



하나금융그룹

2019년 8월 8일 | Equity Research

KT&G (033780)

2Q19 Re: 이제 올라갑니다

2Q19 Re: 시장 기대치 상회

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 2,559억원(YoY +12.2%), 4,065억원(YoY +25.9%)을 시현했다. 당사 추정치(OP 3,600억원)를 상회했는데, 세부적으로는 ① 부동산 분양 수익 ② 연결 자회사(영진약품, 해외담배법인 등) 이익, ③ 담배 수출 이익이 각각 150억원 내외 당사 추정치를 상회한 것으로 추산된다.

2분기 국내 담배 총수요는 전년수준을 유지한 것으로 파악된다. 월별 총수요가 YoY -2.9% 감소에 그쳤고, 월별형 전자담배는 YoY 22% 증가한 것으로 추정된다. KT&G 월별 점유율은 62.8%(YoY 0.9%p up)를 기록했다. 월별형 전자담배 판매량은 약 7억개비로 판단된다. 국내 담배 매출에서 NGP 비중은 10%(디바이스 포함 13%)까지 상승했다. 수출 담배 물량은 전년 역기저 및 UAE의 DTS(Distribution Tracking System) 도입 기인한 재고 소진 이슈로 YoY -20.5% 감소했다. 긍정적인 환율 효과 및 단가 인상 기인해 매출액은 YoY -8.9% 감소에 그쳤다. 해외법인 매출액은 YoY 26.7% 증가하면서 실적 호조 흐름을 이어갔다. KGC는 주력 제품 판매 호조(‘화애락’ 등) 및 견조한 해외 수출 기인해 매출액 및 영업이익이 각각 5.0%, 7.6% 증가했다.

3분기 시장 기대치 상회 가능성도 열어둘 수 있어

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 3,254억원(YoY +12.1%), 4,024억원(YoY +12.0%)으로 추정한다. KT&G는 이번 실적 컨퍼런스 콜에서 수출 가이던스를 조정하지 않았다. 하반기 수출 물량은 두 자리 수 성장할 수 있음을 내포한다. 국내는 담배 Mixed ASP 개선이 순조롭게 진행 중이다. 하반기 수출 회복만 본격화 된다면 시장 기대치를 상회하는 호실적 시현이 가능할 것으로 기대한다.

편안한 마음으로 ‘BUY’

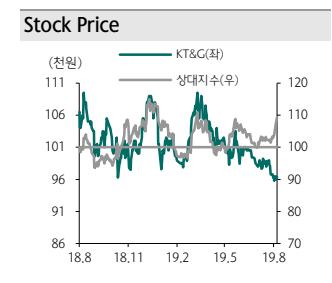
① 하반기 시장 기대치를 상회하는 호실적 시현 가능성이 높아졌다. ② 과거 패턴 감안시 올해 주당 배당금은 상향될 것이다. 하반기 갈수록 투자 매력은 높아질 것이다. ③ 최근의 가파른 원달러 상승 감안시 매크로 환경도 긍정적이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 143,000원 | CP(8월7일): 96,400원

Key Data	Consensus Data	
	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,909.71	
52주 최고/최저(원)	109,500/95,800	
시가총액(십억원)	13,235.0	
시가총액비중(%)	1.10	
발행주식수(천주)	137,292.5	
60일 평균 거래량(천주)	258.5	
60일 평균 거래대금(십억원)	25.6	
19년 배당금(예상,원)	4,000	
19년 배당수익률(예상,%)	4.15	
외국인지분율(%)	50.04	
주요주주 지분율(%)		
국민연금공단	10.31	
증소기업은행	6.93	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(2.6) (2.1) (9.1)	
상대	7.6 12.9 9.5	



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	4,667.2	4,471.5	4,968.9	5,437.2	5,763.4
영업이익	십억원	1,426.1	1,255.1	1,481.5	1,633.9	1,743.5
세전이익	십억원	1,345.6	1,318.7	1,593.3	1,736.7	1,849.5
순이익	십억원	1,163.8	901.7	1,161.6	1,276.5	1,354.0
EPS	원	8,476	6,567	8,461	9,297	9,862
증감률	%	(5.5)	(22.5)	28.8	9.9	6.1
PER	배	13.63	15.46	11.39	10.37	9.78
PBR	배	1.96	1.66	1.46	1.35	1.24
EV/EBITDA	배	8.43	9.03	6.93	6.15	5.51
ROE	%	15.71	11.38	13.82	13.99	13.63
BPS	원	59,000	61,237	66,020	71,638	77,821
DPS	원	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 심은주

02-3771-8538

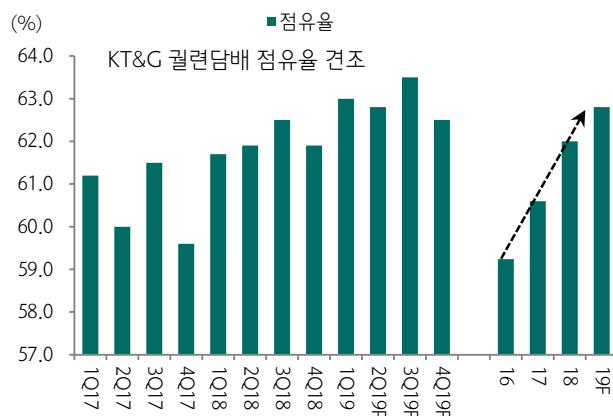
yeseo01@hanafn.com

RA 서상덕

02-3771-3126

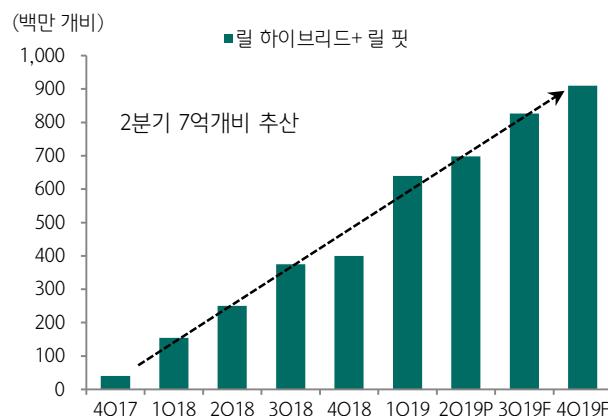
deok@hanafn.com

그림 1. 궤련담배 점유율 상승세



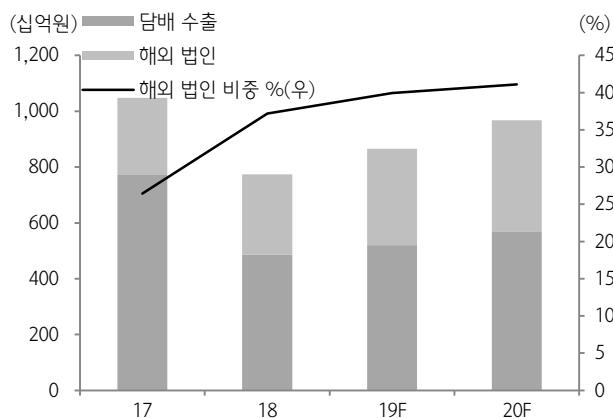
자료: 하나금융투자

그림 2. 궤련형 전자담배 판매 호조



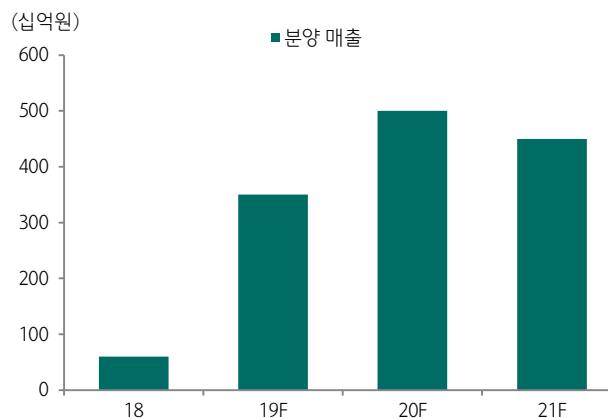
자료: 하나금융투자

그림 3. 올해 해외 담배 법인 매출 비중 40% 추산



자료: 하나금융투자

그림 4. 수원 부지 분양 매출 예상액



자료: 하나금융투자

표 1. 2Q19 Re

(단위: 십억원)

	2Q19P	2Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	1,255.9	1,119.7	12.2	1,227.0	2.4
영업이익	406.5	323.0	25.9	364.8	11.4
세전이익	447.7	378.5	18.3	393.9	13.6
(지배)순이익	323.9	266.6	21.5	283.6	14.2
OPM %	32.4	28.8		29.7	
NPM %	25.8	23.8		23.1	

자료: 하나금융투자

표 2. KT&G 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	1,067.6	1,119.7	1,181.8	1,102.4	1,185.0	1,255.9	1,325.4	1,202.6	4,471.5	4,968.9	5,437.2
①KT&G	572.3	705.5	663.8	687.8	658.7	812.8	775.0	765.7	2,629.4	3,012.2	3,340.7
-내수	405.1	476.5	495.7	460.5	447.6	488.7	517.0	460.3	1,837.8	1,982.8	2,049.1
-수출	132.3	184.2	93.4	131.6	117.1	160.9	93.1	140.4	541.5	583.3	641.6
-부동산 등	34.9	44.8	74.7	95.7	94.0	163.2	165.0	165.0	250.1	446.1	650.0
②KGC	393.4	291.7	404.5	235.9	398.7	306.3	436.9	259.5	1,325.5	1,401.4	1,513.5
③종속회사	101.9	122.5	113.5	178.7	127.6	136.8	113.5	177.4	516.6	555.3	583.1
YoY	-9.4%	-3.6%	-7.6%	5.2%	11.0%	12.2%	12.1%	9.1%	-4.2%	11.1%	9.4%
①KT&G	-21.2%	-12.0%	-15.9%	0.7%	15.1%	15.2%	16.8%	11.3%	-12.4%	17.2%	8.4%
②KGC	15.1%	14.8%	10.2%	-0.3%	1.3%	5.0%	8.0%	10.0%	10.5%	5.7%	0.0%
③종속회사	-8.2%	15.4%	-7.1%	39.7%	25.2%	11.6%	0.0%	-0.7%	10.6%	0.0%	0.0%
영업이익	311.4	323.0	359.3	261.4	351.1	406.5	402.4	321.5	1,255.1	1,481.5	1,633.9
①KT&G	213.3	275.7	275.3	243.8	252.7	339.9	300.1	296.5	1,008.1	1,189.1	1,309.4
②KGC	91.9	40.6	82.0	(9.7)	91.2	43.7	87.4	0.0	204.8	222.3	244.5
③종속회사	6.2	6.7	2.0	27.3	7.2	22.9	15.0	25.0	42.2	70.1	80.0
YoY	-21.2%	-16.4%	-14.8%	17.3%	12.8%	25.9%	12.0%	23.0%	-12.0%	18.0%	10.3%
①KT&G	-33.3%	-19.6%	-18.7%	0.2%	18.5%	23.3%	9.0%	21.6%	-19.0%	18.0%	10.1%
②KGC	16.0%	5.2%	6.5%	3.2%	-0.8%	7.6%	6.6%	-100.0%	10.5%	8.5%	10.0%
③종속회사	TB	38.9%	-67.2%	TB	16.6%	243.2%	636.7%	-8.4%	TB	66.1%	14.1%
OPM	29.2%	28.8%	30.4%	23.7%	29.6%	32.4%	30.4%	26.7%	28.1%	29.8%	30.1%
①KT&G	37.3%	39.1%	41.5%	35.4%	38.4%	41.8%	38.7%	38.7%	38.3%	39.5%	39.2%
②KGC	23.4%	13.9%	20.3%	-4.1%	22.9%	14.3%	20.0%	0.0%	15.5%	15.9%	16.2%
③종속회사	6.1%	5.4%	1.8%	15.3%	5.7%	16.7%	13.2%	14.1%	8.2%	12.6%	13.7%
세전이익	359.8	378.5	359.2	221.2	390.8	447.7	412.7	342.1	1,318.7	1,593.3	1,736.7
YoY	8.4%	-4.0%	-17.1%	18.7%	8.6%	18.3%	14.9%	54.7%	-2.0%	20.8%	9.0%
(지배)순이익	231.6	266.6	260.7	107.8	275.2	323.9	305.4	257.1	901.7	1,161.6	1,276.5
YoY	-1.2%	-2.8%	-15.3%	-68.9%	18.8%	21.5%	17.2%	138.4%	-22.5%	28.8%	9.9%
NPM	21.7%	23.8%	22.1%	9.8%	23.2%	25.8%	23.0%	21.4%	20.2%	23.4%	23.5%

자료: 하나금융투자

2Q19 실적발표 Q&A 요약

1. 판매량 감소에도 매출이 성장한 요인과 시장별 판매량 증감률

- 매출 성장 중 환율효과가 약 50% 수준
- 고단가 수출제품 증가, 가격인상을 진행한 인니법인의 지속적인 성장, 미국법인 견조한 매출 성장에 기인
- 판매량 감소는 주력시장(중동) 부진이 신시장 증가세 상쇄했기 때문
- 주력 시장 부진은 ① 이란 환율 급등, ② 부정적인 관세(이라크, 중앙아시아 등) ③ UAE DTS 도입으로 인한 기존 재고 소진에 기인
- 현지 유통상 재고 감안시 하반기 회복 기대, 이미 중동 수출 부진 반영되어 있어 큰 문제는 없을 것으로 판단

2. 연결 기준 기타 및 조정 실적 호조 요인

- 담배 해외 자회사 및 영진약품 실적 호조

3. 궤련형 전자담배 매출 및 시장점유율 현황

- 궤련형 전자담배 매출은 전체 담배 매출액 중 13~14% 차지
- 작년 2분기 디바이스 매출이 스틱 매출보다 높았으나, 올해 2분기는 스틱 매출이 디바이스 매출의 2배 이상으로 변화
- 편의점 기준으로 2분기 궤련형 전자담배 시장점유율 33% 이상 기록(작년 2분기는 12.9%)

4. 궤련형 전자담배 수출 진행 현황과 신제품 예정 여부

- 현재 일본, 베트남 면세점 판매 중, 중국은 티몰 입점하여 기기만 판매 중(스틱은 아직 허가나지 않음)
- 디바이스 초기 런칭 이후 급격한 성장세를 보였지만 18개월 이상 사용하는 추세(기준에는 적정 사용기간을 1년으로 가정)로 디바이스 판매 둔화 추세
- 각 제품별로 업그레이드 모델 준비 중

5. KGC 2분기 실적 호조 요인과 하반기 전망

- 2분기에 화애락, 굿베이스, 알파 제품들의 호조가 실적 견인
- 해외는 안정적 성장 유지

6. 부동산 사업 관련 현황

- 수원사업 3블록 작년 아파트, 오피스텔 100% 분양 완료
- 추가 분양 계획은 2블록(현재 인허가 진행중, 내년 1분기나 상반기 추가분양 계획), 1블록(신세계와 '스타필드 수원' 합작법인 설립, 현재 건축계획 및 인허가 진행중)

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	4,667.2	4,471.5	4,968.9	5,437.2	5,763.4
매출원가	1,908.9	1,836.0	2,037.2	2,218.4	2,339.9
매출총이익	2,758.3	2,635.5	2,931.7	3,218.8	3,423.5
판관비	1,332.2	1,380.4	1,450.1	1,584.9	1,680.0
영업이익	1,426.1	1,255.1	1,481.5	1,633.9	1,743.5
금융순익	41.5	84.6	29.0	32.8	36.0
종속/관계기업순익	5.7	9.3	82.8	70.0	70.0
기타영업외손익	(127.7)	(30.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,345.6	1,318.7	1,593.3	1,736.7	1,849.5
법인세	181.4	420.0	429.2	460.2	494.2
계속사업이익	1,164.2	898.7	1,164.1	1,276.5	1,355.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,164.2	898.7	1,164.1	1,276.5	1,355.3
비지배주주지분 순이익	0.5	(3.0)	2.4	0.0	1.4
지배주주순이익	1,163.8	901.7	1,161.6	1,276.5	1,354.0
지배주주지분포괄이익	1,207.7	857.9	1,169.4	1,282.3	1,361.5
NOPAT	1,233.8	855.3	1,082.4	1,200.9	1,277.6
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,638.9	1,798.4	1,915.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.6	(4.2)	11.1	9.4	6.0
NOPAT증가율	8.7	(30.7)	26.6	10.9	6.4
EBITDA증가율	(2.5)	(11.5)	16.6	9.7	6.5
영업이익증가율	(3.0)	(12.0)	18.0	10.3	6.7
(지배주주)순익증가율	(5.4)	(22.5)	28.8	9.9	6.1
EPS증가율	(5.5)	(22.5)	28.8	9.9	6.1
수익성(%)					
매출총이익률	59.1	58.9	59.0	59.2	59.4
EBITDA이익률	34.0	31.4	33.0	33.1	33.2
영업이익률	30.6	28.1	29.8	30.1	30.3
계속사업이익률	24.9	20.1	23.4	23.5	23.5

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,476	6,567	8,461	9,297	9,862
BPS	59,000	61,237	66,020	71,638	77,821
CFPS	12,289	10,874	12,532	13,601	14,450
EBITDAPS	11,560	10,236	11,937	13,099	13,948
SPS	33,995	32,569	36,192	39,603	41,979
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	13.6	15.5	11.4	10.4	9.8
PBR	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2
PCFR	9.4	9.3	7.7	7.1	6.7
EV/EBITDA	8.4	9.0	6.9	6.2	5.5
PSR	3.4	3.1	2.7	2.4	2.3
재무비율(%)					
ROE	15.7	11.4	13.8	14.0	13.6
ROA	11.8	9.0	11.0	11.1	10.9
ROIC	29.4	17.4	18.7	19.3	19.4
부채비율	27.5	24.9	25.0	24.7	23.8
순부채비율	(32.4)	(16.0)	(21.9)	(23.3)	(26.3)
이자보상배율(배)	166.3	180.4	236.9	264.1	281.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

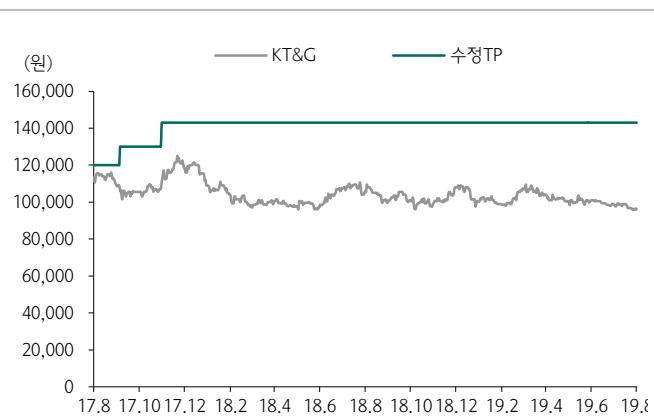
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,585.7	6,413.4	7,573.8	8,386.9	9,252.3
금융자산	2,814.8	1,535.8	2,154.3	2,456.9	2,966.8
현금성자산	715.1	933.0	1,484.4	1,723.8	2,189.7
매출채권 등	1,106.2	958.9	1,065.5	1,165.9	1,235.9
재고자산	2,317.8	2,461.3	2,735.0	2,992.8	3,172.4
기타유동자산	346.9	1,457.4	1,619.0	1,771.3	1,877.2
비유동자산	3,395.7	3,741.7	3,412.0	3,536.9	3,637.7
투자자산	1,076.3	1,197.2	818.9	896.1	949.8
금융자산	1,025.2	652.9	725.6	793.9	841.6
유형자산	1,775.3	1,818.8	1,871.0	1,922.1	1,972.3
무형자산	84.7	72.0	68.4	64.9	61.7
기타비유동자산	459.4	653.7	653.7	653.8	653.9
자산총계	9,981.4	10,155.1	10,985.9	11,923.8	12,890.0
유동부채	1,816.4	1,640.7	1,780.9	1,917.5	2,012.7
금융부채	178.4	135.4	130.4	130.5	130.5
매입채무 등	1,445.2	1,117.9	1,242.3	1,359.3	1,440.9
기타유동부채	192.8	387.4	408.2	427.7	441.3
비유동부채	335.2	381.3	412.9	442.7	463.5
금융부채	100.6	96.9	96.9	96.9	96.9
기타비유동부채	234.6	284.4	316.0	345.8	366.6
부채총계	2,151.6	2,022.0	2,193.8	2,360.3	2,476.2
지배주주지분	7,772.1	8,079.3	8,735.9	9,507.3	10,356.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	484.1	484.1	484.1	484.1	484.1
자본조정	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)	(328.2)
기타포괄이익누계액	(84.0)	(140.5)	(140.5)	(140.5)	(140.5)
이익잉여금	6,745.2	7,108.9	7,765.5	8,536.9	9,385.8
비지배주주지분	57.7	53.8	56.2	56.2	57.6
자본총계	7,829.8	8,133.1	8,792.1	9,563.5	10,413.7
순금융부채	(2,535.8)	(1,303.6)	(1,927.0)	(2,229.6)	(2,739.4)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,143.1	822.1	926.0	1,063.1	1,250.0
당기순이익	1,164.2	898.7	1,164.1	1,276.5	1,355.3
조정	128.1	254.1	127.2	130.6	134.3
감가상각비	161.0	150.2	157.4	164.5	171.5
외환거래손익	103.3	15.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.4)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(131.8)	97.9	(30.2)	(33.9)	(37.2)
영업활동 자산부채 변동	(149.2)	(330.7)	(365.3)	(344.0)	(239.6)
투자활동 현금흐름	(683.0)	(46.3)	141.6	(312.4)	(272.9)
투자자산감소(증가)	(86.1)	(110.6)	378.3	(77.2)	(53.8)
유형자산감소(증가)	(314.0)	(366.5)	(206.0)	(212.2)	(218.5)
기타	(282.9)	430.8	(30.7)	(23.0)	(0.6)
재무활동 현금흐름	(438.6)	(549.8)	(516.3)	(511.2)	(511.2)
금융부채증가(감소)	16.8	(46.7)	(4.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(26.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	25.5	2.0	(6.3)	(6.1)	(6.1)
배당지급	(454.6)	(505.1)	(505.1)	(505.1)	(505.1)
현금의 증감	24.7	217.9	551.4	239.5	465.9
Unlevered CFO	1,687.2	1,493.0	1,720.5	1,867.3	1,983.8
Free Cash Flow	824.8	428.2	720.0	850.9	1,031.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

KT&G



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	143,000		
17.9.12	BUY	130,000	-18.76%	-15.77%
17.8.21	BUY	120,000	-6.33%	-3.33%
17.4.6	BUY	145,000	-23.58%	-16.90%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 08월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.