

KT&G(033780)

4Q18 Preview: 천천히 회복한다

수출 부진으로 컨센서스 하회 예상

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 2.2%, 8.2% 감소해 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 기저가 낮고 릴 플러스 판매 호조로 전자담배 판매가 증가했지만 담배 수출이 여전히 부진할 전망이다. 국내 일반 쉐련시장은 낮은 기저에도 불구하고 여전히 전자담배에 대한 수요가 늘면서 전년동기대비 3.1% 물량이 줄어들 것으로 보인다. 하지만 동사는 일반 쉐련 점유율이 상승(4Q17 59.6%→4Q18 60.5%)하고, 전자담배 관련 매출액이 늘어나면서 담배 내수 매출액은 12.9% 증가할 것으로 기대된다. 반면 담배 수출은 중동향 판매가 더디게 개선되며 전년동기대비 27.6% 감소할 전망이다. 한국인삼공사는 연말 비용 집중으로 전년동기와 유사한 40억원대의 영업적자가 예상된다.

한국 전자담배시장은 성장 중

전자담배 수요는 겨울이 비수기인 일반 쉐련과는 달리 계절성이 약할 것으로 판단된다. 또 릴 플러스의 판매망 확대, 새로운 경쟁품 출시 등으로 4분기 전자담배시장은 전체 담배시장 내 비중이 13% 정도로 상승했을 것으로 추정된다. PMI와 같은 세계 담배회사들은 아이코스과 같은 전자담배의 수요 증가 속도 둔화로 주가가 하락하기도 했다. 하지만 한국 전자담배시장은 시장 트렌드가 유사한 일본의 전자담배시장의 비중이 20% 이상인 점을 감안하면 아직 성장 여력이 크다고 판단된다. 우리는 2019년 국내 전자담배시장의 비중이 17.3%를 시현해 KT&G의 지난해 연초 추정치인 20%보다는 낮겠지만 2018년의 10.1%에 비해서는 여전히 70% 증가할 여력이 있다고 본다.

그러나 전자담배시장 경쟁은 여전히 치열

그러나 전자담배시장의 경쟁은 여전히 치열할 것으로 보인다. 지난해 12월 12일에 출시한 릴 하이브리드는 출시 후 2주간 약 2만대 판매된 것으로 추산된다. 3분기 릴 플러스의 주간 판매량 25,000대에 비해서는 작은 숫자다. 하지만 담배는 광고가 제한돼 초기 판매가 천천히 일어나는 만큼 추이를 지켜볼 필요는 있다. 경쟁

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	4,503	1,470	1,231	9,759	18.7	1,628	10.3	7.0	1.9	18.6	3.6
2017A	4,667	1,426	1,164	9,217	(5.6)	1,587	12.5	8.2	2.0	15.7	3.5
2018F	4,394	1,195	947	7,497	(18.7)	1,351	13.3	7.8	1.6	11.8	4.0
2019F	4,814	1,329	1,050	8,316	10.9	1,495	12.0	6.8	1.5	12.4	4.3
2020F	5,345	1,519	1,196	9,475	13.9	1,693	10.6	5.9	1.4	13.3	4.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

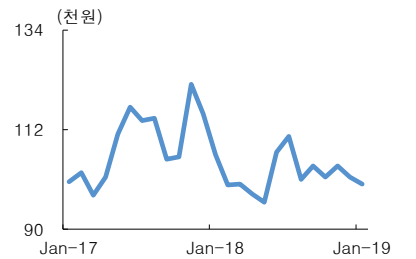
Stock Data

KOSPI(1/7)	2,037
주가(1/7)	100,000
시가총액(십억원)	13,729
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	111,000/96,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,413
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.0/51.7
주요주주(%)	국민연금 10.0
	중소기업은행 6.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.4)	(7.0)	(8.3)
KOSPI 대비(%p)	(5.5)	3.4	10.2

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

사도 다른 타입의 신제품을 세계 각지에서 테스트하고 있는 만큼 아직 전자담배 시장의 경쟁 완화 조짐은 없다고 판단된다.

수출 회복 속도가 관건

2019년 실적은 전자담배 판매액보다 담배 수출이 얼마나 빨리 회복하느냐에 따라 더 크게 변동할 전망이다. 2018년 동사 담배 수출의 절반 가량인 중동 수출은 전년대비 약 55% 감소했을 것으로 추정되는데 이란 등지의 경제 상황이 크게 달라지지 않더라도 회복될 가능성이 있다. 지난해 중동 판매가 부진했던 이유는 담배 소비가 경기에 민감해서가 아니라 현지 통화 절하로 중간 도매상이 KT&G로부터의 신규 구매를 미루고 보유하고 있던 재고를 판매한 데 원인이 있다고 본다. 이미 재고가 1년여에 걸쳐 소진됐으므로 이제는 회전율이 높은 품목 순서대로 재구매가 이루어질 것이다. 다만 2019년말에 있을 5년만의 재계약에서 동사가 수출 관련 매출채권 축소 등을 위해 과거보다 도매상의 여유 재고를 줄이는 전략을 구사한다면 수출 회복의 속도는 시장 기대보다 더딜 수 있다.

글로벌 담배회사 대비 프리미엄 구간으로?

지난해 하반기 BAT, PMI 등 세계 담배회사들은 금리 상승으로 인한 배당주의 투자 매력 감소 이외에도 전자담배시장 확장 속도 둔화, FDA의 멘솔 담배 금지 정책 등에 영향을 받아 주가가 큰 폭으로 하락했다. 그 결과 2019년 동사의 PER은 경쟁사 평균과 유사해졌다. 올해 수출이 바닥에서 서서히 개선될 것이라는 점, 한국에서는 아직 전자담배시장이 성장 구간에 있다는 점, 동사의 전자담배 점유율이 상승할 것이라는 기대감, 또 일시적이긴 하지만 수원부지 개발 차익(2019년 매출액 3천억원, 영업이익 1,500억원, 2018~2022년까지 예상 매출액 1.5조원 이상, 예상 영업이익률 50%)이 앞으로 몇 년간 실적 향상을 뒷받침 할 것이라는 점에서 상대적인 투자 매력이 개선됐다고 판단된다. 따라서 동사 주가는 경쟁사 대비 단기적으로 프리미엄 구간에 진입할 것으로 예상된다. 다만 역사적인 PER 프리미엄 고점이 15% 정도임으로 주가는 급등보다는 완만히 상승할 것으로 예상된다.

〈표 1〉 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	Consensus	차이
매출액	1,024.4	1,047.9	(2.2)	1,182.5	(13.4)	1,064.5	(3.8)
매출총이익	584.2	596.6	(2.1)	702.5	(16.8)		
판매비	379.9	374.1	1.6	345.6	9.9		
영업이익	204.3	222.5	(8.2)	356.9	(42.8)	241.4	(15.4)
세전이익	223.1	186.4	19.7	357.6	(37.6)	276.9	(19.4)
당기순이익	175.1	346.4	(49.5)	257.5	(32.0)	203.1	(13.8)
지배주주지분 순이익	172.3	347.1	(50.3)	258.9	(33.4)	198.5	(13.2)
매출원가율	43.0	43.1		40.6			
판매비율	37.1	35.7		29.2			
영업이익률	19.9	21.2		30.2		22.7	
세전이익률	21.8	17.8		30.2			
지배주주지분 순이익률	16.8	33.1		21.9		18.7	

자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 2> Global peer 대비 PER premium 추이

(단위: 배, %)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	13.3	12.0	10.6
	목표주가 적용 Implied PER			16.7	15.0	13.2
Global peer	평균 PER	17.5	17.3	14.6	12.0	11.1
PER premium	PER	(40.8)	(27.6)	(8.9)	0.2	(4.8)
	목표주가 적용 Implied PER			13.8	25.3	19.0

주: 1월 7일 종가 기준
자료: 한국투자증권

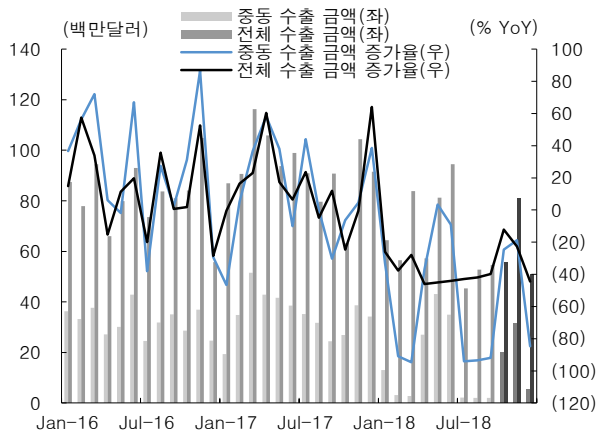
<표 3> 한국 담배시장과 KT&G 점유율 전망

(단위: 백만본)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
전체 담배시장(A)	16,839	18,934	20,541	16,956	16,502	20,000	19,000	17,974	73,314	72,208	71,754	71,220
일반관련시장	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,842	17,559	15,529	71,785	64,908	59,344	53,846
전자담배시장(B)		38	514	978	1,155	1,800	1,900	2,445	1,529	7,300	12,410	17,374
전자담배시장비중(% B/A)		0.2	2.5	5.8	7.0	9.0	10.0	13.6	2.1	10.1	17.3	24.4
KT&G 일반관련 판매(C)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,430	10,984	9,398	43,500	40,048	36,793	33,707
KT&G 전자담배 판매(D)				40	149	280	380	447	40	1,256	3,227	6,602
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,385	10,710	11,364	9,845	43,540	41,304	40,020	40,310
(% YoY)												
전체 담배시장(A)	(4.8)	(2.4)	0.2	(9.4)	(2.0)	5.6	(7.5)	6.0	(4.6)	(1.5)	(0.6)	(0.7)
일반관련시장	(4.8)	(2.6)	(2.3)	(14.4)	(11.1)	(10.9)	(12.3)	(3.1)	(5.9)	(9.6)	(8.6)	(9.3)
전자담배시장(B)						4,653.4	270.0	150.1	177.3	377.5	70.0	40.0
KT&G 일반관련 판매(C)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.8)	(10.3)	(8.1)	(10.7)	(1.6)	(3.8)	(7.9)	(8.1)	(8.4)
KT&G 전자담배 판매(D)								1,016.5	0.0	3,039.0	157.0	104.6
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.5)	(8.9)	(5.6)	(7.7)	2.7	(3.7)	(5.1)	(3.1)	0.7
(%, 각 시장대비)												
KT&G 일반관련 점유율	61.2	60.0	61.5	59.6	61.7	61.9	62.6	60.5	60.6	61.7	62.0	62.6
KT&G 전자담배 점유율				4.1	12.9	15.6	20.0	18.3	2.6	17.2	26.0	38.0
KT&G 전체 담배 점유율	61.2	59.9	59.9	56.5	56.9	53.6	59.8	54.8	59.4	57.2	55.8	56.6

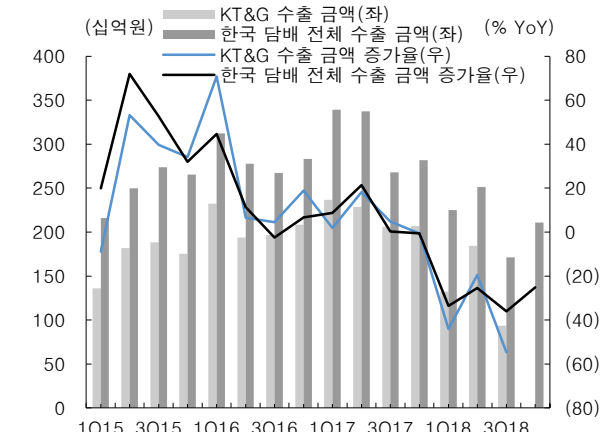
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 1] 한국산 담배 수출 동향



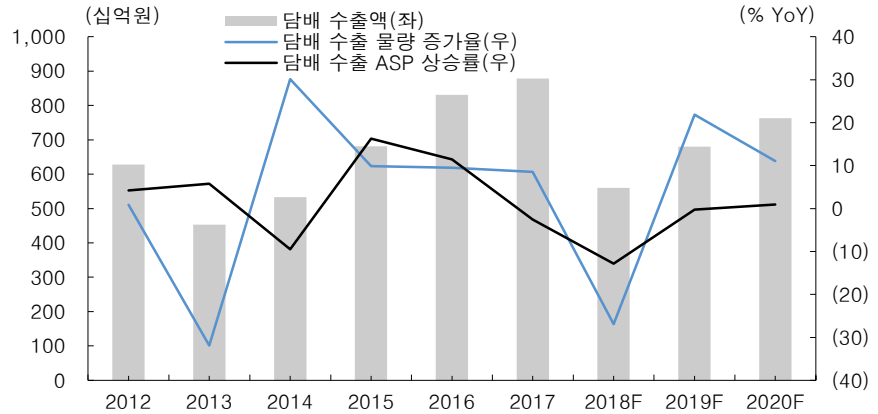
자료: 무역통계진흥원, 한국투자증권

[그림 2] KT&G 담배 수출과 한국산 담배 수출 비교



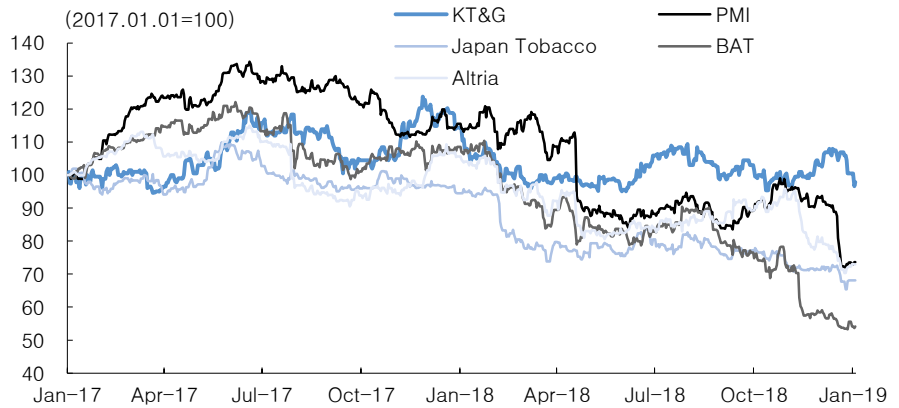
자료: 무역통계진흥원, KT&G, 한국투자증권

[그림 3] KT&G 수출 전망



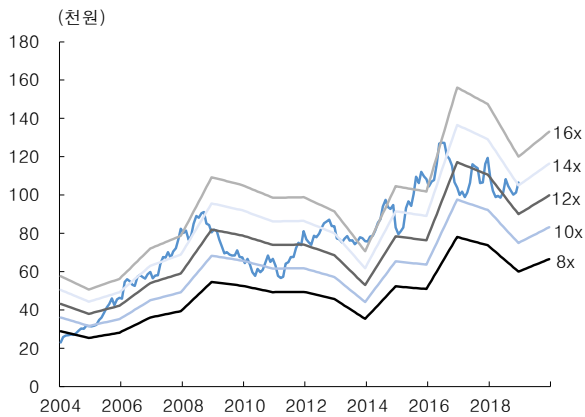
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 4] Global peer 주가 동향



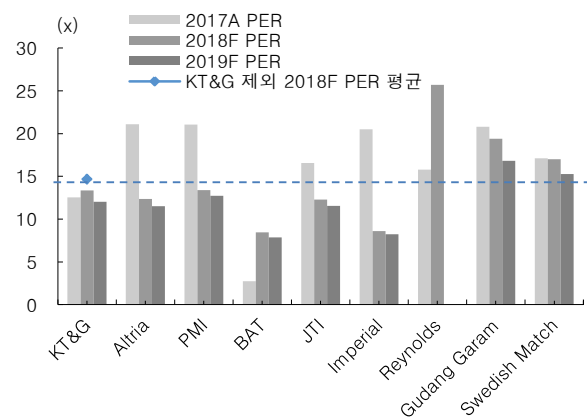
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] Global peer와의 PER 비교



주: 1월 7일 종가 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 중앙아시아, 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	6,943	7,390	7,910
현금성자산	851	1,230	1,582	1,878	1,897
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,186	1,059	1,069
재고자산	2,265	2,317	2,263	2,431	2,699
비유동자산	3,192	3,391	3,355	3,569	3,854
투자자산	984	1,076	927	967	1,074
유형자산	1,602	1,757	1,903	2,027	2,142
무형자산	105	85	80	87	97
자산총계	9,813	9,976	10,298	10,959	11,765
유동부채	2,153	1,803	1,687	1,809	1,961
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,318	1,444	1,603
단기차입금및단기사채	137	175	175	175	175
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	339	371	408
사채	9	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	107	100	110	120	130
부채총계	2,694	2,146	2,026	2,179	2,369
지배주주지분	7,046	7,772	8,214	8,721	9,336
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
기타자본	(328)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	6,009	6,745	7,187	7,694	8,309
비지배주주지분	73	58	58	58	59
자본총계	7,118	7,830	8,272	8,779	9,395

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,498	1,140	967	1,276	1,220
당기순이익	1,226	1,164	947	1,050	1,197
유형자산감가상각비	152	156	151	160	168
무형자산상각비	6	5	5	6	6
자산부채변동	176	(152)	(126)	56	(156)
기타	(62)	(33)	(10)	4	5
투자활동현금흐름	(703)	(330)	(119)	(447)	(629)
유형자산투자	(162)	(318)	(307)	(294)	(294)
유형자산매각	12	4	10	10	10
투자자산순증	(508)	(27)	155	(35)	(101)
무형자산순증	(8)	(5)	(0)	(13)	(16)
기타	(37)	16	23	(115)	(228)
재무활동현금흐름	(488)	(434)	(495)	(533)	(571)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(55)	45	10	10	10
배당금지급	(428)	(460)	(505)	(505)	(543)
기타	(5)	(19)	0	(38)	(38)
기타현금흐름	(2)	3	0	0	0
현금의증가	305	379	352	296	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

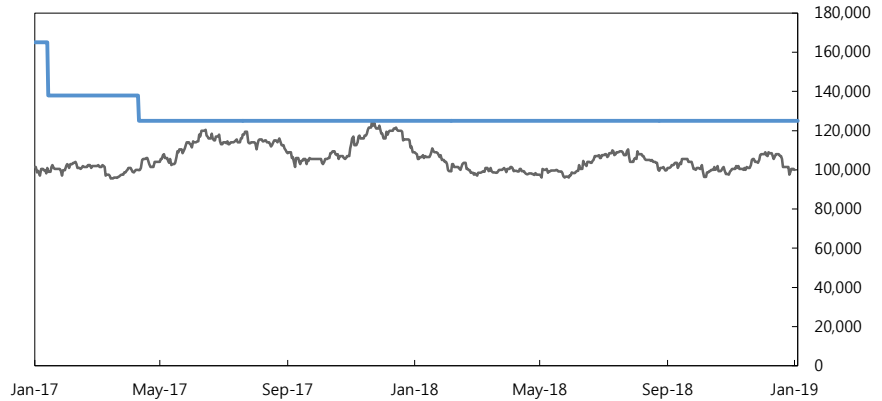
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503	4,667	4,394	4,814	5,345
매출원가	1,797	1,909	1,816	1,943	2,194
매출총이익	2,707	2,758	2,578	2,872	3,151
판매관리비	1,236	1,332	1,382	1,543	1,633
영업이익	1,470	1,426	1,195	1,329	1,519
금융수익	67	69	105	116	127
이자수익	38	43	15	17	18
금융비용	15	27	9	9	9
이자비용	7	9	6	6	6
기타영업외손익	63	(128)	22	10	11
관계기업관련손익	2	6	5	5	6
세전계속사업이익	1,588	1,346	1,319	1,451	1,653
법인세비용	362	181	372	400	456
연결당기순이익	1,226	1,164	947	1,050	1,197
지배주주지분순이익	1,231	1,164	947	1,050	1,196
기타포괄이익	1	47	0	0	0
총포괄이익	1,227	1,212	947	1,050	1,197
지배주주지분포괄이익	1,231	1,208	947	1,050	1,196
EBITDA	1,628	1,587	1,351	1,495	1,693

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,759	9,217	7,497	8,316	9,475
BPS	53,709	59,000	62,216	65,910	70,393
DPS	3,600	4,000	4,000	4,300	4,600
성장성(% YoY)					
매출증가율	8.0	3.6	(5.8)	9.6	11.0
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(16.2)	11.2	14.3
순이익증가율	18.9	(5.5)	(18.7)	10.9	13.9
EPS증가율	18.7	(5.6)	(18.7)	10.9	13.9
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(14.8)	10.6	13.2
수익성(%)					
영업이익률	32.6	30.6	27.2	27.6	28.4
순이익률	27.3	24.9	21.5	21.8	22.4
EBITDA Margin	36.2	34.0	30.8	31.1	31.7
ROA	13.3	11.8	9.3	9.9	10.5
ROE	18.6	15.7	11.8	12.4	13.3
배당수익률	3.6	3.5	4.0	4.3	4.6
배당성향	36.9	43.4	53.4	51.7	48.5
안정성					
순차입금(십억원)	(2,265)	(2,533)	(2,910)	(3,275)	(3,468)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.6	3.1	3.0	2.9
Valuation(X)					
PER	10.3	12.5	13.3	12.0	10.6
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.0	8.2	7.8	6.8	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G (033780)	2016.07.22	매수	165,000원	-32.3	-23.3
	2017.01.20	매수	138,000원	-27.4	-24.6
	2017.04.17	매수	125,000원	-12.5	0.0
	2018.04.17	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 7일 현재 KT&G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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%

※ 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
- 중립 : 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.