

KT&G(033780)

매수(유지)

목표주가: 138,000원(유지)

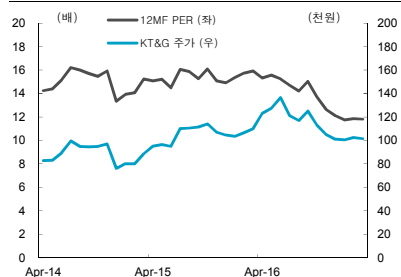
Stock Data

KOSPI(3/15)	2,133
주가(3/15)	101,500
시가총액(십억원)	13,935
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	137,000/97,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	35,693
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.4/53.4
주요주주(%)	국민연금 8.6
	중소기업은행 6.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.4)	(12.9)	(5.6)
상대주가(%p)	(4.8)	(19.6)	(13.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

전자담배의 습격?

PMI의 iQOS 한국 론칭 임박

PMI의 궤련형 전자담배 iQOS가 다음달에 출시될 것이라는 언론 보도들이 있다. PMI가 2월에 일본시장 내 공급 물량을 2배로 늘리고 3월초에 다시 생산량 확대 계획을 발표함에 따라 한국 시장 진출도 임박했다는 관측이 강해지고 있다. 경쟁사인 KT&G도 상반기 중에 PMI와 BAT가 국내에 궤련형 전자담배를 출시할 것으로 예상하고 있다. iQOS는 PMI가 2014년 11월 출시한 것으로 2016년 6월 10개였던 판매시장이 12월말에는 20개로 빠른 확장세를 보이고 있는 제품이다. 특히 한국과 흡연율이 유사한 일본에서는 품귀 현상까지 보이며 점유율이 지난해 1분기 0.8%, 2분기 2.2%, 3분기 3.5%, 4분기 4.9%까지 상승했다. 올해 PMI는 iQOS의 판매시장을 30~35개까지 확대한다는 계획을 갖고 있는데, 새로운 시장 중 한국도 포함될 것으로 예상된다.

작은 세금과 강한 프로모션으로 전자담배 싸게 출시되면 부정적

iQOS와 같은 궤련형 전자담배는 맛과 형태가 일반 궤련과 유사해 큰 인기를 누리고 있다. 만약 이들 제품이 한국에 출시된다면 초기 구매비용이 얼마인지도 시장 정착에 중요한 요소가 될 것이다. 일본에서는 iQOS에 들어가는 궤련과 일반 궤련의 가격은 460엔으로 유사하다. 한국에서는 지난해 12월부터 궤련형 전자담배에 대한 세제가 만들어지고 있다. 그런데 현재까지 만들어진 담배소비세, 지방교육세, 건강증진부담금이 일반 궤련대비 절반 수준이다. 폐기물부담금과 개별소비세가 추가로 부과될 예정이고, 이미 만들어진 담배 소비세를 일반 궤련 수준까지 높이는 세법 개정안이 발의된 상태이다. 그러나 대선 등 정치적 문제로 이러한 세제안이 빨리 통과되지 않는다면 초기에는 외산 전자담배가 일반 궤련보다 싼 가격에 출시될 가능성이 있다. 물론 전자담배용 궤련 비용 이외에 일본가격 기준으로 10~15만원에 달하는 기기(디바이스)의 가격이 부담이긴하다. 하지만 최근 PMI 등이 출시 초기에 기기값을 매우 큰 폭으로 할인해 판매할 것이라는 루머가 있다. 만약 실제로 외산 업체의 프로모션이 이렇게 강력할 경우 궤련형 전자담배의 초기 점유율은 의미 있는 수준으로 형성될 확률이 있다.

주가는 충분히 하락했으나...

KT&G도 대응 제품을 내놓을 것으로 보이니 일단 소비자 반응을 지켜본 뒤, 즉 하반기 이후 출시가 유력하다. 이미 주가는 이러한 점유율 하락 위험을 반영해 오랜 기간 하락했다. 올해 예상 PER은 10.1배로 global peers 평균 17.8배와의 괴리가 역사적 최대 수준으로 확대됐다. 현격히 낮은 주가 지표, 주가 하락 시 자사주 매입 가능성(경영권 강화 차원), 배당수익률 3% 이상을 감안하면 주가의 추가 하락 논리는 약하다. 다만 단기

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	4,113	1,172	826	6,558	44.7	1,334	11.6	7.0	1.8	15.1	4.5
2015A	4,170	1,366	1,036	8,222	25.4	1,528	12.7	8.3	2.2	17.5	3.3
2016F	4,503	1,470	1,230	9,751	18.6	1,615	10.4	7.1	1.9	18.6	3.6
2017F	4,734	1,629	1,266	10,029	2.9	1,779	10.1	6.2	1.7	17.2	3.7
2018F	4,950	1,729	1,364	10,802	7.7	1,884	9.4	5.5	1.6	16.7	4.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

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

불확실성으로 주가의 기간 조정 가능성은 염두에 둘 필요가 있다.

<표 1> 담배 형태별 세금 구조

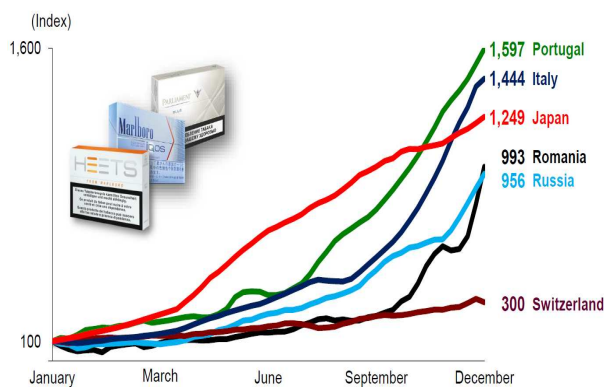
(단위: 원)

구분	필련담배 1 갑당	전자담배(니코틴용액) 1ml 당	필련형 전자담배(연초고형물) 1g 당	필련형 전자담배(연초고형물) 1 갑당	비고
담배소비세(지방세)	1,007 원	628 원/1ml	88 원/1g	528 원	16년 12월에 지방세법 개정되면서 신설되었지만, 필련형과 동일하게 1,007 원을 부과하는 지방세법 개정안은 소관위에 계류 중
지방교육세(지방세)	443 원	276 원/1ml	38.7 원/1g	232 원	16년 12월 30일 지방세법 개정
폐기물부담금	24 원	24.4 원/20 카트리지	미정	미정	소관위에 계류 중
건강증진부담금	841 원	525 원/1ml	73 원/1g	438 원	17년 3월 2일 본회의 통과
개별소비세	594 원	370 원/1ml	미정	미정	소관위에 계류 중
연초경작안정화기금	5 원				
소계(부가가치세와 소매인마진 불포함)	2,914 원	1,799 원/1ml		1,198 원	

주: 전자담배(연초고형물)는 PMI의 iQOS Heatstick 기준

자료: 한국투자증권

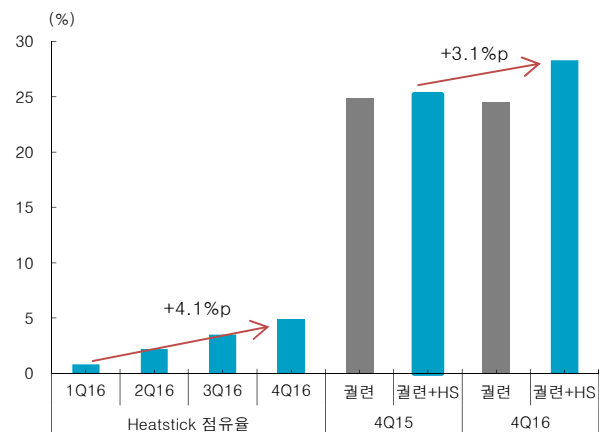
[그림 1] iQOS 세계시장 판매 동향



주: 2016년도 연초대비 Heatstick 판매량 4주 이동 평균

자료: PMI, 한국투자증권

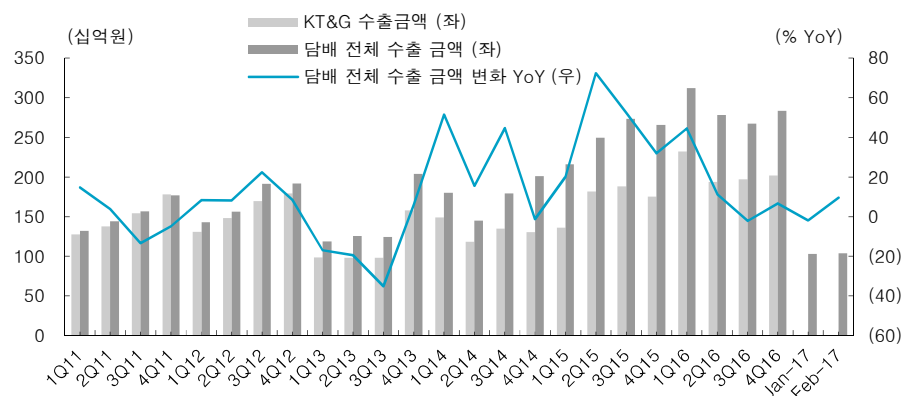
[그림 2] 일본내 PMI 점유율



주: HS는 Heatstick

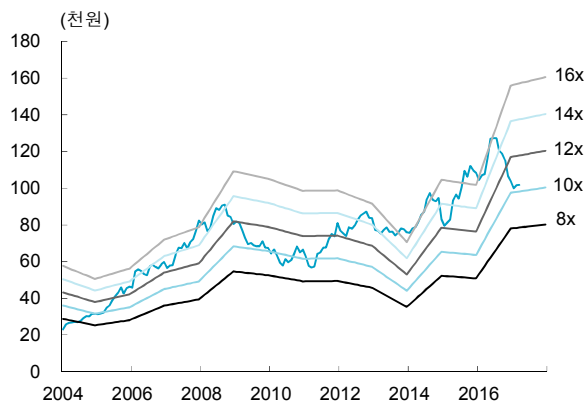
자료: PMI, 한국투자증권

[그림 3] 담배 수출 동향



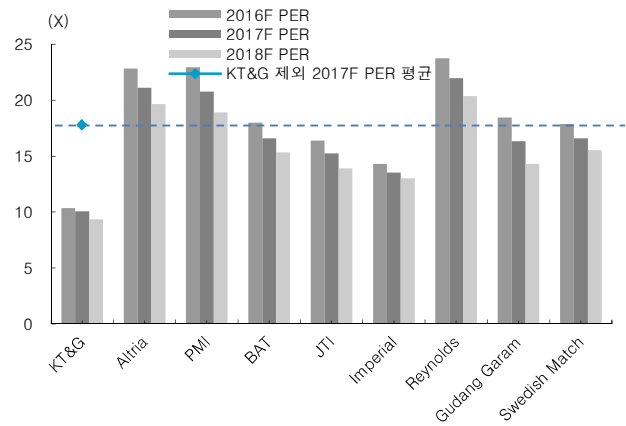
자료: KITA, KT&G, 한국투자증권

[그림 4] KT&G 수정 PER Band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] 세계 담배회사의 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. 홍삼부문을 담당하는 자회사인 KGC인삼공사 또한 국내 최대 건강기능식품 기업으로 국내 총 1,000여개의 유통망, 60여개국에 수출하고있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,409	5,571	6,471	7,178	7,945
현금성자산	416	546	1,094	1,586	2,178
매출채권및기타채권	981	1,200	1,283	1,340	1,386
재고자산	1,983	2,119	2,265	2,335	2,376
비유동자산	3,010	3,102	3,213	3,432	3,645
투자자산	710	873	892	941	988
유형자산	1,753	1,790	1,856	1,927	2,068
무형자산	155	105	105	110	115
자산총계	7,419	8,673	9,710	10,638	11,619
유동부채	1,125	1,872	2,123	2,245	2,374
매입채무및기타채무	763	1,384	1,733	1,846	1,980
단기차입금및단기사채	142	206	137	137	137
유동성장기부채	1	28	10	10	10
비유동부채	586	526	540	563	585
사채	8	9	9	9	9
장기차입금및금융부채	130	94	95	96	96
부채총계	1,711	2,398	2,662	2,808	2,959
지배주주지분	5,631	6,209	6,985	7,772	8,606
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	485	485	485	485
기타자본	(339)	(337)	(337)	(337)	(337)
이익잉여금	4,622	5,232	6,007	6,794	7,628
비지배주주지분	77	67	62	58	54
자본총계	5,708	6,275	7,048	7,830	8,660

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	765	1,259	1,442	1,318	1,537
당기순이익	814	1,032	1,226	1,262	1,359
유형자산감가상각비	149	151	136	140	146
무형자산상각비	13	11	9	9	10
자산부채변동	(316)	13	65	(94)	22
기타	105	52	6	1	0
투자활동현금흐름	(343)	(748)	(356)	(352)	(420)
유형자산투자	(330)	(210)	(218)	(242)	(296)
유형자산매각	11	10	15	30	10
투자자산순증	(9)	(528)	(17)	(46)	(44)
무형자산순증	(2)	(3)	(8)	(14)	(15)
기타	(13)	(17)	(128)	(80)	(75)
재무활동현금흐름	(354)	(381)	(537)	(475)	(525)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	51	56	(87)	1	1
배당금지급	(403)	(428)	(428)	(455)	(480)
기타	(2)	(9)	(22)	(21)	(46)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	68	130	548	492	592

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

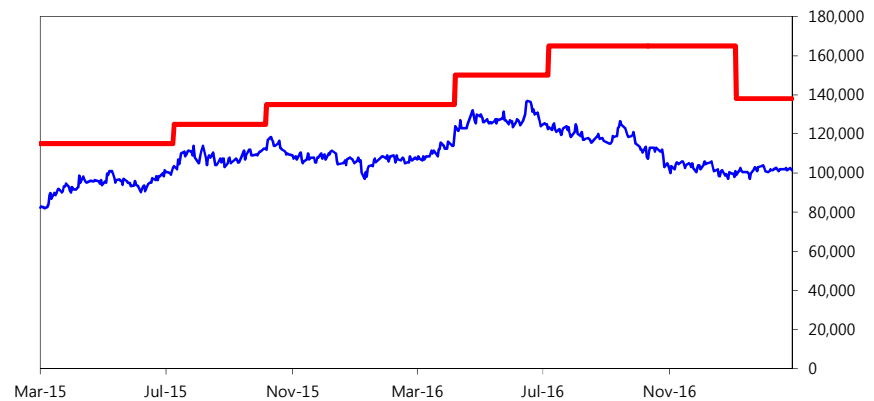
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	4,113	4,170	4,503	4,734	4,950
매출원가	1,841	1,631	1,797	1,849	1,907
매출총이익	2,272	2,539	2,707	2,885	3,043
판매관리비	1,100	1,173	1,236	1,256	1,314
영업이익	1,172	1,366	1,470	1,629	1,729
금융수익	55	84	62	53	82
이자수익	38	35	42	47	58
금융비용	11	10	9	9	9
이자비용	11	9	9	9	9
기타영업외손익	(61)	(41)	63	(14)	(15)
관계기업관련손익	3	15	2	2	2
세전계속사업이익	1,158	1,414	1,588	1,661	1,789
법인세비용	344	382	362	399	429
연결당기순이익	814	1,032	1,226	1,262	1,359
지배주주지분순이익	826	1,036	1,230	1,266	1,364
기타포괄이익	(68)	(31)	1	1	1
총포괄이익	745	1,001	1,227	1,263	1,360
지배주주지분포괄이익	759	1,007	1,231	1,267	1,364
EBITDA	1,334	1,528	1,615	1,779	1,884

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	6,558	8,222	9,751	10,029	10,802
BPS	43,481	47,679	53,333	59,066	65,141
DPS	3,400	3,400	3,600	3,800	4,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.6	1.4	8.0	5.1	4.6
영업이익증가율	15.6	16.6	7.6	10.8	6.1
순이익증가율	44.7	25.4	18.8	2.9	7.7
EPS증가율	44.7	25.4	18.6	2.9	7.7
EBITDA증가율	12.0	14.5	5.7	10.1	5.9
수익성(%)					
영업이익률	28.5	32.8	32.6	34.4	34.9
순이익률	20.1	24.8	27.3	26.8	27.6
EBITDA Margin	32.4	36.6	35.9	37.6	38.1
ROA	11.2	12.8	13.3	12.4	12.2
ROE	15.1	17.5	18.6	17.2	16.7
배당수익률	4.5	3.3	3.6	3.7	4.1
배당성향	51.8	41.4	36.9	37.9	38.9
안정성					
순차입금(십억원)	(813)	(1,365)	(2,088)	(2,710)	(3,360)
차입금/자본총계비율(%)	4.9	5.4	3.5	2.3	2.1
Valuation(X)					
PER	11.6	12.7	10.4	10.1	9.4
PBR	1.8	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.0	8.3	7.1	6.2	5.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2015.04.08	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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 15일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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 결정에 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.