

Bloomberg 최고목표주가 USD 260.00

현재주가 (19/01/15) USD 150.88

국가 중국

거래소 NYSE

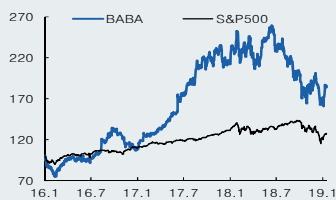
상승여력 72.3%

**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
96%	2%	2%

EPS 성장률 (FY20F,%)	5.7
P/E (FY20F,x)	25.5
MKT P/E (19F,x)	15.4
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	391,109
시가총액 (조원)	439.2
유통주식수 (백만주)	2,619.0
52주 최저가 (USD)	129.77
52주 최고가 (USD)	211.70

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.3	-20.6	-19.7
상대주가	0.9	-14.9	-14.5



**[글로벌 인턴넷]**

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

# 알리바바 Alibaba

(BABA US)

## 4Q18 프리뷰 - 실적 불확실성 존재

### 4Q18 프리뷰: 성수기 효과

알리바바의 4Q18 Non-GAAP 실적은 매출액 1,157억위안 (+39% YoY), 영업이익 321억 위안 (-5% YoY)으로 예상된다. 이는 컨센서스 (OP 259억위안)을 상회한다.

- 1) 핵심 사업인 커머스 매출액은 1,015억위안 (+39% YoY vs. 3Q18 56% YoY)으로 예상된다. M&A효과 (차이나오)가 제거되며 성장률이 3Q18 대비 둔화될 전망이다. 이중 중국 리테일은 +30% YoY (-7ppt QoQ)로 예상되는데 광고 +19% YoY (-6ppt QoQ), 수수료 +24% YoY (-7ppt QoQ)로 예상되는 반면 신유통사업 (인타임, 허마)의 가파른 성장세 (+140% YoY)가 성장을 이끌 전망이다.
- 2) 영업 비용은 835억위안 (+69% YoY)로 고성장세는 지속될 전망이다. 다만 3Q18 +93% YoY 대비 둔화될 것으로 이는 M&A효과 (차이나오)가 제거되기 때문이다. 특히 매출원가는 648억위안 (+85% YoY, -27ppt QoQ)을 기록할 전망이며 OPM은 28% (+1ppt QoQ, -13ppt YoY)로 예상된다.

### 실적의 추가 하향 조정 가능성 존재

향후 알리바바의 실적 불확실성에 대한 우려는 지속될 것으로 추가적인 실적 하향 조정 가능성도 존재한다고 판단한다. 1) 매크로 불확실성 (ex. 중국 경기 둔화, 미-중 무역분쟁)에 따른 소비자 수요 감소로 4Q18 중국 전자상거래 성장률은 +19% YoY (-5ppt QoQ)에 그칠 전망이다. 2) 또한 3Q18부터 핵심 사업인 '타오바오'의 수익모델 변경이 시작됨에 따라 광고 매출 성장률의 둔화가 가팔라질 가능성과 3) 4Q18 위안화 약세 (-5% YoY)로 인해 달러 기준 실적에 부정적 영향도 존재한다, 4) 더구나 알리바바 픽처스 (1060 HK)이 연결 실적으로 반영 (지분율 51%)될 예정이며 5) 동영상 플랫폼 유쿠가 2Q18 '월드컵'에 이어 1Q19 '아시안컵' 중계권을 확보했다는 점은 수익성의 추가적인 악화 가능성이 존재한다.

### 실적 불확실성으로 단기 모멘텀 약세는 지속

페이스북의 밸류에이션은 매력적이나 실적의 불확실성을 감안하면 단기 모멘텀 약세는 지속될 전망이다. 2017년말 이후 지속되고 있는 신유통 사업의 확대, 차이나오, 어러머, 알리바바 픽처스 등의 이슈는 향후 실적 불확실성을 확대시키는 주요 요소이다. 더구나 PDD와 같은 경쟁자의 부상 이슈와 타오바오 UI 개편 등 새로운 이슈들이 돌출됨에 따라 Risk가 존재하고 이에 따른 밸류에이션 약세 구간은 지속될 전망이다.

알리바바는 FY2020 EV/EBITDA 19배 (EBITDA +12% YoY)에서 거래 중이다. 이는 저평가 구간이었던 FY2016 23배 (EBITDA +30% YoY) 대비 낮다. 다만 수익성 둔화 우려로 단기 모멘텀 강화는 미진할 전망이며 중장기 접근이 필요하다고 판단한다.

계산기 (3월)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액 (십억CNY)	101.1	158.3	250.3	372.1	494.4	638.7
영업이익 (십억CNY)	48.1	69.2	97.0	102.0	106.8	118.4
영업이익률 (%)	47.6	43.7	38.8	27.4	21.6	18.5
순이익 (십억CNY)	42.8	58.1	83.2	92.0	98.5	107.4
EPS (CNY)	16.77	23.53	32.87	36.98	39.07	42.36
ROE (%)	39.3	16.6	19.1	12.1	8.6	7.0
P/E (배)	30.2	31.2	36.7	27.8	25.5	23.5
P/B (배)	5.9	6.8	8.7	5.9	4.9	4.3

주: Non-GAAP

자료: 알리바바 Alibaba, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 알리바바 EV/EBITDA 밸류에이션

(백만USD)

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
Non-GAAP EBITDA	6,235	8,106	10,949	16,094	17,105	19,168	21,619
YoY (%)	33.4%	30.0%	35.1%	47.0%	6.3%	12.1%	12.8%
EV/EBITDA	31.5	23.1	24.1	28.4	22.2	19.0	15.3
EBITDA	19,168	FY2020E					
Target EV	23.1	FY2016 EV/EBITDA					
EV	442,384						
순차입금	(26,392)	FY2020 말					
시가 총액	468,776	FY2020 말					
유통주식 수 (백만)	2,628						
TP (USD)	178.38						

자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

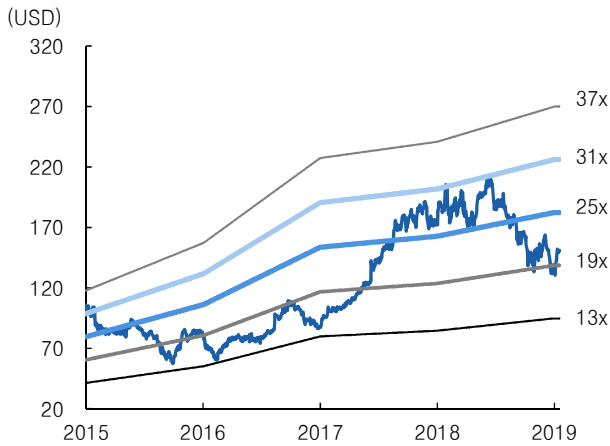
표 2. 알리바바 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	FY1Q19 CY2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	FY1Q20 CY2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E
매출액	80,920	85,148	115,653	90,349	109,013	112,999	150,432	121,997	158,273	250,267	372,071	494,442
QoQ (%)	30.7	5.2	35.8	(21.9)	20.7	3.7	33.1	(18.9)				
YoY (%)	61.2	54.5	39.3	45.9	34.7	32.7	30.1	35.0	56.5	58.1	48.7	32.9
커머스	69,188	72,475	101,538	75,128	92,597	94,865	130,422	100,495	133,880	214,021	318,329	418,379
중국	56,218	56,648	81,083	56,385	72,968	74,188	104,301	76,354	119,788	183,723	250,334	327,810
해외	6,153	6,486	8,870	7,589	8,145	8,305	10,958	9,358	13,337	20,842	29,099	36,766
기타	878	1,114	1,464	1,089	1,315	1,613	2,055	1,484	755	2,697	4,545	6,467
컨슈머	2,612	5,021	5,676	6,549	6,336	6,939	7,844	9,051	0	0	19,858	30,171
차이나오	3,327	3,206	4,444	3,516	3,834	3,820	5,264	4,248	0	6,759	14,494	17,165
클라우드	4,698	5,667	6,627	7,829	8,154	9,583	10,941	12,642	6,663	13,390	24,820	41,320
미디어&엔터	5,975	5,940	6,576	6,243	7,047	7,344	8,048	7,587	14,733	19,564	24,734	30,027
Innovation	1,059	1,066	912	1,149	1,215	1,207	1,021	1,273	2,997	3,292	4,187	4,716
영업비용	54,418	61,993	83,534	70,127	87,387	87,766	114,119	98,366	89,101	153,263	270,071	387,637
QoQ (%)	20.6	13.9	34.7	(16.0)	24.6	0.4	30.0	(13.8)				
YoY (%)	104.1	93.1	69.2	55.4	60.6	41.6	36.6	40.3	68.0	72.0	76.2	43.5
매출원가	39,904	45,220	62,598	49,339	60,058	63,256	85,743	70,125	55,590	101,539	197,061	279,181
R&D	4,998	5,287	5,977	6,509	10,216	7,447	8,348	9,254	11,348	15,380	22,772	35,265
S&M	6,858	8,360	10,868	9,995	11,330	12,988	14,806	13,282	14,542	25,262	36,081	52,406
G&A	2,658	3,126	4,090	4,284	5,784	4,075	5,222	5,704	7,621	11,082	14,158	20,785
영업이익	26,502	23,155	32,120	20,223	21,626	25,234	36,314	23,631	69,172	97,003	102,000	106,805
QoQ (%)	57.7	(12.6)	38.7	(37.0)	6.9	16.7	43.9	(34.9)				
YoY (%)	12.7	0.6	(4.6)	20.3	(18.4)	9.0	13.1	16.9	43.8	40.2	5.2	4.7
OPM (%)	32.8	27.2	27.8	22.4	19.8	22.3	24.1	19.4	43.7	38.8	27.4	21.6
세전이익	27,110	22,045	35,949	24,052	25,455	29,063	40,143	27,460	76,618	122,874	109,156	122,121
Tax	6,354	(154)	8,426	5,637	5,966	6,812	9,409	6,436	13,524	18,868	20,263	28,622
순이익	20,101	23,453	28,777	19,669	20,743	23,505	31,988	22,278	58,067	83,214	92,000	98,514
NPM (%)	24.8	27.5	24.9	21.8	19.0	20.8	21.3	18.3	36.7	33.3	24.7	19.9
지배주주	21,136	25,245	30,280	20,504	21,451	24,562	33,561	23,106	60,309	85,773	97,165	102,680

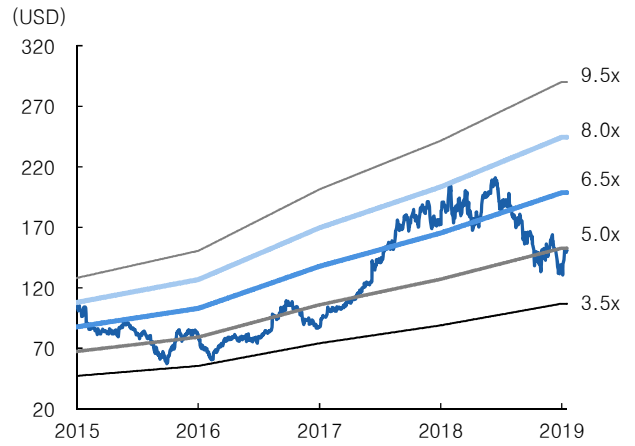
자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 알리바바 EV/EBITDA 밴드



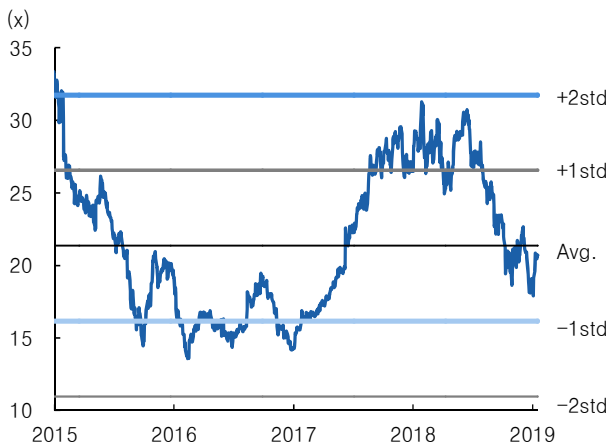
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 알리바바 P/B 밴드



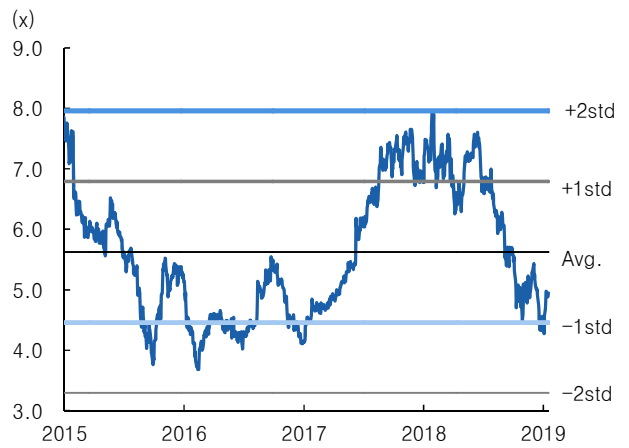
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 알리바바 EV/EBITDA 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 알리바바 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.