

2018. 10. 31



▲ **음식료**

Analyst **김정욱**
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (10.30) 101,000 원

상승여력 38.6%

KOSPI	2,014.69pt
시가총액	138,665억원
발행주식수	13,729만주
유동주식비율	73.33%
외국인비중	53.22%
52주 최고/최저가	125,000원/96,000원
평균거래대금	261.3억원

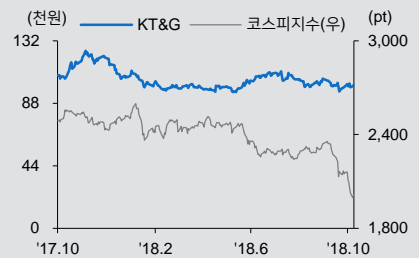
주요주주(%)

국민연금	9.61
중소기업은행	6.93
First Eagle Investment Management,	6.10

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.9	3.3	-5.6
상대주가	12.9	28.9	17.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,503.3	1,469.6	1,230.8	8,965	18.7	51,315	11.3	2.0	7.2	18.6	37.9
2017	4,667.2	1,426.1	1,163.8	8,476	-5.0	56,610	13.6	2.0	8.4	15.7	27.4
2018E	4,520.4	1,255.5	965.1	7,030	-16.7	55,304	14.4	1.8	8.6	12.6	28.9
2019E	5,040.0	1,450.9	1,105.4	8,052	13.6	58,778	12.5	1.7	7.3	14.1	30.4
2020E	5,530.7	1,591.7	1,212.4	8,831	9.7	63,033	11.4	1.6	6.6	14.5	30.7

KT&G 033780

3Q18 Review: 다가올 수출회복, 멀어진 배당증가

- ✓ 최근 수출데이터를 확인하며 낮아진 눈높이에 충족하는 실적을 기록
- ✓ 수출담배의 현지 판매는 순항 중이며 출고 지연이슈가 대부분 환율에 기인
- ✓ 19년 수출회복에 대한 기대감을 갖기엔 충분한 상황
- ✓ 전자담배 시장 성장 속도 확실한 둔화세. 동사에 기회요인 측면도 있음
- ✓ 수출 담배의 4Q18~1Q19 대리상 재고보충 시점이 주가 상승 트리거

최근 수출데이터를 확인하며 낮아진 눈높이에 충족하는 실적을 기록

3Q18 실적은 매출액과 영업이익이 각각 컨센서스를 7.0%, 5.3% 하회했지만 최근 수출데이터를 확인하며 낮아진 눈높이에는 충족하는 실적을 기록했다. 특히 수출 담배의 경우 3Q18 중동 向 수출 수량이 중단되었지만 현지 판매는 순항 중이며 출고 지연이슈가 대부분 환율에 기인한다는 점에서 19년 수출회복에 대한 기대감을 갖기엔 충분해 보였다. 3Q18 연결기준 실적은 매출액 11,818억원(-7.6% YoY), 영업이익 3,593억원(-14.8% YoY)을 기록했다. 회계처리 변경에 따라 ASP가 다소 하락한 듯 보였으나 전년비 소폭 상승세는 이어갔고 면세점 비중은 5~6%대로 안정화 되었다.

전자담배 시장 성장 속도 확실한 둔화세. 동사에 기회요인 측면도 있음

3Q18 전자담배 동향은 전체시장은 19억 개비 달성하며 12%의 침투율을 기록했고, 궂 판매가 약 5억개비를 달성했다. 기재부 발표치와 동사 추정치가 상이하지만 확실한 부분은 성장세의 둔화다. IQOS의 출시 기간이 1년이 넘어가면서 일반필련으로 회귀하는 소비자와 혼용률이 높다는 국내 시장 특성이 반영된 결과로 판단한다. NGP(차세대제품) 시장 성장 속도가 다소 둔화된다는 우려가 있지만 일반담배 시장에서 점유율이 높은 동사에게는 반드시 부정적인 요인은 아니라고 판단한다.

수출 담배의 4Q18~1Q19 대리상 재고보충 시점이 주가 상승 트리거

3Q18 실적도 2Q18에 이어 전년비 감소했지만 감소세는 완화됐다. 배당 증가 가능성이 줄어든 점은 아쉽지만 수출 담배의 4Q18~1Q19 대리상 재고보충 시점이 주가 상승의 트리거가 되기에 충분하다. 투자 의견 Buy, 적정주가 14 만원 유지한다.

표1 KT&G 부문별 실적 추이

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,179	1,162	1,279	1,048	1,068	1,118	1,182	1,151	4,503	4,667	4,519	5,040
KT&G	726	801	789	683	572	704	664	760	2,968	3,000	2,700	3,060
국내담배	426	465	507	396	405	475	496	431	1,839	1,794	1,807	1,886
해외담배	237	229	206	207	132	184	93	225	831	878	635	735
부동산 등	63	108	76	81	35	45	75	104	298	328	258	438
KGC	342	254	367	237	393	292	405	258	1,108	1,200	1,347	1,490
국내홍삼	321	241	347	206	362	267	374	216	1,051	1,114	1,220	1,336
해외홍삼	21	14	20	31	32	24	30	42	57	86	128	153
기타	111	106	122	128	102	122	113	133	428	467	471	490
(% YoY)	8.0	6.8	4.8	-5.1	-9.4	-3.7	-7.6	9.9	0.8	3.6	-3.2	11.5
KT&G	3.5	7.5	4.7	-11.0	-21.2	-12.1	-15.9	11.3	0.5	1.1	-10.0	13.3
국내담배	0.5	-0.7	1.8	-11.9	-5.0	2.2	-2.3	8.9	-0.5	-2.5	0.7	4.4
해외담배	1.9	18.2	4.8	-0.6	-44.1	-19.5	-54.7	8.9	2.2	5.7	-27.7	15.7
부동산 등	40.7	28.5	29.5	-26.9	-44.8	-58.4	-1.9	29.0	3.9	10.1	-21.2	69.7
KGC	15.6	0.3	6.3	11.1	15.1	14.7	10.2	8.9	2.1	8.4	12.3	10.6
국내홍삼	12.8	-0.2	4.9	5.7	12.9	11.1	7.9	5.0	2.6	6.0	9.5	9.6
해외홍삼	86.8	9.7	38.4	68.5	47.9	78.7	49.5	35.0	-3.0	51.6	48.5	20.0
기타	17.4	19.1	1.0	3.9	-8.2	15.3	-7.1	4.2	-0.1	9.2	0.8	4.1
매출원가	478	462	518	451	433	458	479	481	1,797	1,909	1,852	2,009
(% YoY)	12.7	5.0	8.5	-1.0	-9.3	-0.8	-7.5	6.6	1.0	6.2	-3.0	8.5
매출원가율(%)	40.6	39.8	40.5	43.1	40.6	41.0	40.5	41.8	4.0	40.9	41.0	39.9
매출총이익	701	700	761	597	634	660	703	670	2,707	2,758	2,667	3,031
(% YoY)	5.0	8.0	2.4	-7.9	-9.5	-5.7	-7.6	12.3	0.7	1.9	-3.3	13.6
매출총이익률(%)	59.4	60.2	59.5	56.9	59.4	59.0	59.5	58.2	6.0	59.1	59.0	60.1
판매비	305	313	339	374	323	334	344	408	1,236	1,332	1,409	1,580
(% YoY)	11.3	3.6	7.2	9.0	5.8	6.6	1.3	9.1	0.5	7.7	5.8	12.2
판매비율(%)	25.9	27.0	26.5	35.7	30.2	29.9	29.1	35.5	2.7	28.5	31.2	31.4
영업이익	395	386	422	222	311	326	359	262	1,470	1,426	1,258	1,451
KT&G	320	343	338	243	213	276	275	283	1,305	1,245	1,047	1,214
KGC	79	39	77	-9	92	41	82	-10	175	185	204	228
기타	-4	5	6	-11	6	7	2	-11	-10	-4	4	9
(% YoY)	0.6	11.7	-1.1	-27.0	-21.3	-15.7	-14.8	17.7	0.8	-3.0	-11.8	15.3
KT&G	-2.3	6.3	-3.1	-20.4	-33.3	-19.6	-18.7	16.3	0.5	-4.6	-15.9	15.9
KGC	14.9	10.1	12.3	적전	16.1	5.1	6.5	적지	3.1	6.0	10.2	11.6
기타	적지	흑전	-27.8	적지	흑전	41.0	-66.8	적지	적전	적지	흑전	132.7
영업이익률(%)	33.6	33.3	33.0	21.2	29.2	29.1	30.4	22.7	3.3	30.6	27.8	28.8
KT&G	44.1	42.8	42.9	35.6	37.3	39.2	41.5	37.2	4.4	41.5	38.8	39.7
KGC	23.2	15.2	21.0	-4.0	23.4	13.9	20.3	-3.9	1.6	15.5	15.2	15.3
기타	-3.2	4.5	5.0	-8.7	6.1	5.5	1.8	-8.3	-0.2	-0.8	0.8	1.8

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

KT&G (033780)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,503.3	4,667.2	4,520.4	5,040.0	5,530.7
매출액증가율 (%)	8.0	3.6	-3.1	11.5	9.7
매출원가	1,796.7	1,908.9	1,855.9	2,008.8	2,211.6
매출총이익	2,706.6	2,758.3	2,664.5	3,031.3	3,319.1
판매관리비	1,237.0	1,332.2	1,409.0	1,580.3	1,727.4
영업이익	1,469.6	1,426.1	1,255.5	1,450.9	1,591.7
영업이익률	32.6	30.6	27.8	28.8	28.8
금융손익	52.6	41.5	78.6	53.5	53.5
중속/관계기업손익	2.1	5.7	1.6	4.2	4.2
기타영업외손익	63.1	-127.7	3.9	-54.5	-54.5
세전계속사업이익	1,587.3	1,345.6	1,339.5	1,454.2	1,594.9
법인세비용	361.8	181.4	369.3	351.9	386.0
당기순이익	1,225.5	1,164.2	970.2	1,102.3	1,209.0
지배주주지분 순이익	1,230.8	1,163.8	965.1	1,105.4	1,212.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,497.8	1,139.9	184.0	1,083.8	1,159.2
당기순이익(손실)	1,225.5	1,164.2	970.2	1,102.3	1,209.0
유형자산상각비	152.8	155.8	159.8	178.4	172.2
무형자산상각비	5.9	5.3	3.1	2.4	2.4
운전자본의 증감	175.5	-152.4	-936.6	-175.7	-203.3
투자활동 현금흐름	-702.6	-329.9	-688.0	-277.0	-351.5
유형자산의증가(CAPEX)	-161.8	-318.3	-501.3	-150.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-109.7	-86.1	-105.3	-63.6	-114.8
재무활동 현금흐름	-488.4	-433.8	-635.1	-424.6	-642.4
차입금의 증감	-74.1	16.8	-119.4	150.0	0.0
자본의 증가	25.6	-26.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	304.6	379.4	-1,135.3	382.2	165.4
기초현금	546.2	850.8	1,230.2	94.9	477.2
기말현금	850.8	1,230.2	94.9	477.2	642.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,615.5	6,585.4	5,978.6	6,677.2	7,413.7
현금및현금성자산	850.8	1,230.2	94.9	477.2	642.5
매출채권	1,113.5	1,038.4	1,140.9	1,202.2	1,313.0
재고자산	2,265.4	2,317.5	2,546.2	2,683.0	2,930.2
비유동자산	3,196.6	3,390.5	3,879.5	3,912.2	3,952.4
유형자산	1,606.5	1,757.0	1,907.9	1,879.6	1,807.3
무형자산	104.9	84.8	83.8	81.4	79.0
투자자산	984.5	1,076.3	1,182.5	1,246.1	1,360.9
자산총계	9,812.1	9,975.9	9,858.1	10,589.4	11,366.2
유동부채	2,153.4	1,803.0	1,843.6	2,089.5	2,262.8
매입채무	103.8	63.1	69.3	73.0	79.8
단기차입금	136.6	174.7	42.6	192.6	192.6
유동성장기부채	9.6	3.7	16.0	16.0	16.0
비유동부채	541.0	343.2	367.4	381.8	407.6
사채	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.9	65.3	100.9	100.9	100.9
부채총계	2,694.3	2,146.2	2,211.0	2,471.3	2,670.4
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	510.4	484.1	484.1	484.1	484.1
기타포괄이익누계액	-100.9	-84.0	-142.0	-142.0	-142.0
이익잉여금	6,008.9	6,745.2	6,624.0	7,100.9	7,685.1
비배주주지분	72.6	57.7	54.3	48.3	41.8
자본총계	7,117.8	7,829.8	7,647.1	8,118.1	8,695.8

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	32,801	33,995	32,926	36,710	40,284
EPS(지배주주)	8,965	8,476	7,030	8,052	8,831
CFPS	12,431	12,289	10,539	11,737	12,736
EBITDAPS	11,860	11,560	10,331	11,885	12,865
BPS	51,315	56,610	55,304	58,778	63,033
DPS	3,600	4,000	4,500	5,000	5,000
배당수익률(%)	3.6	3.5	4.5	5.0	5.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.3	13.6	14.4	12.5	11.4
PCR	8.1	9.4	9.6	8.6	7.9
PSR	3.1	3.4	3.1	2.8	2.5
PBR	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6
EBITDA	1,628.3	1,587.2	1,418.3	1,631.8	1,766.3
EV/EBITDA	7.2	8.4	8.6	7.3	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.6	15.7	12.6	14.1	14.5
EBITDA 이익률	36.2	34.0	31.4	32.4	31.9
부채비율	37.9	27.4	28.9	30.4	30.7
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
이자보상배율(x)	218.6	166.3	222.4	226.7	143.7
매출채권회전율(x)	4.2	4.3	4.1	4.3	4.4
재고자산회전율(x)	2.1	2.0	1.9	1.9	2.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.20	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-31.9	-24.7	
2017.04.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-31.4	-24.0	
2017.06.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-29.9	-19.7	
2017.07.19	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-29.6	-19.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-29.0	-19.7	
2017.10.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-29.0	-19.7	
2017.10.28	1년 경과				-22.7	-16.7	
2017.12.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-23.9	-16.7	
2018.02.02	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-28.7	-25.0	
2018.05.11	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.5	-21.1	
2018.08.01	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.2	-21.1	
2018.10.29	산업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.3	-21.1	
2018.10.31	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-	-	