

SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

Company Data

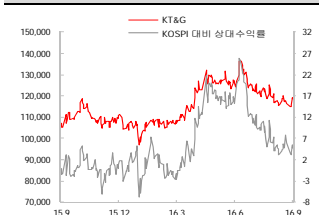
자본금	9,550 억원
발행주식수	13,729 만주
자사주	1,139 만주
액면가	5,000 원
시가총액	162,692 억원
주요주주	
First Eagle Investment Management, LLC	5.03%

외국인지분률	55.30%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(16/09/23)	118,500 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	0.30
52주 최고가	137,000 원
52주 최저가	97,000 원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.1%	-2.3%
6개월	10.8%	7.6%
12개월	10.8%	4.8%

KT&G (033780/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(유지))

담배가격, 여전히 싸다

지난해 1 월 큰 폭의 가격인상에도 불구하고 국내 담배가격은 해외 국가들에 비해 여전히 싼 것으로 나타났다. 담배는 장기적으로 선진국 수준으로 가격이 인상되기까지 소비자 저항이 크지 않을 가능성이 높아 장기투자 메리트가 크다. 3Q16 실적 호조가 예상되고, 수출담배 및 홍삼매출도 빠르게 성장하고 있어 긍정적이다. 배당 또한 동사의 시가배당률이 3%에 달해 주가의 하방경직성도 확보하고 있는 것으로 판단된다.

담배가격, 여전히 싼 수준

담배는 지난해 1 월 2,500 원에서 4,500 원으로 가격이 크게 인상되었다. 그 결과 1Q15 담배 시장이 yoy 35.1% 감소하는 등 소비가 크게 위축되었다. 하지만 2Q16 현재 국내 담배 시장은 194.1 억본으로 수요가 가격인상 전의 90% 수준까지 회복된 상태다. 중독성이 강한 제품이라는 점을 감안하더라도 수요 회복 속도는 상당히 빠른 편이라고 생각된다. 가격 인상으로 일시 수요충격은 있었으나 소비자들은 담배가격 4,500 원을 여전히 싸다고 인식하는 것으로 보인다. 실제로 국내 담배가격(4,500 원)은 미국(7,242 원, 영국(12,930 원), 프랑스(8,679 원) 등에 비해 저렴하고, 인당소득을 감안한 상대가격 또한 한국(100)이 영국(178.2), 프랑스(144.2), 독일(102.8) 등에 비해 저렴한 것으로 나타났다.

3Q16 실적도 컨센서스 상회 전망

3Q16 연결 실적은 매출 12,004 억원(+5.8% yoy), 영업이익은 4,016 억원(+8.4% yoy)으로 컨센서스를 상회하는 호실적이 전망된다. 3Q 내수담배 시장 규모는 약 203 억본으로 전년대 유사할 것으로 예상되며, KT&G는 121 억본을 판매해 M/S 59.5%를 기록할 것으로 추정된다. 수출 담배 또한 신흥시장의 물량 성장에 힘입어 yoy 7.3% 성장할 것으로 전망된다. 홍삼 또한 추석 선물세트 판매 증가로 내수 판매가 yoy 15.3% 성장하며 판매량 증가세가 이어질 것으로 예상된다. 김영란법 시행으로 수요 감소에 대한 우려가 있었으나 자가 소비 수요가 늘고 있어 큰 영향은 없을 것으로 보인다.

영업실적 및 투자지표

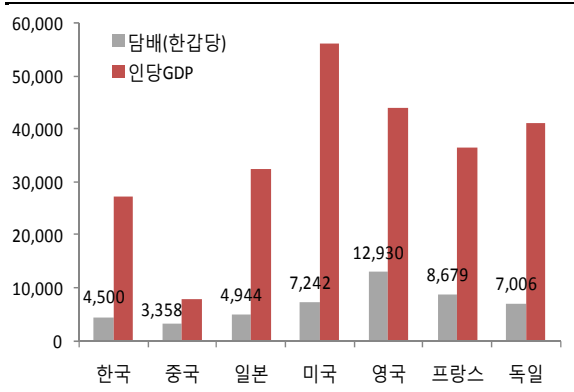
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	38,217	41,129	41,698	44,940	48,263	50,326
yoy	%	-4.1	7.6	1.4	7.8	7.4	4.3
영업이익	억원	10,133	11,719	13,659	14,845	16,579	16,904
yoy	%	-2.2	15.6	16.6	8.7	11.7	2.0
EBITDA	억원	11,907	13,339	15,278	16,457	18,265	18,463
세전이익	억원	8,819	11,579	14,144	15,597	17,303	17,780
순이익(지배주주)	억원	5,707	8,256	10,357	11,446	12,650	12,998
영업이익률%	%	26.5	28.5	32.8	33.0	34.4	33.6
EBITDA%	%	31.2	32.4	36.6	36.6	37.8	36.7
순이익률	%	14.6	19.8	24.8	25.4	26.2	25.8
EPS	원	4,157	6,013	7,544	8,337	9,214	9,468
PER	배	17.9	12.7	13.9	14.2	12.9	12.5
PBR	배	1.9	1.9	2.3	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	8.1	7.4	8.6	9.2	8.0	7.6
ROE	%	11.0	15.1	17.5	17.4	17.2	15.9
순차입금	억원	-8,230	-8,134	-13,651	-13,741	-17,592	-24,867
부채비율	%	31.9	30.0	38.2	39.9	38.2	35.7

장기적으로 담배가격 인상 가능. 수출 증가 및 높은 배당도 장점

담배가격 인상 이후 채 2년이 지나지 않아 내년 담배가격의 추가 인상 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 하지만 해외 주요 국가들과 비교해 국내 담배 가격은 여전히 싸다. 담배는 장기적 관점에서 선진국 수준으로 가격이 인상되기 전까지는 소비자의 저항이 크지 않을 가능성이 높아 장기투자 관점에서 큰 메리트를 보유하고 있다. 국내 외에 해외시장 성장도 기대된다. 동사는 국내 뿐만 아니라 중동, 남미 등 신흥국 수출 비중이 높다. 물량 기준으로 보면 해외 수출 물량이 국내 물량의 90%를 상회한다. 게다가 수출담배 ASP는 약 380 원으로 국내 ASP 810 원에 비해 단가가 절반 수준에 불과해 향후 수출물량 증가 및 ASP 상승까지 기대할 수 있을 전망이다. 동사의 높은 배당 또한 장점이다. 2015년 동사의 배당은 3,400 원이었고, 이익 성장과 함께 배당 또한 증액될 가능성이 있다. 보수적으로 올해 배당을 3,400 원으로 가정하더라도 동사의 시가배당률이 약 3%에 달해 주가의 하방경직성을 확보한 것으로 판단된다.

주요국가별 담배가격 및 인당 GDP 현황

(단위: 원 %)

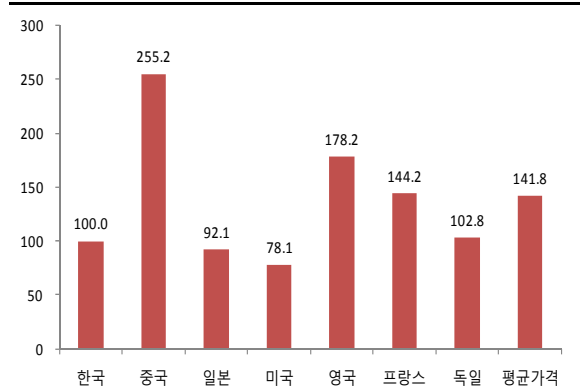


자료: 각국 통계청, 물가협회, 언론자료 취합

주: 환율은 2016년 8월말 기준

주요 국가별 담배 상대가격 현황

(단위: 한국=100)

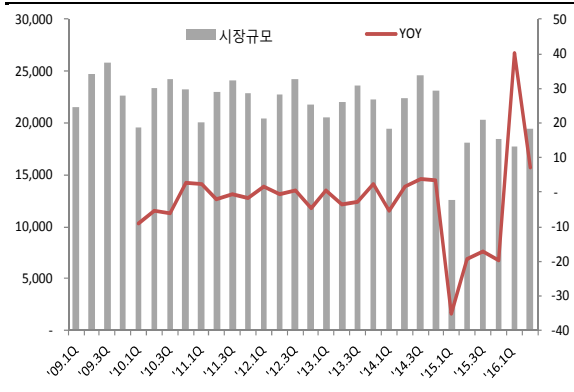


자료: 각국 통계청, 물가협회, 언론자료 취합

주: 한국의 가격을 100으로 해 상대가격 산출

국내 담배시장 규모 및 YoY 추이

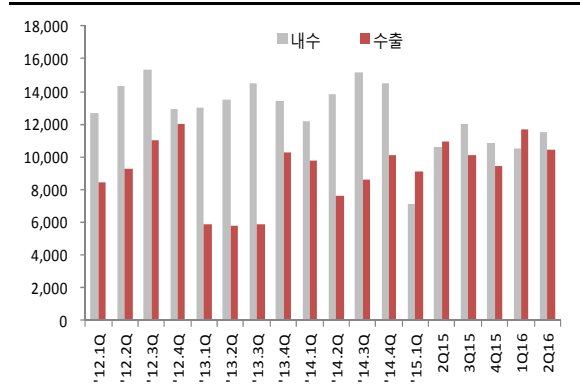
(단위: 백만본, %)



자료: KT&G

내수, 수출담배 판매량 추이

(단위: 백만본)

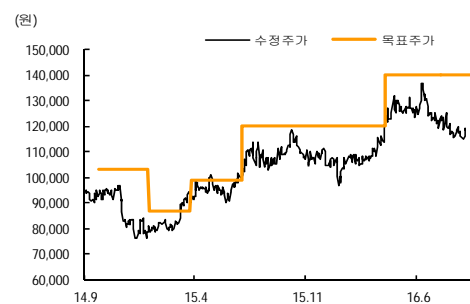


자료: KT&G

대차대조표

손익계산서

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.20	매수	140,000원
	2016.07.22	매수	140,000원
	2016.04.22	매수	140,000원
	2016.01.22	매수	120,000원
	2015.10.23	매수	120,000원
	2015.10.05	매수	120,000원
	2015.07.23	매수	120,000원
	2015.07.07	중립	99,000원
	2015.04.14	중립	99,000원
	2015.01.23	중립	87,000원
	2014.10.20	매수	103,000원



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 20 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	44,086	55,709	65,926	74,217	83,948
현금및현금성자산	4,164	5,462	6,284	10,135	17,410
매출채권및기타채권	9,757	11,590	14,899	16,220	16,947
재고자산	19,825	21,191	27,242	29,658	30,986
비유동자산	30,101	31,025	31,807	33,657	33,563
장기금융자산	6,518	8,212	8,527	8,527	8,527
유형자산	17,534	17,898	16,902	17,287	15,799
무형자산	1,549	1,054	1,048	1,043	1,038
자산총계	74,187	86,734	97,733	107,874	117,512
유동부채	11,246	18,717	22,368	24,234	25,261
단기금융부채	1,431	2,340	1,315	1,315	1,315
매입채무 및 기타채무	1,891	1,939	2,493	2,714	2,835
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5,860	5,262	5,480	5,576	5,662
장기금융부채	1,378	1,022	1,110	1,110	1,110
장기매입채무 및 기타채무	50	64	139	213	288
장기충당부채	29	28	36	39	40
부채총계	17,106	23,979	27,848	29,810	30,922
지배주주지분	56,306	62,089	69,250	77,460	86,019
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
자본잉여금	4,875	4,847	4,951	4,951	4,951
기타자본구성요소	-3,391	-3,371	-3,318	-3,318	-3,318
자기주식	-3,391	-3,371	-3,318	-3,318	-3,318
이익잉여금	46,223	52,318	59,479	67,848	76,566
비지배주주지분	775	666	635	603	571
자본총계	57,081	62,755	69,885	78,063	86,590
부채외자본총계	74,187	86,734	97,733	107,874	117,512

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	7,652	12,592	5,919	10,877	12,148
당기순이익(손실)	8,138	10,322	11,427	12,631	12,979
비현금성항목등	5,611	5,406	5,374	5,634	5,483
유형자산감가상각비	1,494	1,511	1,541	1,615	1,488
무형자산감가상각비	126	108	71	71	70
기타	739	309	-78	-96	-96
운전자본감소(증가)	-3,158	128	-6,541	-2,813	-1,610
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-714	-1,857	-3,164	-1,321	-726
재고자산감소(증가)	-656	-1,460	-6,069	-2,416	-1,328
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-720	881	644	221	121
기타	-1,068	2,564	2,048	703	322
법인세납부	-2,939	-3,264	-4,342	-4,575	-4,704
투자활동현금흐름	-3,429	-7,476	170	-2,741	-589
금융자산감소(증가)	-87	-5,416	-388	0	0
유형자산감소(증가)	-3,189	-1,999	-1,688	-2,000	0
무형자산감소(증가)	-19	-32	-65	-65	-65
기타	-134	-28	2,311	-676	-524
재무활동현금흐름	-3,538	-3,810	-5,283	-4,285	-4,285
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	508	560	-981	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-1	0	0
배당금의 지급	-4,029	-4,281	-4,283	-4,281	-4,281
기타	-17	-89	-17	-4	-4
현금의 증가(감소)	685	1,298	821	3,851	7,275
기초현금	3,479	4,164	5,462	6,284	10,135
기말현금	4,164	5,462	6,284	10,135	17,410
FCF	4,199	10,964	4,044	9,053	12,366

자료 : KT&G, SK증권 추정

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	41,129	41,698	44,940	48,263	50,326
매출원가	18,408	16,306	17,957	18,744	19,889
매출총이익	22,720	25,392	26,983	29,519	30,437
매출총이익률 (%)	55.2	60.9	60.0	61.2	60.5
판매비와관리비	11,002	11,733	12,138	12,940	13,533
영업이익	11,719	13,659	14,845	16,579	16,904
영업이익률 (%)	28.5	32.8	33.0	34.4	33.6
비영업손익	-140	485	752	724	876
순금융비용	-273	-256	-368	-448	-600
외환관련손익	162	373	180	180	180
관계기업투자등 관련손익	32	151	13	0	0
세전계속사업이익	11,579	14,144	15,597	17,303	17,780
세전계속사업이익률 (%)	28.2	33.9	34.7	35.9	35.3
계속사업법인세	3,441	3,822	4,170	4,672	4,801
계속사업이익	8,138	10,322	11,427	12,631	12,979
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	8,138	10,322	11,427	12,631	12,979
순이익률 (%)	19.8	24.8	25.4	26.2	25.8
지배주주	8,256	10,357	11,446	12,650	12,998
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.07	24.84	25.47	26.21	25.83
비지배주주	-118	-35	-19	-19	-19
총포괄이익	7,454	10,014	11,255	12,458	12,807
지배주주	7,585	10,071	11,287	12,491	12,839
비지배주주	-131	-57	-32	-32	-32
EBITDA	13,339	15,278	16,457	18,265	18,463

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.6	1.4	7.8	7.4	4.3
영업이익	15.6	16.6	8.7	11.7	2.0
세전계속사업이익	31.3	22.2	10.3	10.9	2.8
EBITDA	12.0	14.5	7.7	11.0	1.1
EPS(계속사업)	44.7	25.5	10.5	10.5	2.8
수익성 (%)					
ROE	15.1	17.5	17.4	17.2	15.9
ROA	11.2	12.8	12.4	12.3	11.5
EBITDA마진	32.4	36.6	36.6	37.8	36.7
안정성 (%)					
유동비율	392.0	297.6	294.7	306.3	332.3
부채비율	30.0	38.2	39.9	38.2	35.7
순차입금/자기자본	-14.3	-21.8	-19.7	-22.5	-28.7
EBITDA/이자비용(배)	121.8	161.1	211.2	232.9	235.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,013	7,544	8,337	9,214	9,468
BPS	41,012	45,224	50,440	56,420	62,654
CFPS	7,194	8,723	9,511	10,441	10,603
주당 현금배당금	3,400	3,400	3,400	3,400	3,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.3	15.7	16.4	14.9	14.5
PER(최저)	12.2	10.1	11.6	10.5	10.3
PBR(최고)	2.5	2.6	2.7	2.4	2.2
PBR(최저)	1.8	1.7	1.9	1.7	1.6
PCR	10.6	12.0	12.5	11.4	11.2
EV/EBITDA(최고)	10.3	9.9	10.7	9.4	8.9
EV/EBITDA(최저)	7.1	6.1	7.4	6.4	6.0