

담배

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	121,000원 (I)
현재주가 (11/29)	105,500원
상승여력	15%

시가총액	144,844억원
총발행주식수	137,292,497주
60일 평균 거래대금	276억원
60일 평균 거래량	273,791주
52주 고	124,000원
52주 저	96,000원
외인지분율	52.57%
주요주주	국민연금 9.61%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.5	5.5	(14.9)
상대	(0.4)	15.2	1.1
절대(달려환산)	7.6	4.7	(18.1)

내수가 끌어주고 해외가 밀어주고

투자 의견 BUY, 목표주가 121,000원을 제시하며 커버리지 개시

KT&G에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 121,000원을 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 8,030원에 Target P/E 15배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 동종기업 평균 P/E 13배 대비 15% 할증 적용하였다. KT&G는 지난해는 경쟁사의 전자담배 출시로 인한 점유율 하락 우려, 2018년 상반기는 중동 지역으로의 수출 부진으로 주가 조정을 받았다. 반면에, 경쟁사 전자담배의 유해성 논란과 내수 점유율 정체가 동사에게는 기회가 될 수 있다는 판단이다. 2019년은 담배 수출 회복과 곁련형 전자담배의 Q의 증가로 2019년 영업이익이 19% 성장하며 완연한 개선이 기대된다.

국내 담배 시장에서의 리더십 확대

일반 담배 점유율 확대 3분기 국내 담배 총수요는 176억본으로 전년동기비 12% 감소하였고, 곁련형 전자담배의 점유율은 전년동기 3% 수준에서 9%까지 확대된 것으로 추정한다. KT&G는 국내 담배시장에서의 탄탄한 영업망을 바탕으로 최근 고마진 품목의 일반 담배 점유율은 상대적으로 확대되는 추세다. 담배 총수요에서의 KT&G 점유율이 지난해 3Q17 61.5%, 4Q17 59.6%까지 낮아졌으나, 최근 3Q18는 62.6%까지 회복했다.

곁련형 전자 담배 점유율 확대 전자 담배 시장에서의 점유율 확대도 기대된다. 경쟁사의 전자담배 출시 이후 지난 6월 국내 식약처의 전자담배 유해성 분석결과 발표, 미국에서 지난 9월 가향 전자담배의 미국 내 판매금지 권고 등 전자담배가 일반담배보다 유해성이 낮다는 인식으로 시장규모가 확대되고 있는 것에 제동을 거는 일련의 이슈였다. 이는 경쟁사 전자담배의 시장 침투 속도를 제어하는 역할을 한 것으로 보이며, 국내 담배시장규모는 2분기 대비 3분기가 QoQ로 4% 상승했음에도 불구하고 경쟁사의 곁련형 전자 담배 점유율이 2Q18에 8%에서 3Q18 7.4%로 전분기 대비 낮아졌다. 반면에 KT&G는 지난 5월 릴 플러스, 10월 릴 미니, 11월 릴 하이브리드를 출시하며, 압도적인 영업망, 기기의 편의성, 가격 매력도 등을 통해 빠르게 추격하고 있어 향후 시장 지배력이 확대될 것으로 기대한다.

해외 수요는 점진적 회복 예상

KT&G의 해외사업은 2017년 기준 별도 매출액의 29% 수준으로 상당하다. 지역은 중동, 중앙아시아, 러시아, 중국 등 해외 지역에 판매망을 보유하고 있으며 이중 가장 큰 비중을 차지하는 권역은 중동이다. 지난 1Q18는 중동 유통 담당하는 대리상과의 단가 협상이 지연되어 매출 공백이 있었고, 이후 협상이 진행되었으나 중동지역 환율 급등에 따라 주문이 위축되었다. 이제는 수출 회복이 그리 멀지 않은 것으로 보이는데 과거 금번과 같은 비우호적인 환율로 인해 수출이 위축되었던 시기 3개 분기 정도의 재고 소진 이후 수출이 완전히 회복되었기 때문이다. 한편 릴 하이브리드를 출시 간담회에서 2019년 해외 진출을 의사를 확인했다. 성장 포트폴리오 다각화 측면에서 긍정적인 부분이 많다고 판단된다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,527	0.5	-11.0	10,693	-1.6
영업이익	2,301	3.4	-35.5	2,473	-7.0
세전계속사업이익	2,862	53.5	-20.0	2,687	6.5
지배순이익	2,139	-38.4	-17.4	1,973	8.4
영업이익률 (%)	21.9	+0.7 %pt	-8.3 %pt	23.1	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	20.3	-12.8 %pt	-1.6 %pt	18.4	+1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

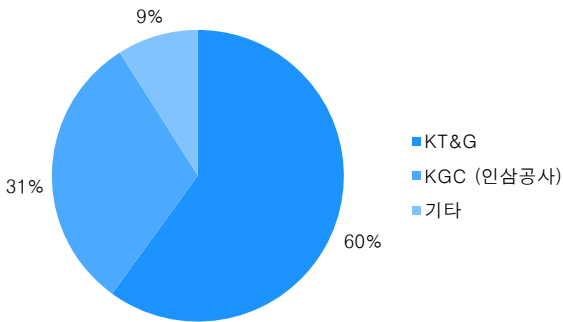
	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		45,033	46,672	44,225	48,984
영업이익		14,696	14,261	12,213	14,522
지배순이익		12,308	11,638	9,882	11,129
PER		12.9	12.8	14.7	13.0
PBR		2.1	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA		8.4	7.8	8.3	7.3
ROE		18.6	15.7	12.3	13.3

자료: 유안타증권

KT&G 실적추이 및 전망											(단위: 십억원. %)	
	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	
연결 매출액	4,667.2	4,422.5	4,898.4	1,067.6	1,119.7	1,182.5	1,052.7	1,219.2	1,196.6	1,339.8	1,142.8	
KT&G	3,000.1	2,597.0	2,924.5	572.3	705.5	663.9	655.3	681.4	760.4	768.4	714.3	
1. 내수	1,793.8	1,801.6	1,865.9	405.1	476.5	495.8	424.3	447.4	488.6	495.5	434.4	
- 판매량 (억본)	21.8	20.0	19.6	4.6	5.2	5.5	4.7	4.6	5.1	5.3	4.7	
- 점유율 (%)	61%	59%	58%	62%	62%	63%	59%	57%	57%	59%	59%	
- ASP (원/갑)	824.7	899.4	950.4	877.2	913.6	902.7	901.6	983.4	952.4	939.1	928.9	
2. 수출	878.5	554.8	655.1	132.3	184.2	93.4	144.9	158.2	157.2	177.0	162.8	
- 판매량 (억본)	23.6	17.3	20.0	4.0	6.1	3.0	4.4	4.6	5.1	5.5	4.8	
- ASP (원/갑)	372.9	319.9	327.5	396.0	608.0	295.0	435.2	464.1	508.5	548.2	479.4	
KGC (인삼공사)	1,200.0	1,355.1	1,500.9	393.4	291.7	404.5	265.5	430.9	327.6	452.3	290.0	
1. 내수	1,113.8	1,248.6	1,372.9	361.9	267.4	374.3	245.0	400.9	300.8	420.8	250.3	
2. 수출	86.1	106.5	128.0	31.5	24.3	30.2	20.5	30.0	26.8	31.5	39.7	
기타	467.1	469.8	473.0	101.9	122.5	113.5	132.0	106.9	108.6	119.1	138.5	
% YoY	연결 매출액	4%	-5%	11%	-9%	-4%	-8%	0%	14%	7%	13%	9%
	KT&G	1%	-13%	13%	-21%	-12%	-16%	-4%	19%	8%	16%	9%
	1. 내수	-2%	0%	4%	-5%	3%	-2%	7%	10%	3%	0%	2%
	- 판매량 (억본)	-4%	-8%	-2%	-10%	-8%	-11%	-1%	-1%	-2%	-4%	-1%
	- 점유율 (%)	2%	-3%	-1%	1%	3%	2%	-1%	-7%	-8%	-6%	0%
	- ASP (원/갑)	1%	9%	6%	6%	12%	10%	9%	12%	4%	4%	3%
	2. 수출	6%	-37%	18%	-44%	-20%	-55%	-30%	20%	-15%	90%	12%
	- 판매량 (억본)	9%	-26%	15%	-40%	8%	-49%	-21%	17%	-16%	86%	10%
	- ASP (원/갑)	-3%	-14%	2%	-40%	8%	-49%	-21%	17%	-16%	86%	10%
	KGC (인삼공사)	8%	13%	11%	15%	15%	10%	12%	10%	12%	12%	9%
	1. 내수	6%	12%	10%	13%	11%	8%	19%	11%	12%	12%	2%
	2. 수출	52%	24%	20%	48%	79%	50%	-34%	-5%	10%	4%	94%
매출총이익	2,758.3	2,609.7	2,969.2	634.1	657.2	702.5	615.9	746.9	736.9	800.6	684.7	
판매관리비	1,332.2	1,388.3	1,516.9	322.8	334.3	345.6	385.7	355.1	371.1	381.9	408.9	
영업이익	1,426.1	1,221.3	1,452.2	311.4	323.0	356.9	230.1	391.8	365.8	418.7	275.9	
KT&G	1,244.9	1,011.5	1,221.0	213.3	275.7	275.3	247.2	292.9	318.0	324.2	285.9	
KGC (인삼공사)	185	202	228	92	41	82	-12	99	45	92	-8	
기타	-4	10	3	6	7	2	-5	0	3	2	-2	
% YoY	영업이익	-3%	-14%	19%	-21%	-16%	-15%	3%	26%	13%	17%	20%
	KT&G	-5%	-19%	21%	-33%	-20%	-19%	2%	37%	15%	18%	16%
	KGC (인삼공사)	6%	9%	13%	16%	5%	6%	적지	8%	11%	12%	적지
	기타	적지	흑전	-66%	흑전	41%	-67%	적지	적전	-61%	22%	적지
세전이익	567	1,382	1,541	360	379	358	286	416	408	411	306	
자배주주순이익	1,164	988	1,113	249	267	259	214	314	282	275	242	
% Margin	매출총이익률	59%	59%	61%	59%	59%	59%	61%	62%	60%	60%	
	영업이익률	31%	28%	30%	29%	29%	30%	32%	31%	31%	24%	
	KT&G	41%	39%	42%	37%	39%	41%	43%	42%	42%	40%	
	KGC (인삼공사)	15%	15%	15%	23%	14%	20%	23%	14%	20%	-3%	
	순이익률	25%	22%	23%	23%	24%	22%	26%	24%	20%	21%	

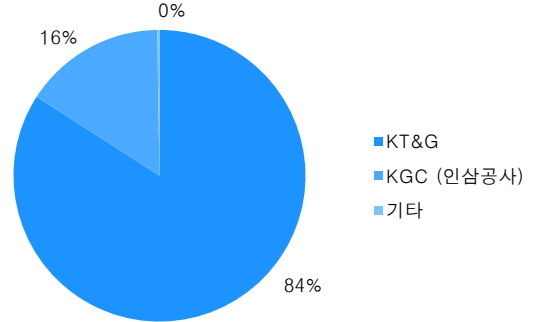
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 2019년 기준 연결기준 매출 비중



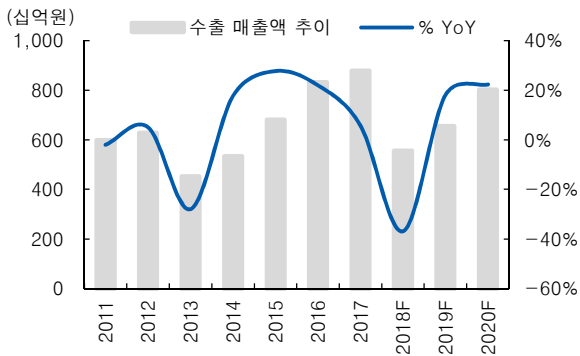
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2019년 기준 연결기준 이익 비중



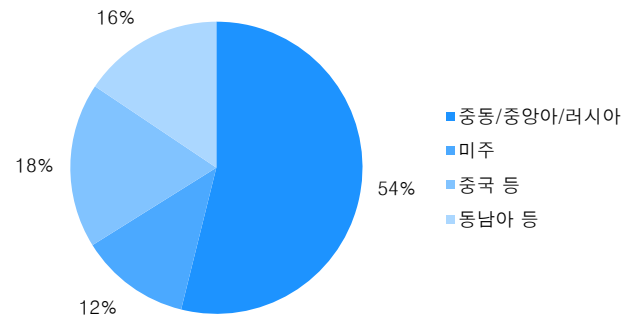
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] KT&G 담배 수출액 추이 및 전망



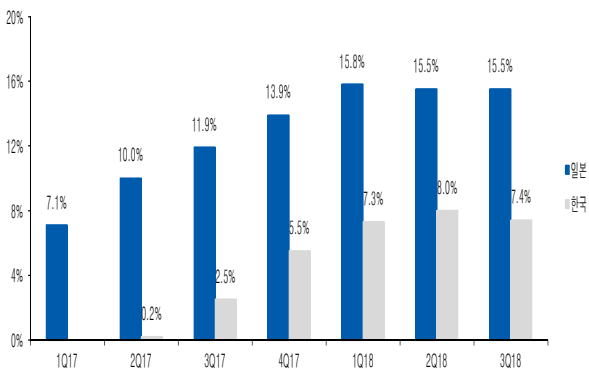
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] KT&G 담배 수출액 비중



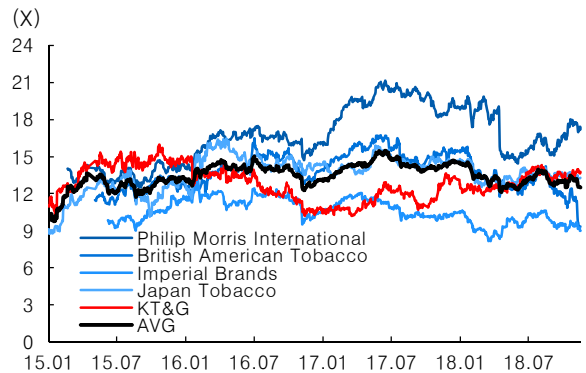
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 필립모리스의 아이코스 아시아 지역 점유율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] KT&G 동종기업 12MF PE Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G (033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	45,033	46,672	44,225	48,984	52,913
매출원가	17,967	19,089	18,129	19,293	20,907
매출충이익	27,066	27,583	26,097	29,692	32,005
판매비	12,370	13,322	13,883	15,169	16,121
영업이익	14,696	14,261	12,213	14,522	15,884
EBITDA	16,283	15,872	13,804	16,254	17,770
영업외손익	1,177	-805	1,606	891	864
외환관련손익	405	-1,424	-390	-390	-390
이자손익	312	346	450	405	378
관계기업관련손익	21	57	57	57	57
기타	439	216	1,489	819	819
법인세비용차감전순이익	15,873	13,456	13,819	15,413	16,748
법인세비용	3,618	1,814	3,926	4,378	4,758
계속사업순이익	12,255	11,642	9,894	11,035	11,991
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12,255	11,642	9,894	11,035	11,991
지배지분순이익	12,308	11,638	9,882	11,129	12,061
포괄순이익	12,261	12,116	10,368	11,509	12,465
지배지분포괄이익	12,301	12,077	10,334	11,472	12,424

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	66,155	65,854	70,017	70,601	72,042
현금및현금성자산	8,508	12,302	18,224	15,387	14,002
매출채권 및 기타채권	12,663	11,089	10,013	11,072	11,946
재고자산	22,654	23,175	21,960	24,323	26,273
비유동자산	31,966	33,905	35,505	36,920	38,434
유형자산	16,065	17,570	18,764	19,772	20,875
관계기업 등 자본관련자산	565	510	965	1,419	1,874
기타투자자산	9,280	10,252	10,252	10,252	10,252
자산총계	98,121	99,759	105,521	107,522	110,476
유동부채	21,534	18,030	17,998	18,037	18,090
매입채무 및 기타채무	17,874	14,397	14,365	14,404	14,457
단기차입금	1,366	1,747	1,747	1,747	1,747
유동성장기부채	96	37	37	37	37
비유동부채	5,409	3,431	3,880	4,329	4,778
장기차입금	539	652	1,101	1,550	1,999
사채	90	0	0	0	0
부채총계	26,943	21,461	21,879	22,366	22,868
지배지분	70,452	77,721	83,026	84,528	86,962
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
자본잉여금	5,103	4,841	4,841	4,841	4,841
이익잉여금	60,089	67,452	72,283	73,311	75,270
비지배지분	726	577	616	628	646
자본총계	71,178	78,298	83,643	85,156	87,607
순차입금	-22,649	-25,332	-30,805	-27,519	-25,686
총차입금	2,621	2,789	3,238	3,687	4,136

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	14,978	11,399	13,393	9,564	11,287
당기순이익	12,255	11,642	9,894	11,035	11,991
감가상각비	1,528	1,557	1,541	1,685	1,842
외환손익	-484	1,033	390	390	390
종속, 관계기업 관련손익	-21	-57	-57	-57	-57
자산부채의 증감	1,755	-1,524	590	-4,520	-3,908
기타현금흐름	-56	-1,253	1,035	1,032	1,029
투자활동 현금흐름	-7,026	-3,299	-2,926	-2,883	-3,136
투자자산	-5,232	-316	-397	-397	-397
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,617	-3,183	-2,735	-2,693	-2,945
유형자산 감소	120	43	0	0	0
기타현금흐름	-296	157	206	206	206
재무활동 현금흐름	-4,884	-4,338	-4,843	-4,843	-4,843
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-549	449	449	449	449
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,283	-4,604	-5,109	-5,109	-5,109
기타현금흐름	-52	-183	-183	-183	-183
연결범위변동 등 기타	-22	32	298	-4,675	-4,692
현금의 증감	3,046	3,794	5,922	-2,837	-1,384
기초 현금	5,462	8,508	12,302	18,224	15,387
기말 현금	8,508	12,302	18,224	15,387	14,002
NOPLAT	14,696	14,261	12,213	14,522	15,884
FCF	13,071	9,241	8,189	4,915	6,405

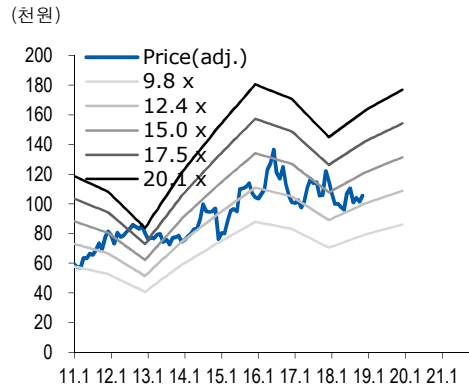
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

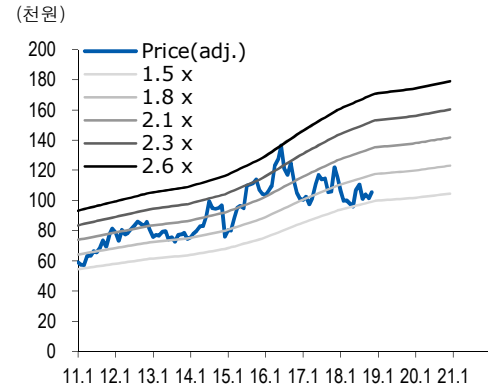
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	8,965	8,476	7,198	8,106	8,785
BPS	55,797	61,553	65,755	66,945	68,872
EBITDAPS	11,860	11,560	10,054	11,839	12,943
SPS	32,801	33,995	32,213	35,679	38,540
DPS	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000
PER	12.9	12.8	14.7	13.0	12.0
PBR	2.1	1.8	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.4	7.8	8.3	7.3	6.7
PSR	3.5	3.2	3.3	3.0	2.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	8.0	3.6	-5.2	10.8	8.0
영업이익 증가율 (%)	7.6	-3.0	-14.4	18.9	9.4
지배순이익 증가율 (%)	18.8	-5.4	-15.1	12.6	8.4
매출총이익률 (%)	60.1	59.1	59.0	60.6	60.5
영업이익률 (%)	32.6	30.6	27.6	29.6	30.0
지배순이익률 (%)	27.3	24.9	22.3	22.7	22.8
EBITDA 마진 (%)	36.2	34.0	31.2	33.2	33.6
ROIC	28.7	31.7	22.1	25.1	24.9
ROA	13.3	11.8	9.6	10.4	11.1
ROE	18.6	15.7	12.3	13.3	14.1
부채비율 (%)	37.9	27.4	26.2	26.3	26.1
순차입금/자기자본 (%)	-32.1	-32.6	-37.1	-32.6	-29.5
영업이익/금융비용 (배)	218.6	166.3	211.7	217.8	209.9

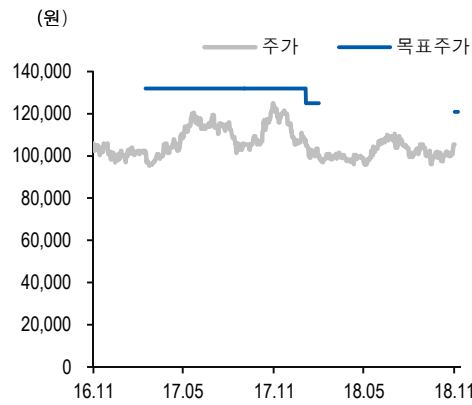
P/E band chart



P/B band chart



KT&G (033780) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-30	BUY	121,000	1년		
	담당자 변경				
2018-02-02	BUY	125,000	1년	-18.61	-11.60
2017-03-14	BUY	132,000	1년	-16.51	-5.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.2
Sell(비중축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-28

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.