



BUY(Maintain)

목표주가: 144,000원

주가(4/14): 100,000원

시가총액: 137,293억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/14)		2,134.88pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,000원	95,500원
등락률	-27.01%	4.71%
수익률	절대	상대
1M	-2.0%	-2.0%
6M	-13.0%	-17.6%
1Y	-11.1%	-16.1%

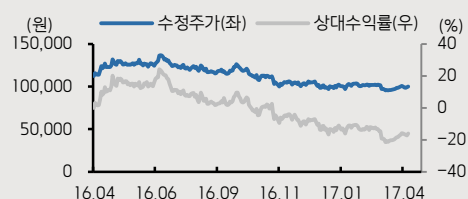
Company Data

발행주식수	137,292천주
일평균 거래량(3M)	399천주
외국인 지분율	53.44%
배당수익률(17E)	3.60%
BPS(17E)	56,732원
주요 주주	국민연금공단 8.59%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	41,698	45,033	46,980	48,969
보고영업이익	13,659	14,701	15,526	16,379
핵심영업이익	13,659	14,701	15,526	16,379
EBITDA	15,278	16,283	17,007	17,876
세전이익	14,144	15,878	16,344	17,198
순이익	10,322	12,260	11,931	12,554
지배주주지분순이익	10,357	12,313	11,931	12,554
EPS(원)	7,544	8,968	8,690	9,144
증감률(%YoY)	25.4	18.9	-3.1	5.2
PER(배)	13.9	11.3	11.5	10.9
PBR(배)	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	8.5	7.1	6.4	5.7
보고영업이익률(%)	32.8	32.6	33.0	33.4
핵심영업이익률(%)	32.8	32.6	33.0	33.4
ROE(%)	17.2	18.3	15.9	15.2
순부채비율(%)	-21.8	-31.8	-36.2	-40.3

Price Trend



실적 Preview

KT&G (033780)

실적 모멘텀 회복 기대



KT&G의 1Q17 연결기준 영업이익 추정치를 3,843억원으로 상향한다. 수출담배 역기저에 대한 우려가 있었으나, 3월 관세청 수출액이 예상 보다 호조를 보였기 때문이다. 2Q17부터 수출담배 실적의 역기저가 사라지면서, 실적 모멘텀도 회복될 것으로 판단된다. 수출담배의 P와 Q가 모두 증가하고 있고, 인삼공사의 에브리타임/화애락 등의 매출이 호조를 보이고 있어, 꾸준한 이익 성장이 가능할 것으로 전망된다.

>>> 1Q17 영업이익 추정치 3,843억원으로 상향

KT&G의 1Q17 연결기준 실적은 수출담배의 역기저로 우려가 있었으나, 3월 관세청 수출 데이터의 호조를 감안하여, 영업이익 추정치를 3,843억원으로 상향한다(관세청 YoY 수출 증가율(일본/호주 제외, 달러기준): 1월 -21%, 2월 -15%, 3월 +31%). 내수담배는 경고그림 우려에도 불구하고, 점유율 상승으로 인해, 판매량 역성장 폭이 크지 않을 것으로 판단된다. 자회사 인삼공사는 에브리타임/화애락 등의 제품이 지속적으로 호조를 보이고 있어, 두 자릿수 매출 성장률이 가능할 것으로 기대된다.

>>> 2Q17부터 실적 모멘텀 강해질 것으로 예상

2Q17부터 수출담배 실적의 역기저가 사라지면서, 실적 모멘텀이 회복될 것으로 기대된다. 수출 계약 단가 상승과 지속적인 판매량 성장이 담배 부문의 이익 성장을 견인할 것으로 판단된다. 또한, 인삼공사는 제품 구매층 다양화로 인해, 에브리타임/화애락 등의 매출이 호조를 보이고 있어, 올해 내내 견조한 성장세가 기대된다. 특히, 지난 2년간 인삼공사의 고정비성 판관비가 많이 늘어났기 때문에, 견조한 매출 성장률이 유지된다면, 영업이익률도 기대치가 상향될 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원 유지

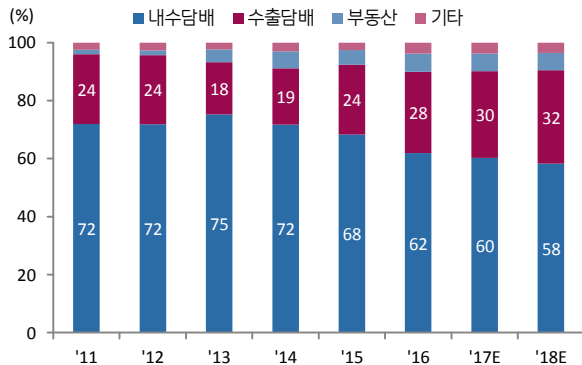
KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원을 유지한다. 전자담배 관련 우려로 밸류에이션이 하락하였으나, 동사의 이익 안정성과 Global Peer들의 밸류에이션 레벨을 감안한다면, 디스카운트가 과도한 것으로 판단된다. 또한, 실적 역기저가 사라지고, 수출담배와 인삼공사의 고성장이 지속되면서, 실적 모멘텀도 2Q17부터 더욱 개선될 것으로 기대된다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,091	1,088	1,220	1,104	1,114	1,140	1,289	1,154	4,503	4,698	4,897
(YoY)	-4.0%	5.4%	7.6%	27.3%	2.1%	4.8%	5.7%	4.6%	8.0%	4.3%	4.2%
KT&G	701	746	754	768	687	771	788	797	2,968	3,043	3,146
(YoY)	-8.9%	10.2%	7.3%	14.1%	-2.0%	3.4%	4.5%	3.8%	5.2%	2.5%	3.4%
담배	656	661	695	658	642	687	729	687	2,670	2,745	2,848
(YoY)	-6.9%	4.9%	4.7%	8.1%	-2.1%	3.9%	4.8%	4.5%	2.4%	2.8%	3.7%
내수	424	468	498	449	422	467	497	449	1,839	1,834	1,834
(YoY)	-25.5%	4.3%	4.8%	3.7%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-4.5%	-0.3%	0.0%
총 시장(백만본)	17,696	19,405	20,503	18,710	17,165	19,114	20,196	18,429	76,315	74,905	73,781
(YoY)	40.4%	7.3%	0.8%	1.1%	-3.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	9.7%	-1.8%	-1.5%
MS	59.5%	59.3%	59.6%	58.5%	59.8%	59.4%	59.7%	59.0%	59.2%	59.5%	59.5%
(YoY, %pt)	3.0%	0.8%	0.4%	-0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.5%	0.8%	0.2%	0.0%
판매량(백만본)	10,537	11,501	12,216	10,953	10,272	11,347	12,053	10,881	45,207	44,554	43,886
(YoY)	47.8%	8.7%	1.4%	0.6%	-2.5%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	11.2%	-1.4%	-1.5%
ASP(원/갑)	805	814	816	820	822	823	824	825	814	823	836
(YoY)	-49.6%	-4.1%	3.3%	3.1%	2.1%	1.1%	1.0%	0.6%	-14.2%	1.2%	1.5%
수출	232	194	197	208	220	220	232	238	831	911	1,014
(YoY)	70.8%	6.6%	4.5%	18.9%	-5.1%	13.7%	18.0%	14.3%	22.0%	9.6%	11.3%
판매량(백만본)	11,711	10,435	10,273	11,000	12,179	11,583	11,404	12,210	43,420	47,376	50,219
(YoY)	28.1%	-4.6%	1.7%	16.2%	4.0%	11.0%	11.0%	11.0%	9.5%	9.1%	6.0%
ASP(달러/갑)	0.33	0.32	0.34	0.33	0.31	0.34	0.36	0.34	0.33	0.34	0.35
(YoY)	22.1%	5.5%	7.0%	2.4%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.6%	2.4%	5.0%
평균환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,135	1,135	1,135	1,162	1,140	1,140
(YoY)	9.2%	6.0%	-4.0%	0.0%	-3.9%	-2.4%	1.2%	-1.9%	2.6%	-1.9%	0.0%
기타	45	84	59	110	45	84	59	110	298	298	298
(YoY)	-30.4%	83.2%	50.0%	71.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.2%	0.0%	0.0%
KGC	296	254	345	213	332	280	381	234	1,108	1,227	1,324
(YoY)	23.7%	18.0%	21.9%	17.9%	12.4%	10.5%	10.3%	9.8%	20.7%	10.8%	7.8%
기타	94	89	121	123	94	89	121	123	427	427	427
(YoY)	-26.3%	-36.8%	-18.4%	839.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%
매출총이익	667	648	743	648	678	692	796	689	2,707	2,840	2,973
(GPM)	61.1%	59.6%	60.9%	58.7%	60.9%	60.7%	61.7%	59.7%	60.1%	60.5%	60.7%
판매비	274	302	317	343	294	319	335	355	1,236	1,288	1,335
(판매비율)	25.1%	27.8%	25.9%	31.1%	26.4%	28.0%	26.0%	30.8%	27.5%	27.4%	27.3%
영업이익	393	346	426	305	384	373	461	335	1,470	1,553	1,638
(YoY)	-8.3%	11.9%	15.1%	18.3%	-2.2%	7.8%	8.1%	9.7%	7.6%	5.6%	5.5%
(OPM)	36.0%	31.8%	34.9%	27.6%	34.5%	32.7%	35.8%	29.0%	32.6%	33.0%	33.4%
KT&G	327	323	349	306	308	339	375	335	1,305	1,357	1,418
(OPM)	46.7%	43.3%	46.3%	39.8%	44.8%	44.0%	47.6%	42.1%	44.0%	44.6%	45.1%
KGC	69	35	69	2	79	46	78	2	175	205	230
(OPM)	23.3%	13.8%	19.9%	1.1%	23.9%	16.3%	20.4%	1.0%	15.8%	16.7%	17.4%
기타	-3	-12	8	-3	-3	-12	8	-3	-10	-10	-10
(OPM)	-3.5%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-3.5%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
세전이익	393	383	352	460	408	391	481	353	1,588	1,634	1,720
당기순이익	285	286	250	406	298	286	351	258	1,226	1,193	1,255
지배주주순이익	284	285	250	412	298	286	351	258	1,231	1,193	1,255
(YoY)	-7.9%	9.1%	-17.4%	152.8%	4.7%	0.2%	40.3%	-37.4%	18.9%	-3.1%	5.2%

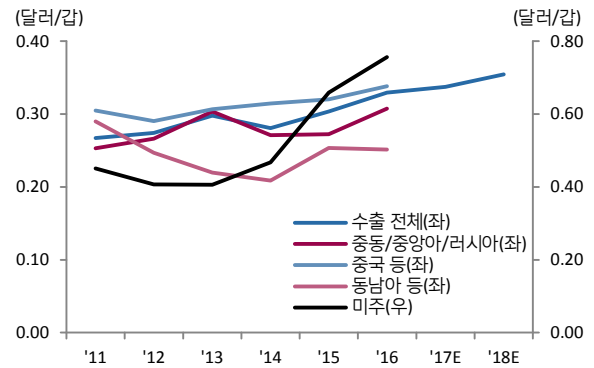
자료: KT&G, 키움증권 리서치(4Q16 전사 매출 성장률이 높은 이유는, 미국 담배 법인의 매출 인식 기준 변경에 따른 영향임)

KT&G 별도기준 매출 Mix 추이 및 전망



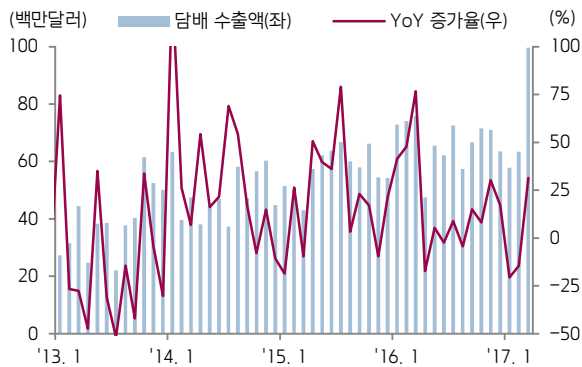
자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 수출담배 ASP 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

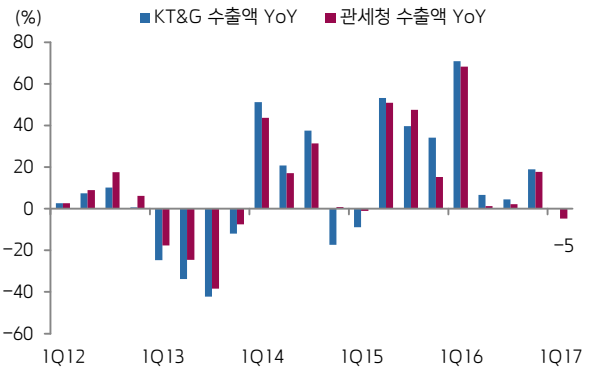
관세청 담배 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

주: 1) 관세청 Data는 일본/호주를 제외한 출항일 기준

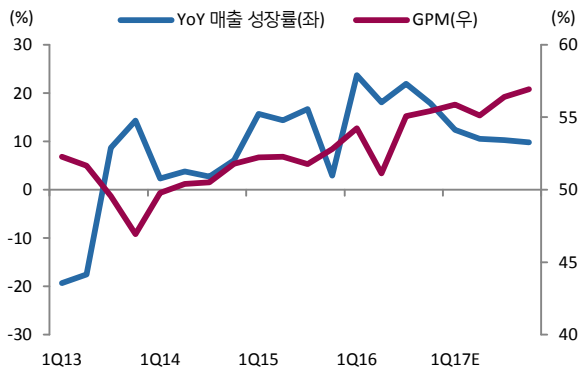
담배 수출액 YoY 증가율 비교: KT&G vs 관세청



자료: 관세청, 키움증권 리서치

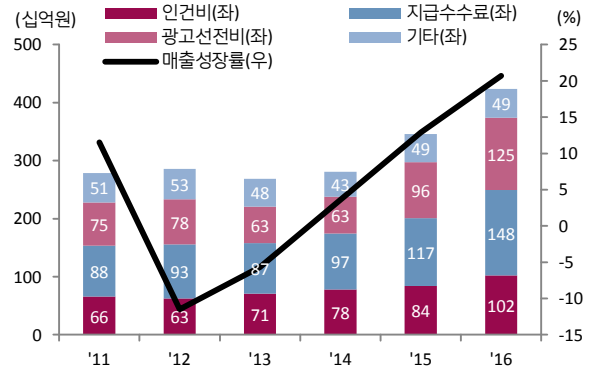
주: 1) 관세청 Data는 일본/호주를 제외한 원화 수출액 및 출항일 기준

한국인삼공사 매출 성장률/GPM 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

한국인삼공사 판관비 및 매출 성장률 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

Peer Group Valuation

종목코드		033780 KS	BATS LN	2914 JP	PM US
회사명		KT&G	BAT	Japan Tobacco	Philip Morris
거래기준 통화		KRW	GBP	JPY	USD
주가(통화)		100,000	53.83	3,676	113
시가총액(백만달러)		12,072	125,720	67,679	175,598
PER(배)	2016	10.3	18.5	16.3	20.6
	2017E	11.6	18.7	15.7	23.2
	2018E	11.2	17.1	14.7	20.9
PBR(배)	2016	1.8	10.5	2.8	N/A
	2017E	1.7	12.3	2.5	N/A
	2018E	1.6	10.2	2.4	N/A
EV/EBITDA(배)	2016	6.2	19.7	9.8	14.6
	2017E	6.6	17.6	10.4	16.1
	2018E	6.4	16.7	9.9	14.6
ROE(%)	2016	18.6	71.1	17.2	N/A
	2017E	15.8	52.3	16.8	N/A
	2018E	15.0	55.0	17.4	N/A
배당수익률(%)	2016	3.4	3.7	3.4	4.5
	2017E	3.7	3.5	3.8	3.8
	2018E	3.8	3.7	4.1	3.9

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	41,698	45,033	46,980	48,969	51,150
매출원가	16,306	17,967	18,576	19,237	19,913
매출총이익	25,392	27,066	28,405	29,732	31,237
판매비및일반관리비	11,733	12,365	12,879	13,353	13,844
영업이익(보고)	13,659	14,701	15,526	16,379	17,393
영업이익(핵심)	13,659	14,701	15,526	16,379	17,393
영업외손익	485	1,177	818	819	831
이자수익	338	379	418	436	456
배당금수익	121	151	150	149	155
외환이익	854	900	675	641	609
이자비용	95	67	75	75	75
외환손실	481	495	371	352	335
관계기업지분법손익	151	21	21	21	21
투자및기타자산처분손익	371	236	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	132	-78	0	0	0
기타	-906	129	0	0	0
법인세차감전이익	14,144	15,878	16,344	17,198	18,223
법인세비용	3,822	3,618	4,413	4,643	4,920
유효법인세율 (%)	27.0%	22.8%	27.0%	27.0%	27.0%
당기순이익	10,322	12,260	11,931	12,554	13,303
지배주주지분순이익(억원)	10,357	12,313	11,931	12,554	13,303
EBITDA	15,278	16,283	17,007	17,876	18,908
현금순이익(Cash Earnings)	11,941	13,842	13,412	14,052	14,818
수정당기순이익	9,955	12,138	11,931	12,554	13,303
증감율(% YoY)					
매출액	1.4	8.0	4.3	4.2	4.5
영업이익(보고)	16.6	7.6	5.6	5.5	6.2
영업이익(핵심)	16.6	7.6	5.6	5.5	6.2
EBITDA	14.5	6.6	4.4	5.1	5.8
지배주주지분 당기순이익	25.4	18.9	-3.1	5.2	6.0
EPS	25.4	18.9	-3.1	5.2	6.0
수정순이익	22.7	21.9	-1.7	5.2	6.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	12,592	14,978	12,295	12,916	13,591
당기순이익	10,322	12,260	11,931	12,554	13,303
감가상각비	1,511	1,523	1,426	1,446	1,467
무형자산상각비	108	59	55	52	49
외환손익	-193	-484	-304	-289	-274
자산처분손익	139	158	0	0	0
지분법손익	-151	-21	-21	-21	-21
영업활동자산부채 증감	128	1,755	-945	-965	-1,058
기타	729	-273	153	139	126
투자활동현금흐름	-7,476	-7,026	-2,794	-2,852	-2,997
투자자산의 처분	-5,281	-5,083	-1,126	-1,150	-1,261
유형자산의 처분	103	120	0	0	0
유형자산의 취득	-2,102	-1,617	-1,650	-1,683	-1,716
무형자산의 처분	-32	-77	0	0	0
기타	-164	-368	-18	-19	-20
재무활동현금흐름	-3,810	-4,884	-4,405	-4,409	-4,401
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	560	-549	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,281	-4,283	-4,546	-4,546	-4,546
기타	-89	-52	140	137	144
현금및현금성자산의순증가	1,298	3,046	5,096	5,656	6,192
기초현금및현금성자산	4,164	5,462	8,508	13,604	19,260
기말현금및현금성자산	5,462	8,508	13,604	19,260	25,452
Gross Cash Flow	12,464	13,222	13,240	13,881	14,649
Op Free Cash Flow	9,581	12,994	10,220	10,806	11,437

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	55,709	66,206	73,797	82,001	90,988
현금및현금성자산	5,462	8,508	13,604	19,260	25,452
유동금융자산	11,552	16,762	17,487	18,227	19,039
매출채권및유동채권	17,437	18,020	18,799	19,594	20,467
재고자산	21,191	22,654	23,633	24,633	25,731
기타유동비금융자산	67	263	275	286	299
비유동자산	31,025	31,919	32,733	33,572	34,471
장기매출채권및기타비유동채권	1,373	1,233	1,286	1,341	1,401
투자자산	10,373	13,261	13,834	14,414	15,033
유형자산	17,898	16,019	16,243	16,480	16,730
무형자산	1,054	1,049	994	942	893
기타비유동자산	327	358	375	394	414
자산총계	86,734	98,126	106,530	115,573	125,459
유동부채	18,717	21,534	22,402	23,288	24,260
매입채무및기타유동채무	14,128	17,970	18,747	19,540	20,411
단기차입금	2,064	1,366	1,366	1,366	1,366
유동성장기차입금	277	96	96	96	96
기타유동부채	2,248	2,102	2,193	2,286	2,388
비유동부채	5,262	5,409	5,561	5,708	5,864
장기매입채무및비유동채무	240	246	256	267	279
사채및장기차입금	303	629	629	629	629
기타비유동부채	4,718	4,535	4,676	4,812	4,957
부채총계	23,979	26,943	27,962	28,996	30,124
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	52,318	60,094	67,526	75,574	84,365
기타자본	222	813	813	813	813
지배주주지분자본총계	62,089	70,457	77,889	85,937	94,728
비지배주주지분자본총계	666	726	679	640	606
자본총계	62,755	71,183	78,568	86,577	95,334
순차입금	-13,651	-22,649	-28,469	-34,866	-41,870
총차입금	3,363	2,621	2,621	2,621	2,621

투자지표

(단위: 원, 배, %)

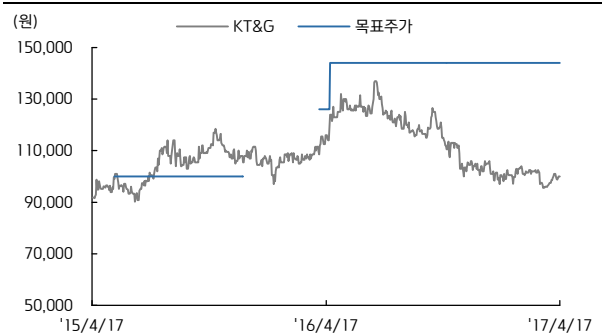
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,544	8,968	8,690	9,144	9,690
BPS	45,224	51,319	56,732	62,594	68,997
주당EBITDA	11,128	11,860	12,387	13,021	13,772
CFPS	8,697	10,082	9,769	10,235	10,793
DPS	3,400	3,600	3,600	3,600	3,600
주가배수(배)					
PER	13.9	11.3	11.5	10.9	10.3
PBR	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.5	7.1	6.4	5.7	5.0
PCFR	12.0	10.0	10.2	9.8	9.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.8	32.6	33.0	33.4	34.0
영업이익률(핵심)	32.8	32.6	33.0	33.4	34.0
EBITDA margin	36.6	36.2	36.2	36.5	37.0
순이익률	24.8	27.2	25.4	25.6	26.0
자기자본이익률(ROE)	17.2	18.3	15.9	15.2	14.6
투자자본이익률(ROIC)	23.2	28.0	28.8	29.6	30.5
안정성(%)					
부채비율	38.2	37.9	35.6	33.5	31.6
순차입금비율	-21.8	-31.8	-36.2	-40.3	-43.9
이자보상배율(배)	144.1	218.6	206.4	217.7	231.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6
재고자산회전율	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
매입채무회전율	3.8	2.8	2.6	2.6	2.6

- 당사는 4월 14일 현재 'KT&G (033780)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
KT&G (033780)	2014/10/17	Outperform (Maintain)	105,000원
	2014/11/06	Outperform (Maintain)	105,000원
	담당자변경	Marketperform (Reinitiate)	100,000원
	담당자변경	Outperform (Reinitiate)	126,000원
	2016/04/22	BUY (Upgrade)	144,000원
	2016/07/22	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/10/28	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/11/22	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/01/17	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/01/20	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/03/21	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/04/17	BUY (Maintain)	144,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%