

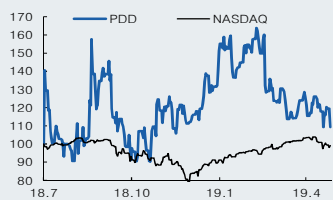
Bloomberg 최고목표주가	USD 35.00
현재주가 (19/05/21)	USD 21.52
국가	중국
거래소	NASDAQ
상승여력	62.6%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
83%	11%	6%

EPS 성장률 (19F,%)	-
P/E (19F,x)	-
MKT P/E (19F,x)	17.2
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	25,014
시가총액 (조원)	29.9
유통주식수 (백만주)	1,764.8
52주 최저가 (USD)	16.53
52주 최고가 (USD)	31.99

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	-9.0	-
상대주가	-9.0	-15.9	-



[글로벌 인터넛]

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

핀두오두오 Pinduoduo

(PDD US)

1Q19 리뷰 - 중장기 수익성 개선 가능성을 보자

1Q19 리뷰: 컨센서스 상회

핀두오두오 (PDD)의 1Q19 Non-GAAP 실적은 매출액 45억위안 (-20% QoQ, +228% YoY), OP -16억위안 (적자지속)을 기록했다. 이는 컨센서스 (매출액 41억위안)을 상회한다.

1) 거래금액은 1,642억위안 (-17% QoQ, +109% YoY)을 기록했으며 당사 추정치를 소폭 하회했다. 구매자가 4.4억명 (+50% YoY)를 기록하며 추정치를 소폭 하회했기 때문이다. 매출 인식률 (Take rate)은 우량 판매자 확보 전략과 비수기 영향에 따라 2.40% (-0.17ppt QoQ, +0.99ppt YoY)를 기록했다.

2) 영업 비용은 62억위안 (-21% QoQ, +280% YoY)을 기록하며 추정치를 하회했다. 일회성으로 매출 원가에서 텐센트로부터 결제 수수료 리베이트 (3.4억위안)가 반영되며 GPM이 81% (+6ppt QoQ, +4ppt YoY)로 개선됐다. 마케팅비는 47억위안 (+286% YoY)로 여전히 고성장했으며 매출액 대비 비중은 103% (flat QoQ)를 기록했다.

핵심 변수인 마케팅비 부담은 여전히 지속

현재 PDD 주가에 가장 우려는 마케팅비로 인한 비용 부담이며 단기적으로 이러한 우려는 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

PDD는 향후 브랜드 광고와 소비자 유인을 위한 프로모션을 지속해나갈 예정으로 이에 따른 마케팅비 지출이 지속될 전망이다. 2019년 매출액 대비 마케팅비 비중을 97% (-2ppt YoY)로 예상한다. PDD가 2017년에 세워진 초창기 기업이라는 점을 감안하면 향후 브랜드 인지도 향상을 위한 마케팅 활동 (ex. TV 광고 및 스폰서십)은 지속될 전망이다. 더구나 4억명 이상의 구매자의 충성도 (구매 빈도) 개선을 위한 투자도 병행될 것으로 예상되며 이는 단기적인 수익성 확보에 부정적이다.

다만 투자의 효과는 중장기 관점에서 매출 성장 및 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단한다. PDD는 '공동 구매'라는 차별화 경쟁력을 보유하고 있기 때문에 브랜드 광고 및 프로모션을 통해 확보한 사용자의 지속적인 사용을 유도 (Retention)를 확보할 수 있다고 판단한다. 더구나 E-Way Bill 등 물류 서비스 개선, 광고 상품 고도화, 중소 브랜드 발굴을 통한 SKU 확대 전략 또한 효과적으로 작동할 것으로 향후 거래금액 및 Take rate 상승에 긍정적이다.

중장기 수익성 확보 가능성은 존재

사용자 증가율의 소폭 둔화와 미미한 수익성 개선으로 인해 단기 모멘텀 확보는 미미할 전망이다. 그러나 여전히 중장기 수익성 확보를 통한 성장성은 존재한다고 판단한다. PDD의 외형 성장에 대한 이슈는 거래금액 및 매출 고성장이 이어지며 대부분 해소됐다. 결국 관건은 매출액 대비 마케팅비 비중의 감소 여부인데 4Q18 ~ 1Q19 실적에서 시장 기대치를 하회했으며 이는 주가에 부정적이었다. 다만 PDD가 차별화 경쟁력을 유지한다면 향후 마케팅비의 축소가 가능할 것으로 이에 따른 멀티플의 확대 또한 가능할 전망이다.

PDD는 현재 2019년 PSR 6.1배 (매출액 +107% YoY)에서 거래 중이다. 이는 페이스북 상장 직후 2012년 PSR 12.4배, 쇼피파이 2015년 PSR 9.6배 대비 낮다. 단기적으로 비용 부담은 지속될 전망이나 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	26,828.1	45,169.4	66,118.6
영업이익 (백만CNY)	-282.2	-477.2	-3,958.1	-9,244.6	-9,899.8	-6,620.7
영업이익률 (%)	-55.9	-27.4	-30.2	-34.5	-21.9	-10.0
순이익 (백만CNY)	-	-380.2	-3,456.1	-8,273.3	-8,928.6	-5,649.4
EPS (CNY)	-	-0.43	-4.37	-6.97	-6.90	-4.01
ROE (%)	-	-	-102.0	-59.8	-96.6	-178.0
P/E (배)	-	-	-	-	-20.3	-34.9
P/B (배)	-	-	-	9.6	20.3	57.7

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	26,828	45,169	66,119	88,039	109,537
매출액 (백만USD)	76	258	1,983	4,042	6,949	10,172	13,544	16,852
YoY (%)	-	245.5%	652.3%	104.5%	68.4%	46.4%	33.2%	24.4%
PSR (x)	-	-	12.5	6.2	3.6	2.5	1.8	1.5
2019E 매출액	26,828							
(백만USD)	4,042							
Target PSR (X)	12.4	* 페이스북의 2012년 PSR						
시가총액 (백만USD)	50,120							
주식 수 (백만주)	1,221	* ADR (원주 4개) 기준						
목표주가 (USD)	41.1							

자료: PDD, 미래에셋대우 리서치센터

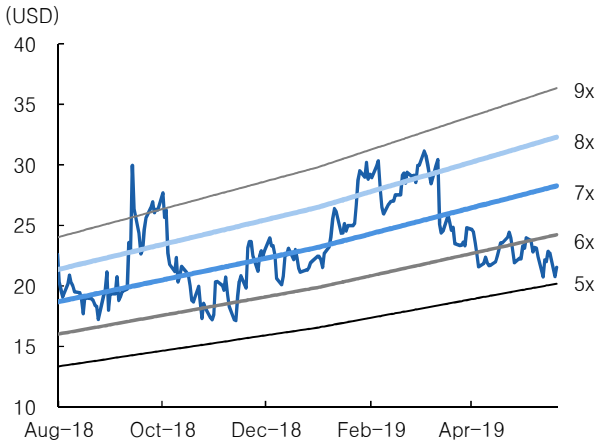
표 2. 핀두오두오 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
거래금액	78	81	115	197	164	186	240	379	141	472	969	1,608
QoQ (%)	11.5	3.2	42.4	71.1	(16.7)	13.5	28.7	57.8				
YoY (%)	275.1	362.3	254.5	180.4	109.4	130.4	108.3	92.1	-	234.0	105.5	65.9
Take rate (%)	1.77	3.35	2.93	2.87	2.77	2.83	2.77	2.73	1.24	2.78	2.77	2.81
매출액	1,385	2,709	3,372	5,654	4,545	5,280	6,648	10,355	1,744	13,120	26,828	45,169
QoQ (%)	17.4	95.7	24.5	67.7	(19.6)	16.2	25.9	55.8				
YoY (%)	3,640.3	2,490.0	697.2	379.4	228.3	94.9	97.1	83.1	245.5	652.3	104.5	68.4
마케팅 서비스	1,108	2,371	2,974	5,062	3,948	4,501	5,818	9,218	1,253	11,516	23,486	39,599
수수료	277	338	398	592	597	779	830	1,136	488	1,604	3,342	5,571
영업비용	1,624	3,525	4,162	7,767	6,167	7,490	8,913	13,502	2,221	17,078	36,073	55,069
QoQ (%)	35.6	117.0	18.1	86.6	(20.6)	21.5	19.0	51.5				
YoY (%)	1,016.7	1,470.1	536.6	548.6	279.7	112.5	114.1	73.8	182.2	668.8	111.2	52.7
매출원가	318	387	774	1,422	869	1,409	1,711	2,597	722	2,902	6,586	11,451
마케팅	1,216	2,938	3,049	5,832	4,693	5,244	6,381	9,601	1,343	13,036	25,920	37,802
판관비	24	30	41	66	67	217	44	104	23	160	432	682
R&D	66	169	298	447	538	621	776	1,200	123	980	3,135	5,134
영업이익	(240)	(816)	(790)	(2,113)	(1,622)	(2,210)	(2,265)	(3,148)	(477)	(3,958)	(9,245)	(9,900)
QoQ (%)	1,227.6	240.5	(3.1)	167.4	(23.2)	36.3	2.5	39.0				
YoY (%)	120.9	580.3	242.2	11,611.1	577.1	171.0	186.7	49.0	69.1	729.4	133.6	7.1
OPM (%)	(17.3)	(30.1)	(23.4)	(37.4)	(35.7)	(41.9)	(34.1)	(30.4)	(27.4)	(30.2)	(34.5)	(21.9)
세전이익	(187)	(673)	(619)	(1,896)	(1,379)	(1,967)	(2,022)	(2,905)	(407)	(3,375)	(8,273)	(8,929)
Tax	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	0	(0)	(0)
순이익	(187)	(673)	(619)	(1,896)	(1,379)	(1,967)	(2,022)	(2,905)	(407)	(3,376)	(8,273)	(8,929)
NPM (%)	(13.5)	(24.9)	(18.4)	(33.5)	(30.3)	(37.3)	(30.4)	(28.1)	(23.3)	(25.7)	(30.8)	(19.8)

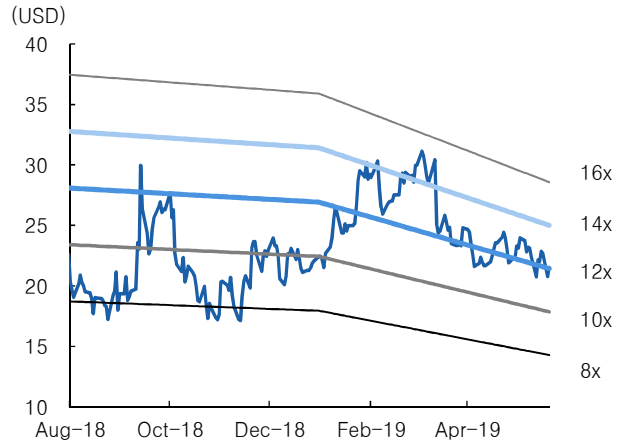
자료: PDD, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 핀두오두오 PSR 밴드



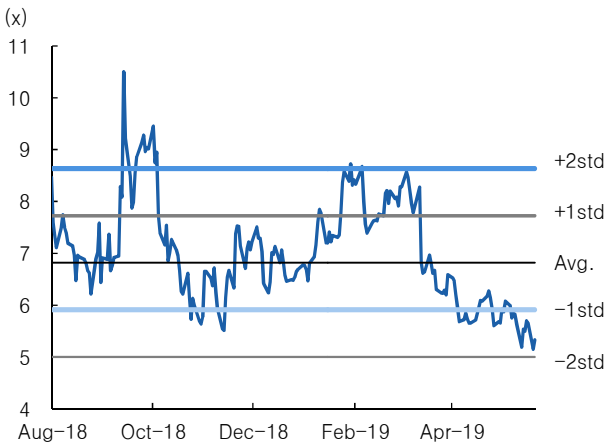
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 핀두오두오 P/B 밴드



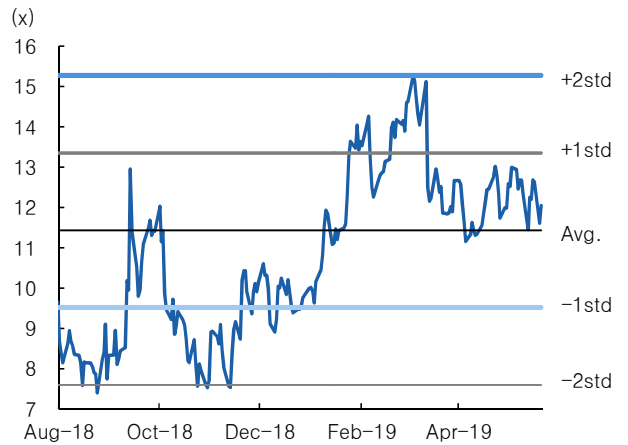
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 핀두오두오 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 핀두오두오 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.