	10.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 예상치는 톰슨로이터 컨센서스 기준

자료: 톰슨로이터, 대신증권 Research Center