

KT&G(033780)

1Q18 Preview: 따끔한 채찍

전자담배와 수출에서 부진

1분기 연결 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 8.7%, 23.0% 감소해 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 전자담배시장의 빠른 확대로 일반 궐련 판매량이 줄었고, 중동향 수출이 급감한 탓이다. 1분기 전자담배시장의 전체 담배시장 내 비중은 10% 정도로 올라왔는데 동사의 이 시장 내 점유율은 꺾의 공급 부족으로 10%대에 머무른 것으로 추정된다. 수출은 동남아/미주 등 신시장향은 두자릿수대의 성장세를 이어갔지만, 비중이 절반 이상인 Alokazay와의 거래는 2018년 판매 계약 체결 지연으로 크게 줄어든 것으로 보인다. 주요 판매국인 이란에서 담배 세금이 오르고 통화가 절하돼 판매 가격 산정에 어려움이 있었을 것으로 추정된다. 한국인삼공사는 명절 세트 판매가 양호해 5%의 외형 성장을 기록할 것으로 예상된다.

1분기 저점은 확실

3월부터 꺾 생산의 자동화가 크게 진척됐다. 광역시 판매 시작으로 전국 CVS의 60% 정도에는 입점했기 때문에 2분기 전자담배 판매는 전분기대비 개선될 것이 분명하다. 경쟁품 배터리의 교체 시점인 6~7월경에는 릴의 업그레이드 버전도 출시될 가능성이 있다. Alokazay가 보유한 동사 제품 재고도 크게 줄었을 것이므로 중동향 수출 계약은 4월에는 체결될 전망이다. 다만 이란 등 중동지역으로의 판매 단가가 상기한 환경을 고려할 때 예년처럼 상승할 수 있을지는 확인 사항이다.

전자담배 우려를 자산가치가 메워

우리는 올해 전자담배시장의 비중이 15%까지 상승할 것으로 예상하는데, 동사의 꺾 생산 및 판매량이 가이던스대로 연간 2십억개에 그친다면 동사의 전자담배시장 내 점유율은 17%로 시장 기대보다 부진할 것이다. 하지만 최근 생산 능력 향상 속도가 빨라졌고, 여유 있는 자금, 그리고 신제품 출시 등을 고려하면 점유율을 끌어 올릴 방법은 있다. 또한 연말부터 수원 부지가 개발되면서 이로 인해 5년간 8천억원 규모의 영업이익이 새롭게 발생한다는 점을 상기해야 한다. 전자담배시장의 점유율 상승 속도만 빨라진다면 주가는 조정 국면에서 탈출할 것이다.

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA (십억원) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | PBR (x) | ROE (%) | DY (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2016A | 4,503 | 1,470 | 1,231 | 9,759 | 18.7 | 1,628 | 10.3 | 7.0 | 1.9 | 18.6 | 3.6 |
| 2017A | 4,667 | 1,426 | 1,164 | 9,217 | (5.6) | 1,587 | 12.5 | 8.2 | 2.0 | 15.7 | 3.5 |
| 2018F | 4,884 | 1,352 | 1,043 | 8,257 | (10.4) | 1,509 | 12.1 | 7.1 | 1.6 | 13.0 | 4.5 |
| 2019F | 5,358 | 1,538 | 1,197 | 9,476 | 14.8 | 1,705 | 10.5 | 6.2 | 1.5 | 14.0 | 5.0 |
| 2020F | 5,922 | 1,810 | 1,404 | 11,123 | 17.4 | 1,985 | 8.9 | 5.3 | 1.4 | 15.3 | 5.5 |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

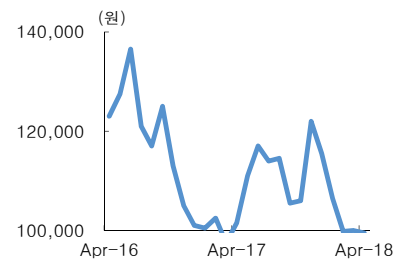
Stock Data

| | |
|-------------------|----------------|
| KOSPI(4/13) | 2,455 |
| 주가(4/13) | 99,500 |
| 시가총액(십억원) | 13,661 |
| 발행주식수(백만) | 137 |
| 52주 최고/최저(원) | 125,000/97,000 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 37,161 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 73.4/53.4 |
| 주요주주(%) | 국민연금 9.6 |
| | IBK기업은행 6.9 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|-------|--------|
| 절대주가(%) | 0.5 | (5.7) | 0.2 |
| KOSPI 대비(%p) | 2.1 | (4.9) | (14.1) |

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

| | 1Q18F | 1Q17 | YoY | 4Q17 | QoQ | Consensus | 차이 |
|-------------|---------|---------|--------|---------|--------|-----------|--------|
| 매출액 | 1,076.7 | 1,178.7 | (8.7) | 1,047.9 | 2.7 | 1,163.0 | (7.4) |
| 매출총이익 | 624.0 | 700.6 | (10.9) | 596.6 | 4.6 | | |
| 판매비 | 319.7 | 305.2 | 4.8 | 374.1 | (14.5) | | |
| 영업이익 | 304.3 | 395.5 | (23.0) | 222.5 | 36.8 | 355.1 | (14.3) |
| 세전이익 | 299.1 | 331.8 | (9.9) | 186.4 | 60.5 | 359.5 | (16.8) |
| 당기순이익 | 224.3 | 235.2 | (4.6) | 346.4 | (35.2) | 271.2 | (17.3) |
| 지배주주지분 순이익 | 224.3 | 234.5 | (4.4) | 347.1 | (35.4) | 265.0 | (15.4) |
| 매출원가율 | 42.0 | 40.6 | | 43.1 | | | |
| 판매비율 | 29.7 | 25.9 | | 35.7 | | | |
| 영업이익률 | 28.3 | 33.5 | | 21.2 | | 30.5 | |
| 세전이익률 | 27.8 | 28.1 | | 17.8 | | | |
| 지배주주지분 순이익률 | 20.8 | 19.9 | | 33.1 | | 22.8 | |

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망 변경(수원부지 개발 반영)

(단위: 십억원, %)

| | 변경 후 | | 변경 전 | | 변경률 | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018F | 2019F | 2018F | 2019F | 2018F | 2019F |
| 매출액 | 4,884 | 5,358 | 4,717 | 4,994 | 3.5 | 7.3 |
| 영업이익 | 1,352 | 1,538 | 1,357 | 1,412 | (0.3) | 8.9 |
| 지배주주순이익 | 1,043 | 1,197 | 1,068 | 1,126 | (2.4) | 6.3 |

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원)

| | 목표가치 | 주당 목표가치 | 비고 |
|----------|---------------|----------------|---|
| 영업가치 | 13,591 | 98,991 | DCF(WACC 8.5%, ROIC 7%, g 2%) 산출가치 20% 할인 |
| KT&G | 11,824 | 86,123 | 점유율 하락 불구 수원부지 개발 가치 반영해 하향 폭 제한 |
| KGC 등 | 1,767 | 12,869 | |
| 매도가능금융자산 | 472 | 3,436 | 2017 년말 |
| 자사주 | 549 | 3,996 | 시가 50% 할인 |
| 현금 | 2,569 | 18,708 | 2017 년말 |
| 계 | 17,180 | 125,132 | |

자료: 한국투자증권

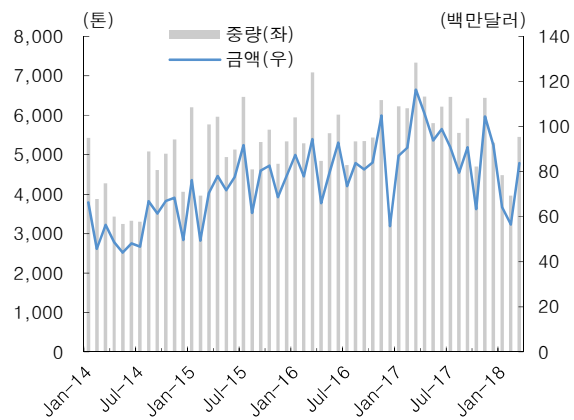
〈표 4〉 Global peers 대비 PER premium 추이

(단위: 배, %)

| | | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|--------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| KT&G | PER | 10.3 | 12.5 | 12.0 | 10.5 | 8.9 |
| | 목표주가 적용 Implied PER | 12.8 | 13.6 | 15.1 | 13.2 | 11.2 |
| Global peers | 평균 PER | 21.3 | 17.3 | 16.9 | 14.3 | 13.1 |
| PER premium | PER | (51.5) | (27.6) | (28.7) | (26.6) | (31.5) |
| | 목표주가 적용 Implied PER | (40.0) | (21.6) | (10.4) | (7.8) | (14.0) |

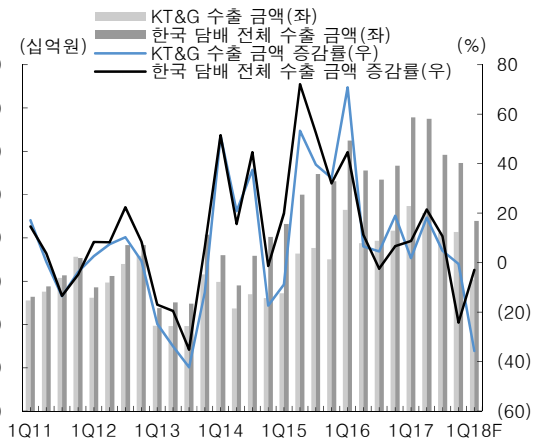
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국 담배 수출 동향



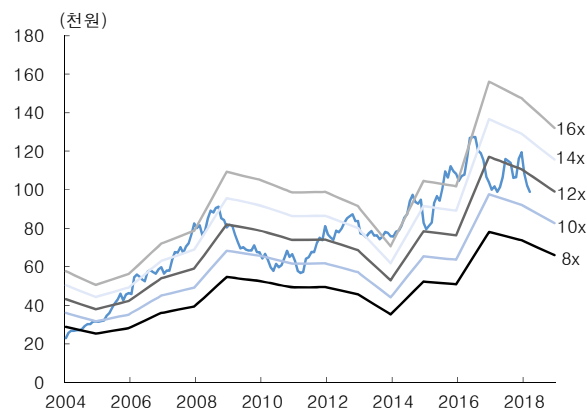
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 2] KT&G 분기 수출 동향



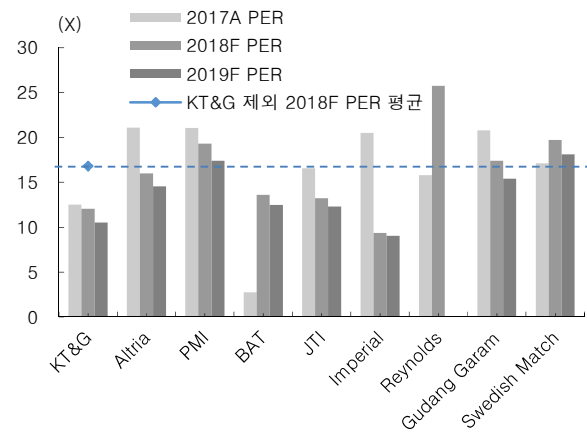
자료: KITA, KT&G, 한국투자증권

[그림 3] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] Global peers와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

주식회사 케이티앤지는 1987년 4월에 설립되어 2002년 12월에 한국담배인삼공사에서 케이티앤지로 사명을 변경했다. 당사는 크게 담배의 제조와 판매, 홍삼 및 건강기능식품의 제조와 판매를 주요사업으로 영위하고 있으며, 담배의 경우 2015년 기준 58.4%의 국내 시장 점유율을 기록하며 업계 1위를 유지하고 있다. 해외시장에서도 중앙아시아, 동남아, 미국을 거점으로 7개국에 지사/공장 형태로 진출해있으며 2011년 기준 총 45개국, 70여개 브랜드를 수출하고 있다. 홍삼 부문을 담당하는 자회사인 KGC인삼공사 또한 국내 최대 건강기능식품 기업으로 국내 총 1,000여개의 유통망, 60여개국에 수출하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 6,621 | 6,585 | 6,911 | 7,356 | 7,976 |
| 현금성자산 | 851 | 1,230 | 1,294 | 1,195 | 1,167 |
| 매출채권및기타채권 | 1,266 | 1,109 | 1,123 | 1,232 | 1,362 |
| 재고자산 | 2,265 | 2,317 | 2,466 | 2,706 | 2,990 |
| 비유동자산 | 3,192 | 3,391 | 3,558 | 3,842 | 4,149 |
| 투자자산 | 984 | 1,076 | 1,072 | 1,176 | 1,300 |
| 유형자산 | 1,602 | 1,757 | 1,903 | 2,026 | 2,142 |
| 무형자산 | 105 | 85 | 89 | 97 | 108 |
| 자산총계 | 9,813 | 9,976 | 10,469 | 11,199 | 12,125 |
| 유동부채 | 2,153 | 1,803 | 1,816 | 1,962 | 2,138 |
| 매입채무및기타채무 | 1,787 | 1,440 | 1,465 | 1,607 | 1,776 |
| 단기차입금및단기사채 | 137 | 175 | 175 | 175 | 175 |
| 유동성장기부채 | 10 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 비유동부채 | 541 | 343 | 348 | 366 | 407 |
| 사채 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 107 | 100 | 95 | 88 | 99 |
| 부채총계 | 2,694 | 2,146 | 2,164 | 2,329 | 2,545 |
| 지배주주지분 | 7,046 | 7,772 | 8,246 | 8,812 | 9,522 |
| 자본금 | 955 | 955 | 955 | 955 | 955 |
| 자본잉여금 | 510 | 484 | 484 | 484 | 484 |
| 기타자본 | (328) | (328) | (328) | (328) | (328) |
| 이익잉여금 | 6,009 | 6,745 | 7,220 | 7,785 | 8,495 |
| 비지배주주지분 | 73 | 58 | 58 | 59 | 59 |
| 자본총계 | 7,118 | 7,830 | 8,305 | 8,870 | 9,581 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 1,498 | 1,140 | 1,033 | 1,137 | 1,313 |
| 당기순이익 | 1,226 | 1,164 | 1,043 | 1,197 | 1,405 |
| 유형자산감가상각비 | 152 | 156 | 151 | 160 | 168 |
| 무형자산상각비 | 6 | 5 | 6 | 7 | 7 |
| 자산부채변동 | 176 | (152) | (166) | (230) | (272) |
| 기타 | (62) | (33) | (1) | 3 | 5 |
| 투자활동현금흐름 | (703) | (330) | (394) | (598) | (658) |
| 유형자산투자 | (162) | (318) | (307) | (294) | (294) |
| 유형자산매각 | 12 | 4 | 10 | 10 | 10 |
| 투자자산순증 | (508) | (27) | 10 | (98) | (117) |
| 무형자산순증 | (8) | (5) | (10) | (15) | (17) |
| 기타 | (37) | 16 | (97) | (201) | (240) |
| 재무활동현금흐름 | (488) | (434) | (575) | (638) | (684) |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | (55) | 45 | (6) | (6) | 11 |
| 배당금지급 | (428) | (460) | (505) | (568) | (631) |
| 기타 | (5) | (19) | (64) | (64) | (64) |
| 기타현금흐름 | (2) | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 305 | 379 | 64 | (99) | (28) |

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

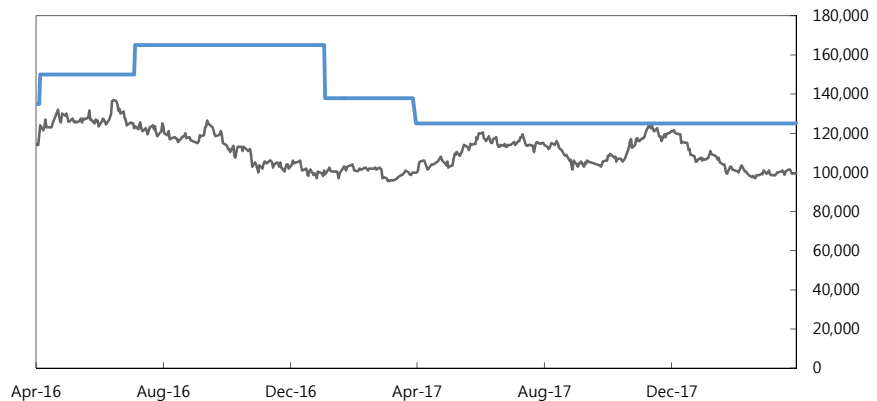
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,503 | 4,667 | 4,884 | 5,358 | 5,922 |
| 매출원가 | 1,797 | 1,909 | 2,037 | 2,204 | 2,374 |
| 매출총이익 | 2,707 | 2,758 | 2,847 | 3,154 | 3,548 |
| 판매관리비 | 1,236 | 1,332 | 1,495 | 1,616 | 1,738 |
| 영업이익 | 1,470 | 1,426 | 1,352 | 1,538 | 1,810 |
| 금융수익 | 67 | 69 | 75 | 79 | 84 |
| 이자수익 | 38 | 43 | 47 | 48 | 50 |
| 금융비용 | 15 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 이자비용 | 7 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 기타영업외손익 | 63 | (128) | (15) | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 2 | 6 | 6 | 6 | 7 |
| 세전계속사업이익 | 1,588 | 1,346 | 1,391 | 1,596 | 1,873 |
| 법인세비용 | 362 | 181 | 348 | 399 | 468 |
| 연결당기순이익 | 1,226 | 1,164 | 1,043 | 1,197 | 1,405 |
| 지배주주지분순이익 | 1,231 | 1,164 | 1,043 | 1,197 | 1,404 |
| 기타포괄이익 | 1 | 47 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 1,227 | 1,212 | 1,043 | 1,197 | 1,405 |
| 지배주주지분포괄이익 | 1,231 | 1,208 | 1,043 | 1,197 | 1,404 |
| EBITDA | 1,628 | 1,587 | 1,509 | 1,705 | 1,985 |

주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 9,759 | 9,217 | 8,257 | 9,476 | 11,123 |
| BPS | 53,709 | 59,000 | 62,455 | 66,572 | 71,743 |
| DPS | 3,600 | 4,000 | 4,500 | 5,000 | 5,500 |
| 성장성(% , YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 8.0 | 3.6 | 4.6 | 9.7 | 10.5 |
| 영업이익증가율 | 7.6 | (3.0) | (5.2) | 13.7 | 17.7 |
| 순이익증가율 | 18.9 | (5.5) | (10.4) | 14.8 | 17.4 |
| EPS증가율 | 18.7 | (5.6) | (10.4) | 14.8 | 17.4 |
| EBITDA증가율 | 6.6 | (2.5) | (4.9) | 13.0 | 16.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 32.6 | 30.6 | 27.7 | 28.7 | 30.6 |
| 순이익률 | 27.3 | 24.9 | 21.3 | 22.3 | 23.7 |
| EBITDA Margin | 36.2 | 34.0 | 30.9 | 31.8 | 33.5 |
| ROA | 13.3 | 11.8 | 10.2 | 11.0 | 12.0 |
| ROE | 18.6 | 15.7 | 13.0 | 14.0 | 15.3 |
| 배당수익률 | 3.6 | 3.5 | 4.5 | 5.0 | 5.5 |
| 배당성향 | 36.9 | 43.4 | 54.5 | 52.8 | 49.4 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | (2,265) | (2,533) | (2,700) | (2,750) | (2,902) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 3.7 | 3.6 | 3.1 | 3.0 | 2.9 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 10.3 | 12.5 | 12.1 | 10.5 | 8.9 |
| PBR | 1.9 | 2.0 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 7.0 | 8.2 | 7.1 | 6.2 | 5.3 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|--------------|------------|------|----------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| KT&G(033780) | 2016.04.14 | 매수 | 135,000원 | -14.4 | -11.9 |
| | 2016.04.22 | 매수 | 150,000원 | -15.1 | -8.7 |
| | 2016.07.22 | 매수 | 165,000원 | -32.3 | -23.3 |
| | 2017.01.20 | 매수 | 138,000원 | -27.4 | -24.6 |
| | 2017.04.17 | 매수 | 125,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 16일 현재 KT&G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 KT&G 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 80.3% | 19.2% | 0.5% |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.