



## ▲ 음식료

Analyst 김정우  
02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr  
  
RA 이호석  
02. 6098-6657  
hoseok.lee@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>140,000 원</b>
<b>현재주가 (2.1)</b>	<b>107,500 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>30.2%</b>
KOSPI	2,568.54pt
시가총액	147,589억원
발행주식수	13,729만주
유동주식비율	73.89%
외국인비중	53.33%
52주 최고/최저가	125,000원/95,500원
평균거래대금	375.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
국민연금	9.09
중소기업은행	6.93
First Eagle Investment Management,	5.04
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	-6.9 -5.3 7.9
상대주가	-10.6 -10.7 -12.6

**주가그래프****KT&G 033780****4Q17 Review: 지나간 일반담배의 부진, 다가올 전자담배 성장**

- ✓ 일반담배 부진이 두드러진 반면 전자담배의 기대감은 확대
- ✓ 흥삼은 비용 인식에 따른 부진. 17년 DPS 4,000원 결정 불확실성 해소
- ✓ 전자담배 성장, 지속적인 배당확대 가능성이 주가 상승 동력
- ✓ 투자의견 Buy 를 유지, 적정주가는 실적추정 변경을 반영 140,000 원으로 소폭 하향

**일반담배 부진이 두드러진 반면 전자담배의 기대감은 확대**

2Q17 실적(연결기준)은 매출액 10,479 억원(-5.1% YoY), 영업이익 2,225 억원(-27.0% YoY)을 기록했다. 국내담배 수량감소와 국내홍삼의 추석 프로모션 비용이 4 분기에 반영되며 부진한 실적을 기록했다. 국내담배는 판매량이 15 억본(추석 기간차이 영향 9 억본), 전자담배 영향 4 억본, 경고그림 도입 영향 2 억본) -12.8% yoy 감소하며 ASP 상승에도 불구하고 영업이익 부진의 주 요인으로 작용했다. 일반 담배 부진은 아쉽지만 전자담배(iii, Fiit)의 수익성 개선시점이 기준 예상 대비 빨라진 점은 긍정적이다. Fiit 의 BEP 도달 시점은 18 년 상반기로 예상되며 18 년 하반기까지는 동사 담배매출의 3~5% 비중까지 올라오면서 일반담배 수준의 OPM 달성이 예상된다.

**흥삼은 비용 인식에 따른 부진. 17년 DPS 4,000 원 결정 불확실성 해소**

수출담배는 연휴 기간 선적 부재로 인한 수량 부진, 원화 강세에 따른 달러 매출 감소로 전년비 매출액이 정체되며 부진했다. 그럼에도 해외담배의 18 년 성장성은 여전히 유효하다고 판단한다. ①주력시장/신시장 비중이 5:5 로 형성되며 신시장 기여도가 크게 확대됐고, ②크레텍 캡슐로 인도네시아 사업이 고성장을 이어가고 있기 때문이다. 홍삼 부문은 3 분기 집행한 추석 프로모션 비용이 4 분기에 인식되며 비용 부담으로 부진했다. 배당금은 4,000 원으로 결정되며 시장 기대치에 부합했다. 배당성향을 관리하는 전략 변화로 18 년 이후 배당금 추가 상승도 기대 할 수 있다.

**전자담배 성장, 지속적인 배당확대 가능성이 주가 상승 동력**

18 년 가이던스 담배부문 영업이익 역신장은 경쟁심화를 우려한 보수적인 사업목표로 판단한다. 사업 초기이지만 ASP 가 높은 전자담배 성장으로 하반기 이후 수익성 개선이 예상되며 배당은 지속적인 주가 상승동력이다. 투자의견 Buy 를 유지하며 적정주가는 실적추정 변경을 반영해 140,000 원으로 소폭 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,169.8	1,365.9	1,035.7	7,544	26.8	45,224	13.9	2.3	8.5	17.5	38.2
2016	4,503.3	1,470.1	1,231.3	8,968	18.8	51,319	11.3	2.0	7.2	18.6	37.9
2017E	4,667.2	1,426.1	1,163.8	8,476	-21.8	51,320	13.6	2.3	8.6	16.5	35.2
2018E	4,953.5	1,461.5	1,068.4	7,782	11.5	54,968	13.8	2.0	7.7	14.6	37.0
2019E	5,535.6	1,512.8	1,107.2	8,064	3.6	58,439	13.3	1.8	7.2	14.2	36.3

표1 KT&amp;G 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,047.9	1,103.6	-5.1	1,278.9	-18.1	1,089.6	-3.8	1,096.3	-4.4
영업이익	222.5	304.9	-27.0	421.7	-47.2	290.4	-23.4	295.2	-24.6
세전이익	186.4	460.1	-59.5	433.3	-57.0	325.4	-42.7	335.2	-44.4
순이익	347.1	411.8	-15.7	307.9	12.7	255.9	35.7	257.8	34.6
영업이익률(%)	21.2	27.6		33.0		26.7		26.9	
순이익률(%)	33.1	37.3		24.1		23.5		23.5	

자료: KT&amp;G, 메리츠증권 리서치센터

표2 KT&amp;G 부문별 실적 추이

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>11,787</b>	<b>11,617</b>	<b>12,789</b>	<b>10,479</b>	<b>12,503</b>	<b>11,812</b>	<b>13,297</b>	<b>11,923</b>	<b>45,033</b>	<b>46,671</b>	<b>49,535</b>	<b>55,356</b>
KT&G	7,260	8,013	7,895	6,833	7,365	7,803	7,973	8,013	29,681	30,001	31,154	35,560
국내담배	4,262	4,646	5,072	3,959	4,277	4,667	5,140	4,191	18,394	17,938	18,274	19,096
해외담배	2,366	2,289	2,061	2,070	2,583	2,499	2,250	2,260	8,309	8,785	9,591	10,175
부동산 등	632	1,078	762	805	506	638	582	1,563	2,978	3,278	3,289	6,289
KGC	3,418	2,542	3,672	2,367	3,813	2,710	4,090	2,578	11,075	12,000	13,191	14,392
국내홍삼	3,205	2,406	3,470	2,057	3,526	2,526	3,817	2,160	10,508	11,138	12,029	12,997
해외홍삼	213	136	202	310	288	184	273	419	568	861	1,162	1,395
기타	1,109	1,062	1,222	1,278	1,324	1,299	1,235	1,332	4,276	4,671	5,190	5,404
(% YoY)	8.0	6.8	4.8	-5.1	6.1	1.7	4.0	13.8	8.0	3.6	6.1	11.8
KT&G	3.5	7.5	4.7	-11.0	1.5	-2.6	1.0	17.3	5.2	1.1	3.8	14.1
국내담배	0.5	-0.7	1.8	-11.9	0.3	0.5	1.3	5.9	-4.5	-2.5	1.9	4.5
해외담배	1.9	18.2	4.8	-0.6	9.2	9.2	9.2	9.2	22.0	5.7	9.2	6.1
부동산 등	40.7	28.5	29.5	-26.9	-20.0	-40.9	-23.5	94.2	39.2	10.1	0.3	91.2
KGC	15.6	0.3	6.3	11.1	11.6	6.6	11.4	8.9	20.7	8.4	9.9	9.1
국내홍삼	12.8	-0.2	4.9	5.7	10.0	5.0	10.0	5.0	25.7	6.0	8.0	8.1
해외홍삼	86.8	9.7	38.4	68.5	35.0	35.0	35.0	35.0	-30.5	51.6	35.0	20.0
기타	17.4	19.1	1.0	3.9	19.4	22.3	1.1	4.2	-0.7	9.2	11.1	4.1
<b>매출원가</b>	<b>4,781</b>	<b>4,618</b>	<b>5,177</b>	<b>4,513</b>	<b>5,146</b>	<b>4,629</b>	<b>5,428</b>	<b>5,308</b>	<b>17,967</b>	<b>19,089</b>	<b>20,510</b>	<b>23,800</b>
(% YoY)	12.7	5.0	8.5	-1.0	7.6	0.2	4.8	17.6	10.2	6.2	7.4	16.0
<b>매출원가율(%)</b>	<b>40.6</b>	<b>39.8</b>	<b>40.5</b>	<b>43.1</b>	<b>41.2</b>	<b>39.2</b>	<b>40.8</b>	<b>44.5</b>	<b>39.9</b>	<b>40.9</b>	<b>41.4</b>	<b>43.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>7,006</b>	<b>6,999</b>	<b>7,612</b>	<b>5,966</b>	<b>7,357</b>	<b>7,183</b>	<b>7,869</b>	<b>6,616</b>	<b>27,066</b>	<b>27,583</b>	<b>29,025</b>	<b>31,555</b>
(% YoY)	5.0	8.0	2.4	-7.9	5.0	2.6	3.4	10.9	6.6	1.9	5.2	8.7
<b>매출총이익률(%)</b>	<b>59.4</b>	<b>60.2</b>	<b>59.5</b>	<b>56.9</b>	<b>58.8</b>	<b>60.8</b>	<b>59.2</b>	<b>55.5</b>	<b>60.1</b>	<b>59.1</b>	<b>58.6</b>	<b>57.0</b>
<b>판관비</b>	<b>3,052</b>	<b>3,135</b>	<b>3,395</b>	<b>3,741</b>	<b>3,307</b>	<b>3,294</b>	<b>3,591</b>	<b>4,218</b>	<b>12,364</b>	<b>13,322</b>	<b>14,410</b>	<b>16,428</b>
(% YoY)	11.3	3.6	7.2	9.0	8.4	5.1	5.8	12.8	5.4	7.7	8.2	14.0
<b>판관비율(%)</b>	<b>25.9</b>	<b>27.0</b>	<b>26.5</b>	<b>35.7</b>	<b>26.5</b>	<b>27.9</b>	<b>27.0</b>	<b>35.4</b>	<b>27.5</b>	<b>28.5</b>	<b>29.1</b>	<b>29.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>3,955</b>	<b>3,865</b>	<b>4,217</b>	<b>2,225</b>	<b>4,050</b>	<b>3,889</b>	<b>4,279</b>	<b>2,398</b>	<b>14,701</b>	<b>14,261</b>	<b>14,615</b>	<b>15,128</b>
KT&G	3,199	3,431	3,385	2,434	3,242	3,427	3,390	2,639	13,051	12,448	12,699	13,020
KGC	792	386	770	-94	847	386	819	-126	1,749	1,854	1,925	2,117
기타	-36	47	62	-115	-40	76	70	-115	-99	-42	-9	-10
(% YoY)	0.6	11.7	-1.1	-27.0	2.4	0.6	1.5	7.8	7.6	-3.0	2.5	3.5
KT&G	-2.3	6.3	-3.1	-20.4	1.4	-0.1	0.2	8.4	5.5	-4.6	2.0	2.5
KGC	14.9	10.1	12.3	적전	7.0	-0.1	6.3	적지	31.1	6.0	3.8	10.0
기타	적지	흑전	-26.3	적지	적지	60.0	12.3	적지	적전	적지	적지	적지
<b>영업이익률(%)</b>	<b>33.6</b>	<b>33.3</b>	<b>33.0</b>	<b>21.2</b>	<b>32.4</b>	<b>32.9</b>	<b>32.2</b>	<b>20.1</b>	<b>32.6</b>	<b>30.6</b>	<b>29.5</b>	<b>27.3</b>
KT&G	44.1	42.8	42.9	35.6	44.0	43.9	42.5	32.9	44.0	41.5	40.8	36.6
KGC	23.2	15.2	21.0	-4.0	22.2	14.2	20.0	-4.9	15.8	15.5	14.6	14.7
기타	-3.2	4.5	5.1	-9.0	-3.0	5.8	5.7	-8.6	-2.3	-0.9	-0.2	-0.2

자료: KT&amp;G, 메리츠증권 리서치센터

## KT&amp;G (033780)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>4,169.8</b>	<b>4,503.3</b>	<b>4,667.2</b>	<b>4,953.5</b>	<b>5,535.6</b>
매출액증가율 (%)	1.4	8.0	3.6	6.1	11.8
매출원가	1,630.6	1,796.7	1,908.9	2,051.0	2,380.0
매출총이익	2,539.2	2,706.6	2,758.3	2,902.5	3,155.5
판매관리비	1,173.3	1,236.5	1,332.2	1,441.0	1,642.8
<b>영업이익</b>	<b>1,365.9</b>	<b>1,470.1</b>	<b>1,426.1</b>	<b>1,461.5</b>	<b>1,512.8</b>
영업이익률	32.8	32.6	30.6	29.5	27.3
금융손익	74.8	52.6	41.5	39.1	39.1
종속/관계기업순익	15.1	2.1	5.7	5.7	5.7
기타영업외순익	-41.4	63.1	-127.7	-95.5	-95.5
세전계속사업이익	1,414.4	1,587.8	1,345.6	1,410.9	1,462.1
법인세비용	382.2	361.8	386.5	341.4	353.8
<b>당기순이익</b>	<b>1,032.2</b>	<b>1,226.0</b>	<b>959.1</b>	<b>1,069.5</b>	<b>1,108.3</b>
지배주주지분 순이익	1,035.7	1,231.3	1,163.8	1,068.4	1,107.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,259.2</b>	<b>1,497.8</b>	<b>678.1</b>	<b>904.5</b>	<b>1,101.6</b>
당기순이익(순실)	1,032.2	1,226.0	959.1	1,069.5	1,108.3
유형자산상각비	151.1	152.3	156.3	161.5	182.4
무형자산상각비	10.8	5.9	5.1	4.3	4.1
운전자본의 증감	12.8	175.5	-522.6	-280.6	-142.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-747.6</b>	<b>-702.6</b>	<b>-131.3</b>	<b>-593.7</b>	<b>-372.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-210.3	-161.8	-283.1	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-147.9	-109.7	49.8	-128.9	-47.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-381.0</b>	<b>-488.4</b>	<b>-545.8</b>	<b>-509.5</b>	<b>-572.7</b>
차입금의 증감	55.4	-74.1	-74.0	0.0	0.0
자본의 증가	-2.7	25.6	-26.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	129.8	304.6	3.3	-198.7	156.9
기초현금	416.4	546.2	850.8	854.1	655.4
기말현금	546.2	850.8	854.1	655.4	812.3

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>5,570.9</b>	<b>6,620.6</b>	<b>6,332.3</b>	<b>6,889.0</b>	<b>7,321.6</b>
현금및현금성자산	546.2	850.8	854.1	655.4	812.3
매출채권	1,031.6	1,113.5	1,057.2	1,202.9	1,256.1
재고자산	2,119.1	2,265.4	2,150.9	2,447.4	2,555.7
<b>비유동자산</b>	<b>3,102.5</b>	<b>3,191.9</b>	<b>3,268.8</b>	<b>3,531.8</b>	<b>3,692.4</b>
유형자산	1,789.8	1,601.9	1,729.6	1,868.1	1,985.7
무형자산	105.4	104.9	101.0	96.6	92.5
투자자산	872.8	984.5	934.7	1,063.6	1,110.7
<b>자산총계</b>	<b>8,673.4</b>	<b>9,812.6</b>	<b>9,601.1</b>	<b>10,420.8</b>	<b>11,014.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,871.7</b>	<b>2,153.4</b>	<b>1,991.8</b>	<b>2,254.6</b>	<b>2,350.5</b>
매입채무	103.6	103.8	98.6	112.2	117.1
단기차입금	206.4	136.6	74.3	74.3	74.3
유동성장기부채	27.7	9.6	11.8	11.8	11.8
<b>비유동부채</b>	<b>526.2</b>	<b>541.0</b>	<b>505.7</b>	<b>561.3</b>	<b>581.6</b>
사채	8.5	9.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	53.9	66.8	66.8	66.8
<b>부채총계</b>	<b>2,397.9</b>	<b>2,694.3</b>	<b>2,497.5</b>	<b>2,815.8</b>	<b>2,932.1</b>
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.7	510.4	483.6	483.6	483.6
기타포괄이익누계액	-125.5	-100.9	-71.7	-71.7	-71.7
이익잉여금	5,231.8	6,009.4	6,007.1	6,508.0	6,984.6
비지배주주지분	66.6	72.6	57.8	58.2	58.6
<b>자본총계</b>	<b>6,275.5</b>	<b>7,118.3</b>	<b>7,103.6</b>	<b>7,604.9</b>	<b>8,081.9</b>

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	30,372	32,801	33,995	36,080	40,320
EPS(지배주주)	7,544	8,968	8,476	7,782	8,064
CFPS	11,456	12,431	11,320	11,119	11,639
EBITDAPS	11,128	11,860	11,563	11,853	12,377
BPS	45,224	51,319	51,320	54,968	58,439
DPS	3,400	3,600	4,000	4,500	5,000
배당수익률(%)	3.3	3.6	3.5	4.2	4.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.9	11.3	13.6	13.8	13.3
PCR	9.1	8.1	10.2	9.7	9.2
PSR	3.4	3.1	3.4	3.0	2.7
PBR	2.3	2.0	2.3	2.0	1.8
EBITDA	1,527.8	1,628.3	1,587.5	1,627.4	1,699.2
EV/EBITDA	8.5	7.2	8.6	7.7	7.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	17.5	18.6	16.5	14.6	14.2
EBITDA 이익률	36.6	36.2	34.0	32.9	30.7
부채비율	38.2	37.9	35.2	37.0	36.3
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	144.1	218.6	277.9	326.4	337.8
매출채권회전율(X)	4.3	4.2	4.3	4.4	4.5
재고자산회전율(X)	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정욱, 이호석)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**KT&G (033780) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.19	산업분석	Buy	130,000	김정욱	-11.0	-8.5	
2016.04.22	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-15.2	-8.7	
2016.07.22	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-18.0	-8.7	
2016.10.28	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-22.0	-8.7	
2017.01.20	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-24.7	-8.7	
2017.04.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-24.8	-8.7	
2017.04.22	1년 경과				-29.0	-24.0	
2017.06.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-25.8	-19.7	
2017.07.19	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-25.4	-19.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-26.0	-19.7	
2017.10.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-25.6	-16.7	
2017.12.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-25.4	-16.7	
2018.02.02	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-	-	

