

Bloomberg 최고목표주가 USD 26.00

현재주가 (19/01/17) USD 18.67

국가 중국

거래소 NYSE

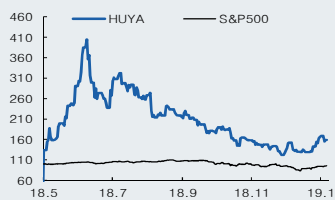
상승여력 39.3%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
50%	50%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	83.2
P/E (19F,x)	40.5
MKT P/E (19F,x)	15.6
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	4,017
시가총액 (조원)	4.5
유통주식수 (백만주)	203.8
52주 최저가 (USD)	14.44
52주 최고가 (USD)	50.82

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.8	-49.1	
상대주가	18.6	-45.6	



[글로벌 인턴넷]

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

후야 Huya

(HUYA YS)

4Q18 프리뷰 - 다시 바라볼 때

4Q18 프리뷰: 컨센서스 상회

후야의 Non-GAAP 4Q18 실적은 매출액 14.5억위안 (+95% YoY), OP 49백만위안 (+127% YoY)로 예상된다. 이는 컨센서스 (매출액 14.3억위안)를 소폭 상회한다.

- 1) 라이브 스트리밍 매출액을 13.6억위안 (+96% YoY)으로 예상한다. 모바일 MAU와 결제 사용자는 각각 50백만명 (+28% YoY), 4.4백만명 (+57% YoY)으로 예상된다.
- 2) 영업비용은 14.0억위안 (+94% YoY)으로 예상된다. 매출원가는 12.4억위안 (+96% YoY)으로 예상되며 수익 배분 (RS) 비용이 여전히 고성장 (+96% YoY)할 전망이다. 다만 통신회 (+70% YoY) 비용 증가율 둔화를 통한 수익성 개선효과가 예상되며 OPM은 3.4% (+0.5ppt YoY)로 개선될 전망이다.

주가에 부정적이었던 이슈들이 일부 완화

후야 주가는 2018년 6월 고점 대비 60% 하락했는데 이러한 하락세를 이끌었던 주요 원인들이 일부 제거되며 밸류에이션의 상승이 예상된다.

1) 2018년 12월부터 일부 재개된 판호는 후야의 성장성 우려 일부 해소로 이어질 전망이다. 특히 게임 콘텐츠 규제 우려와 더불어 후야의 주요 광고주가 게임 퍼블리셔이기 때문에 광고 매출 증가세에 대한 우려도 존재했다. 실제 2Q18 중국 모바일 게임 신작 부재시 후야 광고 매출은 47백만위안 (-8% QoQ)로 부진했다. 그러나 주요 퍼블리셔의 신작 출시가 재개될 예정으로 게임 마케팅비 상승으로 이어질 전망이며 후야의 광고 매출에도 긍정적이다.

2) 콘텐츠 비용 상승으로 인한 수익성 우려는 대부분 반영되었다고 판단한다. 경쟁이 완화될 것이라는 시장의 예상과는 달리, 콘텐츠 제공자에 대한 추가 비용 집행 (ex. 보너스) 등으로 2Q18 ~ 3Q18 콘텐츠 비용 상승률이 가팔랐으며 (각각 +130% YoY, +125% YoY vs. 1Q18 +111% YoY) 이로 인해 향후 수익성에 대한 우려가 존재한다. 다만 이러한 이슈는 대부분 향후 실적 추정치에 반영됐다고 판단하며 2019년은 수익성 우려가 완화될 전망이다.

Risk는 존재하나 밸류에이션 확대를 기대

후야에 대해 단기적으로 밸류에이션 확대가 가능할 것으로 판단한다. 물론 1) 콘텐츠 비용의 추가적인 증가로 인한 미진한 수익성 개선, 2) 게임 및 콘텐츠 관련 규제 심화, 3) 위안화 약세 (YoY 기준)로 인한 ADR의 밸류에이션 하락 가능성 존재한다. 그러나 이미 주가에 대부분 반영됐다고 판단하며 기존 부정적 이슈의 반전 가능성에 따른 단기 밸류에이션의 상승이 가능하다고 판단한다.

후야는 2019년 PSR 3.6배 (매출액 +67% YoY)에서 거래 중이다. 후야의 모회사인 YY는 모바일을 기반으로 고성장 후 둔화 국면이었던 2014년 PSR 6.1배 (+102% YoY), 2015년 PSR 3.9배 (매출액 +60% YoY)에서 거래됐다. 후야는 중국 e스포츠 시장 성장과 부정적 이슈 제거에 따른 실적 추정치 상향 가능성을 감안하면 밸류에이션 상승 가능할 전망이다.

결산기 (12월)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (백만CNY)	355.9	796.9	2,184.8	4,606.2	7,712.4	11,192.9
영업이익 (백만CNY)	-406.3	-574.0	-64.4	192.3	429.2	804.8
영업이익률 (%)	-114.2	-72.0	-2.9	4.2	5.6	7.2
순이익 (백만CNY)	0.0	0.0	-60.7	364.1	676.8	1,052.5
EPS (CNY)	-	-	-0.60	1.81	3.32	5.16
ROE (%)	-	-	-39.9	-70.7	5.2	8.0
P/E (배)	-	-	-	69.6	40.5	26.0
P/B (배)	-	-	-	4.8	4.5	3.8

주: Non-GAAP

자료: 후야 Huya, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 후야 PSR 밸류에이션

(CNY)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
매출액 (백만CNY)	356	797	2,185	4,606	7,712	11,193	14,837	18,508	22,133	
YoY (%)	-	123.9%	174.2%	110.8%	67.4%	45.1%	32.6%	24.7%	19.6%	
PSR (x)	-	-	-	5.6	3.6	2.5	1.9	1.5	1.3	
Non-GAAP EPS (USD)	-	-	(0.09)	0.28	0.49	0.76	1.12	1.58	2.12	
YoY (%)	-	-	-	TP	72.0%	55.5%	48.2%	40.5%	34.2%	
PER (x)	-	-	-	69.6	40.5	26.0	17.6	12.5	9.3	
2019E 매출액	7,712									
(백만USD))	1,114									
Target PSR (X)	5.0	* YY의 2014년 PSR 6.1배 (매출액 +102% YoY)와 2015년 PSR 3.9배 (매출액 +60% YoY)의 평균								
시가총액 (백만USD)	5,556									
주식 수 (백만주)	204	* 클래스 A 44.6백만주 / 클래스 B 159.2백만주								
목표주가 (USD)	27.3									

자료: 후야, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 후야 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	844	1,038	1,277	1,448	1,512	1,831	2,078	2,291	797	2,185	4,606	7,712
QoQ (%)	13.8	23.1	22.9	13.4	4.5	21.1	13.5	10.3				
YoY (%)	111.5	125.1	118.8	95.4	79.3	76.4	62.8	58.2	123.9	174.2	110.8	67.4
라이브 스트리밍	793	992	1,216	1,361	1,428	1,754	1,986	2,160	792	2,070	4,362	7,328
광고 및 기타	51	47	60	87	84	77	92	131	5	115	245	385
영업비용	801	988	1,226	1,398	1,427	1,719	1,959	2,178	1,371	2,249	4,414	7,283
QoQ (%)	11.4	23.3	24.1	14.0	2.0	20.5	14.0	11.2				
YoY (%)	80.7	109.1	99.8	94.4	78.1	74.0	59.8	55.8	79.9	64.1	96.2	65.0
매출원가	712	869	1,079	1,233	1,256	1,514	1,729	1,926	1,089	1,927	3,894	6,425
S&M	50	54	63	71	73	88	99	108	169	161	238	369
R&D	26	41	62	69	72	86	96	105	68	87	197	358
G&A	14	24	23	25	26	31	35	39	45	75	85	132
영업이익	42	50	50	49	86	112	119	113	(574)	(64)	192	429
QoQ (%)	95.0	19.2	0.1	(2.2)	73.6	31.5	5.4	(4.9)				
YoY (%)	TP	TP	TP	127.4	102.5	123.4	135.1	128.7	41.3	RN	TP	123.2
OPM (%)	5.0	4.8	3.9	3.4	5.7	6.1	5.7	4.9	(72.0)	(2.9)	4.2	5.6
세전이익	51	(2,174)	112	111	147	174	180	175	(573)	(41)	(1,899)	677
Tax	(16)	(2,238)	(9)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	20	(2,264)	(0)
순이익	68	64	121	111	147	174	180	175	(574)	(61)	364	677
NPM (%)	8.0	6.2	9.5	7.7	9.7	9.5	8.7	7.6	(72.0)	(2.8)	7.9	8.8
지배주주	37	64	121	111	147	174	180	175	(574)	(61)	334	677

자료: 후야, 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.