

2017/10/20

KT&G(033780)

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

퀄런형 전자담배의 습격, 예상대비 빠른 확장속도

Buy (Maintain)

■ PM 3Q17 영업실적 발표, 한국시장 내 '히츠' M/S 약 2.4%

19일 발표된 필립모리스 (PM) 영업실적 내 한국시장 자료에 따르면 3Q17 히츠의 시장점유율은 2.5%를 시현했다. PM이 계산하는 담배총수요와 시장에서 소통되는 총수요 간 모수의 차이가 존재함을 감안할 때 히츠의 점유율은 2.4%로 추산된다. IQOS의 한국 출시 후 확대속도는 시장개척이 동시에 요구되었던 일본대비 빠르다. 최근 IQOS가 전국 확대를 지속하는 상황 등은 당분간 점유율 상승 흐름이 유지될 가능성으로 이어진다.

퀄런형 전자담배가 일반담배대비 3배 수준의 ASP임에도 불구하고, 고원가구조 및 시장확대 비용에 따라 물량이 규모의경제 수준에 도달하기 전까지는 전사 영업이익 규모 및 이익률에 (-) 영향을 미친다. 그러나, 피할 수 없는 상황임에는 이견이 없다. KT&G의 퀄런형 전자담배 출시가 내달로 예상되나, 최근 경쟁사의 시장선점 속도를 고려시 신제품 출시 이후 흐름은 당분간 시장의 선점보다 대응이라는 다소 보수적인 관점으로 지켜볼 필요가 있다. 단 가격, 캡슐 등 KT&G의 강점이 부각된 제품이 출시될 경우 예상 대비 가파른 성장속도를 이끌어 낼 가능성은 열어둘 필요가 있다.

■ 불투명한 상황이 단기적으로 주가에 반영될 가능성

퀄런형 전자담배의 개별소비세 인상안의 단기 내 처리가 예상되는 상황으로, 히츠/네오스틱의 한 갑당 소비자가격은 최대 1,300원까지 추가 인상이 가능하다. 전세계적으로 담배시장 내 유일한 성장부문을 고려한다면 세금인상에도, 3개 사 퀄런형 전자담배의 한국시장 내 저변확대 노력은 당분간 높은 강도로 유지될 전망이다.

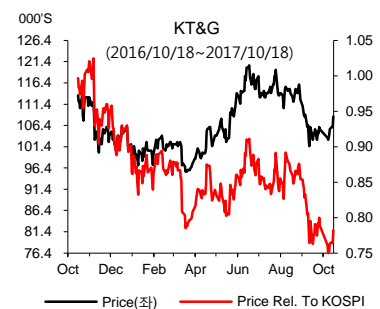
여기에 미국 FDA의 위험저감담배제품 (MRTP) 승인, 여타 진입국가대비 높은 세금구조에 대한 재고려 가능성 등 추가적으로 불투명한 상황이 지속될 가능성까지 고려한다면 단기적으로 KT&G 주가에 영향을 미칠 가능성이 높다. 결과적으로 KT&G의 기존사업에 대한 기초체력과 현금창출력을 기반으로한 주가 중장기 방향은 우상향이 예상되나, 배당수익률 5% 수준의 범위 내 단기 불확실성을 고려할 필요가 있다는 판단이다.

| | |
|----------------|----------|
| 목표주가(12M) | 130,000원 |
| 종가(2017/10/19) | 108,500원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|-----------------|
| 자본금 | 955십억원 |
| 발행주식수 | 13,729만주 |
| 시가총액 | 14,896십억원 |
| 외국인지분율 | 53.1% |
| 배당금(2016) | 3,600원 |
| EPS(2017E) | 8,187원 |
| BPS(2017E) | 56,206원 |
| ROE(2017E) | 15.2% |
| 52주 주가 | 95,500~120,500원 |
| 60일평균거래량 | 314,106주 |
| 60일평균거래대금 | 34.4십억원 |

Price Trend



<그림1> Philip Morris 3Q17 영업실적 발표 내 한국시장 발췌내용 1

| Korea Key Market Data | Third-Quarter | | | Nine Months Year-to-Date | | |
|-------------------------------|---------------|-------|-------------------|--------------------------|--------|-------------------|
| | 2017 | 2016 | Change %/ p.p. | 2017 | 2016 | Change %/ p.p. |
| Total Market (billion units) | 19.9 | 19.8 | 0.1% | 54.2 | 55.6 | (2.5)% |
| PMI Shipments (million units) | 4,214 | 4,109 | 2.6% | 10,959 | 11,553 | (5.1)% |
| PMI Market Share | | | | | | |
| Marlboro | 8.5% | 9.7% | (1.2) | 8.8% | 9.5% | (0.7) |
| Parliament | 7.8% | 7.5% | 0.3 | 8.0% | 7.6% | 0.4 |
| HEETS | 2.5% | —% | 2.5 | 1.0% | —% | 1.0 |
| Virginia S. | 2.0% | 3.1% | (1.1) | 2.0% | 3.2% | (1.2) |
| Others | 0.3% | 0.5% | (0.2) | 0.4% | 0.5% | (0.1) |
| Total | 21.1% | 20.8% | 0.3 | 20.2% | 20.8% | (0.6) |

자료: Philip Morris

주: Total Market은 일반담배 내수물량과 HEETS가 합산된 총수요 규모를 의미함

PM의 담배총수요와 일반적으로 시장에서 소통되는 총수요 간 모수차이 존재, HEETS 제외 내수+면세물량기준 총수요는 2% 하락 추정

<그림2> Philip Morris 3Q17 영업실적 발표 내 한국시장 발췌내용 2



자료: Philip Morris

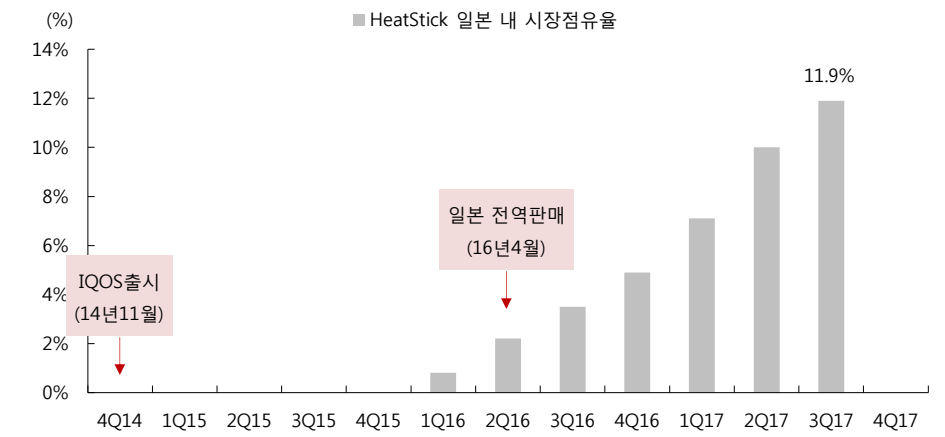
PM 컨퍼런스 내용 중 한국 IQOS 관련부문 요약

– 한국은 아이코스가 예외적으로 빠르게 확산된 지역 중 하나임. 공급이슈로 서울을 비롯한 소수 대도시에만 유통을 집중했음에도 불구하고 3Q17 히츠의 시장점유율은 2.5%에 달했음

– 아이코스가 한국에 출시되기 전부터 성인 흡연인구의 20%가 아이코스에 대해 인지하고 있었으며, 출시 이후 4개월만에 50% 이상이 아이코스에 대해 알게 됨

– 한국시장 내 아이코스가 빠르게 성공을 거뒀다는 또 다른 증거는 일반담배에서 아이코스로 완전히 넘어가거나 주력으로 이용하는 비중이 9월 기준 83%에 달한다는 점. 이는 아이코스가 출시 된지 일정기간 경과한 시장에서의 전환율인 70-80% 수준을 이미 넘어선 것을 의미

<그림3> 일본시장 내 HeatStick 시장점유율 추이



자료: Philip Morris

<표1> 결련형 전자담배 세금인상 시나리오 (가정)

(단위: 원)

| | | 현재 | | 예상 | | | | | |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 기존담배* | HEETS | 1. 개소세 인상 | | 2. 개소세+추가인상*** | | 3. 일반담배대비 인상 | |
| | | | | 80% | 90% | 80% | 90% | 80% | 90% |
| 담배소매가격** | | 4,500 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 |
| 담배세 | 담배소비세 | 1,007 | 528 | 528 | 528 | 806 | 907 | | |
| | 지방교육세 | 443 | 232 | 232 | 232 | 355 | 399 | | |
| | 개별소비세 | 594 | 126 | 475 | 535 | 475 | 535 | | |
| 준조세 (부담금) | 국민건강증진기금 | 841 | 438 | 438 | 438 | 673 | 757 | | |
| | 국민환경기금보조금 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | | |
| | 연초안정화기금 | 5 | | | | | | | |
| 세금합계 (제조업체 세금 및 부담금) | | 2,915 | 1,349 | 1,698 | 1,757 | 2,333 | 2,621 | 2,268 | 2,600 |
| VAT | 제조업+소매인 VAT | 409 | 391 | 391 | 391 | 391 | 391 | 391 | 391 |
| | 제조업체부가가치세 | 366 | 358 | 358 | 358 | 358 | 358 | 358 | 358 |
| | 소매인부가가치세 | 43 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 세금+VAT | | 3,324 | 1,740 | 2,089 | 2,148 | 2,724 | 3,012 | 2,659 | 2,991 |
| 출고가 및 유통마진 | | 1,176 | 2,560 | 2,211 | 2,152 | 1,576 | 1,288 | 1,641 | 1,309 |
| 제조업체 순매출가 (ASP) | | 788 | 2,262 | 1,913 | 1,854 | 1,278 | 990 | 1,343 | 1,011 |
| 소매점 판매마진**** | | 389 | 298 | 298 | 298 | 298 | 298 | 298 | 298 |

자료: KT&G, 언론내용, 하이투자증권 추정

주: * 기존담배는 4,500원 기준으로 계산함

** 시나리오는 편의에 따라 1-3으로 나눔. 제조업체 순매출가 하락시 소매가격이 조정되나, 비교를 위해 HEETS의 현재가격 (4,300원)으로 고정함

*** 개소세+추가인상은 8/22 발의안이 통과된 담배소비세:개별소비세:국민건강증진기금에 대한 일반담배의 비율 (100:24:83)을 적용

**** 소매이익률은 담배소매가격이 4,500원의 경우 9.6%, 4,300원의 경우 7.7%를 적용함

***** 담배소매가격 변동시 VAT가 변동됨에 따라 시나리오에 대한 가정부분은 회색처리함

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (단위:십억원) | | | |
|------------|----------|--------|--------|--------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | 6,621 | 7,240 | 7,982 | 8,808 |
| 현금 및 현금성자산 | 851 | 867 | 826 | 813 |
| 단기금융자산 | 1,676 | 2,179 | 2,833 | 3,541 |
| 매출채권 | 1,266 | 1,274 | 1,298 | 1,335 |
| 재고자산 | 2,265 | 2,347 | 2,439 | 2,522 |
| 비유동자산 | 3,192 | 3,331 | 3,372 | 3,444 |
| 유형자산 | 1,602 | 1,695 | 1,685 | 1,702 |
| 무형자산 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 자산총계 | 9,813 | 10,571 | 11,353 | 12,252 |
| 유동부채 | 2,153 | 2,195 | 2,189 | 2,252 |
| 매입채무 | 104 | -414 | -1,116 | -1,968 |
| 단기차입금 | 137 | 150 | 150 | 150 |
| 유동성장기부채 | 10 | 25 | 25 | 25 |
| 비유동부채 | 541 | 587 | 587 | 587 |
| 사채 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 장기차입금 | 54 | 100 | 100 | 100 |
| 부채총계 | 2,694 | 2,781 | 2,775 | 2,839 |
| 지배주주지분 | 7,046 | 7,717 | 8,504 | 9,339 |
| 자본금 | 955 | 955 | 955 | 955 |
| 자본잉여금 | 510 | 510 | 510 | 510 |
| 이익잉여금 | 6,009 | 6,679 | 7,465 | 8,299 |
| 기타자본항목 | -328 | -328 | -328 | -328 |
| 비지배주주지분 | 73 | 74 | 74 | 74 |
| 자본총계 | 7,118 | 7,790 | 8,578 | 9,413 |

| 포괄손익계산서 | (단위:십억원%) | | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 4,503 | 4,693 | 4,783 | 4,945 |
| 증가율(%) | 8.0 | 4.2 | 1.9 | 3.4 |
| 매출원가 | 1,797 | 1,831 | 1,825 | 1,889 |
| 매출총이익 | 2,707 | 2,862 | 2,958 | 3,055 |
| 판매비와관리비 | 1,236 | 1,311 | 1,369 | 1,405 |
| 연구개발비 | 37 | 39 | 40 | 41 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 1,470 | 1,551 | 1,588 | 1,650 |
| 증가율(%) | 7.6 | 5.5 | 2.4 | 3.9 |
| 영업이익률(%) | 32.6 | 33.0 | 33.2 | 33.4 |
| 이자수익 | - | - | - | - |
| 이자비용 | - | - | - | - |
| 지분법이익(손실) | 2 | 8 | 10 | 10 |
| 기타영업외손익 | 63 | -74 | 12 | 12 |
| 세전계속사업이익 | 1,588 | 1,528 | 1,655 | 1,717 |
| 법인세비용 | 362 | 403 | 414 | 429 |
| 세전계속이익률(%) | 35.3 | 32.6 | 34.6 | 34.7 |
| 당기순이익 | 1,226 | 1,125 | 1,241 | 1,288 |
| 순이익률(%) | 27.2 | 24.0 | 25.9 | 26.1 |
| 지배주주귀속 순이익 | 1,231 | 1,124 | 1,241 | 1,288 |
| 기타포괄이익 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 총포괄이익 | 1,227 | 1,127 | 1,242 | 1,290 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 1,227 | 1,127 | 1,242 | 1,290 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | 1,498 | 1,132 | 1,210 | 1,342 |
| 당기순이익 | 1,226 | 1,125 | 1,241 | 1,288 |
| 유형자산감가상각비 | - | 153 | 153 | 153 |
| 무형자산상각비 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 지분법관련손실(이익) | 2 | 8 | 10 | 10 |
| 투자활동 현금흐름 | -703 | -632 | -786 | -845 |
| 유형자산의 처분(취득) | -162 | -170 | -170 | -170 |
| 무형자산의 처분(취득) | -9 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -521 | -503 | -654 | -708 |
| 재무활동 현금흐름 | -488 | -385 | -460 | -460 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | - | 0 | - | - |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -428 | -455 | -455 | -455 |
| 현금및현금성자산의증감 | 305 | 16 | -41 | -13 |
| 기초현금및현금성자산 | 546 | 851 | 867 | 826 |
| 기말현금및현금성자산 | 851 | 867 | 826 | 813 |

| 주요투자지표 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 8,968 | 8,187 | 9,038 | 9,382 |
| BPS | 51,319 | 56,206 | 61,944 | 68,026 |
| CFPS | 9,011 | 9,345 | 10,196 | 10,539 |
| DPS | 3,600 | 3,600 | 3,600 | 3,600 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 11.3 | 13.3 | 12.0 | 11.6 |
| PBR | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| PCR | 11.2 | 11.6 | 10.6 | 10.3 |
| EV/EBITDA | 7.8 | 7.1 | 6.6 | 6.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 18.6 | 15.2 | 15.3 | 14.4 |
| EBITDA 이익률 | 32.8 | 36.4 | 36.5 | 36.6 |
| 부채비율 | 37.9 | 35.7 | 32.4 | 30.2 |
| 순부채비율 | -32.6 | -35.5 | -39.3 | -43.2 |
| 매출채권회전율(x) | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.8 |
| 재고자산회전율(x) | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |

자료 : KT&G, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(KT&G)



| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가 대상시점 | 괴리율 | |
|------------|------|---------|--------------|--------|------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2016-02-22 | Buy | 135,000 | 6개월 | -18.8% | -11.9% |
| 2016-04-22 | Buy | 145,000 | 6개월 | -15.1% | -5.5% |
| 2017-04-28 | Buy | 130,000 | 6개월 | -14.3% | -7.3% |
| 2017-07-03 | Buy | 140,000 | 1년 | -20.0% | -14.6% |
| 2017-09-27 | Buy | 130,000 | 1년 | | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:이경신\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 88.3 % | 11.7 % | - |