

KT&G(033780)

급변하는 전자담배시장에서의 승리가 중요

수출 회복 더뎠지만 국내 전자담배시장에서 선방
릴 하이브리드 판매 증가해 전자담배시장 내 경쟁력 입증
액상담배라는 새로운 battle에서 어떻게 대응하느냐가 주가 주요 변수

Facts : 국내 담배 호조 담배 해외 법인 실적 개선

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 11.0%, 12.8% 증가해 대체로 컨센서스에 부합했다. 실적 호조 이유는 수출 회복이 더뎠음에도 불구하고 국내 전자담배 판매가 증가했기 때문이다. 전자담배시장 내 점유율은 전년동기 10%대 초반에서 이번 분기에 25~30% 수준으로 올라온 것으로 보인다. 한국인삼공사는 수료율 상승 등으로 흡쇼핑 판매 등이 줄며 매출액이 1.4% 증가하는 데 그쳤다.

Pros & cons : 담배 수출 부진을 전자담배가 메워

국내 전자담배 판매량은 전년동기 1.5억본에서 이번 분기에 6.3억본으로 증가한 것으로 추정된다. 지난해말 출시된 릴 하이브리드가 전용 스틱을 꽂아야하는 장점을 십분 발휘해 전자담배 점유율 상승에 기여하고 있다. 일반 쉐련 판매량은 점유율 상승에도 불구하고 전체 시장이 축소돼 성장이 없었으나, 전자담배 기기 및 스틱 매출액 증가가 전체 영업이익 증가의 절반 정도를 기여한 것으로 추정된다. 나머지 절반 정도는 수원부지 분양 확대와 연관이 있다. 수출은 낮은 기저에도 불구하고 전년동기대비 0.7% 감소라는 초라한 성적을 거뒀다. 전년동기에 중동 수출 감소를 보완했던 신시장 판매가 이번 분기에는 줄었고 중동 판매도 아직 예년 수준으로 회복되지는 못했다(중동 포함 주력 시장 수출액 50억원에서 320억원으로 증가 추정).

Action: 액상담배에서의 승자는?

4월에는 중동 수출이 2017년 동월의 70% 수준까지 회복했다. 대리상의 유통 재고가 상당히 줄어든 상태일 것이므로 앞으로의 수출 전망은 밝다. 다만 이번 달 말 출시 예정인 미국 전자담배 1위 브랜드 JUUL이 부담스럽다. 이 제품은 비가열식으로 현재 국내에서 팔리고 있는 액상담배와는 타입이 다르고, 니코틴 함량이 1% 미만이라도 연속 흡연으로 충족감을 준다면 시장의 반향이 있을 수 있다. 연무량이 풍부하고 기존 액상담배 대비 타격감이 좋다는 평이 많다. 동사는 이에 대응해 액상담배 신제품을 출시할 예정이다. 비가열식이라는 점 이외에 구체적인 스펙은

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/9)	2,102
주가(5/9)	98,300
시가총액(십억원)	13,496
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(원)	110,500/96,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,540
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.0/51.9
주요주주(%)	국민연금 10.0
	중소기업은행 6.9

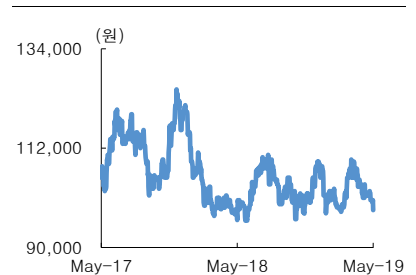
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	14.2	12.2	10.8
PBR(x)	1.7	1.6	1.5
ROE(%)	11.4	13.1	13.7
DY(%)	3.9	4.1	4.4
EV/EBITDA(x)	8.8	8.3	7.3
EPS(원)	7,141	8,634	9,743
BPS(원)	61,237	65,223	69,953

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.6)	(2.2)	2.3
KOSPI 대비(%p)	1.4	(3.0)	16.3

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

공개되지 않았지만 경쟁 우위가 확실한 유통망을 감안할 때, 이 시장에서도 최소 30% 이상의 점유율은 가져갈 수 있을 것이다. 문제는 앞으로도 세계 담배시장은 더 발전할 것이라는 점이다. PMI도 영국에서 테스트 론칭한 액상담배 IQOS Mesh를 일본과 한국에 출시할 가능성이 높다. 결국 우수한 기술, 설비, 마케팅력으로 급변하는 시장에 잘 대응하는 업체의 주가 지표만 상승할 것이다. 동사는 과거 글로벌 경쟁사 대비 주가 지표가 20% 이상 낮았지만 현재는 그 차이가 줄었다. 수출 회복이나 대규모 부동산 개발 이익 등 차별적인 요소가 부각된 이후에는, 보다 근본적으로 이러한 담배사업에서의 경쟁력에 따라 주가 지표가 다시 평가될 전망이다.

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	1,067.6	1,119.7	1,182.5	1,101.7	1,185.0	7.6	11.0	1,206
영업이익	311.4	323.0	356.9	263.9	351.1	33.0	12.8	368
영업이익률	29.2	28.8	30.2	24.0	29.6	5.7	0.5	30.5
세전이익	359.8	378.5	357.6	222.8	390.8	75.4	8.6	411
순이익	248.9	266.6	258.9	127.3	275.2	116.1	10.6	291

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익

자료: KT&G, 한국투자증권

〈표 2〉 Global peer 대비 PER premium 추이

(단위: 배, %)

		2016	2017	2018	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	14.2	12.2	10.8
	목표주가 적용 Implied PER			17.5	14.5	12.8
Global peer	평균 PER	20.7	16.7	15.8	15.0	12.5
PER premium	PER	(49.9)	(25.2)	(10.2)	(18.9)	(13.6)
	목표주가 적용 Implied PER			10.6	(3.4)	2.8

주: 5월 8일 종가 기준

자료: KT&G, Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 한국 담배 시장과 KT&G 점유율 전망

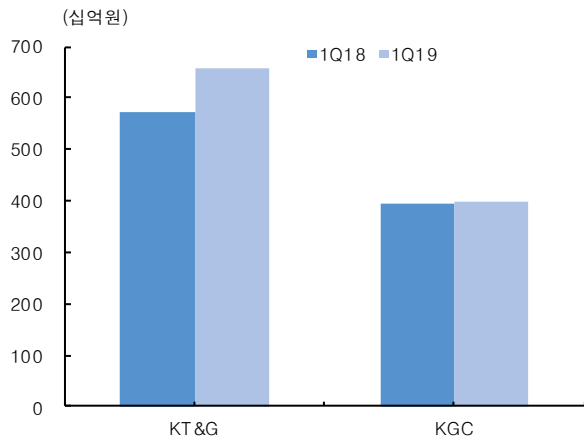
(단위: 백만본)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2017	2018	2019F	2020F
전체 담배시장(A)	16,839	18,934	20,541	16,956	16,502	18,692	19,529	18,086	16,959	73,314	72,506	72,049	71,513
일반궐련시장	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,842	17,559	15,827	14,495	71,785	65,206	59,639	54,139
전자담배시장(B)	-	38	514	978	1,221	1,850	1,970	2,259	2,464	1,529	73,00	12,410	17,374
전자담배시장비중(% B/A)	-	0.2	2.5	5.8	7.4	9.9	10.1	12.5	14.5	2.1	10.1	17.2	24.3
KT&G 일반궐련 판매(C)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,430	10,984	9,800	9,146	43,500	40,449	37,155	33,891
KT&G 전자담배 판매(D)	-	-	-	40	149	280	380	447	630	40	1,256	3,227	6,602
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,385	10,710	11,364	10,246	9,776	43,540	41,705	40,382	40,493
(%, YoY)													
전체 담배시장(A)	(4.8)	(2.4)	0.2	(9.4)	(2.0)	(1.3)	(4.9)	6.7	2.8	(4.6)	(1.1)	(0.6)	(0.7)
일반궐련시장	(4.8)	(2.6)	(2.3)	(14.4)	(11.1)	(10.9)	(12.3)	(1.2)	(3.2)	(5.9)	(9.2)	(8.5)	(9.2)
전자담배시장(B)	-	-	-	-	-	4,785.5	283.6	131.1	101.8	177.3	377.5	70.0	40.0
KT&G 일반궐련 판매(C)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.8)	(10.3)	(8.1)	(10.8)	2.6	(1.0)	(3.8)	(7.0)	(8.1)	(8.8)
KT&G 전자담배 판매(D)	-	-	-	-	-	-	-	1,016.5	322.8	-	3,039.0	157.0	104.6
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.5)	(8.9)	(5.6)	(7.7)	6.9	4.2	(3.7)	(4.2)	(3.2)	0.3
(%, 각 시장대비)													
KT&G 일반궐련 점유율	61.2	60.0	61.5	59.6	61.7	61.9	62.6	61.9	63.1	60.6	62.0	62.3	62.6
KT&G 전자담배 점유율	-	-	-	4.1	12.2	15.1	19.3	19.8	25.6	2.6	17.2	26.0	38.0
KT&G 전체 담배 점유율	61.2	59.9	59.9	56.5	56.9	57.3	58.2	56.7	57.6	59.4	57.5	56.0	56.6

주: 전자담배시장 규모, KT&G의 전자담배 판매량은 한투증권 추정치임

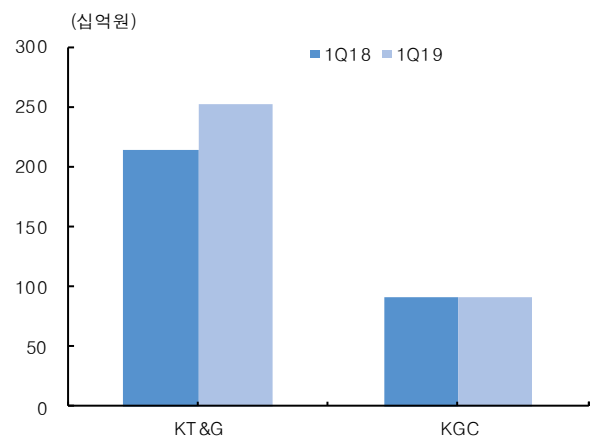
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 1] 주요 법인 1분기 매출액



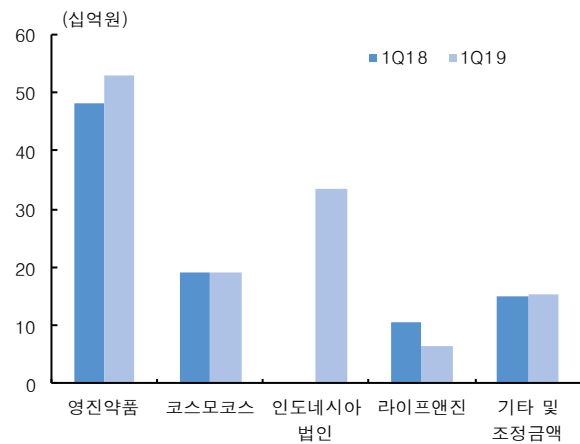
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 2] 주요 법인 1분기 영업이익



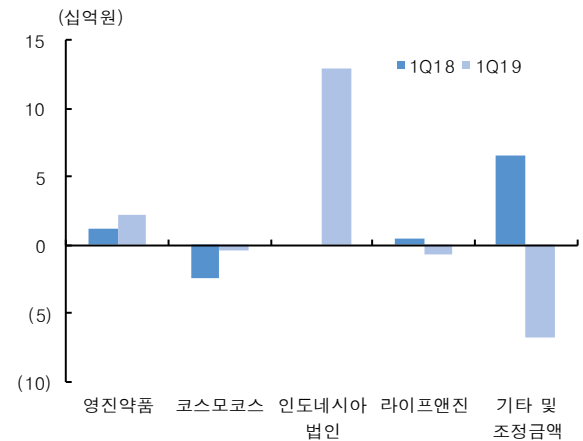
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 3] 기타 연결 종속 법인 1분기 매출액



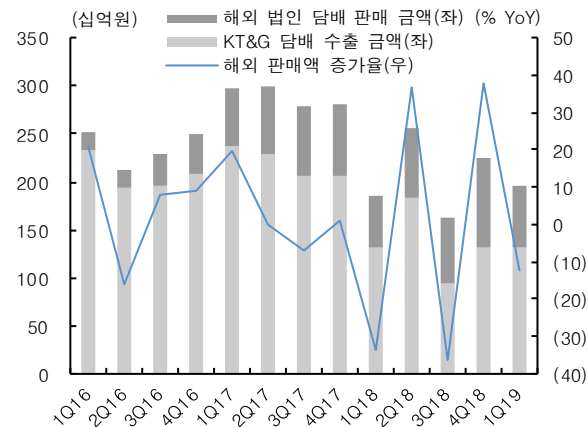
주: 인도네시아는 같은 기준의 1Q18 실적 미공개
 자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 4] 기타 연결 종속 법인 1분기 영업이익



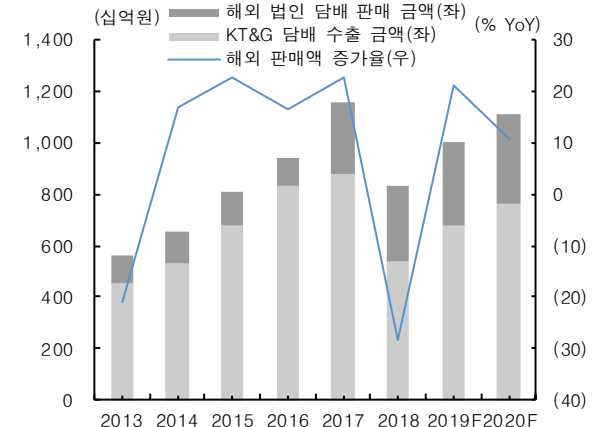
주: 인도네시아는 같은 기준의 1Q18 실적 미공개
 자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 5] 해외 담배 분기 매출액 동향



자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 6] 해외 담배 연간 매출액 전망



자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 7] JUUL



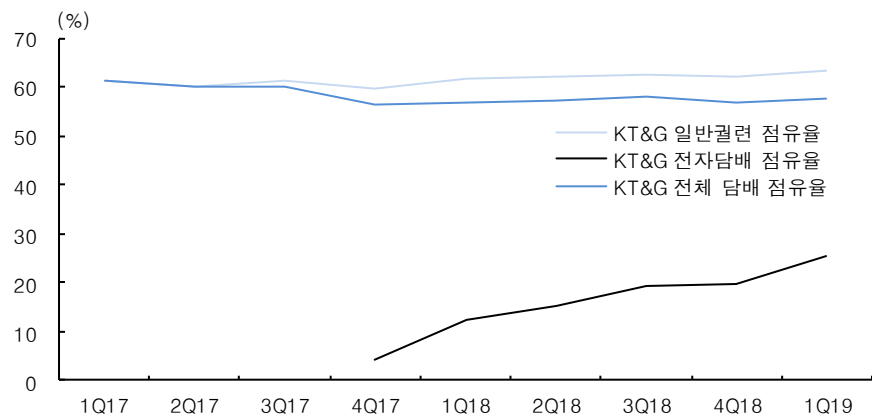
주: 미국 출시 모델 사진
자료: Juul, 한국투자증권

[그림 8] PMI의 아이코스 매쉬



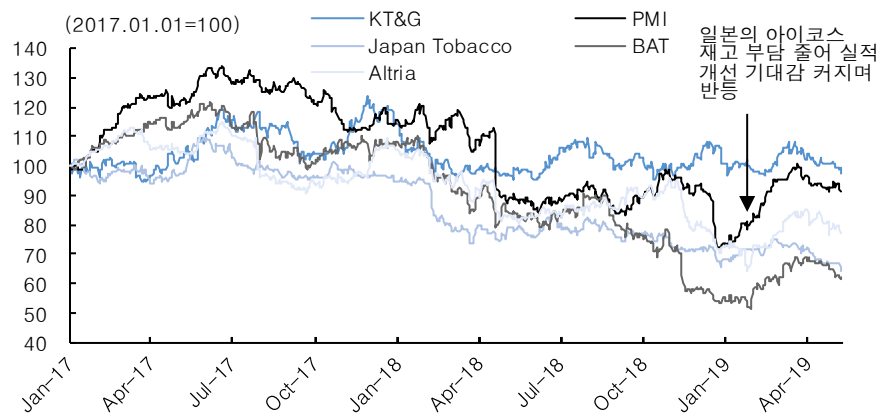
자료: Philip Morris, 한국투자증권

[그림 9] 담배 점유율 추이



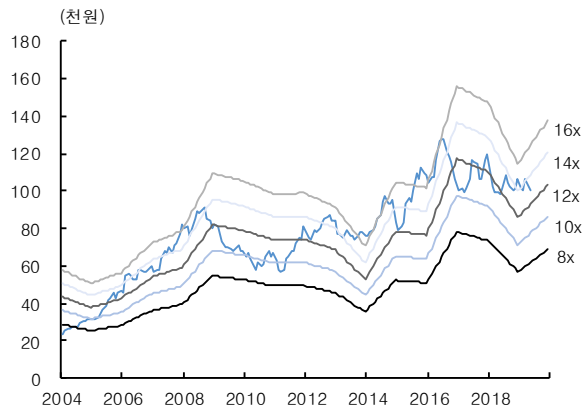
주: 전자담배 및 전체 담배 점유율은 한투증권 추정치임
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 10] Global peer 주가 동향



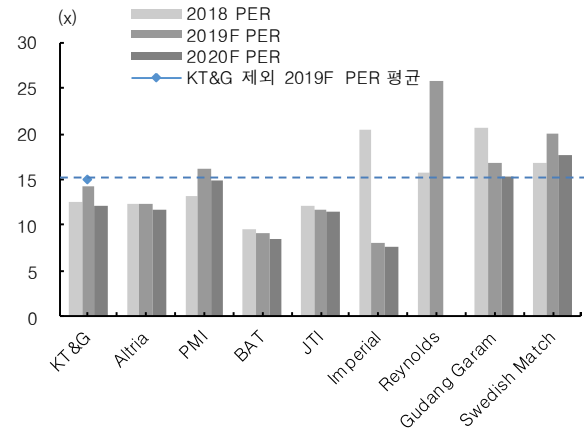
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 12] Global peer와의 PER 비교



주: 5월 8일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

케이티앤지는 1987년 4월에 설립되어 2002년 12월에 한국담배인삼공사에서 케이티앤지로 사명을 변경했음. 담배의 제조와 판매, 홍삼 및 건강기능식품의 제조와 판매를 주요사업으로 영위하고 있으며, 필연형 담배의 경우 1분기 기준 63.1%의 국내 시장 점유율을 기록하며 업계 1위를 유지하고 있음. 해외시장에서도 중아시아, 동남아, 미국을 거점으로 6개국에 지사/공장 형태로 진출해있으며 2019년 기준 총 50개국, 210여개 브랜드를 수출하고 있음. 홍삼부문을 담당하는 자회사인 KGC인삼공사 또한 국내 최대 건강기능식품 기업으로 국내 총 1,300여개의 유통망, 60여개국에 수출하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,585	6,413	6,769	7,204	7,703
현금성자산	1,230	933	880	813	970
매출채권및기타채권	1,109	959	1,051	1,138	1,198
재고자산	2,317	2,461	2,688	2,979	3,138
비유동자산	3,391	3,742	4,011	4,317	4,511
투자자산	1,076	1,197	1,314	1,456	1,534
유형자산	1,757	1,819	1,904	1,982	2,052
무형자산	85	72	79	87	92
자산총계	9,976	10,155	10,780	11,521	12,214
유동부채	1,803	1,641	1,725	1,818	1,871
매입채무및기타채무	1,440	1,118	1,222	1,354	1,426
단기차입금및단기사채	175	130	130	130	130
유동성장기부채	4	5	5	5	5
비유동부채	343	381	378	381	370
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	101	97	67	37	7
부채총계	2,146	2,022	2,103	2,199	2,240
지배주주지분	7,772	8,079	8,627	9,276	9,932
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	484	484	484	484	484
기타자본	(328)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	6,745	7,109	7,656	8,306	8,962
비지배주주지분	58	54	50	46	42
자본총계	7,830	8,133	8,677	9,322	9,974

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,140	822	957	1,057	1,201
당기순이익	1,164	899	1,087	1,226	1,283
유형자산감가상각비	156	146	155	162	170
무형자산상각비	5	4	4	4	4
자산부채변동	(152)	(331)	(282)	(330)	(244)
기타	(33)	104	(7)	(6)	(12)
투자활동현금흐름	(330)	(46)	(440)	(518)	(387)
유형자산투자	(318)	(394)	(250)	(250)	(250)
유형자산매각	4	27	10	10	10
투자자산순증	(27)	364	(104)	(129)	(63)
무형자산순증	(5)	(5)	(10)	(13)	(9)
기타	17	(38)	(85)	(136)	(74)
재무활동현금흐름	(434)	(550)	(569)	(607)	(657)
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	45	(45)	(30)	(30)	(30)
배당금지급	(460)	(505)	(505)	(543)	(581)
기타	(18)	(3)	(34)	(34)	(46)
기타현금흐름	3	(8)	0	0	0
현금의증가	379	218	(53)	(67)	157

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,667	4,472	4,887	5,417	5,706
매출원가	1,909	1,836	2,034	2,242	2,369
매출총이익	2,758	2,635	2,853	3,174	3,336
판매관리비	1,332	1,380	1,460	1,599	1,695
영업이익	1,426	1,255	1,393	1,575	1,642
금융수익	69	92	94	102	112
이자수익	43	17	12	12	13
금융비용	27	7	6	5	4
이자비용	9	7	6	5	4
기타영업외손익	(128)	(30)	8	9	9
관계기업관련손익	6	9	12	13	14
세전계속사업이익	1,346	1,319	1,501	1,694	1,772
법인세비용	181	420	414	467	489
연결당기순이익	1,164	899	1,087	1,226	1,283
지배주주지분순이익	1,164	902	1,090	1,230	1,288
기타포괄이익	47	(45)	0	0	0
총포괄이익	1,212	854	1,087	1,226	1,283
지배주주지분포괄이익	1,208	858	1,090	1,230	1,288
EBITDA	1,587	1,405	1,552	1,741	1,816

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,217	7,141	8,634	9,743	10,197
BPS	59,000	61,237	65,223	69,953	74,733
DPS	4,000	4,000	4,300	4,600	5,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.6	(4.2)	9.3	10.8	5.3
영업이익증가율	(3.0)	(12.0)	11.0	13.0	4.2
순이익증가율	(5.5)	(22.5)	20.9	12.8	4.7
EPS증가율	(5.6)	(22.5)	20.9	12.8	4.7
EBITDA증가율	(2.5)	(11.5)	10.4	12.2	4.3
수익성(%)					
영업이익률	30.6	28.1	28.5	29.1	28.8
순이익률	24.9	20.2	22.3	22.7	22.6
EBITDA Margin	34.0	31.4	31.8	32.1	31.8
ROA	11.8	8.9	10.4	11.0	10.8
ROE	15.7	11.4	13.1	13.7	13.4
배당수익률	3.5	3.9	4.1	4.4	4.8
배당성향	43.4	56.0	49.8	47.2	49.0
안정성					
순차입금(십억원)	(2,533)	(1,307)	(1,317)	(1,348)	(1,573)
차입금/자본총계비율(%)	3.6	2.8	2.3	1.8	1.4
Valuation(X)					
PER	12.5	14.2	12.2	10.8	10.3
PBR	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.2	8.8	8.3	7.3	6.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G (033780)	2017.04.17	매수	125,000원	-12.5	0.0
	2018.04.17	1년경과		-17.8	-11.6
	2019.04.17	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 10일 현재 KT&G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 KT&G 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.