



Buy(Maintain)

목표주가: 144,000원

주가(11/21): 102,000원

시가총액: 142,098억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/21)		1,966.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,000원	97,000원
등락률	-25.55%	5.15%
수익률	절대	상대
IW	-7.7%	-4.5%
1M	-19.0%	-19.8%
1Y	-4.7%	-3.5%

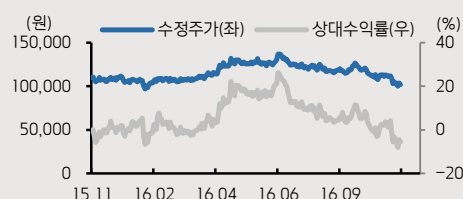
Company Data

발행주식수	137,292천주
일평균 거래량(3M)	360천주
외국인 지분율	53.83%
배당수익률(16E)	3.53%
BPS(16E)	49,878원
주요 주주	국민연금공단 9.35%
	중소기업은행 7.54%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	41,698	43,995	45,545	47,487
보고영업이익	13,659	14,704	15,430	16,413
핵심영업이익	13,659	14,704	15,430	16,413
EBITDA	15,278	16,232	16,991	18,064
세전이익	14,144	14,717	15,399	16,395
순이익	10,322	10,715	11,241	11,969
지배주주지분순이익	10,357	10,715	11,241	11,969
EPS(원)	7,544	7,805	8,188	8,718
증감률(%YoY)	25.4	3.5	4.9	6.5
PER(배)	13.9	13.1	12.5	11.7
PBR(배)	2.3	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	8.5	7.6	7.0	6.3
보고영업이익률(%)	32.8	33.4	33.9	34.6
핵심영업이익률(%)	32.8	33.4	33.9	34.6
ROE(%)	17.2	16.2	15.5	15.0
순부채비율(%)	-21.8	-24.8	-28.5	-32.0

Price Trend



기업분석

KT&G (033780)

단기 변동성 확대는 기회



최근 주가 조정으로 배당수익률 매력도는 확대되었고, 우려 요인은 비교적 단기적인 이슈로 판단된다. 담배 수출 성장률은 조금씩 회복세를 보이고 있고, 연말 배당금도 증가할 가능성이 높다. 동사 사업구조의 안정성을 감안한다면, 단기적인 변동성 확대는 비중 확대의 기회로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원을 유지한다.

>>> 우려보다 양호한 4분기

흡연을 회복 효과가 둔화로, 4분기 국내 담배 총 수요 성장률은 3분기 대비는 다소 하락할 것으로 판단된다(YoY flat 전망). 다만, 동사의 국내 담배 MS는 계속 상승 중이고, 수출 담배는 10% 내외의 매출 성장이 기대된다(10월 수출액은 8% 증가 추산). 홍삼은 기능성 제품의 지속 확대를 통해, 10% 중반 수준의 성장률이 예상되고, 원가율이 구조적으로 하락할 것으로 판단된다.

>>> 단기 변동성 확대는 매수 기회가 될 것

최근 우호적인 실적 흐름에도 불구하고, KT&G의 주가가 조정 받은 이유는 크게 두 가지로 판단된다. 첫째, 정부 규제에 따른 국내 담배 및 홍삼 선물세트 수요에 대한 불확실성이다. 올해 12/23 담뱃갑 경고그림 도입과 9/28 김영란법 시행이 주요 원인이다. 둘째, 글로벌 담배 회사들의 밸류에이션 하락이다. 최근 일본 시장에서 필립모리스의 전자담배 제품(말보로 IQOS)이 큰 성공을 거두면서, 담배 시장 변화에 대한 우려가 있었고, 글로벌 채권 금리가 상승하면서 담배 회사들의 배당수익률 매력도가 하락했기 때문이다.

다만, 정부 규제 영향은 단기적일 것으로 판단된다. 他 국가 사례를 봤을 때, 경고그림이 직접적인 수요 감소의 원인이라 보기 어렵고, 가격 인상 당시에도 일시적인 수요 충격 이후 흡연율이 회복되었던 사례가 있기 때문이다. 또한, 홍삼은 기능성 제품이 지속 확대 되면서, 선물세트 비중이 하락하고 있고, 전사 영업이익에서 인삼공사가 차지하는 비중은 15% 이하여서, 전사 이익 레벨에 큰 영향을 주기도 어렵다. 더불어, 전자담배는 정부의 규제강화 움직임이 있기 때문에, 국내 시장 확대 가능성은 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원 유지

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원을 유지한다. 동사는 내수 담배의 안정적인 실적을 바탕으로, 수출 담배와 홍삼 매출이 고성장 함에 따라, 투자자들에게 꾸준한 초과 수익의 기회를 제공할 것으로 판단된다. 내년 예상 PER과 배당수익률도 각각 12.5배, 3.5%로 하락하면서, 투자 매력도도 확대된 상황이다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	1,091	1,088	1,220	1,000	1,095	1,140	1,284	1,036	4,170	4,399	4,554
(YoY)	-4.0%	5.4%	7.6%	15.3%	0.3%	4.8%	5.2%	3.6%	1.4%	5.5%	3.5%
KT&G	701	746	754	694	679	776	790	714	2,822	2,895	2,959
(YoY)	-8.9%	10.2%	7.3%	3.2%	-3.2%	4.0%	4.9%	2.9%	2.9%	2.6%	2.2%
담배	656	661	695	649	634	692	732	669	2,608	2,662	2,726
(YoY)	-6.9%	4.9%	4.7%	6.7%	-3.5%	4.6%	5.3%	3.1%	4.3%	2.1%	2.4%
내수	424	468	498	452	412	470	499	452	1,927	1,842	1,833
(YoY)	-25.5%	4.3%	4.8%	4.3%	-2.9%	0.6%	0.1%	0.1%	-2.1%	-4.4%	-0.5%
총 시장(백만본)	17,696	19,405	20,503	18,511	16,811	19,114	20,196	18,233	69,557	76,116	74,355
(YoY)	40.4%	7.3%	0.8%	0.0%	-5.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-22.2%	9.4%	-2.3%
MS	59.5%	59.3%	59.6%	59.7%	59.7%	59.8%	59.8%	59.9%	58.4%	59.5%	59.8%
(YoY, %pt)	3.0%	0.8%	0.4%	0.9%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	-3.9%	1.1%	0.3%
판매량(백만본)	10,537	11,501	12,216	11,048	10,036	11,430	12,077	10,922	40,638	45,301	44,466
(YoY)	47.8%	8.7%	1.4%	1.4%	-4.8%	-0.6%	-1.1%	-1.1%	-27.1%	11.5%	-1.8%
ASP(원/갑)	805	814	816	818	821	823	826	828	948	813	824
(YoY)	-49.6%	-4.1%	3.3%	2.8%	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	34.3%	-14.2%	1.4%
수출	232	194	197	197	222	221	233	217	681	820	893
(YoY)	70.8%	6.6%	4.5%	12.5%	-4.5%	14.2%	18.4%	10.3%	27.8%	20.4%	9.0%
판매량(백만본)	11,711	10,435	10,273	10,418	11,125	11,479	11,301	10,939	39,654	42,837	44,844
(YoY)	28.1%	-4.6%	1.7%	10.0%	-5.0%	10.0%	10.0%	5.0%	9.9%	8.0%	4.7%
ASP(달러/갑)	0.33	0.32	0.34	0.33	0.35	0.34	0.36	0.35	0.30	0.33	0.35
(YoY)	22.1%	5.5%	7.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.2%	8.7%	5.0%
평균환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,132	1,160	1,150
(YoY)	9.2%	6.0%	-4.0%	-0.7%	-4.3%	-1.1%	2.6%	0.0%	7.5%	2.5%	-0.9%
기타	45	84	59	45	45	84	59	45	214	233	233
(YoY)	-30.4%	83.2%	50.0%	-30.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-11.8%	8.8%	0.0%
KGC	296	254	345	209	322	275	372	224	918	1,104	1,194
(YoY)	23.7%	18.0%	21.9%	15.6%	8.9%	8.6%	7.8%	7.4%	12.9%	20.2%	8.2%
기타	94	89	121	97	94	89	121	97	430	401	401
(YoY)	-26.3%	-36.8%	-18.4%	638.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-22.8%	-6.8%	0.0%
매출총이익	667	651	743	612	662	692	794	644	2,539	2,673	2,786
(GPM)	61.1%	59.8%	60.9%	61.2%	60.4%	60.7%	61.9%	62.2%	60.9%	60.8%	61.2%
판매비	274	297	317	315	285	309	329	326	1,173	1,202	1,243
(판매비율)	25.1%	27.3%	25.9%	31.5%	26.0%	27.1%	25.6%	31.5%	28.1%	27.3%	27.3%
영업이익	393	354	426	297	377	383	465	318	1,366	1,470	1,543
(YoY)	-7.0%	14.5%	15.1%	12.7%	-4.1%	8.2%	9.1%	7.0%	16.6%	7.7%	4.9%
(OPM)	36.0%	32.5%	34.9%	29.7%	34.4%	33.6%	36.2%	30.7%	32.8%	33.4%	33.9%
KT&G	327	331	349	295	303	355	381	315	1,237	1,302	1,353
(OPM)	46.7%	44.4%	46.3%	42.5%	44.7%	45.7%	48.1%	44.1%	43.9%	45.0%	45.7%
KGC	69	35	69	8	77	40	76	9	133	181	202
(OPM)	23.3%	13.8%	19.9%	3.9%	23.9%	14.6%	20.5%	4.0%	14.5%	16.4%	16.9%
기타	-3	-12	8	-6	-3	-12	8	-6	-5	-13	-13
(OPM)	-3.5%	-13.4%	7.0%	-6.0%	-3.5%	-13.4%	7.0%	-6.0%	-1.1%	-3.1%	-3.1%
세전이익	393	383	352	332	388	375	456	308	1,414	1,472	1,540
당기순이익	285	286	250	242	283	274	333	225	1,032	1,072	1,124
지배주주순이익	284	285	250	243	283	274	333	225	1,036	1,072	1,124
(YoY)	-7.9%	6.2%	-17.4%	49.3%	-0.4%	-3.8%	33.2%	-7.6%	25.4%	3.5%	4.9%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	41,129	41,698	43,995	45,545	47,487
매출원가	18,408	16,306	17,265	17,683	18,220
매출총이익	22,720	25,392	26,729	27,861	29,267
판매비및일반관리비	11,002	11,733	12,025	12,432	12,854
영업이익(보고)	11,719	13,659	14,704	15,430	16,413
영업이익(핵심)	11,719	13,659	14,704	15,430	16,413
영업외손익	-140	485	12	-31	-18
이자수익	382	351	396	332	347
배당금수익	168	121	120	119	118
외환이익	631	854	640	480	456
이자비용	109	95	62	52	52
외환손실	469	481	577	433	411
관계기업지분법손익	32	151	23	23	23
투자및기타자산처분손익	40	371	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	119	0	0	0
기타	-815	-906	-528	-501	-499
법인세차감전이익	11,579	14,144	14,717	15,399	16,395
법인세비용	3,441	3,822	4,001	4,158	4,427
유효법인세율 (%)	29.7%	27.0%	27.2%	27.0%	27.0%
당기순이익	8,138	10,322	10,715	11,241	11,969
지배주주지분순이익(억원)	8,256	10,357	10,715	11,241	11,969
EBITDA	13,339	15,278	16,232	16,991	18,064
현금순이익(Cash Earnings)	9,758	11,941	12,243	12,803	13,620
수정당기순이익	8,110	9,965	10,715	11,241	11,969
증감율(% YoY)					
매출액	7.6	1.4	5.5	3.5	4.3
영업이익(보고)	15.6	16.6	7.7	4.9	6.4
영업이익(핵심)	15.6	16.6	7.7	4.9	6.4
EBITDA	12.0	14.5	6.2	4.7	6.3
지배주주지분 당기순이익	44.7	25.4	3.5	4.9	6.5
EPS	44.7	25.4	3.5	4.9	6.5
수정순이익	45.4	22.9	7.5	4.9	6.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	44,086	55,709	60,377	66,260	73,129
현금및현금성자산	4,164	5,462	7,363	11,379	15,907
유동금융자산	6,779	11,552	12,188	12,617	13,156
매출채권및유동채권	13,314	17,437	18,397	19,045	19,857
재고자산	19,825	21,191	22,358	23,146	24,133
기타유동비금융자산	4	67	71	73	76
비유동자산	30,101	31,025	32,914	34,657	36,462
장기매출채권및기타비유동채권	1,953	1,373	1,449	1,500	1,564
투자자산	8,777	10,373	10,969	11,417	11,942
유형자산	17,534	17,898	19,166	20,444	21,679
무형자산	1,549	1,054	958	872	795
기타비유동자산	287	327	372	424	482
자산총계	74,187	86,734	93,291	100,917	109,591
유동부채	11,246	18,717	18,619	19,228	19,990
매입채무및기타유동채무	8,007	14,128	14,906	15,431	16,090
단기차입금	1,419	2,064	1,064	1,064	1,064
유동성장기차입금	12	277	277	277	277
기타유동부채	1,808	2,248	2,372	2,456	2,560
비유동부채	5,860	5,262	5,484	5,796	6,273
장기매입채무및비유동채무	468	240	254	263	274
사채및장기차입금	431	303	303	303	303
기타비유동부채	4,961	4,718	4,928	5,230	5,697
부채총계	17,106	23,979	24,103	25,023	26,264
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	46,223	52,318	58,796	65,543	73,011
기타자본	534	222	222	222	222
지배주주지분자본총계	56,306	62,089	68,567	75,314	82,782
비지배주주지분자본총계	775	666	620	580	545
자본총계	57,081	62,755	69,187	75,894	83,327
순차입금	-8,134	-13,651	-17,188	-21,633	-26,700
총차입금	2,809	3,363	2,363	2,363	2,363

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	7,652	12,592	10,808	11,788	12,385
당기순이익	8,138	10,322	10,715	11,241	11,969
감가상각비	1,494	1,511	1,432	1,476	1,574
무형자산상각비	126	108	96	86	77
외환손익	-156	-193	-63	-47	-45
자산처분손익	132	139	0	0	0
지분법손익	0	0	-23	-23	-23
영업활동자산부채 증감	-3,158	128	-1,291	-872	-1,093
기타	1,076	577	-58	-73	-74
투자활동현금흐름	-3,429	-7,476	-3,834	-3,540	-3,788
투자자산의 처분	-90	-5,281	-1,088	-735	-921
유형자산의 처분	115	103	0	0	0
유형자산의 취득	-3,304	-2,102	-2,700	-2,754	-2,809
무형자산의 처분	-19	-32	0	0	0
기타	-131	-164	-45	-51	-59
재무활동현금흐름	-3,538	-3,810	-5,073	-4,232	-4,068
단기차입금의 증가	0	0	-1,000	0	0
장기차입금의 증가	508	560	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,029	-4,281	-4,283	-4,535	-4,535
기타	-17	-89	210	303	466
현금및현금성자산의순증가	685	1,298	1,901	4,016	4,528
기초현금및현금성자산	3,479	4,164	5,462	7,363	11,379
기말현금및현금성자산	4,164	5,462	7,363	11,379	15,907
Gross Cash Flow	10,810	12,464	12,099	12,660	13,477
Op Free Cash Flow	3,376	9,581	8,243	9,200	9,731

투자지표

(단위: 원, 배, %)

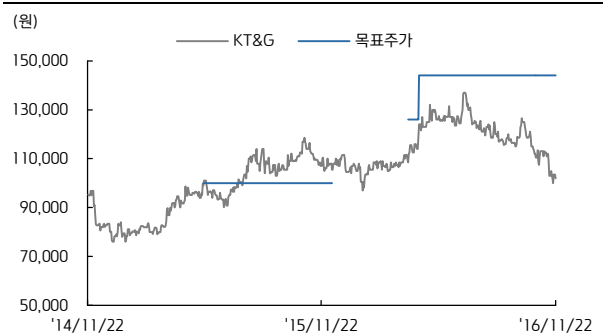
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,013	7,544	7,805	8,188	8,718
BPS	41,012	45,224	49,942	54,856	60,296
주당EBITDA	9,716	11,128	11,823	12,376	13,157
CFPS	7,108	8,697	8,918	9,325	9,920
DPS	3,400	3,400	3,600	3,600	3,600
주가배수(배)					
PER	12.7	13.9	13.1	12.5	11.7
PBR	1.9	2.3	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	7.1	8.5	7.6	7.0	6.3
PCFR	10.7	12.0	11.4	10.9	10.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.5	32.8	33.4	33.9	34.6
영업이익률(핵심)	28.5	32.8	33.4	33.9	34.6
EBITDA margin	32.4	36.6	36.9	37.3	38.0
순이익률	19.8	24.8	24.4	24.7	25.2
자기자본이익률(ROE)	14.7	17.2	16.2	15.5	15.0
투자자본이익률(ROIC)	19.7	23.2	24.6	24.6	25.0
안정성(%)					
부채비율	30.0	38.2	34.8	33.0	31.5
순차입금비율	-14.3	-21.8	-24.8	-28.5	-32.0
이자보상배율(배)	107.0	144.1	237.5	296.8	315.8
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.7	2.5	2.4	2.4
재고자산회전율	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
매입채무회전율	4.8	3.8	3.0	3.0	3.0

- 당사는 11월 21일 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 간섭 없이 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
	2016/04/05	BUY (Upgrade)	144,000원
	2016/04/22	BUY (Maintain)	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

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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%