



2019년 9월 18일 | Equity Research

# KT&G (033780)

## 매수의 적기

### Altria-PM 재합병시 영향은?

언론 보도에 따르면 Altria Group과 PMI(Philip Morris International)가 재합병을 논의 중이다. PMI는 2008년 Altria Group에서 분사된 업체이다. 미국에서 담배 규제가 강화되고 소송 위협이 커지자 Altria가 미국 담배 사업을 맡고, PMI는 미국 이외 글로벌 시장을 책임지게 되었다. 최근 양사가 재합병을 논의 중인 까닭은, ① 차세대 담배 출현 등 글로벌 담배 시장 변화에 대한 ② 포트폴리오 시너지 강화 및 ③ 글로벌 1위 사업자로서의 지위 강화 등으로 풀이된다. 만약, 양사가 재합병을 하더라도 경쟁사의 사업 환경 변화는 제한적이다.

### 3분기 호실적 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 3,254억원(YoY +12.1%), 4,118억원(YoY +14.6%)으로 추정한다. 쿰련 총 수요는 전년동기대비 3% 내외 감소가 예상된다. KT&G 점유율은 63%(YoY 40bp up)로 전망된다. 국내 담배 부문은 쿰련형 전자담배 판매 비중 확대에 따른 Mixed ASP 개선이 지속될 것으로 기대한다. 쿰련형 전자담배 매출 비중은 11% 까지 상승할 것이다. 디바이스 포함시 15.1%까지 상승할 것으로 추정한다. 수출 물량은 보수적으로 YoY 10.0%를 가정 했다. 7~8월 누계로는 전년동기대비 14.6% 증가하여 흐름은 긍정적이다. 해외 담배법인은 실적 호조세가 지속될 것으로 예상한다. 상반기 이어 하반기도 인니법인의 단가 인상 효과 및 미국법인 판매량 호조가 실적 개선을 동인할 것으로 판단된다.

### 펀더멘탈에 집중할 시점

① 우호적인 메크로 환경(3Q19 원달러 YoY 8% 상승 예상, 글로벌 금리 인하 기조) 및 ② 펀더멘탈 회복 감안시, ③ 예상 시가배당수익률 4%를 상회하는 현 주가는 충분히 매력적이다. ④ Altria Group과 PMI(Philip Morris International)가 재합병을 하더라도 사업 환경 변화는 없다. 펀더멘탈에 집중할 시점이다.

### Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 143,000원 | CP(9월 17일): 103,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,062.33		
52주 최고/최저(원)	109,500/95,800	매출액(십억원)	4,973.7 5,327.2
시가총액(십억원)	14,141.1	영업이익(십억원)	1,453.0 1,579.2
시가총액비중(%)	1.17	순이익(십억원)	1,110.4 1,180.3
발행주식수(천주)	137,292.5	EPS(원)	8,126 8,645
60일 평균 거래량(천주)	280.9	BPS(원)	68,306 72,938
60일 평균 거래대금(십억원)	28.0		
19년 배당금(예상,원)	4,400		
19년 배당수익률(예상,%)	4.27		
외국인지분율(%)	50.30		
주요주주 지분율(%)			
국민연금공단	10.31		
증소기업은행	6.93		
주가상승률 1M 6M 12M			
절대 1.5 (3.7) 2.0			
상대 (5.2) 1.6 13.9			

Stock Price	
(천원)	KT&G(좌) 상대지수(우)

### 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	1,490.9	1,633.9	1,743.5
세전이익	십억원	1,345.6	1,318.7	1,602.7	1,746.8	1,859.6
순이익	십억원	1,163.8	901.7	1,168.5	1,283.9	1,361.4
EPS	원	8,476	6,567	8,511	9,351	9,916
증감률	%	(5.5)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
PER	배	13.63	15.46	12.10	11.01	10.39
PBR	배	1.96	1.66	1.56	1.44	1.32
EV/EBITDA	배	8.43	9.03	7.44	6.65	5.97
ROE	%	15.71	11.38	13.89	14.06	13.68
BPS	원	59,000	61,237	66,070	71,742	77,980
DPS	원	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400



Analyst 심은주

02-3771-8538

yesej01@hanafn.com

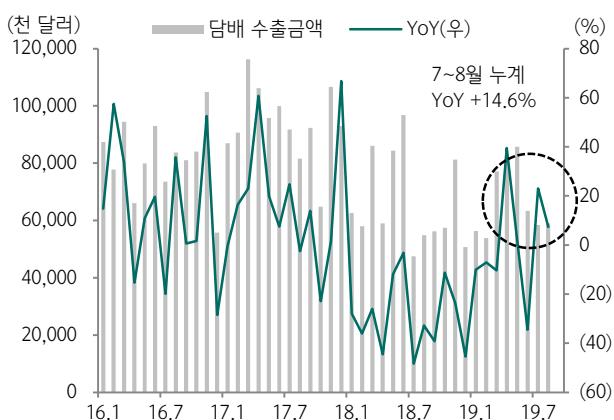
RA 서상덕

02-3771-3126

deok@hanafn.com

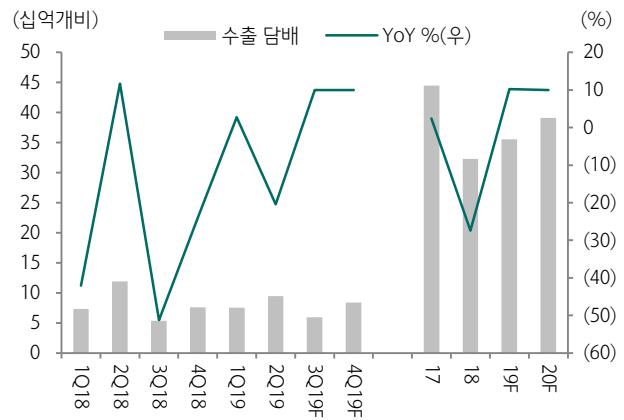
하나금융투자

그림 1. 담배 수출 7~8월 견조



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 2. 하반기 수출 물량 회복 전망



자료: 하나금융투자

그림 3. KT&amp;G 해외법인 물량 추이

올해 해외법인 물량은  
전체 수출(해외+수출) 대비  
40%까지 상승 추산

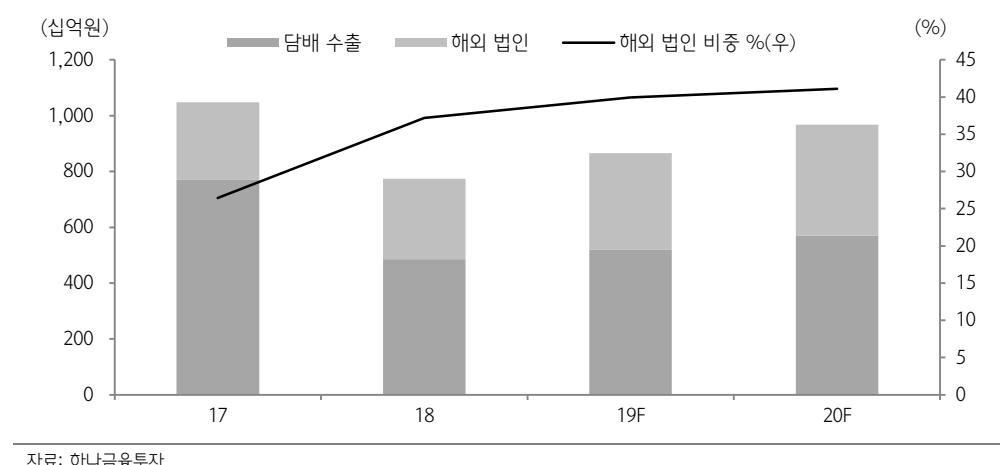
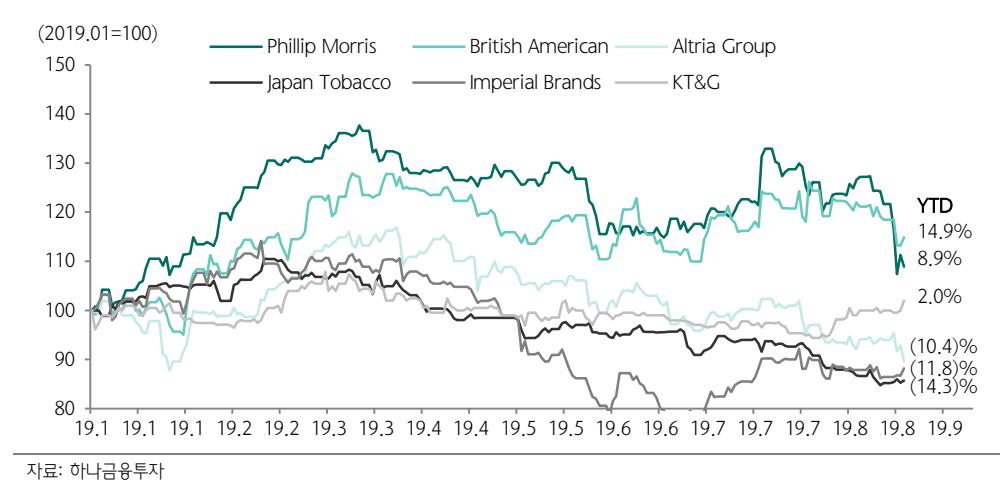


그림 4. 글로벌 담배 업체 주가 추이

PM-Altria 재합병 논의 소식에  
최근 주가 큰 폭 하락



## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>4,667.2</b>	<b>4,471.5</b>	<b>4,968.9</b>	<b>5,437.2</b>	<b>5,763.4</b>
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	1,440.8	1,584.9	1,680.0
<b>영업이익</b>	<b>1,426.1</b>	<b>1,255.1</b>	<b>1,490.9</b>	<b>1,633.9</b>	<b>1,743.5</b>
금융순익	41.5	84.6	29.1	32.9	36.2
종속/관계기업순익	5.7	9.3	82.8	80.0	80.0
기타영업외손익	(127.7)	(30.3)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>1,345.6</b>	<b>1,318.7</b>	<b>1,602.7</b>	<b>1,746.8</b>	<b>1,859.6</b>
법인세	181.4	420.0	431.8	462.9	496.9
계속사업이익	1,164.2	898.7	1,170.9	1,283.9	1,362.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,164.2</b>	<b>898.7</b>	<b>1,170.9</b>	<b>1,283.9</b>	<b>1,362.7</b>
비지배주주지분 순이익	0.5	(3.0)	2.5	0.0	1.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,163.8</b>	<b>901.7</b>	<b>1,168.5</b>	<b>1,283.9</b>	<b>1,361.4</b>
지배주주지분포괄이익	1,207.7	857.9	1,176.3	1,289.8	1,369.0
NOPAT	1,233.8	855.3	1,089.2	1,200.9	1,277.6
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,648.3	1,798.4	1,915.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.6	(4.2)	11.1	9.4	6.0
NOPAT증가율	8.7	(30.7)	27.3	10.3	6.4
EBITDA증가율	(2.5)	(11.5)	17.3	9.1	6.5
영업이익증가율	(3.0)	(12.0)	18.8	9.6	6.7
(지배주주)순익증가율	(5.4)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
EPS증가율	(5.5)	(22.5)	29.6	9.9	6.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	59.1	58.9	59.0	59.2	59.4
EBITDA이익률	34.0	31.4	33.2	33.1	33.2
영업이익률	30.6	28.1	30.0	30.1	30.3
계속사업이익률	24.9	20.1	23.6	23.6	23.6

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,476	6,567	8,511	9,351	9,916
BPS	59,000	61,237	66,070	71,742	77,980
CFPS	12,289	10,874	12,600	13,673	14,522
EBITDAPS	11,560	10,236	12,006	13,099	13,948
SPS	33,995	32,569	36,192	39,603	41,979
DPS	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400
<b>주가지표(배)</b>					
PER	13.6	15.5	12.1	11.0	10.4
PBR	2.0	1.7	1.6	1.4	1.3
PCFR	9.4	9.3	8.2	7.5	7.1
EV/EBITDA	8.4	9.0	7.4	6.6	6.0
PSR	3.4	3.1	2.8	2.6	2.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	15.7	11.4	13.9	14.1	13.7
ROA	11.8	9.0	11.1	11.2	11.0
ROIC	29.4	17.4	18.8	19.3	19.4
부채비율	27.5	24.9	24.9	24.6	23.7
순부채비율	(32.4)	(16.0)	(22.0)	(23.4)	(26.5)
이자보상배율(배)	166.3	180.4	238.4	264.1	281.7

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

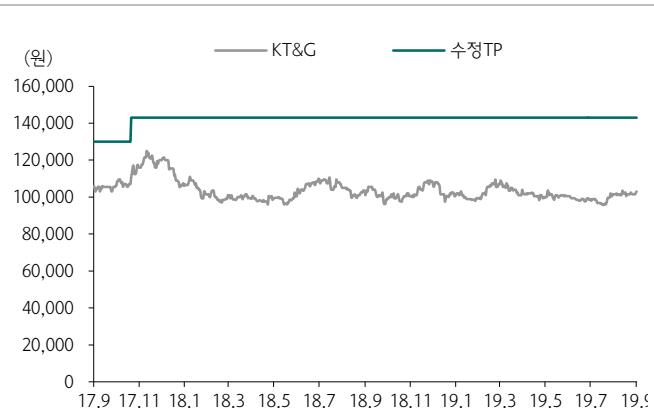
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>6,585.7</b>	<b>6,413.4</b>	<b>7,580.7</b>	<b>8,401.2</b>	<b>9,274.0</b>
금융자산	2,814.8	1,535.8	2,161.2	2,471.2	2,988.5
현금성자산	715.1	933.0	1,491.2	1,738.1	2,211.5
매출채권 등	1,106.2	958.9	1,065.5	1,165.9	1,235.9
재고자산	2,317.8	2,461.3	2,735.0	2,992.8	3,172.4
기타유동자산	346.9	1,457.4	1,619.0	1,771.3	1,877.2
<b>비유동자산</b>	<b>3,395.7</b>	<b>3,741.7</b>	<b>3,412.0</b>	<b>3,536.9</b>	<b>3,637.7</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>9,981.4</b>	<b>10,155.1</b>	<b>10,992.8</b>	<b>11,938.1</b>	<b>12,911.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,816.4</b>	<b>1,640.7</b>	<b>1,780.9</b>	<b>1,917.5</b>	<b>2,012.7</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>335.2</b>	<b>381.3</b>	<b>412.9</b>	<b>442.7</b>	<b>463.5</b>
금융부채	100.6	96.9	96.9	96.9	96.9
기타비유동부채	234.6	284.4	316.0	345.8	366.6
<b>부채총계</b>	<b>2,151.6</b>	<b>2,022.0</b>	<b>2,193.8</b>	<b>2,360.3</b>	<b>2,476.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>7,772.1</b>	<b>8,079.3</b>	<b>8,742.7</b>	<b>9,521.5</b>	<b>10,377.9</b>
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	7,772.4	8,551.2	9,407.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>57.7</b>	<b>53.8</b>	<b>56.3</b>	<b>56.3</b>	<b>57.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>7,829.8</b>	<b>8,133.1</b>	<b>8,799.0</b>	<b>9,577.8</b>	<b>10,435.5</b>
순금융부채	(2,535.8)	(1,303.6)	(1,933.9)	(2,243.9)	(2,761.1)

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,143.1</b>	<b>822.1</b>	<b>932.9</b>	<b>1,070.4</b>	<b>1,257.3</b>
당기순이익	1,164.2	898.7	1,170.9	1,283.9	1,362.7
조정	128.1	254.1	127.3	130.5	134.2
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	(30.1)	(34.0)	(37.3)
영업활동 자산부채 변동	(149.2)	(330.7)	(365.3)	(344.0)	(239.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(683.0)</b>	<b>(46.3)</b>	<b>141.7</b>	<b>(312.3)</b>	<b>(272.8)</b>
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	(30.6)	(22.9)	(0.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(438.6)</b>	<b>(549.8)</b>	<b>(516.3)</b>	<b>(511.2)</b>	<b>(511.2)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>24.7</b>	<b>217.9</b>	<b>558.3</b>	<b>246.9</b>	<b>473.3</b>
Unlevered CFO	1,687.2	1,493.0	1,729.9	1,877.3	1,993.8
Free Cash Flow	824.8	428.2	726.9	858.2	1,038.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### KT&G



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.11.7	BUY	143,000		
17.9.22	BUY	130,000	-18.42%	-15.77%
17.8.28	BUY	120,000	-9.51%	-3.33%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	89.0%	10.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 9월 17일

## 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 09월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 09월 18일 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.