



BUY(Maintain)

목표주가: 125,000원
주가(1/24): 103,000원
시가총액: 141,411억원

음식료

Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/24)		2,145.03pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	110,500원	96,000원
등락률	-6.79%	7.29%
수익률	절대	상대
1M	-3.7%	-7.8%
6M	-5.9%	0.0%
1Y	-7.2%	9.8%

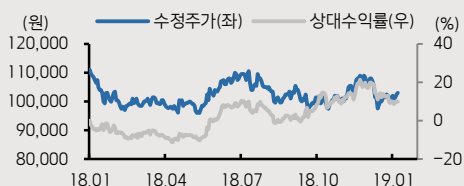
Company Data

발행주식수		137,292천주
일평균 거래량(3M)		287천주
외국인 지분율		52.00%
배당수익률(18E)		3.88%
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	14.8	13.0	12.4
PBR(배)	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	8.4	8.3	7.1	6.5
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



이슈 코멘트

KT&G (033780)

CSV 전자담배, JUUL(줄)에 대한 고민



한국 시장에서 JUUL이 출시될 가능성이 높아지고 있다. 미국에서 비교적 검증된 제품이기 때문에 성공 가능성이 높은 편이지만, 향후 니코틴 함량 조절과 세금 레벨이 성공 여부 판단에 중요할 것이다. 하지만, JUUL이 어느 정도 MS를 확보하더라도 KT&G의 고객이탈률이 낮은 편이기 때문에, MS와 EPS 방어는 어느 정도 해낼 수 있을 것으로 판단된다.

>>> JUUL의 성공 여부는 니코틴 함량 조절과 세금에 의해 좌우
언론보도에 따르면, 미국의 JUUL Labs는 JUUL과 관련한 상표권을 한국 특허청에 출원하고, 한국법인을 설립하여, 한국 시장 진출을 준비하고 있다. 당사가 2019년 전망 자료에서 언급했던 것처럼, 올해 담배 시장의 최대 변수는 JUUL의 출시와 성공 여부가 될 것이다. CSV(Closed System Vaporizer) 전자담배 JUUL은 현재 미국 전자담배 시장에서 72%의 점유율을 가지고 있기 때문에, 비교적 흡연자들에게 검증된 제품이라 할 수 있다.

만약, JUUL이 한국에 출시된다면 성공 여부 판단을 위해 크게 2가지에 주목해야 할 것이다. **첫째, 니코틴 함량 조절이다.** 현재 JUUL의 니코틴 함량 비중은 3%와 5%, 이렇게 두 가지 종류가 있다. 하지만, 법적으로 한국 소매점에서 유통되기 위해서는 해당 비중이 2% 언더로 내려와야 한다. 동시에, JUUL이 가지고 있는 흡연감을 유지하며, 소비자에게 만족감을 주어야 할 것이다.

둘째, 세금의 레벨이 중요하다. JUUL의 제품 형태를 감안한다면, 법적으로 액상형 전자담배로 구분될 가능성이 높다. 만약, 현행 세법에서 액상형 전자담배로 구분된다면, JUUL의 갑당 세금은 기존 제품 대비 낮게 책정될 가능성이 높기 때문에, 담배 회사가 소비자에게 가격적 메리트를 제공할 가능성이 높다. 하지만, 정부 입장에서 세수 하락의 문제가 발생할 수 있기 때문에, 향후 과세 체계가 변경되거나, JUUL이 다른 카테고리로 분류될 가능성을 지켜보아야 할 것이다.

>>> 최악의 시나리오가 전개된다면?

現 시점에서 투자자가 상상할 수 있는 KT&G의 Worst Scenario는 JUUL이 iQOS 정도의 MS를 차지하는 것이다. 과연 그렇다면 KT&G의 MS는 얼마나 하락할 것인가? 현재 iQOS Heets의 MS는 7~8% 수준으로 추산된다. 하지만, KT&G의 MS는 그렇게 많이 하락하지 않았다. 당사가 전자담배 신제품으로 대응한 점도 있지만, **20~30대 고객 비중이 경쟁사 대비 낮아서 전자담배로의 고객이탈률이 낮았기 때문이다.** 2018년에 KT&G의 MS가 2017년 대비 2%p 정도 하락한 점을 감안한다면(관련 및 전자담배 포함 기준), iQOS 신규 고객 중 과거 KT&G 고객은 34% 수준에 불과한 셈이다.

실적 민감도는
생각보다 낮을 것

KT&G의 전사 영업이익률은 30% 수준으로 매우 높은 편이다. JUUL의 신규 고객 중 기존 KT&G 고객의 비중을 50%로 가정해도(실질적으로는 30%대일 가능성이 높음), MS 하락으로 인한 EPS 하락률은 -5%를 넘기 어려울 것이다. 또한, 고객이탈률 측면에서도 KT&G가 경쟁사보다 낮을 개연성이 높고, KT&G가 다른 신제품으로 대응할 가능성도 높기 때문에, JUUL 출시에 따른 우려 심화는 저가 매수의 기회가 될 가능성이 높다.

CSV 전자담배, JUUL 개요

제품명	JUUL(줄) / POD(팟)
제품 개요	CSV(Closed System Vaporizer) 전자담배로 분류. 중기 담배의 일종으로 니코틴 용액을 수기로 충전하는 방식이 아니라, 이미 충전된 탱크를 사용하는 방식임 JUUL 은 전자담배 Device, POD 은 Stick 의 역할을 함. POD 하나에 200 회 정도 흡입 가능. 일반적으로 POD 1 개가 1 갑 분량으로 알려져 있음
제품 가격	Starter Kit \$49.99 (JUUL 디바이스 + USB 충전 독 + POD 4 개) Device Kit \$34.99 (JUUL 디바이스 + USB 충전 독) 4 개 POD \$15.99
제품 사진	<div style="display: flex; justify-content: space-around; text-align: center;"> <div> <p>Starter Kit</p>  </div> <div> <p>JUUL 디바이스</p>  </div> <div> <p>USB 충전 독</p>  </div> <div> <p>POD</p>  </div> </div>
니코틴 함량	현재 미국에서는 3%와 5% 두 가지 유형 판매 중. 한국에서 유통되기 위해서는 2% 언더로 조절되어야 함.
POD 1 개 용량	0.7ml

자료: JUUL 홈페이지, 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) 제품 가격은 JUUL 홈페이지 참조. 미국은 주별 세금이 다르기 때문에, 실제 판매가와는 차이가 있을 수 있음

담배 카테고리별 세금 비교 분석: 액상 전자담배 세금이 낮은 편으로 추산되나, 과세체계 개편 가능성 높을 듯

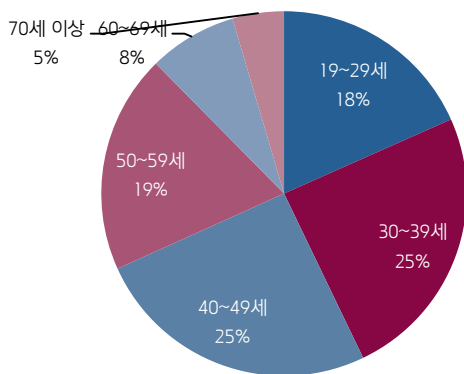
구분	세목	세법상 구분	일반 궤련담배	궤련형 전자담배	액상 전자담배(JUUL/POD)
	단위 환산: 일반 궤련 담배(Cigarette) 1 갑 = 20 개비		궤련 지방세법 제 48 조의 2-1-가	궤련형 전자담배 지방세법 제 48 조의 2-1-마-2)-가)	액상 전자담배(JUUL/POD) 니코틴 용액을 사용한 전자담배 지방세법 제 48 조의 2-1-마-1)
담배소비세	지방세법	과세표준 세율 환산세율	개비수 1,007 원/20 개비 1,007 원/갑	개비수 897 원/20 개비 897 원/갑	0.7 ml 628 원/ml 440 원/갑
지방교육세	지방세법	과세표준 세율 환산세율	담배소비세 43.99 % 443 원/갑	담배소비세 43.99 % 395 원/갑	43.99 % 193 원/갑
폐기물부담금	주석 참조 1)	과세표준 세율 환산세율	개비수 24 원/20 개비 24 원/갑	24 원/갑	24 원/갑
국민건강증진기금	국민건강증진법	과세표준 세율 환산세율	개비수 841 원/20 개비 841 원/갑	개비수 750 원/20 개비 750 원/갑	개비수 525 원/ml 368 원/갑
개별소비세	개별소비세법	과세표준 세율 환산세율	개비수 594 원/20 개비 594 원/갑	개비수 529 원/20 개비 529 원/갑	개비수 370 원/ml 259 원/갑
연초생산안정화기금	담배사업법	과세표준 세율 환산세율	개비수 5 원/20 개비 5 원/갑	없음 0 원/갑	
부가가치세	부가가치세법	과세표준 세율 환산세율	세전 가액 10 % 409 원/갑	세전 가액 10 % 409 원/갑	세전 가액 10 % 409 원/갑
세금 합계			3,323 원/갑	3,004 원/갑	1,693 원/갑
소매 가격			4,500 원/갑	4,500 원/갑	4,500 원/갑
유통 마진			414 원/갑	405 원/갑	405 원/갑
제조사 출고가(ASP)			763 원/갑	1,091 원/갑	2,402 원/갑
일반 궤련담배 대비 ASP 증가율(%)			0	43	215

=> JUUL의 세금은 기존 궤련담배의 51% 수준으로 추산. 다만 정부 입장에서 세수 하락의 가능성이 생기기 때문에, 궤련형 전자담배가 도입될 때처럼, 과세 체계가 변경될 가능성 높음

자료: 법제처, 키움증권 리서치

- 주: 1) 자원의 절약과 재활용 촉진에 관한 법률 및 동법 시행령
- 2) POD 1개의 소매가격을 4,500원으로 가정

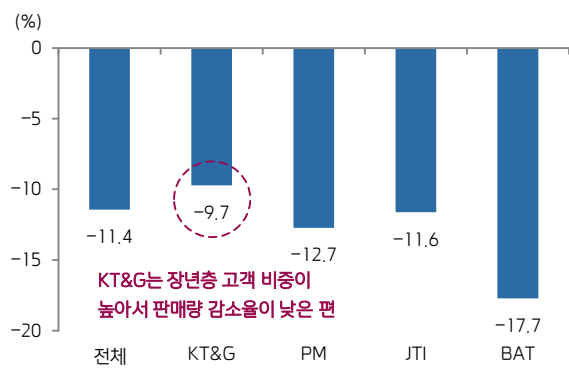
한국의 연령별 흡연인구 비중 추산



자료: 통계청, 키움증권 리서치

주: 1) 연령별 인구비중과 흡연율을 감안하여 추산한 수치임

궤련담배 판매량 YoY 감소율은 KT&G가 가장 낮은 편



자료: KT&G(3Q18 누계 기준)

iQOS 출시 이후 국내 시장점유율 변화: KT&G의 MS 하락폭은 생각 보다 작은 편

구분	'17	'18E	(YoY)
국내 시장점유율			
KT&G	59.4%	57.4%	-1.9%p
궐련담배	59.3%	55.7%	-3.6%p
전자담배	0.1%	1.7%	1.7%p
iQOS Heets	2.0%	7.6%	5.6%p
기타	38.7%	35.0%	-3.7%p
KT&G MS 하락폭/iQOS MS 상승폭¹⁾		34.2%	

자료: KT&G, 키움증권 리서치

JUUL의 MS 확대 가능성에 따른 KT&G의 EPS 하락 영향 분석

구분	KT&G MS 하락폭 = JUUL MS* 50% 가정				KT&G MS 하락폭 = JUUL MS* 30% 가정			
	0%	3%	5%	7%	0%	3%	5%	7%
JUUL MS								
연결기준 매출액	4,791	4,744	4,712	4,681	4,791	4,762	4,744	4,725
내수담배 매출액	1,818	1,771	1,740	1,708	1,818	1,790	1,771	1,752
KT&G MS (JUUL MS 0% 대비)	57.9%	56.4%	55.4%	54.4%	57.9%	57.0%	56.4%	55.8%
		-1.5%p	-2.5%p	-3.5%p		-0.9%p	-1.5%p	-2.1%p
연결기준 영업이익 (JUUL MS 0% 대비)	1,447	1,414	1,392	1,370	1,447	1,427	1,414	1,400
		-2%	-4%	-5%		-1%	-2%	-3%
연결기준 지배주주순이익 (JUUL MS 0% 대비)	1,090	1,066	1,050	1,034	1,090	1,076	1,066	1,057
		-2%	-4%	-5%		-1%	-2%	-3%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 내수담배의 공헌이익률을 70%로 가정

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

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

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

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	14.8	13.0	12.4
PBR	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.1	8.4	8.3	7.1	6.5
PCFR	10.0	12.0	12.8	11.5	11.0
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

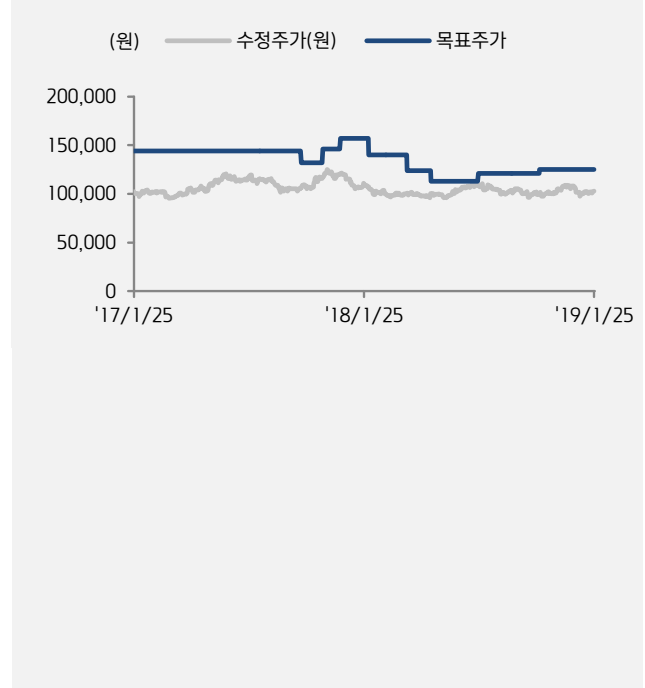
- 당사는 1월 24일 현재 'KT&G (033780)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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	-17.29	-12.80
2019-01-03	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-17.69	-12.80	
2019-01-25	BUY(Maintain)	125,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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%