



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Tencent Music Entertainment Group (NYSE: TME / SEHK: 1698): Недооцененный игрок Китая



**TENCENT MUSIC
ENTERTAINMENT**



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Tencent Music Entertainment Group (NYSE: TME / SEHK: 1698): Недооцененный игрок Китая

Тикер	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал роста	Риск	Горизонт
TME	\$8,39	\$15,38	~83%	Высокий	3-5 лет

Кратко

Tencent Music Entertainment Group (TME) является дочерней компанией китайского технологического конгломерата Tencent Holdings (мажоритарный акционер) в сфере аудио развлечений в Китае, торгуется с довольно низким мультипликатором. В 2025 году выручка TME выросла до 32,9 млрд юаней (+15,8% г/г) при валовой рентабельности 44,2%. При цене АДР в 8,39 доллара США рыночная стоимость компании составляет всего около 13,06 млрд долларов США - это прогнозный коэффициент P/E около 9,7х. Однако главный нюанс заключается не в том, работает ли музыкальный бизнес компании, а в том, сможет ли Tencent эффективно сосуществовать с Soda Music от ByteDance.

О компании

Несмотря на происхождение, TME не следует рассматривать просто как версию «китайского Spotify». На самом деле компания управляет вертикально интегрированной экосистемой музыкально-развлекательных услуг, в основе которой находятся стриминговые платформы QQ Music, Kugou и Kuwo Music, а также онлайн-платформа для караоке WeSing. В рамках «двойной стратегии - контент и платформа», TME монетизирует пользователей через различные точки взаимодействия, включая потоковую передачу музыки, продвижение артистов, живые концерты, продажу сувенирной продукции, билетов и цифровых коллекционных предметов.



Приложения, которыми владеет Tencent Music Entertainment Group

С финансовой точки зрения компания отчитывается по двум сегментам: услуги, связанные с музыкой, и традиционный бизнес в сфере социальных развлечений.



Проблемы, менявшие ход развития

Прежняя бизнес-модель за историю существования TME оказывалась под давлением двух факторов.

Во-первых, в 2018 стремительный рост популярности платформ с короткими видеороликами, в частности "Douyin", отвлек внимание пользователей от интерактивных аудиоформатов. Вместо того чтобы искать полные версии песен в традиционных стриминговых приложениях, пользователи слушали короткие фрагменты, прикрепленные к вирусным видео. Однако прямая борьба за долю рынка развернулась только после запуска компанией ByteDance сервиса Soda Music в 2022 году, который мы обсудим далее.

Во-вторых, в 2022 году ужесточение регулирования в сфере виртуальных пожертвований во время прямых трансляций и денежных переводов с высокой степенью геймификации существенно ослабило прежний источник прибыли компании в сегменте социальных развлечений.

Почему бизнес выглядит недооцененным

Качество выручки растет даже на фоне снижения основных показателей. Общее количество активных пользователей в месяц (MAU) сократилось примерно на 5% из-за перехода пользователей на Soda Music, однако число платных подписчиков выросло на 5,3% до 127,4 млн, а средний доход на одного пользователя (ARPPU) в сравнении с прошлым годом - на 7,2%. Примечательно, что Tencent Music Entertainment несколько месяцев назад официально заявила о том, что прекратит публиковать квартальные данные по MAU онлайн-музыкальных сервисов, количеству платных пользователей и показателю ARPPU. По мнению J.P. Morgan, этот шаг снижает прозрачность ключевых показателей эффективности (KPI), на которые инвесторы традиционно опирались при оценке перспектив подписочного бизнеса.

Число пользователей уровня «Super VIP» - стоимость подписки на который почти в 5 раз превышает стандартную - к концу 2025 года превысило 20 млн, что вдвое больше в сравнении с третьим кварталом 2024. В первом квартале 2026 года выручка от музыкальных услуг выросла на 12,2% в годовом исчислении - до 6,51 млрд юаней, что составило 82,4% от общей выручки, в то время как выручка от социальных развлечений сократилась еще на 11% - до 1,38 млрд юаней.

Рынок также фактически игнорирует процесс распределения капитала. С момента IPO в 2018 году она ежегодно генерирует положительный свободный денежный поток, требует минимальных капитальных затрат и имеет чистую денежную позицию в размере примерно \$5,9 млрд с учетом денежных средств, краткосрочных инвестиций и долгосрочных депозитов.

Маржа безопасности становится более очевидной после учета стратегических долей участия TME. Компания владеет ценными пакетами акций Spotify и Universal Music Group (UMG), совокупная стоимость которых составляет примерно \$2,7 млрд долларов. Вместе с чистыми денежными средствами они создают значительную базу неоперационных активов. Если исходить из рыночной капитализации около \$13,06 млрд и вычесть из нее 5,94 млрд долларов чистых денежных средств и 2,7 млрд долларов стоимости акций Spotify и UMG, получается, что рынок оценивает основной операционный бизнес TME всего лишь в \$4,42 млрд.

Данная предполагаемая стоимость выглядит очень низкой по сравнению с объемом генерируемой компанией наличности. Это означает, что операционный бизнес стоит 3 годовых свободных денежных потоков, если из рыночной капитализации вычесть денежные средства и ликвидные акции.

Исторически компания использовала свои денежные средства для приобретения контента, финансирования R&D, поглощений (таких как Lazy Audio в 2021 и японского онлайн-караоке в 2022) и расширения деятельности в сфере полноформатного аудио (подкасты и аудиокниги).



Конкуренция с Soda Music и роль AI

Soda Music - главный риск для TME. Выручка ByteDance (компания, владеющая Soda Music) в 2025 году достигла примерно 186 млрд долларов США, увеличившись примерно на 20% по сравнению с предыдущим годом, в то время как чистая прибыль упала более чем на 70% за год, поскольку компания вкладывала ресурсы в инфраструктуру искусственного интеллекта во второй половине года.

Первый серьезный продукт ByteDance, Toutiao (2012), добился успеха, внедрив алгоритм машинного обучения который анализировал поведение пользователей и подбирал персонализированные рекомендации. Далее компания создала специализированную лабораторию ИИ в марте 2016, а Douyin (2016) имплементировал тот же алгоритм рекомендаций для коротких видео. Именно данный алгоритм и персонализация являются самой часто упоминаемой причиной роста Soda Music. Те же принципы заложены в основе Doubao - лидирующего в Китае потребительского ИИ-приложения от ByteDance по количеству ежемесячных активных пользователей, опережающего DeepSeek и Yuanbao от Tencent.

Запущенная в июне 2022 года как дополнение к Douyin, Soda Music предоставляет управляемый алгоритмом feed в стиле TikTok с решающим преимуществом: переход в одно касание от трека, услышанного в видео Douyin, к полной версии песни в Soda, что позволяет превратить крупнейшую аудиторию коротких видео в Китае в слушателей музыки практически без затрат на привлечение пользователей.

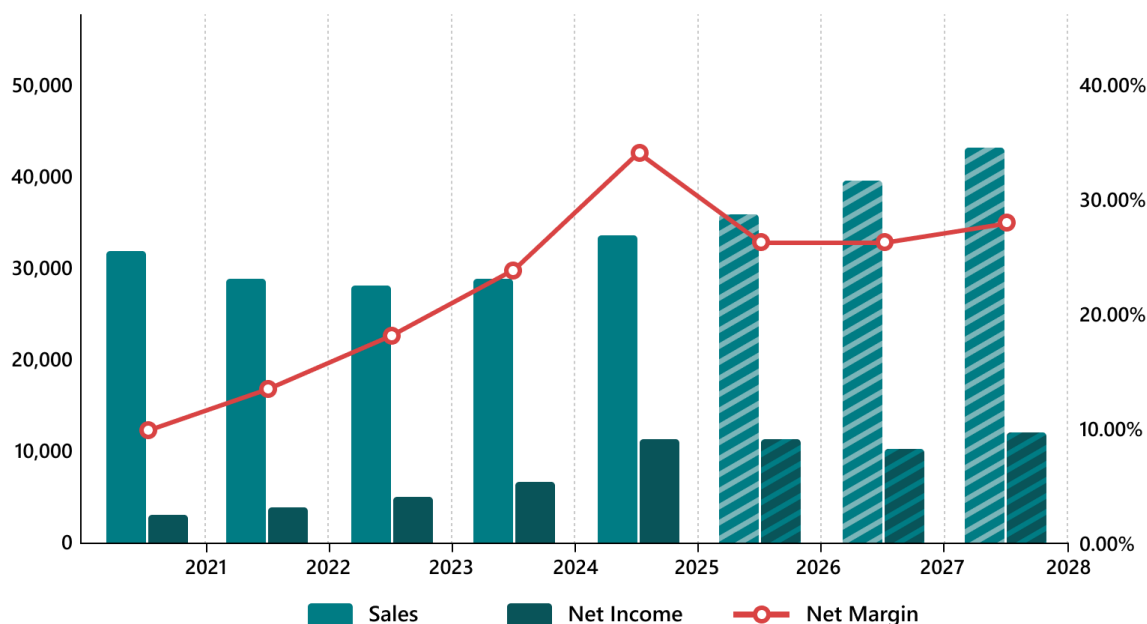
Платформа ByteDance, владеющая Soda Music, достигла 156 млн активных пользователей в месяц (MAU) в конце апреля и обогнала NetEase Cloud Music (147 млн), став вторым игроком на китайском рынке онлайн-музыки после TME (Kugou Music и QQ Music) благодаря сочетанию алгоритмов с масштабами распространения и возможностями перекрестных продаж Douyin. Бесплатный поиск музыки на основе алгоритмов может ослабить воронку привлечения пользователей TME, оказать давление на расходы на маркетинг и контент, а также ограничить будущую ценовую политику компании. Эти опасения привели к резкой корректировке цены акций: с начала года они подешевели примерно на 54,3% и торгуются вблизи 52-недельных минимумов. Soda Music является бесплатным приложением с рекламой; ByteDance неоднократно заявляла, что монетизация не является приоритетом, и предоставляет премиум-функции бесплатно. По сути, Soda угрожает бесплатной верхней части воронки конверсии и общему числу пользователей TME.

Однако суперприложение имеется у обеих сторон - TME тоже располагает возможностями, поскольку WeChat, принадлежащий Tencent, функционирует как полноценная цифровая экосистема, объединяющая коммуникации, торговлю, финансы, здравоохранение и развлечения, и имеет 1,4 млрд MAU. Это «суперприложение» полностью охватывает повседневную жизнь в Китае, предлагая услуги - от разделения счетов с друзьями до управления рабочими процессами на предприятиях. На звонке по итогам первого квартала 2026 года менеджмент прямо указывал на углубление интеграции с WeChat Channels — пользователь, услышавший трек в коротком видео, теперь в одно касание попадает в QQ Music, то есть TME выстраивает ровно тот же бесшовный путь, которым Soda угрожает через Douyin. ИИ для Tencent Music одновременно является инструментом повышения эффективности и источником риска. ИИ-система помогает снижать затраты на производство контента и оживлять старые каталоги, однако развитие «song-washing» - создание AI-треков, похожих на популярные песни или стиль известных артистов - остается отраслевым риском.

Покупка Ximalaya

TME также усилили стратегию расширения экосистемы за счет завершеного в мае 2026 года приобретения Ximalaya примерно за \$2,4 млрд. Сделка расширяет присутствие TME в long-form audio (подкастах и аудиокнигах). При этом приобретение добавляет риски интеграции, размывания доли акционеров и потенциального давления на маржинальность, которые рынок, по-видимому, пока оценивает не полностью.

Отчет о Прибылях и Убытках и прогнозы



Резюме

Tencent Music демонстрирует финансовую устойчивость и, по всей видимости, недооценена: двузначный рост, валовая рентабельность около 44%, рост числа платных пользователей и показателя ARPPU, баланс с чистыми денежными средствами на фоне оптимистичного консенсуса.

Главный вопрос - не в том, работает ли бизнес TME сегодня, а в том, перейдёт ли ByteDance к агрессивной монетизации Soda Music и насколько успешно сама TME реализует связку «ИИ плюс экосистема». В этом свете тезис Шуню Яо (бывший исследователь OpenAI, ныне руководящий разработкой модели Hunyuan в Tencent Holdings) о том, что во «второй половине» развития ИИ ограничивающим фактором становятся уже не методология, а контекст и собственные данные, работает в обе стороны: проприетарные данные и каналы дистрибуции WeChat - один из крупнейших подобных активов в мире. Поэтому исход противостояния далеко не предрешен в пользу конкурента - у TME есть собственный структурный рычаг, и рынок, похоже, его недооценивает.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz