

Bloomberg 최고목표주가 **USD 280.00**

현재주가 (19/05/16) **USD 175.57**

국가	중국
거래소	NYSE
상승여력	59.5%

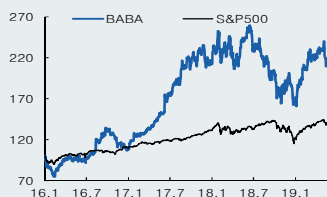
Bloomberg Rating

매수	보유	매도
96%	2%	2%

EPS 성장률 (FY20F,%)	50.4
P/E (FY20F,x)	19.9
MKT P/E (19F,x)	17.3
배당수익률 (%)	-

시가총액 (백만USD)	453,940
시가총액 (조원)	542.2
유통주식수 (백만주)	2,619.0
52주 최저가 (USD)	129.77
52주 최고가 (USD)	211.70

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	13.9	-10.4
상대주가	-5.6	8.4	-15.3



[글로벌 인터넷]

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

알리바바 Alibaba

(BABA US)

1Q19 리뷰 - 2H19 실적 개선 기대감

CY1Q19 (FY4Q19) 리뷰: 컨센서스 상회

알리바바의 1Q19 Non-GAAP 실적은 매출액 935억위안 (+51% YoY), 순이익 201억위안 (+42% YoY)을 기록했다. 이는 컨센서스 (NI 161억위안)를 상회 (당사 추정치는 하회)한다.

1) 커머스 매출액은 789억위안 (+54% YoY vs. 4Q18 +40% YoY)을 기록하며 추정치를 소폭 상회했다. Feed 광고의 호조로 인해 마케팅 서비스 매출이 +31% YoY (+3ppt QoQ)를 기록하며 성장률이 가속화됐다. 구매자와 MAU는 각각 6.5억명 (+18% YoY), 7.2억명 (+3ppt YoY)을 기록했다.

2) 영업 비용은 744억위안 (+65% YoY vs. 4Q18 +64% YoY)을 기록하며 추정치를 상회했다. 신유통 사업 (ex. 허마) 확대와 어려머 (배달)의 연결 실적 편입으로 매출 원가율이 57% (+7ppt YoY)를 기록했다. 이에 OPM은 20% (-7ppt YoY)로 하락했다.

쇼핑 광고 호조로 2H19 실적 개선세 지속

4Q18 ~ 1Q19 실적 호조의 원인인 마케팅 서비스 (쇼핑 광고) 매출 호조가 이어질 것으로 2H19 실적 개선세가 지속될 것으로 판단한다. FY2020 알리바바 매출액 가이던스는 5,000억위안 (+33% YoY)이며 컨센서스 (5,080억위안)를 소폭 하회한다.

가이던스가 컨센서스를 소폭 하회함에도 2H19 수익성 개선 효과가 두드러질 전망이다. 컨센서스 하회 이유는 1) 동남아 라자다의 직매입에서 마켓플레이스로 사업 구조 전환, 2) 경쟁 심화 (vs. 텐센트 비디오, 아이치이)로 인한 미디어&컨텐츠 사업의 부진 때문이다. 다만 라자다의 사업 구조 전환은 GPM 개선에 긍정적 이슈이며 미디어 컨텐츠 또한 마찬가지로이다.

또한 2H19 핵심 사업인 중국 마케팅 서비스 매출의 매출 성장성이 두드러질 전망이다. '추천 피드'의 호조로 4Q18에 이어 1Q19까지 마케팅 서비스 매출 성장률이 가속화된 점은 2H19 실적에 긍정적이다. 추가 사용자 확대를 위한 UX개선을 위해 CY2Q19 '피드' 수익화 확대를 지연시킬 계획이나 2H19에는 다시 성장폭이 두드러질 전망이다. 더구나 타오바오가 4Q18부터 쇼핑 콘텐츠 플랫폼으로 변화가 진행 중으로 이는 향후 마케팅 서비스 매출 성장에 긍정적이다.

매력적인 밸류에이션 구간 진입

최근 이슈는 단기 모멘텀 확보에 부정적이나 2H19 이후 알리바바의 실적 개선 기대감이 주가에 반영될 것으로 예상된다. 단기적으로 1) 미-중 무역분쟁 재경화 및 위안화 약세, 2) 5월 20일부터 예정되어 있는 2대 주주 알타바 (지분율 11%)의 지분 매각 이슈는 오버행으로 작용할 전망이다. 다만 1) 2H19 위안화 강세 기조가 예상되며 2) 2H19 이후 알리바바 실적 개선이 예상되기 때문에 성장성 확보가 예상된다.

알리바바는 FY2020 EV/EBITDA 18배 (EBITDA +32% YoY)에서 거래 중이다. 이는 저평가 구간이었던 FY2016 23배 (EBITDA +30% YoY) 대비 낮다. 2H19 실적에 대한 기대감이 반영되며 밸류에이션의 상승이 가능할 것으로 판단한다.

계산기 (3월)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2021E
매출액 (십억CNY)	158.3	250.3	376.8	506.2	632.8	753.0
영업이익 (십억CNY)	69.2	97.0	105.3	133.9	173.0	213.9
영업이익률 (%)	43.7	38.8	28.0	26.4	27.3	28.4
순이익 (십억CNY)	58.1	83.2	100.8	152.1	180.4	209.9
EPS (CNY)	23.53	32.87	38.42	57.79	68.19	78.99
ROE (%)	16.6	19.1	18.8	23.9	22.6	21.4
P/E (배)	31.2	36.7	32.3	19.9	16.6	14.3
P/B (배)	6.8	8.7	6.7	4.8	3.8	3.1

주: Non-GAAP

자료: 알리바바 Alibaba, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 알리바바 EV/EBITDA 밸류에이션

(백만USD)

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E
Non-GAAP EBITDA	6,235	8,106	10,949	16,094	17,700	23,296	30,264
YoY (%)	33.4%	30.0%	35.1%	47.0%	10.0%	31.6%	29.9%
EV/EBITDA	31.5	23.1	24.1	28.4	26.0	17.7	12.0
EBITDA	23,296	FY2020E					
Target EV	23.1	FY2016 EV/EBITDA					
EV	537,660						
순차입금	(42,395)	FY2020 말					
시가 총액	580,054	FY2020 말					
유통주식 수 (백만)	2,637						
TP (USD)	219.95						

자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

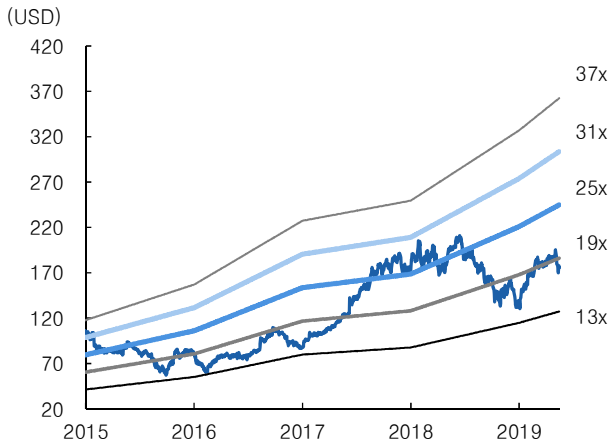
표 2. 알리바바 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	FY1Q19 CY2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	FY1Q20 CY2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E
매출액	80,920	85,148	117,278	93,498	113,973	114,822	154,479	122,919	250,267	376,844	506,194	632,756
QoQ (%)	30.7	5.2	37.7	(20.3)	21.9	0.7	34.5	(20.4)				
YoY (%)	61.2	54.5	41.3	51.0	40.8	34.9	31.7	31.5	58.1	50.6	34.3	25.0
커머스	69,188	72,475	102,843	78,894	98,272	97,587	135,265	103,272	214,021	323,400	434,395	540,547
중국	56,218	56,648	83,749	60,988	79,596	77,978	111,427	80,030	183,723	257,603	349,031	433,876
해외	6,153	6,486	8,009	7,077	7,634	7,810	9,609	8,377	20,842	27,725	33,431	39,064
기타	878	1,114	1,435	1,702	1,944	2,263	2,693	2,971	2,697	5,129	9,871	14,710
로컬 서비스	2,612	5,021	5,159	5,266	5,094	5,580	6,307	7,278	0	18,058	24,260	31,955
차이나오	3,327	3,206	4,491	3,861	4,003	3,956	5,228	4,616	6,759	14,885	17,802	20,942
클라우드	4,698	5,667	6,611	7,726	7,987	9,295	10,462	11,853	13,390	24,702	39,598	56,975
미디어&엔터	5,975	5,940	6,491	5,671	6,467	6,723	7,268	6,478	19,564	24,077	26,936	29,690
Innovation	1,059	1,066	1,333	1,207	1,247	1,217	1,484	1,317	3,292	4,665	5,265	5,544
영업비용	54,418	61,993	80,711	74,420	87,381	84,670	103,837	96,645	153,263	271,542	372,534	460,002
QoQ (%)	20.6	13.9	30.2	(7.8)	17.4	(3.1)	22.6	(6.9)				
YoY (%)	104.1	93.1	63.5	64.9	60.6	36.6	28.7	29.9	72.0	77.2	37.2	23.5
매출원가	39,904	45,220	59,231	53,659	59,418	60,878	77,293	70,544	101,539	198,014	268,133	335,195
R&D	4,998	5,287	5,914	5,858	10,582	7,243	7,409	7,286	15,380	22,057	32,520	38,693
S&M	6,858	8,360	11,266	8,885	10,072	11,546	13,162	11,001	25,262	35,369	45,780	53,930
G&A	2,658	3,126	4,300	6,018	7,309	5,004	5,973	7,815	11,082	16,102	26,101	32,184
영업이익	26,502	23,155	36,567	19,118	26,649	30,197	50,693	26,325	97,003	105,342	133,864	173,001
QoQ (%)	57.7	(12.6)	57.9	(47.7)	39.4	13.3	67.9	(48.1)				
YoY (%)	12.7	0.6	8.6	13.8	0.6	30.4	38.6	37.7	40.2	8.6	27.1	29.2
OPM (%)	32.8	27.2	31.2	20.4	23.4	26.3	32.8	21.4	38.8	28.0	26.4	27.3
세전이익	27,110	22,045	47,246	37,995	45,526	49,074	69,570	45,202	122,874	134,396	209,372	248,509
Tax	6,354	(154)	16,588	18,505	15,984	17,230	24,426	15,870	18,868	41,293	73,510	87,251
순이익	20,101	23,453	29,797	20,056	30,108	32,410	45,710	29,898	83,214	93,407	138,126	163,522
NPM (%)	24.8	27.5	25.4	21.5	26.4	28.2	29.6	24.3	33.3	24.8	27.3	25.8
지배주주	21,136	25,245	117,278	22,507	32,911	35,723	50,711	32,795	85,773	100,773	152,140	180,355

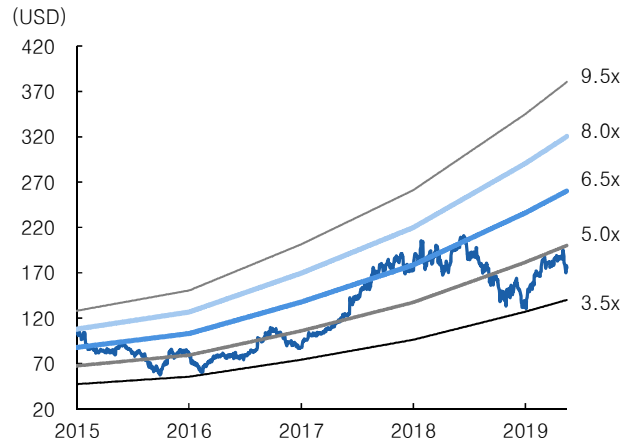
자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 알리바바 EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 알리바바 P/B 밴드



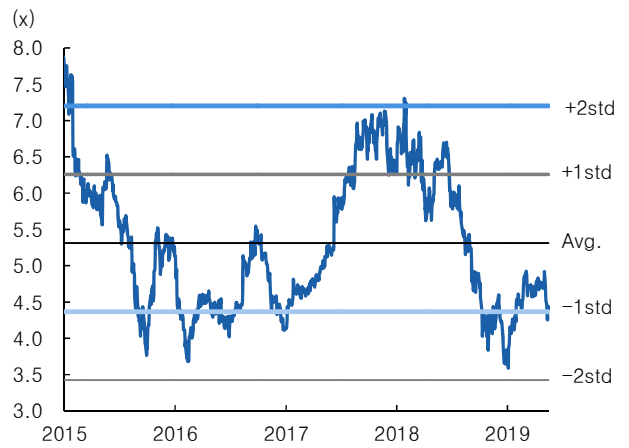
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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 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.