



BUY(Maintain)

목표주가: 124,000원 (하향)

주가(4/2): 100,500원

시가총액: 137,979억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/2)		2,444.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	125,000원	95,900원
등락률	-21.04%	2.92%
수익률	절대	상대
1M	-4.6%	-3.3%
6M	-6.4%	-7.5%
1Y	3.2%	-7.2%

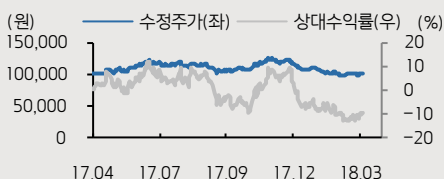
Company Data

발행주식수		137,292천주
일평균 거래량(3M)		355천주
외국인 지분율		53.32%
배당수익률(18E)		3.98%
BPS(18E)		60,615원
주요 주주	국민연금공단	9.6%
	중소기업은행	6.9%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	45,033	46,672	46,886	50,344
보고영업이익	14,696	14,261	13,774	15,547
핵심영업이익	14,696	14,261	13,774	15,547
EBITDA	16,283	15,872	15,255	17,042
세전이익	15,873	13,456	14,401	16,249
순이익	12,255	11,642	10,513	11,862
지배주주지분순이익	12,308	11,638	10,513	11,862
EPS(원)	8,965	8,476	7,657	8,640
증감률(%YoY)	18.8	-5.4	-9.7	12.8
PER(배)	11.3	13.6	13.1	11.6
PBR(배)	2.0	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	7.1	8.4	7.1	6.1
보고영업이익률(%)	32.6	30.6	29.4	30.9
핵심영업이익률(%)	32.6	30.6	29.4	30.9
ROE(%)	18.3	15.6	13.0	13.6
순부채비율(%)	-31.8	-32.4	-35.8	-37.5

Price Trend



KT&G (033780)

주력 시장 수출 회복이 관건



KT&G는 수출담배 부진으로 1분기 영업이익이 시장 기대치를 하회할 것으로 판단된다(1Q18E OP 3,288억원, -17% YoY). 주력 시장의 소비자와 거래선의 구매력에 영향을 주는 요인으로 알코코자이와의 협상이 지연되고 있기 때문에, 단기적으로 불확실성이 확대될 가능성이 높다. 다만, 전자담배에 대한 기대감은 여전히 유효한 상황으로 판단된다.

>>> 주력 시장 담배 수출액 부진 우려

관세청 담배 수출 통계를 감안한다면, KT&G의 **1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 판단된다**(1Q18E OP 3,288억원, -17% YoY). 내수담배와 인삼공사 매출액은 예상과 큰 차이가 없을 것으로 예상되나, 수출담배 매출액이 시장 기대치를 하회할 것으로 판단된다(1Q18E 매출 -32% YoY).

특히, **주력 시장 수출액이 부진할 것으로 판단되는데**, 1) 이란 환율 평가절하, 2) UAE 담배 소비세 인상으로 인해, 주요 거래선인 알코코자이와의 단가 협상이 지연되고 있기 때문이다. 동사는 알코코자이와의 협상을 지속하고 있으나, 소비자와 거래선의 구매력에 영향을 주는 요인이 있기 때문에, 단기적으로는 주가 불확실성이 확대될 수 있고, 연간 실적이 가이던스 대비 하회할 가능성도 있다.

>>> 전자담배 기대감은 여전히 유효

반면, 전자담배 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단된다. 올해 3월 중에 릴 판매량이 20만대를 돌파하였고, 전자담배 유통망을 2/7부터 GS25 외의 CVS로 확대하였으며, 3/21부터 6대 광역시 등으로 커버리지를 넓혔기 때문이다. 이에 따라, **핏의 1분기 MS는 1% 초반 수준으로 전망되며**(궤련담배 포함 기준), 아이코스 교체 주기가 도래하는 **2분기부터 MS 상승폭이 확대될 것으로 기대된다**.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 12.4만원 제시

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12.4만원을 제시한다. 수출담배 부진에 따른 실적 추정치 하향과 글로벌 담배 업체들의 밸류에이션 하향을 감안하여, 목표주가를 하향 조정하였다. 주력 시장 담배 수출 부진에 대한 우려가 상존하나, 전자담배 확대 기대감과 고배당 매력은 여전히 유효한 것으로 판단된다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,179	1,162	1,279	1,048	1,105	1,196	1,278	1,109	4,503	4,667	4,689	5,034
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-6.3%	3.0%	0.0%	5.8%	8.0%	3.6%	0.5%	7.4%
KT&G 별도	726	801	789	683	635	813	779	727	2,968	3,000	2,954	3,222
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-12.5%	1.5%	-1.3%	6.3%	5.2%	1.1%	-1.5%	9.1%
내수담배	426	465	507	396	398	452	483	423	1,839	1,794	1,756	1,876
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-6.6%	-2.7%	-4.7%	6.8%	-4.5%	-2.5%	-2.1%	6.8%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,528	16,941	16,670	18,745	19,502	17,450	76,315	73,243	72,367	73,091
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.1%	-9.5%	-1.0%	-1.0%	-5.0%	3.0%	9.7%	-4.0%	-1.2%	1.0%
MS	61.2%	59.9%	60.0%	56.4%	57.3%	57.0%	58.2%	56.5%	59.2%	59.4%	57.2%	58.9%
(YoY, %pt)	1.6%	0.7%	0.4%	-2.2%	-3.9%	-2.9%	-1.8%	0.1%	0.8%	0.2%	-2.2%	1.6%
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,544	10,682	11,342	9,854	45,207	43,500	41,422	43,034
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-7.3%	-5.8%	-7.8%	3.2%	11.2%	-3.8%	-4.8%	3.9%
ASP(원/갑)	827	819	824	829	834	847	852	858	814	825	848	872
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	1.1%	0.8%	3.4%	3.4%	3.5%	-14.2%	1.4%	2.8%	2.8%
수출담배	237	229	206	207	160	233	206	209	831	878	808	952
(YoY)	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-32.3%	1.8%	-0.2%	0.9%	22.0%	5.7%	-8.1%	17.8%
판매량(백만본)	13,266	11,287	11,541	11,017	9,286	12,189	11,772	11,457	43,420	47,110	44,705	50,963
(YoY)	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-30.0%	8.0%	2.0%	4.0%	9.5%	8.5%	-5.1%	14.0%
ASP(달러/갑)	0.31	0.36	0.32	0.34	0.32	0.36	0.33	0.34	0.33	0.33	0.34	0.35
(YoY)	-6.4%	12.5%	-7.6%	3.6%	4.0%	0.0%	4.0%	1.0%	8.6%	0.0%	2.8%	3.5%
평균환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,065	1,065	1,065	1,162	1,132	1,067	1,065
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.2%	-7.1%	-5.7%	-5.9%	-3.9%	2.6%	-2.6%	-5.7%	-0.1%
기타	63	108	76	81	77	128	90	95	298	328	390	394
(YoY)	40.7%	28.4%	29.5%	-26.9%	22.1%	18.6%	18.7%	17.7%	39.2%	10.0%	19.1%	1.0%
KGC 별도	342	254	367	237	358	277	377	255	1,108	1,200	1,267	1,345
(YoY)	15.6%	0.3%	6.3%	11.1%	4.8%	9.0%	2.7%	7.6%	20.7%	8.3%	5.6%	6.2%
기타	111	106	122	128	111	106	122	128	427	467	467	467
(YoY)	17.4%	19.2%	1.0%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	9.3%	0.0%	0.0%
영업이익	395	386	422	222	329	379	411	259	1,470	1,426	1,377	1,555
(YoY)	0.6%	11.7%	-1.1%	-27.0%	-16.9%	-2.0%	-2.6%	16.5%	7.6%	-3.0%	-3.4%	12.9%
(OPM)	33.5%	33.3%	33.0%	21.2%	29.8%	31.7%	32.1%	23.4%	32.6%	30.6%	29.4%	30.9%
KT&G 별도	320	343	338	243	250	331	330	273	1,305	1,245	1,184	1,350
(OPM)	44.1%	42.8%	42.9%	35.6%	39.4%	40.7%	42.4%	37.6%	44.0%	41.5%	40.1%	41.9%
KGC 별도	79	39	77	-9	82	43	74	-3	175	185	197	209
(OPM)	23.2%	15.2%	21.0%	-4.0%	23.0%	15.6%	19.7%	-1.0%	15.8%	15.5%	15.6%	15.5%
기타	-4	5	6	-12	-4	5	6	-12	-10	-4	-4	-4
(OPM)	-3.2%	4.5%	5.1%	-9.0%	-3.2%	4.5%	5.1%	-9.0%	-2.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
세전이익	332	394	433	186	348	391	423	277	1,587	1,346	1,440	1,625
당기순이익	235	275	308	346	254	286	309	203	1,226	1,164	1,051	1,186
지배주주순이익	235	274	308	347	254	286	309	203	1,231	1,164	1,051	1,186
(YoY)	-17.4%	-3.7%	23.1%	-15.7%	8.3%	4.1%	0.4%	-41.7%	18.8%	-5.4%	-9.7%	12.8%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 내수담배 총수요와 점유율은 국내 전자담배 판매량을 감안한 당사 추정치

Peer Group Valuation

종목코드		033780 KS	BATS LN	2914 JP	PM US
회사명		KT&G	BAT	Japan Tobacco	Philip Morris
거래기준 통화		KRW	GBP	JPY	USD
주가(통화)		100,500	41.31	3,054	98
시가총액(백만달러)		13,056	132,812	57,688	151,623
PER(배)	2017	12.5	2.7	16.6	21.1
	2018E	12.6	13.6	13.5	18.5
	2019E	11.9	12.5	12.5	16.6
PBR(배)	2017	1.9	1.9	2.4	N/A
	2018E	1.6	1.8	1.9	N/A
	2019E	1.5	1.7	1.8	N/A
EV/EBITDA(배)	2017	6.8	21.9	9.9	15.5
	2018E	7.0	12.5	9.0	16.1
	2019E	6.6	11.7	8.5	14.6
ROE(%)	2017	15.7	108.8	15.0	N/A
	2018E	13.4	12.1	14.5	N/A
	2019E	13.2	13.5	15.0	N/A
배당수익률(%)	2017	3.5	3.9	3.9	4.2
	2018E	4.1	4.9	5.0	3.8
	2019E	4.3	5.3	5.3	4.0

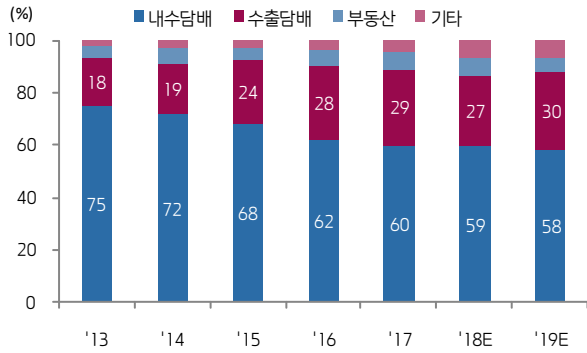
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

KT&G 목표주가 변경 내역

EPS(원)	8,149	2018~19년 평균 적용
Target PER(배)	15.2	글로벌 Peer(PMI, BAT, JT) 평균 적용
목표주가(원)	124,000	천원 이하 반올림

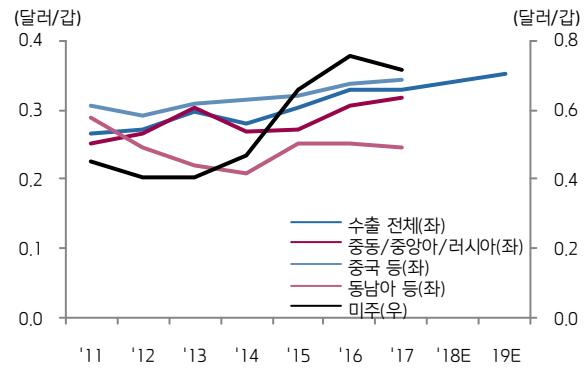
자료: 키움증권 리서치

KT&G 별도기준 매출 Mix 추이 및 전망



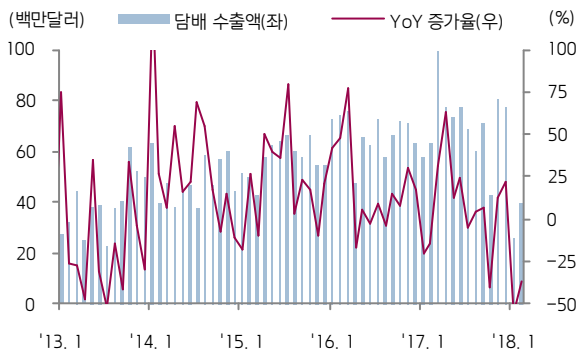
자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 수출담배 ASP 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

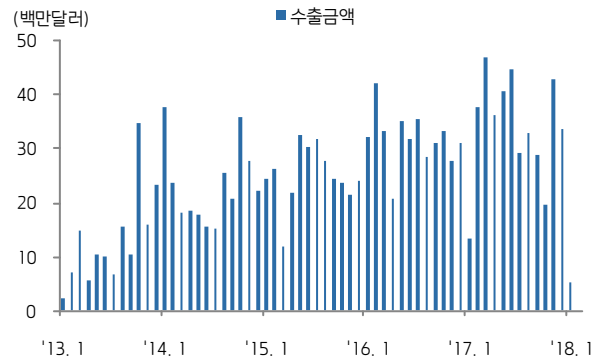
관세청 담배 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

주: 1) 관세청 Data는 일본/호주를 제외한 출항일 기준

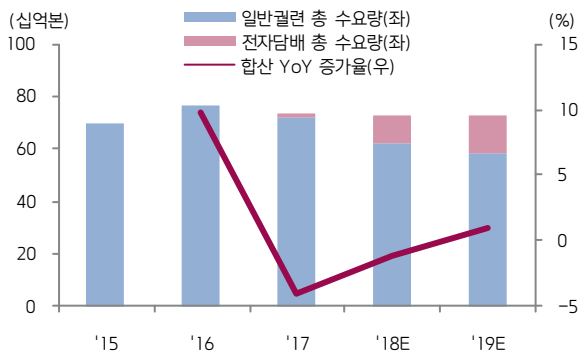
관세청 UAE向 담배 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

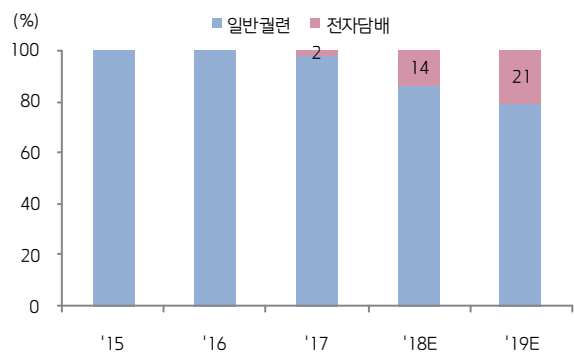
주: 1) 관세청 Data는 출항일 기준

내수담배 총 수요량 추이 및 전망



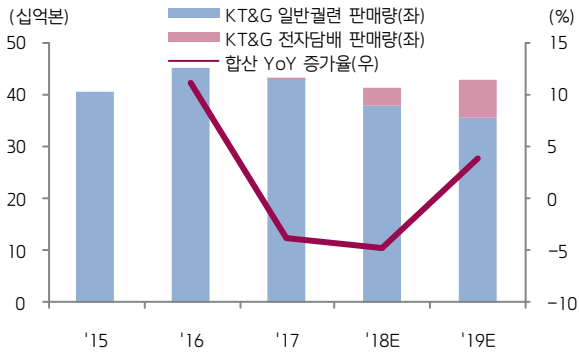
자료: KT&G, 키움증권 리서치

내수담배 총 수요량 Mix 추이 및 전망



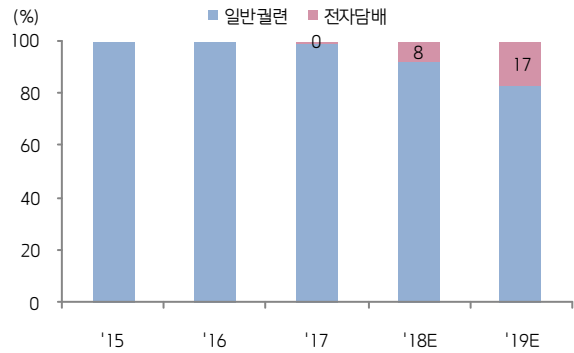
자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 내수담배 판매량 추이 및 전망



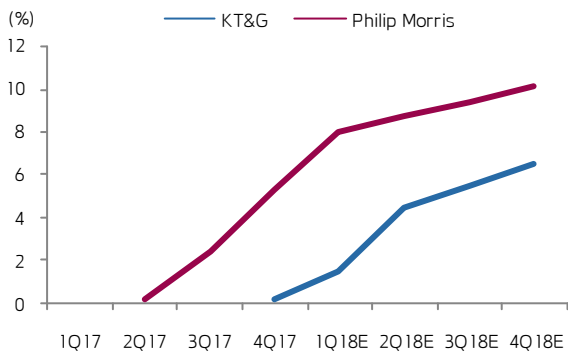
자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 내수담배 판매량 Mix 추이 및 전망



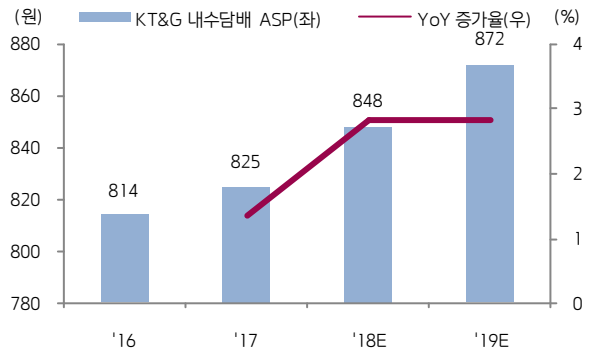
자료: KT&G, 키움증권 리서치

내수 전자담배 점유율 추이 및 전망



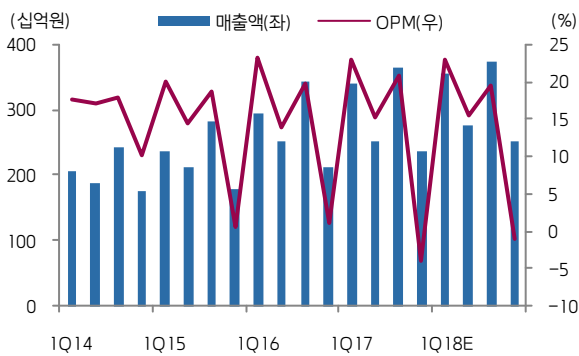
자료: KT&G, Philip Morris, 키움증권 리서치
 주: 1) 전체 담배 시장에서의 점유율을 의미(일반필련 포함)

KT&G 내수담배 ASP 추이 및 전망



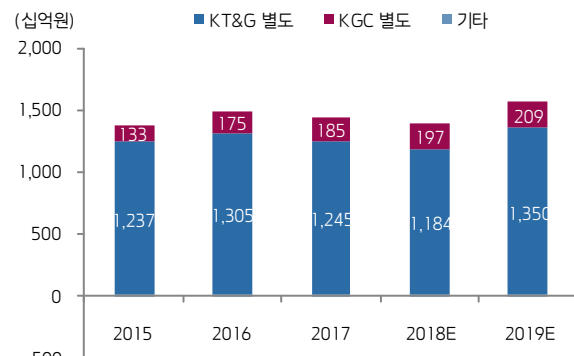
자료: KT&G, 키움증권 리서치
 주: 1) 일반필련과 전자담배 ASP를 가중평균한 값(Device 매출 제외)

한국인삼공사 매출액/OPM 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

연도별 영업이익 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	45,033	46,672	46,886	50,344	52,823
매출원가	17,967	19,089	19,539	20,686	21,555
매출총이익	27,066	27,583	27,346	29,658	31,269
판매비및일반관리비	12,370	13,322	13,572	14,111	14,621
영업이익(보고)	14,696	14,261	13,774	15,547	16,647
영업이익(핵심)	14,696	14,261	13,774	15,547	16,647
영업외손익	1,177	-805	627	702	758
이자수익	379	432	424	456	478
배당금수익	151	198	210	225	236
외환이익	900	181	645	613	582
이자비용	67	86	70	70	70
외환손실	495	1,605	860	817	776
관계기업지분법손익	21	44	44	44	44
투자및기타자산처분손익	236	14	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-78	-160	0	0	0
기타	129	177	234	252	264
법인세차감전이익	15,873	13,456	14,401	16,249	17,405
법인세비용	3,618	1,814	3,888	4,387	4,699
유효법인세율 (%)	22.8%	13.5%	27.0%	27.0%	27.0%
당기순이익	12,255	11,642	10,513	11,862	12,706
지배주주지분순이익(억원)	12,308	11,638	10,513	11,862	12,706
EBITDA	16,283	15,872	15,255	17,042	18,158
현금순이익(Cash Earnings)	13,842	13,252	11,993	13,357	14,217
수정당기순이익	12,133	11,768	10,513	11,862	12,706
증감율(% YoY)					
매출액	8.0	3.6	0.5	7.4	4.9
영업이익(보고)	7.6	-3.0	-3.4	12.9	7.1
영업이익(핵심)	7.6	-3.0	-3.4	12.9	7.1
EBITDA	6.6	-2.5	-3.9	11.7	6.6
지배주주지분 당기순이익	18.8	-5.4	-9.7	12.8	7.1
EPS	18.8	-5.4	-9.7	12.8	7.1
수정순이익	21.9	-3.0	-10.7	12.8	7.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	66,155	65,854	70,821	77,552	84,748
현금및현금성자산	8,508	12,302	17,023	19,786	24,138
유동금융자산	16,762	15,819	15,892	17,064	17,904
매출채권및유동채권	18,020	14,558	14,625	15,704	16,477
재고자산	22,654	23,175	23,281	24,998	26,229
기타유동비금융자산	212	0	0	0	0
비유동자산	31,966	33,905	34,408	35,729	36,851
장기매출채권및기타비유동채권	1,233	1,021	1,026	1,101	1,156
투자자산	13,261	14,073	14,361	15,374	16,188
유형자산	16,065	17,570	17,789	18,024	18,273
무형자산	1,049	847	798	751	708
기타비유동자산	358	394	434	479	527
자산총계	98,121	99,759	105,229	113,281	121,599
유동부채	21,534	18,030	18,230	19,432	20,293
매입채무및기타유동채무	17,970	14,465	14,531	15,603	16,372
단기차입금	1,366	1,747	1,747	1,747	1,747
유동성장기차입금	96	37	163	163	163
기타유동부채	2,102	1,781	1,789	1,919	2,012
비유동부채	5,409	3,431	3,238	3,278	3,332
장기매입채무및비유동채무	246	453	455	488	512
사채및장기차입금	629	652	652	652	652
기타비유동부채	4,535	2,326	2,131	2,137	2,167
부채총계	26,943	21,461	21,469	22,710	23,625
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	60,089	67,452	72,952	79,795	87,227
기타자본	813	719	719	719	719
지배주주지분자본총계	70,452	77,721	83,220	90,064	97,496
비지배주주지분자본총계	726	577	540	507	478
자본총계	71,178	78,298	83,760	90,571	97,974
순차입금	-22,649	-25,332	-29,999	-33,935	-39,126
총차입금	2,621	2,789	2,916	2,916	2,916

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	14,978	11,399	11,651	11,467	12,775
당기순이익	12,255	11,642	10,513	11,862	12,706
감가상각비	1,528	1,557	1,431	1,449	1,468
무형자산상각비	59	53	50	46	44
외환손익	-484	1,033	215	204	194
자산처분손익	158	50	0	0	0
지분법손익	-21	-57	-44	-44	-44
영업활동자산부채 증감	1,755	-1,524	-101	-1,636	-1,173
기타	-273	-1,356	-413	-414	-419
투자활동현금흐름	-7,026	-3,299	-1,810	-3,659	-3,150
투자자산의 처분	-5,083	-270	-119	-1,932	-1,385
유형자산의 처분	120	43	0	0	0
유형자산의 취득	-1,617	-3,183	-1,650	-1,683	-1,717
무형자산의 처분	-77	-49	0	0	0
기타	-368	161	-40	-44	-49
재무활동현금흐름	-4,884	-4,338	-5,120	-5,044	-5,273
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-549	449	126	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,283	-4,604	-5,051	-5,051	-5,303
기타	-52	-183	-195	6	30
현금및현금성자산의순증가	3,046	3,794	4,721	2,763	4,351
기초현금및현금성자산	5,462	8,508	12,302	17,023	19,786
기말현금및현금성자산	8,508	12,302	17,023	19,786	24,138
Gross Cash Flow	13,222	12,923	11,752	13,103	13,948
Op Free Cash Flow	12,994	9,192	9,784	9,525	10,774

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	7,657	8,640	9,254
BPS	51,315	56,609	60,615	65,600	71,013
주당EBITDA	11,860	11,560	11,111	12,413	13,226
CFPS	10,082	9,653	8,736	9,729	10,355
DPS	3,600	4,000	4,000	4,200	4,200
주가배수(배)					
PER	11.3	13.6	13.1	11.6	10.9
PBR	2.0	2.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.1	8.4	7.1	6.1	5.4
PCFR	10.0	12.0	11.5	10.3	9.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.6	30.6	29.4	30.9	31.5
영업이익률(핵심)	32.6	30.6	29.4	30.9	31.5
EBITDA margin	36.2	34.0	32.5	33.9	34.4
순이익률	27.2	24.9	22.4	23.6	24.1
자기자본이익률(ROE)	18.3	15.6	13.0	13.6	13.5
투하자본이익률(ROIC)	28.0	31.2	24.8	27.3	28.1
안정성(%)					
부채비율	37.9	27.4	25.6	25.1	24.1
순차입금비율	-31.8	-32.4	-35.8	-37.5	-39.9
이자보상배율(배)	218.6	166.3	196.9	222.2	237.9
활동성(배)					
매출채권회전율	2.5	2.9	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1
매입채무회전율	2.8	2.9	3.2	3.3	3.3

Compliance Notice

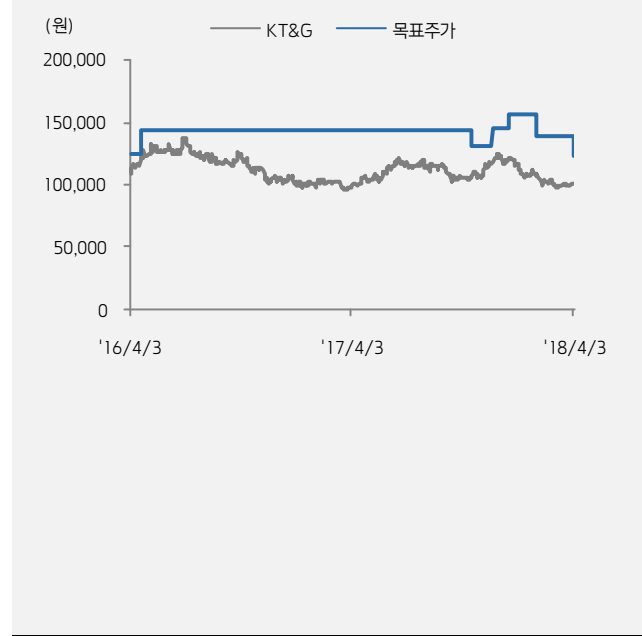
- 당사는 4월 2일 현재 'KT&G (033780)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
KT&G 033780	2016-04-05	Outperform(Reinitiate)	126,000원	6개월	-9.41	-5.56
	2016-04-22	BUY(Upgrade)	144,000원	6개월	-11.79	-4.86
	2016-07-22	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-14.00	-4.86
	2016-10-04	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-14.47	-4.86
	2016-10-28	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-24.94	-21.53
	2016-11-22	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-27.50	-21.53
	2017-01-17	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-27.62	-21.53
	2017-01-20	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-28.53	-21.53
	2017-03-21	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-29.05	-21.53
	2017-04-17	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-28.99	-21.53
	2017-04-28	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-25.00	-18.06
	2017-06-15	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.89	-16.32
	2017-07-12	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.48	-16.32
	2017-07-27	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-23.05	-16.32
	2017-10-17	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-17.93	-17.05
	2017-10-26	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-16.35	-10.98
	2017-11-20	BUY(Maintain)	146,000원	6개월	-17.81	-14.38
	2017-12-18	BUY(Maintain)	157,000원	6개월	-28.92	-22.61
	2018-02-01	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-28.18	-23.21
	2018-04-03	BUY(Maintain)	124,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%