

KT&G(033780)

2Q18 Preview: 포트폴리오의 효과

실망해야 할까 좋아해야 할까

2분기 연결 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 0.2%, 4.9% 감소해 영업이익 기준으로 컨센서스를 5.7% 상회할 것으로 전망한다. 본업인 국내외 담배사업은 전자담배 수요 확대에 의한 전체 담배시장 내 점유율의 하락 및 수출 단가의 하락으로 예상보다 부진할 것으로 추정된다. 그러나 2분기부터 수원부지 개발 관련 이익이 반영되고 한국인삼공사의 실적이 개선돼 이를 어느 정도 만회할 것으로 예상된다.

수출, 회복 중이나 눈높이는 낮춰야

2분기 수출은 4월에 중동향 수출 대리상인 Alokozay와의 판매 계약이 늦게나마 체결돼 크게 회복될 것으로 기대되어 왔다. 하지만 무역협회 자료에 따르면 2분기 한국산 담배의 중동향 수출액은 전년동기대비 12.6% 감소했다. 물량은 5.1%만 증가하고 달러 ASP는 16.8%나 하락했다. 이러한 흐름으로 유추하건대 동사의 중동 수출도 2분기보다는 3분기에 본격적으로 회복될 듯하다. 다만 달러 ASP에 대한 눈높이는 낮춰야 할 것으로 보인다. 중동, 러시아, 동남아시아 등 동사의 주요 수출지역에서는 잇따른 세금 인상과 현지 통화 절하로 수입산 담배에 대한 수요가 감소한 상황이다. 따라서 수출 ASP는 대리상으로의 인센티브 지급 등 다양한 형식으로 하락할 위험이 있다고 본다. 브랜드가치에 영향을 주는 가격을 제한적으로 낮추려면 일정 부분 물량 감소도 감내해야 할 구간으로 보인다. 우리는 2분기 담배 수출 물량이 7.2% 증가, 달러 ASP는 11.0% 하락, 수출 금액은 8.8% 감소할 것으로 전망한다. 2018년 연간 수출액 증가율은 이러한 시장 환경을 반영해 종전 대비 5%p 이상 낮은 -4.8%로 추정치를 변경한다.

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

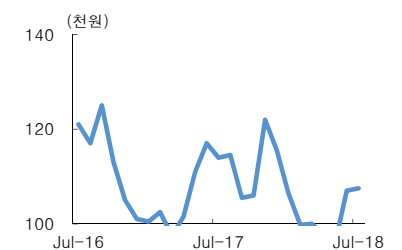
Stock Data

KOSPI(7/18)	2,290
주가(7/18)	107,500
시가총액(십억원)	14,759
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(가)	125,000/96,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,138
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.3/53.8
주요주주(%)	국민연금 9.6
	중소기업은행 6.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.9	0.9	(6.1)
KOSPI 대비(%p)	6.5	9.9	(0.5)

주가추이



자료: WISEfn

	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	4,858	1,366	1,053	8,341	(9.5)	1,522	12.9	7.7	1.7	13.1	4.2
2019F	5,552	1,602	1,245	9,859	18.2	1,769	10.9	6.6	1.6	14.5	4.7
2020F	6,219	1,874	1,452	11,501	16.7	2,049	9.3	5.6	1.5	15.7	5.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

전자담배 판매량은 계속 증가할 것

2분기 국내 일반 궐련시장은 전년동기대비 10% 이상 감소하고, 전자담배시장의 전체 담배시장 내 비중은 12.9%까지 상승할 것으로 추정된다. 동사의 전자담배 판매량은 1분기 1.5억본 수준에서 2분기 3억본 이상으로 추산된다. 생산 자동화가 빠르게 진척돼 판매지역을 3월말에 6개 광역도시로, 5월에는 46개도시 1.7만 개의 편의점으로 넓혔다. 7월 18일부터 전국 4만여개의 편의점에 제품을 공급할 예정으로 하반기에는 핏의 판매량이 더 늘어날 것이 확실시된다.

그러나 전자담배 판매 증가는 단기적으로는 수익성 저하 요인

식약청의 유해성 발표 이후에도 전자담배시장의 성장은 지속되고 있으며, 앞으로도 동사 및 경쟁사의 신제품 출시가 계속될 것으로 보여 일반 궐련시장을 계속 잠식해나갈 전망이다. 전자담배시장에 늦게 뛰어든 동사는 최근 이러한 전자담배시장의 빠른 확장으로 점유율이 하락해 왔다. 2분기에도 일반 궐련 점유율은 62.0%로 추정되나, 전자담배를 포함한 전체 담배시장 내 점유율은 전년동기 59.9%에서 55.7%로 하락할 것으로 보인다. 3분기는 동사의 판매지역 확대 효과로 전체 점유율은 56.0%로 개선될 것으로 보이나, 중장기적으로는 전자담배시장의 확대 속도와 동사의 제품 공급 또는 신제품 출시 속도의 괴리에 따라 점유율이 출렁거릴 가능성이 있다. 전자담배는 장기적으로 보면 건강 지향 또는 다양한 디바이스 및 맛의 차별화로 기존 담배보다 ASP를 쉽게 올릴 수 있어 수익에 도움이 될 수 있다. 다만 향후 1~2년간은 세계적으로 이 시장 선점을 위한 마케팅과 신제품 경쟁이 치열하고 고수익인 일반 담배 판매량을 축소시키는 효과 때문에 담배업체의 수익성을 낮추는 요인이 될 전망이다.

수원부지 개발이 담배사업 위험을 상쇄, 매수 유지

우리는 수출 전망을 하향하나 2분기부터 반영되는 수원부지 개발 실적(약 4년간 1.6조원의 매출액, 영업이익률 50% 기대)을 반영해 2019년 이후 영업이익은 약 4% 상향한다. 목표주가는 실적 상향 폭이 크지 않고 세계 담배 경쟁사와의 PER 괴리가 최근 크게 줄어 2018년 예상 PER 기준 15.0배인 125,000원을 그대로 유지한다. 세계 담배 회사들의 주가는 올해 들어 급락했는데, 이는 금리 상승으로 배당주의 메리트가 약화된 점, 중동/러시아/동남아의 세금 인상과 이로 인한 수요 위축 우려, 전자담배 판매 증가 속도 둔화 등에 기인한다. 우리는 최근 동사의 주가가 peers 대비 상승한 이유는 전자담배 공급량 증가, 수원부지 개발, 스튜어드쉽코드 도입 등에 따른 배당 증가 기대 등 때문이라 판단한다. Peers가 분사 등으로 대부분 담배사업에 집중된 사업 구조를 갖고 있는데 반해 동사는 홍삼, 부동산 개발 등 상대적으로 개선 여력이 더 큰 사업을 갖고 있다. 이러한 점이 현재 시장 상황에서는 강점이 되고 있으며, 따라서 peers대비 주가지표 저평가 폭이 앞으로 더 해소될지 지켜볼 만하다. 이는 담배 매출액 동향과 금리상승/스튜어드쉽코드 도입 등으로 시장의 관심이 더욱 집중될 올해 배당이 얼마가 될 것이냐에 따라 달라질 것으로 본다.

〈표 1〉 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	Consensus	차이
매출액	1,159.4	1,161.7	(0.2)	1,067.6	8.6	1,148.2	1.0
매출총이익	708.6	699.9	1.2	634.1	11.8		
판매비	341.2	313.5	8.9	322.8	5.7		
영업이익	367.4	386.5	(4.9)	311.4	18.0	347.7	5.7
세전이익	414.0	394.2	5.0	359.8	15.1	352.0	17.6
당기순이익	306.4	274.7	11.5	249.4	22.9	262.9	16.5
지배주주지분 순이익	306.2	274.3	11.6	248.9	23.0	269.8	13.5
매출원가율	38.9	39.8		40.6			
판매비율	29.4	27.0		30.2			
영업이익률	31.7	33.3		29.2		30.3	
세전이익률	35.7	33.9		33.7			
지배주주지분 순이익률	26.4	23.6		23.3		23.5	

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 후		변경 전		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	4,858	5,552	4,884	5,358	(0.5)	3.6
영업이익	1,366	1,602	1,352	1,538	1.0	4.2
지배주주순이익	1,053	1,245	1,043	1,197	1.0	4.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 Global peers 대비 PER premium 추이

(단위: 배, %)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	12.9	10.9	9.3
	목표주가 적용 Implied PER			15.0	12.7	10.9
Global peers	평균 PER	21.3	17.3	16.7	14.2	13.1
PER premium	PER	(51.5)	(27.6)	(22.8)	(23.1)	(28.5)
	목표주가 적용 Implied PER			(10.3)	(10.6)	(16.8)

주: 7월 18일 종가 기준

자료: 한국투자증권

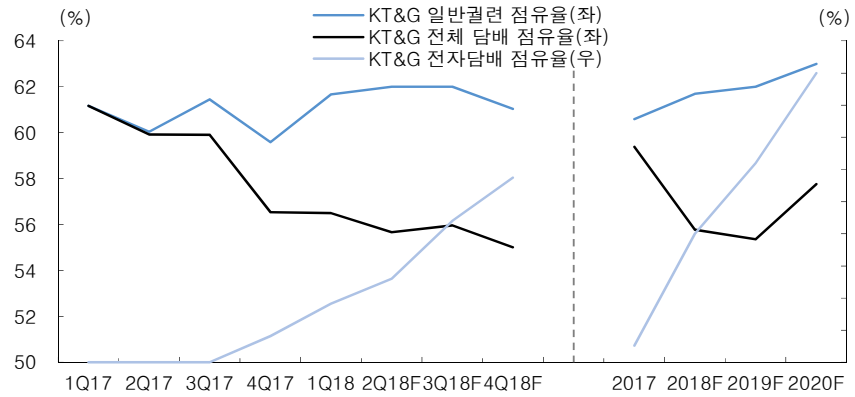
〈표 4〉 한국 담배시장과 KT&G 점유율 전망

(단위: 백만본)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
전체 담배시장(A)	16,839	18,934	20,541	16,956	16,610	18,589	19,874	17,493	73,314	72,567	72,131	71,621
일반결련시장	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,189	16,874	14,226	71,785	62,267	56,681	50,764
전자담배시장(B)	—	38	514	978	1,633	2,400	3,000	3,267	1,529	10,300	15,450	20,858
전자담배시장비중(% B/A)	—	0.2	2.5	5.8	9.8	12.9	15.1	18.7	2.1	14.2	21.4	29.1
KT&G 일반결련 판매(C)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,037	10,462	8,683	43,500	38,419	35,142	31,981
KT&G 전자담배 판매(D)	—	—	—	40	149	312	660	939	40	2,060	4,790	9,386
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,385	10,349	11,122	9,622	43,540	40,479	39,932	41,367
(% YoY)												
전체 담배시장(A)	(4.8)	(2.4)	0.2	(9.4)	(1.4)	(1.8)	(3.2)	3.2	(4.6)	(1.0)	(0.6)	(0.7)
일반결련시장	(4.8)	(2.6)	(2.3)	(14.4)	(11.1)	(14.3)	(15.7)	(11.2)	(5.9)	(13.3)	(9.0)	(10.4)
전자담배시장(B)	—	—	—	—	—	6,237.9	484.2	234.2	177.3	573.7	50.0	35.0
KT&G 일반결련 판매(C)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.8)	(10.3)	(11.5)	(15.0)	(9.1)	(3.8)	(11.7)	(8.5)	(9.0)
KT&G 전자담배 판매(D)	—	—	—	—	—	—	—	2247.5	—	5,050.0	132.5	96.0
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.5)	(8.9)	(8.8)	(9.6)	0.4	(3.7)	(7.0)	(1.4)	3.6
(%, 각 시장대비)												
KT&G 일반결련 점유율	61.2	60.0	61.5	59.6	61.7	62.0	62.0	61.0	60.6	61.7	62.0	63.0
KT&G 전자담배 점유율	—	—	—	4.1	9.1	13.0	22.0	28.7	2.6	20.0	31.0	45.0
KT&G 전체 담배 점유율	61.2	59.9	59.9	56.5	56.5	55.7	56.0	55.0	59.4	55.8	55.4	57.8

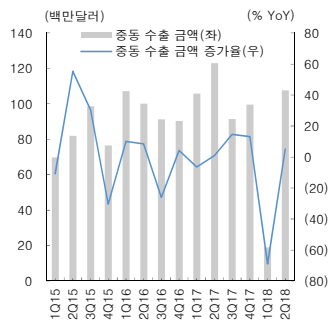
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 1] KT&G 담배 점유율 전망



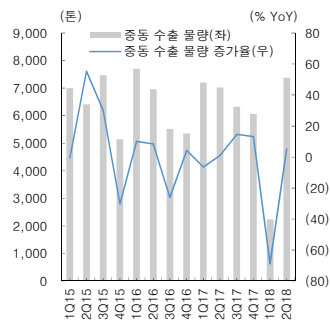
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 2] 한국산 담배 중동 수출 금액



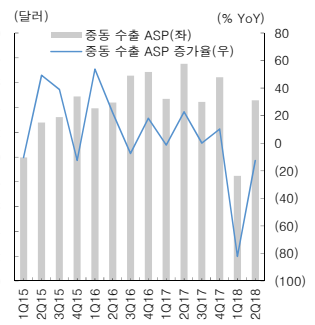
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3] 한국산 담배 중동 수출 물량



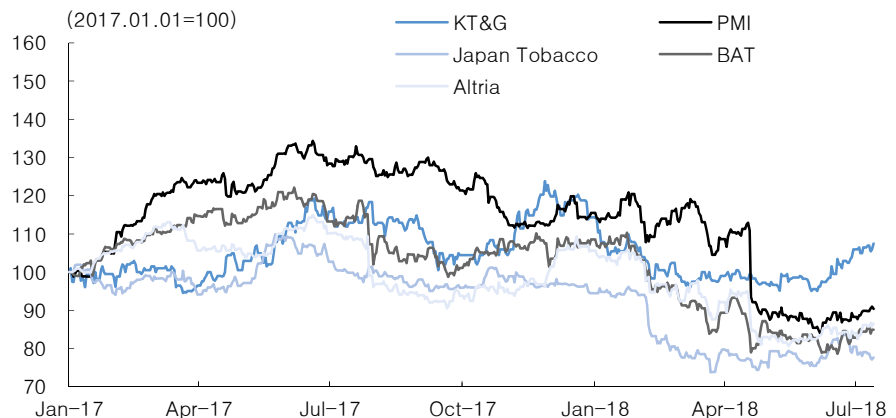
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 4] 한국산 담배 중동 수출 ASP



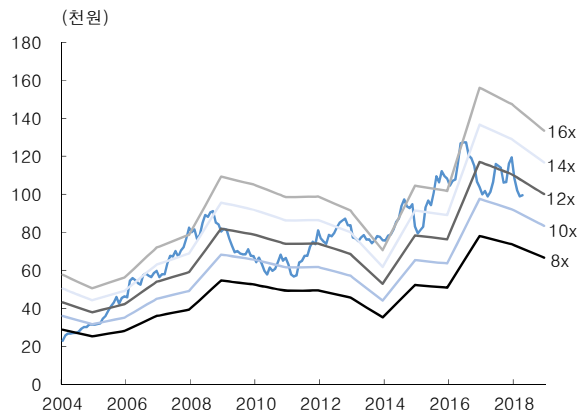
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 5] 세계 담배 회사 주가 동향



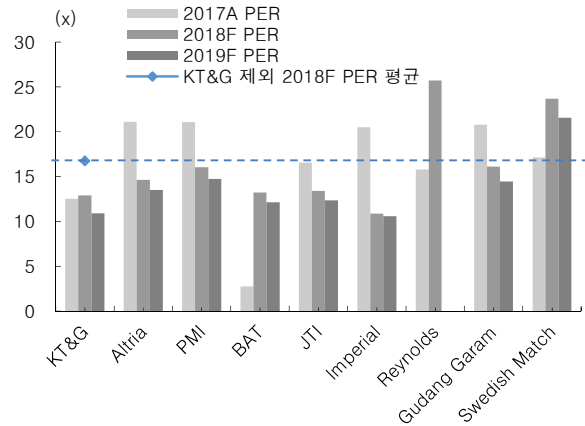
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 7] Global peers와의 PER 비교

주: 7월 18일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

케이티앤지는 1987년 4월에 설립되어 2002년 12월에 한국담배인삼공사에서 케이티앤지로 사명을 변경했음. 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 있음. 해외시장에서도 중앙아시아, 동남아, 미국을 거점으로 7개국에 지사/공장 형태로 진출해있으며 2011년 기준 총 45개국, 70여개 브랜드를 수출하고 있음. 홍삼부문을 담당하는 자회사인 KGC인삼공사 또한 국내 최대 건강기능식품 기업으로 국내 총 1,000여개의 유통망, 60여개국에 수출하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,621	6,585	6,996	7,550	8,228
현금성자산	851	1,230	1,409	1,166	1,076
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,117	1,277	1,430
재고자산	2,265	2,317	2,453	2,804	3,141
비유동자산	3,192	3,391	3,508	3,805	4,135
투자자산	984	1,076	1,025	1,116	1,250
유형자산	1,602	1,757	1,903	2,027	2,142
무형자산	105	85	88	101	113
자산총계	9,813	9,976	10,504	11,355	12,363
유동부채	2,153	1,803	1,826	2,017	2,221
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,457	1,666	1,866
단기차입금및단기사채	137	175	175	175	175
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	363	409	454
사채	9	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	107	100	110	120	130
부채총계	2,694	2,146	2,189	2,426	2,675
지배주주지분	7,046	7,772	8,257	8,871	9,628
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
기타자본	(328)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	6,009	6,745	7,230	7,844	8,601
비지배주주지분	73	58	58	59	59
자본총계	7,118	7,830	8,315	8,929	9,687

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,498	1,140	1,073	1,061	1,309
당기순이익	1,226	1,164	1,054	1,245	1,453
유형자산감가상각비	152	156	151	160	168
무형자산상각비	6	5	6	7	8
자산부채변동	176	(152)	(136)	(359)	(325)
기타	(62)	(33)	(2)	8	5
투자활동현금흐름	(703)	(330)	(335)	(682)	(714)
유형자산투자	(162)	(318)	(307)	(294)	(294)
유형자산매각	12	4	10	10	10
투자자산순증	(508)	(27)	57	(85)	(127)
무형자산순증	(8)	(5)	(9)	(19)	(20)
기타	(37)	16	(86)	(294)	(283)
재무활동현금흐름	(488)	(434)	(559)	(622)	(685)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(55)	45	10	10	10
배당금지급	(428)	(460)	(505)	(568)	(631)
기타	(5)	(19)	(64)	(64)	(64)
기타현금흐름	(2)	3	0	0	0
현금의증가	305	379	179	(243)	(90)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

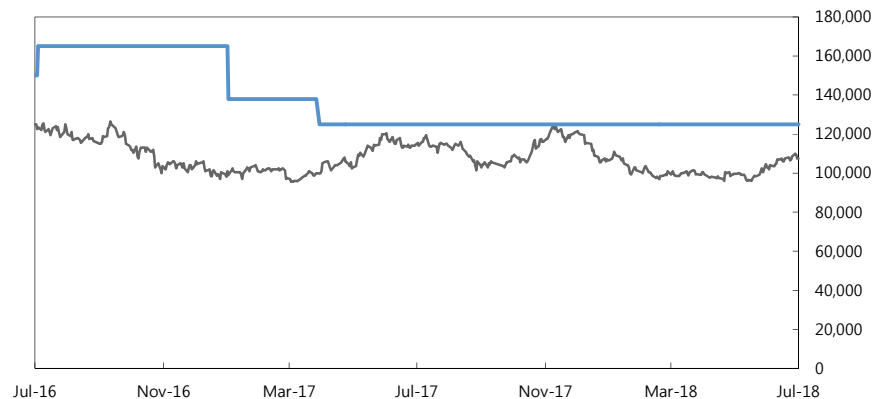
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503	4,667	4,858	5,552	6,219
매출원가	1,797	1,909	2,012	2,239	2,432
매출총이익	2,707	2,758	2,846	3,313	3,787
판매관리비	1,236	1,332	1,480	1,711	1,913
영업이익	1,470	1,426	1,366	1,602	1,874
금융수익	67	69	76	80	84
이자수익	38	43	47	49	50
금융비용	15	27	28	28	28
이자비용	7	9	9	9	10
기타영업외손익	63	(128)	(15)	0	0
관계기업관련손익	2	6	6	6	7
세전계속사업이익	1,588	1,346	1,405	1,660	1,937
법인세비용	362	181	351	415	484
연결당기순이익	1,226	1,164	1,054	1,245	1,453
지배주주지분순이익	1,231	1,164	1,053	1,245	1,452
기타포괄이익	1	47	0	0	0
총포괄이익	1,227	1,212	1,054	1,245	1,453
지배주주지분포괄이익	1,231	1,208	1,053	1,245	1,452
EBITDA	1,628	1,587	1,522	1,769	2,049

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,759	9,217	8,341	9,859	11,501
BPS	53,709	59,000	62,532	67,001	72,520
DPS	3,600	4,000	4,500	5,000	5,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	8.0	3.6	4.1	14.3	12.0
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(4.2)	17.3	17.0
순이익증가율	18.9	(5.5)	(9.5)	18.2	16.7
EPS증가율	18.7	(5.6)	(9.5)	18.2	16.7
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(4.1)	16.2	15.8
수익성(%)					
영업이익률	32.6	30.6	28.1	28.9	30.1
순이익률	27.3	24.9	21.7	22.4	23.3
EBITDA Margin	36.2	34.0	31.3	31.9	33.0
ROA	13.3	11.8	10.3	11.4	12.2
ROE	18.6	15.7	13.1	14.5	15.7
배당수익률	3.6	3.5	4.2	4.7	5.1
배당성향	36.9	43.4	53.9	50.7	47.8
안정성					
순차입금(십억원)	(2,265)	(2,533)	(2,807)	(2,790)	(2,917)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.6	3.0	3.0	2.8
Valuation(X)					
PER	10.3	12.5	12.9	10.9	9.3
PBR	1.9	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.0	8.2	7.7	6.6	5.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G(033780)	2016.07.13	매수	150,000원	-17.1	-16.3
	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 7월 19일 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
- 중 립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 중 립 : 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.