

1. KT&G (033780) / BUY (유지) / TP 130,000원 (유지)

2Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

KT&G의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1조 719억원 (-7.7% YoY), 3,398억원 (-12.1% YoY)으로, 시장기대치 (3,593억원)를 하회할 전망이다.

내수담배는 쉼련형 전자담배의 수요 증가가 기존 쉼련시장을 잠식함에 따른 총수요 하락 (시장 -10.2% YoY, KT&G -9.0 % YoY 추정)이 예상된다. 최근 전국으로 유통망을 확대한 ‘핏 (Fiit)’ 이 일반담배로부터의 수요이전 물량을 일부 흡수하나, 가동률 및 일반담배와의 수익구조 차이를 고려시 의미있는 물량확대 가시성이 확보되기 전 이익에 대한 긍정적 기대는 어렵다. 2Q18 핏 판매량은 2.3억본으로 추정한다. PM의 히츠 (Heets) 성장속도 둔화가 후발주자의 시장잠식 모멘텀 또한 약화시킨다는 측면에서 아쉬움이 존재한다. 단 2018년 연초에 보장된 설비 안정화 및 유통망 전국 확대를 고려할 때 신규수요 창출 및 경쟁사로부터의 수요 유입에 따른 규모의 경제 효과 확인은 하반기 이후 가능하며, 주가방향성을 가늠할 수 있을 전망이다.

수출담배는 인도네시아 등 신시장 중심의 저변확대가 지속되고 있으나, 중동향 선적지연이슈의 일부 지속, 순매출단가 mix 둔화 및 원화강세 등에 따라 -18.2% YoY의 매출액 감소가 예상된다.

인삼의 경우 전년도 3월에 시작된 사드여파에 대한 베이스효과와 성장채널의 판매 호조 흐름이 외형확대로 이어질 가능성이 높다. 프로모션 확대로 영업이익은 전년 동기대비 4.4% 축소될 것으로 예상하나, 시장포화에도 불구하고, 여타 건기식 및 화장품으로의 카테고리 확대 흐름은 중장기 매출성장 및 시장지배력 확대 측면에서 긍정적이다.

단기 배당 측면의 보수적 접근 유효, 향후 우려 해소시 주가방향성 유관 예상

Cash cow인 일반담배의 감소세가 지속되는 상황에서 쉼련형 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 환율영향의 잔존 또한 일부 부담이다. 다만 추가적인 영업실적 추정치 하락관련 악재 출현 가능성이 낮고, KT&G의 현금 창출력이 유지된다는 점이 주가의 downside risk를 제한할 전망이다.

〈표1〉 KT&G 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C	diff (% , %p)
매출액	1,071.9	1,161.7	(7.7)	1,168.7	(8.3)
영업이익	339.8	386.5	(12.1)	359.3	(5.4)
영업이익률 %	31.7	33.3	(1.6)	30.7	1.0
세전이익	358.4	394.2	(9.1)	361.4	(0.8)
세전이익률 %	33.4	33.9	(0.5)	30.9	2.5

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 기준

〈표2〉 KT&G 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	1,178.8	1,161.7	1,278.9	1,047.8	1,067.6	1,071.9	1,298.3	1,048.8	4,667.2	4,486.6	4,513.4
KT&G 개별	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	684.9	769.4	680.6	3,000.1	2,707.2	2,661.5
담배 내수	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	450.7	477.7	410.9	1,793.8	1,744.4	1,811.1
담배 수출	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	187.2	233.2	236.8	878.5	789.5	846.1
부동산 / 기타	63.2	107.8	76.2	80.5	34.9	73.0	97.9	83.6	327.8	289.4	291.7
KGC	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	288.5	412.8	247.0	1,200.0	1,341.7	1,398.9
인삼 내수	320.5	240.6	347.0	205.7	361.9	259.8	383.4	216.0	1,113.8	1,221.2	1,270.0
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)	(7.7)	1.5	0.1	3.6	(3.9)	0.6
KT&G 개별	3.5	7.5	4.7	(11.0)	(21.2)	(14.5)	(2.5)	(0.4)	1.1	(9.8)	(1.7)
담배 내수	0.5	(0.7)	1.8	(11.9)	(5.0)	(3.0)	(5.8)	3.8	(2.5)	(2.8)	3.8
담배 수출	1.9	18.2	4.8	(0.6)	(44.1)	(18.2)	13.2	14.4	5.7	(10.1)	7.2
부동산 / 기타	40.7	28.5	29.5	(26.9)	(44.8)	(32.3)	28.5	3.9	10.1	(11.7)	0.8
KGC	15.6	0.3	6.3	11.1	15.1	13.5	12.4	4.3	8.3	11.8	4.3
인삼 내수	12.8	(0.2)	4.9	5.7	12.9	8.0	10.5	5.0	6.0	9.6	4.0
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	339.8	414.6	267.9	1,426.1	1,333.7	1,385.8
KT&G 개별	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	282.7	330.1	271.4	1,244.8	1,097.4	1,122.5
KGC	79.2	38.6	77.0	(9.4)	91.9	50.5	76.4	(4.4)	185.4	214.3	249.2
기타 및 조정	(3.6)	4.7	6.2	(11.5)	6.2	6.7	8.2	1.0	(4.2)	22.0	14.1
YoY %	0.6	11.7	(1.1)	(27.0)	(21.3)	(12.1)	(1.7)	20.4	(3.0)	(6.5)	3.9
KT&G 개별	(2.3)	6.3	(3.1)	(20.4)	(33.3)	(17.6)	(2.5)	11.5	(4.6)	(11.8)	2.3
KGC	15.0	10.0	12.2	(515.6)	16.0	30.7	(0.8)	(52.7)	6.0	15.6	16.3
OPM %	33.5	33.3	33.0	21.2	29.2	31.7	31.9	25.5	30.6	29.7	30.7
KT&G 개별	44.1	42.8	42.9	35.6	37.3	41.3	42.9	39.9	41.5	40.5	42.2
KGC	23.2	15.2	21.0	(4.0)	23.4	17.5	18.5	(1.8)	15.5	16.0	17.8

자료: KT&G, 하이투자증권

〈표3〉 KT&G 담배부문 실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
내수담배 매출액 (일반+핏)	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	450.7	477.7	410.9	1,793.8	1,744.4	1,811.1
YoY %	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	-3.0%	-5.8%	3.8%	-2.5%	-2.8%	3.8%
내수담배 순매출액	426.2	464.6	507.2	392.4	383.7	424.8	438.2	360.2	1,790.3	1,606.9	1,523.6
YoY %	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.7%	-10.0%	-8.6%	-13.6%	-8.2%	-2.7%	-10.2%	-5.2%
내수담배시장 (억본)	168.4	189.0	200.3	160.2	149.8	169.8	177.0	150.6	717.8	647.2	620.2
YoY %	-4.8%	-2.6%	-2.3%	-14.4%	-11.1%	-10.2%	-11.6%	-6.0%	-5.9%	-9.8%	-4.2%
KT&G (억본)	103.0	113.4	123.1	95.5	92.4	103.2	106.5	87.8	435.0	389.9	367.9
YoY %	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-10.3%	-9.0%	-13.5%	-8.0%	-3.8%	-10.4%	-5.6%
KT&G Q M/S %	61.2%	60.0%	61.5%	59.6%	61.7%	60.8%	60.1%	58.3%	60.6%	60.2%	59.3%
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%
KT&G 핏 순매출액	0.0	0.0	0.0	3.5	16.1	25.9	39.5	50.7	3.5	132.2	287.5
YoY %	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1349.5%	n/a	3678.3%	117.4%
핏 (Fit, 억본)	0.0	0.0	0.0	0.4	1.4	2.3	3.5	4.5	0.4	11.7	25.5
YoY %	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1185.7%	n/a	3251.4%	117.4%
수출담배 매출액	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	187.2	233.2	236.8	878.5	789.5	846.1
YoY %	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-44.1%	-18.2%	13.2%	14.4%	5.7%	-10.1%	7.2%
FX YoY %	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.5%	-7.1%	-3.2%	-4.5%	-0.5%	-2.6%	-3.1%	0.0%
해외매출수량 (억본)	132.7	112.9	115.4	110.2	79.1	101.6	132.7	126.7	471.1	440.1	469.0
YoY %	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-40.4%	-10.0%	15.0%	15.0%	8.5%	-6.6%	6.6%
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%	-8.5%	3.0%	0.0%	0.4%	-1.4%	1.5%

자료: KT & G, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,585	6,983	7,428	7,969	매출액	4,667	4,487	4,513	4,591
현금 및 현금성자산	1,230	1,970	1,906	2,042	증가율(%)	3.6	-3.9	0.6	1.7
단기금융자산	1,582	1,493	1,866	2,239	매출원가	1,909	1,761	1,775	1,809
매출채권	1,109	1,015	1,219	1,262	매출총이익	2,758	2,726	2,738	2,781
재고자산	2,317	2,288	2,302	2,341	판매비와관리비	1,332	1,392	1,352	1,381
비유동자산	3,391	3,439	3,569	3,629	연구개발비	44	42	42	43
유형자산	1,757	1,713	1,745	1,760	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	85	85	85	85	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,976	10,422	10,997	11,597	영업이익	1,426	1,334	1,386	1,400
유동부채	1,803	1,667	1,677	1,702	증가율(%)	-3.0	-6.5	3.9	1.1
매입채무	63	181	397	590	영업이익률(%)	30.6	29.7	30.7	30.5
단기차입금	175	150	150	150	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	4	25	25	25	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	343	386	386	386	지분법이익(손실)	6	7	10	10
사채	-	9	9	9	기타영업외손익	-128	21	12	12
장기차입금	65	100	100	100	세전계속사업이익	1,346	1,433	1,454	1,470
부채총계	2,146	2,053	2,064	2,089	법인세비용	181	411	407	412
지배주주지분	7,772	8,311	8,875	9,450	세전계속이익률(%)	28.8	31.9	32.2	32.0
자본금	955	955	955	955	당기순이익	1,164	1,022	1,047	1,058
자본잉여금	484	484	484	484	순이익률(%)	24.9	22.8	23.2	23.1
이익잉여금	6,745	7,236	7,753	8,281	지배주주귀속 순이익	1,164	1,021	1,047	1,058
기타자본항목	-328	-328	-328	-328	기타포괄이익	47	47	47	47
비지배주주지분	58	58	58	58	총포괄이익	1,212	1,069	1,095	1,106
자본총계	7,830	8,369	8,933	9,509	지배주주귀속총포괄이익	1,212	1,069	1,095	1,106
현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,140	1,290	1,346	1,293	주당지표(원)				
당기순이익	1,164	1,022	1,047	1,058	EPS	8,476	7,440	7,628	7,709
유형자산감가상각비	-	156	156	156	BPS	56,609	60,532	64,642	68,834
무형자산상각비	5	5	5	5	CFPS	8,515	8,613	8,801	8,882
지분법관련손실(이익)	6	7	10	10	DPS	4,000	4,200	4,200	4,200
투자활동 현금흐름	-330	-187	-654	-602	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-318	-170	-170	-170	PER	13.6	14.4	14.0	13.9
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PBR	2.0	1.8	1.7	1.6
금융상품의 증감	94	89	-373	-373	PCR	13.6	12.4	12.2	12.0
재무활동 현금흐름	-434	-483	-549	-549	EV/EBITDA	9.3	7.7	7.2	6.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	9	-	-	ROE	15.7	12.7	12.2	11.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	30.7	33.3	34.3	34.0
배당금지급	-460	-505	-530	-530	부채비율	27.4	24.5	23.1	22.0
현금및현금성자산의증감	379	740	-64	135	순부채비율	-32.8	-38.0	-39.1	-42.0
기초현금및현금성자산	851	1,230	1,970	1,906	매출채권회전율(x)	3.9	4.2	4.0	3.7
기말현금및현금성자산	1,230	1,970	1,906	2,042	재고자산회전율(x)	2.0	1.9	2.0	2.0

자료 : KT&G, 하이투자증권 리서치센터