

Bloomberg 최고목표주가 **HKD 590.00**

현재주가 (18/10/04) **HKD 308.40**

국가 **중국**

거래소 **HKSE**

상승여력 **91.3%**

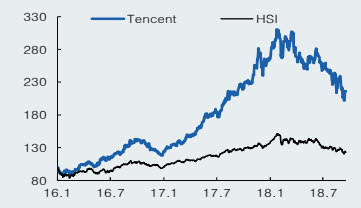
Bloomberg Rating

매수	보유	매도
98%	2%	0%

EPS 성장률 (18F,%)	19.8
P/E (18F,x)	32.1
MKT P/E (18F,x)	10.9
배당수익률 (%)	0.3

시가총액 (십억HKD)	2,936
시가총액 (조원)	423.9
유동주식수 (백만주)	9,432.5
52주 최저가 (HKD)	305.20
52주 최고가 (HKD)	476.60

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	-22.4	-11.7
상대주가	-2.4	-13.6	-5.5



[글로벌 인터넷]

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

텐센트 Tencent

(700 HK)

3Q18 프리뷰 - 규제 우려는 지속

3Q18 프리뷰: 컨센서스 부합 전망

텐센트의 3Q18 Non-GAAP 실적을 매출액 808억위안 (+24% YoY), 조정영업이익 231억 위안 (+18% YoY)으로 예상된다. 이는 컨센서스 (OP 240억위안)와 유사하다.

- 1) VAS (게임, 콘텐츠) 매출액은 465억위안 (+10% YoY)으로 예상된다. 모바일 게임 총매출액은 '세인트세이아', 'MT4', '자유환상', '전격문고', '만왕지왕', '투파창공'의 흥행으로 193억위안 (+9% QoQ, +6% YoY)으로 예상된다. 콘텐츠 매출액 (게임 플랫폼 제외)은 '텐센트 비디오'와 '뮤직'의 호조로 134억위안 (+43% YoY)으로 예상된다.
- 2) 광고 매출액은 152억위안 (+38% YoY)으로 예상된다. 소셜 (SNS, QQ Kandian) 광고 매출 성장률은 사용자 증가 (위챗 MAU 10.7억명, +10% YoY)와 '모멘트', '미니프로그램' (DAU 2억명) 호조로 +52% YoY로 예상된다. 다만 미디어 광고 매출 성장률은 텐센트 비디오의 광고 매출 성장률 둔화, '뉴스'의 광고 지면 축소가 지속되며 +16% YoY (2Q18 +16% YoY)로 예상된다.

텐센트를 둘러싼 규제 우려는 지속

2Q18 실적 부진 이후 낮아진 실적 추정치에도 단기 모멘텀은 부진할 전망이다. 텐센트를 둘러싼 각종 규제 이슈로 추가적인 실적 하향 조정 Risk가 존재하기 때문이다.

게임 사업은 최근 '판호'에 대한 긍정적 소식 (ex. 컨트롤 타워)에도 성장에 대한 우려는 지속될 전망이다. 판호 이외에도 온라인 게임 총량제, 텐센트의 자체적인 청소년층 규제 (결제 한도, 게임 시간, 근시 예방)로 인한 영향이 존재하기 때문이다. 더구나 모바일 게임 콘텐츠의 매력도 하락, 사용자 및 ARPU 증가세 둔화는 규제를 떠나 중국 모바일 게임 시장에 대한 기대감을 낮추는 요소이다.

광고 사업 또한 전자상거래법 관련 규제 이슈와 더불어 경쟁사의 이슈가 존재한다. 전자상거래법은 2019년 1월 1일 시행 예정으로 짝퉁 규제와 더불어 재판매업자에 대한 규제를 강화 (사업자 등록 + 과세)함에 따라 '웨이상'의 주된 판매 창구인 위챗 광고 사업에 대한 부정적 영향이 예상된다. 또한 '도우티야오', '틱톡' 등을 보유한 Bytedance (기업가치 750억달러)의 부상 또한 체류시간 확보 차원에서 부정적이다.

본격적인 바닥 찾기, 다만 추가적인 실적 하향 Risk 는 존재

텐센트에 대해 장기 성장성은 유효하나 단기 모멘텀 약세는 지속될 것으로 판단한다. 중장기적으로 1) 텐센트 비디오, 뮤직, 차이나 리더러처 등 콘텐츠 플랫폼과 2) 10억명 기반의 위챗 광고 및 3) 최근 사업 구조 변화와 같이 결제, 클라우드 사업의 성장성은 지속될 전망이다. 다만 1) 모바일 게임 시장 둔화, 2) 정부의 콘텐츠 (ex. 동영상, 게임) 규제, 3) 이차 수익 소멸로 인한 매출 성장률 둔화 이슈로 향후 실적 추정치 하향 조정 가능성은 Risk이다.

텐센트는 2018년 조정 P/E 32배 (EPS +20% YoY)에서 거래 중이다. 이는 모바일 게임 사업이 부진했던 2015년 36배 (EPS +27% YoY)대비 낮다. 다만 실적 하향 조정 Risk로 인한 단기 모멘텀 부재가 예상된다.

결산기 (12월)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억CNY)	102.9	151.9	237.8	308.8	369.2	430.7
영업이익 (십억CNY)	39.5	54.8	82.0	92.3	102.6	121.4
영업이익률 (%)	38.4	36.0	34.5	29.9	27.8	28.2
순이익 (십억CNY)	32.9	46.0	66.4	81.7	95.3	111.3
EPS (CNY)	3.44	4.79	6.83	8.19	9.50	11.02
ROE (%)	28.5	26.9	31.3	25.5	21.7	20.6
P/E (배)	35.9	33.4	50.7	32.1	27.7	23.9
P/B (배)	9.8	8.7	12.9	7.6	6.1	5.0

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

자료: 텐센트 Tencent, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 텐센트 P/E 밸류에이션

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
Non-GAAP EPS (CNY)	1.53	1.98	2.65	3.44	4.79	6.83	8.19	9.50	11.02	
Non-GAAP EPS (HKD)	1.98	2.29	3.33	4.21	5.67	8.01	9.60	11.14	12.92	
YoY (%)	34.2%	15.6%	45.1%	26.6%	34.7%	41.2%	19.8%	16.0%	16.0%	
P/E (x)	24.9	41.8	33.7	35.9	33.4	50.7	32.1	27.7	23.9	
EPS	9.60	2018년 예상								
Target P/E (x)	35.9	2015년 P/E		* 모바일 게임 사업 부진 시기						
목표주가 (HKD)	345.02									

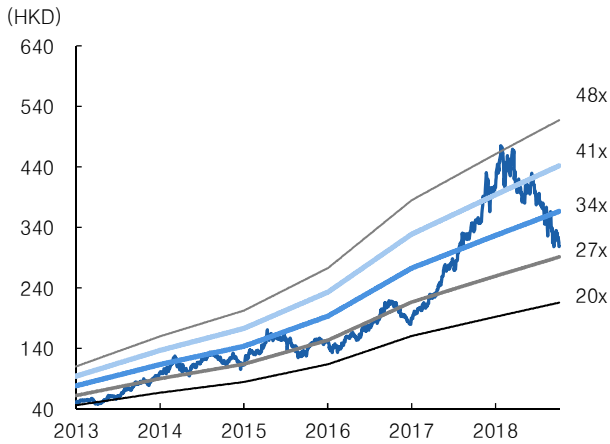
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 텐센트 실적 (Non-GAAP 기준)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	49,552	56,606	65,210	66,392	73,528	73,675	80,816	80,755	151,938	237,760	308,774	369,154
QoQ (%)	13.0	14.2	15.2	1.8	10.7	0.2	9.7	(0.1)				
YoY (%)	54.9	58.6	61.5	51.4	48.4	30.2	23.9	21.6	47.7	56.5	29.9	19.6
VAS	35,108	36,804	42,124	39,947	46,877	42,069	46,536	43,524	107,810	153,983	179,005	203,456
Game	22,811	23,861	26,844	24,367	28,778	25,202	27,375	24,449	70,844	97,883	105,803	112,049
SNS	12,297	12,943	15,280	15,580	18,099	16,867	19,161	19,075	36,966	56,100	73,202	91,407
광고	6,888	10,148	11,042	12,361	10,689	14,110	15,285	17,122	26,970	40,439	57,207	77,708
기타	7,556	9,654	12,044	14,084	15,962	17,496	18,995	20,109	17,158	43,338	72,562	87,990
영업비용	31,032	36,570	43,596	44,539	48,256	51,417	57,508	59,315	93,784	155,737	216,496	266,562
QoQ (%)	7.3	17.8	19.2	2.2	8.3	6.6	11.8	3.1				
YoY (%)	67.6	74.1	72.0	54.0	55.5	40.6	31.9	33.2	53.5	66.1	39.0	23.1
매출원가	24,109	28,300	33,529	34,897	36,486	39,229	43,094	43,729	67,439	120,835	162,538	199,703
S&M	3,158	3,660	4,812	6,022	5,570	6,360	5,964	7,325	12,136	17,652	25,218	30,180
G&A	7,012	8,170	9,058	8,811	9,430	9,857	10,691	10,562	22,459	33,051	40,540	46,866
(주식보상비)	(1,339)	(1,408)	(1,632)	(1,874)	(1,632)	(1,798)	(1,938)	(1,998)	(4,455)	(6,253)	(7,366)	(8,974)
(기타 이익)	(1,908)	(2,152)	(2,171)	(3,317)	(1,598)	(2,231)	(303)	(303)	(3,795)	(9,548)	(4,435)	(1,212)
발표 영업이익	18,520	20,036	21,614	21,853	25,272	22,258	23,308	21,440	58,154	82,023	92,278	102,592
QoQ (%)	23.9	8.2	7.9	1.1	15.6	(11.9)	4.7	(8.0)				
YoY (%)	37.3	36.4	43.7	46.2	36.5	11.1	7.8	(1.9)	39.2	41.0	12.5	11.2
OPM (%)	37.4	35.4	33.1	32.9	34.4	30.2	28.8	26.5	38.3	34.5	29.9	27.8
조정 영업이익	16,765	17,999	19,553	18,648	23,774	20,126	23,104	21,236	54,756	72,965	88,240	101,776
QoQ (%)	18.3	7.4	8.6	(4.6)	27.5	(15.3)	14.8	(8.1)				
YoY (%)	29.5	31.4	40.3	31.6	41.8	11.8	18.2	13.9	38.8	33.3	20.9	15.3
OPM (%)	33.8	31.8	30.0	28.1	32.3	27.3	28.6	26.3	36.0	30.7	28.6	27.6
세전이익	19,698	23,747	21,388	19,684	24,520	22,724	25,702	23,834	54,853	77,726	96,780	112,168
Tax	5,326	7,260	4,214	1,313	5,390	2,225	3,855	3,575	8,862	11,322	15,045	16,825
순이익	14,372	16,487	17,174	18,371	19,130	20,499	21,847	20,259	45,991	66,404	81,735	95,343
NPM (%)	29.0	29.1	26.3	27.7	26.0	27.8	27.0	25.1	30.3	27.9	26.5	25.8
지배주주	14,211	16,391	17,070	17,454	73,528	19,716	21,012	19,485	45,420	65,126	78,526	91,701

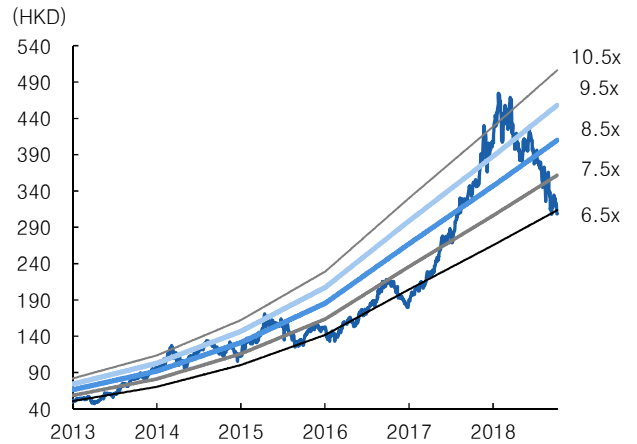
자료: 텐센트, 미래에셋대우 리서치센터 / 조정영업이익 = 발표영업이익 - (이자 수익 + 기타 이익)

그림 1. 텐센트 P/E 밴드



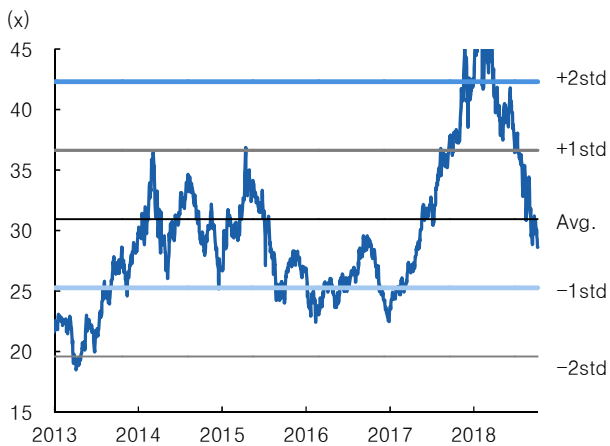
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 텐센트 P/B 밴드



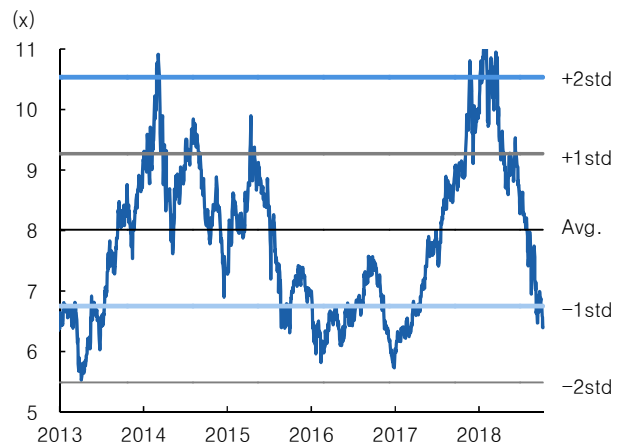
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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.