

Bloomberg 최고목표주가 USD 280.00

현재주가 (19/11/22) USD 186.78

국가 중국

거래소 NYSE

상승여력 49.9%

**Bloomberg Rating**

매수	보유	매도
98%	2%	0%

EPS 성장률 (FY20F,%) 43.4

P/E (FY20F,x) 23.8

MKT P/E (19F,x) 19.0

배당수익률 (%) -

시가총액 (백만USD) 487,654

시가총액 (조원) 573.6

유통주식수 (백만주) 2,619.0

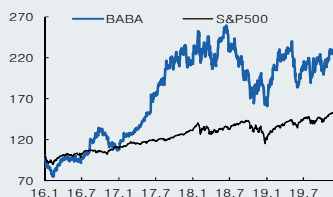
52주 최저가 (USD) 129.77

52주 최고가 (USD) 195.72

주가상승률 (%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 8.2 20.5 24.2

상대주가 5.2 9.5 5.2



**[글로벌 인터넷]**

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

# 알리바바 Alibaba

(BABA US)

## 11월 26일 홍콩 거래 예정, 저평가 매력 부각 전망

### 11월 26일 홍콩 거래소 거래 예정

알리바바 (9988 HK)가 11월 26일부터 홍콩 거래소에서 거래될 예정이다. 공모가는 HKD176 (=USD22.50, ADR 기준 USD180)으로 결정됐으며 공모 규모는 5억주 (초과배정 포함시 5.75억주, 초과배정 기준 전체 주식 수 대비 2.7%)이다.

### 홍콩 상장 이후 알리바바의 저평가 매력 부각 전망

11월 26일 알리바바의 홍콩 상장이 완료된 이후 알리바바의 성장성 대비 저평가 매력이 부각될 것으로 예상된다.

1) 2019년 중반 이후 지속된 알리바바의 홍콩 상장 이슈가 마무리된다면 주가에 대한 불확실성 해소에 기여할 전망이다. 알리바바 주가는 2대 주주 (알타바)의 매각과 홍콩 추가 상장 이슈가 지속되며 오버행으로 인한 부담이 존재했다. 다만 8월 말 2대주주 매각 작업은 완료됐고 홍콩 상장도 완료될 예정임에 따라 이에 따른 부담은 해소될 전망이다. 더구나 최초 예상 대비 공모 규모가 작다 (최초 예상 200억달러 -> 최종 130억달러)는 점도 긍정적이다.

2) 더구나 홍콩 상장으로 인한 중국 본토 투자자의 투자 접근성 개선은 알리바바 주가에 긍정적이다. 현재 미국 ADR에 대한 중국 투자자들의 접근은 여러 이슈 (ex. 시차, 자본 이동 등)로 인해 제한되어있다. 그러나 10월 28일부터 알리바바와 같은 차등 의결권 기업 (ex. 알리바바 파트너십)에 대한 중국 본토 투자자의 접근이 허용됨에 따라 거래량 확대에 따른 주가 부양도 가능하다고 판단한다. 실제로 차등 의결권 구조인 메이투안-디엔핑 (3690 HK)은 중국 본토 투자 유입 기대감으로 주가가 상승했다.

2) 특히 최근 중국 전자상거래가 3 ~ 4선 도시의 성장성에 대한 기대감이 확대된다는 점도 알리바바에 긍정적이다. 현재 중국 소매 시장은 1 ~ 2선 도시의 신규 사용자 확보가 제한적인 가운데 3 ~ 4선 도시 소매 시장이 상대적으로 높게 성장 중 (10월 도시 소매 +7.0% YoY vs. 도시 외 +8.6% YoY)이다. 알리바바는 이번 공모 자금을 음식배달 플랫폼 '어머머', 여행 플랫폼 'Fliggy', 동영상 플랫폼 '유쿠'와 신유통 전략에 투자하며 3 ~ 4 선 도시 사용자 확보 전략을 강화할 것으로 이를 통한 중장기 성장성 확보가 예상된다

### 주가의 안정적 우상향 기조 지속 전망

홍콩 추가 상장 이후로 알리바바의 저평가 매력이 부각될 것으로 예상하며 주가의 안정적 우상향 기조에 기여할 전망이다. 다만 1) 1H19 기대감을 모았던 추천 Feed 기반 광고 성과가 예상대비 미미하고 2) 카올라, 알리바바 픽처스 연결 편입으로 수익성 개선 효과가 예상 대비 감소할 전망으로 단기 모멘텀은 미미할 수 있다. 그러나 1) 향후 미중 무역분쟁의 해소 가능성이 상승 (소비 심리 개선, 위안화 강세 전환)과 2) 오버행 불확실성 해소에 저평가 매력이 부각될 수 있어 주가에는 긍정적이라고 판단한다.

알리바바는 FY2020 EV/EBITDA 19배 (EBITDA +37% YoY)에서 거래 중이다. 이는 저평가 구간이었던 FY2016 23배 (EBITDA +30% YoY) 대비 낮다. 외부 변수 우려는 지속되고 있으나 완화 가능성이 존재하며 중장기 성장성에 따른 밸류에이션 상승 예상된다.

계산기 (3월)	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2021E
매출액 (십억CNY)	158.3	250.3	376.8	519.8	664.6	807.5
영업이익 (십억CNY)	69.2	97.0	105.3	147.7	197.0	248.8
영업이익률 (%)	43.7	38.8	28.0	28.4	29.6	30.8
순이익 (십억CNY)	58.1	83.2	100.8	145.3	185.7	230.6
EPS (CNY)	23.53	32.87	38.42	55.08	70.05	86.60
ROE (%)	16.6	19.1	18.8	24.6	17.5	18.5
P/E (배)	31.2	36.7	32.3	23.8	18.5	14.9
P/B (배)	6.8	8.7	6.7	5.5	4.3	3.5

주: Non-GAAP

자료: 알리바바 Alibaba, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**알리바바 Alibaba (BABA US)**

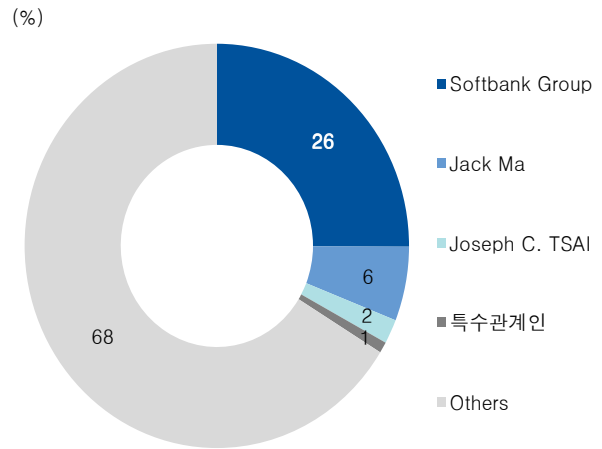
11월 26일 홍콩 거래 예정, 저평가 매력 부각 전망

**그림 1. 알리바바 홍콩 공모 상장 개요**

구분	내용
상장일 (HKSE)	11월 26일
Ticker	9988 HK
기준 (11월 5일 기준)	보통주 208.9억 주
신규	5억 주
홍콩 투자자	0.12억 주
홍콩 외 글로벌 투자자	4.75억 주
초과 배정	0.75억 주
공모 후 총 주식수	214.6억 주
공모가	HKD176 (ADR 기준 USD180)
공모규모 (백만USD)	12,938
HKDUSD 환율 기준	HKD 7.8256

자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 2. 알리바바 지분 구조 (홍콩 공모 이전)**



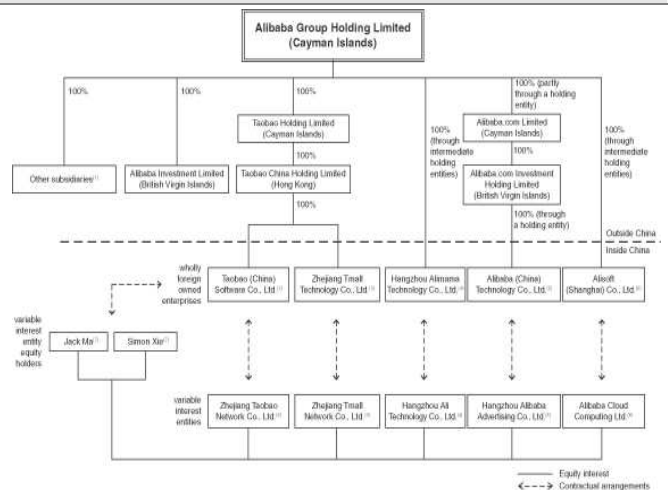
자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 3. 알리바바 파트너십 구조**

구분	내용
개요	알리바바 지배구조의 최상단. 집중 지성 체제 알리바바 설립 (1999년) 당시 파트너십 형태가 모태
현재 구성원	총 38명
주요 구성원	마윈, 차이충신 부회장, 장용 회장 등
신규 구성원 선출	기존 파트너의 3명 이상의 지명 기존 구성원 (파트너)의 75% 이상 동의
신규 구성원 기준	알리바바 그룹 내 5년 이상 근무
주요 권리	과반수 이상의 이사 선임권

자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 4. 알리바바 VIE 구조 (계약 관계에 의해 지배)**



자료: 알리바바, 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	17,699	24,157	32,345
YoY (%)	33.4%	30.0%	35.1%	47.0%	10.0%	36.5%	33.9%
EV/EBITDA	31.5	23.1	24.1	28.4	26.0	18.9	12.8
EBITDA	24,157	FY2020E					
Target EV	23.1	FY2016 EV/EBITDA					
EV	557,530						
순차입금	(29,940)	FY2020 말					
시가 총액	587,470	FY2020 말					
유통주식 수 (백만)	2,643						
TP (USD)	222.27						

자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 알리바바 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

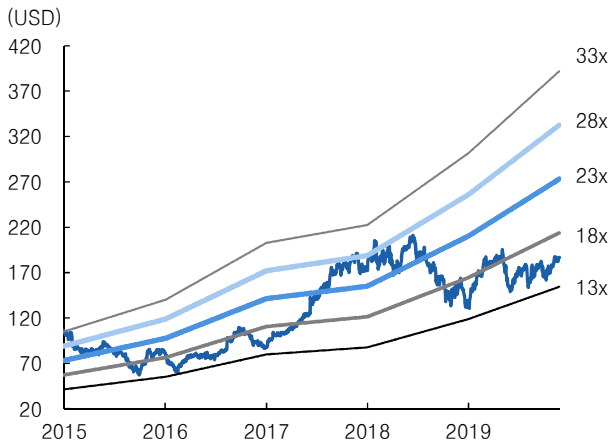
	FY1Q20 CY2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	FY1Q21 CY2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E
매출액	114,924	119,017	159,476	126,362	150,291	155,742	199,226	159,337	250,267	376,844	519,778	664,596
QoQ (%)	22.9	3.6	34.0	(20.8)	18.9	3.6	27.9	(20.0)				
YoY (%)	42.0	39.8	36.0	35.1	30.8	30.9	24.9	26.1	58.1	50.6	37.9	27.9
커머스	99,544	101,220	139,582	106,087	129,504	132,037	173,111	132,962	214,021	323,400	446,433	567,614
중국	78,593	79,069	112,347	79,609	102,279	103,302	139,125	99,845	183,723	257,603	349,618	444,551
해외	7,812	8,441	10,625	9,098	10,068	10,697	12,723	10,871	20,842	27,725	35,975	44,359
기타	1,954	2,116	2,532	2,808	3,033	3,110	3,543	3,761	2,697	5,129	9,410	13,446
로컬 서비스	6,180	6,835	7,727	8,915	8,220	9,003	10,178	11,743	0	18,058	29,657	39,144
차이나오	5,005	4,759	6,352	5,657	5,903	5,925	7,544	6,742	6,759	14,885	21,773	26,113
클라우드	7,787	9,291	10,458	11,848	11,621	13,536	14,910	16,567	13,390	24,702	39,384	56,635
미디어&엔터	6,312	7,296	7,959	7,115	7,795	8,893	9,662	8,451	19,564	24,077	28,682	34,801
Innovation	1,281	1,210	1,477	1,311	1,370	1,277	1,542	1,358	3,292	4,665	5,279	5,547
영업비용	80,368	86,926	106,247	98,510	102,580	111,855	130,962	122,215	153,263	271,542	372,052	467,612
QoQ (%)	8.0	8.2	22.2	(7.3)	4.1	9.0	17.1	(6.7)				
YoY (%)	47.7	40.2	31.6	32.4	27.6	28.7	23.3	24.1	72.0	77.2	37.0	25.7
매출원가	58,240	63,513	80,129	72,825	76,014	83,111	100,102	91,830	101,539	198,014	274,708	351,058
R&D	7,469	7,421	7,671	7,511	8,787	9,183	8,907	8,931	15,380	22,057	30,072	35,807
S&M	9,836	11,006	12,547	10,487	11,641	13,154	14,733	11,882	25,262	35,369	43,876	51,410
G&A	4,823	4,986	5,900	7,687	6,139	6,407	7,220	9,572	11,082	16,102	23,396	29,338
영업이익	34,556	32,091	53,229	27,851	47,710	43,888	68,264	37,122	97,003	105,342	147,727	196,984
QoQ (%)	80.8	(7.1)	65.9	(47.7)	71.3	(8.0)	55.5	(45.6)				
YoY (%)	30.4	38.6	45.6	45.7	38.1	36.8	28.2	33.3	40.2	8.6	40.2	33.3
OPM (%)	30.1	27.0	33.4	22.0	31.7	28.2	34.3	23.3	38.8	28.0	28.4	29.6
세전이익	35,564	116,845	58,071	32,693	52,552	48,730	73,106	41,964	122,874	134,396	241,797	216,352
Tax	5,443	72,135	8,711	4,904	7,883	7,309	10,966	6,295	18,868	41,293	89,817	32,453
순이익	30,949	32,750	48,990	27,419	44,299	41,050	61,770	35,300	83,214	93,407	140,108	182,420
NPM (%)	26.9	27.5	30.7	21.7	29.5	26.4	31.0	22.2	33.3	24.8	27.0	27.4
지배주주	33,068	34,538	49,906	27,822	45,099	41,760	62,958	35,853	85,773	100,773	145,334	185,670

자료: 알리바바, 미래에셋대우 리서치센터

**알리바바 Alibaba (BABA US)**

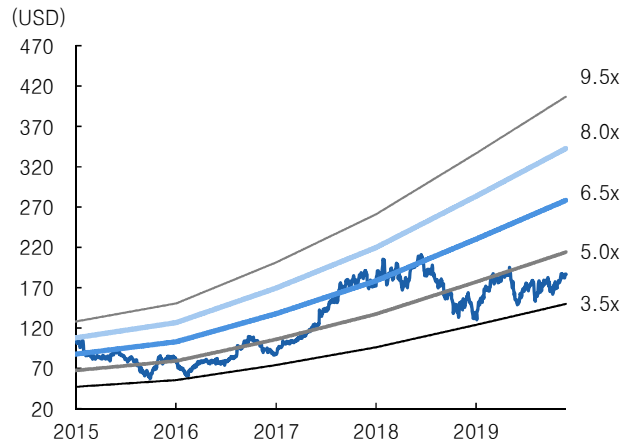
11월 26일 홍콩 거래 예정, 저평가 매력 부각 전망

**그림 5. 알리바바 EV/EBITDA 밴드**



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 6. 알리바바 P/B 밴드**



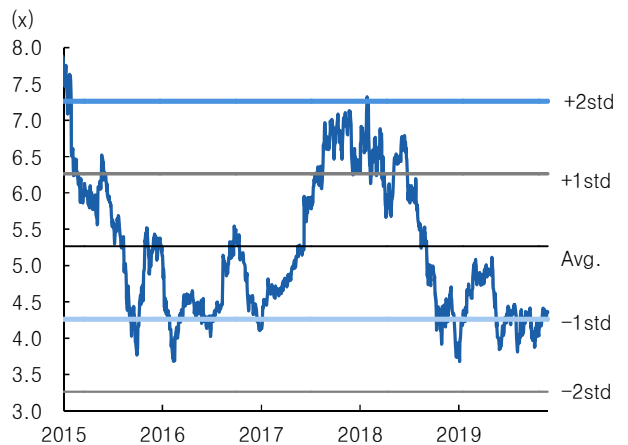
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 7. 알리바바 EV/EBITDA 표준편차 밴드**



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 8. 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.