

KT&G(033780)

그래도 바닥은 통과했다

전자담배로의 수요 이전으로 1분기 담배 내수 매출액 5% 감소
중동향 계약 체결 지연으로 담배 수출 44% 감소
2분기 이후 전자담배 점유율, 수출 개선 예상

Facts : 예상대로 부진

매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 9.4%, 21.2% 감소해, 우리 예상에는 부합했고, 컨센서스에는 소폭 못 미쳤다. 국내의 일반 쉐련 판매가 전자담배의 인기로 크게 축소되고, 중동향 수출이 대리상과의 계약 체결 지연으로 급감한 것이 실적 악화 주요인이다. 일반 쉐련의 점유율이 전년동기대비 0.5%p 상승하고 한국인삼공사의 실적이 개선됐으나 부족했다. 영업외수지는 외화관련손실 축소와 면세담배 관련 과징금의 환급 등 일회성이익이 발생해 예상보다 더 크게 개선됐다.

Pros & cons : 전자담배 공급 부족, 담배 수출 부진의 악재 겹쳐

1분기 국내 일반 쉐련시장 물량은 전년동기대비 11.1% 감소했는데, 우리는 이의 대부분이 전자담배 수요가 확대되었기 때문으로 분석한다. 전자담배시장의 비중이 약 10%로 상승했으나, 동사의 쉐련 공급이 부족해 이 시장 내 점유율이 약 9%에 머무른 것으로 추정된다. 결국 동사의 담배 총 판매는 8.9% 감소한 것으로 분석된다. 담배 수출 물량도 비중이 절반 수준인 중동/중양아시아향 판매가 대리상인 Alokozay와의 연간 계약 체결 지연으로 거의 중단돼 40.4%나 줄었다. 다행스럽게 4월에 Alokozay와의 계약이 체결돼 단가의 이슈는 있더라도 연간 수출 물량은 가이던스인 전년대비 4% 증가 정도는 실현할 듯 하다. 한편 한국인삼공사는 중화권 및 미국 등지로의 수출이 47.9% 증가하고 내수 매출액도 12.9% 성장하며, 영업이익이 16.0% 증가하는 호실적을 달성했다.

Action : 1분기 바닥으로 점진적 개선 예상

동사는 쉐련과 쉐련을 5월 중순 이후로는 47개시/군에, 3분기 이후로는 전국의 CVS에 판매할 계획이다. 현재 쉐련이 경쟁 전자담배 디바이스대비 인기가 크게 상승하고 있어 이로 인한 실적 개선뿐 아니라 쉐련의 판매량도 지속적으로 늘어날 전망이다. 이로 인해 동사의 국내 전체 담배 시장 내 점유율은 1분기 56.5%에서 4분기 60.4%까지 개선될 것이다. 중동향 수출도 1분기에서 이연된 물량이 2, 3분기에 추가돼 개선될 것으로 예상된다. Global peers대비 주가 할인폭이 축소되기는 하였지만, 수원부지 개발 등 특별한 이슈가 존재하고 전자담배시장 내 점유율 상승의 차별적 모멘텀이 있어 양호한 주가 흐름이 예상된다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/10)	2,464
주가(5/10)	100,500
시가총액(십억원)	13,798
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	125,000/96,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	34,285
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.4/53.4
주요주주(%)	국민연금 9.6
	중소기업은행 6.9

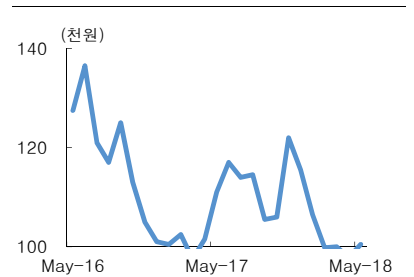
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.5	12.2	10.6
PBR(x)	2.0	1.6	1.5
ROE(%)	15.7	13.0	14.0
DY(%)	3.5	4.5	5.0
EV/EBITDA(x)	8.2	7.2	6.3
EPS(원)	9,217	8,257	9,476
BPS(원)	59,000	62,455	66,572

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.0)	(10.7)	(6.5)
KOSPI 대비(%p)	(1.5)	(7.6)	(15.1)

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 잠정 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	1Q17	YoY	4Q17	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	1,067.6	1,178.7	(9.4)	1,047.9	1.9	1,076.7	(0.8)	1,127.3	(5.3)
KT&G	572.3	726.0	(21.2)	683.3	(16.2)	594.1	(3.7)		
KGC	393.4	341.8	15.1	209.0	88.2	362.3	8.6		
기타	101.9	111.0	(8.2)	155.5	(34.5)	111.2	(8.4)		
매출총이익	634.1	700.6	(9.5)	596.6	6.3	624.0	1.6		
판매비	322.8	305.2	5.8	374.1	(13.7)	319.7	1.0		
영업이익	311.4	395.5	(21.2)	222.5	39.9	304.3	2.3	335.5	(7.2)
KT&G	213.3	319.9	(33.3)	243.4	(12.4)	230.0	(7.3)		
KGC	91.9	79.2	16.1	1.3	6,712.7	83.3	10.3		
기타	6.2	(3.6)	271.3	(22.2)	127.7	(9.0)	168.3		
세전이익	359.8	331.8	8.5	186.4	93.0	299.1	20.3	345.1	4.3
지배주주순이익	248.9	234.5	6.2	347.1	(28.0)	224.3	11.0	255.0	(2.4)
매출원가율	40.6	40.6		43.1		42.0			
판매비율	30.2	25.9		35.7		29.7			
영업이익률	29.2	33.5		21.2		28.3		29.8	
세전이익률	33.7	28.1		17.8		27.8		30.6	
지배주주지분 순이익률	23.3	19.9		33.1		20.8		22.6	

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Global peers 대비 PER premium

(단위: 배, %)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	12.2	10.6	9.0
	목표주가 적용 Implied PER	12.8	13.6	15.1	13.2	11.2
Global peers	평균 PER	21.3	17.3	16.3	13.7	12.7
PER premium	PER	(51.5)	(27.6)	(25.2)	(22.8)	(28.8)
	목표주가 적용 Implied PER	(40.0)	(21.6)	(7.0)	(4.0)	(11.4)

주: 5월 8일 종가 기준

자료: 한국투자증권

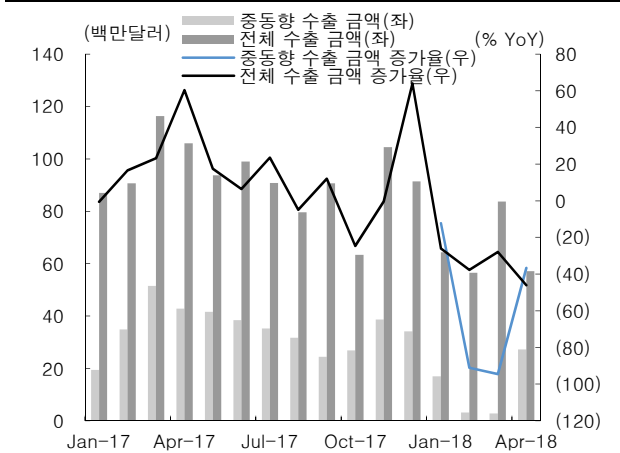
〈표 3〉 한국 담배시장과 KT&G 점유율 전망

(단위: 백만본)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
전체 담배시장(A)	백만본	16,839	18,934	20,541	16,956	16,610	18,606	20,629	17,942	73,314	73,787	73,601	73,431
일반권련시장	백만본	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,506	17,129	13,675	71,785	62,287	56,351	50,144
전자담배시장(B)	백만본	—	38	514	978	1,633	2,100	3,500	4,267	1,529	11,500	17,250	23,288
전자담배시장비중(B/A)	%	0.0%	0.2%	2.5%	5.8%	9.8%	11.3%	17.0%	23.8%	2.1%	15.6%	23.4%	31.7%
KT&G 일반권련 판매(C)	백만본	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,151	10,603	8,192	43,500	38,182	34,768	31,591
KT&G 전자담배 판매(D)	백만본	—	—	—	40	149	420	1,050	2,636	40	4,255	7,418	10,945
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	백만본	10,301	11,345	12,307	9,588	9,385	10,571	11,653	10,828	43,540	42,437	42,186	42,536
KT&G 일반권련 점유율	%	61.2%	60.0%	61.5%	59.6%	61.7%	61.5%	61.9%	59.9%	60.6%	61.3%	61.7%	63.0%
KT&G 전자담배 점유율	%	—	—	—	4.1%	9.1%	20.0%	30.0%	61.8%	2.6%	37.0%	43.0%	47.0%
KT&G 전체 담배 점유율	%	61.2%	59.9%	59.9%	56.5%	56.5%	56.8%	56.5%	60.4%	59.4%	57.5%	57.3%	57.9%

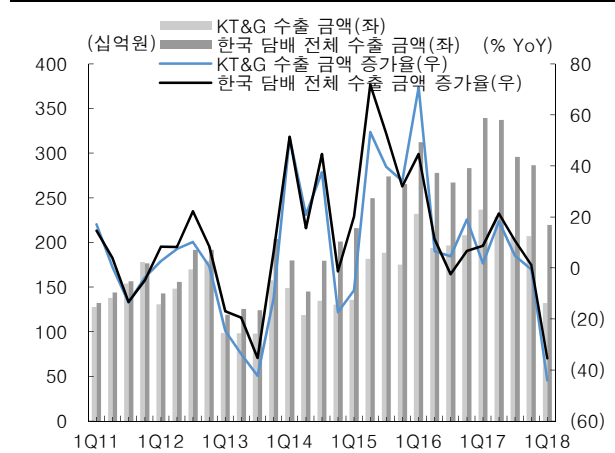
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국산 담배 월별 수출



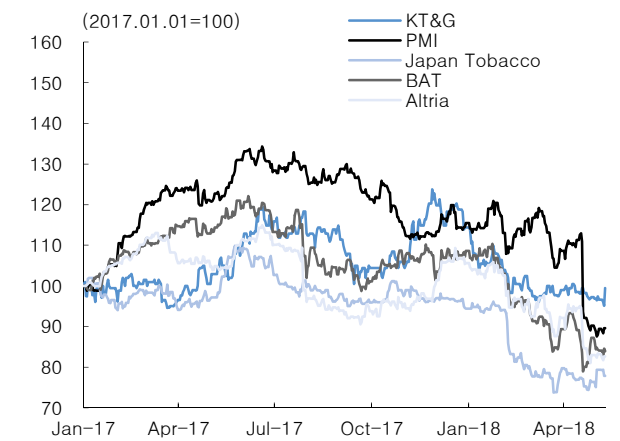
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 2] 한국산 담배 수출과 KT&G 담배 수출



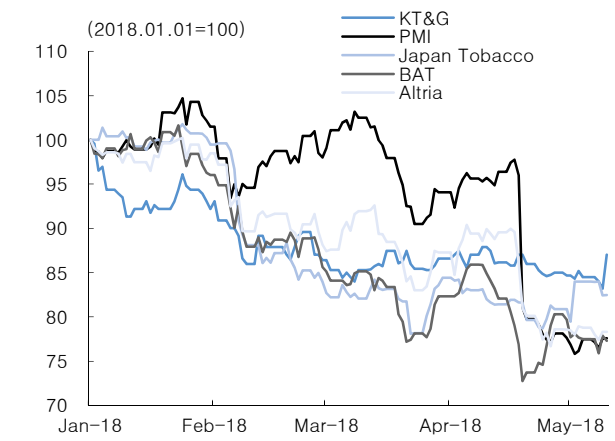
자료: KITA, KT&G, 한국투자증권

[그림 3] 세계 담배회사 주가 동향(2017.01.01=100)



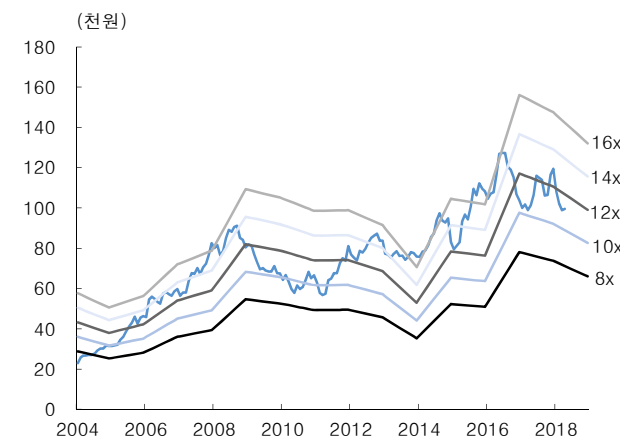
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 세계 담배회사 주가 동향(2018.01.01=100)



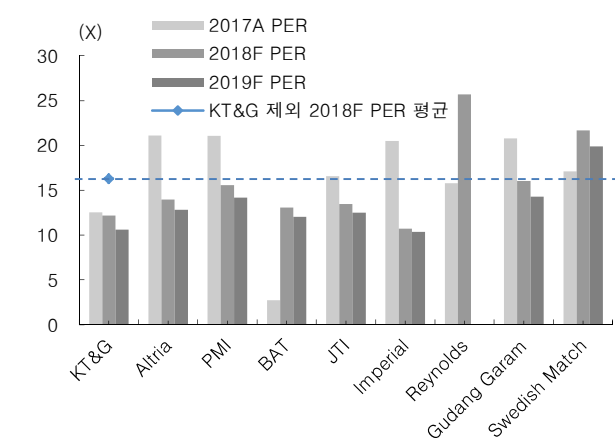
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 수정 PER 밴드



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] Global peer와의 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 수출하고있다.

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)

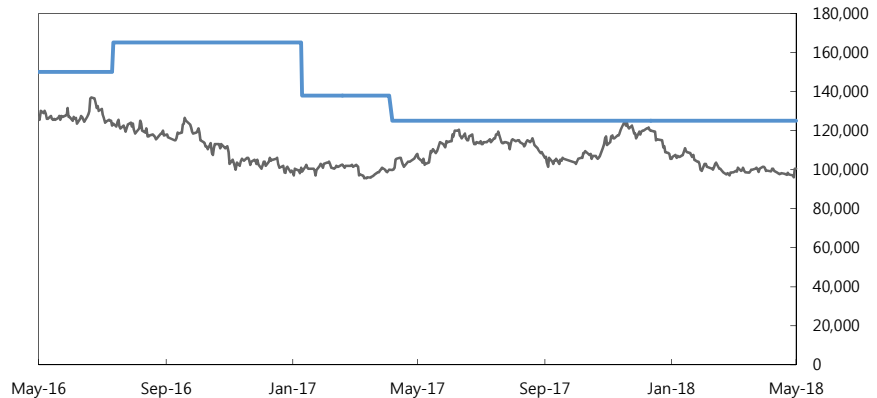
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503	4,667	4,884	5,358	5,922
매출원가	1,797	1,909	2,037	2,204	2,374
매출총이익	2,707	2,758	2,847	3,154	3,548
판매관리비	1,236	1,332	1,495	1,616	1,738
영업이익	1,470	1,426	1,352	1,538	1,810
금융수익	67	69	75	79	84
이자수익	38	43	47	48	50
금융비용	15	27	27	27	27
이자비용	7	9	9	9	9
기타영업외손익	63	(128)	(15)	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	12.2	10.6	9.0
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.0	8.2	7.2	6.3	5.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G(033780)	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	-12.5	0.0
	2018.04.17	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 11일 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 배주자는 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.