

# KT&G

# BUY(유지)

033780 기업분석 | 음식로

목표주가(유지)	136,000원	현재주가(06/04)	99,700원	Up/Downside	+36.4%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 06. 10

## 줄보다 튼튼한 펀더멘탈에 주목할 시점

News

**탐방요약:** KT&G는 줄이 출시된(5월 25일) 다음날(26일) 신제품 릴베이퍼를 출시했다. 가격은 충전 장비 포함시 줄(충전장비 별도구매)보다 저렴하며, 시드(릴베이퍼용 카트리지는) 3가지 종류로 가격은 개당(240모금, 껍질 1갑 수준) 4,500원이다. 줄의 니코틴 함량은 0.7%, KT&G 신제품은 0.98%로 양 제품 모두 껍질대비 타격감이 약하다. 줄은 GS25와 세븐일레븐을 통해 판매되고 있으며 KT&G의 베이퍼는 CU를 통해 유통된다. 줄류의 대체담배는 니코틴 규제(2%이하), 온라인 판매 제한 등으로 인해 시장 규모 확대에 일정 부분 한계가 있을 것으로 전망한다.

전체 전자담배 시장의 침투율은 15%수준을 유지하고 있으며 이 시장에서의 KT&G의 시장점유율이 점진적으로 확대될 것으로 전망한다. 대체 담배의 담세율은 향후에도 껍질보다 낮은 수준에서 유지될 것이며 동사의 시장지배력이 상승 추세를 지속될 가능성이 높다는 점에서 새로운 대체 담배 제품의 출현이 동사의 펀더멘탈에 장기적으로 악재가 될 수 없다는 전망을 유지한다.

내수 껍질담배 시장에서 동사의 시장점유율은 63%수준을 상회하고 있으며 경쟁사의 전자담배 판매 주력 전략에 따라 내수 껍질담배 시장에서의 시장점유율은 추가 상승할 가능성이 높다. 2Q19 수출 담배의 경우 수량과 단가측면에서 전년수준을 유지할 것으로 추정하며 하반기 개선폭이 확대될 전망이다. 유통채널 재정비를 끝마친 KGCO도 꾸준한 성장이 기대되며 가이던스 수준의 부동산 분양 매출이 발생할 것으로 추정한다.

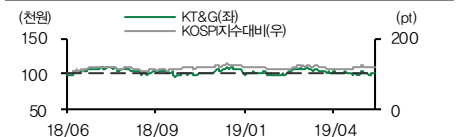
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	4,667	4,472	5,071	5,338	5,547
(증가율)	3.6	-4.2	13.4	5.3	3.9
영업이익	1,426	1,255	1,414	1,529	1,593
(증가율)	-3.0	-12.0	12.7	8.2	4.2
지배주주순이익	1,164	902	1,072	1,161	1,210
EPS	8,476	6,567	7,812	8,456	8,811
PER (H/L)	14.9/11.2	17.6/14.5	12.8	11.8	11.3
PBR (H/L)	2.2/1.7	2.0/1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (H/L)	9.3/6.7	10.3/8.5	7.5	6.8	6.5
영업이익률	30.6	28.1	27.9	28.6	28.7
ROE	15.7	11.4	12.8	12.9	12.5

Stock Data

52주 최저/최고	96,000/110,500원
KOSDAQ /KOSPI	703/2,067pt
시가총액	136,881억원
60일-평균거래량	265,202
외국인지분율	51.5%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	국민연금 10.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.8	-6.4	3.9
상대기준	5.4	-0.8	23.0

### Comment

**2Q19 실적 Preview, 탄탄한 개선세 유지:** KT&G의 2Q19 연결기준 영업이익은 12%YoY증가한 3,620억원 수준을 기록할 것으로 추정한다(컨센서스 3,673억원). 내수 담배 판매량은 3.3%YoY감소한 8.1억갑, 시장점유율은 전년동기 대비 1.3%p개선된 63.2%. KT&G의 판매량은 1.3%YoY감소한 5.1억갑을 기록할 것으로 전망한다. 전자담배 부문의 성장으로 평균 ASP상승세가 지속될 것으로 추정한다(+9.1%YoY). 수출담배의 경우 2Q18 낮은 기저효과로 소폭 성장할 것으로 추정하지만, 본격적인 실적 정상화 효과는 하반기에 집중될 것으로 판단한다. 수원부지 개발에 따른 분양 매출은 2Q19 600억원, 19년 연간으로는 3,300억원 수준이 인식될 것으로 추정한다.

### Action

**줄 등에 따른 장기적 펀더멘탈 하강 우려 약함. 투자의견 BUY유지:** 줄 출시를 전후로 주가 조정이 나타났지만, 줄에 의한 펀더멘탈 변화가 장기적으로 크지 않을 것으로 전망한다. 탐방후 수정된 2Q19, 2019년 실적 전망치 수정이 크지 않고 안정적인 실적 회복세는 2020년까지 지속될 전망이다. 내수 꺾린시장점유율 상승, 전자담배 시장에서의 효율적 대응, 수출담배 시장의 회복 가능성, 안정적인 배당 수익률 등을 감안하여 투자의견 BUY와 목표주가를 유지한다.

도표 1. KT&G 실적 Preview

(단위: )

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
KT&G											
매출액	5,723	7,056	6,639	6,878	6,587	8,066	7,603	8,400	26,295	31,376	33,508
1. 국내담배매출	4,051	4,765	4,958	4,605	4,476	5,136	5,401	5,002	18,378	19,423	20,088
내수판매량	749	842	878	791	724	814	850	758	3,260	3,130	3,099
KT&G M/S	61.0	61.9	62.6	61.9	63.1	63.2	63.3	63.2	62.0	62.5	62.9
판매량(백만갑)	457	522	549	490	457	515	538	479	2,022	1,956	1,949
단가(원)	887	914	903	940	980	998	1,004	1,045	911	993	1,031
2. 수출	1,323	1,842	934	1,316	1,314	1,982	1,192	1,505	5,415	7,304	8,038
판매량(백만본)	395	610	296	435	405	622	370	486	1,736	2,251	2,371
단가(원)	335	302	316	303	324	319	322	310	312	324	339
3. 기타	349	449	747	957	797	948	1,010	1,894	2,502	4,648	5,383
분양수익	-	110	397	681	474	600	650	1,576	1,188	3,300	4,000
매출총이익	3,665	4,353	4,244	4,211	4,074	4,977	4,835	5,274	16,472	19,610	20,943
GP%	64.0	61.7	63.9	61.2	61.8	61.7	63.6	62.8	62.6	62.5	62.5
영업이익	2,133	2,757	2,753	2,438	2,527	3,194	3,201	2,881	10,081	11,986	13,169
OP%	37.3	39.1	41.5	35.4	38.4	39.6	42.1	34.3	38.3	38.2	39.3
KGC											
매출액	3,934	2,917	4,045	2,359	3,987	3,034	4,207	2,757	13,255	13,984	14,683
영업이익	919	406	820	-97	912	407	778	-27	2,048	2,070	2,173
OP%	23.4	13.9	20.3	-4.1	22.9	13.4	18.5	-1.0	15.5	14.8	14.8
연결기준											
매출액	10,676	11,197	11,825	11,058	11,850	12,569	13,162	13,128	44,715	50,709	53,382
영업이익	3,114	3,230	3,569	2,720	3,511	3,620	3,952	3,056	12,551	14,139	15,292
세전이익	3,598	3,785	3,576	2,354	3,908	4,079	3,990	2,884	13,187	14,862	16,049
지배주주순이익	2,489	2,666	2,589	1,349	2,752	2,913	2,890	2,169	9,017	10,725	11,608

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	6,586	6,413	7,132	7,414	7,804
현금및현금성자산	715	933	1,230	1,257	1,256
매출채권및기타채권	1,106	959	1,077	1,034	1,092
재고자산	2,318	2,461	2,552	2,716	2,857
비유동자산	3,396	3,742	3,526	3,736	3,923
유형자산	1,775	1,819	2,045	2,237	2,403
무형자산	85	72	68	65	61
투자자산	1,076	1,197	757	777	797
자산총계	9,981	10,155	10,657	11,151	11,726
유동부채	1,816	1,641	1,575	1,415	1,288
매입채무및기타채무	1,445	1,118	1,084	934	817
단기차입금및단기차채	175	130	120	110	100
유동성장기부채	4	5	5	5	5
비유동부채	335	381	381	381	381
사채및장기차입금	101	93	93	93	93
부채총계	2,152	2,022	1,956	1,796	1,669
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	484	484	484	484	484
이익잉여금	6,745	7,109	7,676	8,332	9,037
비지배주주지분	58	54	54	52	50
자본총계	7,830	8,133	8,701	9,355	10,057

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,143	822	846	1,018	998
당기순이익	1,164	899	1,073	1,159	1,207
현금유출이없는비용및수익	523	594	596	658	705
유형및무형자산상각비	161	150	198	226	252
영업관련자산부채변동	-149	-331	-410	-352	-449
매출채권및기타채권의감소	124	71	-119	43	-57
재고자산의감소	-78	-170	-90	-165	-141
매입채무및기타채무의증가	-85	16	-34	-150	-117
투자활동현금흐름	-683	-46	-27	-470	-478
CAPEX	-318	-394	-420	-414	-415
투자자산의순증	-86	-112	441	-20	-21
재무활동현금흐름	-439	-550	-521	-521	-521
사채및차입금의 증가	17	-47	-10	-10	-10
자본금및자본잉여금의증가	-26	0	0	0	0
배당금지급	-455	-505	-505	-505	-505
기타현금흐름	3	-8	0	0	0
현금의증가	25	218	297	27	-1
기초현금	690	715	933	1,230	1,257
기말현금	715	933	1,230	1,257	1,256

자료: KT&G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	4,667	4,472	5,071	5,338	5,547
매출원가	1,909	1,836	2,095	2,204	2,283
매출총이익	2,758	2,635	2,976	3,135	3,263
판매비	1,332	1,380	1,562	1,605	1,670
영업이익	1,426	1,255	1,414	1,529	1,593
EBITDA	1,587	1,405	1,612	1,756	1,845
영업외손익	-80	64	72	75	80
금융손익	42	85	85	88	92
투자손익	6	9	9	9	10
기타영업외손익	-128	-30	-22	-22	-22
세전이익	1,346	1,319	1,486	1,605	1,672
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,164	899	1,073	1,159	1,207
자배주주지분순이익	1,164	902	1,072	1,161	1,210
비지배주주지분순이익	0	-3	1	-2	-2
총포괄이익	1,212	854	1,073	1,159	1,207
증감률(%YoY)					
매출액	3.6	-4.2	13.4	5.3	3.9
영업이익	-3.0	-12.0	12.7	8.2	4.2
EPS	-5.4	-22.5	18.9	8.2	4.2

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	8,476	6,567	7,812	8,456	8,811
BPS	56,609	58,847	62,980	67,757	72,890
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	13.6	15.5	12.8	11.8	11.3
P/B	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	9.0	7.5	6.8	6.5
수익성(%)					
영업이익률	30.6	28.1	27.9	28.6	28.7
EBITDA마진	34.0	31.4	31.8	32.9	33.3
순이익률	24.9	20.1	21.2	21.7	21.8
ROE	15.7	11.4	12.8	12.9	12.5
ROA	11.8	8.9	10.3	10.6	10.6
ROIC	30.8	18.1	17.9	17.6	16.8
안정성및기타					
부채비율(%)	27.5	24.9	22.5	19.2	16.6
이자보상배율(배)	166.3	180.4	228.6	258.6	282.4
배당성향(배)	43.4	56.2	47.1	43.6	41.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 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 투자이견 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

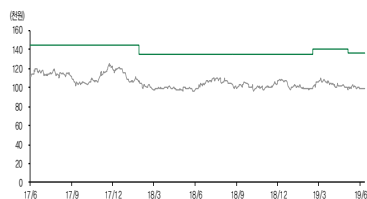
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	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	-26.7	-26.1					
19/02/21	Buy	140,000	-25.8	-21.8					
19/05/10	Buy	136,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경