

# KT&G(033780)

## 실적 부진은 배당 증가로 이어진다?

### 1월 전자담배시장 확대로 국내 실적 악화 추정

26일 동사는 1월 별도 기준 매출액과 영업이익이 각각 1,677억원, 701억원을 기록해 전년동기대비 29.3%, 37.1% 감소했다고 공시했다. 3월 16일 주주총회를 앞둔 취재 경쟁에서 1월 실적이 노출된 것이 월별 실적을 공개한 이유로 보인다. 기획재정부의 발표대로 쉐련형전자담배의 시장 점유율이 지난해 12월 6.1%에서 1월에 9.1%로 급등한 것이 실적 악화의 주 원인으로 분석된다. 일반 쉐련 수요가 전자담배로 이전되고 있는 것으로, 동사의 1월 일반 쉐련 판매량은 전년동기대비 20% 가량 감소했다. 동사의 1월 전자담배 시장 내 점유율은 6.1%로 전자담배 판매량은 30백만본(11월~12월 40백만본)에 불과했다. 따라서 일반 쉐련과 전자담배를 합산한 시장 내 점유율은 약 57%를 기록해 지난해 1분기 61.2%보다 낮았던 것으로 추산된다.

### 수출 부진은 회복중인 듯

1월에 담배 수출이 전년동월대비 66.6% 감소한 것도 실적 부진의 원인이다. 매년 말 갱신되었던 수입상 Alokazay와의 계약이 중동 현지의 통화가치 절하와 소비세 상승 등을 이유로 체결이 지연되고 있다. 또한 신시장으로의 수출도 선적 문제로 원활하지 못했다. 이 선적문제는 2월에는 상당히 해결된 것으로 보이고, Alokazay와의 계약도 1분기 내에는 체결될 것으로 관측된다.

### 판매처 확대되며 전자담배 점유율 개선될 것

1월 실적 부진에 아직 크게 실망할 필요는 없다. 우선 전자담배의 판매처가 CAPA 확충에 연동해 확대되고 있기 때문이다. 2월 7일부터 릴과 쉐의 판매처가 기존 서울 지역 GS 25 편의점 2,700곳에서 씨유, 세븐일레븐, 미니스톱, 이마트 24를 포함한 7,700곳으로 확대된다. 조만간 광역시 판매도 시작되고 연내에 전국 판매 체제가 완성될 전망이다. 따라서 동사의 전자담배 점유율은 점진적으로 올라갈 것이다. 담배 수출도 2월 누적 기준으로는 전년동기 수준을 거의 회복했다.

	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	4,667	1,426	1,164	9,220	(5.5)	1,587	12.5	8.1	2.0	15.7	3.5
2018F	4,717	1,357	1,068	8,457	(8.3)	1,529	11.9	6.9	1.6	13.3	4.5
2019F	4,994	1,412	1,126	8,917	5.4	1,595	11.3	6.5	1.5	13.2	5.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

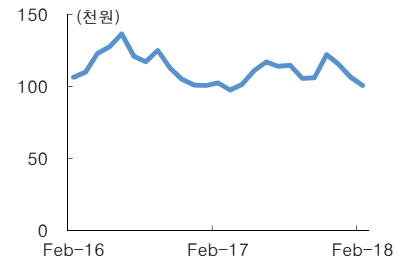
### Stock Data

KOSPI(2/26)	2,458
주가(2/26)	100,500
시가총액(십억원)	13,798
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(원)	125,000/95,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,292
유통주식비율/외국인지분율(%)	73.9/53.2
주요주주(%)	국민연금 9.1
	중소기업은행 6.9

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.8)	(12.6)	(1.0)
KOSPI 대비(%p)	(3.2)	(15.9)	(18.3)

### 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

### 그러나 전자담배로의 수요 이전이 빠르면 문제

다만 현재 추정되는 동사의 2018년 연간 껍 생산량은 20억본을 크게 초과하지 않을 것으로 보여, 전자담배시장의 확대가 더 커지면, 실적 개선에 부담이 생길 것으로 예상된다. 전자담배시장의 확대는 곧 일반 껍련 수요의 축소를 의미하기 때문에 동사의 합산 점유율은 떨어질 위험이 있다. 만약 동사의 껍 CAPA가 계획보다 빠르게 확대되거나, 전자담배의 수요 증가가 단기적으로는 더 느리거나, 동사가 새로운 타입의 전자담배를 출시해 점유율 상승 전기를 맞는다면 실적 전망은 상향될 것이다.

### 배당 증가가 주가 버팀목

한편 오늘 28일로 관측되고 있는 이사회에서 중소기업은행(의결권 기준 지분을 7.53%, 국민연금에 이은 2대 주주)의 사외이사 추천 등이 주총 안건으로 결정될 지가 시장의 관심사이다. 또한 3월 16일로 예상되는 주총에서 외국인 주주가 백복인 사장 선임에 찬성할지 아닐지도 향후 경영 정책의 흐름을 예측하는 중요한 이슈이다. 백복인 사장이 재선임된다며 경영 정책의 큰 변화는 없을 것이다. 다만 우리는 앞으로 어떠한 경영진이 선임되더라도 주주이익환원정책은 강화될 수 밖에 없다고 본다. 중소기업은행이 투자목적을 경영참가로 바꾸고 사외이사를 추천했고, 스튜어드쉽코드 도입 기관인 늘어나는 현실 자체가 배당 증가 등에 대한 강한 압박이 될 것으로 판단하기 때문이다. 금리 상승기의 배당주의 배당 확대는 주가 방어를 위한 필요 조건이기도 하다. 다소 확대된 사업 위험을 주주이익환원 정책 강화로 상쇄되는 모습이 연출될 전망이다.

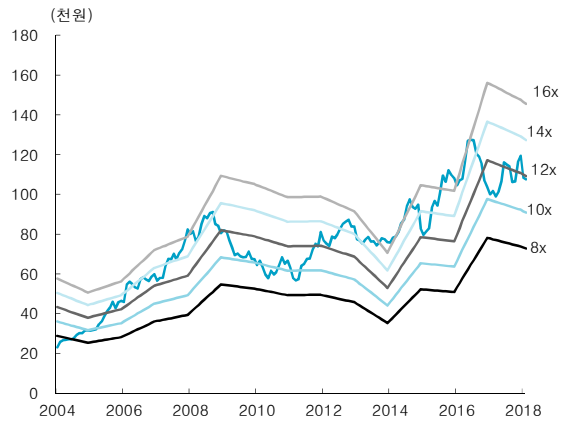
〈표 1〉 일반 껍련 vs 전자담배 판매 전망

(단위: 백만본)

		한투증권 추정		회사 추정	
	2017	2018F	2019F	2018.1	2018F
[전체 시장]					
일반 껴런	71,785	62,287	56,351	4,900	
껴런형전자담배 (A)	1,500	11,500	17,250	490	8,000
계 (B)	73,285	73,787	73,601	5,390	
전자담배 비중 (A/B)	2.0%	15.6%	23.4%	9.1%	
[KT&G 판매량]					
일반 껴런	43,500	38,182	34,768	3,040	40,020
껴런형전자담배	40	4,255	7,418	30	2,000
계	43,540	42,437	42,186	3,070	42,020
[KT&G 점유율]					
일반 껴런	60.6%	61.3%	61.7%	62.0%	
껴런형전자담배	2.7%	37.0%	43.0%	6.1%	25.0%
계	59.4%	57.5%	57.3%	57.0%	

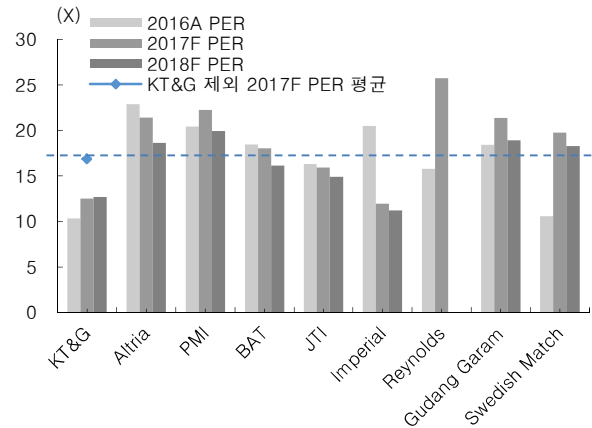
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 3] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

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 수출하고 있다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,571	6,621	7,169	7,524	7,931
현금성자산	546	851	1,027	1,226	1,264
매출채권및기타채권	1,200	1,266	1,311	1,321	1,398
재고자산	2,119	2,265	2,357	2,382	2,522
비유동자산	3,102	3,192	3,431	3,595	3,813
투자자산	873	984	1,041	1,052	1,114
유형자산	1,790	1,602	1,834	1,980	2,104
무형자산	105	105	109	110	116
자산총계	8,673	9,813	10,600	11,119	11,744
유동부채	1,872	2,153	2,219	2,233	2,338
매입채무및기타채무	1,384	1,787	1,853	1,873	1,983
단기차입금및단기사채	206	137	137	137	137
유동성장기부채	28	10	10	10	10
비유동부채	526	541	556	561	587
사채	9	9	9	9	9
장기차입금및금융부채	94	107	107	107	107
부채총계	2,398	2,694	2,775	2,794	2,925
지배주주지분	6,209	7,046	7,752	8,252	8,746
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	485	510	510	510	510
기타자본	(337)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	5,232	6,009	6,669	7,168	7,663
비지배주주지분	67	73	73	73	73
자본총계	6,275	7,118	7,825	8,324	8,819

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,259	1,498	1,154	1,214	1,175
당기순이익	1,032	1,226	1,164	1,068	1,126
유형자산감가상각비	151	152	154	166	176
무형자산상각비	11	6	6	6	7
자산부채변동	13	176	(169)	(25)	(139)
기타	52	(62)	(1)	(1)	5
투자활동현금흐름	(748)	(703)	(473)	(446)	(506)
유형자산투자	(210)	(162)	(396)	(322)	(309)
유형자산매각	10	12	10	10	10
투자자산순증	(528)	(508)	(4)	(9)	(59)
무형자산순증	(3)	(8)	(10)	(7)	(13)
기타	(17)	(37)	(73)	(118)	(135)
재무활동현금흐름	(381)	(488)	(505)	(568)	(631)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	56	(55)	0	0	0
배당금지급	(428)	(428)	(455)	(505)	(568)
기타	(9)	(5)	(50)	(63)	(63)
기타현금흐름	(1)	(2)	0	0	0
현금의증가	130	305	176	200	37

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

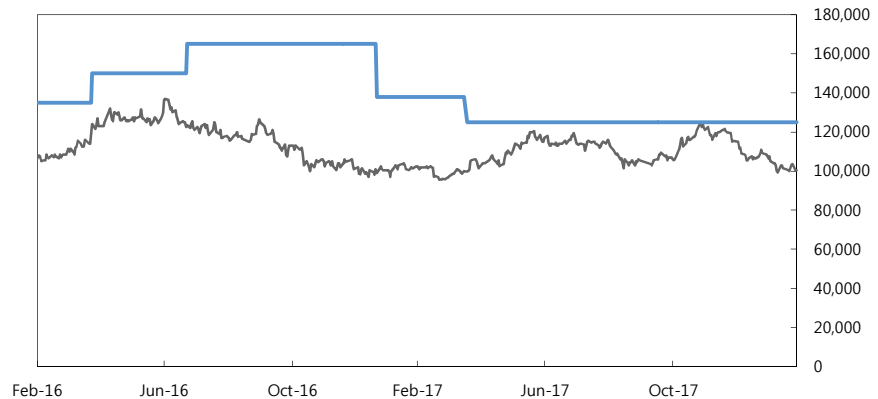
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,667	4,717	4,994
매출원가	1,631	1,797	1,909	1,961	2,093
매출총이익	2,539	2,707	2,758	2,756	2,901
판매관리비	1,173	1,236	1,332	1,400	1,489
영업이익	1,366	1,470	1,426	1,357	1,412
금융수익	84	67	53	90	98
이자수익	35	38	49	55	59
금융비용	10	15	11	11	11
이자비용	9	7	6	6	6
기타영업외손익	(41)	63	(128)	(14)	0
관계기업관련손익	15	2	6	2	2
세전계속사업이익	1,414	1,588	1,346	1,424	1,501
법인세비용	382	362	181	356	375
연결당기순이익	1,032	1,226	1,164	1,068	1,126
지배주주지분순이익	1,036	1,231	1,164	1,068	1,126
기타포괄이익	(31)	1	47	0	0
총포괄이익	1,001	1,227	1,212	1,068	1,126
지배주주지분포괄이익	1,007	1,231	1,212	1,068	1,126
EBITDA	1,528	1,628	1,587	1,529	1,595

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,222	9,759	9,220	8,457	8,917
BPS	47,679	53,709	58,855	62,494	66,096
DPS	3,400	3,600	4,000	4,500	5,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1.4	8.0	3.6	1.1	5.9
영업이익증가율	16.6	7.6	(3.0)	(4.9)	4.1
순이익증가율	25.4	18.9	(5.4)	(8.3)	5.4
EPS증가율	25.4	18.7	(5.5)	(8.3)	5.4
EBITDA증가율	14.5	6.6	(2.6)	(3.6)	4.3
수익성(%)					
영업이익률	32.8	32.6	30.6	28.8	28.3
순이익률	24.8	27.3	24.9	22.6	22.5
EBITDA Margin	36.6	36.2	34.0	32.4	31.9
ROA	12.8	13.3	11.4	9.8	9.8
ROE	17.5	18.6	15.7	13.3	13.2
배당수익률	3.3	3.6	3.5	4.5	5.0
배당성향	41.4	36.9	43.4	53.2	56.1
안정성					
순차입금(십억원)	(1,365)	(2,265)	(2,685)	(2,999)	(3,152)
차입금/자본총계비율(%)	5.4	3.7	2.7	2.5	2.4
Valuation(X)					
PER	12.7	10.3	12.5	11.9	11.3
PBR	2.2	1.9	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.3	7.0	8.1	6.9	6.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G(033780)	2016.02.12	매수	135,000원	-19.0	-11.9
	2016.04.22	매수	150,000원	-15.1	-8.7
	2016.07.22	매수	165,000원	-32.3	-23.3
	2017.01.20	매수	138,000원	-27.4	-24.6
	2017.04.17	매수	125,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 27일 현재 KT&G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 주가등락 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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 높게 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.