

Bloomberg 최고목표주가 **HKD 511.00**

현재주가 (20/05/12) **HKD 429.40**

국가 **중국**

거래소 **HKSE**

상승여력 **19.0%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
93%	7%	0%

EPS 성장률 (20F,x)	28.2
P/E (20F,x)	30.5
MKT P/E (20F,x)	11.1
배당수익률 (%)	0.4

시가총액 (십억HKD)	4,102
시가총액 (조원)	648.7
유통주식수 (백만주)	9,474.1
52주 최저가 (HKD)	312.20
52주 최고가 (HKD)	435.00

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	31.2	12.4
상대주가	10.7	44.7	33.3



[글로벌 인터넷]

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

텐센트 Tencent

(700 HK)

1Q20 리뷰 - 2H20에도 실적 모멘텀 지속

1Q20 리뷰: 컨센서스 상회

텐센트의 1Q20 Non-GAAP 실적은 매출액 1,081억위안 (+26% YoY), 영업이익 339억위안 (+25% YoY)을 기록했다. 이는 컨센서스 (OP 305억위안)를 상회한다.

1) 모바일 게임 매출액은 348억위안 (+64% YoY)으로 추정치를 큰폭으로 상회했다. 코로나 19로 인해 중국 내 '왕자영요' '화평정영' 뿐만 아니라 해외 'PUBG 모바일', '브롤스타즈' 모두 호조였다. 2) 광고 매출액은 위챗 사용자 증가 (12.0억명, +38백만명 QoQ)와 위챗 모멘트 지면 확대 (2월 4개로)로 177억위안 (+32% YoY)로 추정치를 상회했다. 3) 핀테크&B2B 매출은 이동제한으로 인한 위챗페이 거래 부진에도 금융 서비스 확대로 265억위안 (+22% YoY)로 우려를 상회했다.

2Q20도 실적 호조 예상, 2H20은 성장 가속화 전망

코로나19 발생 상승 효과가 일부 약화될 전망이나 광고, 핀테크 사업이 상회하며 2Q20에도 실적 호조가 예상된다. 2Q20 텐센트 실적을 매출액 1,134억위안 (+28% YoY), OP 363억위안 (+42% YoY)로 예상하며 기존 대비 각각 3%, 11% 상향한다. 1) 모바일 게임 매출은 코로나19로 인한 고성장세가 소폭 완화될 전망이나 'TFT (3월)', '레전드오브룬테라 (5월) 출시를 통한 일부 상회될 전망이다. 2) 1Q20 코로나19로 인해 부진한 결제와 클라우드 사업이 정상 궤도로 진입 (4월 결제는 2019년말 수준 회복)할 전망이며 3) 광고 사업은 코로나19로 인한 위챗 사용자 확대 모멘트, 미니프로그램 기반의 호조가 지속될 전망이다.

1H20 게임에 이어 코로나19 이후 2H20 광고, 핀테크, 클라우드 사업의 고성장이 예상되며 실적 모멘텀이 지속될 전망이다. 2020년 텐센트 실적을 매출액 4,693억위안 (+24% YoY), OP 1,439억위안 (+33% YoY)으로 예상하며 기존 대비 각각 1%, 7% 상향한다. 1) 게임 사업은 PUBG 모바일, CoD 모바일, 슈퍼셀 게임의 글로벌 호조와 라이엇게임즈 신작 (TFT, 룬테라, 발로란트, 와일드리프트) 출시 효과가 반영될 전망이다. 2) 또한 광고 사업은 모멘트 지면 확대 효과와 미니프로그램 (DAU 4억명, +54% YoY)을 통한 이커머스 사업 확대로 인한 수혜가 예상된다. 3) 핀테크&B2B는 코로나19로 인한 텐센트 미팅, 위챗 워크 사용자 증가를 통한 클라우드 매출 증대와 미니프로그램을 통한 결제 매출 증가가 예상된다.

2H20 실적 모멘텀 통한 기대감 확대 전망

모바일 게임의 호조와 광고, 결제, 클라우드 등 모든 사업을 아우르는 실적 호조로 향후 실적 기대감이 주가에 반영될 전망이다. 당사 추정 목표 주가는 HKD540이며 기존 대비 25% 상향한다. 2020년 EPS를 6% 상향했으며 게임, 광고, 핀테크&B2B 사업의 성장성 부각으로 타겟 P/E를 2018년 33배에서 2013년 38배로 변경한다.

텐센트는 2020년 P/E 31배 (EPS +26% YoY)에서 거래 중이다. 이는 기대감 하락으로 주가 부진이 지속된 2018년 33배 (EPS +22% YoY)와 유사하다. 향후 사업부의 고른 실적 호조와 더불어 멀티플 확대가 지속될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억CNY)	237.8	312.7	377.3	469.3	533.8	601.2
영업이익 (십억CNY)	73.0	84.8	104.2	143.9	164.2	189.9
영업이익률 (%)	30.7	27.1	27.6	30.7	30.8	31.6
순이익 (십억CNY)	66.4	80.3	97.6	125.8	145.2	167.8
EPS (CNY)	6.83	8.10	9.86	12.63	14.56	16.80
ROE (%)	31.3	25.3	22.7	22.7	20.5	19.1
P/E (배)	50.7	32.7	33.6	30.6	26.5	23.0
P/B (배)	12.9	7.8	7.3	6.6	5.3	4.3

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

자료: 텐센트 Tencent, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 텐센트 1Q20 실적 리뷰 (백만CNY, CNY)

(Non-GAAP)	실제치	추정치	%	가이드스	%	컨센서스	%
매출액	108,065	104,758	3.2	-	-	101,071	6.9
OP	33,939	31,203	8.8	-	-	30,455	11.4
순이익	27,079	24,171	12.0	-	-	24,770	9.3
EPS	2.81	2.53	11.1	-	-	2.57	9.5

자료: 텐센트, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 텐센트 2Q20 실적 추정치 변경 (백만CNY, CNY)

(Non-GAAP)	신규 추정치	기존 추정치	%	가이드스	%	컨센서스	%
매출액	113,443	110,109	3.0	-	-	109,518	3.6
OP	36,266	32,816	10.5	-	-	31,576	14.9
순이익	32,859	30,146	9.0	-	-	26,137	25.7
EPS	3.41	3.15	8.2	-	-	2.69	26.9

자료: 텐센트, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 텐센트 2020 실적 추정치 변경 (백만CNY, CNY)

(Non-GAAP)	신규 추정치	기존 추정치	%	가이드스	%	컨센서스	%
매출액	469,304	462,785	1.4	-	-	464,824	1.0
OP	143,940	135,017	6.6	-	-	129,202	11.4
순이익	121,713	114,207	6.6	-	-	113,806	6.9
EPS	12.63	11.94	5.8	-	-	11.81	6.9

자료: 텐센트, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 텐센트 P/E 밸류에이션 (백만HKD)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
Non-GAAP EPS (CNY)	2.65	3.44	4.79	6.83	8.10	9.86	12.63	14.56	16.80	
Non-GAAP EPS (HKD)	3.34	4.24	5.59	7.89	9.60	11.18	14.06	16.21	18.71	
YoY (%)	33.6%	27.0%	31.9%	41.2%	21.6%	16.4%	25.9%	15.3%	15.4%	
P/E	33.6	35.7	33.9	51.4	32.7	33.6	30.5	26.5	23.0	
2020E EPS	14.06									
타겟 P/E	38.4	2013년 P/E: PC 게임 효조로 성장성 부각 구간								
목표주가 (HKD)	540.12									

자료: 미래에셋대우 리서치센터

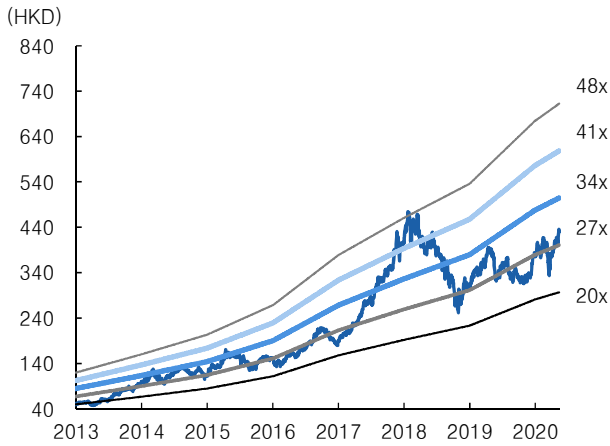
표 5. 텐센트 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	85,465	88,821	97,236	105,767	108,065	113,443	120,852	126,944	312,694	377,289	469,304	533,750
QoQ (%)	0.7	3.9	9.5	8.8	2.2	5.0	6.5	5.0				
YoY (%)	16.2	20.6	20.6	24.6	26.4	27.7	24.3	20.0	31.5	20.7	24.4	13.7
VAS	48,974	48,080	50,629	52,308	62,429	59,639	59,449	58,540	176,646	199,991	240,056	250,365
Game	28,513	27,307	28,604	30,286	37,298	34,468	33,462	31,774	103,992	114,710	137,002	137,888
SNS	20,461	20,773	22,025	22,022	25,131	25,171	25,987	26,765	72,654	85,281	103,054	112,477
광고	13,377	16,409	18,366	20,225	17,713	22,015	25,355	27,024	58,079	68,377	92,108	116,770
기타	23,114	24,332	28,241	33,234	27,923	31,789	36,047	41,380	77,969	108,921	137,140	166,616
영업비용	56,995	61,540	68,692	75,461	72,490	75,541	82,476	88,313	220,213	262,688	318,820	362,970
QoQ (%)	(8.8)	8.0	11.6	9.9	(3.9)	4.2	9.2	7.1				
YoY (%)	18.1	19.7	18.4	20.7	27.2	22.8	20.1	17.0	41.4	19.3	21.4	13.8
매출원가	45,645	49,695	54,757	59,659	55,271	59,045	64,188	68,384	170,574	209,756	246,887	284,796
S&M	4,244	4,718	5,722	6,712	7,049	5,912	6,991	7,929	24,233	21,396	27,881	31,190
G&A	11,331	12,577	13,536	16,002	14,158	15,226	16,264	17,243	41,522	53,446	62,891	68,409
(주식보상비)	(2,033)	(2,453)	(2,745)	(3,269)	(3,435)	(3,601)	(3,927)	(4,202)	(7,900)	(10,500)	(15,166)	(17,265)
(기타 이익)	(2,192)	(2,997)	(2,578)	(3,643)	(553)	(1,040)	(1,040)	(1,040)	(8,216)	(11,410)	(3,673)	(22,692)
발표 영업이익	28,470	27,281	28,544	30,306	35,575	37,902	38,376	38,631	92,481	114,601	150,484	170,780
QoQ (%)	27.2	(4.2)	4.6	6.2	17.4	6.5	1.3	0.7				
YoY (%)	12.7	22.6	26.5	35.4	25.0	38.9	34.4	27.5	12.8	23.9	31.3	13.5
OPM (%)	33.3	30.7	29.4	28.7	32.9	33.4	31.8	30.4	29.6	30.4	32.1	32.0
조정 영업이익	27,062	25,629	26,870	28,726	33,939	36,266	36,740	36,995	87,912	108,287	143,940	164,236
QoQ (%)	28.6	(5.3)	4.8	6.9	18.1	6.9	1.3	0.7				
YoY (%)	11.8	21.0	25.1	36.5	25.4	41.5	36.7	28.8	12.6	23.2	32.9	14.1
OPM (%)	31.7	28.9	27.6	27.2	31.4	32.0	30.4	29.1	28.1	28.7	30.7	30.8
세전이익	24,396	27,666	27,031	26,211	33,610	38,588	36,926	35,619	89,299	105,304	144,743	165,039
Tax	2,723	3,475	1,945	(428)	5,626	4,631	4,431	4,274	9,007	7,715	18,962	19,805
순이익	21,673	24,191	25,086	26,639	27,984	33,957	32,495	31,345	80,292	97,589	125,781	145,234
NPM (%)	25.4	27.2	25.8	25.2	25.9	29.9	26.9	24.7	25.7	25.9	26.8	27.2
지배주주	20,930	23,525	24,412	25,484	27,079	32,859	31,444	30,331	77,469	94,351	121,713	140,538

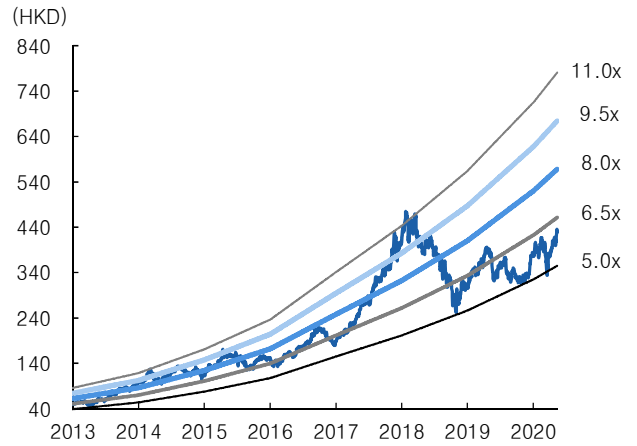
자료: 텐센트, 미래에셋대우 리서치센터 / 조정영업이익 = 발표영업이익 - (이자 수익 + 기타 이익)

그림 1. 텐센트 P/E 밴드



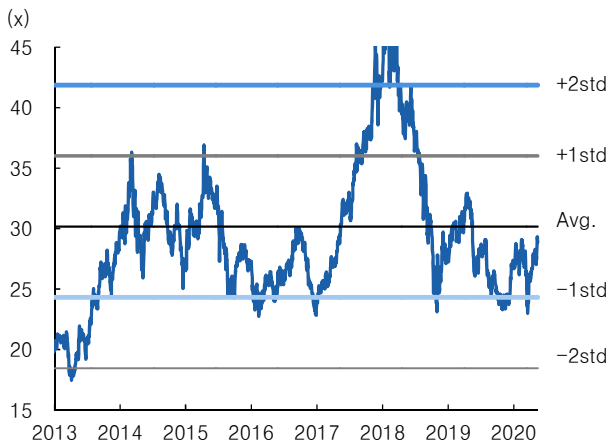
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 텐센트 P/B 밴드



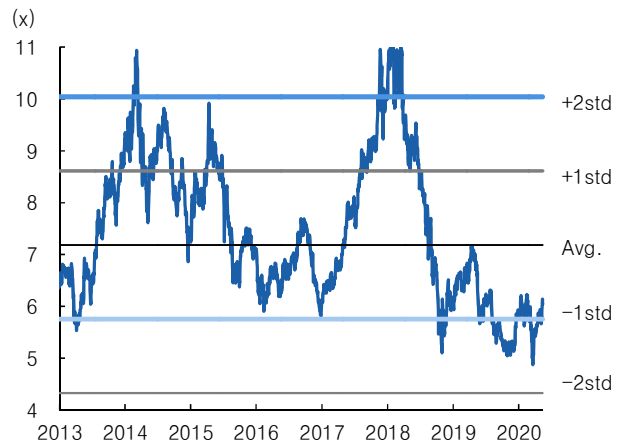
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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.