

KT&G(033780)

배당으로 만회되는 주주가치

국내 담배 판매량 영업일수 감소와 전자담배 인기 영향으로 줄어
주당 배당금 4,000원은 시장 기대치 상회
단기 영업 모멘텀 약하나 중장기 고배당 메리트는 놓치지 말아야

Facts : 담배 판매 감소로 실적 부진

4분기 매출액, 영업이익, 순이익은 전년동기대비 각각 5.1%, 26.9%, 14.5% 감소해 영업이익 기준으로 우리의 추정치를 17.2%, 컨센서스를 23.6% 하회했다. 실적이 부진한 이유는 추석 일자 차이로 인한 영업일수의 감소, 그리고 전자담배로의 수요 이전으로 국내 담배 판매량이 전년동기대비 12.8% 급감한 데 기인한다. 일반 쉐련의 점유율은 전년동기 58.5%에서 59.6%로 상승했지만, 전자담배시장 내 점유율이 5% 미만을 기록한 것으로 추산된다. 담배 수출은 원화강세 영향 등으로 0.6% 감소해 기대(+4.2% YoY)를 다소 하회했다. 한국인삼공사의 매출액은 수출 회복으로 전년동기대비 11.1% 증가해 예상(+5.5% YoY)을 상회했지만, 마케팅비 지출이 늘어 영업이익자는 기대치 75억원보다 많은 94억원을 기록했다. 세전이익 감소폭 보다 순이익 감소폭이 작은 이유는 한국인삼공사의 이익잉여금관련 이연법인세 회계 처리의 기준이 바뀌 법인세비용이 감소한 영향이다.

Pros & cons : 배당 증가 vs 전자담배의 비용

실적과 함께 2017년 주당 배당금이 전년대비 400원 증가한 4,000원으로 발표되었다. 이는 우리의 전망치인 3,900원보다 많은 것으로 전일 증가 기준 배당수익률은 3.7%이다. 연간 배당금이 전년대비 400원이나 늘어난 것은 10년만이다. 반면 급격히 커지는 전자담배시장에 대한 대응이 아직은 약했다는 점은 아쉽다. 전자담배시장은 4분기에 전체 담배시장 내 비중이 6% 이상으로 빠르게 성장했다. 하지만 동사의 릴과 피트는 제한적으로 공급됐고, 이와 관련된 비용도 많이 발생했다.

Action : 영업은 힘겨우나 배당은 확실하다

경영진의 언급대로 동사의 2018년 전자담배 판매량을 담배 판매량의 3% 정도로 가정하면 올해 전자담배시장 내 동사 점유율은 20% 미만을 기록할 것이다. 결국 전체 담배시장 점유율은 전년대비 1%포인트 이상 하락할 확률이 높다. 우리는 이러한 전망을 반영해 동사의 이익 추정치를 10% 내외로 하향 조정한다. 그러나 목표주가 125,000원(SOTP로 산출)은 그대로 유지하는데, 이는 2018년 Implied

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/1)	2,569
주가(2/1)	107,500
시가총액(십억원)	14,759
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(가/원)	125,000/95,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	36,596
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.9/53.3
주요주주(%)	국민연금 9.1
	중소기업은행 6.9

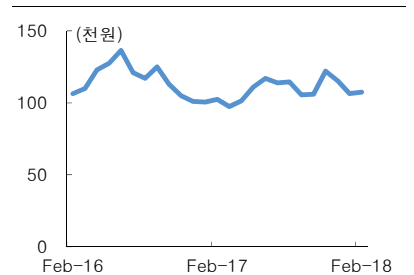
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	10.3	12.5	12.7
PBR(x)	1.9	2.0	1.7
ROE(%)	18.6	15.7	13.3
DY(%)	3.6	3.5	4.2
EV/EBITDA(x)	7.0	8.1	7.5
EPS(원)	9,759	9,220	8,457
BPS(원)	53,709	58,855	62,494

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.9)	(5.3)	7.9
KOSPI 대비(%p)	(11.0)	(11.3)	(15.5)

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

PER이 14.8배로 세계 담배 경쟁사 평균대비 12.3% 여전히 낮기 때문이다. 12.3%의 할인 폭은 과거대비 작아진 것이기는 하나, 동사의 배당 증가 의지가 강한 것으로 판단되고, 릴의 공급이 확대돼 실적 우려가 완화되며 수원부지 개발 등 자산가치가 그 어느 때보다 부각될 시점이라는 점에 주목한다. 올해 주당 4,500원의 배당을 가정하면 현재 배당수익률은 4.2%이다. 비수기인 1분기를 지나 하반기에 가까워질수록 주가는 우상향 트렌드를 보일 것으로 예상된다.

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,103.6	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	(18.1)	(5.1)	1,121.0
영업이익	304.5	395.5	386.5	421.7	222.5	(47.2)	(26.9)	291.3
영업이익률(%)	27.6	33.6	33.3	33.0	21.2			26.0
세전이익	459.6	331.8	394.2	433.3	186.4	(57.0)	(59.5)	357.9
순이익	405.3	235.2	274.7	308.0	346.4	12.5	(14.5)	28.32

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	4,878	4,717	(3.3)	5,249	4,994	(4.9)
영업이익	1,501	1,357	(9.6)	1,571	1,412	(10.1)
지배주주순이익	1,149	1,068	(7.0)	1,225	1,126	(8.1)

자료: 한국투자증권

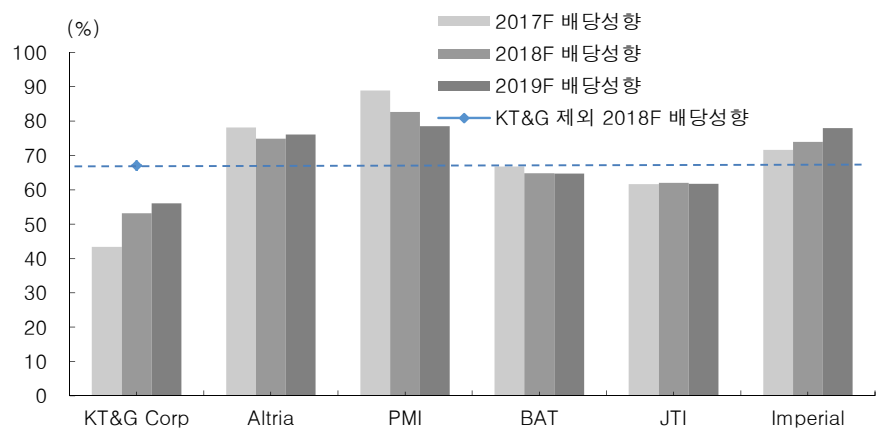
〈표 3〉 PER 비교

(단위: 배)

		2016	2017P	2018F
KT&G	PER(A)	10.3	12.5	12.7
	목표주가 적용 Implied PER(B)	12.8	13.6	14.8
Global peers	평균 PER©	18.1	19.6	16.9
KT&G	PER(A/C-1)	-42.7%	-36.0%	-24.6%
PER premium	목표주가 적용 implied PER(B/C-1)	-29.1%	-30.7%	-12.3%

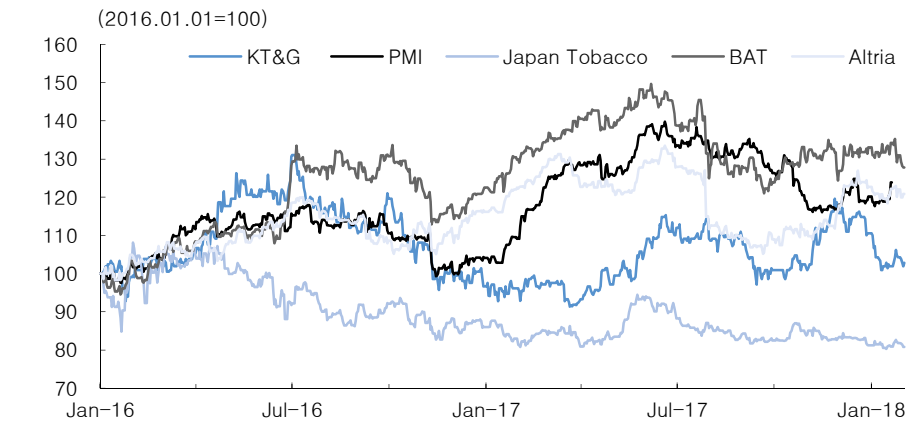
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈그림 1〉 Global peer와의 배당성향 비교



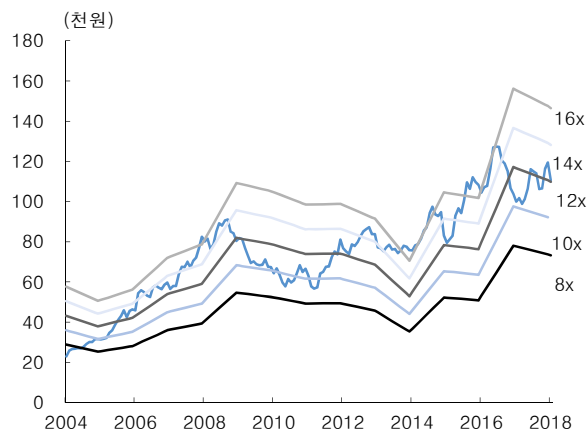
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 세계 담배회사 주가 동향



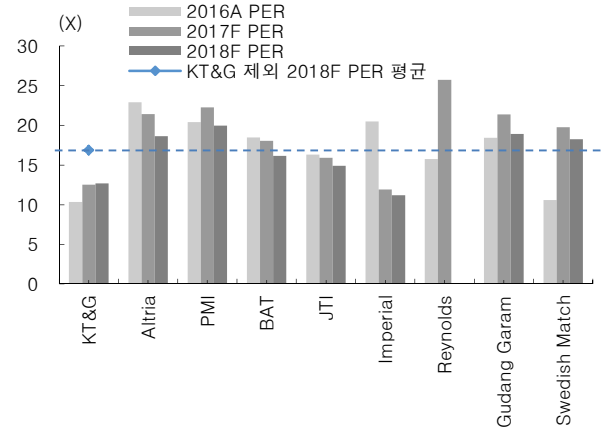
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[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 수출하고있다.

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)

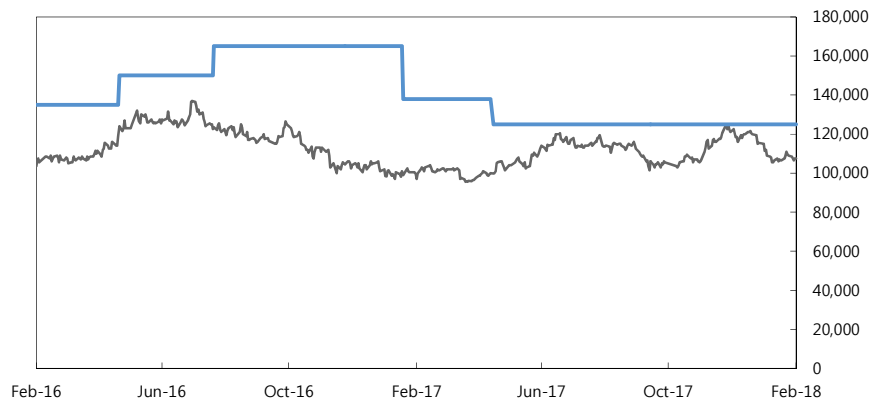
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,667	4,717	4,994
매출원가	1,631	1,797	1,909	1,961	2,093
매출총이익	2,539	2,707	2,758	2,756	2,901
판매관리비	1,173	1,236	1,332	1,400	1,489
영업이익	1,366	1,470	1,426	1,357	1,412
금융수익	84	67	53	90	98
이자수익	35	38	49	55	59
금융비용	10	15	11	11	11
이자비용	9	7	6	6	6
기타영업외손익	(41)	63	(128)	(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	4.2	4.7
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	12.7	12.1
PBR	2.2	1.9	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.3	7.0	8.1	7.5	7.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G(033780)	2016.01.21	매수	135,000원	-19.9	-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 2일 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 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.