

2018. 3. 13

Tencent(700 HK Equity)

중국 인터넷 시장 성장의 중심

중국 온라인 광고 및 게임 시장의 고성장세 지속 예상

QQ 메신저와 WeChat을 기반으로 중국 온라인 광고 및 게임 시장 내 독보적인 위치를 확보한 텐센트에 우호적인 시장 환경이 형성될 것으로 예상된다. 2018년 중국 모바일 광고와 게임 시장 규모는 전년 대비 각각 30.7%, 17.8% 성장한 490억 달러와 172억 달러에 달할 전망이다. 특히 중국 모바일 광고 시장은 구글과 Facebook 등 글로벌 선두 기업들의 진출이 쉽지 않아 빠르게 증가 중인 온라인 광고에 대한 수요가 텐센트가 보유한 다양한 플랫폼에 집중될 것이다. 실제로 이를 반영하듯 텐센트의 2017년 3분기 광고 매출액은 전년 대비 33.3% 성장한 110.4억위안을 기록했다. 빠르게 상승 중인 동영상 광고 비중과 AI 투자를 통한 광고 효율 개선 또한 향후 성장을 이끌 요소이다.

PC 시장 및 모바일 게임 시장 내 입지 지속 강화

2018년에도 게임 사업은 텐센트의 기업가치 확대를 견인할 것이다. 텐센트는 2017년 MOBA 장르인 '왕자영요'와 레이싱 게임인 'QQ스피드' 흥행을 통해 중국 모바일 게임 시장 내 입지를 강화했다. 두 게임의 경우 라이프 사이클이 RPG 대비 월등히 길기 때문에 외형 성장은 물론 매출 안정성 강화에도 긍정적으로 작용할 것이다. 또한 최근 출시한 '배틀그라운드' IP 기반 모바일 게임 출시를 통해 보유 라인업의 장르 다변화 또한 순조롭게 진행 중이다. 한편 성장이 제한적이었던 PC 사업 부문 역시 '배틀그라운드' 퍼블리싱 계약 등을 통해 성장세가 회복될 것으로 예상된다.

높은 valuation 정당화를 위한 다양한 성장 동력 보유

Peer 대비 높은 valuation도 risk라고 판단한다. 2018년 순이익 기준 PER은 39.9배로 Facebook 등 동종업체 valuation을 상회한다. 하지만 고성장세를 유지 중인 중국 O2O 시장을 기반으로 한 수익화 및 자회사 IPO에 따른 기업 가치 상승 등 중장기적인 상승 여력은 충분하다. 또한 광고 사업과 클라우드 사업은 여전히 성장 잠재력이 남아있어 투자 사이클 종료 이후에는 수익성이 빠르게 개선됨에 따라 높은 valuation에 대한 우려가 해소될 전망이다.

	매출액 (십억위안)	영업이익 (십억위안)	순이익 (십억위안)	EPS (달러)	증감률 (%)	EBITDA (십억위안)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015.12	78.9	28.7	23.8	2.6	52.4	33.5	34.9	24.7	10.5	34.5	0.3
2016.12	102.9	38.0	28.8	3.1	20.1	44.7	41.2	26.5	10.0	28.8	0.3
2017.12	151.9	52.9	41.1	4.4	41.5	65.7	38.7	24.5	9.2	27.9	0.3
2018.12F	239.2	84.1	65.4	6.9	56.4	91.8	52.3	37.1	14.5	31.0	0.2
2019.12F	335.2	103.1	85.8	9.0	31.0	119.6	39.9	28.5	10.7	30.2	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Stock Data

HANG SENG INDEX(3/9)	30,996
주가(3/9)	447
시가총액(십억홍콩달러)	4,246.2
52주 최고/최저	477
일평균거래대금(6개월, 백만홍콩달러)	9,982
유동주식비율(%)	57.9
주요주주	NASPERS LTD 33.17
	HUATENG MA 8.63

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.1	34.2	110.5
HSI 대비(%p)	3.7	21.1	60.0

주가추이



자료: Bloomberg

블룸버그 투자의견 컨센서스

	매수	보유	매도
비중(%)	93.9	6.1	0.0

자료: Bloomberg

블룸버그 평균목표주가 (HKD)	490.0
-------------------	-------

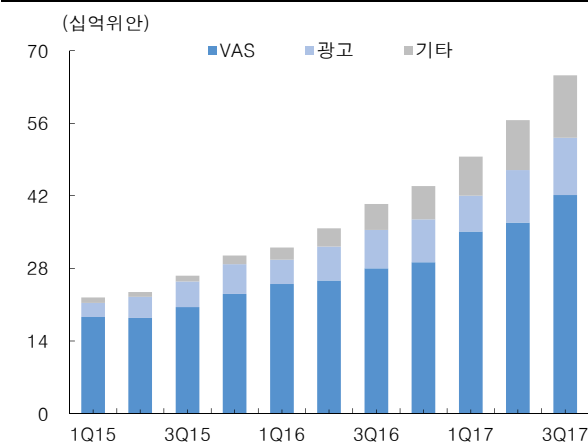
김성은

askim@truefriend.com

기업개요: 중국 최대 인터넷 기업

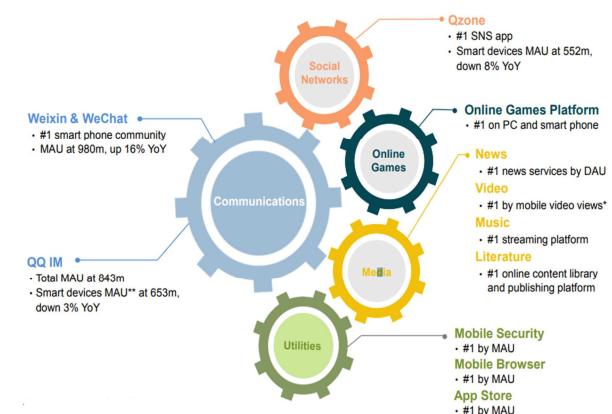
텐센트(Tencent)는 1998년 설립된 게임 및 인터넷 광고회사로 8.4억명의 월간 이용자를 보유 중인 QQ 메신저 플랫폼을 기반으로 성장했다. 2011년 출시된 모바일 메신저인 위챗(WeChat) 또한 중국 시장 내 지배적인 메신저로 자리잡았으며 텐페이와 디디콰이 등 연동 서비스 제공을 통해 중국 인터넷 시장 내 영향력이 지속적으로 확대되고 있다. QQ메신저 이용자 기반을 활용한 게임 사업의 고성장세도 계속되고 있다. 스마일게이트의 ‘크로스파이어’ 퍼블리싱을 시작으로 지속적인 인수 및 투자를 통해 PC 게임 시장 내 입지를 강화했고 2013년부터 모바일 게임 시장 진입을 본격화했다. ‘리그오브레전드’ 개발사인 Riot Games를 인수했으며 ‘Clash of Clans’로 잘 알려진 슈퍼셀 또한 소프트뱅크로부터 인수했다. 모든 사업 부문의 성장으로 2016년 매출액과 영업이익은 1,519억위안(+47.7% YoY), 561억위안(+38.1% YoY)에 달했다. 2017년 3분기까지의 매출액과 영업이익은 각각 1,714억위안과 646억원으로 폭발적인 성장세가 유지될 것이다. 2017년 3분기 기준 VAS(Value Add Service), 광고, 기타 부문의 매출 비중은 각각 64.6%, 16.9%, 18.5%이다.

[그림 1] 사업부문별 분기 매출액 추이



자료: Tencent, 한국투자증권

[그림 2] 주요 서비스 성과

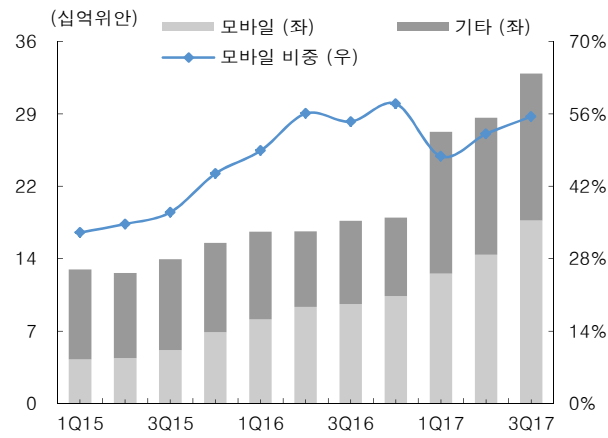


자료: Tencent, 한국투자증권

중국 모바일 게임 시장 내 입지 지속 강화될 전망

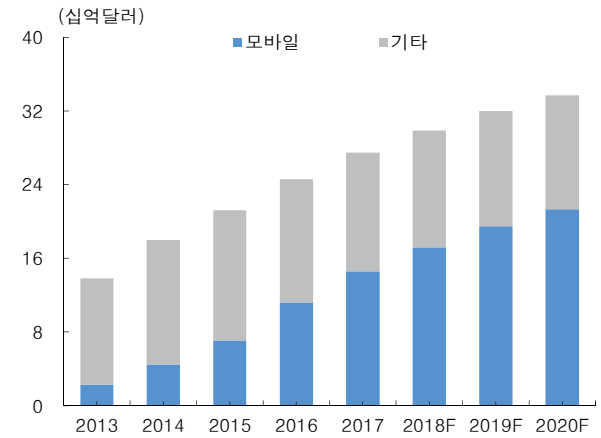
2017년 기준 19조원까지 성장한 중국 모바일 게임 시장 내 입지가 지속 강화될 전망이다. QQ메신저와 위챗을 통해 확보한 넓은 이용자층과 공격적인 인수 및 투자 결과로 텐센트의 모바일 게임 매출액은 가파른 성장세를 시현 중이다. 2억명 이상의 이용자들이 플레이 중인 ‘왕자영요’와 레이싱 게임인 ‘QQ 스피드’는 현재 중국 iOS 매출 1위와 2위를 장기간 유지 중이다. ‘왕자영요’의 경우 2017년 1분기에만 1조원의 매출을 기록한 것으로 파악된다. ‘배틀그라운드’ IP 기반 모바일 게임 등 다양한 장르의 게임들이 빠르게 출시되고 있으며 Supercell 등 인수 자회사들도 cash cow의 역할을 충실히 하고 있다는 점도 긍정적이다. 2017년 3분기 모바일 게임 매출액은 전년동기 대비 77.6% 성장한 182억위안을 기록했으며 ‘QQ스피드’ 매출 반영으로 4분기에도 고성장세가 이어질 것이다.

[그림 3] 텐센트 게임 매출액 및 모바일 비중 추이



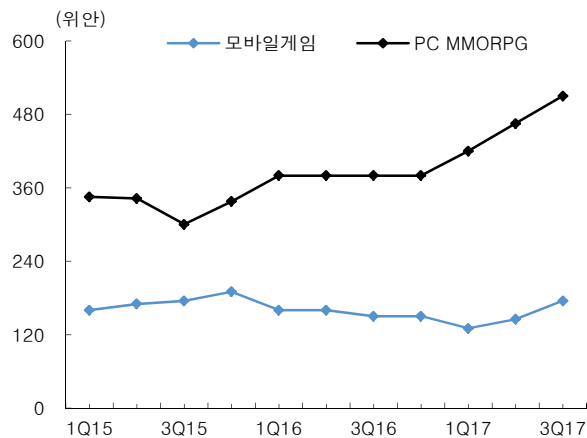
자료: Tencent, 한국투자증권

[그림 4] 중국 게임 시장 규모 추이 및 전망



자료: Newzoo, 한국투자증권

[그림 5] 텐센트 게임 플랫폼별 ARPU 추이



자료: Tencent, 한국투자증권

[그림 6] 중국 iOS 내 텐센트 게임들의 매출 및 인기 순위

#	Free	Grossing
1	绝地求生:刺激战场 Tencent	王者荣耀 Tencent
2	王者荣耀 Tencent	QQ飞车 Tencent
3	绝地求生 全军出击 Tencent	梦幻西游 NetEase
4	QQ飞车 Tencent	阴阳师·妖怪御魂 NetEase
5	欢乐斗地主·腾讯 Tencent	楚留香 NetEase

자료: Newzoo, 한국투자증권

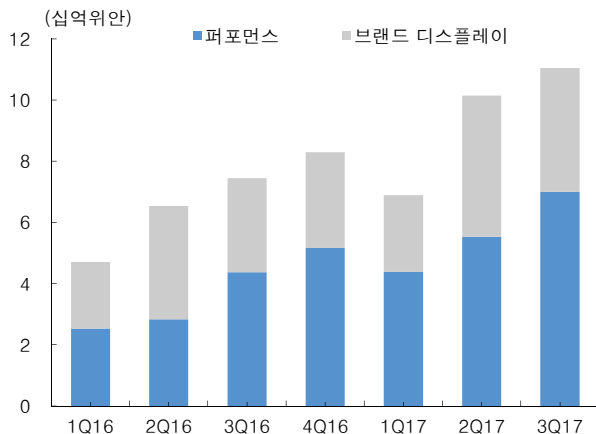
공격적인 투자를 통해 확보한 독보적인 퍼블리싱 역량

공격적인 투자를 통해 인수한 굴지의 개발사들을 통해 다수의 신작 출시가 가능할 전망이다. 막강한 자금력을 보유한 텐센트는 2011년에는 글로벌 흥행작인 ‘리그 오브 레전드’의 개발사인 Riot Games를 인수했으며 2016년에는 슈퍼셀을 10조원에 인수하며 PC와 모바일 부문의 매출 안정성을 강화했다. 또한 글로벌 유명 개발사들에 대한 공격적인 투자를 단행하며 강력한 신규 라인업을 갖췄다. 기존 cash cow인 ‘크로스파이어’와 ‘던전 앤 파이터’ 또한 안정적인 매출 수준을 유지 중이다. QQ메신저 및 위챗을 통해 확보한 잠재적 고객 또한 유명 개발사들의 흥행 게임들을 확보할 수 있는 원동력이다. 중국의 경우 현지 퍼블리셔 없이 독립적인 서비스 제공이 어려운 국가이기 때문에 개발사들은 마케팅 역량과 이용자 접점을 보유 중인 텐센트와의 협업을 선호한다.

보유 서비스를 통한 광고 매출의 증가 기대

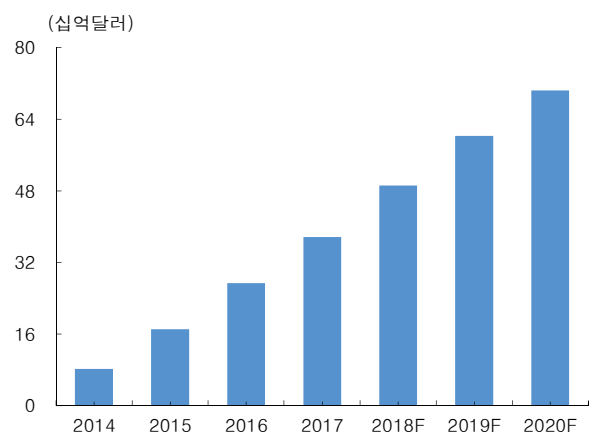
대부분의 메신저 플랫폼들이 수익화에 어려움을 겪고 있는 반면 텐센트는 압도적인 트래픽을 활용해 중국 온라인 광고 시장 내 영향력을 확대 중이다. 2016년 3분기 75억위안을 기록한 광고 매출액은 2017년 3분기 110.4억위안으로 늘었다. 공식계정과 배너 광고 등 기존 사업들의 매출액이 견고한 증가세를 유지 중이며 위챗 내 소셜 네트워크인 '모멘트' 광고 사업 호조로 퍼포먼스 광고 매출액이 빠르게 늘었다. 2017년 3분기 퍼포먼스 광고 매출액은 70억위안으로 전년 동기 대비 35.4% 증가했다. 우리는 이러한 고성장세가 유지될 것으로 예상한다. 모바일 디바이스 이용 증가로 온라인 광고에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있다. 중국은 Facebook과 구글 등 글로벌 광고 플랫폼들의 진입이 불가능해 상당 부분의 수요가 텐센트로 집중될 것으로 예상하기 때문이다. 동영상 광고의 가파른 성장도 향후 광고 매출을 견인할 요소이다.

[그림 7] 텐센트: 광고 형태별 매출 추이



자료: Tencent, 한국투자증권

[그림 8] 중국 모바일 광고 시장 규모 추이 및 전망

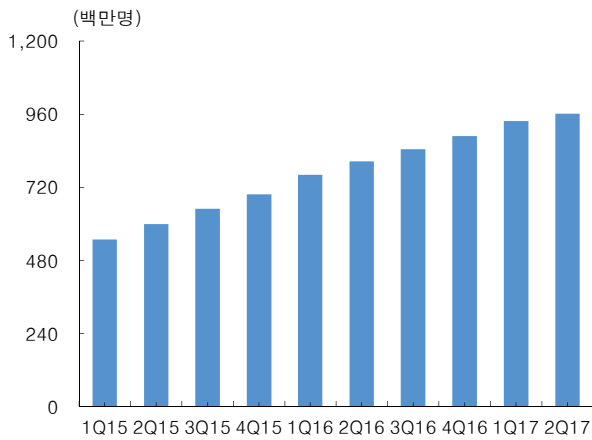


자료: eMarketer, 한국투자증권

금융 시장 진출 본격화

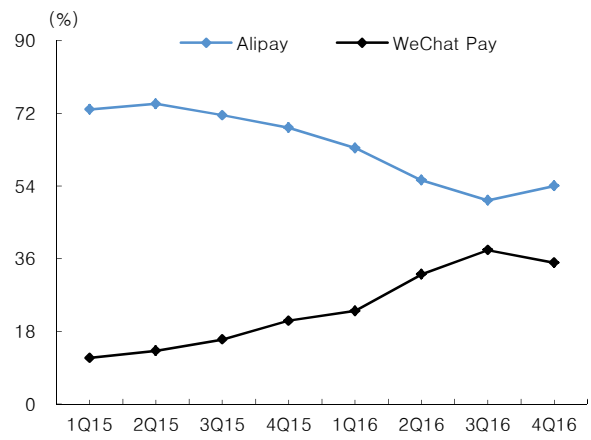
텐센트의 주력 메신저 플랫폼인 WeChat을 활용해 광고뿐만 아니라 핀테크로도 뻗어 나가고 있다. WeChat Pay는 2017년 3분기 기준 결제액은 전년 동기 대비 23% 증가했고 오프라인 결제도 연간 280% 증가했다. WeChat Pay는 1,000위안 이상의 결제들의 0.1%의 수수료를 받는 수익 구조이다. 단순 결제 외에도 텐센트는 MMF인 리차이퉁을 출시했으며 인터넷 뱅크인 WeBank를 설립해 텐페이를 기반으로 금융업에 뛰어들고 있다. 온라인 쇼핑몰로 시작한 Alibaba의 간편결제 시스템인 Alipay는 훨씬 앞선 2004년에 출시해 2014년에 세계에서 가장 큰 모바일 결제 플랫폼으로 자리잡았다. 2015년도부터 WeChat Pay가 거래 편의성을 기반으로 Alipay의 시장 점유율을 빠르게 잠식했지만 중국 최대의 온라인 쇼핑몰인 Alibaba의 Taobao에서 결제를 할 수 없다는 단점 때문에 점유율 상승이 제한적이다. 하지만 동남아 메신저 시장 내 압도적인 점유율을 바탕으로 해외 시장 진출을 본격화하고 있다.

[그림 9] WeChat 월간 이용자 수 증가 추이



자료: Tencent, 한국투자증권

[그림 10] WeChat Pay vs. Alipay 시장 점유율

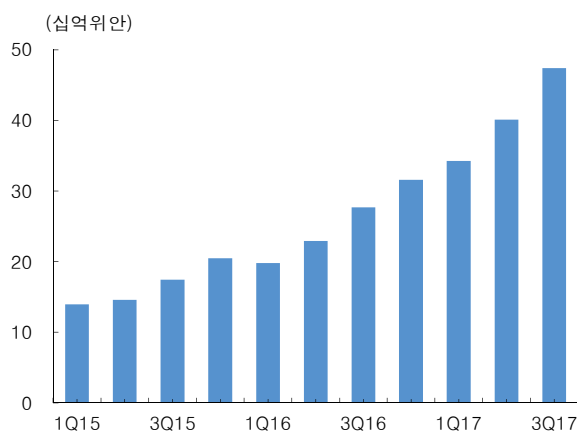


자료: Analysys, 한국투자증권

높은 valuation과 비용 증가는 risk

블룸버그 컨센서스에 따르면 텐센트의 FY18 예상 매출액과 영업이익은 각각 3,352억위안(+40.1% YoY)과 1,031억위안(+22.6% YoY)이다. 모바일 게임 부문과 광고 사업 호조로 매출은 가파른 성장세를 유지할 전망이다. 하지만 글로벌 인터넷 시장이 투자 사이클에 진입함에 따라 영업이익률은 2017년 35.2%에서 30.8%로 하락할 것으로 예상된다. 다만 광고 사업과 클라우드 사업은 여전히 성장 잠재력이 남아있어 투자 사이클 종료 이후에는 수익성이 빠르게 개선될 것이다. Peer 대비 높은 valuation도 risk라고 판단한다. 2018년 순이익 기준 PER은 39.9배로 Facebook 등 동종업체 valuation을 상회한다. 하지만 고성장세를 유지 중인 중국 O2O 시장을 기반으로 한 수익화 및 자회사 IPO에 따른 기업 가치 상승 등 중장기적인 상승 여력은 충분하다.

[그림 11] 텐센트 영업비용 증가 추이



자료: Tencent, 한국투자증권

[그림 12] 텐센트가 보유한 다양한 O2O 서비스



자료: Tencent, 한국투자증권

〈표 1〉 분기별 실적

(단위: 십억위안)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2014	2015	2016
매출액	32.0	35.7	40.4	43.9	49.6	56.6	65.2	142.2	254.9	357.6
VAS	25.0	25.7	28.0	29.2	35.1	36.8	42.1	63.3	80.7	107.8
온라인게임	17.1	17.1	18.2	18.5	27.0	28.4	32.8	44.8	56.6	70.8
모바일게임	8.4	9.6	9.9	10.7	12.9	14.8	18.2	0.0	21.3	38.6
기타게임	8.7	7.5	8.3	7.8	14.1	13.6	14.6	0.0	35.3	32.3
소셜네트워크	7.9	8.6	9.8	10.7	8.1	8.4	9.3	18.6	24.1	37.0
온라인 광고	4.7	6.5	7.4	8.3	6.9	10.1	11.0	8.3	17.5	27.0
퍼포먼스	2.5	2.8	4.4	5.2	4.4	5.5	7.0	0.0	7.4	14.9
브랜드	2.2	3.7	3.1	3.1	2.5	4.6	4.0	0.0	7.4	12.1
기타	2.3	3.5	5.0	6.4	7.6	9.7	12.0	2.6	4.7	17.2
영업비용(GAAP)	19.8	22.9	27.7	31.6	34.3	40.1	47.4	52.8	66.4	102.0
매출원가	13.4	15.2	18.6	20.2	24.1	28.3	33.5	30.9	41.6	67.4
마케팅비	2.0	2.4	3.3	4.5	3.2	3.7	4.8	7.8	8.0	12.1
인건비	4.4	5.3	5.9	6.9	7.0	8.2	9.1	14.2	16.8	22.5
기타수입	1.2	1.5	1.8	1.7	4.0	6.1	4.9	4.4	4.2	6.2
영업이익	13.4	14.3	14.5	13.9	19.3	22.6	22.7	30.5	40.6	56.1
영업이익률	41.9%	40.1%	35.8%	31.8%	38.9%	39.9%	34.9%	21.5%	15.9%	15.7%

자료: Tencent, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 및 주요 지표

(단위: 십억위안, %, x)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	43.9	60.4	78.9	102.9	151.9	239.2	335.2
영업이익	14.2	17.4	28.7	38.0	52.9	84.1	103.1
영업이익률	32.4	28.7	36.4	37.0	34.8	35.2	30.8
세전이익	15.1	19.3	29.0	36.2	51.6	83.8	103.6
순이익	12.7	15.5	23.8	28.8	41.1	65.4	85.8
순이익률	29.0	25.6	30.2	28.0	27.0	27.4	25.6
EBITDA	16.9	21.0	33.5	44.7	65.7	91.8	119.6
EBITDA margin	38.4	34.7	42.5	43.5	43.2	38.4	35.7
EPS	1.4	1.7	2.6	3.1	4.4	6.9	9.0
EPS 증가율	24.2	21.5	52.4	20.1	41.5	56.4	31.0
BPS	4.5	6.2	8.5	12.8	18.4	24.7	33.4
DPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0
ROA	19.3	17.0	17.1	12.1	11.7	14.4	14.9
ROE	36.5	31.2	34.5	28.8	27.9	31.0	30.2
배당수익률	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
배당성향	11.5	11.6	11.3	12.9	12.4	12.4	12.4
순차입금	(16.5)	(24.8)	(17.4)	(16.6)	(14.4)	(63.6)	(134.9)
PER	28.8	45.6	34.9	41.2	38.7	52.3	39.9
PBR	9.0	12.4	10.5	10.0	9.2	14.5	10.7
EV/EBITDA	21.1	33.1	24.7	26.5	24.5	37.1	28.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Appendix. 글로벌 기업 커버리지 현황

한투증권 리서치 글로벌 기업 커버리지 및 발간 일정

(단위: 십억달러)

순번	일정	업종	국가	기업명	티커	시가총액
1	2월 19일	정보기술	미국	ALPHABET	GOOGL US Equity	784.0
2	2월 20일	정보기술	미국	FACEBOOK	FB US Equity	534.2
3	2월 21일	정보기술	미국	MICROSOFT	MSFT US Equity	727.1
4	2월 22일	건강관리	미국	UNITEDHEALTH GROUP	UNH US Equity	217.5
5	2월 23일	산업재	미국	3M	MMM US Equity	140.7
6	2월 26일	산업재	미국	LOCKHEED MARTIN	LMT US Equity	97.6
7	2월 27일	금융	미국	JPMORGAN CHASE	JPM US Equity	393.8
8	2월 28일	자유소비재	미국	HOME DEPOT	HD US Equity	207.8
9	3월 02일	통신서비스	미국	AT&T	T US Equity	227.9
10	3월 05일	통신서비스	일본	SOFTBANK GROUP	9984 JP Equity	89.1
11	3월 06일	필수소비재	미국	WALMART	WMT US Equity	260.5
12	3월 07일	정보기술	미국	APPLE	AAPL US Equity	897.8
13	3월 08일	정보기술	미국	VISA	V US Equity	251.8
14	3월 09일	정보기술	미국	ALIBABA GROUP	BABA US Equity	479.4
15	3월 12일	자유소비재	미국	MCDONALD'S	MCD US Equity	122.7
16	3월 13일	정보기술	중화권	TENCENT HOLDINGS	700 HK EQUITY	540.6
17	3월 14일	자유소비재	미국	TESLA	TSLA US Equity	55.6
18	3월 15일	산업재	미국	UNION PACIFIC	UNP US Equity	103.1
19	3월 16일	금융	미국	CITIGROUP	C US Equity	190.5
20	3월 19일	산업재	미국	BOEING	BA US Equity	205.2
21	3월 20일	자유소비재	유럽	ADIDAS	ADS GR Equity	45.1
22	3월 21일	정보기술	미국	NVIDIA CORP	NVDA US Equity	145.9
23	3월 22일	필수소비재	미국	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	PM US Equity	169.3
24	3월 23일	정보기술	중화권	BOE TECHNOLOGY GROUP	000725 CH EQUITY	32.1
25	3월 26일	산업재	미국	GENERAL ELECTRIC	GE US Equity	126.1
26	3월 27일	자유소비재	미국	NETFLIX	NFLX US Equity	137.6
27	3월 28일	자유소비재	미국	AMAZON.COM	AMZN US Equity	751.3
28	3월 29일	에너지	미국	EXXON MOBIL	XOM US Equity	314.1
29	3월 30일	산업재	미국	UNITED TECHNOLOGIES	UTX US Equity	105.0
30	3월 30일	자유소비재	미국	BOOKING HOLDINGS	BKNG US Equity	103.8

주: 2월 14일 종가 기준

자료: 블룸버그, 한국투자증권

글로벌 기업 분석 보고서 발간 현황

발간일	제목	분석 기업
2017.1.6	2017 일본 추천종목 12선	소프트뱅크, 일본전산, 히타치 등 12종목
2017.2.16	미국 대표종목 10선(IT)	애플, 알파벳, 마이크로소프트 등 10종목
2017.3.29	미국 대표종목 8선(산업재)	GE, 유니언퍼시픽, 3M 등 8종목
2017.5.18	미국 대표종목 6선(금융)	JP 모건,뱅크오브아메리카 등 6종목
2017.6.9	스마트팩토리, 4차 산업혁명의 생생한 현장	지멘스, 미츠비시전기, 화낙 등 6종목
2017.6.27	다시 주목 받고 있는 3D 프린팅 산업	3D Systems, Stratasys 등 3종목
2017.8.10	미국 대표종목 7선(제약/바이오)	유나이티드헬스그룹, J&J 등 7종목
2017.9.14	미국 유망 중소형주 투자 아이디어 - 독특한, 독보적 사업 모델 기업 찾기(1)	Idexx Laboratories, Intuitive Surgical 등 8종목
2017.9.25	글로벌 대표기업 40선 #1	애플, 알파벳, 엔비디아 등 24종목
2017.9.25	글로벌 대표기업 40선 #2	아마존, 넷플릭스, 아디다스 등 16종목
2018.1.9	글로벌 보일러/온수기 산업 - 중국 시장 성장, 에너지 고효율 제품 증가	AO Smith, 린나이, 미우라공업 등 6종목
2018.1.23	미국 유망 중소형주 투자 아이디어 - 독특한, 독보적 사업 모델 기업 찾기(2)	Oshkosh, Mercado Liber 등 8종목

자료: 한국투자증권