

KT&G (033780)

4Q19 Re: 시장 기대 하회

4Q19 Re: 수출 감소로 담배 수익성 저하

연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 2,007억원(YoY +8.9%), 2,518억원(YoY -4.6%) 시현해 시장 기대치를 하회했다. 연결 영업이익은 시장 컨센서스 대비 약 500억원 하회했는데, ① 담배 수출 물량 감소(YoY -24.0%)에 따른 마진 저하, ② 인삼공사의 판관비 지출 증가에 기인한다.

① 국내는 좋았다. 4분기 국내 담배(궐련+궐련형 전자담배) 총 수요는 YoY 1.9% 증가한 것으로 추산된다. 궐련은 YoY 0.3% 증가했다. 궐련형 전자담배도 QoQ 증가한 것으로 추정된다. ② KT&G 국내 점유율은 64.1%(YoY +2.2%p, QoQ +0.2%p up)를 기록했다. 최근 출시한 신제품 판매 호조로 점유율은 지속적인 상승세를 보여주고 있다. 궐련형 전자담배(릴 하이브리드 및 '릴 팻') 판매량은 5억 개비로 추산된다. 국내 담배 매출 내 궐련형 전자담배(디바이스 포함) 매출 비중은 12%로 추정된다. ③ 수출 담배 매출액(미국 제외)은 중동 수출 회복이 더 더지면서 YoY -22.6% 감소했다. 물량은 신시장 판매 YoY 7.3% 증가했다. 물량 기준은 YoY -24.0% 감소했다. ④ 해외 담배 법인 매출액은 미국 판매 호조 기인해 YoY 22.4% 증가했다. ⑤ KGC 매출액은 이른 설날 기인해 YoY 14% 증가했으나 프로모션 등 판촉 비용 증가 기인해 영업적자 91억원을 기록했다.

2020년 KT&G 별도 영업이익 1조 1,573억원 제시

올해 연간 가이드언스로 KT&G 별도 매출액 3조 2,692억원, 영업이익 1조 1,573억원 제시했다. KGC는 별도 매출액 1조 4,700억원, 영업이익 2,080억원 제시했다. 상기 감안시 연결 영업이익은 1조 4천억원 내외로 판단한다. 담배 수출 물량 성장에 따른 담배 수익성 회복이 당면 과제로 판단된다. 국내는 궐련 점유율 상승세와 궐련형 전자담배 수익성 개선의 긍정적 흐름이 이어질 것으로 판단한다.

단기 주가 바닥은 8.8만원 전망

최근 주가 하락은 펀더멘탈 보다는 ESG 투자 강화에 따른 부정적 수급 영향이 더 크다고 판단된다. 단기 주가는 19년 주당 배당금(4,400원 공시) 감안시 8.8만원에서 바닥을 형성할 것으로 전망한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 143,000원 | CP(2월 13일): 92,200원

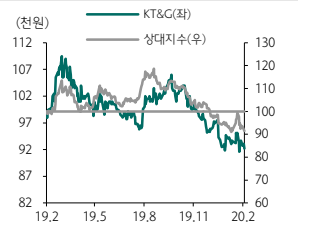
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,232.96
52주 최고/최저(원)	109,500/91,600
시가총액(십억원)	12,658.4
시가총액비중(%)	1.05
발행주식수(천주)	137,292.5
60일 평균 거래량(천주)	501.1
60일 평균 거래대금(십억원)	47.7
19년 배당금(예상, 원)	4,400
19년 배당수익률(예상, %)	4.69
외국인지분율(%)	46.53
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	11.21
중소기업은행	6.93
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.0) (9.6) (7.0)
상대	(2.2) (22.0) (8.3)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,950.4	5,353.5
영업이익(십억원)	1,434.4	1,566.4
순이익(십억원)	1,148.0	1,177.2
EPS(원)	8,243	8,563
BPS(원)	68,550	73,195

Stock Price



Financial Data

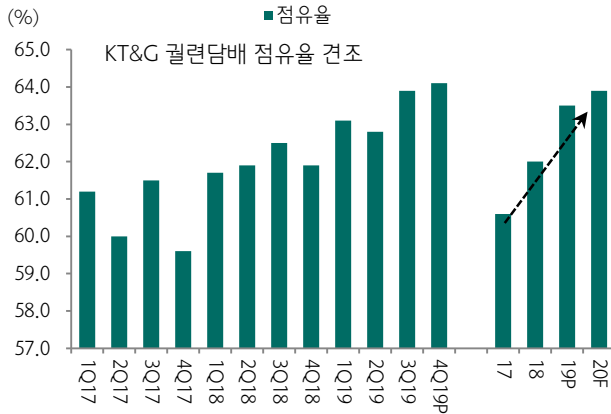
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	4,667.2	4,471.5	4,965.7	5,391.1	5,568.7
영업이익	십억원	1,426.1	1,255.1	1,381.5	1,497.1	1,663.5
세전이익	십억원	1,345.6	1,318.7	1,462.3	1,578.1	1,747.4
순이익	십억원	1,163.8	901.7	1,033.0	1,100.3	1,227.0
EPS	원	8,476	6,567	7,524	8,014	8,937
증감율	%	(5.5)	(22.5)	14.6	6.5	11.5
PER	배	13.63	15.46	12.47	11.50	10.32
PBR	배	1.96	1.66	1.44	1.33	1.23
EV/EBITDA	배	8.43	9.03	7.23	6.47	5.58
ROE	%	15.71	11.38	12.38	12.36	12.83
BPS	원	59,000	61,237	65,083	69,409	74,658
DPS	원	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

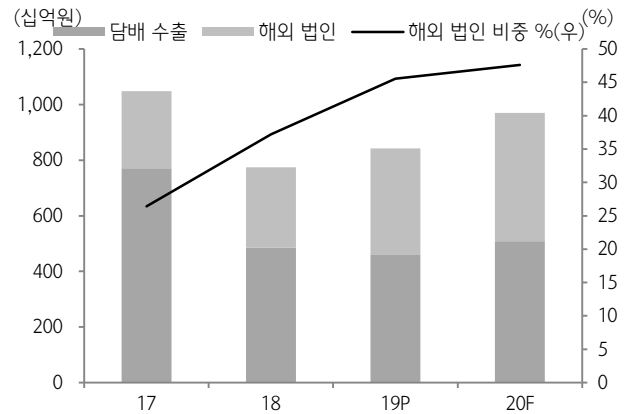
RA 권중하
02-3771-3126
shkon1215@hanafn.com

그림 1. 쉐련담배 점유율 64.1% 시현



자료: 하나금융투자

그림 2. 해외 법인 건조한 매출 성장세 지속



자료: 하나금융투자

표 1. KT&G 2020년 가이던스 제시

(단위: 십억원)

항목	하나금융 추정치		가이던스	과리율 %
	별도(A)	KGC(B)	합산(A+B)	
매출액	3,188.3	1,521.0	4,709.3	
			4,739.2	-0.6%
연결 매출	5,408.6			
영업이익	1,219.0	229.0	1,448.0	
			1,365.3	6.1%
연결 이익	1,497.1			

기타: 합산(A+B)과 연결 실적 간 괴리는 연결 자회사 기인

자료: 하나금융투자

표 2. 4Q19 Re

(단위: 십억원)

	4Q19P	4Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	1,200.7	1,101.7	9.0	1,195.3	0.4
영업이익	251.8	263.9	(4.6)	298.3	(15.6)
세전이익	179.0	222.8	(19.6)	303.8	(41.1)
(지배)순이익	116.2	127.3	(8.7)	215.5	(46.1)
OPM %	21.0	24.0		25.0	
NPM %	9.7	11.6		18.0	

자료: 하나금융투자

표 3. KT&G 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F
매출액	1,185.0	1,257.8	1,322.2	1,200.7	1,318.4	1,325.8	1,447.2	1,299.6	4,470.8	4,965.7	5,391.1
①KT&G	658.7	812.6	723.4	747.9	729.2	830.8	821.6	806.8	2,624.5	2,942.6	3,188.3
-내수	447.6	485.7	504.7	459.6	429.8	490.6	534.5	505.0	1,837.8	1,898.3	1,968.3
-수출	117.1	160.9	90.2	90.6	129.4	170.2	97.0	111.8	536.6	535.3	588.4
-부동산 등	94.0	166.0	128.5	197.7	170.0	170.0	190.0	190.0	250.1	509.0	631.6
②KGC	398.7	306.3	426.6	272.1	450.5	336.9	447.9	285.7	1,328.2	1,403.7	1,521.1
③종속회사	127.6	138.9	172.2	180.7	138.7	158.1	177.8	207.2	518.1	619.4	681.8
-해외담배	65.6	90.1	114.8	114.3	78.7	108.1	137.8	137.2	288.2	384.8	461.8
-기타	62.0	48.8	57.4	66.4	60.0	50.0	40.0	70.0	229.9	234.6	220.0
YoY	11.0%	12.3%	11.8%	9.0%	11.3%	5.4%	9.5%	8.2%	-4.2%	11.1%	8.6%
①KT&G	15.1%	15.2%	9.0%	9.5%	10.7%	2.2%	13.6%	7.9%	-12.5%	12.1%	8.3%
②KGC	1.3%	5.0%	5.5%	14.0%	13.0%	10.0%	5.0%	5.0%	10.7%	5.7%	8.4%
③종속회사	25.2%	13.4%	51.7%	0.3%	8.7%	13.8%	3.2%	14.7%	10.9%	19.5%	10.1%
영업이익	348.2	399.1	382.5	251.8	372.0	378.0	426.8	320.3	1,255.1	1,381.5	1,497.1
①KT&G	252.7	339.9	284.9	269.8	261.2	314.8	323.7	319.3	1,004.4	1,147.3	1,219.0
②KGC	91.2	43.7	80.1	(9.1)	105.9	47.2	85.1	(9.0)	204.8	205.9	229.2
③종속회사	4.3	15.5	17.5	-8.9	5.0	16.0	18.0	10.0	45.9	28.3	49.0
YoY	11.8%	23.6%	7.2%	-4.6%	6.9%	-5.3%	11.6%	27.2%	-12.0%	10.1%	8.4%
①KT&G	18.5%	23.3%	3.5%	12.4%	3.3%	-7.4%	13.6%	18.3%	-19.3%	14.2%	6.2%
②KGC	-0.8%	7.6%	-2.3%	-6.2%	16.1%	7.9%	6.3%	-1.1%	10.5%	0.5%	11.3%
③종속회사	-30.7%	131.9%	TB	TR	17.2%	3.5%	3.1%	TB	TB	-38.3%	73.0%
OPM	29.4%	31.7%	28.9%	21.0%	28.2%	28.5%	29.5%	24.6%	28.1%	27.8%	27.8%
①KT&G	38.4%	41.8%	39.4%	36.1%	35.8%	37.9%	39.4%	39.6%	38.3%	39.0%	38.2%
②KGC	22.9%	14.3%	18.8%	-3.3%	23.5%	14.0%	19.0%	-3.2%	15.4%	14.7%	15.1%
③종속회사	3.3%	11.1%	10.1%	-4.9%	3.6%	10.1%	10.1%	4.8%	8.9%	4.6%	7.2%
세전이익	387.7	445.2	450.3	179.0	402.3	398.2	442.1	335.6	1,318.7	1,462.3	1,578.1
YoY	7.8%	17.6%	25.9%	-19.6%	3.8%	-10.6%	-1.8%	87.4%	-2.0%	10.9%	7.9%
(지배)순이익	273.0	322.8	320.8	116.2	278.8	283.8	315.1	222.6	901.7	1,032.9	1,100.3
YoY	9.7%	21.1%	23.9%	-8.7%	2.1%	-12.1%	-1.8%	91.5%	-22.5%	14.6%	6.5%
NPM	23.0%	25.7%	24.3%	9.7%	21.1%	21.4%	21.8%	17.1%	20.2%	20.8%	20.4%

자료: 하나금융투자

4Q19 실적발표 Q&A 요약

1. 필립모리스 수출 제휴 관련 설명

- 필립모리스와의 비밀유지 계약으로 인해 매출, 물량 등 자세한 사항 말할 수가 없음
- 통상적으로 해외 진출 시행하면 5~10년동안 수익 창출이 어려움
- 하지만 필립모리스가 수천억원의 마케팅 비용을 지불할 것이며 KT&G는 진출 첫 해부터 수익을 가져오는 구조
- 필립모리스는 글로벌 160개 이상의 법인을 가지고 있어 KT&G와 비교해 글로벌 역량이 강함
- 필립모리스와 KT&G의 포트폴리오 장점이 결합되어 윈윈할 수 있는 구조라 생각함

2. 신종 코로나바이러스 영향

- 담배 부문 1~2개월 사이의 단기간 종료일 경우 연간으로 영향이 없을 것이며 장기화되면 연간 전체 총수익의 1~2% 수준에서 영향이 있을 듯
- KT&G의 주 고객층인 중장년층이 바이러스에 민감하게 반응하기에 M/S측면에서 불리하게 작용할 수 있음
- 비담배 부문 국내는 면세점 전년 대비 40% 정도 감소하는 경향이 있음
- 국내 온라인, 홈쇼핑 부분 전년 대비 성장하고 있으며 신규 고객 유입과 관심 많아짐, 국내는 시간 흐를수록 좋을 수 있음
- 인삼공사 글로벌 주 매출권역이 중화권이지만 중화권 물류 통제로 인해 실적 떨어질 가능성 있음, 상반기까지 영향 예상

3. 인삼공사 적자 및 영업이익을 감소 이유

- 인삼공사 원료 조달 관련 구매 4분기에 집중하여 집행함
- 이른 설 대비한 사전 마케팅 비용이 12월에 집중되었으며 12월 1일 창립 120주년 기념일 관련 광고 비용 추가 지출
- 영업이익을 저하는 비홍삼 사업에 대한 비용 지출 상승에 의한 전략의 일환
- 영업이익을 14~15% 사이를 유지하며 이익 부분을 비홍삼, 화장품 등 성장산업에 투입할 예정

4. 글로벌 담배 사업

- 중동 제외한 신시장 수출과 해외법인 2020년 15% 성장할 것으로 전망
- 중동 수출 물량 2년간 좋지 않았기에 2020년에도 이를 반영해 보수적으로 추정하고 있음
- 신시장 저변 확대하고 해외법인 마케팅 및 현지 유통 커버리지 확대하여 목표 달성할 계획
- 해외 매출액 중 60%가 국내 수출, 40%가 해외 법인 추정

5. 주가방어 측면에서의 주주환원정책 및 ESG 관련 검토

- ESG 운영 질적 성장할 예정이며 비담배 사업 비중 커지기 때문에 이를 감안하면 해외주주들도 문제삼지 않으리라 예상
- 현재 배당성향 약 56% 수준이며 앞으로도 적정 수준에 따른 주주환원정책 계속 시행할 예정

6. 전자담배 시장 성장 둔화 대응 및 전망/ 전자담배 스톡 마진을 및 전망

- 2019년 전자담배 시장 연초엔 15%의 시장점유율 가지다가 12~13% 사이에서 정체됨
- 정부의 액상 전자담배 판매 중단권고 이후 시장이 둔화한 것으로 판단
- 액상 담배 시장 작아지면서 15% 정도는 아니지만 현재보다는 2020년에 더욱 성장하는 한 해가 될 것으로 전망
- 전자담배 초창기에는 마진이 낮았지만 현재는 필연 담배보다 마진이 높다고 말할 수 있을 정도
- 원가는 높지만 세계 혜택이 있으며 설비투자한 부분들이 향후 반영되며 생산 효율이 좋아져 마진을 현재보다 좋아질 전망

7. 기타비용 관련 설명

- 해외 인니법인 세금 인상 이슈로 인해 매출 저하 및 이익 저하
- 자회사 코스모코스 적자폭 증가, 작년 대비해서 적자폭 3~40억원 증가함

추정 재무제표

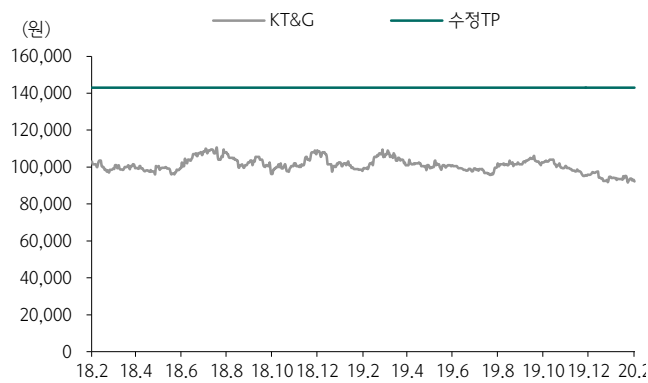
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	4,667.2	4,471.5	4,965.7	5,391.1	5,568.7
매출원가	1,908.9	1,836.0	2,035.9	2,199.6	2,260.9
매출총이익	2,758.3	2,635.5	2,929.8	3,191.5	3,307.8
판매비	1,332.2	1,380.4	1,548.2	1,694.4	1,644.3
영업이익	1,426.1	1,255.1	1,381.5	1,497.1	1,663.5
금융손익	41.5	84.6	41.0	31.2	33.9
종속/관계기업손익	5.7	9.3	0.0	49.8	50.0
기타영업외손익	(127.7)	(30.3)	39.7	0.0	0.0
세전이익	1,345.6	1,318.7	1,462.3	1,578.1	1,747.4
법인세	181.4	420.0	427.2	476.8	519.2
계속사업이익	1,164.2	898.7	1,035.1	1,101.4	1,228.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,164.2	898.7	1,035.1	1,101.4	1,228.2
비지배주주지분 손익	0.5	(3.0)	2.1	1.1	1.2
지배주주순이익	1,163.8	901.7	1,033.0	1,100.3	1,227.0
지배주주지분포괄이익	1,207.7	857.9	1,039.9	1,106.4	1,233.9
NOPAT	1,233.8	855.3	977.9	1,044.8	1,169.2
EBITDA	1,587.2	1,405.3	1,538.9	1,661.6	1,835.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.6	(4.2)	11.1	8.6	3.3
NOPAT증가율	8.7	(30.7)	14.3	6.8	11.9
EBITDA증가율	(2.5)	(11.5)	9.5	8.0	10.4
영업이익증가율	(3.0)	(12.0)	10.1	8.4	11.1
(지배주주)순이익증가율	(5.4)	(22.5)	14.6	6.5	11.5
EPS증가율	(5.5)	(22.5)	14.6	6.5	11.5
수익성(%)					
매출총이익률	59.1	58.9	59.0	59.2	59.4
EBITDA이익률	34.0	31.4	31.0	30.8	33.0
영업이익률	30.6	28.1	27.8	27.8	29.9
계속사업이익률	24.9	20.1	20.8	20.4	22.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,476	6,567	7,524	8,014	8,937
BPS	59,000	61,237	65,083	69,409	74,658
CFPS	12,289	10,874	11,581	12,457	13,721
EBITDAPS	11,560	10,236	11,209	12,103	13,366
SPS	33,995	32,569	36,169	39,267	40,561
DPS	4,000	4,000	4,400	4,400	4,400
주기지표(배)					
PER	13.6	15.5	12.5	11.5	10.3
PBR	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
PCFR	9.4	9.3	8.1	7.4	6.7
EV/EBITDA	8.4	9.0	7.2	6.5	5.6
PSR	3.4	3.1	2.6	2.3	2.3
재무비율(%)					
ROE	15.7	11.4	12.4	12.4	12.8
ROA	11.8	9.0	9.8	9.8	10.2
ROIC	29.4	17.4	16.9	16.8	18.0
부채비율	27.5	24.9	25.3	25.3	24.1
순부채비율	(32.4)	(16.0)	(20.8)	(21.2)	(24.9)
이자보상배율(배)	166.3	180.4	220.9	242.0	268.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,585.7	6,413.4	7,444.3	8,072.8	8,781.5
금융자산	2,814.8	1,535.8	2,028.2	2,193.0	2,708.3
현금성자산	715.1	933.0	1,358.7	1,466.2	1,957.5
매출채권 등	1,106.2	958.9	1,064.8	1,156.1	1,194.1
재고자산	2,317.8	2,461.3	2,733.3	2,967.5	3,065.2
기타유동자산	346.9	1,457.4	1,618.0	1,756.2	1,813.9
비유동자산	3,395.7	3,741.7	3,411.5	3,529.3	3,605.6
투자자산	1,076.3	1,197.2	818.4	888.5	917.7
금융자산	1,025.2	652.9	725.1	787.2	813.1
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	10,855.8	11,602.1	12,387.1
유동부채	1,816.4	1,640.7	1,779.9	1,904.1	1,955.9
금융부채	178.4	135.4	130.4	130.5	130.5
매입채무 등	1,445.2	1,117.9	1,241.5	1,347.8	1,392.2
기타유동부채	192.8	387.4	408.0	425.8	433.2
비유동부채	335.2	381.3	412.7	439.8	451.1
금융부채	100.6	96.9	96.9	96.9	96.9
기타비유동부채	234.6	284.4	315.8	342.9	354.2
부채총계	2,151.6	2,022.0	2,192.7	2,343.9	2,407.0
지배주주지분	7,772.1	8,079.3	8,607.2	9,201.2	9,921.8
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	7,636.9	8,230.8	8,951.5
비지배주주지분	57.7	53.8	55.9	57.0	58.3
자본총계	7,829.8	8,133.1	8,663.1	9,258.2	9,980.1
순금융부채	(2,535.8)	(1,303.6)	(1,800.9)	(1,965.7)	(2,480.9)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,143.1	822.1	799.9	921.0	1,234.2
당기순이익	1,164.2	898.7	1,035.1	1,101.4	1,228.2
조정	128.1	254.1	127.8	132.1	136.4
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	(29.6)	(32.4)	(35.1)
영업활동 자산부채 변동	(149.2)	(330.7)	(363.0)	(312.5)	(130.4)
투자활동 현금흐름	(683.0)	(46.3)	142.1	(301.1)	(230.5)
투자자산감소(증가)	(86.1)	(110.6)	378.8	(70.1)	(29.3)
유형자산감소(증가)	(314.0)	(366.5)	(206.0)	(212.2)	(218.5)
기타	(282.9)	430.8	(30.7)	(18.8)	17.3
재무활동 현금흐름	(438.6)	(549.8)	(516.3)	(512.5)	(512.5)
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)	(6.2)	(6.2)
배당지급	(454.6)	(505.1)	(505.1)	(506.3)	(506.3)
현금의 증감	24.7	217.9	425.7	107.5	491.3
Unlevered CFO	1,687.2	1,493.0	1,590.0	1,710.3	1,883.8
Free Cash Flow	824.8	428.2	593.9	708.9	1,015.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.3.18	BUY	143,000		
17.11.6	BUY	130,000	-15.18%	-3.85%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 02월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 02월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.