

2018/05/11

KT&G(033780)

음식료 이경신

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

핏 (FIT) 성장 확인이 필요한 시점

■ 1Q18 시장기대치를 하회하는 영업실적 시현

KT&G의 1Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1조 676억원 (-9.4% YoY), 3,114억원 (-21.2% YoY)으로, 일반담배 수량축소에 따른 고정비부담, 담배수출 선적지연 등에 따라 시장기대치 (3,355억원)를 하회했다.

내수담배는 궤련형 전자담배 수요증가의 기존 궤련시장 잠식에 따른 총수요 하락 (-11.1% YoY)을 보였다. KT&G 일반담배 물량하락은 -10.3% 수준이다. 핏 (FIT)이 일부 수요 이전분을 흡수한 것으로 추정하나, 아직 궤련형 전자담배시장 내 지배력은 시장기대치를 하회한다. 경쟁사로부터의 수요 유입에 따른 규모의 경제효과 확인은 가동률 안정이 기대되는 2Q18 이후로 예상된다. 순매출단가의 경우 회계기준 변경 및 면세담배 비중 하락에 따라 고가담배로의 mix개선에도 불구하고, 전년동기대비 개선세는 크지 않다. 수출담배는 신시장 중심의 저변확대가 지속되었으나, 주력시장인 중동향 선적지연 이슈에 따라 매출액은 -44.1% YoY 감소했다. 지연된 계약물량은 2Q18~3Q18 내 해소될 전망이다. 단 지역 mix 변화에 따른 평균단가 조정 가능성과 원달러환율 (-)효과에 대해서는 열어둘 필요가 있다.

홍삼부문은 전년도 3월에 시작된 사드여파에 대한 베이스효과와 법인 및 기타채널 판매호조 등에 따라 외형성장 (+15.1% YoY)이 견조했을 뿐 아니라 이익개선 (+16.0% YoY)을 통해 전사 영업이익 하락폭을 축소했다.

■ 주가 하방경직은 유효하나, 핏 (FIT) 성장 확인이 필요한 시점

Cash cow인 일반담배의 감소세가 지속되는 상황에서 궤련형 전자담배 시장 내 의미있는 지배력이 확인되기 전까지 영업실적 우하향 흐름에 따른 불투명한 상황이 주가 움직임에 부정적인 영향을 미칠 수 밖에 없다. 수출담배 선적지연과 관련된 리스크는 완화되었으나, 여전히 단가 및 환율의 (-)영향이 잔존한다는 부분도 일부 부담이다. 다만 추가적으로 영업실적 추정치 하락으로 이어질 악재의 출현 가능성이 낮고, KT&G의 현금 창출력이 유지된다는 점이 주가의 downside risk를 제한할 전망이다. 현상황에서 의미있는 주가 우상향 움직임의 원동력은 내수 일반담배 및 궤련형 전자담배시장 내 지배력 회복 여부이며, 따라서 2Q18 이후의 제한적인 일반담배 감소폭 및 핏 (FIT)의 의미있는 성장확인이 필요한 시점이라고 판단한다.

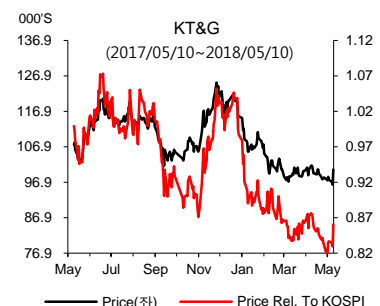
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	130,000원
종가(2018/05/10)	100,500원

Stock Indicator

자본금	955십억원
발행주식수	13,729만주
시가총액	13,798십억원
외국인지분율	53.4%
배당금(2017)	4,000원
EPS(2018E)	7,782원
BPS(2018E)	60,874원
ROE(2018E)	13.2%
52주 주가	96,100~125,000원
60일평균거래량	310,420주
60일평균거래대금	30.9십억원

Price Trend



<표1> KT&G 1Q18 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)					
	1Q18P	1Q17	YoY %	Consensus	diff (% , %p)
매출액	1,067.6	1,178.8	(9.4)	1,127.3	(5.3)
영업이익	311.4	395.5	(21.3)	335.5	(7.2)
영업이익률 %	29.2	33.5	(4.4)	29.8	(0.6)
세전이익	359.8	331.8	8.4	345.1	4.3
세전이익률 %	33.7	28.1	5.6	30.6	3.1

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 04월 10일 기준

<표3> KT&G 일반담배부문 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
내수담배 순매출액*	426.2	464.6	507.2	392.4	383.7	422.4	438.2	356.3	1,790.3	1,600.6	1,517.6
YoY %	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.7%	-10.0%	-9.1%	-13.6%	-9.2%	-2.7%	-10.6%	-5.2%
내수담배시장 (억본)	168.4	189.0	200.3	160.2	149.8	170.0	173.0	147.1	717.8	639.9	599.2
YoY %	-4.8%	-2.6%	-2.3%	-14.4%	-11.1%	-10.1%	-13.6%	-8.2%	-5.9%	-10.9%	-6.4%
KT&G (억본)	103.0	113.4	123.1	95.5	92.4	102.7	106.5	86.9	435.0	388.4	366.4
YoY %	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-10.3%	-9.5%	-13.5%	-9.0%	-3.8%	-10.7%	-5.6%
KT&G Q M/S %	61.2%	60.0%	61.5%	59.6%	61.7%	60.4%	61.5%	59.1%	60.6%	60.7%	61.2%
순매출단가 (갑, 원)	827.5	819.0	824.3	821.9	830.8	822.9	823.4	820.1	823.1	824.3	828.3
YoY %	2.8%	0.7%	1.0%	0.2%	0.4%	0.5%	-0.1%	-0.2%	1.2%	0.1%	0.5%
수출담배 매출액	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	248.9	282.1	216.4	878.5	879.8	842.2
YoY %	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-44.1%	8.8%	36.9%	4.6%	5.7%	0.1%	-4.3%
FX YoY %	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.5%	-7.1%	-4.4%	-4.6%	-2.3%	-2.6%	-3.1%	0.0%
해외매출수량 (억본)	132.7	112.9	115.4	110.2	79.1	141.1	161.6	116.8	471.1	498.6	470.8
YoY %	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-40.4%	25.0%	40.0%	6.0%	8.5%	5.8%	-5.6%
순매출단가 (갑, 달러)	0.31	0.36	0.32	0.34	0.31	0.33	0.32	0.34	0.33	0.33	0.33
YoY %	-6.4%	12.5%	-7.6%	3.9%	1.0%	-9.0%	2.5%	1.0%	0.4%	-1.4%	1.5%

자료: KT&G, 하이투자증권

주*: 내수담배는 일반 궤련담배를 의미하며, 1Q18 내수담배 영업실적 내 순매출액 및 순매출단가의 경우 하이투자증권 추정부문임

<표3> KT&G 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
연결 매출액	1,178.8	1,161.7	1,278.9	1,047.8	1,067.6	1,131.2	1,321.8	1,017.4	4,667.2	4,538.0	4,467.9
KT&G 개별	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	751.5	805.0	653.3	3,000.1	2,782.1	2,652.4
담배 내수**	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	456.3	500.2	423.9	1,793.8	1,785.5	1,895.3
담배 수출	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	248.9	282.1	216.4	878.5	879.8	842.2
부동산 / 기타	63.2	107.8	76.2	80.5	34.9	80.1	84.6	80.6	327.8	280.3	292.6
KGC	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	281.3	400.7	242.9	1,200.0	1,318.2	1,362.6
인삼 내수	320.5	240.6	347.0	205.7	361.9	252.6	371.3	211.9	1,113.8	1,197.7	1,233.6
인삼 수출	21.3	13.6	20.2	31.0	31.5	28.6	29.4	31.0	86.2	120.5	128.9
기타 및 조정	111.0	106.2	122.2	127.8	101.9	98.4	116.1	121.2	467.1	437.7	452.9
YoY %	8.0	6.8	4.8	(5.1)	(9.4)	(2.6)	3.4	(2.9)	3.6	(2.8)	(1.5)
KT&G 개별	3.5	7.5	4.7	(11.0)	(21.2)	(6.2)	2.0	(4.4)	1.1	(7.3)	(4.7)
담배 내수	0.5	(0.7)	1.8	(11.9)	(5.0)	(1.8)	(1.4)	7.1	(2.5)	(0.5)	6.1
담배 수출	1.9	18.2	4.8	(0.6)	(44.1)	8.8	36.9	4.6	5.7	0.1	(4.3)
부동산 / 기타	40.7	28.5	29.5	(26.9)	(44.8)	(25.7)	11.1	0.1	10.1	(14.5)	4.4
KGC	15.6	0.3	6.3	11.1	15.1	10.6	9.1	2.6	8.3	9.8	3.4
인삼 내수	12.8	(0.2)	4.9	5.7	12.9	5.0	7.0	3.0	6.0	7.5	3.0
인삼 수출	86.9	9.5	39.0	68.5	47.8	110.0	45.0	0.0	51.7	39.8	7.0
기타 및 조정	17.4	19.2	1.0	3.9	(8.2)	(7.3)	(4.9)	(5.1)	9.3	(6.3)	3.5
연결 영업이익	395.5	386.5	421.7	222.5	311.4	351.8	426.0	264.4	1,426.1	1,353.5	1,375.6
KT&G 개별	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	301.3	338.6	262.9	1,244.8	1,116.1	1,118.5
KGC	79.2	38.6	77.0	(9.4)	91.9	45.3	76.1	0.5	185.4	213.8	243.0
기타 및 조정	(3.6)	4.7	6.2	(11.5)	6.2	5.2	11.2	1.0	(4.2)	23.6	14.1
YoY %	0.6	11.7	(1.1)	(27.0)	(21.3)	(9.0)	1.0	18.8	(3.0)	(5.1)	1.6
KT&G 개별	(2.3)	6.3	(3.1)	(20.4)	(33.3)	(12.2)	0.0	8.0	(4.6)	(10.3)	0.2
KGC	15.0	10.0	12.2	(515.6)	16.0	17.3	(1.2)	(105.2)	6.0	15.3	13.7
OPM %	33.5	33.3	33.0	21.2	29.2	31.1	32.2	26.0	30.6	29.8	30.8
KT&G 개별	44.1	42.8	42.9	35.6	37.3	40.1	42.1	40.2	41.5	40.1	42.2
KGC	23.2	15.2	21.0	(4.0)	23.4	16.1	19.0	0.2	15.5	16.2	17.8

자료: KT&G, 하이투자증권

주**: 담배 내수분문에 일반담배 및 차세대담배 (디바이스, 궤련)이 포함됨

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,585	7,051	7,496	8,069
현금 및 현금성자산	1,230	2,001	2,010	2,182
단기금융자산	1,582	1,493	1,866	2,239
매출채권	1,109	1,027	1,206	1,248
재고자산	2,317	2,314	2,279	2,315
비유동자산	3,391	3,439	3,569	3,629
유형자산	1,757	1,713	1,745	1,760
무형자산	85	85	85	85
자산총계	9,976	10,490	11,065	11,698
유동부채	1,803	1,688	1,663	1,688
매입채무	63	202	382	575
단기차입금	175	150	150	150
유동성장기부채	4	25	25	25
비유동부채	343	386	386	386
사채	-	9	9	9
장기차입금	65	100	100	100
부채총계	2,146	2,074	2,049	2,074
지배주주지분	7,772	8,358	8,957	9,566
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	484	484	484	484
이익잉여금	6,745	7,283	7,836	8,397
기타자본항목	-328	-328	-328	-328
비지배주주지분	58	58	58	58
자본총계	7,830	8,416	9,015	9,624

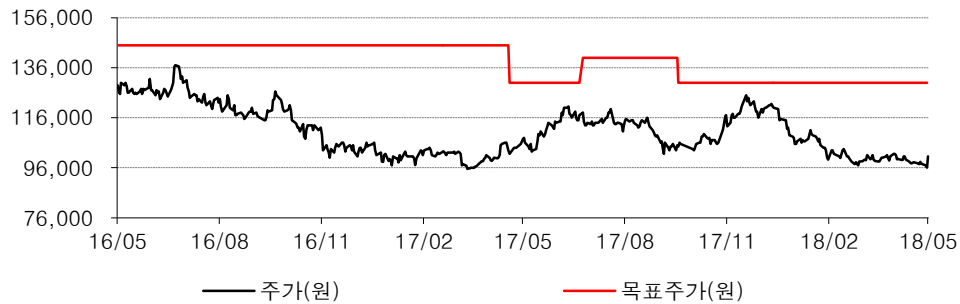
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,667	4,538	4,468	4,540
증가율(%)	3.6	-2.8	-1.5	1.6
매출원가	1,909	1,790	1,756	1,789
매출총이익	2,758	2,748	2,712	2,751
판매비와관리비	1,332	1,395	1,337	1,364
연구개발비	44	42	42	42
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,426	1,353	1,376	1,387
증가율(%)	-3.0	-5.1	1.6	0.8
영업이익률(%)	30.6	29.8	30.8	30.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	6	10	10	10
기타영업외손익	-128	44	12	12
세전계속사업이익	1,346	1,452	1,444	1,455
법인세비용	181	384	361	364
세전계속이익률(%)	28.8	32.0	32.3	32.1
당기순이익	1,164	1,069	1,083	1,092
순이익률(%)	24.9	23.6	24.2	24.0
지배주주귀속 순이익	1,164	1,068	1,083	1,092
기타포괄이익	47	47	47	47
총포괄이익	1,212	1,116	1,130	1,139
지배주주귀속총포괄이익	1,212	1,116	1,130	1,139

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,140	1,306	1,444	1,331
당기순이익	1,164	1,069	1,083	1,092
유형자산감가상각비	-	156	156	156
무형자산상각비	5	5	5	5
지분법관련손실(이익)	6	10	10	10
투자활동 현금흐름	-330	-187	-654	-602
유형자산의 처분(취득)	-318	-170	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	94	89	-373	-373
재무활동 현금흐름	-434	-483	-549	-549
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	9	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-460	-505	-530	-530
현금및현금성자산의증감	379	771	9	173
기초현금및현금성자산	851	1,230	2,001	2,010
기말현금및현금성자산	1,230	2,001	2,010	2,182

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	8,476	7,782	7,886	7,951
BPS	56,609	60,874	65,243	69,676
CFPS	8,515	8,955	9,059	9,124
DPS	4,000	4,200	4,200	4,200
Valuation(배)				
PER	13.6	12.9	12.7	12.6
PBR	2.0	1.7	1.5	1.4
PCR	13.6	11.2	11.1	11.0
EV/EBITDA	9.3	7.0	6.6	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.7	13.2	12.5	11.8
EBITDA 이익률	30.7	33.4	34.4	34.1
부채비율	27.4	24.6	22.7	21.5
순부채비율	-32.8	-38.1	-39.8	-43.0
매출채권회전율(x)	3.9	4.3	4.0	3.7
재고자산회전율(x)	2.0	2.0	1.9	2.0

자료 : KT&G, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(KT&G)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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 기관투자자 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 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-