

KT&G(033780)

하회 **부합** 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

안정성이 회복, 부각되는 시점으로

중동 수출 부진으로 영업이익 컨센서스 소폭 하회
전자담배 판매는 예상 수준, 수출은 유통 재고 소진으로 바닥 통과 중
영업 모멘텀 개선, 경기 방어 성격 부각 예상

Facts : 영업이익 컨센서스 5% 하회

3분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.6%, 14.8% 감소해 컨센서스를 소폭 하회했다. 전자담배 판매액은 예상 수준이었으나, 중동향 판매가 다시 급감해 일반 쉐련 수출이 전망치를 크게 하회했다. 반면 국내 일반 쉐련 점유율은 62.6%(+1.1%p)를 기록해 예상대로 개선되었다. 한국인삼공사의 매출액과 영업이익은 국내외 판매 호조로 전년동기대비 각각 10.2%, 6.5% 증가했다.

Pros & cons : 수출 부진, 전자담배 예상 부합, 홍삼 호조

담배 수출은 전년동기대비 물량이 48.7% 감소하면서 금액이 54.7% 줄었다. 주로 중동향 수출이 급감한 탓인데, 이는 이란 등 현지 통화의 절하로 대리상이 수입을 중단하고 보유한 유통 재고를 판매하고 있기 때문이다. 브랜드별로 상이하지만 현지에서 유통 재고는 통상 6개월에서 13개월까지 있어 환율 급상승 구간에서는 수입이 줄어들 수밖에 없는 구조이다. 이미 많은 재고가 소진되었을 것으로 추정돼 4분기말부터는 회전을 높은 브랜드를 중심으로 다시 중동 수출이 재개될 개연성이 커 보인다. 국내 전자담배시장은 3분기에 전체 담배시장의 12% 비중으로 성장했고, 이 시장 내 동사의 점유율은 전분기 14%에서 19% 정도로 상승한 것으로 추산된다. 7월부터 전국 판매가 시작되면서 판매가 증가했다. 4분기에는 동사뿐 아니라 경쟁사들도 전자담배 신제품을 출시해 시장 경쟁은 더욱 치열해질 전망이다. 홍삼 매출액은 국내에서 면세점과 홈쇼핑 판매 증가로 7.9% 증가, 해외에서 중국과 홍콩에서 뿌리삼 실수요가 증가하며 49.5% 증가하는 호조세를 기록했다.

Action : 수출은 바닥 통과 중이나 보수적인 배당 정책이 아쉬워

동사에 대해 SOTP로 산출한 목표주가 125,000원, 매수 의견을 유지한다. 영업모멘텀이 강해지고 경기 방어적 성격이 부각돼 주가는 건조한 모습을 보일 전망이다. 담배 수출이 바닥을 통과하고 있고, 수원 부지 분양 실적 기여도도 높아질 시점이다. 다만 저조한 실적을 감안해 올해 주당 배당금을 전년 대비 크게 늘리기 어렵다는 경영진의 언급은 아쉬워. 금리 인상기에는 담배업체에 대한 기대 수익률이

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/30)	2,015
주가(10/30)	101,000
시가총액(십억원)	13,867
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(가원)	125,000/96,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,372
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.3/53.3
주요주주(%)	국민연금 9.6
	중소기업은행 6.9

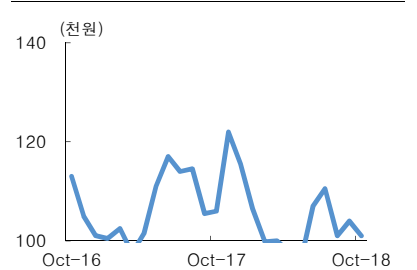
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.5	14.1	12.6
PBR(x)	2.0	1.6	1.6
ROE(%)	15.7	11.4	12.1
DY(%)	3.5	4.2	4.5
EV/EBITDA(x)	8.2	8.1	7.2
EPS(원)	9,217	7,184	7,990
BPS(원)	59,000	61,744	64,954

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.9)	3.3	(5.6)
KOSPI 대비(%p)	11.1	23.2	13.9

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

따라서 상승하기 때문이다. 우리는 올해 예상 주당 배당금을 종전 4,500원 대비 4,200원으로 낮춘다.

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %p)

	3Q17	4Q17	1Q17	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,119.7	1,181.8	5.5	(7.6)	1,271.0
영업이익	421.7	222.5	311.4	323.0	359.3	11.3	(14.8)	379.4
영업이익률(%)	33.0	21.2	29.2	28.8	30.4	1.6	(2.6)	29.8
세전이익	433.3	186.4	359.8	378.5	359.2	(5.1)	(17.1)	379.2
순이익	307.9	347.1	248.9	266.6	260.7	(2.2)	(15.3)	289.0

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 후		변경 전		변경률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	4,318	4,802	4,533	5,021	(4.8)	(4.4)
영업이익	1,169	1,284	1,179	1,334	(0.9)	(3.7)
지배주주순이익	907	1,009	913	1,043	(0.7)	(3.3)

자료: 한국투자증권

<표 3> Global peer 대비 PER premium 추이

(단위: 배, %)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	14.1	12.6	10.7
	목표주가 적용 Implied PER			17.4	15.6	13.3
Global peer	평균 PER	21.3	17.3	16.8	14.4	13.2
PER premium	PER	(51.5)	(27.6)	(16.3)	(12.0)	(18.9)
	목표주가 적용 Implied PER			3.6	8.9	0.3

주: 10월 30일 종가 기준
자료: 한국투자증권

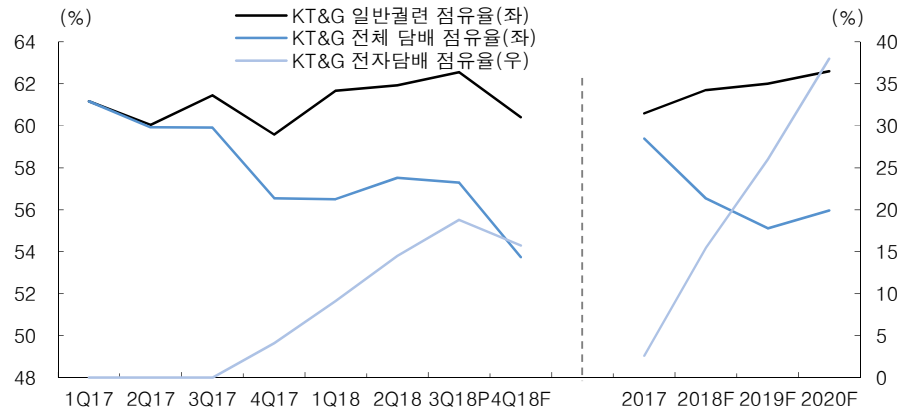
<표 4> 한국 담배시장과 KT&G 점유율 전망

(단위: 백만본)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18P	2017	2018F	2019F	2020F
전체 담배시장(A)	16,839	18,934	20,541	16,956	16,610	18,569	19,954	16,671	73,314	71,562	71,117	70,599
일반관련시장	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,842	17,559	14,183	71,785	63,562	57,517	51,559
전자담배시장(B)	-	38	514	978	1,633	1,727	2,394	2,487	1,529	8,000	13,600	19,040
전자담배시장비중(% B/A)	-	0.2	2.5	5.8	9.8	9.3	12.0	14.9	2.1	11.2	19.1	27.0
KT&G 일반관련 판매(C)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,430	10,984	8,568	43,500	39,218	35,661	32,276
KT&G 전자담배 판매(D)	-	-	-	40	149	250	450	391	40	1,240	3,536	7,235
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,385	10,680	11,434	8,959	43,540	40,458	39,197	39,511
(% YoY)												
전체 담배시장(A)	(4.8)	(2.4)	0.2	(9.4)	(1.4)	(1.9)	(2.9)	(1.7)	(4.6)	(2.4)	(0.6)	(0.7)
일반관련시장	(4.8)	(2.6)	(2.3)	(14.4)	(11.1)	(10.9)	(12.3)	(11.5)	(5.9)	(11.5)	(9.5)	(10.4)
전자담배시장(B)	-	-	-	-	-	4,460.5	366.3	154.4	177.3	423.2	70.0	40.0
KT&G 일반관련 판매(C)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.8)	(10.3)	(8.1)	(10.7)	(10.3)	(3.8)	(9.8)	(9.1)	(9.5)
KT&G 전자담배 판매(D)	-	-	-	-	-	-	-	877.5	-	3,000.0	185.2	104.6
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.5)	(8.9)	(5.9)	(7.1)	(6.6)	(3.7)	(7.1)	(3.1)	0.8
(%, 각 시장 대비)												
KT&G 일반관련 점유율	61.2	60.0	61.5	59.6	61.7	61.9	62.6	60.4	60.6	61.7	62.0	62.6
KT&G 전자담배 점유율	-	-	-	4.1	9.1	14.5	18.8	15.7	2.6	15.5	26.0	38.0
KT&G 전체 담배 점유율	61.2	59.9	59.9	56.5	56.5	57.5	57.3	53.7	59.4	56.5	55.1	56.0

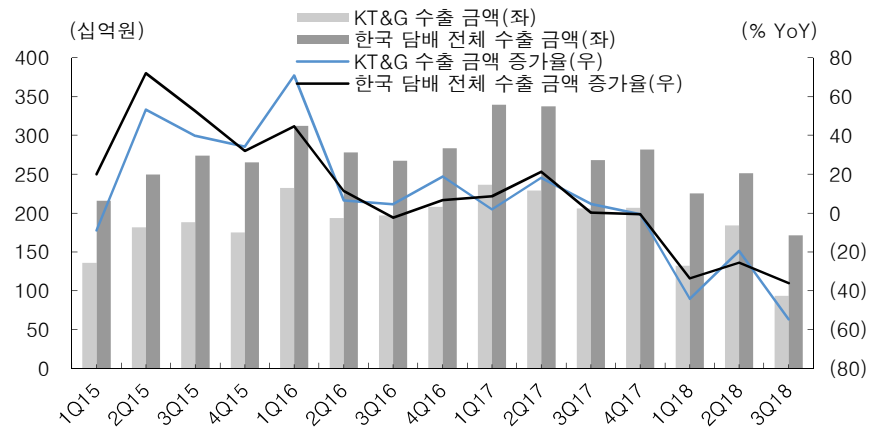
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 1] KT&G 담배 점유율 전망



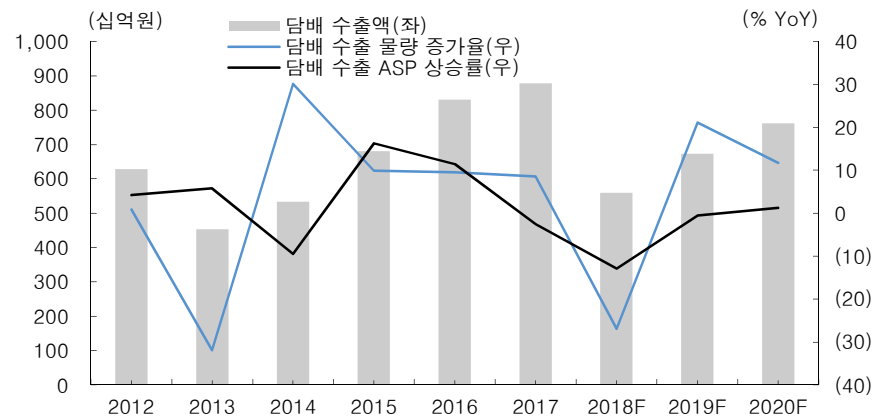
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 2] KT&G 담배 수출 및 한국산 담배 수출 추이



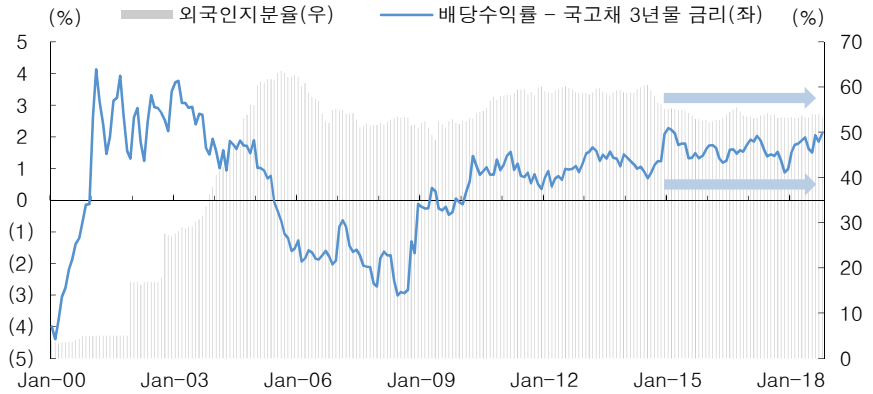
자료: KT&G, KITA, 한국투자증권

[그림 3] KT&G 수출 전망



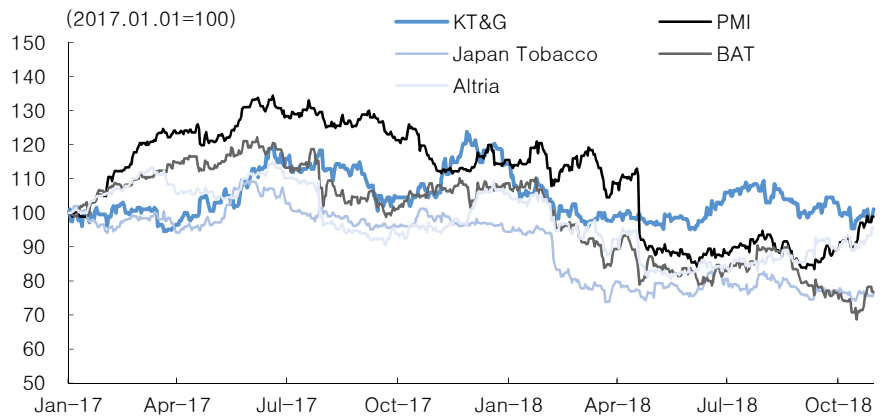
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 4] 배당수익률과 외국인지분율



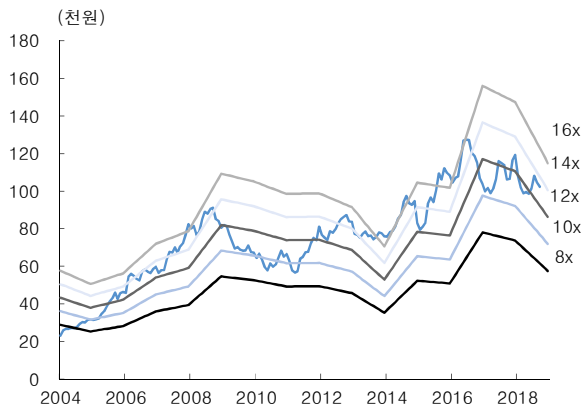
자료: KT&G, Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] Global peer 주가 동향



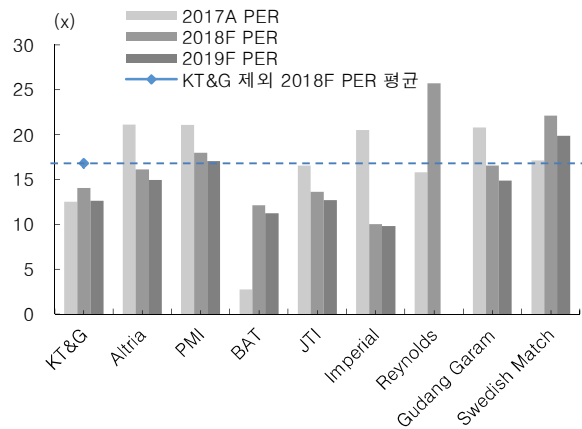
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 7] Global peer와의 PER 비교



주: 10월 30일 증가 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 중아시아, 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	6,865	7,250	7,721
현금성자산	851	1,230	1,598	1,753	1,689
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,166	1,056	1,072
재고자산	2,265	2,317	2,224	2,425	2,708
비유동자산	3,192	3,391	3,329	3,565	3,860
투자자산	984	1,076	911	965	1,077
유형자산	1,602	1,757	1,903	2,027	2,142
무형자산	105	85	78	87	97
자산총계	9,813	9,976	10,195	10,815	11,581
유동부채	2,153	1,803	1,653	1,797	1,967
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,295	1,440	1,609
단기차입금및단기사채	137	175	175	175	175
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	335	370	409
사채	9	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	107	100	110	120	130
부채총계	2,694	2,146	1,988	2,167	2,376
지배주주지분	7,046	7,772	8,149	8,589	9,146
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
기타자본	(328)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	6,009	6,745	7,122	7,563	8,119
비지배주주지분	73	58	58	58	59
자본총계	7,118	7,830	8,207	8,648	9,205

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,498	1,140	956	1,204	1,206
당기순이익	1,226	1,164	907	1,009	1,189
유형자산감가상각비	152	156	151	160	168
무형자산상각비	6	5	5	6	7
자산부채변동	176	(152)	(96)	24	(162)
기타	(62)	(33)	(11)	5	4
투자활동현금흐름	(703)	(330)	(68)	(490)	(648)
유형자산투자	(162)	(318)	(307)	(294)	(294)
유형자산매각	12	4	10	10	10
투자자산순증	(508)	(27)	171	(49)	(107)
무형자산순증	(8)	(5)	1	(15)	(17)
기타	(37)	16	57	(142)	(240)
재무활동현금흐름	(488)	(434)	(521)	(559)	(622)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(55)	45	10	10	10
배당금지급	(428)	(460)	(505)	(530)	(568)
기타	(5)	(19)	(26)	(39)	(64)
기타현금흐름	(2)	3	0	0	0
현금의증가	305	379	367	155	(64)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

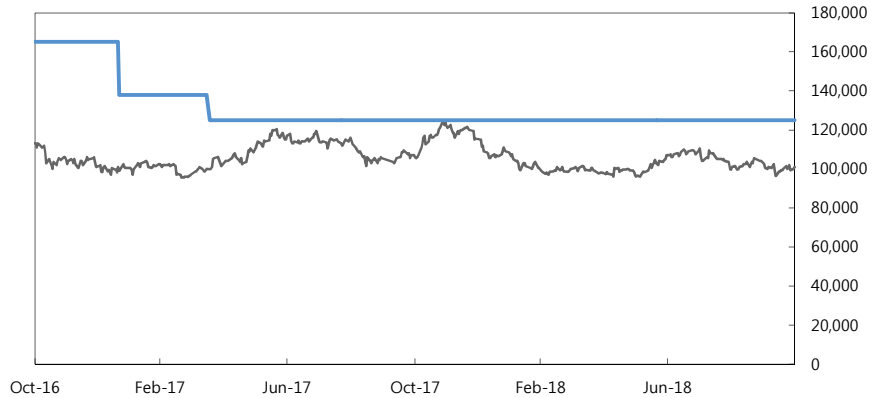
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503	4,667	4,318	4,802	5,362
매출원가	1,797	1,909	1,779	1,977	2,217
매출총이익	2,707	2,758	2,538	2,825	3,145
판매관리비	1,236	1,332	1,369	1,540	1,628
영업이익	1,470	1,426	1,169	1,284	1,517
금융수익	67	69	76	84	90
이자수익	38	43	48	53	56
금융비용	15	27	28	28	28
이자비용	7	9	9	9	10
기타영업외손익	63	(128)	(13)	0	0
관계기업관련손익	2	6	5	5	6
세전계속사업이익	1,588	1,346	1,210	1,346	1,585
법인세비용	362	181	302	336	396
연결당기순이익	1,226	1,164	907	1,009	1,189
지배주주지분순이익	1,231	1,164	907	1,009	1,188
기타포괄이익	1	47	0	0	0
총포괄이익	1,227	1,212	907	1,009	1,189
지배주주지분포괄이익	1,231	1,208	907	1,009	1,188
EBITDA	1,628	1,587	1,325	1,451	1,692

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,759	9,217	7,184	7,990	9,410
BPS	53,709	59,000	61,744	64,954	69,009
DPS	3,600	4,000	4,200	4,500	5,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	8.0	3.6	(7.5)	11.2	11.7
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(18.0)	9.9	18.1
순이익증가율	18.9	(5.5)	(22.1)	11.2	17.8
EPS증가율	18.7	(5.6)	(22.1)	11.2	17.8
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(16.5)	9.5	16.6
수익성(%)					
영업이익률	32.6	30.6	27.1	26.7	28.3
순이익률	27.3	24.9	21.0	21.0	22.2
EBITDA Margin	36.2	34.0	30.7	30.2	31.5
ROA	13.3	11.8	9.0	9.6	10.6
ROE	18.6	15.7	11.4	12.1	13.4
배당수익률	3.6	3.5	4.2	4.5	5.0
배당성향	36.9	43.4	58.5	56.3	53.1
안정성					
순차입금(십억원)	(2,265)	(2,533)	(2,898)	(3,145)	(3,265)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.6	3.1	3.0	3.0
Valuation(X)					
PER	10.3	12.5	14.1	12.6	10.7
PBR	1.9	2.0	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.0	8.2	8.1	7.2	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G(033780)	2016.10.27	매수	165,000원	-36.8	-31.5
	2017.01.20	매수	138,000원	-27.4	-24.6
	2017.04.17	매수	125,000원	-12.5	0.0



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 30일 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 배우자는 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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 높게 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.