



BUY(Maintain)

목표주가: 125,000원

주가(1/2): 97,600원

시가총액: 133,997억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/2)		2,010.00pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	112,000원	96,000원
등락률	-12.86%	1.67%
수익률	절대	상대
1M	-6.2%	-2.1%
6M	-8.8%	3.1%
1Y	-15.1%	4.7%

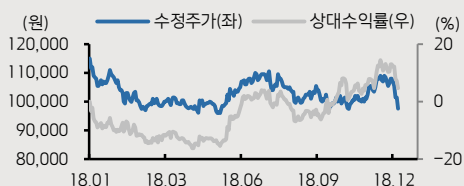
Company Data

발행주식수		137,292천주
일평균 거래량(3M)		309천주
외국인 지분율		51.82%
배당수익률(18E)		4.10%
BPS(18E)		59,932원
주요 주주	국민연금공단	10.5%
	중소기업은행	7.5%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	46,672	44,404	47,908	49,730
보고영업이익	14,261	12,367	14,466	15,087
핵심영업이익	14,261	12,367	14,466	15,087
EBITDA	15,872	13,844	15,905	16,538
세전이익	13,456	13,468	14,938	15,567
순이익	11,642	9,552	10,905	11,364
지배주주지분순이익	11,638	9,575	10,905	11,364
EPS(원)	8,476	6,974	7,943	8,277
증감률(%YoY)	-5.4	-17.7	13.9	4.2
PER(배)	13.6	14.0	12.3	11.8
PBR(배)	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	8.4	7.8	6.6	6.1
보고영업이익률(%)	30.6	27.9	30.2	30.3
핵심영업이익률(%)	30.6	27.9	30.2	30.3
ROE(%)	15.6	11.9	12.7	12.4
순부채비율(%)	-32.4	-31.0	-32.7	-35.5

Price Trend



KT&G (033780)

점진적 개선의 시그널



KT&G의 4Q18 영업이익은 2,455억원(+10% YoY)으로 전망된다. 1~3분기 역성장 흐름에서 벗어나 증익으로 전환할 것으로 기대된다. 2018년은 국내 궤련수요 감소와 수출 부진으로 부진한 실적을 보였지만, 2019년에는 전자담배 수익성 개선과 수출담배 성장성 회복으로 증익 가시성이 높은 편이다.

>>> 4Q18 영업이익 2,455억원 전망

KT&G의 4Q18 연결기준 영업이익은 2,455억원(+10% YoY)으로 전망된다. 2018년 KT&G의 1~3분기 실적은 국내 전자담배 시장 확대에 따른 궤련담배 수요 감소, 미국의 이란 경제 제재 영향에 따른 담배 수출 감소로 매분기 역성장이었다. 하지만, 2018년 4분기는 1) 추석 시점 차이에 따른 영업일 수 증가 효과, 2) 중등 수출 물량 일부 회복(4Q18 500억원 내외 전망), 3) 전자담배 수익성 상승, 4) 부동산(수원 부지) 분양 이익 증가(4Q18 250억원 내외 전망)로 연결기준 영업이익이 전년동기 대비 개선될 전망이다.

특히, 2Q19까지는 실적의 기저가 낮기 때문에(수출담배/부동산 분양 이익 때문), 전사 실적의 증익 가시성이 매우 높은 편이다.

>>> 점진적 개선의 시그널

동사의 실적변수와 외부환경이 조금씩 개선되는 점도 긍정적이다.

1) **전자담배**는 생산 효율성이 개선되면서, 2019년에는 궤련담배 대비 높은 당당 영업이익 창출이 가능하다. 2018년 상반기는 적자였으나, 4분기에는 20%대 영업이익률을 달성할 것으로 추산되고, 2019년에는 궤련담배의 영업이익률을 넘어설 가능성이 높다.

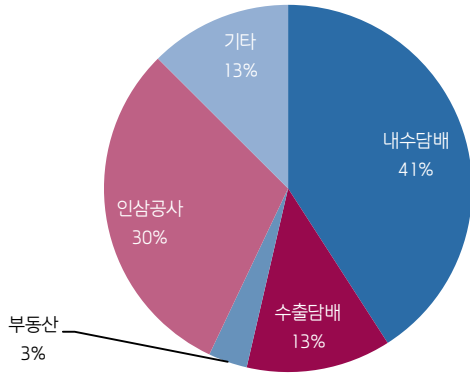
2) **주력 시장 수출담배**는 이란 정부와 중앙은행의 외환시장 개입으로 이란 환율이 평가절상 되고 있고, 이란 외의 중등 국가는 가격인상 이후 흡연율이 회복되고 있어, 2019년에는 기저효과를 누릴 가능성이 높다(사우디 담배 총수요 YoY 성장률: 1Q18 -40%, 2Q18 -24%, 3Q18 플랫). 미국의 이란 경제제재가 지속되고 있지만, 환율 평가절상은 로컬 유통업체의 구매력 개선 측면에서 긍정적이다.

3) **신시장 수출담배**는 미국 ASP 하락이 일단락 되고 있기 때문에, 본래의 판매량 성장세로 회복될 가능성이 높다. 따라서, 2019년에는 내수담배와 수출담배의 영업실적이 모두 개선될 가능성이 매우 높다.

투자 의견 BUY,
목표주가 12.5만원

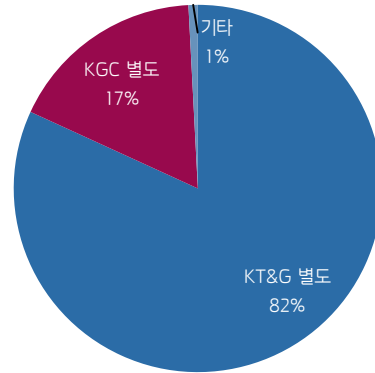
KT&G에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 12.5만원을 유지한다. 1) 전자담배 수익성 개선, 2) 수출담배 성장성 회복, 3) 인삼공사와 부동산 분양 이익의 꾸준한 증가로 인해, 2019년에 실적의 증익 가시성이 매우 높은 편이다.

KT&G 연결기준 매출 Mix(2018E 기준)



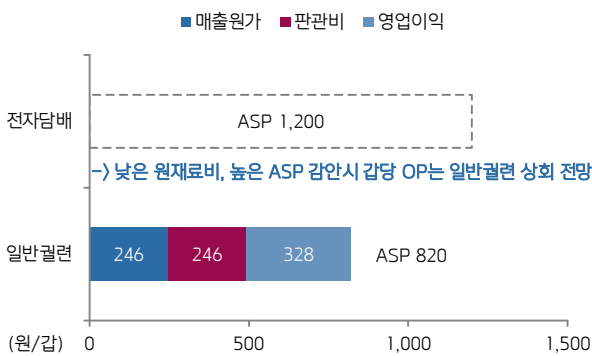
자료: 키움증권 리서치

KT&G 연결기준 OP Mix(2018E 기준)



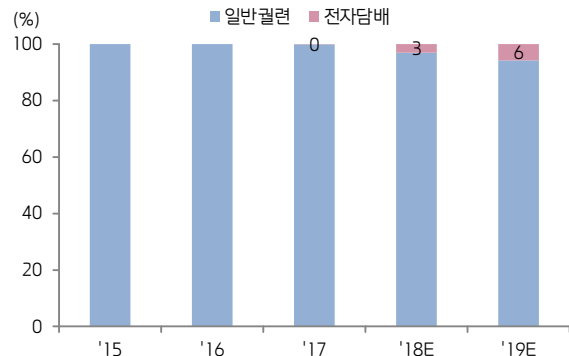
자료: 키움증권 리서치

KT&G 내수담배 ASP Breakdown



자료: 키움증권 리서치

KT&G 내수담배 판매량 Mix 추이 및 전망



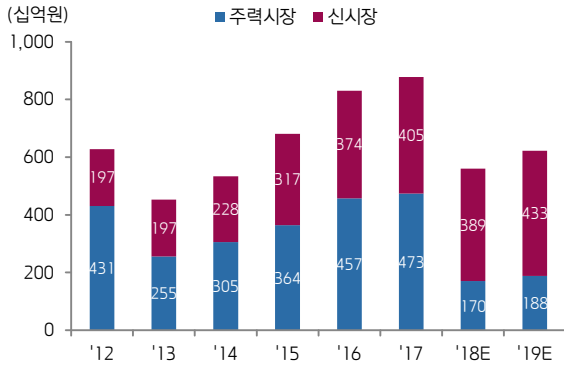
자료: KT&G, 키움증권 리서치

2017~18년 KT&G 실적 비교 분석: 3Q18에 내수담배 갑당 매출원가 하락 전환

KT&G 실적분석(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
내수담배 Stick 매출	426.2	464.6	507.2	395.9	389.5	448.2	473.7
궤관담배	426.2	464.6	507.2	393.0	379.4	431.1	448.9
전자담배	-	-	-	2.9	10.1	17.1	24.8
수출담배 매출	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	184.2	93.4
(YoY 증감)	-	-	-	-	-104.2	-44.6	-112.7
내수담배 갑당 매출원가(원/갑)	212	211	215	227	246	294	266
내수담배 매출총이익률	74.4%	74.2%	73.9%	72.6%	72.0%	67.7%	70.6%
KT&G 별도기준 영업이익 (A)	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	275.7	275.3
(YoY 증감)	-	-	-	-	-106.6	-67.4	-63.2
연결기준 부동산부문 영업이익 (B)	25.4	-5.7	8.3	8.6	5.1	8.3	20.8
(YoY 증감)	-	-	-	-	-20.3	14.0	12.5
(A) - (B)	294.4	348.8	330.2	234.8	208.2	267.5	254.5
(YoY 증감)	-	-	-	-	-86.3	-81.4	-75.7

자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 수출담배 매출액 추이 및 전망



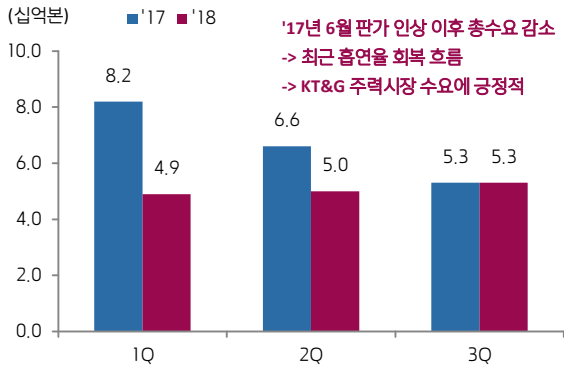
자료: KT&G, 키움증권 리서치
 주: 1) 주력시장: 중동/중앙아시아/러시아
 2) 신시장: 주력시장 외의 모든 시장

안정을 찾고 있는 이란 환율



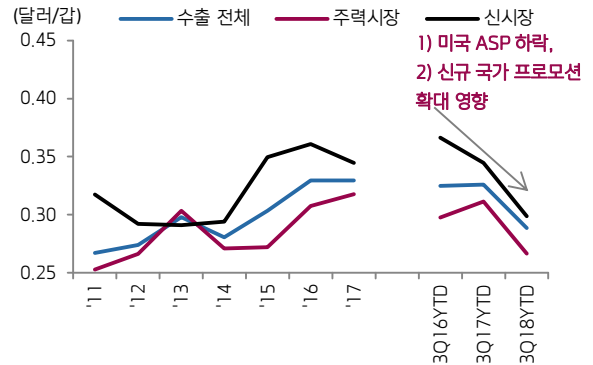
자료: BonBast.com

사우디 담배 총수요 추이



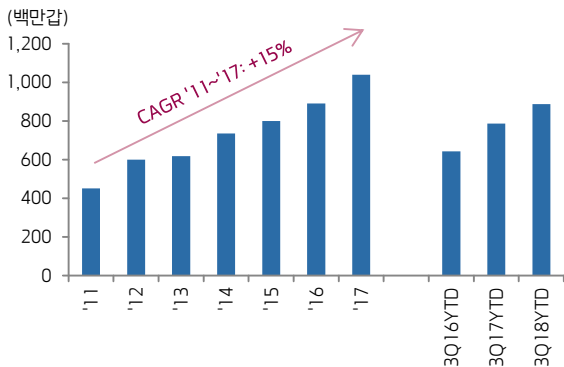
자료: Philip Morris

KT&G 수출담배 지역별 ASP 추이



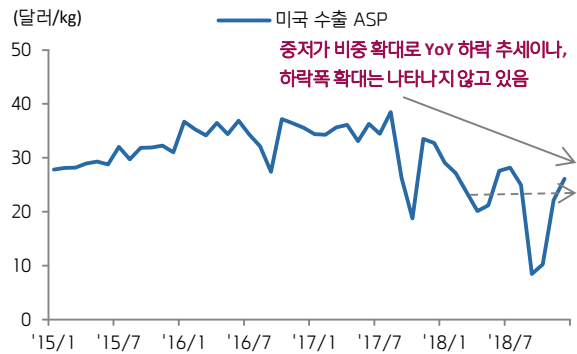
자료: KT&G, 키움증권 리서치
 주: 1) 주력시장: 중동/중앙아시아/러시아
 2) 신시장: 주력시장 외의 모든 시장

KT&G 신시장 담배 판매량 추이



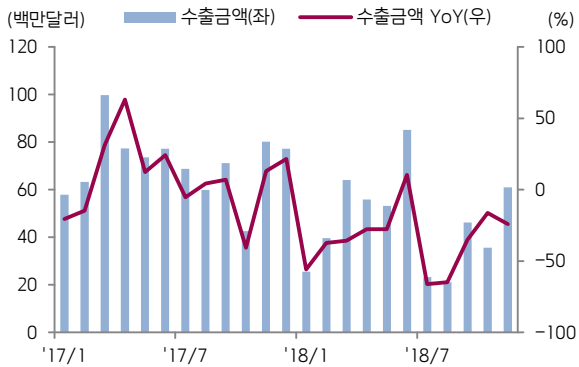
자료: 키움증권 리서치
 주: 1) 주력시장: 중동/중앙아시아/러시아
 2) 신시장: 주력시장 외의 모든 시장

한국의 미국 수출담배 ASP 추이



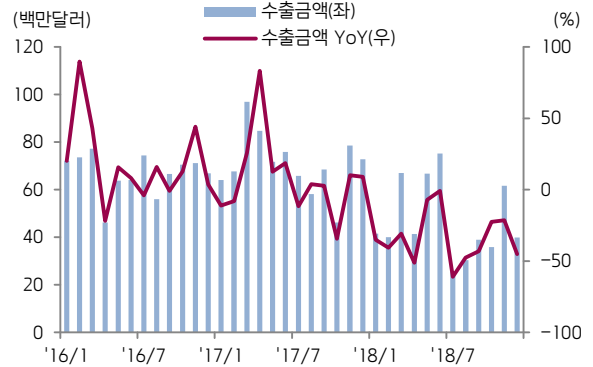
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

출항일 기준 담배 수출액 추이(일본/호주 제외)



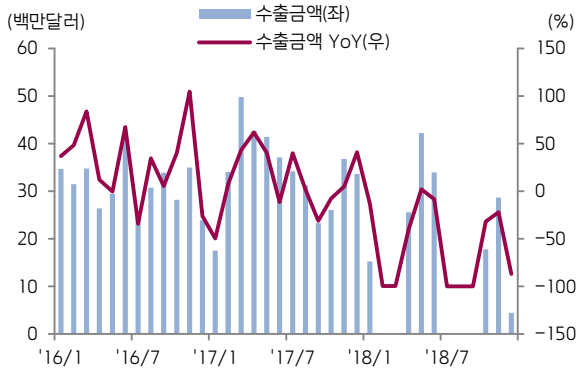
자료: 관세청, 키움증권 리서치

수리일 기준 담배 수출액 추이(일본/호주 제외)



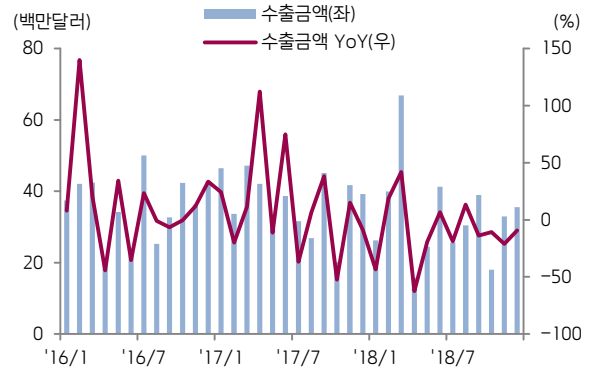
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치

수리일 기준 UAE向 담배 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치

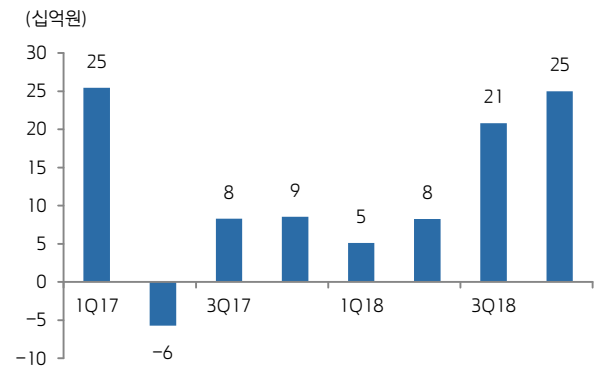
수리일 기준 신시장 담배 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치

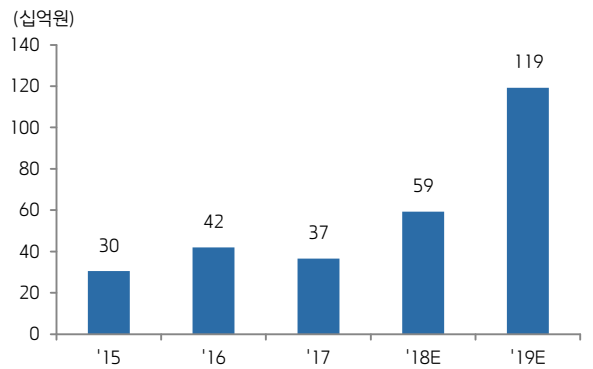
주: 1) 신시장 수출액 = 일본/호주 제외 기준 수출액 - UAE向 수출액

분기별 부동산 부문 영업이익 추이



자료: KT&G, 키움증권 리서치

연도별 부동산 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,119.7	1,182.5	1,070.6	1,193.8	1,172.5	1,312.2	1,112.4
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-9.4%	-3.6%	-7.5%	2.2%	11.8%	4.7%	11.0%	3.9%
KT&G 별도	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	705.5	663.9	677.8	668.0	735.7	762.8	699.4
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-0.8%	16.7%	4.3%	14.9%	3.2%
내수담배	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	474.9	495.8	442.8	414.8	468.0	493.6	441.8
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	2.2%	-2.3%	11.8%	2.4%	-1.4%	-0.4%	-0.2%
전자담배 Device					15.6	26.7	22.1	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
(YoY)									37.1%	-19.8%	-3.2%	0.0%
담배 Stick	426.2	464.6	507.2	395.9	389.5	448.2	473.7	421.4	393.4	446.7	472.2	420.4
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-8.6%	-3.5%	-6.6%	6.4%	1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
일반굴러	426.2	464.6	507.2	393.0	379.4	431.1	448.9	393.0	365.3	412.2	432.8	384.4
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.5%	-11.0%	-7.2%	-11.5%	0.0%	-3.7%	-4.4%	-3.6%	-2.2%
전자담배 Stick				2.9	10.1	17.1	24.8	28.4	28.1	34.5	39.4	36.1
(YoY)									178.3%	101.4%	58.8%	27.2%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,543	17,041	16,402	18,621	19,446	17,808	16,156	18,342	19,154	17,541
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.2%	-8.9%	-2.6%	-1.7%	-5.3%	4.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
MS	61.2%	59.9%	59.9%	56.3%	57.2%	57.4%	58.5%	56.5%	58.1%	58.0%	58.5%	56.8%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.7%p	0.3%p	-2.3%p	-3.9%p	-2.6%p	-1.4%p	0.3%p	0.9%p	0.6%p	0.0%p	0.2%p
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,386	10,680	11,380	10,068	9,386	10,635	11,209	9,961
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.5%	-8.9%	-5.9%	-7.5%	5.0%	0.0%	-0.4%	-1.5%	-1.1%
ASP(원/갑)	827	819	824	826	830	839	832	837	838	840	843	844
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.7%	0.3%	2.5%	1.0%	1.4%	1.0%	0.1%	1.2%	0.9%
수출담배	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	184.2	93.4	149.7	152.8	158.4	158.6	151.8
(YoY)	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-44.1%	-19.5%	-54.7%	-27.7%	15.5%	-14.0%	69.9%	1.4%
판매량(백만본)	13,266	11,287	11,541	11,017	7,913	12,189	5,920	9,474	9,574	9,752	9,769	9,190
(YoY)	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-40.4%	8.0%	-48.7%	-14.0%	21.0%	-20.0%	65.0%	-3.0%
ASP(달러/갑)	0.31	0.36	0.32	0.34	0.31	0.28	0.28	0.28	0.29	0.29	0.29	0.30
(YoY)	-6.4%	12.5%	-7.6%	3.6%	0.9%	-21.9%	-11.2%	-17.4%	-8.6%	3.4%	3.5%	5.4%
평균환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,126	1,129	1,120	1,120	1,120	1,120
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.2%	-7.1%	-4.5%	-0.6%	1.9%	4.4%	3.9%	-0.5%	-0.8%
기타	63.2	107.8	76.2	80.5	34.9	44.8	74.7	85.3	100.3	109.3	110.5	105.7
(YoY)	40.7%	28.4%	29.5%	-26.9%	-44.8%	-58.4%	-1.9%	6.0%	187.3%	143.7%	47.9%	23.9%
KGC 별도	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	291.7	404.5	265.0	423.9	314.3	436.0	285.2
(YoY)	15.6%	0.3%	6.3%	11.1%	15.1%	14.7%	10.2%	11.9%	7.8%	7.7%	7.8%	7.6%
기타	111.0	106.2	122.2	127.8	101.9	122.5	113.5	127.8	101.9	122.5	113.5	127.8
(YoY)	17.4%	19.2%	1.0%	3.9%	-8.2%	15.3%	-7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	395.3	386.3	421.6	222.9	311.4	323.0	356.9	245.5	378.4	363.1	439.5	265.6
(YoY)	0.6%	11.7%	-1.1%	-26.9%	-21.2%	-16.4%	-15.4%	10.2%	21.5%	12.4%	23.2%	8.2%
(OPM)	33.5%	33.3%	33.0%	21.3%	29.2%	28.8%	30.2%	22.9%	31.7%	31.0%	33.5%	23.9%
KT&G 별도	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	275.7	275.3	250.8	271.5	310.4	346.6	274.4
(OPM)	44.1%	42.8%	42.9%	35.6%	37.3%	39.1%	41.5%	37.0%	40.7%	42.2%	45.4%	39.2%
KGC 별도	79.2	38.6	77.0	-9.4	91.9	40.6	82.0	1.3	100.7	44.3	90.9	2.7
(OPM)	23.2%	15.2%	21.0%	-4.0%	23.4%	13.9%	20.3%	0.5%	23.8%	14.1%	20.9%	0.9%
기타	-3.7	4.9	6.2	-11.5	6.2	8.5	2.0	-6.5	6.2	8.5	2.0	-11.5
(OPM)	-3.4%	4.6%	5.1%	-9.0%	6.1%	6.9%	1.8%	-5.1%	6.1%	6.9%	1.8%	-9.0%
세전이익	331.7	394.0	433.1	186.8	359.8	378.5	357.6	250.9	392.9	373.4	449.1	278.5
당기순이익	235.0	274.6	307.8	346.8	249.4	265.1	257.5	183.2	286.8	272.6	327.8	203.3
지배주주순이익	234.4	274.2	307.7	347.5	248.9	266.6	258.9	183.2	286.8	272.6	327.8	203.3
(YoY)	-17.6%	-3.8%	23.0%	-15.6%	6.2%	-2.8%	-15.9%	-47.3%	15.2%	2.3%	26.6%	11.0%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 내수담배 총수요와 점유율은 국내 전자담배 판매량을 감안한 당사 추정치

KT&G 분기별 내수담배 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,119.7	1,182.5	1,070.6	1,193.8	1,172.5	1,312.2	1,112.4
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-9.4%	-3.6%	-7.5%	2.2%	11.8%	4.7%	11.0%	3.9%
KT&G 별도	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	705.5	663.9	677.8	668.0	735.7	762.8	699.4
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-0.8%	16.7%	4.3%	14.9%	3.2%
내수담배	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	474.9	495.8	442.8	414.8	468.0	493.6	441.8
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	2.2%	-2.3%	11.8%	2.4%	-1.4%	-0.4%	-0.2%
전자담배 Device					15.6	26.7	22.1	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
(YoY)									37.1%	-19.8%	-3.2%	0.0%
담배 Stick	426.2	464.6	507.2	395.9	389.5	448.2	473.7	421.4	393.4	446.7	472.2	420.4
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-8.6%	-3.5%	-6.6%	6.4%	1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
일반궐련	426.2	464.6	507.2	393.0	379.4	431.1	448.9	393.0	365.3	412.2	432.8	384.4
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.5%	-11.0%	-7.2%	-11.5%	0.0%	-3.7%	-4.4%	-3.6%	-2.2%
전자담배 Stick				2.9	10.1	17.1	24.8	28.4	28.1	34.5	39.4	36.1
(YoY)								869.9%	178.3%	101.4%	58.8%	27.2%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,543	17,041	16,402	18,621	19,446	17,808	16,156	18,342	19,154	17,541
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.2%	-8.9%	-2.6%	-1.7%	-5.3%	4.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
일반궐련	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,842	17,559	15,853	14,298	16,147	16,768	15,351
(YoY)	-4.8%	-2.6%	-2.3%	-14.4%	-11.1%	-10.9%	-12.3%	-1.1%	-4.5%	-4.1%	-4.5%	-3.2%
전자담배		39	516	1,018	1,425	1,779	1,887	1,955	1,858	2,195	2,386	2,190
(YoY)						4461.5%	265.7%	92.1%	30.4%	23.4%	26.5%	12.0%
MS	61.2%	59.9%	59.9%	56.3%	57.2%	57.4%	58.5%	56.5%	58.1%	58.0%	58.5%	56.8%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.7%p	0.3%p	-2.3%p	-3.9%p	-2.6%p	-1.4%p	0.3%p	0.9%p	0.6%p	0.0%p	0.2%p
일반궐련	61.2%	60.0%	61.5%	59.6%	61.7%	61.9%	62.6%	60.6%	62.4%	62.2%	62.9%	60.9%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.8%p	1.9%p	1.0%p	0.5%p	1.9%p	1.1%p	1.0%p	0.7%p	0.3%p	0.3%p	0.3%p
전자담배				3.9%	10.5%	14.1%	21.0%	23.7%	25.2%	26.7%	28.1%	28.0%
(YoY, %pt)								19.8%p	14.7%p	12.7%p	7.1%p	4.4%p
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,386	10,680	11,380	10,068	9,386	10,635	11,209	9,961
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.5%	-8.9%	-5.9%	-7.5%	5.0%	0.0%	-0.4%	-1.5%	-1.1%
일반궐련	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,430	10,984	9,605	8,917	10,048	10,539	9,347
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-10.3%	-8.1%	-10.8%	0.6%	-3.5%	-3.7%	-4.0%	-2.7%
전자담배				40	150	250	397	463	469	587	670	614
(YoY)									212.3%	134.8%	69.0%	32.6%
ASP(원/갑)	827	819	824	826	830	839	832	837	838	840	843	844
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.7%	0.3%	2.5%	1.0%	1.4%	1.0%	0.1%	1.2%	0.9%
일반궐련	827	819	824	823	822	827	817	818	819	820	821	822
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.3%	-0.7%	0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.8%	0.5%	0.5%
전자담배				1,462	1,347	1,370	1,250	1,225	1,200	1,175	1,175	1,175
(YoY)									-10.9%	-14.2%	-6.0%	-4.1%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 4Q17 전자담배 Device 매출은 기타 카테고리에 잡혀있음

KT&G 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,503.3	4,667.2	4,440.4	4,790.8	4,973.0
(YoY)	8.0%	3.6%	-4.9%	7.9%	3.8%
KT&G 별도	2,968.2	3,000.1	2,619.5	2,865.8	2,948.3
(YoY)	5.2%	1.1%	-12.7%	9.4%	2.9%
내수담배	1,839.4	1,793.8	1,818.5	1,818.3	1,818.2
(YoY)	-4.5%	-2.5%	1.4%	0.0%	0.0%
전자담배 Device(iii)			85.7	85.5	85.5
(YoY)				-0.2%	0.0%
담배 Stick	1,839.4	1,793.8	1,732.8	1,732.8	1,732.6
(YoY)	-4.5%	-2.5%	-3.4%	0.0%	0.0%
일반굴러	1,839.4	1,790.9	1,652.4	1,594.7	1,571.3
(YoY)	-4.5%	-2.6%	-7.7%	-3.5%	-1.5%
전자담배 Stick(Fiit)		2.9	80.4	138.0	161.4
(YoY)			2649.2%	71.7%	16.9%
총 시장(백만본)	76,315	73,358	72,277	71,193	70,125
(YoY)	9.7%	-3.9%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
MS	59.2%	59.4%	57.4%	57.9%	58.2%
(YoY, %pt)	0.8%p	0.1%p	-1.9%p	0.4%p	0.4%p
판매량(백만본)	45,207	43,540	41,515	41,191	40,825
(YoY)	11.2%	-3.7%	-4.7%	-0.8%	-0.9%
ASP(원/갑)	814	824	835	841	849
(YoY)	-14.2%	1.3%	1.3%	0.8%	0.9%
수출담배	830.9	878.5	559.7	621.6	704.3
(YoY)	22.0%	5.7%	-36.3%	11.1%	13.3%
판매량(백만본)	43,420	47,110	35,497	38,284	42,113
(YoY)	9.5%	8.5%	-24.7%	7.9%	10.0%
ASP(달러/갑)	0.33	0.33	0.29	0.29	0.30
(YoY)	8.6%	0.0%	-12.8%	0.9%	3.0%
평균환율(원/달러)	1,162	1,132	1,098	1,120	1,120
(YoY)	2.6%	-2.6%	-3.0%	2.0%	0.0%
기타	297.9	327.8	239.8	425.8	425.8
(YoY)	39.2%	10.0%	-26.8%	77.6%	0.0%
KGC 별도	1,107.6	1,199.9	1,354.6	1,459.4	1,559.1
(YoY)	20.7%	8.3%	12.9%	7.7%	6.8%
기타	427.5	467.1	465.6	465.6	465.6
(YoY)	-0.7%	9.3%	-0.3%	0.0%	0.0%
영업이익	1,470.1	1,426.1	1,236.7	1,446.6	1,508.7
(YoY)	7.6%	-3.0%	-13.3%	17.0%	4.3%
(OPM)	32.6%	30.6%	27.9%	30.2%	30.3%
KT&G 별도	1,305.1	1,244.8	1,015.1	1,202.9	1,246.9
(OPM)	44.0%	41.5%	38.8%	42.0%	42.3%
KGC 별도	174.9	185.4	215.7	238.6	256.6
(OPM)	15.8%	15.5%	15.9%	16.4%	16.5%
기타	-9.9	-4.2	10.1	5.1	5.1
(OPM)	-2.3%	-0.9%	2.2%	1.1%	1.1%
세전이익	1,587.8	1,345.6	1,346.8	1,493.8	1,556.7
당기순이익	1,226.0	1,164.2	955.2	1,090.5	1,136.4
지배주주순이익	1,231.3	1,163.8	957.5	1,090.5	1,136.4
(YoY)	18.9%	-5.5%	-17.7%	13.9%	4.2%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 내수담배 총수요와 점유율은 국내 전자담배 판매량을 감안한 당사 추정치

KT&G 연도별 내수담배 가정 상세

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,503.3	4,667.2	4,440.4	4,790.8	4,973.0
(YoY)	8.0%	3.6%	-4.9%	7.9%	3.8%
KT&G 별도	2,968.2	3,000.1	2,619.5	2,865.8	2,948.3
(YoY)	5.2%	1.1%	-12.7%	9.4%	2.9%
내수담배	1,839.4	1,793.8	1,818.5	1,818.3	1,818.2
(YoY)	-4.5%	-2.5%	1.4%	0.0%	0.0%
전자담배 Device(lil)			85.7	85.5	85.5
(YoY)				-0.2%	0.0%
담배 Stick	1,839.4	1,793.8	1,732.8	1,732.8	1,732.6
(YoY)	-4.5%	-2.5%	-3.4%	0.0%	0.0%
일반궐련	1,839.4	1,790.9	1,652.4	1,594.7	1,571.3
(YoY)	-4.5%	-2.6%	-7.7%	-3.5%	-1.5%
전자담배 Stick(Fiit)		2.9	80.4	138.0	161.4
(YoY)			2649.2%	71.7%	16.9%
총 시장(백만본)	76,315	73,358	72,277	71,193	70,125
(YoY)	9.7%	-3.9%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
일반궐련	76,315	71,785	65,231	62,564	60,847
(YoY)	9.7%	-5.9%	-9.1%	-4.1%	-2.7%
전자담배		1,573	7,046	8,629	9,278
(YoY)			347.9%	22.5%	7.5%
MS	59.2%	59.4%	57.4%	57.9%	58.2%
(YoY, %pt)	0.8%p	0.1%p	-1.9%p	0.4%p	0.4%p
일반궐련	59.2%	60.6%	61.7%	62.1%	62.6%
(YoY, %pt)	0.8%p	1.4%p	1.1%p	0.4%p	0.5%p
전자담배		2.5%	17.9%	27.1%	29.5%
(YoY, %pt)			15.3%p	9.2%p	2.4%p
판매량(백만본)	45,207	43,540	41,515	41,191	40,825
(YoY)	11.2%	-3.7%	-4.7%	-0.8%	-0.9%
일반궐련	45,207	43,500	40,255	38,851	38,090
(YoY)	11.2%	-3.8%	-7.5%	-3.5%	-2.0%
전자담배		40	1,260	2,340	2,735
(YoY)			3049.5%	85.7%	16.9%
ASP(원/갑)	814	824	835	841	849
(YoY)	-14.2%	1.3%	1.3%	0.8%	0.9%
일반궐련	814	823	821	821	825
(YoY)	-14.2%	1.2%	-0.3%	0.0%	0.5%
전자담배		1,462	1,276	1,180	1,180
(YoY)			-12.7%	-7.5%	0.0%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 4Q17 전자담배 Device 매출은 기타 카테고리에 잡혀있음

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	45,033	46,672	44,404	47,908	49,730
매출원가	17,967	19,089	18,275	19,142	19,898
매출총이익	27,066	27,583	26,129	28,766	29,832
판매비및일반관리비	12,370	13,322	13,761	14,300	14,746
영업이익(보고)	14,696	14,261	12,367	14,466	15,087
영업이익(핵심)	14,696	14,261	12,367	14,466	15,087
영업외손익	1,177	-805	1,100	471	481
이자수익	379	432	140	145	147
배당금수익	151	198	235	242	247
외환이익	900	181	750	750	750
이자비용	67	86	60	63	63
외환손실	495	1,605	700	700	700
관계기업지분법손익	21	44	25	25	25
투자및기타자산처분손익	236	14	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-78	-160	0	0	0
기타	129	177	710	72	75
법인세차감전이익	15,873	13,456	13,468	14,938	15,567
법인세비용	3,618	1,814	3,916	4,033	4,203
유효법인세율 (%)	22.8%	13.5%	29.1%	27.0%	27.0%
당기순이익	12,255	11,642	9,552	10,905	11,364
지배주주지분순이익(억원)	12,308	11,638	9,575	10,905	11,364
EBITDA	16,283	15,872	13,844	15,905	16,538
현금순이익(Cash Earnings)	13,842	13,252	11,028	12,343	12,815
수정당기순이익	12,133	11,768	9,552	10,905	11,364
증감율(% YoY)					
매출액	8.0	3.6	-4.9	7.9	3.8
영업이익(보고)	7.6	-3.0	-13.3	17.0	4.3
영업이익(핵심)	7.6	-3.0	-13.3	17.0	4.3
EBITDA	6.6	-2.5	-12.8	14.9	4.0
지배주주지분 당기순이익	18.8	-5.4	-17.7	13.9	4.2
EPS	18.8	-5.4	-17.7	13.9	4.2
수정순이익	21.9	-3.0	-18.8	14.2	4.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	14,978	11,399	12,680	10,489	11,719
당기순이익	12,255	11,642	9,552	10,905	11,364
감가상각비	1,528	1,557	1,441	1,406	1,420
무형자산상각비	59	53	36	33	31
외환손익	-484	1,033	-50	-50	-50
자산처분손익	158	50	0	0	0
지분법손익	-21	-57	-25	-25	-25
영업활동자산부채 증감	1,755	-1,524	1,874	-1,595	-829
기타	-273	-1,356	-148	-185	-192
투자활동현금흐름	-7,026	-3,299	-15,158	-2,435	-2,011
투자자산의 처분	-5,083	-270	-11,657	-791	-330
유형자산의 처분	120	43	0	0	0
유형자산의 취득	-1,617	-3,183	-3,400	-1,600	-1,632
무형자산의 처분	-77	-49	-60	0	0
기타	-368	161	-40	-44	-49
재무활동현금흐름	-4,884	-4,338	-5,518	-4,880	-5,256
단기차입금의 증가	0	0	-900	0	0
장기차입금의 증가	-549	449	476	88	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,283	-4,604	-5,051	-5,051	-5,303
기타	-52	-183	-44	84	47
현금및현금성자산의순증가	3,046	3,794	-7,996	3,174	4,452
기초현금및현금성자산	5,462	8,508	12,302	4,305	7,479
기말현금및현금성자산	8,508	12,302	4,305	7,479	11,931
Gross Cash Flow	13,222	12,923	10,805	12,083	12,548
Op Free Cash Flow	12,994	9,192	8,662	8,805	10,003

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	66,155	65,854	63,566	69,739	75,813
현금및현금성자산	8,508	12,302	4,305	7,479	11,931
유동금융자산	16,762	15,819	23,756	23,954	24,119
매출채권및유동채권	18,020	14,558	13,456	14,518	15,070
재고자산	22,654	23,175	22,049	23,788	24,693
기타유동비금융자산	212	0	0	0	0
비유동자산	31,966	33,905	40,050	41,204	41,915
장기매출채권및기타비유동채권	1,233	1,021	1,199	1,294	1,343
투자자산	13,261	14,073	18,016	18,870	19,302
유형자산	16,065	17,570	19,529	19,723	19,935
무형자산	1,049	847	872	839	808
기타비유동자산	358	394	434	479	527
자산총계	98,121	99,759	103,616	110,943	117,728
유동부채	21,534	18,030	17,022	18,371	19,026
매입채무및기타유동채무	17,970	14,465	13,762	14,848	15,413
단기차입금	1,366	1,747	847	847	847
유동성장기차입금	96	37	163	251	251
기타유동부채	2,102	1,781	2,250	2,425	2,516
비유동부채	5,409	3,431	3,796	3,920	3,988
장기매입채무및비유동채무	246	453	511	551	572
사채및장기차입금	629	652	1,002	1,002	1,002
기타비유동부채	4,535	2,326	2,283	2,366	2,414
부채총계	26,943	21,461	20,818	22,290	23,014
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	60,089	67,452	72,014	77,899	83,989
기타자본	813	719	719	719	719
지배주주지분자본총계	70,452	77,721	82,282	88,168	94,258
비지배주주지분자본총계	726	577	516	485	456
자본총계	71,178	78,298	82,799	88,653	94,714
순차입금	-22,649	-25,332	-25,696	-28,980	-33,597
총차입금	2,621	2,789	2,366	2,453	2,453

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	6,974	7,943	8,277
BPS	51,315	56,609	59,932	64,219	68,655
주당EBITDA	11,860	11,560	10,083	11,585	12,046
CFPS	10,082	9,653	8,032	8,990	9,334
DPS	3,600	4,000	4,000	4,200	4,400
주가배수(배)					
PER	11.3	13.6	14.0	12.3	11.8
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.1	8.4	7.8	6.6	6.1
PCFR	10.0	12.0	12.2	10.9	10.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.6	30.6	27.9	30.2	30.3
영업이익률(핵심)	32.6	30.6	27.9	30.2	30.3
EBITDA margin	36.2	34.0	31.2	33.2	33.3
순이익률	27.2	24.9	21.5	22.8	22.9
자기자본이익률(ROE)	18.3	15.6	11.9	12.7	12.4
투하자본이익률(ROIC)	28.0	31.2	21.7	25.5	25.7
안정성(%)					
부채비율	37.9	27.4	25.1	25.1	24.3
순차입금비율	-31.8	-32.4	-31.0	-32.7	-35.5
이자보상배율(배)	218.6	166.3	205.0	231.3	241.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.5	2.9	3.2	3.4	3.4
재고자산회전율	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1
매입채무회전율	2.8	2.9	3.1	3.3	3.3

Compliance Notice

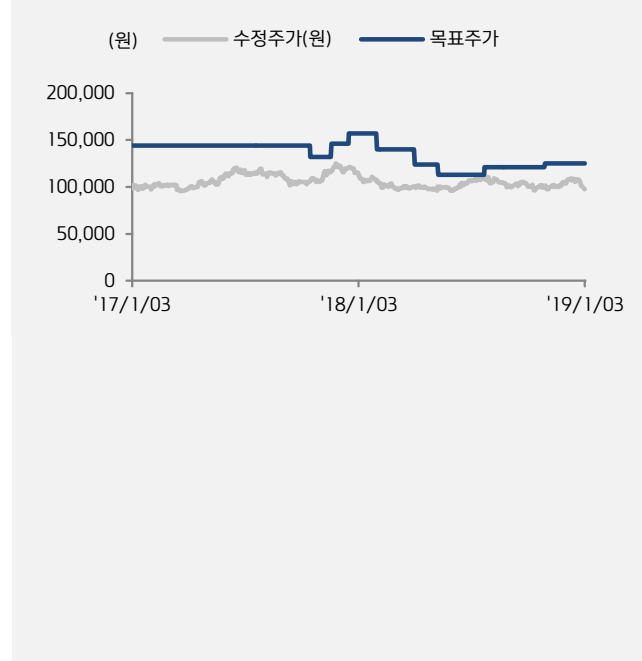
- 당사는 1월 2일 현재 'KT&G (033780)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
KT&G (033780)	2017-01-17	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-27.62	-21.53
	2017-01-20	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-28.53	-21.53
	2017-03-21	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-29.05	-21.53
	2017-04-17	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-28.99	-21.53
	2017-04-28	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-25.00	-18.06
	2017-06-15	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.89	-16.32
	2017-07-12	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.48	-16.32
	2017-07-27	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-23.05	-16.32
	2017-10-17	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-17.93	-17.05
	2017-10-26	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-16.35	-10.98
	2017-11-20	BUY(Maintain)	146,000원	6개월	-17.81	-14.38
	2017-12-18	BUY(Maintain)	157,000원	6개월	-28.92	-22.61
	2018-02-01	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-28.18	-23.21
	2018-04-03	BUY(Maintain)	124,000원	6개월	-20.15	-18.15
	2018-05-11	Outperform(Downgrade)	113,000원	6개월	-9.08	-2.65
	2018-07-25	Outperform(Maintain)	121,000원	6개월	-10.15	-8.68
	2018-08-01	Outperform(Maintain)	121,000원	6개월	-13.87	-8.68
	2018-10-05	BUY(Upgrade)	121,000원	6개월	-14.83	-8.68
	2018-10-30	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-20.59	-18.80
	2018-11-05	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-17.19	-12.80
2019-01-03	BUY(Maintain)	125,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%