

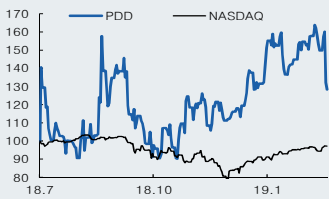
Bloomberg 최고목표주가	USD 37.00
현재주가 (19/03/14)	USD 24.39
국가	중국
거래소	NASDAQ
상승여력	51.7%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
92%	8%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	-
P/E (19F,x)	-
MKT P/E (19F,x)	16.8
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	28,350
시가총액 (조원)	32.2
유통주식수 (백만주)	1,1764.8
52주 최저가 (USD)	16.53
52주 최고가 (USD)	31.99

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.8	-7.4	-
상대주가	-10.8	-4.2	-



[글로벌 인터넛]

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

핀두오두오 Pinduoduo

(PDD US)

4Q18 리뷰 - 성장을 위한 투자일 뿐이다

4Q18 리뷰: 매출액은 긍정적, 수익성은 부진

핀두오두오 (PDD)의 4Q18 Non-GAAP 실적은 매출액 56.5억위안 (+68% QoQ, +379% YoY), OP -21억위안 (적자지속 QoQ, YoY)을 기록했다. 매출액은 당사 추정치 (50.8억위안)를 상회하나 영업이익은 하회 (추정치 -13억위안)한다.

1) 거래금액은 1,971억위안 (+180% YoY)을 기록하며 당사 추정치를 상회했다. 구매자 확대 (4.2억명, +71% YoY)와 ARPU 상승 (471위안, +64% YoY)에 기인한다. 특히 ARPU 상승률이 3분기 연속 개선됐는데 이는 브랜드 등 판매자 확보 (4Q18 3.6백만개, 1Q18 1백만개)에 따른 카테고리 확대 때문이다. 다만 판매자 확대 전략으로 매출 인식률은 2.57% (-0.01ppt QoQ, +1.24ppt YoY)를 기록했다.

2) 영업 비용은 78억위안 (+87% YoY)으로 당사 추정치를 상회했다. 거래 금액 상승에 따라 매출 원가가 14억위안 (+280% YoY)을 기록했으며 마케팅비가 58억위안 (+674% YoY)으로 급증했다. 4Q18 광군제, 신년맞이 행사로 인한 브랜드 광고 및 쿠폰 증가 때문이다.

향후 가파른 성장을 위한 투자 확대일 뿐이다

PDD 주가는 실적 발표 이후 수익성에 대한 우려가 확대되며 17% 하락했다. 그러나 2H18 투자는 향후 매출액 및 이익 성장률로 반영될 것으로 중장기 성장성은 지속될 전망이다. 이에 2019년 매출액 추정치를 7% 상향 (USD 기준 +10%) 한다.

PDD의 매출 인식률은 향후 개선될 가능성이 높다. PDD의 3Q18 및 4Q18 매출 인식률은 2.58% (-0.35ppt QoQ), 2.57% (-0.01ppt QoQ)를 기록했다. 우량 판매자 확보를 위한 마케팅 전략의 일환인데 이는 1) 판매자의 ROI 확보로 회복 가능하며 2) 자체 확보하고 있는 중소 판매자 (C2M)의 성장은 향후 인식률 회복에 긍정적이다. 특히 ROI는 구매자 상승, 구매자당 구매 횟수 상승 (4Q18 6.5회, +51% YoY)으로 확보할 수 있다고 판단한다.

또한 구매자에 대한 마케팅비 가파른 증가세 또한 역시 향후 축소될 것으로 OPM 개선에 긍정적이다. 특히 현재 집행되고 있는 비용의 2/3 이상이 브랜드 광고라고 추정하며 이는 축소 여지가 충분하다. 1/3 미만의 쿠폰 발행 또한 추후 공동구매, Feed 추천을 통한 사용자의 충성도 개선으로 이어질 것으로 수익성 개선 효과 (2020년 흑자전환)가 나타날 전망이다.

수익성 개선 가능성에 베팅할 기회

비용의 가파른 증가로 PDD에 대해 단기 기대감은 약화될 수 있으나 중장기 성장성은 지속될 것으로 판단한다. 특히 '중국 3 ~ 4선 도시 기반의 공동구매'라는 PDD의 가치는 훼손되지 않았다. 결국 이에 따른 알리바바 타오바오의 점유율 잠식은 지속 (2019년 PDD 점유율 8%, +3ppt YoY)될 전망이다. 비용에 대한 우려도 향후 매출액 성장에 따라 희석될 수 있으며 이는 멀티플의 확대로 나타날 것으로 예상된다.

PDD는 현재 2019년 PSR 6.8배 (매출액 +112% YoY)에서 거래 중이다. 이는 페이스북 상장 직후 2012년 PSR 12.4배, 쇼피파이 2015년 PSR 9.6배 대비 낮다. 비용 부담으로 추가 하락했으나 향후 수익성 개선 가시화에 따른 성장성은 지속될 전망이다.

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (백만CNY)	504.9	1,744.1	13,120.0	27,756.8	42,890.3	57,386.9
영업이익 (백만CNY)	-282.2	-477.2	-3,958.1	-5,645.6	474.3	9,713.1
영업이익률 (%)	-55.9	-27.4	-30.2	-20.3	1.1	16.9
순이익 (백만CNY)	-	-380.2	-3,456.1	-4,777.5	937.2	8,464.9
EPS (CNY)	-	-0.43	-4.37	-4.29	0.84	7.60
ROE (%)	-	-	-102.0	-41.4	-8.7	33.7
P/E (배)	-	-	-	-	188.4	20.9
P/B (배)	-	-	-	12.9	11.5	7.0

주: Non-GAAP

자료: 핀두오두오 Pinduoduo, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 핀두오두오 PSR 밸류에이션

(CNY)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액 (백만CNY)	505	1,744	13,120	27,757	42,890	57,387	70,369	81,575
매출액 (백만USD)	76	258	1,983	4,182	6,599	8,829	10,826	12,550
YoY (%)	-	245.5%	652.3%	111.6%	54.5%	33.8%	22.6%	15.9%
PSR (x)	-	-	12.5	6.8	4.3	3.2	2.6	2.3
2019E 매출액	27,757							
(백만USD)	4,182							
Target PSR (X)	12.4	* 페이스북의 2012년 PSR						
시가총액 (백만USD)	51,855							
주식 수 (백만주)	1,162	* 상장 후 ADR 총 주식 수 11.1억주 (클래스 A 6.0억주, 클래스 B 5.2억주)						
목표주가 (USD)	44.6							

자료: PDD, 미래에셋대우 리서치센터

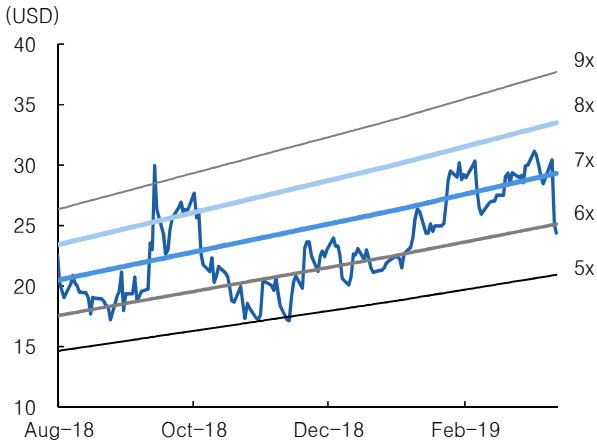
표 2. 핀두오두오 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
거래금액	78	81	115	197	194	175	227	357	141	472	953	1,472
QoQ (%)	11.5	3.2	42.4	71.1	(1.5)	(9.6)	29.3	57.4				
YoY (%)	275.1	362.3	254.5	180.4	147.5	116.8	96.9	81.1	-	234.0	102.1	54.4
Take rate (%)	1.77	3.35	2.93	2.87	2.92	2.99	2.91	2.87	1.24	2.78	2.91	2.91
매출액	1,385	2,709	3,372	5,654	5,669	5,238	6,609	10,241	1,744	13,120	27,757	42,890
QoQ (%)	17.4	95.7	24.5	67.7	0.3	(7.6)	26.2	55.0				
YoY (%)	3,640.3	2,490.0	697.2	379.4	309.4	93.3	96.0	81.1	245.5	652.3	111.6	54.5
마케팅 서비스	1,108	2,371	2,974	5,062	4,985	4,505	5,825	9,170	1,253	11,516	24,484	37,813
수수료	277	338	398	592	684	733	784	1,071	488	1,604	3,273	5,077
영업비용	1,624	3,525	4,162	7,767	7,640	6,692	7,771	11,300	2,221	17,078	33,402	42,416
QoQ (%)	35.6	117.0	18.1	86.6	(1.6)	(12.4)	16.1	45.4				
YoY (%)	1,016.7	1,470.1	536.6	548.6	370.4	89.8	86.7	45.5	182.2	668.8	95.6	27.0
매출원가	318	387	774	1,422	1,455	1,378	1,680	2,539	722	2,902	7,053	10,757
마케팅	1,216	2,938	3,049	5,832	5,417	4,635	5,451	7,872	1,343	13,036	23,374	27,250
판관비	24	30	41	66	281	232	50	105	23	160	668	943
R&D	66	169	298	447	487	446	590	784	123	980	2,307	3,467
영업이익	(240)	(816)	(790)	(2,113)	(1,971)	(1,454)	(1,162)	(1,059)	(477)	(3,958)	(5,646)	474
QoQ (%)	1,227.6	240.5	(3.1)	167.4	(6.7)	(26.2)	(20.1)	(8.9)				
YoY (%)	120.9	580.3	242.2	11,611.1	722.8	78.3	47.1	(49.9)	69.1	729.4	42.6	(108.4)
OPM (%)	(17.3)	(30.1)	(23.4)	(37.4)	(34.8)	(27.8)	(17.6)	(10.3)	(27.4)	(30.2)	(20.3)	1.1
세전이익	(187)	(673)	(619)	(1,896)	(1,754)	(1,237)	(945)	(842)	(407)	(3,375)	(4,778)	1,342
Tax	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	0	(0)	405
순이익	(187)	(673)	(619)	(1,896)	(1,754)	(1,237)	(945)	(842)	(407)	(3,376)	(4,777)	937
NPM (%)	(13.5)	(24.9)	(18.4)	(33.5)	(30.9)	(23.6)	(14.3)	(8.2)	(23.3)	(25.7)	(17.2)	2.2

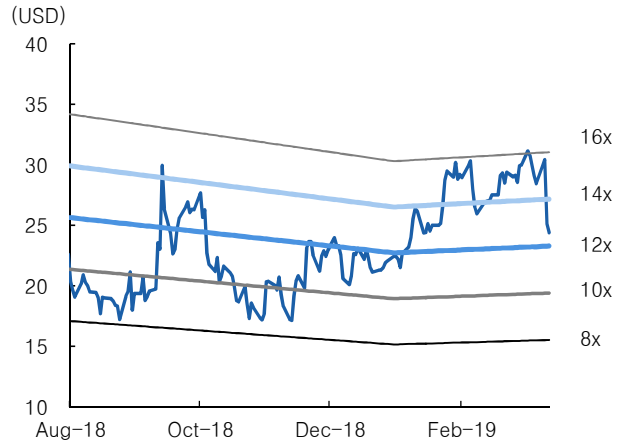
자료: PDD, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 핀두오두오 PSR 밴드



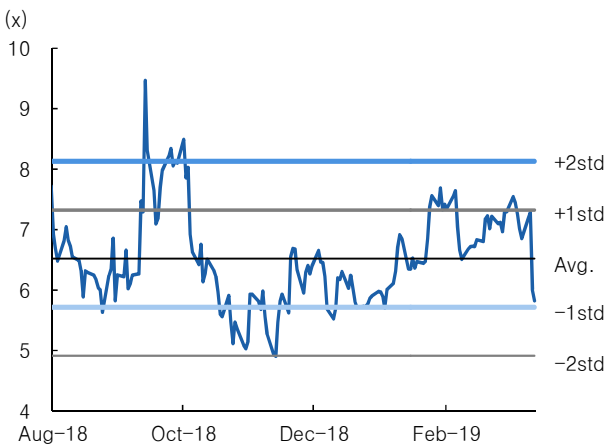
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 핀두오두오 PBR 밴드



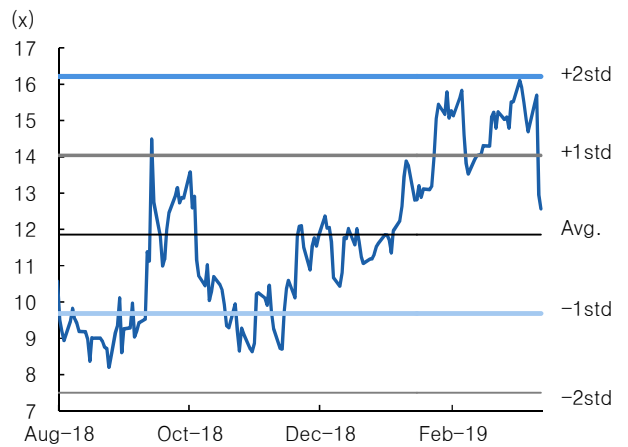
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 핀두오두오 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 핀두오두오 PBR 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.