

KT&G (033780)

1Q18 Re: 2분기 불패를 기대해

1Q18 Re: 국내 담배 ASP 상승 가시화 + 아쉬운 수출

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 676억원(YoY -9.4%), 3,114억원(YoY -21.2%)을 기록했다. KT&G 단독 매출액 및 영업이익은 각각 5,723억원(YoY -21.2%), 2,133억원(YoY -33.3%)을 시현했다.

부진한 실적은, ① 1분기 국내 궤련담배 총수요가 궤련형 전자담배 이전 수요 기인해 YoY 10.7% 감소했고, ② 수출 담배 물량이 주력 시장 선적 지연 기인해 YoY 40.6% 감소했기 때문이다. ③ 대구 분양 매출 인식이 마무리되면서 부동산 관련 매출도 YoY 44.8% 감소했다. 긍정적인 측면은, ① KT&G 국내 점유율이 61.7%(YoY +0.5p, QoQ +2.1%p)으로 상승 추세이며, ② 기존 궤련담배 고가 제품 판매 확대(예제 로열펠리스) 및 '릴 핏' 가격 인상 효과로 Mixed ASP 개선이 가시화되고 있다는 점이다. ③ 1분기 궤련형 전자담배 점유율은 9% 내외로 파악된다. '릴 핏'의 궤련형 전자담배 시장 내의 점유율은 11%로 추정된다. '릴 핏' 판매는 지역 커버리지 및 제품 라인업 확장을 통해 2분기부터 가파른 상승세를 보여줄 것으로 예상된다. ④ KGC 매출액 및 영업이익은 YoY 각각 15.1%, 16.0% 증가했다. 국내의 모두 견조한 판매 성과를 시현했다는 점이 주목할 만하다.

2분기부터 펀더멘탈 정상화 국면, 2분기 불패 이어갈 것

하나금융투자는 지난 리포트를 통해, 과거 5년 간 KT&G의 2분기 주가 수익률 성과가 가장 탁월했다고 밝혔다. 2014년/2015년/2016년/2017년 2분기 주가는 각각 14.4%/4.0%/25.1%/17.9% 상승했다. 매년 '1분기 주가 부진→2분기 견조한 주가 상승'의 같은 패턴이 반복되는 이유는, ① 배당락 이후 배당주에 대한 모멘텀 부재, ② 연초 사측의 보수적인 연간 가이드스 제시로 투자 매력 저하, ③ '담배' 특성상 1분기 계절성이 존재(금연 수요)해 실적 플레이가 제한적인 점으로 판단된다. 2분기부터, ① 수출 담배 발주 정상화, ② 지역 커버리지 확대 및 경쟁사 기기 교체 주기 도래에 따른 '릴 핏' 점유율 상승이 본격화될 것으로 기대한다. ③ 견조한 FCF 및 순현금 보유 감안시 배당 확대 가능성도 배제할 수 없다. 매수 적기로 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 143,000원 | CP(5월10일): 100,500원

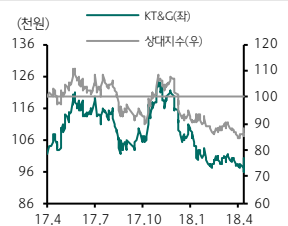
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,464.16
52주 최고/최저(원)	125,000/96,100
시가총액(십억원)	13,797.9
시가총액비중(%)	1.15
발행주식수(천주)	137,292.5
60일 평균 거래량(천주)	310.4
60일 평균 거래대금(십억원)	30.9
18년 배당금(예상, 원)	4,000
18년 배당수익률(예상, %)	3.98
외국인지분율(%)	53.40
주요주주 지분율(%)	
국민연금	9.61
중소기업은행	6.93
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.0) (10.7) (6.5)
상대	(1.5) (7.8) (13.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	4,737.2	4,990.9
영업이익(십억원)	1,389.3	1,476.9
순이익(십억원)	1,063.9	1,137.6
EPS(원)	7,768	8,284
BPS(원)	66,018	70,842

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	4,503.3	4,667.2	4,825.0	4,921.5	5,019.9
영업이익	십억원	1,469.6	1,426.1	1,403.7	1,490.8	1,631.1
세전이익	십억원	1,587.3	1,345.6	1,461.6	1,516.6	1,665.9
순이익	십억원	1,230.8	1,163.8	1,055.1	1,082.1	1,206.5
EPS	원	8,965	8,476	7,685	7,882	8,788
증감률	%	18.8	(5.5)	(9.3)	2.6	11.5
PER	배	11.27	13.63	13.08	12.75	11.44
PBR	배	1.88	1.96	1.60	1.50	1.39
EV/EBITDA	배	7.17	8.43	6.94	6.27	5.44
ROE	%	18.57	15.71	13.11	12.57	13.04
BPS	원	53,705	59,000	63,006	67,209	72,318
DPS	원	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

1분기 '릴 핏' 궤련형 전자담배
시장 내 점유율 11% 추정
→ 연말 30% 전망

1분기 담배시장: 전자담배 점유율 8.9% 추산, KT&G 2분기 판매 가속화 예상

1분기 국내 담배시장(궤련담배+궤련형 전자담배)은 전년대비 2.0% 감소한 것으로 추산된다. 궤련담배 수요는 전년대비 10.7% 감소했는데, 자연 감소 및 궤련형 전자담배로의 수요 이전에 기인한다. 1분기 궤련형 전자담배 점유율은 8.9%까지 상승하면서 전체 담배 수요 감소는 제한적이었던 것으로 판단된다. KT&G '릴 핏'의 궤련형 전자담배 시장 내의 점유율은 11%로 추정된다. '릴 핏' 판매는 지역 커버리지 및 제품 라인업 확대에 기인해 2분기부터 가속화될 것으로 전망한다. 연말 기준 궤련형 전자담배 시장 내 점유율은 30%까지 상승 가능할 것으로 예상한다. '릴 핏' ASP가 기존 궤련담배 대비 약 50% 이상 높다는 점을 감안시 올해 Mixed ASP는 YoY +3.0% 개선 가능할 것으로 추정한다.

2분기부터 '릴 핏' 판매
가속도 붙을 전망

2분기부터 펀더멘탈 정상화 국면

KT&G 펀더멘탈에 대한 우려는 크게 두 축이다.

첫 째, '릴 핏'의 판매 속도 및 Capa이다. 1분기 '릴 핏' 판매량은 1.5억 개비로 추산된다. 궤련형 전자담배 시장 내의 점유율은 11%에 불과하다. 지역 커버리지를 확대하기 시작한 시점이 불과한 달 전이라는 점과 5월~6월 본격적인 제품 라인업 확대가 계획되어 있다는 점을 상기하면 아직 실망하기는 이른 시점이다. 경쟁사 기기 교체 주기가 임박했다는 점도 2분기 '릴 핏' 판매에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다. 하나금융투자는 2분기 '릴 핏' 판매량은 3억 개비에 육박할 것으로 추정한다. 연간 판매량은 17억 개비로 전망한다. 이는 KT&G 국내 판매량의 약 4%, 국내 담배 매출의 약 6% 수준이다. 현재 Capa는 연간 20억 개비 이상 생산 가능한 수준으로 파악된다. 시장 확대 속도가 하나금융투자 가정 대비 빠르다 할지라도 생산 차질 가능성은 극히 제한적이다.

둘 째, 수출 담배 물량 회복 여부이다. 1분기는 중동 담배세 인상 및 환율 급등 기인해 선적이 지연되는 이슈가 발생했다. 4월 중 계약상과의 단가 인상이 마무리된 것으로 파악되며 2분기는 미션적 물량이 추가로 선적될 예정이다. 따라서 2분기는 YoY 견조한 물량 성장이 기대된다. 참고로, 하나금융투자는 2분기 수출 담배 매출액이 전년대비 26.6% 증가할 것으로 추정한다.

표 1. 1Q18 Review

(단위: 십억원)

	1Q18P	1Q17	YoY	Consen	%Diff
매출액	1,067.6	1,178.7	(9.4)	1,126.6	(5.2)
영업이익	311.4	395.3	(21.2)	335.2	(7.1)
세전이익	359.8	331.7	8.5	327.6	9.8
(지배)순이익	248.9	234.4	6.2	241.4	3.1
OPM %	29.2	33.5		29.8	
NPM %	23.3	19.9		21.4	

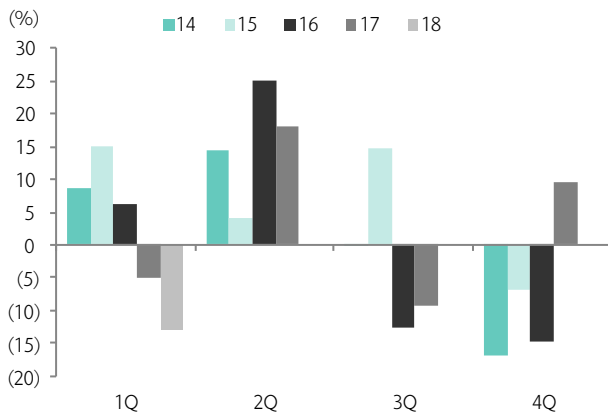
자료: 하나금융투자

2분기 불패 이어갈 것, 매수 적기 판단

편더멘탈은 1분기 바닥,
2분기 회복 감안시 매수 적기 판단

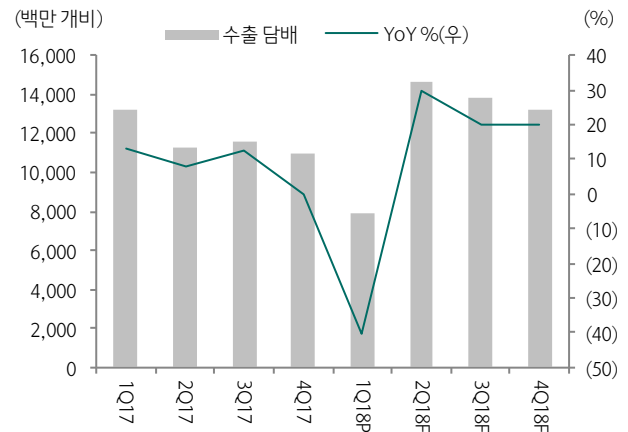
과거 5년 간 KT&G의 분기별 주가 수익률을 모니터링한 결과, 2분기 성과가 가장 탁월했다. 2014년/ 2015년/ 2016년/ 2017년 2분기 주가는 각각 14.4%/ 4.0%/ 25.1%/ 17.9% 상승했다. 매년 '1분기 주가 부진→ 2분기 견조한 주가 상승'의 같은 패턴이 반복되는 이유는, ① 배당락 이후 배당주에 대한 모멘텀 부재, ② 연초 사측의 보수적인 연간 가이드스 제시로 투자 매력 저하, ③ '담배' 특성상 1분기 계절성이 존재(금연 수요)해 실적 플레이가 제한적인 점으로 판단된다. 2분기부터, ① 수출 담배 발주 정상화, ② 지역 커버리지 확대 및 경쟁사 기기 교체 주기 도래에 따른 '릴 핏' 점유율 상승이 본격화될 것으로 기대한다. ③ 견조한 FCF 및 순현금 보유 감안시 배당 확대 가능성도 배제할 수 없다. 매수 적기로 판단한다.

그림 1. 분기별 주가 상승률: 2분기 주가 상승률이 가장 견조



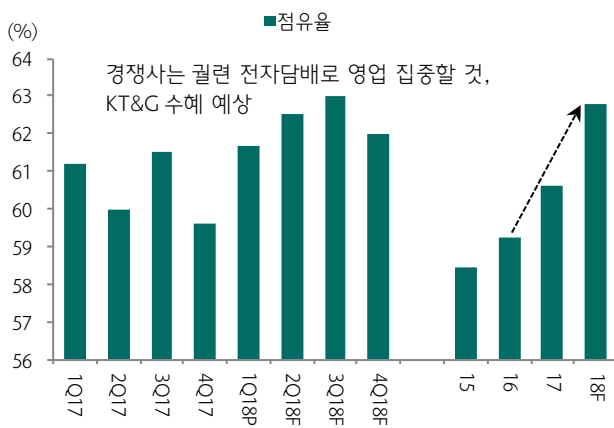
자료: 하나금융투자

그림 2. 수출 담배 물량은 2분기부터 회복 예상



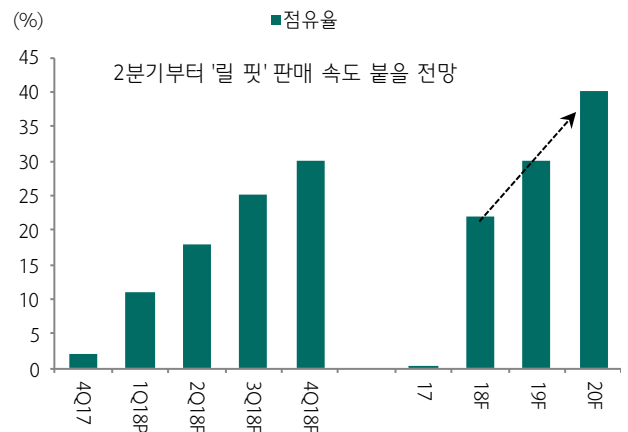
자료: 하나금융투자

그림 3. KT&G, 필연담배 시장 내 점유율 상승 추세



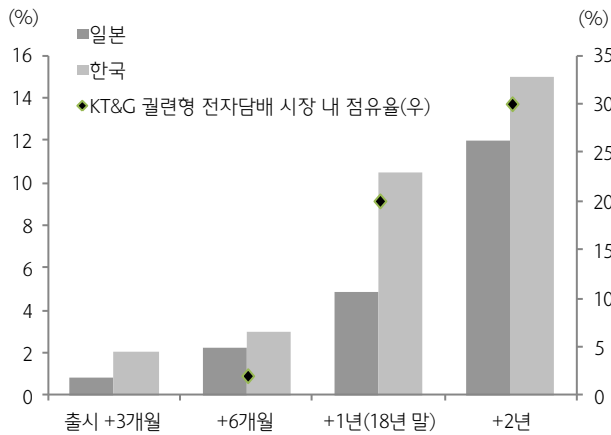
자료: 하나금융투자

그림 4. KT&G, 필연형 전자담배 시장 내 점유율 추이



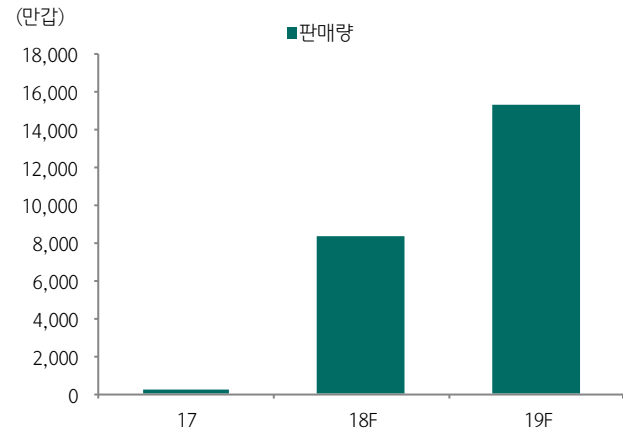
자료: 하나금융투자

그림 5. 올해 필연형 전자담배 연평균 점유율 11% 예상



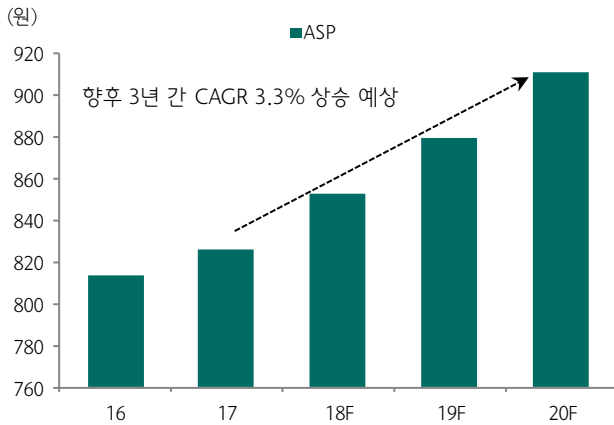
자료: 하나금융투자

그림 6. '릴 핏' 판매량 전망



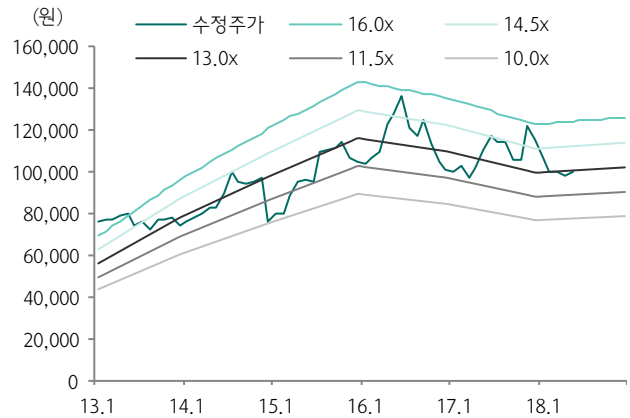
자료: 하나금융투자

그림 7. 담배 Mixed ASP YoY 3% 개선 예상



자료: 하나금융투자

그림 8. 역사적 12개월 Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

KT&G 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503.3	4,667.2	4,825.0	4,921.5	5,019.9
매출원가	1,796.7	1,908.9	1,997.5	2,027.6	2,058.2
매출총이익	2,706.6	2,758.3	2,827.5	2,893.9	2,961.7
판매비	1,237.0	1,332.2	1,423.7	1,403.0	1,330.6
영업이익	1,469.6	1,426.1	1,403.7	1,490.8	1,631.1
금융손익	52.6	41.5	59.1	65.8	74.8
종속/관계기업손익	2.1	5.7	(1.2)	(40.0)	(40.0)
기타영업외손익	63.1	(127.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,587.3	1,345.6	1,461.6	1,516.6	1,665.9
법인세	361.8	181.4	396.9	424.7	459.4
계속사업이익	1,225.5	1,164.2	1,064.7	1,092.0	1,206.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,225.5	1,164.2	1,064.7	1,092.0	1,206.5
비지배주주지분 손이익	(5.2)	0.5	9.6	9.8	0.0
지배주주순이익	1,230.8	1,163.8	1,055.1	1,082.1	1,206.5
지배주주지분포괄이익	1,230.1	1,207.7	1,061.2	1,088.4	1,202.5
NOPAT	1,134.6	1,233.8	1,022.5	1,073.4	1,181.3
EBITDA	1,628.3	1,587.2	1,585.8	1,676.7	1,821.0
성장성(%)					
매출액증가율	8.0	3.6	3.4	2.0	2.0
NOPAT증가율	13.8	8.7	(17.1)	5.0	10.1
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(0.1)	5.7	8.6
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(1.6)	6.2	9.4
(지배주주)순이익증가율	18.8	(5.4)	(9.3)	2.6	11.5
EPS증가율	18.8	(5.5)	(9.3)	2.6	11.5
수익성(%)					
매출총이익률	60.1	59.1	58.6	58.8	59.0
EBITDA이익률	36.2	34.0	32.9	34.1	36.3
영업이익률	32.6	30.6	29.1	30.3	32.5
계속사업이익률	27.2	24.9	22.1	22.2	24.0

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	7,685	7,882	8,788
BPS	53,705	59,000	63,006	67,209	72,318
CFPS	12,431	12,289	11,506	11,885	12,936
EBITDAPS	11,860	11,560	11,551	12,212	13,263
SPS	32,801	33,995	35,144	35,847	36,564
DPS	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000
주기지표(배)					
PER	11.3	13.6	13.1	12.8	11.4
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
PCFR	8.1	9.4	8.7	8.5	7.8
EV/EBITDA	7.2	8.4	6.9	6.3	5.4
PSR	3.1	3.4	2.9	2.8	2.7
재무비율(%)					
ROE	18.6	15.7	13.1	12.6	13.0
ROA	13.3	11.8	10.3	9.9	10.4
ROIC	26.4	29.5	23.4	23.8	25.8
부채비율	37.9	27.4	26.2	24.9	23.5
순부채비율	(31.8)	(32.4)	(34.1)	(37.4)	(41.1)
이자보상배율(배)	218.6	166.3	159.8	170.9	186.9

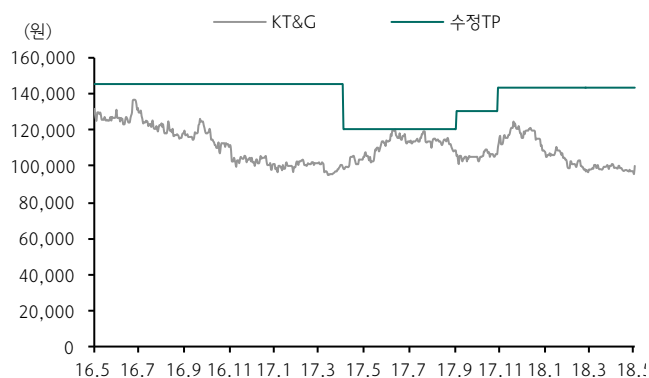
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,615.5	6,585.4	7,035.2	7,614.7	8,306.8
금융자산	2,527.0	2,812.1	3,134.4	3,635.9	4,248.4
현금성자산	850.8	1,230.2	1,499.0	1,967.7	2,546.9
매출채권 등	1,266.3	1,108.9	1,146.3	1,169.3	1,192.7
재고자산	2,265.4	2,317.5	2,395.8	2,443.7	2,492.6
기타유동자산	556.8	346.9	358.7	365.8	373.1
비유동자산	3,196.6	3,390.5	3,553.8	3,596.2	3,641.2
투자자산	984.5	1,076.3	1,112.7	1,134.9	1,157.6
금융자산	928.0	1,025.2	1,059.9	1,081.1	1,102.7
유형자산	1,606.5	1,757.0	1,888.8	1,913.6	1,940.3
무형자산	104.9	84.7	79.8	75.1	70.8
기타비유동자산	500.7	472.5	472.5	472.6	472.5
자산총계	9,812.1	9,975.9	10,589.0	11,210.9	11,948.0
유동부채	2,153.4	1,803.0	1,848.3	1,878.3	1,908.8
금융부채	146.2	178.4	174.7	174.7	174.7
매입채무 등	1,787.4	1,439.7	1,488.4	1,518.1	1,548.5
기타유동부채	219.8	184.9	185.2	185.5	185.6
비유동부채	540.9	343.1	351.3	356.4	361.5
금융부채	116.0	100.6	100.6	100.6	100.6
기타비유동부채	424.9	242.5	250.7	255.8	260.9
부채총계	2,694.3	2,146.1	2,199.6	2,234.6	2,270.3
지배주주지분	7,045.2	7,772.1	8,322.1	8,899.2	9,600.6
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	510.3	484.1	484.1	484.1	484.1
자본조정	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)
기타포괄이익누계액	(100.9)	(84.0)	(84.0)	(84.0)	(84.0)
이익잉여금	6,008.9	6,745.2	7,295.2	7,872.3	8,573.7
비지배주주지분	72.6	57.7	67.3	77.1	77.1
자본총계	7,117.8	7,829.8	8,389.4	8,976.3	9,677.7
순금융부채	(2,264.9)	(2,533.2)	(2,859.2)	(3,360.6)	(3,973.1)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,497.8	1,139.9	1,112.5	1,164.1	1,272.8
당기순이익	1,225.5	1,164.2	1,064.7	1,092.0	1,206.5
조정	96.8	128.1	118.2	115.1	110.2
감가상각비	158.7	161.0	182.1	185.8	189.9
외환거래손익	(48.4)	103.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(11.4)	(131.8)	(63.9)	(70.7)	(79.7)
영업활동 자산부채 변동	175.5	(152.4)	(70.4)	(43.0)	(43.9)
투자활동 현금흐름	(702.6)	(329.9)	(326.1)	(181.5)	(179.8)
투자자산감소(증가)	(108.7)	(86.1)	(36.4)	(22.3)	(22.7)
유형자산감소(증가)	(149.8)	(314.0)	(309.0)	(206.0)	(212.2)
기타	(444.1)	70.2	19.3	46.8	55.1
재무활동 현금흐름	(488.4)	(433.8)	(517.5)	(513.8)	(513.8)
금융부채증가(감소)	(74.1)	16.8	(3.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	25.6	(26.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(11.6)	36.1	(8.7)	(8.7)	(8.7)
배당지급	(428.3)	(460.4)	(505.1)	(505.1)	(505.1)
현금의 증감	304.6	379.4	268.8	468.7	579.2
Unlevered CFO	1,706.7	1,687.2	1,579.7	1,631.8	1,776.1
Free Cash Flow	1,336.0	821.5	803.5	958.1	1,060.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	143,000		
17.9.12	BUY	130,000	-18.76%	-15.77%
17.4.12	BUY	120,000	-7.11%	0.42%
16.6.27	BUY	145,000	-23.88%	-5.52%
16.4.6	BUY	133,000	-6.87%	-0.75%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 05월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.