



2017/10/20

# KT&G(033780)

## 궐련형 전자담배의 습격, 예상대비 빠른 확장속도

### ■ 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.

궐련형 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 궐련형 전자담배 출시가 내달로 예상되나, 최근 경쟁사의 시장선점 속도를 고려해 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

궐련형 전자담배의 개별소비세 인상안의 단기 내 처리가 예상되는 상황으로, 히츠/네오스틱의 한 갑당 소비자가격은 최대 1,300원까지 추가 인상이 가능하다. 전세계적으로 담배시장 내 유일한 성장부문임을 고려한다면 세금인상에도, 3개 사 궐련형 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.

음식료 이경신

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

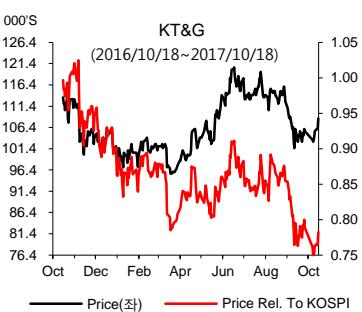
**Buy** (Maintain)

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



&lt;그림1&gt; 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.		
<b>Total Market (billion units)</b>	19.9	19.8	0.1%	54.2	55.6	(2.5)%		
<b>PMI Shipments (million units)</b>	4,214	4,109	2.6%	10,959	11,553	(5.1)%		
<b>PMI Market Share</b>								
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)		
<b>Total</b>	<b>21.1%</b>	<b>20.8%</b>	<b>0.3</b>	<b>20.2%</b>	<b>20.8%</b>	<b>(0.6)</b>		

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

&lt;그림2&gt; Philip Morris 3Q17 영업실적 발표 내 한국시장 발췌내용 2

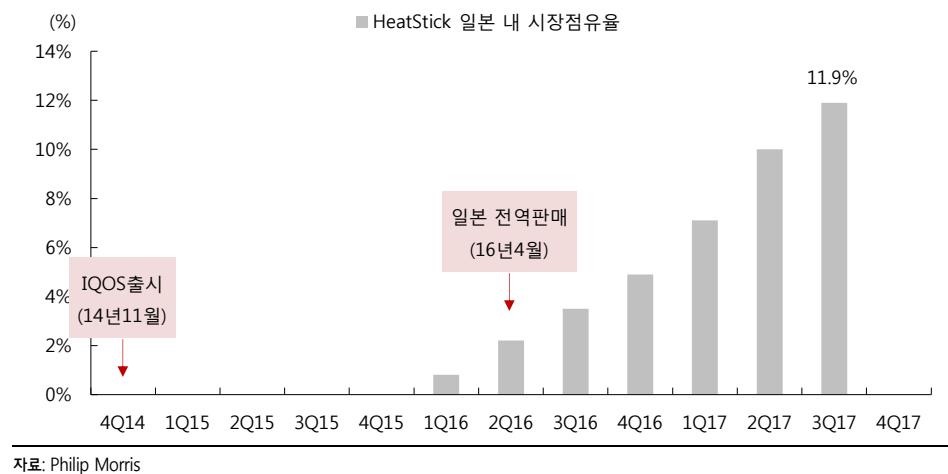


자료: Philip Morris

### 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

&lt;그림3&gt; 일본시장 내 HeatStick 시장점유율 추이



&lt;표1&gt; 궤련형 전자담배 세금인상 시나리오 (가정)

		현재		예상				(단위: 원)	
		기존담배*	HEETS	1. 개소세 인상		2. 개소세+추가인상***		3. 일반담배대비 인상	
<b>담배소매가격**</b>		<b>4,500</b>	<b>4,300</b>	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							
<b>세금합계 (제조업체 세금 및 부담금)</b>		<b>2,915</b>	<b>1,349</b>	<b>1,698</b>	<b>1,757</b>	<b>2,333</b>	<b>2,621</b>	<b>2,268</b>	<b>2,600</b>
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
<b>세금+VAT</b>		<b>3,324</b>	<b>1,740</b>	<b>2,089</b>	<b>2,148</b>	<b>2,724</b>	<b>3,012</b>	<b>2,659</b>	<b>2,991</b>
출고가 및 유통마진		1,176	2,560	2,211	2,152	1,576	1,288	1,641	1,309
<b>제조업체 순매출가 (ASP)</b>		<b>788</b>	<b>2,262</b>	<b>1,913</b>	<b>1,854</b>	<b>1,278</b>	<b>990</b>	<b>1,343</b>	<b>1,011</b>
<b>소매점 판매마진****</b>		<b>389</b>	<b>298</b>	<b>298</b>	<b>298</b>	<b>298</b>	<b>298</b>	<b>298</b>	<b>298</b>

자료: KT&amp;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 변동됨에 따라 시나리오에 대한 가정부문은 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
지분법관련순실(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
현금및현금성자산의증 감	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&amp;G, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(KT&amp;G)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				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 기관투자가 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 돋기 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 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

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