



BUY(Maintain)

목표주가: 144,000원

주가(4/27): 103,000원

시가총액: 141,411억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/27)		2,209.46pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,000원	95,500원
등락률	-24.82%	7.85%
수익률	절대	상대
1M	7.4%	4.8%
6M	-7.2%	-15.0%
1Y	-18.9%	-26.0%

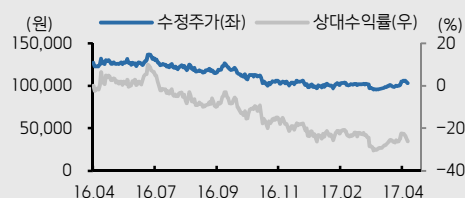
Company Data

발행주식수	137,292천주
일평균 거래량(3M)	409천주
외국인 지분율	53.80%
배당수익률(17E)	3.50%
BPS(17E)	56,824원
주요 주주	국민연금공단 8.59%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	41,698	45,033	47,904	50,159
보고영업이익	13,659	14,701	15,797	16,724
핵심영업이익	13,659	14,701	15,797	16,724
EBITDA	15,278	16,283	17,278	18,222
세전이익	14,144	15,878	16,626	17,558
순이익	10,322	12,260	12,061	12,817
지배주주지분순이익	10,357	12,313	12,057	12,817
EPS(원)	7,544	8,968	8,782	9,336
증감률(%YoY)	25.4	18.9	-2.1	6.3
PER(배)	13.9	11.3	11.7	11.0
PBR(배)	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	8.5	7.1	6.6	5.9
보고영업이익률(%)	32.8	32.6	33.0	33.3
핵심영업이익률(%)	32.8	32.6	33.0	33.3
ROE(%)	17.2	18.3	16.1	15.5
순부채비율(%)	-21.8	-31.8	-35.6	-39.7

Price Trend



KT&G (033780)

안정적인 이익 방어력 증명



KT&G의 1Q17 연결기준 영업이익은 3,955억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 1Q16 수출담배 실적의 역기저로 우려가 있었으나, 판매량 성장률이 예상보다 양호하였고, 인삼공사도 제품 구매층이 다양화 되면서 이익 증가세가 지속되었다. 향후 IQOS와 같은 제품의 출시에 대한 우려가 상존하지만, Global Peer 대비 밸류에이션 디스카운트를 감안한다면, 現 주가는 부담스럽지 않은 레벨로 판단된다.

>>> 1Q17 영업이익 3,955억원으로 컨센서스 부합

KT&G의 1Q17 연결기준 영업이익은 3,955억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 1Q16 수출담배 실적의 역기저로 우려가 있었으나, 3월 수출이 호조를 보이며, 오히려 매출이 YoY +2% 정도 증가하였다. 작년과 올해 매출할인 적용 시점 차이로 ASP는 하락하였으나, 1) 계약단가 인상, 2) 제품 Mix 개선 등에 힘입어 2Q17부터 다시 반등할 것으로 판단된다.

인삼공사는 제품 구매층 다양화 효과에 힘입어 내수 매출이 YoY +13% 증가하였다. 신제품에 대한 마케팅 비용 지출 증가에도 불구하고, 매출 호조와 제품 Mix 개선에 힘입어, 영업이익률은 전년동기와 비슷한 수준을 유지하였다. 한편, 지배주주순이익은 원화 평가절상에 따른 외환관련손실로 인해, 2,348억원을 기록하며 시장 컨센서스 대비 부진한 모습을 보였으나, 크게 우려할 부분은 아닌 것으로 판단된다.

>>> 견조한 이익 성장세로 회귀할 전망

경고그림이 부착된 제품의 판매 비중이 늘어나면서, 내수 담배 총수요 둔화 우려가 있지만, 1) 고가 비중 확대, 2) 수출담배 단가 인상 및 판매량 성장에 힘입어, 2Q17부터 담배 부문의 이익 성장률이 회복될 것으로 기대된다. 또한, 인삼공사도 에브리타임/화애락 등 신규 카테고리의 매출이 확대되면서, 견조한 이익 성장세가 기대된다. 향후 PMI의 IQOS 등 새로운 유형의 담배(New Platform) 출시에 따른 영향을 확인할 필요는 있겠으나, 동사의 이익 안정성과 Global Peer 대비 밸류에이션 디스카운트를 감안한다면, 우려가 지나칠수록 매수 기회가 될 것으로 판단된다.

>>> 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.

1Q17 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
담배	- 내수: 경고그림 우려에도, MS 상승하면서, 판매량 YoY -2.2% 감소. 재고 회전 감안시 2분기 총수요 주목 필요 - 수출: 1Q16 역기저에도 불구하고 매출 YoY +2% 증가. 판매량은 YoY +13% 성장. - 수익성: 수출 ASP 하락에 따른 담배 원가율 상승은, 매출할인 적용 시점 차이에 따른 일시적 요인으로 판단. 2Q17부터 정상화 가능.
인삼공사	- 내수: 제품 구매층 다양화에 따른 고성장세 지속(에브리타임/화애락 등) - 수출: 중화권 시장 안정화, 신시장 유통 확대 효과에 따른 매출 회복 - 수익성: 사업 포트폴리오 확대와 마케팅 투자 확대로 수익성은 작년과 비슷한 수준 유지
주요 이슈	- 전자담배: 글로벌 메이저들의 신제품 출시 가능성 대비, 시장 반응 보면서 유연하게 대응할 것 - 면세담배: 해당 채널 가격 인상 계획 없음. 향후 경고그림과 전자담배에 따른 총수요 변화를 보면서 대응할 계획.

자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,091	1,088	1,220	1,104	1,179	1,140	1,305	1,167	4,503	4,790	5,016
(YoY)	-4.0%	5.4%	7.6%	27.3%	8.0%	4.8%	6.9%	5.7%	8.0%	6.4%	4.7%
KT&G	701	746	754	768	726	768	799	807	2,968	3,100	3,204
(YoY)	-8.9%	10.2%	7.3%	14.1%	3.5%	3.0%	6.0%	5.1%	5.2%	4.4%	3.4%
담배	656	661	695	658	663	684	740	697	2,670	2,783	2,888
(YoY)	-6.9%	4.9%	4.7%	8.1%	1.0%	3.4%	6.5%	6.0%	2.4%	4.2%	3.8%
내수	424	468	498	449	426	464	506	457	1,839	1,852	1,852
(YoY)	-25.5%	4.3%	4.8%	3.7%	0.5%	-0.9%	1.5%	1.6%	-4.5%	0.7%	0.0%
총 시장(백만본)	17,696	19,405	20,503	18,710	16,839	18,629	20,196	18,429	76,315	74,093	72,982
(YoY)	40.4%	7.3%	0.8%	1.1%	-4.8%	-4.0%	-1.5%	-1.5%	9.7%	-2.9%	-1.5%
MS	59.5%	59.3%	59.6%	58.5%	61.2%	59.7%	59.9%	59.0%	59.2%	59.9%	59.9%
(YoY, %pt)	3.0%	0.8%	0.4%	-0.3%	1.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.8%	0.7%	0.0%
판매량(백만본)	10,537	11,501	12,216	10,953	10,301	11,115	12,094	10,881	45,207	44,391	43,725
(YoY)	47.8%	8.7%	1.4%	0.6%	-2.2%	-3.4%	-1.0%	-0.7%	11.2%	-1.8%	-1.5%
ASP(원/갑)	805	814	816	820	827	834	837	839	814	834	847
(YoY)	-49.6%	-4.1%	3.3%	3.1%	2.8%	2.5%	2.6%	2.3%	-14.2%	2.5%	1.5%
수출	232	194	197	208	237	220	234	240	831	931	1,036
(YoY)	70.8%	6.6%	4.5%	18.9%	1.9%	13.7%	19.0%	15.3%	22.0%	12.1%	11.3%
판매량(백만본)	11,711	10,435	10,273	11,000	13,266	11,583	11,506	12,320	43,420	48,676	51,596
(YoY)	28.1%	-4.6%	1.7%	16.2%	13.3%	11.0%	12.0%	12.0%	9.5%	12.1%	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%	-6.4%	5.0%	5.0%	5.0%	8.6%	1.9%	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	63	84	59	110	298	316	316
(YoY)	-30.4%	83.2%	50.0%	71.1%	40.7%	0.0%	0.0%	0.0%	39.2%	6.1%	0.0%
KGC	296	254	345	213	342	283	385	237	1,108	1,247	1,368
(YoY)	23.7%	18.0%	21.9%	17.9%	15.6%	11.7%	11.5%	11.2%	20.7%	12.6%	9.7%
기타	94	89	121	123	111	89	121	123	427	444	444
(YoY)	-26.3%	-36.8%	-18.4%	839.1%	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	3.9%	0.0%
매출총이익	667	648	743	648	701	692	802	695	2,707	2,884	3,032
(GPM)	61.1%	59.6%	60.9%	58.7%	59.4%	60.7%	61.5%	59.6%	60.1%	60.2%	60.4%
판매비	274	302	317	343	305	319	333	353	1,236	1,304	1,360
(판매비율)	25.1%	27.8%	25.9%	31.1%	25.9%	28.0%	25.6%	30.2%	27.5%	27.2%	27.1%
영업이익	393	346	426	305	395	373	469	342	1,470	1,580	1,672
(YoY)	-8.3%	11.9%	15.1%	18.3%	0.6%	7.9%	10.0%	12.2%	7.6%	7.5%	5.9%
(OPM)	36.0%	31.8%	34.9%	27.6%	33.5%	32.7%	35.9%	29.3%	32.6%	33.0%	33.3%
KT&G	327	323	349	306	320	336	382	342	1,305	1,380	1,440
(OPM)	46.7%	43.3%	46.3%	39.8%	44.1%	43.8%	47.8%	42.4%	44.0%	44.5%	44.9%
KGC	69	35	69	2	79	49	78	3	175	210	243
(OPM)	23.3%	13.8%	19.9%	1.1%	23.2%	17.3%	20.3%	1.4%	15.8%	16.8%	17.7%
기타	-3	-12	8	-3	-4	-12	8	-3	-10	-10	-10
(OPM)	-3.5%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-3.2%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
세전이익	393	383	352	460	332	421	518	391	1,588	1,663	1,756
당기순이익	285	286	250	406	235	308	378	285	1,226	1,206	1,282
지배주주순이익	284	285	250	412	235	308	378	285	1,231	1,206	1,282
(YoY)	-7.9%	9.1%	-17.4%	152.8%	-17.4%	8.0%	51.3%	-30.8%	18.9%	-2.1%	6.3%

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

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)		103,000	53.07	3,762	111
시가총액(백만달러)		12,502	127,082	67,692	172,631
PER(배)	2016	10.3	18.5	16.3	20.6
	2017E	12.1	18.4	16.1	22.8
	2018E	11.7	16.8	15.0	20.5
PBR(배)	2016	1.8	10.5	2.8	N/A
	2017E	1.8	12.1	2.6	N/A
	2018E	1.6	10.0	2.5	N/A
EV/EBITDA(배)	2016	6.2	19.7	9.8	14.6
	2017E	6.9	17.4	10.7	16.1
	2018E	6.7	16.5	10.1	14.6
ROE(%)	2016	18.6	71.1	17.2	N/A
	2017E	15.5	52.3	16.9	N/A
	2018E	14.7	55.0	17.4	N/A
배당수익률(%)	2016	3.4	3.7	3.4	4.5
	2017E	3.6	3.6	3.7	3.8
	2018E	3.7	3.8	4.0	4.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) KT&G와 Japan Tobacco는 4/27 종가 기준. 나머지 회사는 4/26 종가 기준.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	41,698	45,033	47,904	50,159	52,396
매출원가	16,306	17,967	19,068	19,839	20,541
매출총이익	25,392	27,066	28,836	30,320	31,854
판매비및일반관리비	11,733	12,365	13,039	13,596	14,089
영업이익(보고)	13,659	14,701	15,797	16,724	17,765
영업이익(핵심)	13,659	14,701	15,797	16,724	17,765
영업외손익	485	1,177	829	833	846
이자수익	338	379	427	447	467
배당금수익	121	151	153	152	159
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	16,626	17,558	18,611
법인세비용	3,822	3,618	4,566	4,741	5,025
유효법인세율 (%)	27.0%	22.8%	27.5%	27.0%	27.0%
당기순이익	10,322	12,260	12,061	12,817	13,586
지배주주지분순이익(억원)	10,357	12,313	12,057	12,817	13,586
EBITDA	15,278	16,283	17,278	18,222	19,280
현금순이익(Cash Earnings)	11,941	13,842	13,542	14,315	15,101
수정당기순이익	9,955	12,138	12,061	12,817	13,586
증감율(% YoY)					
매출액	1.4	8.0	6.4	4.7	4.5
영업이익(보고)	16.6	7.6	7.5	5.9	6.2
영업이익(핵심)	16.6	7.6	7.5	5.9	6.2
EBITDA	14.5	6.6	6.1	5.5	5.8
지배주주지분 당기순이익	25.4	18.9	-2.1	6.3	6.0
EPS	25.4	18.9	-2.1	6.3	6.0
수정순이익	22.7	21.9	-0.6	6.3	6.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	12,592	14,978	11,976	13,047	13,843
당기순이익	10,322	12,260	12,061	12,817	13,586
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	-1,393	-1,094	-1,085
기타	729	-273	153	136	122
투자활동현금흐름	-7,476	-7,026	-3,328	-3,006	-3,029
투자자산의 처분	-5,281	-5,083	-1,660	-1,304	-1,293
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	-4,348	-4,392	-4,650
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	-4,798
기타	-89	-52	197	153	148
현금및현금성자산의순증가	1,298	3,046	4,300	5,648	6,163
기초현금및현금성자산	4,164	5,462	8,508	12,808	18,456
기말현금및현금성자산	5,462	8,508	12,808	18,456	24,619
Gross Cash Flow	12,464	13,222	13,370	14,141	14,928
Op Free Cash Flow	9,581	12,994	9,897	10,929	11,682

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	55,709	66,206	74,185	82,723	91,752
현금및현금성자산	5,462	8,508	12,808	18,456	24,619
유동금융자산	11,552	16,762	17,831	18,671	19,503
매출채권및유동채권	17,437	18,020	19,168	20,071	20,966
재고자산	21,191	22,654	24,098	25,232	26,357
기타유동비금융자산	67	263	280	293	306
비유동자산	31,025	31,919	32,948	33,853	34,768
장기매출채권및기타비유동채권	1,373	1,233	1,312	1,374	1,435
투자자산	10,373	13,261	14,024	14,663	15,296
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	107,134	116,576	126,520
유동부채	18,717	21,534	22,814	23,819	24,815
매입채무및기타유동채무	14,128	17,970	19,115	20,015	20,908
단기차입금	2,064	1,366	1,366	1,366	1,366
유동성장기차입금	277	96	96	96	96
기타유동부채	2,248	2,102	2,236	2,341	2,446
비유동부채	5,262	5,409	5,622	5,788	5,948
장기매입채무및비유동채무	240	246	261	274	286
사채및장기차입금	303	629	629	629	629
기타비유동부채	4,718	4,535	4,732	4,886	5,033
부채총계	23,979	26,943	28,436	29,607	30,763
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	52,318	60,094	67,652	75,963	84,786
기타자본	222	813	813	813	813
지배주주지분자본총계	62,089	70,457	78,015	86,326	95,149
비지배주주지분자본총계	666	726	683	643	608
자본총계	62,755	71,183	78,698	86,969	95,757
순차입금	-13,651	-22,649	-28,017	-34,505	-41,501
총차입금	3,363	2,621	2,621	2,621	2,621

투자지표

(단위: 원, 배, %)

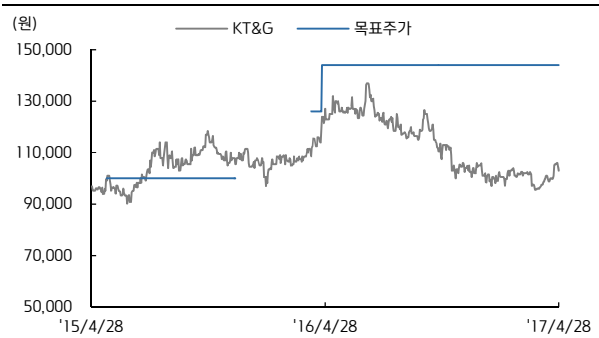
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,544	8,968	8,782	9,336	9,895
BPS	45,224	51,319	56,824	62,877	69,304
주당EBITDA	11,128	11,860	12,585	13,272	14,043
CFPS	8,697	10,082	9,863	10,426	10,999
DPS	3,400	3,600	3,600	3,800	3,800
주가배수(배)					
PER	13.9	11.3	11.7	11.0	10.4
PBR	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.5	7.1	6.6	5.9	5.2
PCFR	12.0	10.0	10.4	9.9	9.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.8	32.6	33.0	33.3	33.9
영업이익률(핵심)	32.8	32.6	33.0	33.3	33.9
EBITDA margin	36.6	36.2	36.1	36.3	36.8
순이익률	24.8	27.2	25.2	25.6	25.9
자기자본이익률(ROE)	17.2	18.3	16.1	15.5	14.9
투자자본이익률(ROIC)	23.2	28.0	29.0	29.8	30.7
안정성(%)					
부채비율	38.2	37.9	36.1	34.0	32.1
순차입금비율	-21.8	-31.8	-35.6	-39.7	-43.3
이자보상배율(배)	144.1	218.6	210.0	222.3	236.1
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 27일 현재 'KT&G (033780)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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
	2017/04/28	BUY (Maintain)	144,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자의견 및 적용기준

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

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 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%