

Bloomberg 최고목표주가 **HKD 510.00**

현재주가 (19/05/16) **HKD 358.00**

국가 **중국**

거래소 **HKSE**

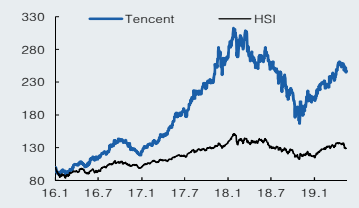
상승여력 **42.5%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
88%	12%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	19.6
P/E (19F,x)	31.8
MKT P/E (19F,x)	11.1
배당수익률 (%)	0.2
시가총액 (십억HKD)	3,408
시가총액 (조원)	519.7
유동주식수 (백만주)	9,432.5
52주 최저가 (HKD)	251.38
52주 최고가 (HKD)	431.56

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.5	23.3	-12.9
상대주가	-2.6	15.4	-3.7



[글로벌 인터넷]

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

텐센트 Tencent

(700 HK)

1Q19 리뷰 - 중장기 성장 동력 확보

1Q19 리뷰: 컨센서스 하회

텐센트의 1Q19 Non-GAAP 실적은 매출액 855억위안 (+16% YoY), 영업이익 264억위안 (+11% YoY)를 기록했다. OP는 컨센서스를 상회했으나 매출액은 하회했다.

- 1) VAS (게임, 콘텐츠) 매출액은 490억위안 (+12% QoQ, +4% YoY)으로 추정치에 부합했다. ‘왕자영요’ 업데이트와 ‘퍼펙트월드’ 신작 출시 효과 및 PC 게임 안정화로 게임 매출이 285억위안 (+18% QoQ, -1% YoY)을 기록했다. 비디오, 뮤직 등 콘텐츠 매출액은 205억위안 (+13% YoY)을 기록하며 부진했는데 주요 동영상 콘텐츠 출시 지연 때문이다.
- 2) 광고 매출액은 133억위안 (+25% YoY)으로 추정치를 하회했다. 소셜 (위챗 기반) 광고는 +34% YoY 기록하며 견고했으나 미디어 광고는 주요 콘텐츠 콘텐츠 출시 지연으로 +14% YoY (-12ppp QoQ)로 부진했다.

중장기 성장 동력은 확인, 단기 가파른 개선세는 미미

1Q19 실적 이후 텐센트의 중장기 성장 동력인 B2B 인터넷 사업에 대한 가시성은 확보했으나 단기 가파른 실적 개선세는 미미할 전망이다.

위챗 기반 광고, 핀테크 및 클라우드 사업 기반의 텐센트의 중장기 실적 개선세는 지속될 전망이다. 1) 위챗 기반 광고는 모멘트 기능의 광고 지면 확대, 미니프로그램 활성화로 인해 2019년 +37% YoY 성장하며 여전히 고성장할 전망이다. 2) 또한 핀테크&비즈니스 (클라우드) 사업은 위챗 페이지의 가맹점 증가, 스마트 리테일 등 디지털화 사업 등의 확대로 2019년 +37% YoY 성장할 전망이며 매출 성장을 확보에 긍정적이다.

다만 단기적으로 텐센트 실적의 가파른 개선 가능성은 낮다고 판단한다. 1) 1Q19 게임 사업은 ‘왕자영요’ 업데이트에도 매출액이 기대치에 부합한 점은 2H19 추가 확대 가능성에 부정적이다. 물론 2Q19 ‘화평정영’ 출시로 배틀로얄 장르 수익화가 확대될 전망이나 이는 이미 2019년 실적에 반영되어 있다고 판단한다. 2) 또한 1Q19 수익성 개선 효과가 주요 동영상 콘텐츠 출시 지연으로 인한 GPM 개선 (46.6%, +5.2ppt QoQ, -3.8ppt YoY)이라는 점을 감안하면 2Q19 이후 콘텐츠 출시에 따른 GPM 하락 요인도 존재한다.

중장기 성장성은 지속, 다만 밸류에이션 매력도는 하락

B2B 사업 강화로 중장기 성장성은 지속될 전망이나 1Q19 실적의 컨센 하회로 인해 밸류에이션 매력도는 약화됐다고 판단한다. 1Q19부터 핀테크&비즈니스 사업 매출을 별도로 공개하며 텐센트의 B2B 인터넷 사업의 중장기 성장성이 부각될 수 있다. 다만 단기적으로 가파른 실적 개선세는 제한적이라고 판단하며 이에 밸류에이션 부담은 상승했다고 판단한다.

텐센트는 2019년 P/E 32배 (EPS +17% YoY)에서 거래 중이다. 이는 모바일 게임 사업이 부진했던 2015년 36배 (EPS +27% YoY) 대비 소폭 낮다. 단기 밸류에이션 매력도는 하락할 수 있으나 향후 B2B 인터넷 사업 중심의 중장기 성장성은 지속될 전망이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억CNY)	151.9	237.8	312.7	393.2	475.4	555.0
영업이익 (십억CNY)	54.8	73.0	84.8	101.5	119.5	143.0
영업이익률 (%)	36.0	30.7	27.1	25.8	25.1	25.8
순이익 (십억CNY)	46.0	66.4	80.3	96.0	113.6	135.0
EPS (CNY)	4.79	6.83	8.10	9.69	11.46	13.63
ROE (%)	26.9	31.3	25.3	23.1	19.7	19.1
P/E (배)	33.4	50.7	32.7	31.8	26.9	22.6
P/B (배)	8.7	12.9	7.8	7.0	5.6	4.6

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

자료: 텐센트 Tencent, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 텐센트 P/E 밸류에이션

(백만HKD)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
Non-GAAP EPS (CNY)	1.98	2.65	3.44	4.79	6.83	8.10	9.69	11.46	13.63	
Non-GAAP EPS (HKD)	2.50	3.34	4.24	5.59	7.89	9.60	11.26	13.33	15.85	
YoY (%)	32.4%	33.6%	27.0%	31.9%	41.2%	21.6%	17.3%	18.4%	18.9%	
P/E	38.4	33.6	35.7	33.9	51.3	32.7	31.8	26.9	22.6	
2019E EPS	9.69									
타겟 P/E	35.7	2015년 P/E: 모바일 게임 게임 사업이 부진했던 시기								
목표주가 (HKD)	402.39									

자료: 미래에셋대우 리서치센터

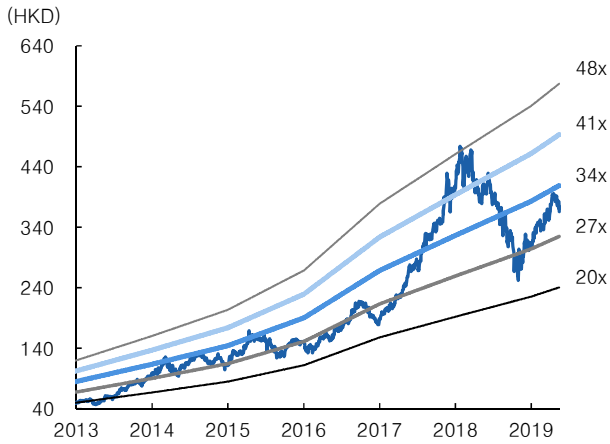
표 2. 텐센트 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	73,528	73,675	80,595	84,896	85,465	95,724	103,260	108,732	237,760	312,694	393,181	475,399
QoQ (%)	10.7	0.2	9.4	5.3	0.7	12.0	7.9	5.3				
YoY (%)	48.4	30.2	23.6	27.9	16.2	29.9	28.1	28.1	56.5	31.5	25.7	20.9
VAS	46,877	42,069	44,049	43,651	48,974	52,477	54,681	53,472	153,983	176,646	209,604	242,203
Game	28,778	25,202	25,813	24,199	28,513	30,226	30,864	28,674	97,883	103,992	118,277	129,238
SNS	18,099	16,867	18,236	19,452	20,461	22,251	23,817	24,797	56,100	72,654	91,327	112,965
광고	10,689	14,110	16,247	17,033	13,377	18,695	20,913	22,865	40,439	58,079	75,850	98,258
기타	15,962	17,496	20,299	24,212	23,114	24,551	27,666	32,396	43,338	77,969	107,727	134,938
영업비용	48,256	51,417	58,032	62,508	56,995	71,241	76,297	79,733	155,737	220,213	284,266	348,722
QoQ (%)	8.3	6.6	12.9	7.7	(8.8)	25.0	7.1	4.5				
YoY (%)	55.5	40.6	33.1	40.3	18.1	38.6	31.5	27.6	66.1	41.4	29.1	22.7
매출원가	36,486	39,229	45,115	49,744	45,645	54,490	59,183	63,281	120,835	170,574	222,599	273,992
S&M	5,570	6,360	6,573	5,730	4,244	8,615	8,318	7,230	17,652	24,233	28,407	35,518
G&A	9,430	9,857	10,890	11,345	11,331	12,548	13,380	13,926	33,051	41,522	51,185	59,049
(주식보상비)	(1,632)	(1,798)	(2,011)	(2,459)	(2,033)	(2,512)	(2,686)	(2,804)	(6,253)	(7,900)	(10,035)	(12,239)
(기타 이익)	(1,598)	(2,231)	(2,535)	(1,852)	(2,192)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(9,548)	(8,216)	(7,891)	(7,598)
발표 영업이익	25,272	22,258	22,563	22,388	28,470	24,483	26,963	28,999	82,023	92,481	108,915	126,677
QoQ (%)	15.6	(11.9)	1.4	(0.8)	27.2	(14.0)	10.1	7.5				
YoY (%)	36.5	11.1	4.4	2.4	12.7	10.0	19.5	29.5	41.0	12.8	17.8	16.3
OPM (%)	34.4	30.2	28.0	26.4	33.3	25.6	26.1	26.7	34.5	29.6	27.7	26.6
조정 영업이익	23,774	20,126	20,155	20,734	26,392	22,697	25,178	27,213	72,965	84,789	101,480	119,535
QoQ (%)	27.5	(15.3)	0.1	2.9	27.3	(14.0)	10.9	8.1				
YoY (%)	41.8	11.8	3.1	11.2	11.0	12.8	24.9	31.2	33.3	16.2	19.7	17.8
OPM (%)	32.3	27.3	25.0	24.4	30.9	23.7	24.4	25.0	30.7	27.1	25.8	25.1
세전이익	24,520	22,724	22,763	22,100	24,843	25,631	26,850	28,637	77,726	90,845	105,961	124,016
Tax	5,390	2,225	2,340	1,860	3,170	2,157	2,260	2,410	11,322	10,553	9,997	10,438
순이익	19,130	20,499	20,423	20,240	21,673	23,474	24,590	26,227	66,404	80,292	95,964	113,578
NPM (%)	26.0	27.8	25.3	23.8	25.4	24.5	23.8	24.1	27.9	25.7	24.4	23.9
지배주주	73,528	19,716	19,710	19,730	20,930	22,669	23,747	25,328	65,126	77,469	92,674	109,685

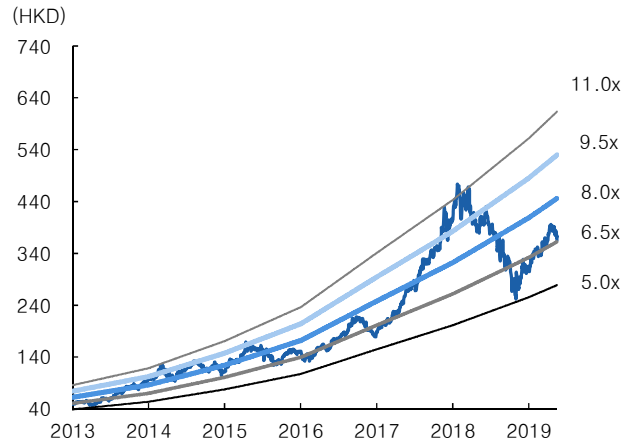
자료: 텐센트, 미래에셋대우 리서치센터 / 조정영업이익 = 발표영업이익 - (이자 수익 + 기타 이익)

그림 1. 텐센트 P/E 밴드



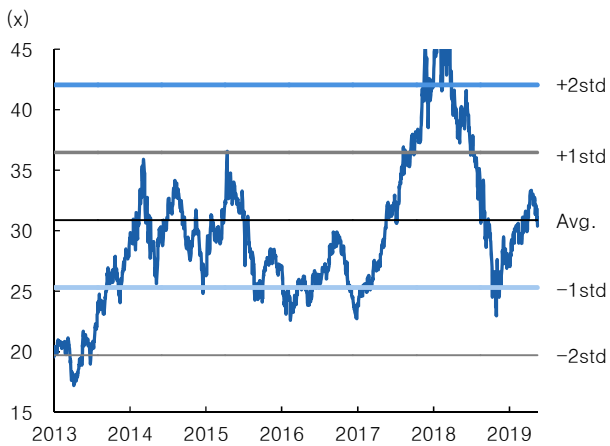
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 텐센트 P/B 밴드



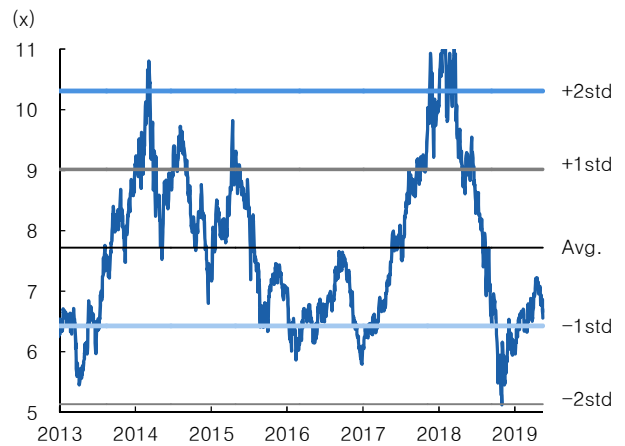
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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.