

## 위기인가?

### 'Juul'은 정말 위협일까?

담배 시장 내 차세대 담배 신제품 출시가 화두다. 2018년 쉐련형 전자담배 시장 점유율은 12%로 추산된다. 연말 16%까지 상승한 것으로 판단된다. 필립모리스(Philip Morris)의 '아이코스'와 KT&G '릴 핏'의 양강구도가 굳혀지고 있는 가운데, 외국 업체들의 신제품 출시가 대기중이다. 특히 '줄랩스(Juul Labs)'가 상반기 내 제품 출시를 목표로 법인 인가를 받으면서 KT&G 투자심리에 부정적 영향을 미치고 있다.

'줄(Juul)'이 단기적으로 인지도를 높일 수 있었던 것은 디자인 때문이다. USB와 유사한 디자인으로 '전자담배의 아이폰'으로 불리면서 미국 청소년 사이에서 인기를 얻었다. 미국 고등학생의 전자담배 사용 빈도는 2018년 YoY 78% 증가(중학생 YoY 48%)한 것으로 조사되었다. 성인 흡연자의 대체 수요보다는 청소년 흡연자의 신수요가 'Juul' 판매를 견인한 것이다. ① 과거 대비 전자담배 종류가 다양해진 만큼 디자인 보다는 맛 구현이나 채널 전략이 더욱 주효할 것으로 판단된다. ② '줄(Juul)'의 니코틴 함량이 5mm로 기존 담배 대비 월등히 높아 우리나라 식약청 허가 여부도 관건이다. 유해성 논란이 가열되면서 미국 식약청은 작년 말 온라인 채널 판매를 전면 중단시켰다. ③ 과거 액상형 담배 타입이 우리나라에서 큰 인기를 얻지 못했다는 점도 시판 이후 관전 포인트이다. ④ 반면, KT&G 주가는 펀더멘탈 우려가 가장 컸던 '아이코스(IQOS)' 런칭 직전(2017년 6월) 수준까지 하락해있다. 잃을 게 없어 보인다. 매수 적기로 판단한다.

### 편안한 증익이 담보된 업체

올해 KT&G의 실적 개선 가능성은 그 어느 때보다 높다. ① ASP 믹스 개선 기인한 국내 담배 마진 향상, ② 수출 담배 기저효과, ③ 수원부지 개발 이익이 본격적으로 반영된다. 하나금융투자 추정치에는 출시된 지 한 달에 불과한 '릴 하이브리드'에 대한 추정이 간과되어 있다. 수출 전망도 보수적이다. 올해 실적 추정치 상향 가능성이 존재하는 가운데, 지금부터 편안한 YoY 증익 Cycle이 시작된다는 점에 주목한다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 143,000원 | CP(1월 18일): 102,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,124.28
52주 최고/최저(원)	111,000/96,000
시가총액(십억원)	14,003.8
시가총액비중(%)	1.16
발행주식수(천주)	137,292.5
60일 평균 거래량(천주)	299.5
60일 평균 거래대금(십억원)	30.7
18년 배당금(예상, 원)	4,000
18년 배당수익률(예상, %)	3.94
외국인지분율(%)	51.91
주요주주 지분율(%)	
국민연금	10.00
중소기업은행	6.93
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.3) (5.1) (4.2)
상대	(6.1) 2.3 13.4

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	4,427.9	4,839.3
영업이익(십억원)	1,231.8	1,407.2
순이익(십억원)	973.6	1,089.3
EPS(원)	7,090	7,944
BPS(원)	64,615	68,892

#### Stock Price



#### Financial Data

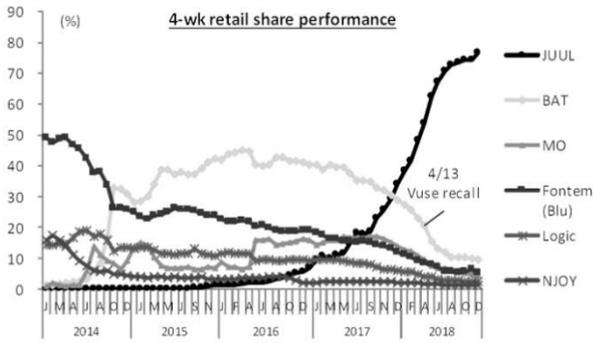
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	4,503.3	4,667.2	4,403.5	4,929.9	5,398.1
영업이익	십억원	1,469.6	1,426.1	1,231.9	1,402.8	1,537.8
세전이익	십억원	1,587.3	1,345.6	1,345.8	1,484.2	1,608.5
순이익	십억원	1,230.8	1,163.8	944.4	1,098.3	1,167.4
EPS	원	8,965	8,476	6,879	8,000	8,503
증감률	%	18.8	(5.5)	(18.8)	16.3	6.3
PER	배	11.27	13.63	14.76	12.75	12.00
PBR	배	1.88	1.96	1.63	1.53	1.43
EV/EBITDA	배	7.17	8.43	7.76	6.81	6.08
ROE	%	18.57	15.71	11.82	12.91	12.78
BPS	원	53,705	59,000	62,200	66,521	71,345
DPS	원	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 심은주  
02-3771-8538  
yesej01@hanafn.com

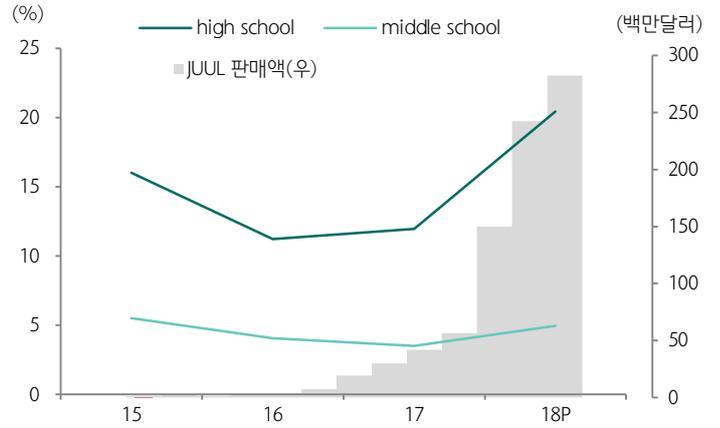
RA 장대익  
02-3771-8009  
daeik@hanafn.com

그림 1. 미국 내 'Juul' 점유율 추이



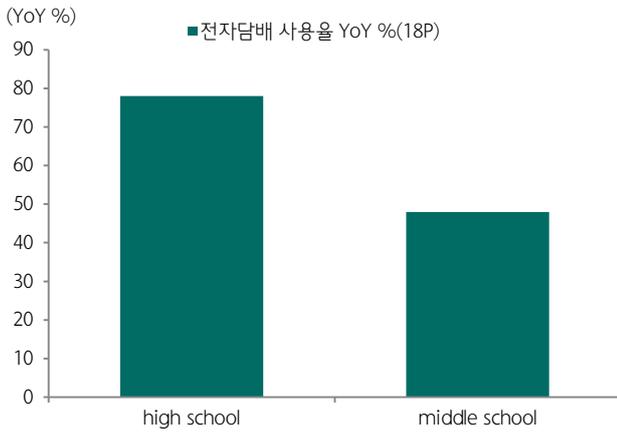
자료: 닐슨, 하나금융투자

그림 2. 미국 청소년의 전자담배 흡연율 및 Juul 판매량 추이



자료: 하나금융투자

그림 3. 미국 고등학생 전자담배 사용률 2018년 YoY 78% 증가



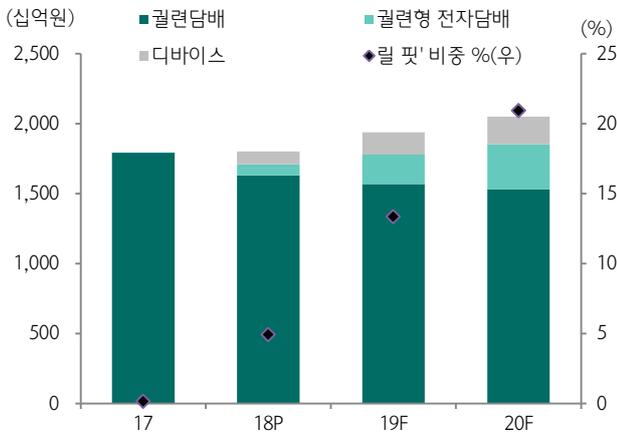
자료: 하나금융투자

그림 4. 'Juul'은 '전자담배의 아이폰' 디자인 측면에서 각광



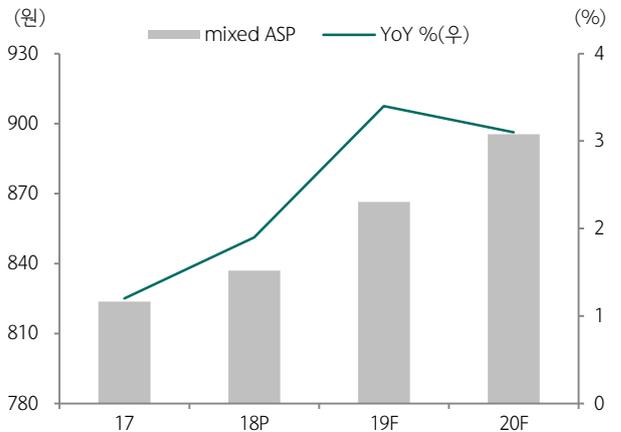
자료: 하나금융투자

그림 5. 올해 '릴 핏' 매출 비중 10% 상회 전망



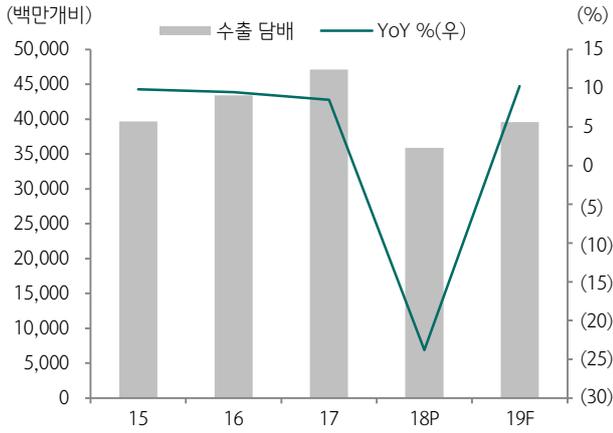
자료: 하나금융투자

그림 6. 국내 담배 Mixed ASP 개선 전망



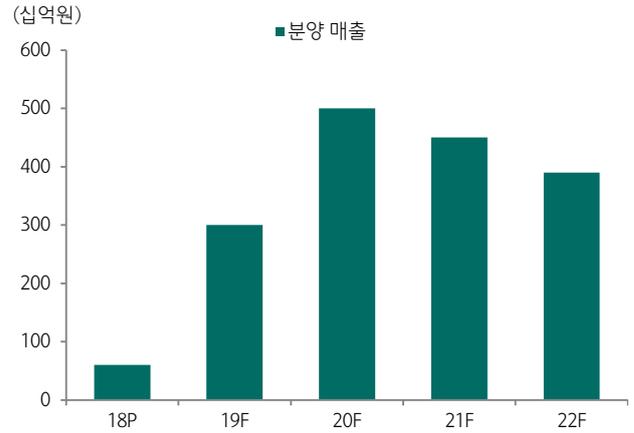
자료: 하나금융투자

그림 7. 올해 담배 수출 물량 기저효과 기대



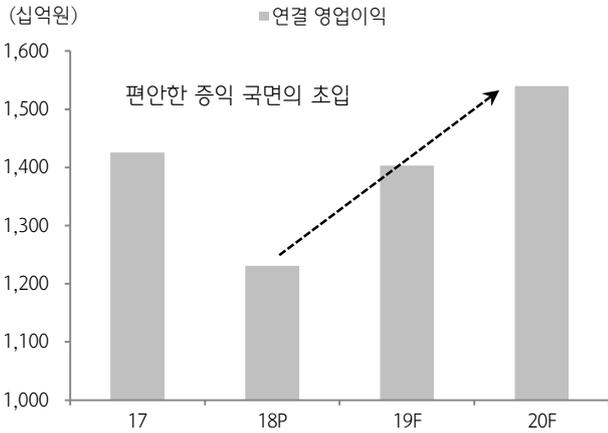
자료: 하나금융투자

그림 8. 수원 부지 분양 매출 연도별 반영 예상액



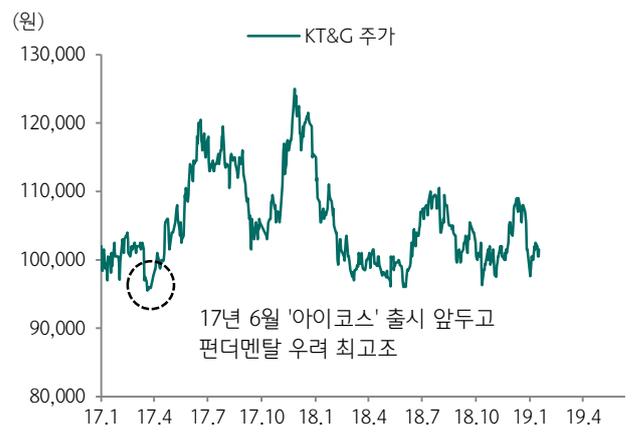
자료: 하나금융투자

그림 9. 지금부터 편안한 증익 Cycle



자료: 하나금융투자

그림 10. 펀더멘탈에 대한 우려 최고조였던 시점과 현재 주가 유사



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

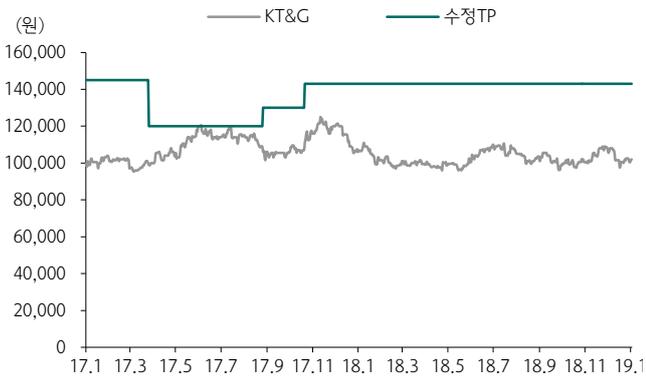
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503.3	4,667.2	4,403.5	4,929.9	5,398.1
매출원가	1,796.7	1,908.9	1,823.0	2,021.2	2,213.9
매출총이익	2,706.6	2,758.3	2,580.5	2,908.7	3,184.2
판매비	1,237.0	1,332.2	1,348.5	1,505.8	1,646.4
영업이익	1,469.6	1,426.1	1,231.9	1,402.8	1,537.8
금융손익	52.6	41.5	60.5	66.4	70.7
중속/관계기업손익	2.1	5.7	53.4	15.1	0.0
기타영업외손익	63.1	(127.7)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,587.3	1,345.6	1,345.8	1,484.2	1,608.5
법인세	361.8	181.4	388.2	385.9	441.1
계속사업이익	1,225.5	1,164.2	957.6	1,098.3	1,167.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,225.5	1,164.2	957.6	1,098.3	1,167.4
비지배주주지분 순이익	(5.2)	0.5	13.2	0.0	0.0
지배주주순이익	1,230.8	1,163.8	944.4	1,098.3	1,167.4
지배주주지분포괄이익	1,230.1	1,207.7	954.5	1,094.8	1,163.6
NOPAT	1,134.6	1,233.8	876.6	1,038.1	1,116.1
EBITDA	1,628.3	1,587.2	1,414.0	1,588.6	1,727.7
성장성(%)					
매출액증가율	8.0	3.6	(5.7)	12.0	9.5
NOPAT증가율	13.8	8.7	(29.0)	18.4	7.5
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(10.9)	12.3	8.8
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(13.6)	13.9	9.6
(지배주주)순이익증가율	18.8	(5.4)	(18.9)	16.3	6.3
EPS증가율	18.8	(5.5)	(18.8)	16.3	6.3
수익성(%)					
매출총이익률	60.1	59.1	58.6	59.0	59.0
EBITDA이익률	36.2	34.0	32.1	32.2	32.0
영업이익률	32.6	30.6	28.0	28.5	28.5
계속사업이익률	27.2	24.9	21.7	22.3	21.6
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	6,879	8,000	8,503
BPS	53,705	59,000	62,200	66,521	71,345
CFPS	12,431	12,289	10,653	11,645	12,548
EBITDAPS	11,860	11,560	10,299	11,571	12,584
SPS	32,801	33,995	32,074	35,908	39,318
DPS	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	11.3	13.6	14.8	12.7	12.0
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
PCFR	8.1	9.4	9.5	8.8	8.1
EV/EBITDA	7.2	8.4	7.8	6.8	6.1
PSR	3.1	3.4	3.2	2.8	2.6
재무비율(%)					
ROE	18.6	15.7	11.8	12.9	12.8
ROA	13.3	11.8	9.3	10.2	10.1
ROIC	26.4	29.5	20.5	23.6	23.9
부채비율	37.9	27.4	24.7	25.2	25.2
순부채비율	(31.8)	(32.4)	(36.7)	(36.7)	(37.5)
이자보상배율(배)	218.6	166.3	140.3	160.8	176.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,615.5	6,585.4	6,872.6	7,515.1	8,217.0
금융자산	2,527.0	2,812.1	3,312.5	3,529.4	3,852.8
현금성자산	850.8	1,230.2	1,820.0	1,858.5	2,023.1
매출채권 등	1,266.3	1,108.9	1,046.2	1,171.3	1,282.5
재고자산	2,265.4	2,317.5	2,186.5	2,447.9	2,680.4
기타유동자산	556.8	346.9	327.4	366.5	401.3
비유동자산	3,196.6	3,390.5	3,456.6	3,598.1	3,728.4
투자자산	984.5	1,076.3	1,015.5	1,136.8	1,244.8
금융자산	928.0	1,025.2	967.3	1,082.9	1,185.8
유형자산	1,606.5	1,757.0	1,888.8	1,913.6	1,940.3
무형자산	104.9	84.7	79.8	75.1	70.8
기타비유동자산	500.7	472.5	472.5	472.6	472.5
자산총계	9,812.1	9,975.9	10,329.1	11,113.2	11,945.4
유동부채	2,153.4	1,803.0	1,717.4	1,880.9	2,026.3
금융부채	146.2	178.4	174.7	174.7	174.7
매입채무 등	1,787.4	1,439.7	1,358.3	1,520.7	1,665.2
기타유동부채	219.8	184.9	184.4	185.5	186.4
비유동부채	540.9	343.1	329.4	356.8	381.1
금융부채	116.0	100.6	100.6	100.6	100.6
기타비유동부채	424.9	242.5	228.8	256.2	280.5
부채총계	2,694.3	2,146.1	2,046.8	2,237.7	2,407.4
지배주주지분	7,045.2	7,772.1	8,211.4	8,804.7	9,467.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	510.3	484.1	484.1	484.1	484.1
자본조정	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)
기타포괄이익누계액	(100.9)	(84.0)	(84.0)	(84.0)	(84.0)
이익잉여금	6,008.9	6,745.2	7,184.5	7,777.8	8,440.2
비지배주주지분	72.6	57.7	70.9	70.9	70.9
자본총계	7,117.8	7,829.8	8,282.3	8,875.6	9,538.0
순금융부채	(2,264.9)	(2,533.2)	(3,037.3)	(3,254.2)	(3,577.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,497.8	1,139.9	1,191.9	978.2	1,072.9
당기순이익	1,225.5	1,164.2	957.6	1,098.3	1,167.4
조정	96.8	128.1	116.7	114.6	114.3
감가상각비	158.7	161.0	182.1	185.8	189.9
외환거래손익	(48.4)	103.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(11.4)	(131.8)	(65.4)	(71.2)	(75.6)
영업활동자산부채변동	175.5	(152.4)	117.6	(234.7)	(208.8)
투자활동 현금흐름	(702.6)	(329.9)	(84.6)	(425.8)	(394.5)
투자자산감소(증가)	(108.7)	(86.1)	60.8	(121.4)	(108.0)
유형자산감소(증가)	(149.8)	(314.0)	(309.0)	(206.0)	(212.2)
기타	(444.1)	70.2	163.6	(98.4)	(74.3)
재무활동 현금흐름	(488.4)	(433.8)	(517.5)	(513.8)	(513.8)
금융부채증가(감소)	(74.1)	16.8	(3.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	25.6	(26.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(11.6)	36.1	(8.7)	(8.7)	(8.7)
배당지급	(428.3)	(460.4)	(505.1)	(505.1)	(505.1)
현금의 증감	304.6	379.4	589.8	38.6	164.6
Unlevered CFO	1,706.7	1,687.2	1,462.5	1,598.8	1,722.8
Free Cash Flow	1,336.0	821.5	882.9	772.2	860.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	143,000		
17.9.12	BUY	130,000	-18.76%	-15.77%
17.4.12	BUY	120,000	-7.11%	0.42%
17.1.20	BUY	145,000	-30.86%	-28.28%
16.4.6	BUY	133,000	-12.09%	3.01%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.5%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 1월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 01월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.