



2018년 9월 7일 | Equity Research

KT&G (033780)

과도한 우려

주가 낙폭 과대

최근 한 달 간 KT&G 주가는 5.4% 하락했다. 담배 수출 부진 전망 탓이다. 담배 수출에서 중동이 포함된 구시장 비중은 60% 내외로 추산된다. 구시장 수출 물량은 이란 경제 재와 이에 따른 환율 약세(리알화)에 기인해 전년대비 감소가 불가피할 것으로 전망된다. 따라서, 실적 회복은 예상보다 늦어질 공산이 크다. 그러나, 이는 KT&G의 펀더멘탈(ex. 브랜드 훼손 등) 문제가 아닌 국제 사회 이슈라는 점에 주목할 필요가 있다. 아프리카를 포함한 신시장의 경우 두 자리 수 견조한 물량 성장이 지속 중이다. 저가 매수가 유효한 시점으로 판단한다.

3Q18 Pre: 수출 빼고 다 좋다

연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 3,145억원(YoY +2.8%), 3,712억원(YoY -12.0%)으로 추정한다. ① 3분기 국내 담배(궐련+궐련형 전자담배) 총수요는 전년대비 2.1% 감소할 것으로 예상한다. 궐련담배 총수요가 YoY 10.0% 감소했으나, 궐련형 전자담배가 큰 폭 증가하면서 전체 수요 감소 폭은 둔화될 것으로 판단한다. 궐련형 전자담배 점유율은 11%까지 상승할 것으로 추정한다. KT&G 궐련담배 점유율은 62.5%(YoY +1.0%p, QoQ +0.6%p)로 전망한다. 신제품 판매 호조 기인해 점유율은 MoM 상승세인 것으로 파악된다. '릴 팟'은 7월 고속설비 도입에 따른 지역 커버리지 확대 기인해 4억 개비 이상 판매될 것으로 예상한다. 국내 담배 매출 내 매출 기여도는 약 7%까지 상승할 것으로 보인다. ② 수출 담배 매출은 YoY 5.2% 감소할 것으로 추산된다. 물량은 전년수준, 달러 ASP는 YoY 5.0% 하락할 것으로 예상(신시장 판매 비중 확대 기인)한다. ③ KGC 매출액 및 영업이익은 추석 선물세트 판매 호조 기인해 각각 YoY 10.0%, 4.9% 증가할 것으로 전망한다.

올해 주당 배당금 상향 가능성 높아

① 순현금 및 ② 견조한 FCF, ③ 대외 환경(스튜어드십 코드 도입, 미국 금리 인상) 감안시, 올해 주당 배당금은 상향될 공산이 크다. 시가배당수익률 4%를 상회하는 10만원을 주가 바닥으로 판단한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 143,000원 | CP(9월 6일): 99,800원

Key Data		Consensus Data		
		2018	2019	
KOSPI 지수 (pt)	2,287.61			
52주 최고/최저(원)	125,000/96,000	4,675.3	5,064.8	
시가총액(십억원)	13,701.8	1,321.5	1,459.5	
시가총액비중(%)	1.14	1,032.8	1,123.0	
발행주식수(천주)	137,292.5			
60일 평균 거래량(천주)	261.4			
60일 평균 거래대금(십억원)	27.5			
18년 배당금(예상, 원)	4,000			
18년 배당수익률(예상, %)	4.01			
외국인지분율(%)	54.00			
주요주주 지분율(%)				
국민연금	9.61			
증시기금	6.93			
주가상승률 1M 6M 12M	1M (5.4) 6M (5.4) 12M (5.4)	6M 1.6 7.1 (8.4) 12M (7.2)		
절대				
상대				

Stock Price	
(천원)	KT&G(좌) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	4,503.3	4,667.2	4,652.4	5,046.2	5,248.1
영업이익	십억원	1,469.6	1,426.1	1,285.8	1,423.4	1,517.1
세전이익	십억원	1,587.3	1,345.6	1,400.2	1,504.7	1,588.9
순이익	십억원	1,230.8	1,163.8	992.8	1,113.3	1,157.7
EPS	원	8,965	8,476	7,231	8,109	8,432
증감률	%	18.8	(5.5)	(14.7)	12.1	4.0
PER	배	11.27	13.63	13.80	12.31	11.84
PBR	배	1.88	1.96	1.60	1.49	1.39
EV/EBITDA	배	7.17	8.43	7.40	6.55	5.88
ROE	%	18.57	15.71	12.38	13.00	12.59
BPS	원	53,705	59,000	62,552	66,982	71,736
DPS	원	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000

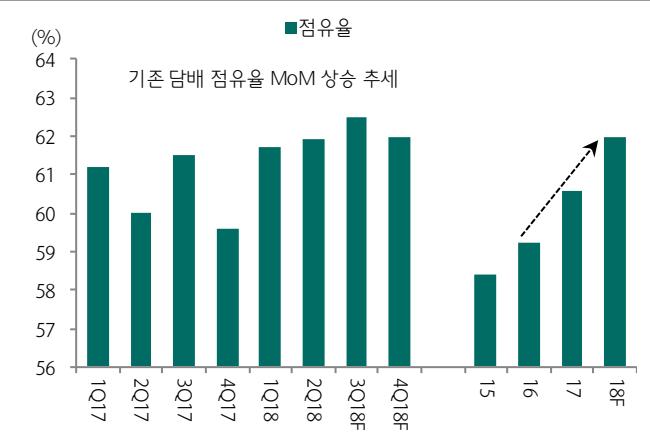


음식료 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

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

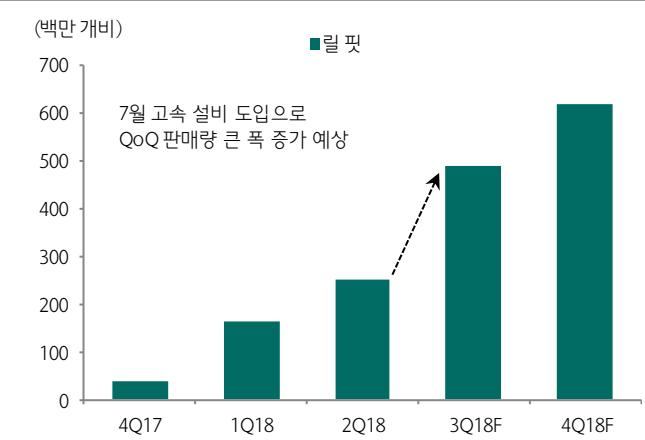
하나금융투자

그림 1. 기존 걸련담배는 점유율 상승 중



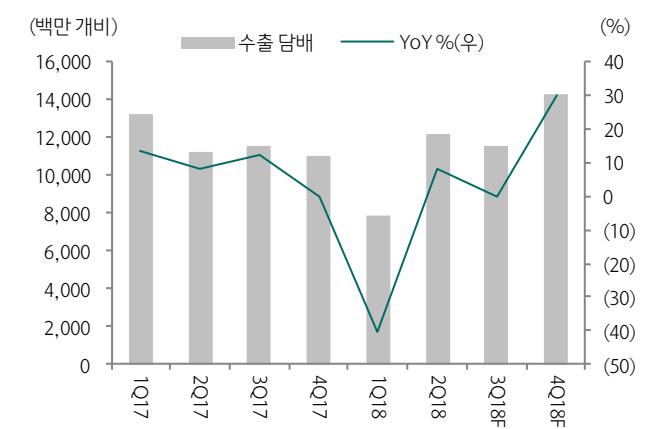
자료: 하나금융투자

그림 2. 7월 고속설비 도입으로 하반기 가파른 물량 성장 예상



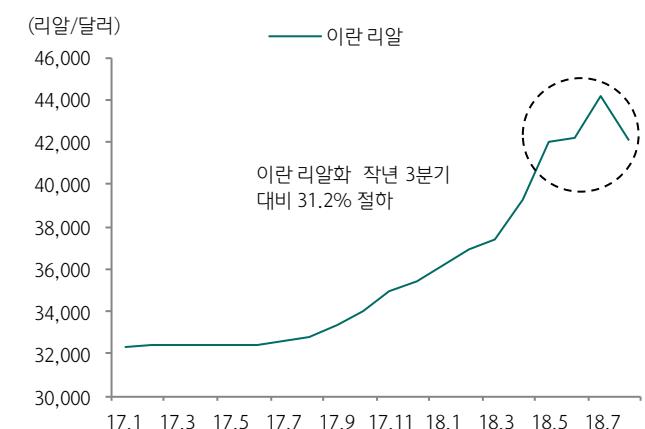
자료: 하나금융투자

그림 3. 수출 담배 물량은 3분기까지 보수적 접근 필요



자료: 하나금융투자

그림 4. 이란 경제재로 환율 가치 큰 폭 하락



자료: DataStream, 하나금융투자

표 1. KT&G 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	16	17	18F
매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,118.1	1,314.5	1,152.1	4,503.2	4,667.2	4,652.4
①KT&G	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	704.0	788.4	775.7	2,968.2	3,000.1	2,840.4
-내수	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	475.0	533.0	456.4	1,839.4	1,793.9	1,869.5
-수출	236.6	228.8	206.1	207.0	132.3	184.2	195.4	249.3	831.0	878.5	761.2
-부동산 등	63.2	107.9	76.2	80.4	34.9	44.8	60.0	70.0	297.8	327.7	209.7
②KGC	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	291.7	403.9	248.5	1,107.5	1,199.9	1,337.6
③종속회사	110.9	106.2	122.2	127.9	101.9	122.4	122.2	127.9	427.5	467.2	474.4
YoY	8.0%	6.8%	4.8%	-5.0%	-9.4%	-3.7%	2.8%	9.9%	8.0%	3.6%	-0.3%
①KT&G	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-21.2%	-12.1%	-0.1%	13.5%	5.2%	1.1%	-5.3%
②KGC	15.6%	0.3%	6.3%	11.1%	15.1%	14.8%	10.0%	5.0%	20.7%	8.3%	11.5%
③종속회사	17.4%	19.2%	1.0%	4.1%	-8.2%	15.3%	0.0%	0.0%	-0.7%	9.3%	1.5%
영업이익	395.5	386.5	421.7	222.5	311.4	325.8	371.2	277.4	1,470.1	1,426.1	1,285.8
①KT&G	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	276.7	287.4	277.9	1,305.1	1,244.9	1,055.3
②KGC	79.2	38.6	77.0	(9.4)	91.9	40.6	80.8	(2.5)	174.9	185.4	210.8
③종속회사	-3.6	4.8	6.2	-11.5	6.2	8.5	3.0	2.0	-9.9	-4.1	19.7
YoY	0.6%	11.7%	-1.1%	-27.0%	-21.2%	-15.7%	-12.0%	24.7%	7.6%	-3.0%	-9.8%
①KT&G	-2.3%	6.3%	-3.1%	-20.4%	-33.3%	-19.4%	-15.1%	14.2%	5.5%	-4.6%	-15.2%
②KGC	14.9%	10.0%	12.2%	-508.7%	16.0%	5.2%	4.9%	-73.6%	31.1%	6.0%	13.7%
③종속회사	CR	TB	-26.6%	CR	TB	76.2%	TB	TB	CR	CR	TB
OPM	33.5%	33.3%	33.0%	21.2%	29.2%	29.1%	28.2%	24.1%	32.6%	30.6%	27.6%
①KT&G	44.1%	42.8%	42.9%	35.6%	37.3%	39.3%	36.5%	35.8%	44.0%	41.5%	37.2%
②KGC	23.2%	15.2%	21.0%	-4.0%	23.4%	13.9%	20.0%	-1.0%	15.8%	15.5%	15.8%
③종속회사	-3.3%	4.5%	5.1%	-9.0%	6.1%	6.9%	2.5%	1.6%	-2.3%	-0.9%	4.1%
세전이익	331.8	394.2	433.3	186.4	359.8	381.7	371.2	287.5	1,587.8	1,345.6	1,400.2
YoY	-15.5%	2.9%	23.1%	-59.5%	8.4%	-3.2%	-14.3%	54.3%	12.3%	-15.3%	4.1%
(지배)순이익	234.5	274.3	307.9	347.1	231.6	268.9	277.5	214.9	1,231.3	1,163.8	992.8
YoY	-17.5%	-3.7%	23.1%	-15.7%	-1.2%	-2.0%	-9.9%	-38.1%	18.9%	-5.5%	-14.7%
NPM	19.9%	23.6%	24.1%	33.1%	21.7%	24.0%	21.1%	18.7%	27.3%	24.9%	21.3%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503.3	4,667.2	4,652.4	5,046.2	5,248.1
매출원가	1,796.7	1,908.9	1,926.1	2,068.9	2,141.2
매출총이익	2,706.6	2,758.3	2,726.3	2,977.3	3,106.9
판관비	1,237.0	1,332.2	1,440.5	1,553.8	1,589.8
영업이익	1,469.6	1,426.1	1,285.8	1,423.4	1,517.1
금융순익	52.6	41.5	59.5	65.2	71.8
종속/관계기업순익	2.1	5.7	54.9	16.0	0.0
기타영업외순익	63.1	(127.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,587.3	1,345.6	1,400.2	1,504.7	1,588.9
법인세	361.8	181.4	395.9	391.4	431.3
계속사업이익	1,225.5	1,164.2	1,004.3	1,113.3	1,157.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,225.5	1,164.2	1,004.3	1,113.3	1,157.7
비지배주주지분 순이익	(5.2)	0.5	11.5	0.0	0.0
지배주주순이익	1,230.8	1,163.8	992.8	1,113.3	1,157.7
지배주주지분포괄이익	1,230.1	1,207.7	1,001.0	1,109.7	1,153.9
NOPAT	1,134.6	1,233.8	922.2	1,053.2	1,105.3
EBITDA	1,628.3	1,587.2	1,467.9	1,609.3	1,707.0
성장성(%)					
매출액증가율	8.0	3.6	(0.3)	8.5	4.0
NOPAT증가율	13.8	8.7	(25.3)	14.2	4.9
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(7.5)	9.6	6.1
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(9.8)	10.7	6.6
(지배주주)순익증가율	18.8	(5.4)	(14.7)	12.1	4.0
EPS증가율	18.8	(5.5)	(14.7)	12.1	4.0
수익성(%)					
매출총이익률	60.1	59.1	58.6	59.0	59.2
EBITDA이익률	36.2	34.0	31.6	31.9	32.5
영업이익률	32.6	30.6	27.6	28.2	28.9
계속사업이익률	27.2	24.9	21.6	22.1	22.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	7,231	8,109	8,432
BPS	53,705	59,000	62,552	66,982	71,736
CFPS	12,431	12,289	11,056	11,802	12,397
EBITDAPS	11,860	11,560	10,692	11,721	12,433
SPS	32,801	33,995	33,887	36,755	38,225
DPS	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	11.3	13.6	13.8	12.3	11.8
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
PCFR	8.1	9.4	9.0	8.5	8.1
EV/EBITDA	7.2	8.4	7.4	6.5	5.9
PSR	3.1	3.4	2.9	2.7	2.6
재무비율(%)					
ROE	18.6	15.7	12.4	13.0	12.6
ROA	13.3	11.8	9.7	10.3	10.0
ROIC	26.4	29.5	21.3	23.4	23.7
부채비율	37.9	27.4	25.7	25.5	24.5
순부채비율	(31.8)	(32.4)	(35.0)	(36.2)	(38.9)
이자보상배율(배)	218.6	166.3	146.4	163.1	173.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

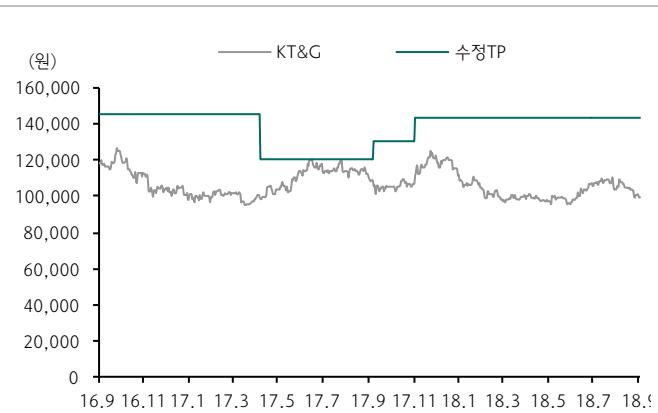
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,615.5	6,585.4	6,952.0	7,592.1	8,249.1
금융자산	2,527.0	2,812.1	3,190.7	3,512.4	4,006.2
현금성자산	850.8	1,230.2	1,613.8	1,802.0	2,227.3
매출채권 등	1,266.3	1,108.9	1,105.3	1,198.9	1,246.9
재고자산	2,265.4	2,317.5	2,310.1	2,505.7	2,605.9
기타유동자산	556.8	346.9	345.9	375.1	390.1
비유동자산	3,196.6	3,390.5	3,514.0	3,625.0	3,693.8
투자자산	984.5	1,076.3	1,072.9	1,163.7	1,210.2
금융부채	928.0	1,025.2	1,022.0	1,108.5	1,152.8
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	10,466.0	11,217.1	11,942.9
유동부채	2,153.4	1,803.0	1,794.7	1,917.0	1,979.7
금융부채	146.2	178.4	174.7	174.7	174.7
매입채무 등	1,787.4	1,439.7	1,435.1	1,556.6	1,618.9
기타유동부채	219.8	184.9	184.9	185.7	186.1
비유동부채	540.9	343.1	342.4	362.8	373.3
금융부채	116.0	100.6	100.6	100.6	100.6
기타비유동부채	424.9	242.5	241.8	262.2	272.7
부채총계	2,694.3	2,146.1	2,137.1	2,279.9	2,353.0
지배주주지분	7,045.2	7,772.1	8,259.7	8,868.0	9,520.6
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	7,232.9	7,841.1	8,493.7
비지배주주지분	72.6	57.7	69.3	69.3	69.3
자본총계	7,117.8	7,829.8	8,329.0	8,937.3	9,589.9
순금융부채	(2,264.9)	(2,533.2)	(2,915.5)	(3,237.2)	(3,730.9)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,497.8	1,139.9	1,128.6	1,053.4	1,180.8
당기순이익	1,225.5	1,164.2	1,004.3	1,113.3	1,157.7
조정	96.8	128.1	117.7	115.7	113.1
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)	(64.4)	(70.1)	(76.8)
영업활동 자산부채 변동	175.5	(152.4)	6.6	(175.6)	(90.0)
투자활동 현금흐름	(702.6)	(329.9)	(227.4)	(351.4)	(241.7)
투자자산감소(증가)	(108.7)	(86.1)	3.4	(90.8)	(46.5)
유형자산감소(증가)	(149.8)	(314.0)	(309.0)	(206.0)	(212.2)
기타	(444.1)	70.2	78.2	(54.6)	17.0
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	383.7	188.2	425.3
Unlevered CFO	1,706.7	1,687.2	1,517.9	1,620.4	1,702.1
Free Cash Flow	1,336.0	821.5	819.6	847.4	968.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

KT&G



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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%
16.9.12	BUY	145,000	-27.30%	-12.76%
16.4.6	BUY	133,000	-7.01%	3.01%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	94.0%	5.1%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 09월 07일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.