



텐센트 (0700.HK)

극복 가능한 세제 리스크

- 중국 플랫폼에 대한 세율 인상 가능성이 제기되며 투자심리 악화
- 다만 VAT 대폭 인상과 세제 혜택 취소 가능성은 단기적으로 제한적일 것
- 정책 정상화 이후 형성된 밸류에이션 감안 시 추가 조정은 매수 기회로 활용할 필요

중국 플랫폼에 대한 세율 인상 가능성 제기되며 투자심리 악화

최근 중국 플랫폼에 대한 세율 인상 가능성이 제기되면서 투자심리가 악화됐다. 금주(2/2~5) 항셱테크 지수는 5.5% 조정 받으며, 상해종합/홍콩항셱(-1.0%/-1.8%)을 모두 하회했다. 시장에서는 1)인터넷 서비스 관련 부가가치세(VAT) 인상, 그중 게임 산업 세율이 6%에서 32%까지 인상될 수 있다는 우려와 2)일부 플랫폼 기업에 적용되던 혁신기업 세제 혜택의 취소 가능성이 부각됐다. 특히 지난 2/1 모바일 데이터, 문자 등 통신 서비스가 '부가가치 통신 서비스'에서 '기본 통신 서비스'로 재분류되며 세율이 6%에서 9%로 상향된 점이 관련 우려를 자극했다.

부동산 시장 부진 등으로 정부의 세수 확보 여건이 악화된 상황에서 향후 세율 인상 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다. 다만 게임 등 플랫폼 서비스 전반에 대한 VAT 의 큰 폭 인상과 혁신기업 세제 혜택의 취소 가능성은 단기적으로 제한적일 전망이다. 현행 법체계상 중국의 VAT 세율 구간은 6%, 9%, 13%로 한정되어 있다. 일부 업종의 재분류에 따라서 세율이 상향될 가능성은 존재하나, 30% 수준의 대폭 인상 가능성은 낮다는 판단이다. 또한 혁신기업 세제 혜택도 R&D 등 명확한 요건 충족을 전제로 한 제도로 행정적으로 임의 취소가 어렵고, 관련 법령 개정도 정부의 기업 혁신 장려 기조에 부합하지 않다는 판단이다. 중국 관영매체인 신화사도 관계자 인터뷰를 통해 게임 등 산업에 대한 대폭적인 세율 인상 가능성을 일축한 상황이다.

정책 정상화 이후 밸류에이션 감안 시 추가 조정은 매수 기회

금주(2/2~5) 텐센트 주가는 10% 하락하며 항셱테크 대비 부진했다. 현재 주가는 12M FWD PER 15 배에서 거래 중이다. 과거 국가 봉쇄 및 게임 규제(이후 철회) 국면에서 12 배 수준까지 하락한 바 있으나, 이는 정책 불확실성이 극대화된 상황이다. 과거와 같은 플랫폼 전반에 대한 규제 가능성은 낮고, 향후 세율이 일부 상향되더라도 점진적으로 진행될 것으로 판단한다. 정책 정상화 이후 형성된 밸류에이션 하단(13.6~14 배) 감안하면 추가 조정 폭은 10% 초반 수준에 그칠 것으로 예상된다. 단기적으로 즉각적인 투자심리 회복은 제한적일 수 있으나, 추가 하락 여력은 크지 않으며, 견조한 펀더멘털을 감안하면 현 수준에서 추가 조정은 매수 기회로 활용할 필요가 있다는 판단이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.2.5): HKD 558.50

목표주가 컨센서스: HKD 739.33

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
95%	4%

Stock Data

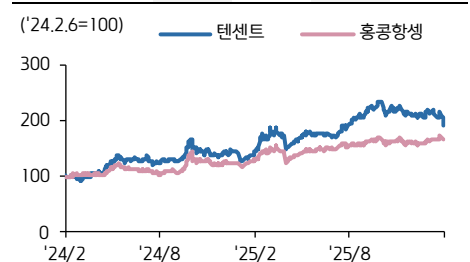
산업분류	인터넷 미디어 & 서비스
홍콩항셱 (2/5)	26,885.24
현재주가/목표주가	558.5 / 739.33
52주 최고/최저 (HKD)	683 / 413.4
시가총액 (백만 HKD)	5,095,130
유통주식 수 (백만)	6,212
일평균거래량 (3M)	19,797,278

Earnings & Valuation

(백만 CNY)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	609,015	660,257	750,964	825,908
영업이익	191,886	237,811	265,424	299,576
OPM(%)	31.5	36.0	35.3	36.3
순이익	157,688	222,703	256,534	288,204
EPS	16.3	23.5	28.0	31.6
증가율(%)	37.9	44.0	19.3	12.9
PER(배)	21.5	19.6	19.9	17.6
PBR(배)	3.1	3.7	4.4	3.7
ROE(%)	20.6	25.0	21.2	20.5
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.9	0.9

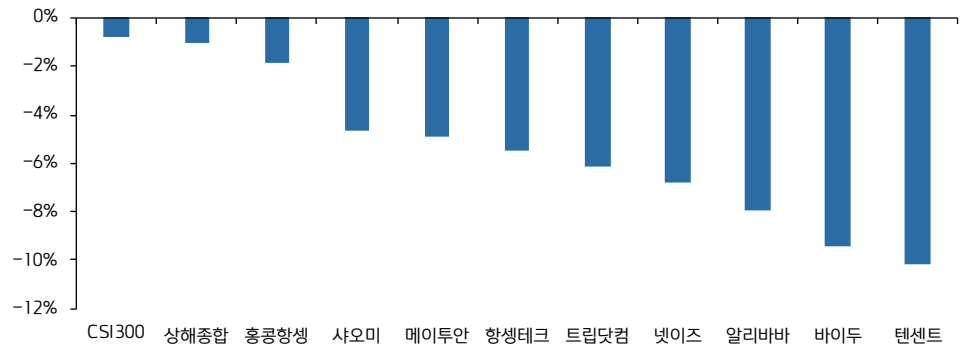
Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-6.8	-10.6	-0.1	33.7
홍콩항셱	4.9	2.0	8.0	30.5



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

금주(2/2~5) 중국 주요 플랫폼 기업 주가 수익률 비교



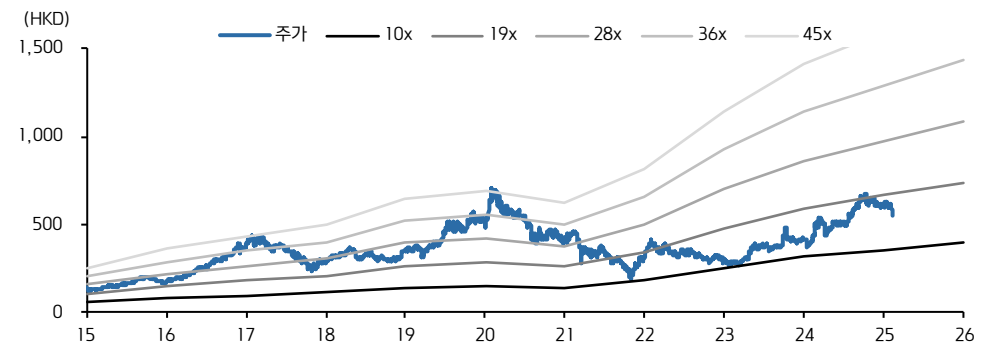
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

텐센트 사업부문별 실적

(단위: 백만CNY)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	24
매출	167,193	172,446	180,022	184,504	192,869	660,257
YoY	8%	11%	13%	15%	15%	8%
매출원가	78,365	81,793	79,529	79,491	84,071	311,011
YoY	0%	5%	5%	6%	7%	-2%
% of sales	47%	47%	44%	43%	44%	47%
매출총이익	88,828	90,653	100,493	105,013	108,798	349,246
YoY	16%	17%	20%	22%	22%	19%
GPM	53%	53%	56%	57%	56%	53%
판매 및 마케팅 비용	9,411	10,285	7,866	9,410	11,468	36,388
YoY	19%	-6%	4%	3%	22%	6%
% of sales	6%	6%	4%	5%	6%	6%
일반관리비	29,058	31,403	33,664	31,921	34,259	112,761
YoY	11%	16%	36%	16%	18%	9%
% of sales	17%	18%	19%	17%	18%	17%
Non-IFRS 영업이익	61,274	59,475	69,320	69,248	72,570	237,811
YoY	19%	21%	18%	18%	18%	27%
OPM	37%	34%	39%	38%	38%	36%
Non-IFRS 순이익	59,813	55,312	61,329	63,052	70,551	222,703
YoY	33%	30%	22%	10%	18%	52%
NPM	36%	32%	34%	34%	37%	34%

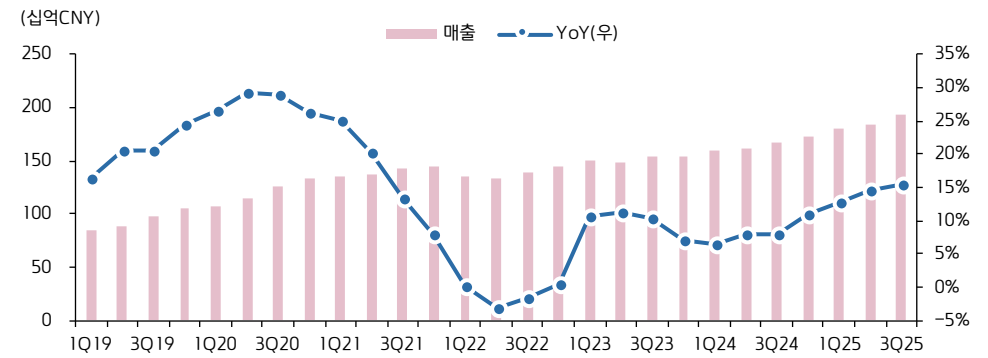
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 사업부문별 실적

(단위: 백만CNY)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출	161,117	167,193	172,446	180,022	184,504	192,869
VAS	78,822	82,695	79,022	92,133	91,368	95,860
Games	48,500	51,800	49,200	59,500	59,200	63,600
Domestic Games	34,600	37,300	33,200	42,900	40,400	42,800
International Games	13,900	14,500	16,000	16,600	18,800	20,800
Social Networks	30,300	30,900	29,800	32,600	32,200	32,300
FinTech & Business Services	50,440	53,089	56,125	54,907	55,536	58,174
Online Advertising	29,871	29,993	35,004	31,853	35,762	36,242
Others	1,984	1,416	2,295	1,129	1,838	2,593
YoY						
매출	8%	8%	11%	13%	15%	15%
VAS	6%	9%	14%	17%	16%	16%
Games	9%	13%	20%	24%	22%	23%
Domestic Games	9%	14%	23%	24%	17%	15%
International Games	9%	9%	15%	23%	23%	23%
Social Networks	2%	4%	6%	7%	6%	5%
FinTech & Business Services	4%	2%	3%	5%	10%	10%
Online Advertising	19%	17%	17%	20%	20%	21%
Others	46%	28%	18%	-45%	-7%	83%
수익성						
GPM	53%	53%	53%	56%	57%	56%
VAS	57%	57%	56%	60%	60%	61%
FinTech & Business Services	48%	48%	47%	50%	52%	50%
Online Advertising	56%	53%	58%	56%	58%	57%
Others	15%	3%	-7%	26%	14%	16%

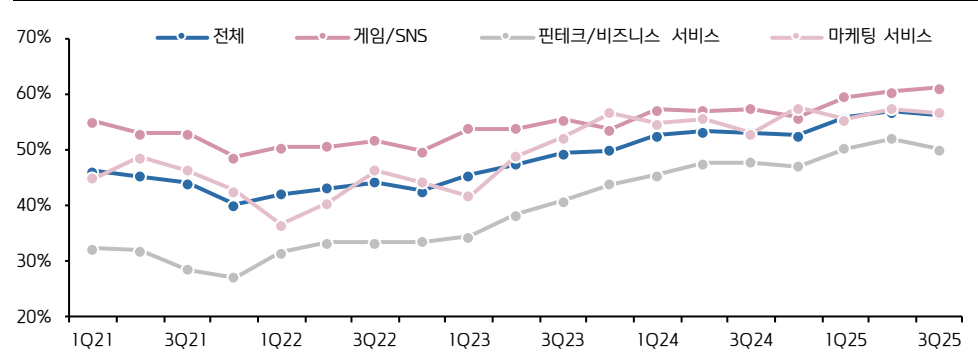
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 분기별 매출 및 증가율



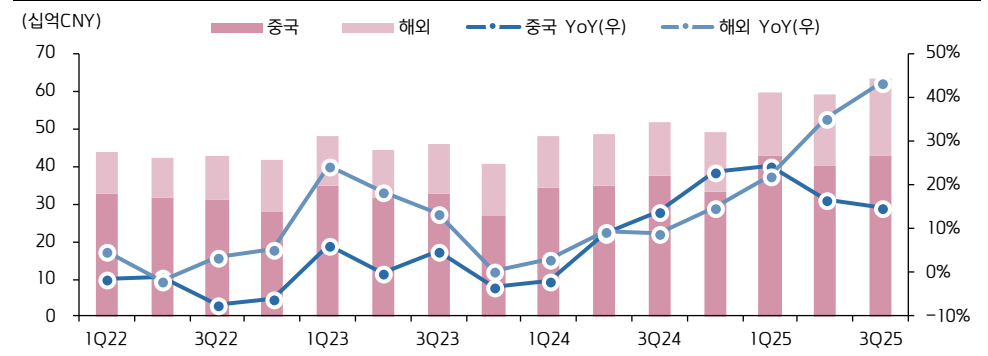
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 전체 및 사업부문별 GPM



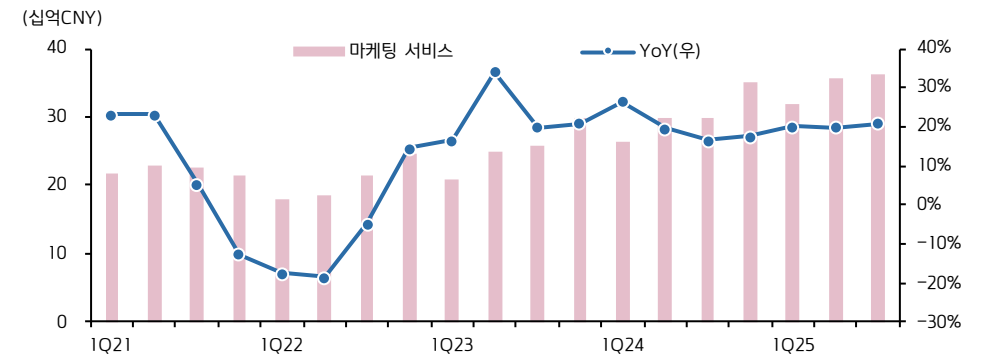
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 게임 매출



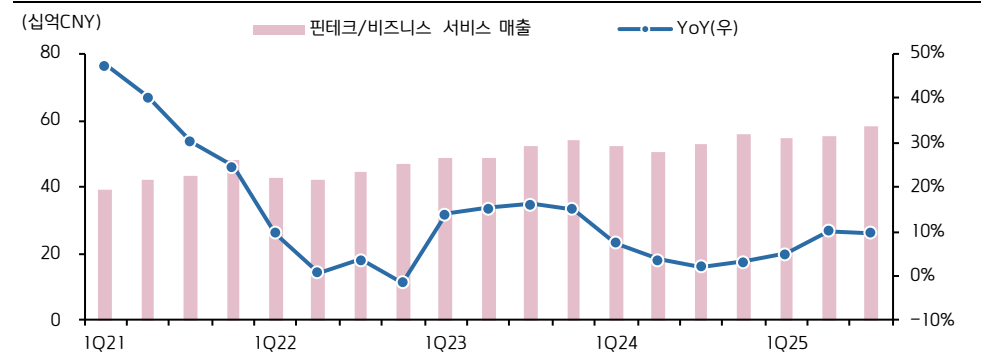
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 마케팅 서비스 매출



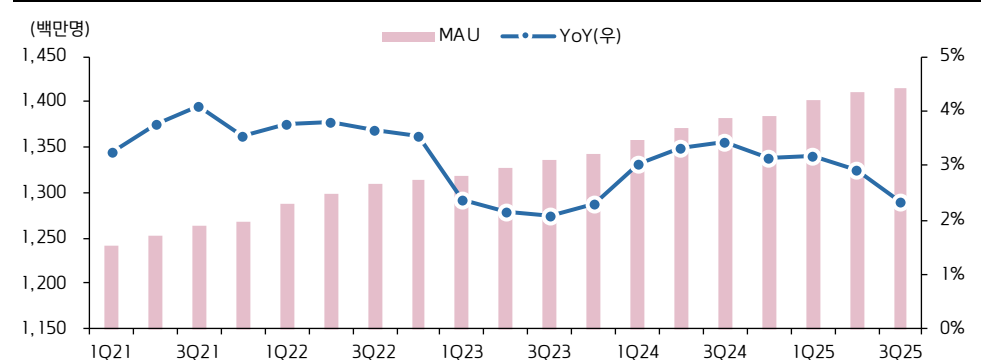
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 핀테크/비즈니스 서비스 매출



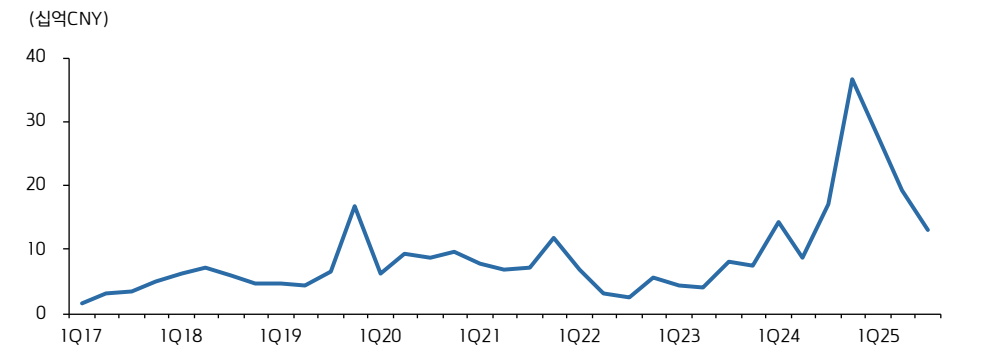
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 위챗 월간활성이용자수



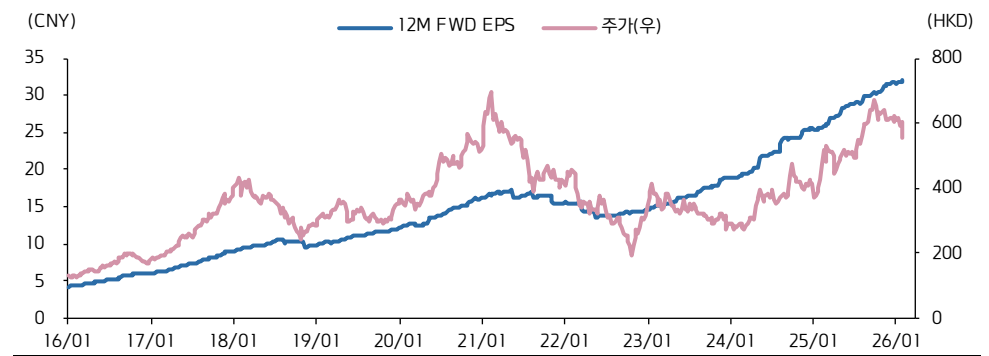
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 분기 CAPEX



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.