

Company Brief

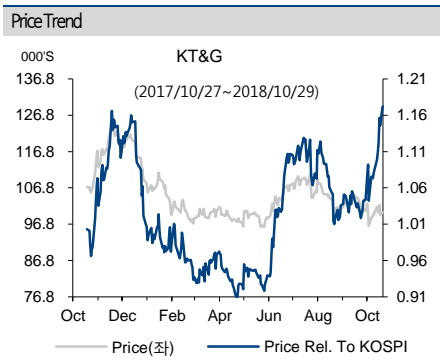
2018-10-31

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	125,000 원(하향)
증가(2018/10/30)	101,000 원

Stock Indicator	
자본금	955 십억원
발행주식수	13,729만주
시가총액	13,729 십억원
외국인지분율	53.3%
52 주 주가	96,000~125,000 원
60 일평균거래량	248,919 주
60 일평균거래대금	25.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-8.7	2.2	-6.5
상대수익률	19.6	9.5	30.4	2.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	4,667	4,361	4,657	4,889
영업이익(십억원)	1,426	1,218	1,422	1,542
순이익(십억원)	1,164	949	1,074	1,160
EPS(원)	8,476	6,914	7,821	8,452
BPS(원)	56,609	60,191	64,494	69,429
PER(배)	13.6	14.5	12.8	11.8
PBR(배)	2.0	1.7	1.6	1.4
ROE(%)	15.7	11.8	12.5	12.6
배당수익률(%)	3.5	4.0	4.2	4.2
EV/EBITDA(배)	9.3	7.6	6.5	5.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

KT&G(033780)

지속되는 불확실성에 대한 아쉬움

3Q18 Review: 수출 및 영업일수 축소 영향에 따른 시장기대치 하회

3Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1 조 1,818 억원 (-7.6% YoY), 3,593 억원 (-14.8% YoY)으로, 해외수출 축소 및 영업일수 영향에 따라 시장기대치 (3,794 억원)를 하회하는 영업실적을 기록했다.

내수담배는 궤련형 전자담배의 일반궤련 잠식효과 및 추석시점에 따른 영업일수 축소에 의해 총수요가 하락했다. 3Q18 물량하락의 경우 시장 -12.0% YoY, KT&G -10.6% YoY 으로, KT&G M/S 는 일부 개선되었다 (3Q18 62.6%, +1.1%p YoY). ASP 의 경우 회계기준 변경효과 및 면세비중 축소로 3Q17 대비 6.9 원 (-0.8% YoY) 감소했다. 최근 전국으로 유통망을 확대한 '핏 (Fit)'이 일반담배로부터의 수요이전 물량을 일부 흡수했으나, 3Q18 핏 판매량은 3.0 억본으로 일반담배와 같은 영업일수 축소영향이 반영된 것으로 판단한다.

수출담배는 중동향 선적지연 리스크가 1Q18 에 이어 재차 확대됨에 따라 매출액은 -54.7% YoY 감소했다. 관건은 이전 수준으로의 빠른 정상화이나, 시점 및 회복 폭에 대해서는 여전히 불확실성이 잔존한다. 여타 신시장 및 해외법인을 통한 저변확대가 필요한 시점이나, 미국 내 대형도매상 및 지역확대를 위한 전략적 제품투입으로 판매수량대비 매출감소폭이 두드러졌다.

인삼 내수부문은 영업일수 축소에도 불구하고, 사드여파에 대한 면세점항 배이스효과 및 홈쇼핑항 제품판매 호조 흐름이 외형확대로 이어졌다 (+7.9% YoY). 시장포화에도 불구하고, 여타 건기식 및 화장품으로의 카테고리 확대는 중장기 매출성장 및 시장지배력 확대 측면에서 긍정적이다. 해외부문 매출액 성장을 또한 +49.5% YoY 로 상반기의 고성장 흐름이 유지되고 있으며, 실수요기반임을 감안시 유지가능하다는 판단이다. 일부 판관비 증가에도 불구하고, KGC 영업이익 개선 (+6.5% YoY)을 시현했다

단기 배당측면의 보수적 접근 유효, 우려해소 이후 추가 우상향 예상

일반담배 감소세가 지속되는 상황에서 궤련형 전자담배 시장의 이른 성장속도 둔화가 부담이다. 다만 이와 관련된 불확실성은 주가에 선반영된 것으로 판단하며, 향후 일반담배 감소폭이 제한적인 흐름을 보일 경우 영업실적 하향조정 리스크 또한 일부 해소될 것으로 판단한다. 그러나 수출담배 선적지연의 경우 달러의 안전재고수준 및 현지판매에 대한 연속성을 감안시 단기 주요제품 계약이 일부 재개될 가능성에도 불구하고, 차후 지연이슈 재발 및 단가하락과 관련된 불확실성이 남아있어 추가상승을 제한할 가능성이 높다. 2019 년부터 본격화되는 수원부지 분양수익에 따라 2019 년 전사이익 방향성은 우상향이 예상되나, 프로젝트 마무리 이후의 수익공백 타개를 위해서는 가시성 높은 담배수출의 회복이 필요하다. 추정치 및 가정변경에 따라 목표주가를 기존 130,000 원에서 125,000 원으로 하향 조정한다. 배당성향을 고려한다면 추가적인 downside risk 는 제한적일 것으로 판단하나, 우려가 해소된 이후 의미있는 추가 우상향 흐름이 시현될 전망이다.

[음식료] 이경신  
(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

표 1. KT&G 3Q18 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18P	3Q17	YoY %	하이추정치	diff(% , %p)	Consensus	diff(% , %p)
매출액	1,181.8	1,278.9	(7.6)	1,176.0	0.5	1,271.0	(7.0)
영업이익	359.3	421.7	(14.8)	347.2	3.5	379.4	(5.3)
영업이익률 %	30.4	33.0	(2.6)	29.5	0.9	29.8	0.6
세전이익	359.2	433.3	(17.1)	363.4	(1.2)	379.2	(5.3)
세전이익률 %	30.4	33.9	(3.5)	30.9	(0.5)	29.8	0.6

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 10월 30일 기준

표 2. KT&G 담배부문 실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
내수담배 매출액 (일반+핏)	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	476.5	495.8	426.6	1,793.8	1,803.8	1,794.2
YoY %	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	2.6%	-2.3%	7.7%	-2.5%	0.6%	-0.5%
내수담배 순매출액	426.2	464.6	507.2	392.4	378.1	424.0	448.9	381.4	1,790.3	1,632.4	1,613.6
YoY %	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.7%	-11.3%	-8.7%	-11.5%	-2.8%	-2.7%	-8.8%	-1.2%
내수담배시장 (억분)	168.4	189.0	200.3	160.2	149.8	168.4	175.6	155.3	717.8	649.1	636.6
YoY %	-4.8%	-2.6%	-2.3%	-14.4%	-11.1%	-10.9%	-12.3%	-3.1%	-5.9%	-9.6%	-1.9%
KT&G (억분)	103.0	113.4	123.1	95.5	92.4	104.3	109.8	94.0	435.0	400.5	394.2
YoY %	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-10.3%	-8.1%	-10.8%	-1.5%	-3.8%	-7.9%	-1.6%
KT&G Q M/S %	61.2%	60.0%	61.5%	59.6%	61.7%	61.9%	62.6%	60.5%	60.6%	61.7%	61.9%
순매출단가 (갑, 원)	827.5	819.0	824.3	821.9	818.9	813.0	817.4	811.1	823.1	815.1	818.6
YoY %	2.8%	0.7%	1.0%	0.2%	-1.0%	-0.7%	-0.8%	-1.3%	1.2%	-1.0%	0.4%
KT&G 핏 순매출액*	0.0	0.0	0.0	3.5	16.1	31.5	38.7	45.2	3.5	131.5	180.6
YoY %	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1190.0%	n/a	3656.6%	37.4%
핏 (Fiit, 억분)	0.0	0.0	0.0	0.4	1.4	2.3	3.0	3.5	0.4	10.2	14.0
YoY %	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	900.0%	n/a	2822.9%	36.9%
수출담배 매출액	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	184.2	93.4	147.7	878.5	557.7	667.6
YoY %	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-44.1%	-19.5%	-54.7%	-28.6%	5.7%	-36.5%	19.7%
FX YoY %	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.5%	-7.1%	-4.5%	-0.9%	1.4%	-2.6%	-3.2%	0.0%
해외매출수량 (억분)	127.0	106.6	110.5	110.2	73.6	119.0	53.9	88.1	454.3	334.6	374.8
YoY %	8.5%	2.2%	7.5%	0.1%	-42.1%	11.6%	-51.2%	-20.0%	4.6%	-26.3%	12.0%
순매출단가 (갑, 달러)	0.32	0.38	0.33	0.34	0.34	0.29	0.31	0.30	0.34	0.31	0.32
YoY %	-2.3%	19.1%	-3.5%	3.9%	4.0%	-24.5%	-6.2%	-12.0%	4.1%	-10.3%	3.3%

자료: KT&G, 하이투자증권

주\*: 내수담배는 일반 궐련담배를 의미하며, 핏 순매출액 및 순매출단가의 경우 하이투자증권 추정부문임

표 3. KT&amp;G 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2018E
연결 매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,119.7	1,181.8	991.4	4,667.2	4,360.6	4,656.9
KT&G 개별	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	705.5	663.9	611.8	3,000.1	2,553.5	2,757.3
담배 내수**	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	476.5	495.8	426.6	1,793.8	1,803.8	1,794.2
담배 수출	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	184.2	93.4	147.7	878.5	557.7	667.6
부동산 / 기타	63.2	107.8	76.2	80.5	34.9	44.8	74.7	82.7	327.8	237.1	476.1
KGC	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	291.7	404.5	251.0	1,200.0	1,340.7	1,421.4
인삼 내수	320.5	240.6	347.0	205.7	361.9	267.4	374.3	219.1	1,113.8	1,222.7	1,295.1
인삼 수출	21.3	13.6	20.2	31.0	31.5	24.3	30.2	32.0	86.2	118.0	126.3
기타 및 조정	111.0	106.2	122.2	127.8	101.9	122.5	113.5	128.6	467.1	466.4	478.2
YoY %	8.0	6.8	4.8	(5.1)	(9.4)	(3.6)	(7.6)	(5.4)	3.6	(6.6)	6.8
KT&G 개별	3.5	7.5	4.7	(11.0)	(21.2)	(11.9)	(15.9)	(10.5)	1.1	(14.9)	8.0
담배 내수	0.5	(0.7)	1.8	(11.9)	(5.0)	2.6	(2.3)	7.7	(2.5)	0.6	(0.5)
담배 수출	1.9	18.2	4.8	(0.6)	(44.1)	(19.5)	(54.7)	(28.6)	5.7	(36.5)	19.7
부동산 / 기타	40.7	28.5	29.5	(26.9)	(44.8)	(58.4)	(1.9)	2.7	10.1	(27.6)	100.8
KGC	15.6	0.3	6.3	11.1	15.1	14.7	10.2	6.0	8.3	11.7	6.0
인삼 내수	12.8	(0.2)	4.9	5.7	12.9	11.1	7.9	6.5	6.0	9.8	5.9
인삼 수출	86.5	9.8	39.1	68.1	47.9	78.3	49.5	3.0	51.6	36.9	7.0
기타 및 조정	17.4	19.2	1.0	3.9	(8.2)	15.3	(7.1)	0.6	9.3	(0.1)	2.5
연결 영업이익	395.5	386.5	421.7	222.5	311.4	323.0	359.3	224.7	1,426.1	1,218.4	1,422.5
KT&G 개별	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	275.7	275.3	226.8	1,244.8	991.2	1,177.7
KGC	79.2	38.6	77.0	(9.4)	91.9	40.6	82.0	0.5	185.4	214.9	234.4
기타 및 조정	(3.6)	4.7	6.2	(11.5)	6.2	6.7	2.0	(2.6)	(4.2)	12.3	10.4
YoY %	0.6	11.7	(1.1)	(27.0)	(21.3)	(16.4)	(14.8)	1.0	(3.0)	(14.6)	16.7
KT&G 개별	(2.3)	6.3	(3.1)	(20.4)	(33.3)	(19.6)	(18.7)	(6.8)	(4.6)	(20.4)	18.8
KGC	14.9	10.1	12.3	(501.1)	16.1	5.1	6.5	(105.4)	6.0	15.9	9.1
OPM %	33.5	33.3	33.0	21.2	29.2	28.8	30.4	22.7	30.6	27.9	30.5
KT&G 개별	44.1	42.8	42.9	35.6	37.3	39.1	41.5	37.1	41.5	38.8	42.7
KGC	23.2	15.2	21.0	(4.0)	23.4	13.9	20.3	0.2	15.5	16.0	16.5

자료: KT&amp;G, 하이투자증권

주\*\*: 담배 내수부문에 일반담배 및 차세대담배 (퀵런, 디바이스)이 포함됨

표 4. KT&amp;G 목표주가: 가정변경에 따라 130,000 원→120,000 원으로 변경

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	4,667.2	4,360.6	4,656.9	4,889.0	4,739.1	4,593.9
YoY %		(6.6)	6.8	5.0	(3.1)	(3.1)
당기순이익	1,164.2	963.3	1,073.8	1,160.4	1,047.2	1,019.0
YoY %		(17.3)	11.5	8.1	(9.7)	(2.7)
Margin %	24.9	22.1	23.1	23.7	22.1	22.2
보통주 배당액	505.1	505.1	530.3	530.3	530.3	530.3
Payout ratio %	43.4	52.4	49.4	45.7	50.6	52.0
자본총계 (기초)	7,117.8	7,829.8	8,335.5	8,926.3	9,603.8	10,168.2
Growth %		10.0	6.5	7.1	7.6	5.9
ROE %		12.9%	13.3%	13.4%	11.3%	10.3%
COE %		5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
ROE-COE %		7.5%	7.9%	8.0%	5.9%	4.9%
<b>Residual Income</b>		<b>559.7</b>	<b>637.3</b>	<b>694.3</b>	<b>546.9</b>	<b>485.2</b>
NPV of RI	2,553.5					
NPV of CV	6,491.2					
RI	494.9					
ROIC %	5.4%					
COE %	5.4%					
Terminal Growth %	2.0%					
CV	9,164.8					
자본총계 (기초)	7,117.8					
<b>Equity Value</b>	<b>16,162.4</b>					
주식수 (백만주)	137,292.5					
Fair Price-RIM (원)	117,723					
<b>목표주가 (원)</b>	<b>125,000</b>					

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,585	6,969	7,448	8,102
현금 및 현금성자산	1,230	2,049	1,815	1,941
단기금융자산	1,582	1,493	1,866	2,239
매출채권	1,109	986	1,257	1,344
재고자산	2,317	2,224	2,375	2,493
비유동자산	3,391	3,439	3,569	3,629
유형자산	1,757	1,713	1,745	1,760
무형자산	85	85	85	85
자산총계	9,976	10,408	11,017	11,730
유동부채	1,803	1,686	1,704	1,740
매입채무	63	201	424	628
단기차입금	175	150	150	150
유동성장기부채	4	25	25	25
비유동부채	343	386	386	386
사채	-	9	9	9
장기차입금	65	100	100	100
부채총계	2,146	2,073	2,091	2,127
자배주주지분	7,772	8,264	8,855	9,532
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	484	484	484	484
이익잉여금	6,745	7,189	7,733	8,363
기타자본항목	-328	-328	-328	-328
비자배주주지분	58	72	72	72
자본총계	7,830	8,335	8,926	9,604

## 포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,667	4,361	4,657	4,889
증가율(%)	3.6	-6.6	6.8	5.0
매출원가	1,909	1,787	1,812	1,860
매출총이익	2,758	2,573	2,845	3,029
판매비와관리비	1,332	1,355	1,423	1,487
연구개발비	44	41	43	46
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,426	1,218	1,422	1,542
증가율(%)	-3.0	-14.6	16.7	8.4
영업이익률(%)	30.6	27.9	30.5	31.5
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	6	6	10	10
기타영업외손익	-128	56	12	12
세전계속사업이익	1,346	1,354	1,491	1,612
법인세비용	181	391	418	451
세전계속이익률(%)	28.8	31.1	32.0	33.0
당기순이익	1,164	963	1,074	1,160
순이익률(%)	24.9	22.1	23.1	23.7
지배주주귀속 순이익	1,164	949	1,074	1,160
기타포괄이익	47	47	47	47
총포괄이익	1,212	1,011	1,121	1,208
지배주주귀속총포괄이익	1,212	1,011	1,121	1,208

## 현금흐름표

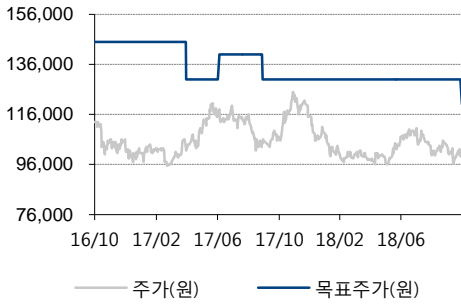
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,140	1,434	960	1,278
당기순이익	1,164	963	1,074	1,160
유형자산감가상각비	-	156	156	156
무형자산상각비	5	5	5	5
지분법관련손실(이익)	6	6	10	10
투자활동 현금흐름	-330	-187	-654	-602
유형자산의 처분(취득)	-318	-170	-170	-170
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	94	89	-373	-373
재무활동 현금흐름	-434	-483	-523	-549
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	9	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-460	-505	-505	-530
현금및현금성자산의증감	379	819	-235	126
기초현금및현금성자산	851	1,230	2,049	1,815
기말현금및현금성자산	1,230	2,049	1,815	1,941

## 주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	8,476	6,914	7,821	8,452
BPS	56,609	60,191	64,494	69,429
CFPS	8,515	8,087	8,994	9,625
DPS	4,000	4,000	4,200	4,200
Valuation(배)				
PER	13.6	14.5	12.8	11.8
PBR	2.0	1.7	1.6	1.4
PCR	13.6	12.4	11.1	10.4
EV/EBITDA	9.3	7.6	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.7	11.8	12.5	12.6
EBITDA 이익률	30.7	31.6	34.0	34.8
부채비율	27.4	24.9	23.4	22.1
순부채비율	-32.8	-39.1	-38.1	-40.6
매출채권회전율(x)	3.9	4.2	4.2	3.8
재고자산회전율(x)	2.0	1.9	2.0	2.0

자료 : KT&amp;G, 하이투자증권 리서치센터

KT&G  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-04-28	Buy	130,000	6개월	-14.3%	-7.3%
2017-07-03	Buy	140,000	1년	-20.0%	-14.6%
2017-09-27	Buy	130,000	1년	-18.7%	-3.8%
2018-10-31	Buy	125,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-