

Bloomberg 최고목표주가 **HKD 512.96**

현재주가 (19/01/15) **HKD 330.00**

국가 **중국**

거래소 **HKSE**

상승여력 **55.4%**

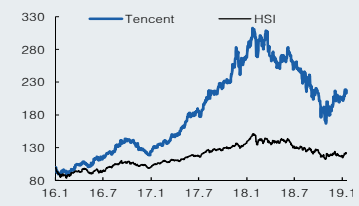
**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
95%	5%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	18.1
P/E (19F,x)	30.2
MKT P/E (19F,x)	10.2
배당수익률 (%)	0.3

시가총액 (십억HKD)	3,142
시가총액 (조원)	450.6
유동주식수 (백만주)	9,432.5
52주 최저가 (HKD)	251.38
52주 최고가 (HKD)	476.56

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	-13.5	-25.7
상대주가	3.9	-8.0	-11.7



**[글로벌 인턴넷]**

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

# 텐센트 Tencent

(700 HK)

## 4Q18 프리뷰 - 앞으로 좋은 일만 있기를

### 4Q18 프리뷰: 컨센서스 소폭 하회 전망

텐센트의 4Q18 Non-GAAP 실적을 매출액 829억위안 (+25% YoY), 영업이익 209억위안 (+4% YoY)으로 예상한다. 이는 컨센서스 (OP 215억위안)에 부합한다.

1) VAS (게임, 콘텐츠) 매출액은 422억위안 (+6% YoY)으로 예상된다. 모바일 게임 총매출액은 '투파창공' (9월), '커맨트앤컨퀴' (10월), '사무라이소다운' (12월)의 흥행으로 181억위안 (-7% QoQ, +7% YoY)으로 예상된다. 콘텐츠 매출액 (게임 플랫폼 제외)은 '텐센트 비디오'와 '뮤직'의 호조로 128억위안 (+25% YoY)으로 예상된다.

2) 광고 매출액은 182억위안 (+47% YoY)으로 예상된다. 소셜 (SNS, QQ Kandan) 광고 매출 성장률은 사용자 증가 (위챗 MAU 10.9억명, +10% YoY)와 '모멘트', '미니프로그램' (DAU 2억명) 호조로 +56% YoY로 예상된다. 미디어 광고 매출 성장률은 텐센트 비디오의 광고 매출 호조와 '뉴스'의 턴어라운드로 +30% YoY (3Q18 +23% YoY)로 예상된다.

### 향후 실적 하향 조정 가능성 제한적 판단

신규 사업 확대에 따른 수익성 하락, 게임 사업 규제 Risk는 아직 존재하나 텐센트의 향후 실적 하향 조정 가능성은 제한적이라고 판단한다. 1) 3Q18 게임 사업 매출액은 쏟아져 나온 각종 규제에도 시장 컨센서스에 부합하며 선방했다. 2) 광고, 기타 사업 또한 콘텐츠 및 금융 서비스 규제가 확대됐음에도 매출액 성장률이 가팔라졌다는 점은 고무적이다. 3) 또한 이미 광고 및 기타 사업 매출 비중 확대에 따른 텐센트 GPM 하락 트렌드의 경우 이미 1년 이상 지속 중이라 대부분 반영되어 있다고 판단한다.

물론 규제의 추가 강화 등으로 인한 실적 하향 가능성을 100% 배제할 수는 없으나 현재는 유지 혹은 일부 약화에 진입한 것으로 판단한다. 1) 2018년 12월부터 게임 시장의 판호가 재개됐다는 점이 대표적이다. 2) 또한 PC 게임의 추가적인 둔화 가능성도 존재하나 3Q18 (PC 게임 매출 -15% YoY) 실적 이후 하향 조정되어 향후 안정화 기조라고 판단한다.

### 텐센트 주가의 하방 경직성 확대 구간

텐센트의 단기 모멘텀 확보는 불확실성이 존재하나 주가의 하방 경직성 확보는 가능하다고 판단한다. 1) 3Q18 실적이 게임 사업에 대한 과도한 하락 우려를 상회하여 양호했으며 2) 광고, 기타 (클라우드, 결제) 사업이 기대치를 상회하며 긍정적이다. 3) 물론 게임, 기타 사업 매출 비중 확대에 따른 2019년 GPM 하락이 예상되나 실적 추정치의 추가적인 하락이 제한적인 상황에서 판호 재개 및 광고, 기타 사업 확대는 밸류에이션 확대에 기여할 전망이다.

텐센트는 2019년 EV/EBITDA 23배 (EBITDA +13% YoY)에서 거래 중이다. 이는 모바일 게임 사업이 부진했던 2015년 23배 (EBITDA +35% YoY)와 유사하다. 다만 판호 재개 가능성 및 광고, 기타 사업의 고성장을 감안하면 향후 실적 하향 조정 가능성은 제한적이며 밸류에이션 상승이 가능하다고 판단한다.

결산기 (12월)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억CNY)	102.9	151.9	237.8	310.7	395.4	490.1
영업이익 (십억CNY)	39.5	54.8	73.0	83.4	94.8	116.0
영업이익률 (%)	38.4	36.0	30.7	26.8	24.0	23.7
순이익 (십억CNY)	32.9	46.0	66.4	79.7	94.4	113.4
EPS (CNY)	3.44	4.79	6.83	8.02	9.47	11.29
ROE (%)	28.5	26.9	31.3	27.4	22.4	21.3
P/E (배)	35.9	33.4	50.7	34.6	30.2	25.4
P/B (배)	9.8	8.7	12.9	7.9	6.5	5.3

주: Non-GAAP / 조정영업이익 = 발표영업이익 - (이자 수익 + 기타 이익)

자료: 텐센트 Tencent, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 텐센트 EV/EBITDA 밸류에이션

(백만HKD)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
Non-GAAP EV/EBITDA	24,323	26,067	41,986	56,560	74,251	97,462	115,657	130,752	158,501	
YoY (%)	31.7%	7.2%	61.1%	34.7%	31.3%	31.3%	20.5%	13.1%	21.2	
EV/EBITDA	17.6	32.2	23.8	23.4	23.8	39.3	27.3	23.4	18.6	
EBITDA	130,752	2019년 예상								
타겟 EV (x)	23.3	2015년: 모바일 게임 사업 부진 시기								
EV	3,041,612									
순차입금	(77,179)	2019년말								
시가총액	3,118,179									
유통 주식 수	(백만주)	9,648								
목표주가 (HKD)	323.27									

자료: 미래에셋대우 리서치센터

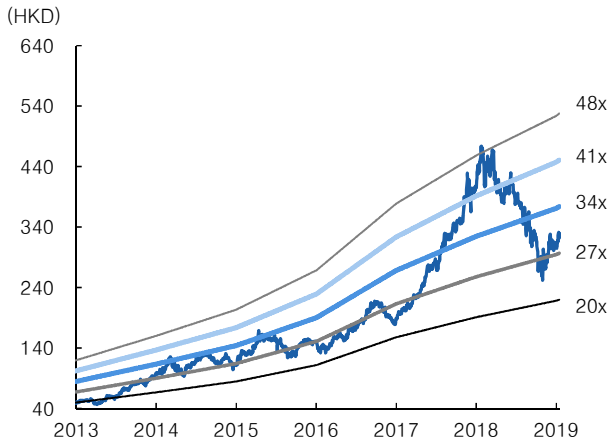
표 2. 텐센트 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	73,528	73,675	80,595	82,941	87,407	96,239	104,830	106,929	151,938	237,760	310,739	395,405
QoQ (%)	10.7	0.2	9.4	2.9	5.4	10.1	8.9	2.0				
YoY (%)	48.4	30.2	23.6	24.9	18.9	30.6	30.1	28.9	47.7	56.5	30.7	27.2
VAS	46,877	42,069	44,049	42,218	47,755	50,065	53,529	50,662	107,810	153,983	175,213	202,012
Game	28,778	25,202	25,813	23,793	27,688	28,826	30,239	27,348	70,844	97,883	103,586	114,101
SNS	18,099	16,867	18,236	18,425	20,067	21,240	23,290	23,314	36,966	56,100	71,627	87,911
광고	10,689	14,110	16,247	18,199	15,184	20,185	22,617	25,549	26,970	40,439	59,245	83,535
기타	15,962	17,496	20,299	22,524	24,468	25,989	28,684	30,718	17,158	43,338	76,281	109,859
영업비용	48,256	51,417	58,032	62,049	64,801	76,765	83,062	80,923	93,784	155,737	219,754	305,550
QoQ (%)	8.3	6.6	12.9	6.9	4.4	18.5	8.2	(2.6)				
YoY (%)	55.5	40.6	33.1	39.3	34.3	49.3	43.1	30.4	53.5	66.1	41.1	39.0
매출원가	36,486	39,229	45,115	47,239	50,186	54,590	59,890	61,999	67,439	120,835	168,069	226,666
S&M	5,570	6,360	6,573	7,523	6,621	8,308	8,549	9,699	12,136	17,652	26,026	33,178
G&A	9,430	9,857	10,890	11,083	11,548	12,571	13,536	13,646	22,459	33,051	41,260	51,301
(주식보상비)	(1,632)	(1,798)	(2,011)	(2,116)	(2,197)	(2,425)	(2,634)	(2,743)	(4,455)	(6,253)	(7,557)	(9,999)
(기타 이익)	(1,598)	(2,231)	(2,535)	(1,679)	(1,358)	3,721	3,721	(1,679)	(3,795)	(9,548)	(8,043)	4,405
발표 영업이익	25,272	22,258	22,563	20,892	22,606	19,475	21,768	26,006	58,154	82,023	90,985	89,855
QoQ (%)	15.6	(11.9)	1.4	(7.4)	8.2	(13.9)	11.8	19.5				
YoY (%)	36.5	11.1	4.4	(4.4)	(10.5)	(12.5)	(3.5)	24.5	39.2	41.0	10.9	(1.2)
OPM (%)	34.4	30.2	28.0	25.2	25.9	20.2	20.8	24.3	38.3	34.5	29.3	22.7
조정 영업이익	23,774	20,126	20,155	19,340	21,375	23,323	25,616	24,454	54,756	72,965	83,395	94,768
QoQ (%)	27.5	(15.3)	0.1	(4.0)	10.5	9.1	9.8	(4.5)				
YoY (%)	41.8	11.8	3.1	3.7	(10.1)	15.9	27.1	26.4	38.8	33.3	14.3	13.6
OPM (%)	32.3	27.3	25.0	23.3	24.5	24.2	24.4	22.9	36.0	30.7	26.8	24.0
세전이익	24,520	22,724	22,763	21,948	23,983	25,931	28,224	27,062	54,853	77,726	91,955	105,200
Tax	5,390	2,225	2,340	2,256	2,465	2,666	2,901	2,782	8,862	11,322	12,211	10,814
순이익	19,130	20,499	20,423	19,692	21,517	23,265	25,323	24,281	45,991	66,404	79,744	94,385
NPM (%)	26.0	27.8	25.3	23.7	24.6	24.2	24.2	22.7	30.3	27.9	25.7	23.9
지배주주	73,528	19,716	19,710	19,004	20,766	22,453	24,438	23,433	45,420	65,126	76,743	91,090

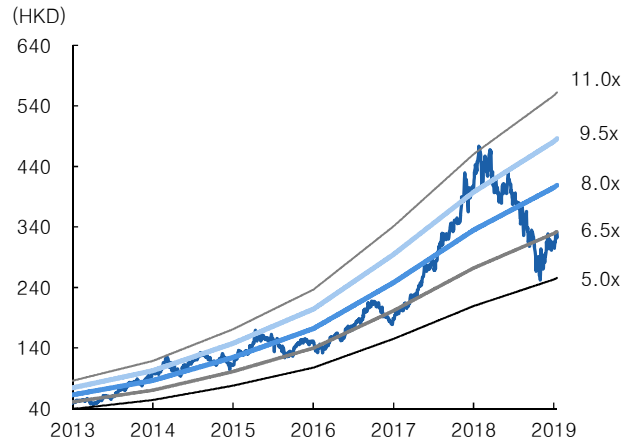
자료: 텐센트, 미래에셋대우 리서치센터 / 조정영업이익 = 발표영업이익 - (이자 수익 + 기타 이익)

그림 1. 텐센트 P/E 밴드



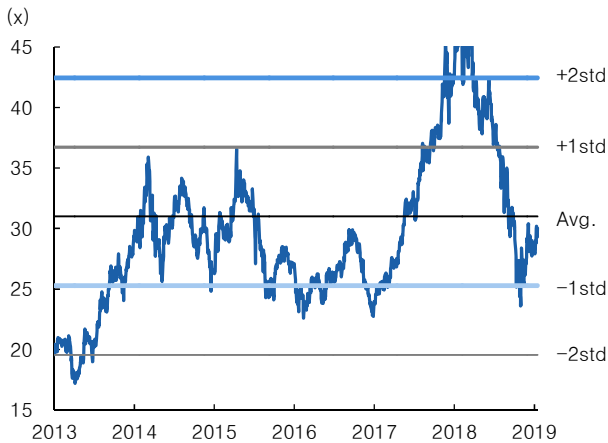
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 텐센트 P/B 밴드



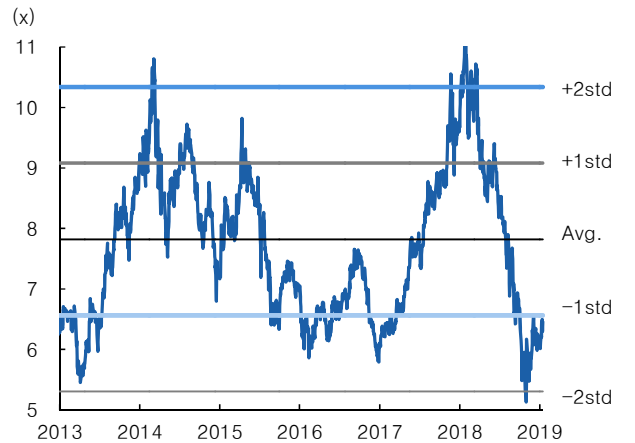
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 텐센트 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 텐센트 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.