

KT&G

BUY(유지)

033780 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	140,000원	현재주가(03/08)	107,000원	Up/Downside	+30.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 03. 11

기다리는 조정은 오지 않는다

▶ 탐방요약

수출 담배 판매량 대폭 증가, 전자담배 점유율/마진 상승 지속: 1~2월 수출 판매량이 빠른 회복세를 보이고 있다. 중동 달러의 재고 소진 등으로 19년 중동 수출 담배 판매량 회복세가 클 것으로 전망한다(17년 수준 육박). 중동외 지역에서도 신시장 담배 판매량은 10%가량 증가할 것으로 전망한다. 국내 궤련 시장 감소폭은 전년대비 2%수준으로 예상하며, KT&G의 점유율은 62.5%수준이 될 것으로 추정한다. 전자담배 1월 동사의 점유율 30%육박하며 전체 시장에서 전자담배 비중은 10% 소폭 상회할 것으로 추산한다. 전자담배 수익성은 금액 기준 궤련수준 근접한(영업이익률 20%) 것으로 추정되며, 19년 연말 영업이익률은 30%수준에 도달할 것으로 전망한다. 부동산 분양 매출은 연중 3,300억원 발생하고, 4Q18 발생했던 연결조정 항목으로 인한 기타 부문의 이익 증가효과는 19년 반감될 것이다.

▶ Comment

1Q19 실적 Preview, 나쁠 이유가 없어 보인다: 수출 담배 판매량 회복과 국내 궤련시장 시장점유율 상승, 전자담배 부문의 수익성 개선 등으로 1Q18 연결기준 매출은 18%YoY증가한 12,607억원, 영업이익은 19.6%YoY증가한 3,723억원으로 양호한 실적 개선을 기록할 것으로 추정한다. 새로 나올 풀더멘탈 측면에서의 악영향은 ① 니코틴 규제, ② 인터넷 판매 제한, ③ 출시 시점 연기, ④ KT&G의 적절한 대응 등 때문에 우려보다 크지 않을 것으로 전망한다. 19년 연결기준 매출액은 14.9%YoY증가한 5.1조원, 영업이익은 13.2%YoY증가한 1,430억원을 기록할 것으로 추정한다. 경기 침체 시점임을 감안시 비교대상 시가총액 상위 기업들과 견주어도 부끄럽지 않을 실적 개선을 기대한다.

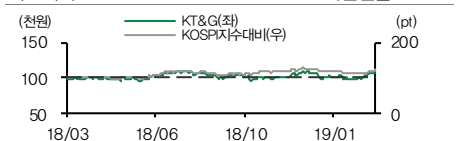
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	4,503	4,667	4,476	5,143	5,444
(증가율)	8.0	3.6	-4.1	14.9	5.9
영업이익	1,470	1,426	1,263	1,430	1,562
(증가율)	7.6	-3.0	-11.4	13.2	9.2
지배주주순이익	1,231	1,164	906	1,094	1,193
EPS	8,965	8,476	6,601	7,969	8,690
PER (H/L)	15.6/10.5	14.9/11.2	15.4	13.4	12.3
PBR (H/L)	2.7/1.8	2.2/1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (H/L)	10.2/6.8	9.3/6.7	7.3	6.7	5.8
영업이익률	32.6	30.6	28.2	27.8	28.7
ROE	18.6	15.7	11.4	12.9	13.1

Stock Data

52주 최저/최고	96,000/110,500원
KOSDAQ /KOSPI	736/2,137pt
시가총액	146,903억원
60일-평균거래량	297,467
외국인지분율	51.8%
60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
주요주주	국민연금 10.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	8.5	-0.9	10.3
상대기준	10.5	-3.8	25.6



원래 기다리는 조정은 오지 않는 법: 19년 동사의 실적 개선에 대한 예측에 큰 무리가 없는 상황에서 줄에 대한 우려가 주가 상승에 발목을 잡았다. 기다리는 조정은 역시 이번에도 오지 않을 것으로 판단한다. 현재 동사의 주가는 19년 예상 실적 기준 P/E 13.4배, P/B 1.7배 수준에서 거래 중이며 ROE는 12.9%수준이다. 목표주가 140,000원은 19년 추정실적 기준 P/E 17.5배에 해당하며, 이는 음식료 업종 평균 Target P/E와 동일하다. 주당 배당금이 4,000원으로 결정되어 다소 아쉽지만 19년 실적 개선과 주요 경영진의 임기 등을 감안시 배당금 추가 상승 가능성이 높다.

도표 1. KT&G 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
KT&G	매출액	5,723	7,056	6,639	6,878	7,341	7,916	7,775	8,344
	1. 국내 담배매출	4,051	4,765	4,958	4,605	4,214	4,934	5,204	5,072
	내수판매량(백만갑)	749	842	878	791	719	808	843	760
	KT&G M/S	61.0	61.9	62.6	61.9	61.7	62.6	63.0	62.6
	KT&G 판매량(백만갑)	457	522	549	490	444	506	531	476
	갑당단가(원)	887	914	903	940	950	975	980	1,067
	2. 수출 담배매출	1,323	1,842	934	1,316	2,169	2,034	1,561	1,539
	판매량(백만갑)	395	610	296	435	628	653	480	491
	갑당단가(원)	335	302	316	303	345	312	326	314
	3. 기타	349	449	747	957	958	948	1,010	1,733
	분양수익	-	110	397	681	600	600	650	1,450
	매출총이익	3,665	4,353	4,244	4,211	4,669	4,884	4,945	5,112
	GP%	64.0	61.7	63.9	61.2	63.6	61.7	63.6	61.3
	영업이익	2,133	2,757	2,753	2,438	2,753	3,182	3,234	2,816
	OP%	37.3	39.1	41.5	35.4	37.5	40.2	41.6	33.8
KGC	매출액	3,934	2,917	4,045	2,359	4,091	3,034	4,207	2,652
	영업이익	919	406	820	-97	900	407	778	-15
	OP%	23.4	13.9	20.3	-4.1	22.0	13.4	18.5	-0.6
연결기준	매출액	10,676	11,198	11,825	11,058	12,607	12,419	13,334	13,069
	영업이익	3,114	3,230	3,569	2,720	3,723	3,686	4,042	2,852
	세전이익	3,598	3,785	3,576	2,354	4,180	4,186	4,081	2,516
	지배주주순이익	2,489	2,666	2,589	1,349	2,923	2,927	2,935	2,158

자료: DB금융투자, KT&G, 공정공시

도표 2. KT&G 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019E
KT&G	매출액	24,999	24,908	26,376	25,106	27,426	28,216	29,753	30,001	26,295	31,376
	1. 국내 담배매출	17,565	17,923	18,956	18,896	19,669	19,266	18,394	17,938	18,378	19,423
	내수판매량(백만갑)	4,523	4,501	4,463	4,420	4,472	3,478	3,816	3,589	3,260	3,130
	KT&G M/S	58.5	59.3	62.0	61.7	62.3	58.4	59.2	60.6	62.0	62.5
	판매량(백만갑)	2,646	2,669	2,766	2,725	2,786	2,032	2,260	2,175	2,022	1,956
	단가(원)	664	672	685	693	706	948	814	825	911	993
	2. 수출 담배매출	6,097	5,977	6,282	4,527	5,331	6,809	8,380	8,785	5,415	7,304
	판매량(백만갑)	1,968	2,019	2,036	1,388	1,805	1,983	2,171	2,354	1,736	2,251
	단가(원)	310	296	309	326	295	343	386	373	312	324
	3. 기타	1,337	1,008	1,137	1,684	2,426	2,140	2,979	3,277	2,502	4,648
	분양수익	761	110	15	671	1,175	983	1,365	1,352	1,188	3,300
	매출총이익	14,977	15,239	16,555	15,746	16,788	18,751	19,227	19,015	16,472	19,610
	GP%	59.9	61.2	62.8	62.7	61.2	66.5	64.6	63.4	62.6	62.5
	영업이익	9,250	9,330	9,741	9,233	10,553	12,373	13,053	12,448	10,081	11,986
	OP%	37.0	37.5	36.9	36.8	38.5	43.9	43.9	41.5	38.3	38.2
KGC	매출액	8,428	9,401	8,319	7,848	8,128	9,178	11,076	12,000	13,255	13,984
	영업이익	2,285	2,008	1,331	1,250	1,301	1,334	1,749	1,854	2,048	2,070
	OP%	27.1	21.4	16.0	15.9	16.0	14.5	15.8	15.4	15.5	14.8
연결기준	매출액	34,614	37,230	39,847	38,217	41,129	41,698	45,033	46,672	44,757	51,429
	영업이익	10,937	10,903	10,359	10,133	11,719	13,659	14,701	14,264	12,632	14,303
	세전이익	14,057	11,611	10,224	8,819	11,579	14,144	15,878	13,460	13,313	14,962
	지배주주순이익	10,308	8,169	7,251	5,707	8,256	10,357	12,220	11,641	9,092	10,943

자료: DB금융투자, KT&G, 공정공시

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,615	6,585	7,403	8,256	9,098
현금및현금성자산	851	1,230	1,554	1,426	1,602
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,124	1,270	1,320
재고자산	2,265	2,317	2,192	2,516	2,668
비유동자산	3,197	3,391	3,464	3,506	3,588
유형자산	1,607	1,757	1,817	1,845	1,911
무형자산	105	85	79	75	70
투자자산	984	1,076	1,093	1,110	1,128
자산총계	9,812	9,976	10,867	11,762	12,686
유동부채	2,153	1,803	2,292	2,601	2,839
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,951	2,256	2,492
단기차입금및단기차입금	137	175	178	181	184
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	343	343	343
사채및장기차입금	63	65	65	65	65
부채총계	2,694	2,146	2,636	2,944	3,182
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
이익잉여금	6,009	6,745	7,146	7,735	8,423
비지배주주지분	73	58	58	56	53
자본총계	7,118	7,830	8,231	8,818	9,504

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,498	1,140	1,627	1,125	1,442
당기순이익	1,226	1,164	906	1,092	1,191
현금유출이없는비용및수익	481	523	574	564	613
유형및무형자산상각비	159	161	189	198	211
영업관련자산부채변동	176	-152	572	-127	78
매출채권및기타채권의감소	-16	124	-15	-146	-50
재고자산의감소	-153	-78	125	-323	-152
매입채무및기타채무의증가	32	-85	511	305	235
투자활동현금흐름	-703	-330	-793	-741	-755
CAPEX	-162	-318	-244	-221	-272
투자자산의순증	-110	-86	-17	-17	-18
재무활동현금흐름	-488	-434	-511	-511	-511
사채및차입금의 증가	-74	17	3	3	3
자본금및자본잉여금의증가	26	-26	0	0	0
배당금지급	-428	-460	-505	-505	-505
기타현금흐름	-2	3	0	0	0
현금의증가	305	379	324	-128	176
기초현금	546	851	1,230	1,554	1,426
기말현금	851	1,230	1,554	1,426	1,602

자료: KT&G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,503	4,667	4,476	5,143	5,444
매출원가	1,797	1,909	1,836	2,122	2,243
매출총이익	2,707	2,758	2,640	3,021	3,201
판매비	1,237	1,332	1,377	1,590	1,638
영업이익	1,470	1,426	1,263	1,430	1,562
EBITDA	1,628	1,587	1,452	1,628	1,773
영업외손익	118	-80	69	66	68
금융손익	53	42	86	90	93
투자손익	2	6	9	9	9
기타영업외손익	63	-128	-26	-33	-34
세전이익	1,587	1,346	1,331	1,496	1,631
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,226	1,164	906	1,092	1,191
자배주주지분순이익	1,231	1,164	906	1,094	1,193
비지배주주지분순이익	-5	0	0	-2	-2
총포괄이익	1,226	1,212	906	1,092	1,191
증감률(%YoY)					
매출액	8.0	3.6	-4.1	14.9	5.9
영업이익	7.6	-3.0	-11.4	13.2	9.2
EPS	18.8	-5.4	-22.1	20.7	9.1

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	8,965	8,476	6,601	7,969	8,690
BPS	51,315	56,609	59,532	63,821	68,833
DPS	3,600	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	11.3	13.6	15.4	13.4	12.3
P/B	2.0	2.0	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.2	8.4	7.3	6.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률	32.6	30.6	28.2	27.8	28.7
EBITDA마진	36.2	34.0	32.4	31.7	32.6
순이익률	27.2	24.9	20.2	21.2	21.9
ROE	18.6	15.7	11.4	12.9	13.1
ROA	13.3	11.8	8.7	9.7	9.7
ROIC	27.7	30.8	22.4	28.6	30.6
안정성및기타					
부채비율(%)	37.9	27.4	32.0	33.4	33.5
이자보상배율(배)	218.6	166.3	142.1	159.2	172.1
배당성향(배)	37.1	43.4	55.7	46.3	42.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

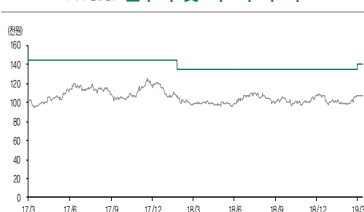
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

KT&G 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/09/21	Buy	145,000	-25.8	-12.8					
17/09/21		1년경과	-22.6	-13.8					
18/02/01	Buy	135,000	-24.4	-18.1					
19/02/01		1년경과	-24.8	-20.4					
19/02/21	Buy	140,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경