

# KT&G

# BUY(유지)

033780 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	135,000원	현재주가(09/20)	103,000원	Up/Downside	+31.1%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 09. 21

## 수출 부진, 이미 노출된 악재일 뿐

▶ **탐방노트**

**부문별 영업 동향 점검:** 3Q18 수출 담배 판매량은 이란 환율 문제로 상당량 감소할 것이나 현지 수입상의 재고 소진으로 어느 정도의 발주가 재가될 가능성도 있다. 2Q18과 같은 KT&G의 판촉 지원 여부와 신시장에서의 판매량 증가 규모에 따라(두 자리 수 증가 전망) 수출 담배 판매량 감소폭에 다소 차이가 발생할 수 있다. 어쨌거나 수출의 경우 판매량 감소와 ASP하락은 최대로 봐도 당사의 기존 추정치 수준에서 나타날 것으로 추정한다. 수출 감소에 따른 3Q18 전체 연결 실적에 대한 우려가 있지만 근본적으로 이란 환율이 정상화될 경우 과거 시계에서처럼 중동 수입업자의 발주는 바로 정상화될 것이다. 특히 KT&G는 신시장 진출을 통해 중동 비중 축소를 추진해왔고 주기적으로 반복 되어온 중동 수출 물량 변동에 따른 단기적 불확실성은 점차 축소될 것이다.

국내 궤련 담배의 경우 추석 시점 차이에 따라 역시 당사 추정치 수준으로 감소하지만 궤련 시장에서의 동사의 시장점유율 상승이 지속될 것으로 전망한다. 전자담배의 경우 릴 플러스 판매기(릴포함 출시후 80만대) 원활하며 고속 기계 도입후 핏의 월 생산량은 2억 개비, 편의점 커버리지 확대 이후 판매량은 월 1억 개비를 상당폭 상회하고 있는 것으로 파악된다. 전자담배 판매에 대한 18년 연간 가이던스(11억 개비 판매, 18억 개비 생산)는 충분히 달성 가능할 것으로 추정한다. 전자담배가 전체 담배 시장에서 차지하는 물량이 어느 정도가 될지는 아직 예상하기 어렵지만, 동사의 전자담배 시장에서의 점유율은 18년 15%에서 19년 30% → 20년 50%로 확대될 토대를 마련한 것으로 평가한다. 한가지 더 주목할 점은 전자담배 부문의 영업이익은 이미 6월말 BEP를 통과했고 연말쯤 궤련담배 수준의 영업이익률을 기록할 수 있다는 것이다.

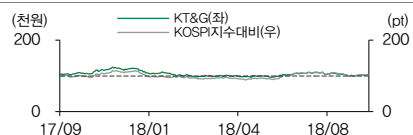
**Investment Fundamentals (IFRS연결)**

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	4,503	4,667	4,572	4,840	5,209
(증가율)	8.0	3.6	-2.0	5.9	7.6
영업이익	1,470	1,426	1,307	1,436	1,583
(증가율)	7.6	-3.0	-8.4	9.9	10.2
지배주주순이익	1,231	1,164	1,012	1,090	1,197
EPS	8,965	8,476	7,368	7,940	8,718
PER (H/L)	15.6/10.5	14.9/11.2	14.0	13.0	11.8
PBR (H/L)	2.7/1.8	2.2/1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (H/L)	10.2/6.8	9.3/6.7	7.2	6.1	5.2
영업이익률	32.6	30.6	28.6	29.7	30.4
ROE	18.6	15.7	12.6	12.7	13.0

**Stock Data**

52주 최저/최고	96,000/125,000원
KOSDAQ /KOSPI	821/2,323pt
시가총액	141,411억원
60일-평균거래량	225,317
외국인지분율	54.1%
60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p
주요주주	국민연금 9.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.9	0.0	-1.4
상대기준	-5.1	1.7	2.3

인삼공사의 경우 3Q18에도 한 자리 수 후반의 매출 성장을 보일 것으로 추정하며, 다양한 신제품 출시와 브랜드 투자로 전년대비 분기 수익성 개선은 크지 않을 수 있다. 대만(에브리타임), 중국/홍콩(소포장 뿌리삼과 신제품), 미국/일본(유통망 확대)에서의 지속적인 고성장 가능성이 충분하다. 수원 부동산 개발의 경우 상업지구의 공사 진행상의 일정 조절이 일부 있을 수 있지만 향후 5년간 매출 1.5조원, 영업이익 7,500억원이 기대된다. 18년, 19년 부동산 매출은 최소한 보수적인 당사의 추정치(18년 1,060억원, 19년 2,500억원) 수준을 기록할 수 있을 것으로 추정한다.

### Comment

**3Q18 실적 Preview:** 동사의 3Q18 연결 매출액은 0.4%YoY증가한 12,834억원, 영업이익은 8.1%YoY감소한 3,875억원을 기록할 것으로 추정한다. 팀방 결과를 요약할 경우 기존 추정치의 변동 내역이 전체적으로 크지 않을 것으로 전망한다. 3Q18 연결기준 영업이익은 시장 컨센서스(4,028억원)을 다소 하회할 수 있을 것으로 전망한다.

### Action

**19년 실적 개선 가능, 10만원 이하 편만한 매수 가능:** 컨센서스를 하회하는 3Q18 실적으로 주가 하락시 10만원 이하에서 편하게 매수 대응할 것을 계속 추천한다. ① 주기적 중동 수출 변동성은 축소될 것이며, ② 전자담배 시장에서의 시장점유율 상승이 기대되며, ③ 인삼공사의 중장기적 성장이 예상되며, ④ 부동산 실적에 따른 안정적 영업이익 수준이 유지될 것이며, ⑤ 부진한 3Q18 실적 발표시 배당금 상향 가능성이 있기 때문이다.

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유증자산	6,615	6,585	7,511	8,348	9,196
현금및현금성자산	851	1,230	1,593	1,737	1,871
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,147	1,199	1,266
재고자산	2,265	2,317	2,240	2,368	2,552
비유증자산	3,197	3,391	3,464	3,512	3,594
유형자산	1,607	1,757	1,817	1,850	1,917
무형자산	105	85	79	75	70
투자자산	984	1,076	1,093	1,110	1,128
<b>자산총계</b>	<b>9,812</b>	<b>9,976</b>	<b>10,975</b>	<b>11,860</b>	<b>12,790</b>
유동부채	2,153	1,803	2,294	2,595	2,835
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,953	2,251	2,487
단기차입금및단기차세	137	175	178	181	184
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	343	343	343
사채및장기차입금	63	65	65	65	65
<b>부채총계</b>	<b>2,694</b>	<b>2,146</b>	<b>2,638</b>	<b>2,938</b>	<b>3,178</b>
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
이익잉여금	6,009	6,745	7,252	7,837	8,529
비지배주주지분	73	58	59	58	56
<b>자본총계</b>	<b>7,118</b>	<b>7,830</b>	<b>8,337</b>	<b>8,921</b>	<b>9,612</b>

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,498	1,140	1,666	1,401	1,397
당기순이익	1,226	1,164	1,013	1,089	1,196
현금유출이없는비용및수익	481	523	548	582	635
유형및무형자산상각비	159	161	189	199	211
영업관련자산부채변동	176	-152	505	154	31
매출채권및기타채권의감소	-16	124	-38	-52	-67
재고자산의감소	-153	-78	78	-128	-185
매입채무및기타채무의증가	32	-85	513	298	237
투자활동현금흐름	-703	-330	-793	-746	-752
CAPEX	-162	-318	-244	-227	-273
투자자산의순증	-110	-86	-17	-17	-18
재무활동현금흐름	-488	-434	-511	-511	-511
사채및차입금의 증가	-74	17	3	3	3
자본금및자본잉여금의증가	26	-26	0	0	0
배당금지급	-428	-460	-505	-505	-505
기타현금흐름	-2	3	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>305</b>	<b>379</b>	<b>362</b>	<b>145</b>	<b>133</b>
기초현금	546	851	1,230	1,593	1,737
기말현금	851	1,230	1,593	1,737	1,871

자료: KT&G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	4,503	4,667	4,572	4,840	5,209
매출원가	1,797	1,909	1,898	2,007	2,143
<b>매출총이익</b>	<b>2,707</b>	<b>2,758</b>	<b>2,674</b>	<b>2,833</b>	<b>3,066</b>
판매비	1,237	1,332	1,367	1,397	1,483
<b>영업이익</b>	<b>1,470</b>	<b>1,426</b>	<b>1,307</b>	<b>1,436</b>	<b>1,583</b>
EBITDA	1,628	1,587	1,495	1,635	1,794
<b>영업외손익</b>	<b>118</b>	<b>-80</b>	<b>106</b>	<b>76</b>	<b>78</b>
금융손익	53	42	81	84	86
투자손익	2	6	2	2	2
기타영업외손익	63	-128	23	-10	-10
<b>세전이익</b>	<b>1,587</b>	<b>1,346</b>	<b>1,413</b>	<b>1,512</b>	<b>1,661</b>
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1,226</b>	<b>1,164</b>	<b>1,013</b>	<b>1,089</b>	<b>1,196</b>
자배주주지분순이익	1,231	1,164	1,012	1,090	1,197
비지배주주지분순이익	-5	0	1	-1	-1
<b>총포괄이익</b>	<b>1,226</b>	<b>1,212</b>	<b>1,013</b>	<b>1,089</b>	<b>1,196</b>
<b>증감률(%YoY)</b>					
매출액	8.0	3.6	-2.0	5.9	7.6
영업이익	7.6	-3.0	-8.4	9.9	10.2
EPS	18.8	-5.4	-13.1	7.8	9.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당자료(원)</b>					
EPS	8,965	8,476	7,368	7,940	8,718
BPS	51,315	56,609	60,299	64,559	69,599
DPS	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	11.3	13.6	14.0	13.0	11.8
P/B	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.2	8.4	7.2	6.1	5.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	32.6	30.6	28.6	29.7	30.4
EBITDA마진	36.2	34.0	32.7	33.8	34.4
순이익률	27.2	24.9	22.2	22.5	23.0
ROE	18.6	15.7	12.6	12.7	13.0
ROA	13.3	11.8	9.7	9.5	9.7
ROC	27.7	30.8	24.2	28.9	32.2
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	37.9	27.4	31.6	32.9	33.1
이자보상배율(배)	218.6	166.3	147.0	159.9	174.3
배당성향(배)	37.1	43.4	49.9	46.4	42.2

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)**

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**KT&G 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/09/21	Buy	145,000	-25.8	-12.8					
17/09/21	1년경과		-22.6	-13.8					
18/02/01	Buy	135,000	-	-					