

KT&G(033780)

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

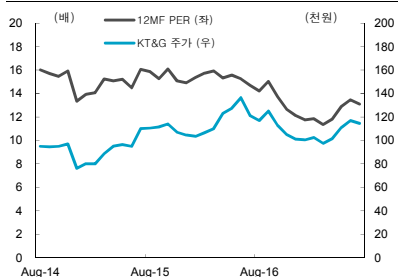
Stock Data

KOSPI(7/4)	2,381
주가(7/4)	114,500
시가총액(십억원)	15,720
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	136,500/95,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,162
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.8/54.2
주요주주(%)	국민연금 9.1
	중소기업은행 6.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	16.4	(16.1)
상대주가(%p)	0.1	(0.0)	(35.4)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2Q17 Preview: 수풀을 헤치며

2분기 실적 컨센서스 부합

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 5.6%, 7.5% 증가해 컨센서스에 부합할 전망이다. 우선 국내 담배 실적은 흡연경고그림 도입이 진척되었음에도 불구하고 시장 수요의 전년동기대비 감소율이 1분기보다 작은 3.4%를 기록하며 양호할 것으로 보인다. 우려했던 아이코스는 기기 부족으로 동사 점유율에 큰 영향을 못 줄 것이다. 담배 내수 점유율은 전년동기 59.3%에서 60.3%로 올라갈 전망이다. 2분기 수출은 물량이 7.6%로 1분기 대비 다소 낮게 증가하겠지만, 달러 ASP는 5.8% 상승하는 회복세를 보일 것으로 예상된다. 1분기에 중동/중아시아향 수출이 몰렸고, 이로 인한 인센티브 지급으로 ASP 하락한 것의 반작용이 2분기에 일어났다. 홍삼 매출액은 에브리타임 등의 높은 기저를 감안할 때 1분기보다는 낮은 7.9%의 성장률이 예상된다.

아이코스 공급 충분치 않은 듯

6월초부터 PMI의 아이코스가 서울 지역에서 몇 개의 직영점과 2천여개의 CU매장에서 판매되고 있지만, 아직은 기기 공급이 수요를 충족하지 못하고 있는 것으로 파악된다. 이는 KT&G가 전자담배 경쟁품에 대응할 시간을 벌어주고 있다. PMI는 전세계적으로 아이코스용 쥘련인 히트스틱(HeatStick)의 생산 능력을 2016년말 150억개에서 2017년말 500억개, 2018년말에는 1,000억개까지 빠르게 늘릴 예정이다. 그러나 한국에서는 올해 7개월간 1.5% 정도의 점유율을 차지할 만큼의 기기만 공급될 것이라는 전망이 대두됐다. 우리는 2017년 아이코스의 점유율을 이와 유사한 수준인 1.4%로 가정해 왔다.

KT&G의 전자담배 출시 빠를수록 위험은 줄어듦

하반기 중으로 KT&G가 아이코스와 유사한 고체형 전자담배를 출시할 것이라는 관측이 많은데, 우리는 KT&G의 출시 시점이 빠르면 빠를수록 경쟁품의 선점 효과를 약화시켜 점유율 방어에 유리할 것으로 판단한다. 다만 8월에 BAT의 글로(Glo)가 한국에 출시되고, PMI의 RRP(reduced risk product) platform이 아이코스 이외에도 3개가 더 존재한다는 점은 부담이다. 또한 PMI가 FDA를 통해 아이코스를 사용하는 것이 일반 쥘련 흡연보다 건강에 덜 유해하다는 것을 입증하면 수요에 영향을 줄 수 있다는 사실도 고려해야 한다.

장기적으로 자산가치 부각될 가능성 높아

전자담배 이슈는 아직은 주가 부담 요인이나, 수출/홍삼 등 타부문의 선전, 그리고 유휴 부동산 개발, 배당 증가는 주가의 상승 압력으로 작용할 것이다. 특히 올해 완공될 대구 부지의 10배에 해당하는 수원부지(30만㎡ 규모)가 용도 변경을 추진 중이라는 점,

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	4,170	1,366	1,036	8,222	25.4	1,528	12.7	8.3	2.2	17.5	3.3
2016A	4,503	1,470	1,231	9,759	18.7	1,628	10.3	7.0	1.9	18.6	3.6
2017F	4,735	1,587	1,238	9,804	0.5	1,748	11.7	7.3	1.9	16.7	3.3
2018F	4,834	1,627	1,300	10,298	5.0	1,796	11.1	6.7	1.8	15.9	3.7
2019F	5,079	1,722	1,383	10,950	6.3	1,895	10.5	6.1	1.6	15.4	3.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com정유진 3276-6228
youjinjung@truefriend.com

또 이외에 용인, 평창 등지에 지점 통폐합 등으로 대형 개발 가능 부동산이 생기고 있다는 점은 장기적으로 자산가치를 부각시킬 것이다. 현재 SOTP valuation에는 유희부동산의 가치를 2,700억원으로 반영하고 있으나 이들 부지의 용도 변경이 성공할 경우 개발가치는 충분히 1조를 상회할 전망이다. 배당 수익률도 3.3%로 양호하다. 당분간 위험과 기회에 대한 평가가 혼재해 큰 폭의 주가 등락은 없을 것으로 예상된다.

<표 1> 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q17F	2Q16	YoY	1Q17	QoQ	Consensus	차이
매출액	1,148.8	1,088.1	5.6	1,178.7	(2.5)	1,151.5	(0.2)
KT&G	770.7	745.5	3.4	726.0	6.2		
KGC	273.5	253.5	7.9	341.8	(20.0)		
매출총이익	692.7	648.3	6.9	700.6	(1.1)		
판관비	320.8	302.5	6.1	305.2	5.1		
영업이익	371.9	345.9	7.5	395.5	(5.9)	370.7	0.3
KT&G	335.3	322.7	3.9	319.9	4.8		
KGC	38.3	35.1	9.1	79.2	(51.6)		
세전이익	411.8	383.1	7.5	331.8	24.1	393.4	4.7
지배주주순이익	314.3	284.9	10.3	234.5	34.0	293.2	7.2
매출원가율	39.7	40.4		40.6			
판관비율	27.9	27.8		25.9			
영업이익률	32.4	31.8		33.5		32.2	
세전이익률	35.8	35.2		28.1		34.2	
지배주주순이익률	27.4	26.2		19.9		25.5	

자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 2> SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	목표가치	주당 목표가치	평가 방법
영업가치	14,103	102,723	DCF(WACC 8.5%, ROIC 7%, g 2%) 산출가치 20% 할인
KT&G	12,270	89,369	
KGC 등	1,833	13,354	
매도가능금융자산, 예치금	385	2,805	2016년말
유희부동산	270	1,967	공시지가(공업용)
자사주	557	4,056	시가 50% 할인
현금	2,265	16,497	2016년말
계	17,580	128,047	

자료: KT&G, 한국투자증권

<표 3> 목표주가 적용 Implied PER

(단위: 배)

	2016	2017F	2018F	2019F
PER	10.3	11.7	11.1	10.5
목표주가 적용 Implied PER	12.8	12.7	12.1	11.4
Global peers AVG.	19.3	20.3	18.6	17.2

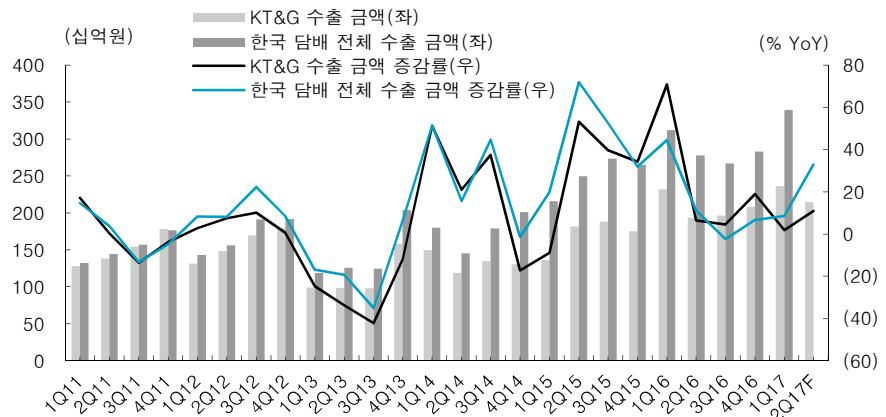
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 한국 아이코스 판매

구분	내용
판매처	- 광화문 •가로수길 직영점 - 서울 지역 2,000 여개 CU 매장 - 일렉트로마트 3 개 지점
기기 값	12 만원(프로모션 적용시 9 만 7 천원)
전용 담배 가격(HEETS 20 개비)	4,300 원

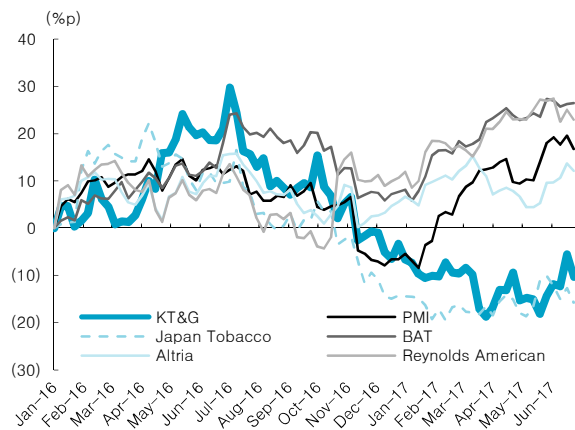
자료: PMI, 한국투자증권

[그림 1] 담배 수출 동향



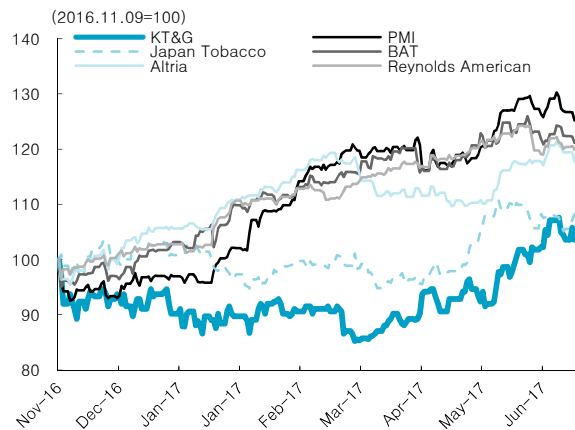
자료: KT&G, 관세청, 한국투자증권

[그림 2] 세계 담배회사 상대주가 동향



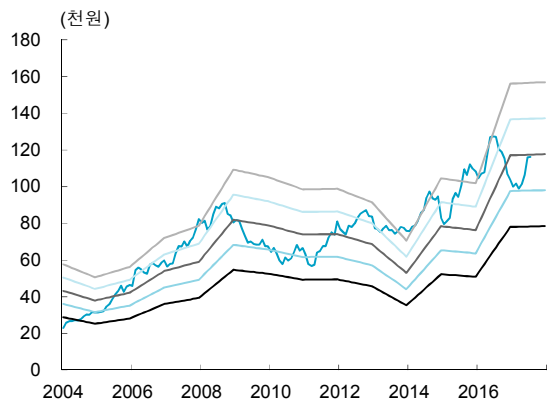
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 세계 담배회사 절대주가 동향(트럼프 당선 이후)



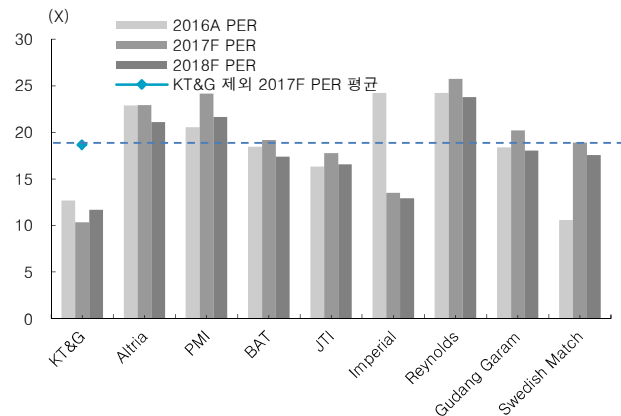
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] KT&G 수정 PER Band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] 세계 담배회사의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

기업 주식회사 케이티앤지는 1987년 4월에 설립되어 2002년 12월에 한국담배인삼공사에서 케이티앤지로 사명을 변경했다. 당사는 크게 담배의 제조와 판매, 홍삼 및 건강기능식품의 제조와 판매를 주요사업으로 영위하고 있으며, 담배의 경우 2015년 기준 58.4%의 국내 시장 점유율을 기록하며 업계 1위를 유지하고 있다. 해외시장에서도 중앙아시아, 동남아, 미국을 거점으로 7개국에 지사/공장 형태로 진출해있으며 2011년 기준 총 45개국, 70여개 브랜드를 수출하고 있다. 홍삼 부문을 담당하는 자회사인 KGC인삼공사 또한 국내 최대 건강기능식품 기업으로 국내 총 1,000여개의 유통망, 60여개국에 수출하고있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,571	6,621	7,242	7,907	8,623
현금성자산	546	851	1,208	1,816	2,224
매출채권및기타채권	1,200	1,266	1,331	1,353	1,422
재고자산	2,119	2,265	2,336	2,320	2,438
비유동자산	3,102	3,192	3,448	3,604	3,824
투자자산	873	984	1,035	1,064	1,118
유형자산	1,790	1,602	1,848	1,963	2,100
무형자산	105	105	110	113	118
자산총계	8,673	9,813	10,690	11,510	12,447
유동부채	1,872	2,153	2,256	2,301	2,404
매입채무및기타채무	1,384	1,787	1,894	1,933	2,031
단기차입금및단기사채	206	137	137	137	137
유동성장기부채	28	10	10	10	10
비유동부채	526	541	564	574	598
사채	9	9	9	9	9
장기차입금및금융부채	94	107	108	109	110
부채총계	2,398	2,694	2,820	2,875	3,002
지배주주지분	6,209	7,046	7,804	8,575	9,390
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	485	510	510	510	510
기타자본	(337)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	5,232	6,009	6,768	7,537	8,352
비지배주주지분	67	73	67	62	56
자본총계	6,275	7,118	7,872	8,637	9,446

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,259	1,498	1,255	1,487	1,443
당기순이익	1,032	1,226	1,233	1,295	1,377
유형자산감가상각비	151	152	154	162	167
무형자산상각비	11	6	6	6	7
자산부채변동	13	176	(137)	29	(106)
기타	52	(62)	(1)	(5)	(2)
투자활동현금흐름	(748)	(703)	(423)	(354)	(474)
유형자산투자	(210)	(162)	(411)	(287)	(314)
유형자산매각	10	12	10	10	10
투자자산순증	(528)	(508)	(48)	(26)	(51)
무형자산순증	(3)	(8)	(12)	(9)	(12)
기타	(17)	(37)	38	(42)	(107)
재무활동현금흐름	(381)	(488)	(474)	(524)	(561)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	56	(55)	1	1	1
배당금지급	(428)	(428)	(455)	(480)	(530)
기타	(9)	(5)	(20)	(45)	(32)
기타현금흐름	(1)	(2)	0	0	0
현금의증가	130	305	358	608	407

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

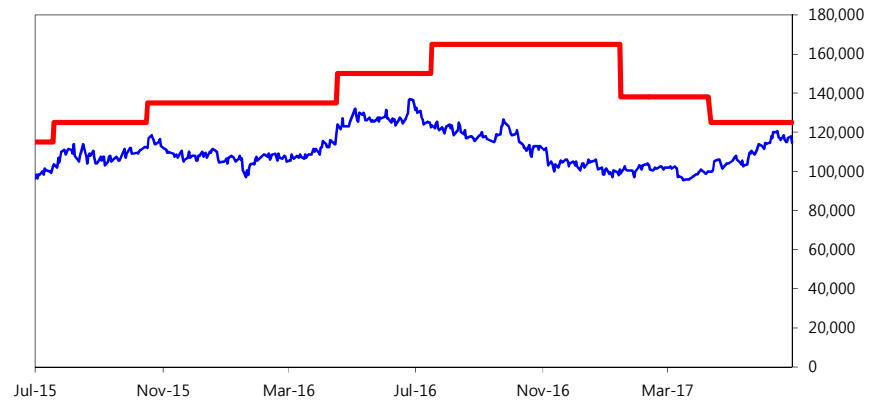
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,735	4,834	5,079
매출원가	1,631	1,797	1,851	1,865	1,939
매출총이익	2,539	2,707	2,884	2,969	3,139
판매관리비	1,173	1,236	1,297	1,341	1,417
영업이익	1,366	1,470	1,587	1,627	1,722
금융수익	84	67	53	94	108
이자수익	35	38	49	59	69
금융비용	10	15	14	14	14
이자비용	9	7	6	6	6
기타영업외손익	(41)	63	(6)	(6)	(7)
관계기업관련손익	15	2	2	2	2
세전계속사업이익	1,414	1,588	1,622	1,704	1,811
법인세비용	382	362	389	409	435
연결당기순이익	1,032	1,226	1,233	1,295	1,377
지배주주지분순이익	1,036	1,231	1,238	1,300	1,383
기타포괄이익	(31)	1	1	1	1
총포괄이익	1,001	1,227	1,233	1,295	1,377
지배주주지분포괄이익	1,007	1,231	1,238	1,301	1,383
EBITDA	1,528	1,628	1,748	1,796	1,895

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,222	9,759	9,804	10,298	10,950
BPS	47,679	53,709	59,235	64,847	70,782
DPS	3,400	3,600	3,800	4,200	4,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.4	8.0	5.2	2.1	5.1
영업이익증가율	16.6	7.6	8.0	2.5	5.8
순이익증가율	25.4	18.9	0.5	5.0	6.3
EPS증가율	25.4	18.7	0.5	5.0	6.3
EBITDA증가율	14.5	6.6	7.4	2.7	5.5
수익성(%)					
영업이익률	32.8	32.6	33.5	33.7	33.9
순이익률	24.8	27.3	26.1	26.9	27.2
EBITDA Margin	36.6	36.2	36.9	37.2	37.3
ROA	12.8	13.3	12.0	11.7	11.5
ROE	17.5	18.6	16.7	15.9	15.4
배당수익률	3.3	3.6	3.3	3.7	3.9
배당성향	41.4	36.9	38.8	40.8	41.1
안정성					
순차입금(십억원)	(1,365)	(2,265)	(2,750)	(3,394)	(3,892)
차입금/자본총계비율(%)	5.4	3.7	2.7	2.4	2.2
Valuation(X)					
PER	12.7	10.3	11.7	11.1	10.5
PBR	2.2	1.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.3	7.0	7.3	6.7	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2015.07.06	매수	115,000 원
	2015.07.24	매수	125,000 원
	2015.10.22	매수	135,000 원
	2016.04.22	매수	150,000 원
	2016.07.22	매수	165,000 원
	2017.01.20	매수	138,000 원
	2017.04.17	매수	125,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 4일 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 배주자는 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 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.