

## KT&amp;G(033780)

## 매수(유지)

목표주가: 125,000원(하향)

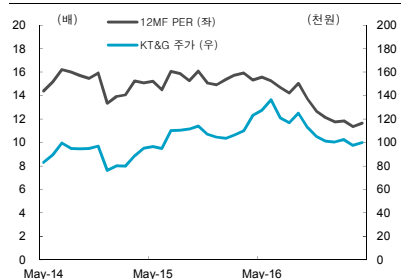
## Stock Data

KOSPI(4/14)	2,135
주가(4/14)	100,000
시가총액(십억원)	13,729
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	137,000/95,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,019
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.3/53.4
주요주주(%)	국민연금 8.7
	중소기업은행 6.9

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	(13.0)	(11.1)
상대주가(%p)	(2.0)	(18.6)	(17.0)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 1Q17 Preview: 두가지 장애물은 극복했는데...

## 전자담배 관련 위험 반영해 목표주가 125,000원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 기존 138,000원에서 125,000원으로 하향한다. 1분기 영업이익은 흡연경고그림 도입과 김영란법 시행에도 불구하고 전년동기대비 6.5% 증가해 컨센서스를 7.6% 상회할 전망이다. 그러나 2분기말 PMI(Philip Morris International)의 iQOS가 출시되면 단기적으로 동사 점유율이 영향을 받을 수 있다. 또한 이런 쉐련형 전자담배에 대한 수요가 과거 액상형 전자담배와는 달리 꾸준히 증가하면 관련한 CAPEX나 기술 등 투자자가 늘어날 것이다. 아직은 KT&G의 대응 제품 및 전략을 파악하기 어려워 이러한 시장의 변화를 실적 전망 하향으로 반영했다. 하지만 투자의견은 매수를 유지한다. 동사는 1) PMI등 경쟁사대비 영업/유통력이 월등하며, 2) 막강한 자본을 감안하면 경쟁품에 뒤처지지 않는 전자담배를 예상보다 빨리 만들 수도 있고, 3) 설령 점유율이 하락하더라도 고정비 절감 또는 수출 단가 상승을 통해 컨센서스에는 부합하는 이익을 창출할 능력이 있다는 점에서 주가의 하방 경직성은 강할 것으로 예상되기 때문이다. 지난해 하반기부터 Global peers의 주가가 올라 상대적인 밸류에이션 매력에 커진 점도 긍정적이다. 2017년 예상 PER은 10.2배로 Global peers 평균인 19.2배대비 46.9%나 낮다.

## 1분기 영업이익 컨센서스 상회 예상

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.4%, 6.5% 증가할 전망이다. 현재 흡연 경고그림 부착 비율은 80%로 100%는 아니지만 1분기 국내 담배 판매량은 전년동기대비 3.9% 감소해 우려(종전 5% 감소 추정)보다는 양호할 것이다. 내수 담배 점유율은 59.8%로 전년동기 59.5%에서 올라설 것으로 예상된다. 담배 수출은 11.1% 증가해 8.2% 증가라는 연간 가이던스를 상회할 것이다. 홍삼은 저가 라인업이 강화됐고 기능성 제품에 대한 인기가 여전해 매출액이 10.0% 증가하며 김영란법에 대한 우려를 불식시킬 전망이다.

## 쉐련형 전자담배 판매가 주가 배수를 좌우할 듯

담배 회사의 주가 배수를 결정하는 가장 중요한 변수가 점유율이므로, 앞으로 주가는 쉐련형 전자담배시장의 확산 여부와 동사의 대응에 영향을 받을 것이다. 우리는 하반기부터 쉐련형 전자담배시장이 형성돼 2017년에는 전년시장의 2.0%(1,526백만본), 내년에는 4.8%, 그리고 2020년에는 13.0%의 규모로 커질 것으로 전망했다. 그리고 동사의 이 시장 내 점유율은 2017년 20%에서 2020년 35%로 점진적으로 확대될 것으로 가정했다. 이는 제조사들이 강조하듯이 iQOS와 같은 제품이 일반 쉐련대비 타르 등 유해물질이 적다면 수요가 꾸준히 늘어날 수밖에 없다는 점과, PMI가 빠른 제품 출시로 시장 선점 효과를 누릴 것이라는 가정에 기인한다. 만약 한국에서의 전자담배의 인기가 일본 등 해외보다

	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	4,737	1,588	1,239	9,811	0.5	1,749	10.2	6.1	1.7	16.7	3.8
2018F	4,835	1,629	1,301	10,305	5.0	1,797	9.7	5.6	1.5	15.9	4.2
2019F	5,081	1,723	1,384	10,958	6.3	1,896	9.1	5.0	1.4	15.4	4.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

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

작고 동사가 경쟁력 있는 제품을 빨리 출시한다면 동사에 대한 실적 전망은 다시 상향될 것이다. 많은 투자가가 우선 3분기, 궤런형 전자담배 출시 이후 초기 시장 반응을 예의 주시할 것이다.

〈표 1〉 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17F	1Q16	YoY	4Q16	QoQ	Consensus	차이
매출액	1,171.7	1,091.3	7.4	1,103.6	6.2	1,127.6	3.9
KT&G	755.9	701.2	7.8	767.6	(1.5)		
KGC	325.1	295.6	10.0	213.0	52.6		
매출총이익	719.6	667.3	7.8	648.0	11.1		
판관비	301.3	274.3	9.9	343.1	(12.2)		
영업이익	418.3	393.0	6.5	304.9	37.2	388.6	7.6
KT&G	360.6	327.4	10.1	305.7	18.0		
KGC	76.4	68.9	10.9	2.3	3,221.2		
세전이익	364.5	392.6	(7.1)	460.1	(20.8)	395.7	(7.9)
지배주주순이익	278.2	284.4	(2.2)	411.8	(32.4)	303.9	(8.4)
매출원가율	38.6	38.9		41.3			
판관비율	25.7	25.1		31.1			
영업이익률	35.7	36.0		27.6		34.5	
세전이익률	31.1	36.0		41.7			
지배주주순이익률	23.7	26.1		37.3		27.0	

자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	4,734	4,737	0.1	4,950	4,835	(2.3)
영업이익	1,629	1,588	(2.5)	1,729	1,629	(5.8)
지배주주순이익	1,266	1,239	(2.2)	1,364	1,301	(4.6)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	목표가치	주당 목표가치	평가 방법
영업가치	13,875	101,060	DCF(WACC 8.5%, ROIC 7%, g 2%) 산출가치 20% 할인
KT&G	12,071	87,922	
KGC 등	1,804	13,138	
매도가능금융자산, 예치금	385	2,805	2016 년말
유휴부동산	270	1,967	공시지가(공업용)
자사주	557	4,056	시가 50% 할인
현금	2,265	16,497	2016 년말
계	17,352	126,384	

자료: KT&G, 한국투자증권

〈표 4〉 Global peers와의 PER 비교

(단위: 배)

		2016	2017F	2018F
KT&G	PER	10.3	10.2	9.7
	목표주가 적용 Implied PER	12.8	12.7	12.1
Global peers	평균 PER	22.9	19.2	17.7

자료: Bloomberg, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; 담배 내수 점유율 변화에 따른 EPS 민감도

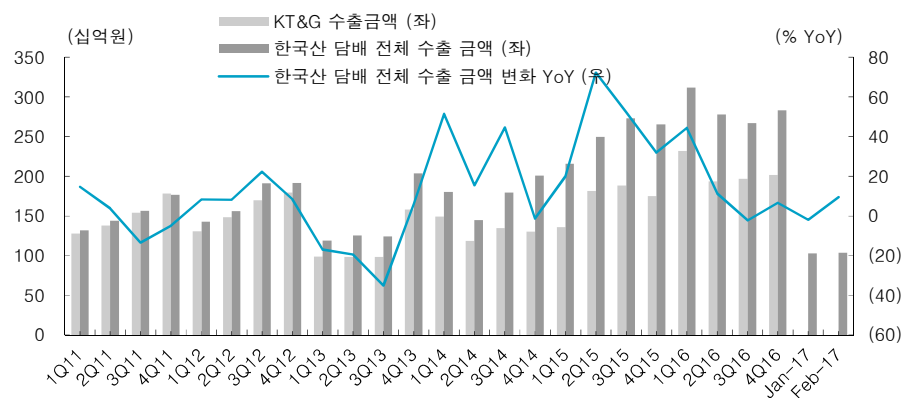
(단위: %, %p)

M/S change	EPS change	
	-10.0%p	-15.5%
	-5.0%p	-7.8%
	-3.0%p	-4.7%
	-1.0%p	-1.6%
	0.0%p	0.0%
	2.0%p	3.1%
	5.0%p	7.8%
	10.0%p	15.5%
	15.0%p	23.3%

주: 2017년 점유율 59.7%, EPS 9,811원 기준 민감도

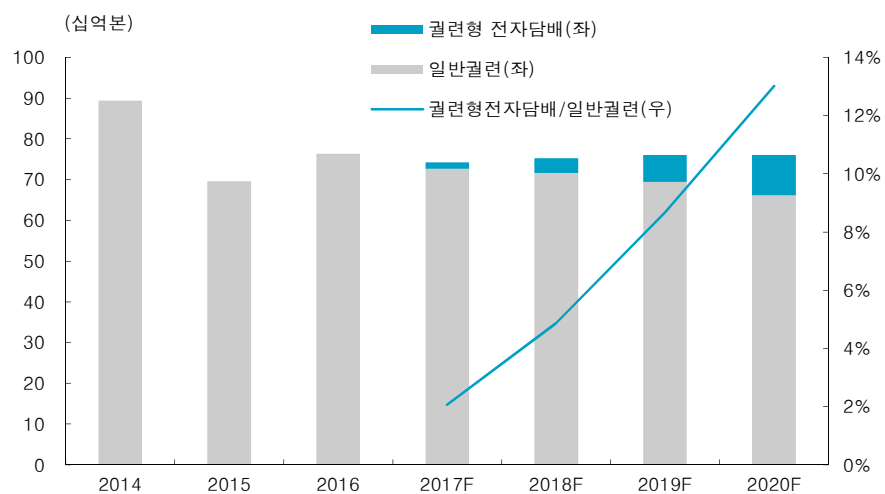
자료: 한국투자증권

[그림 1] 담배 수출 동향 1-2월 수출 양호



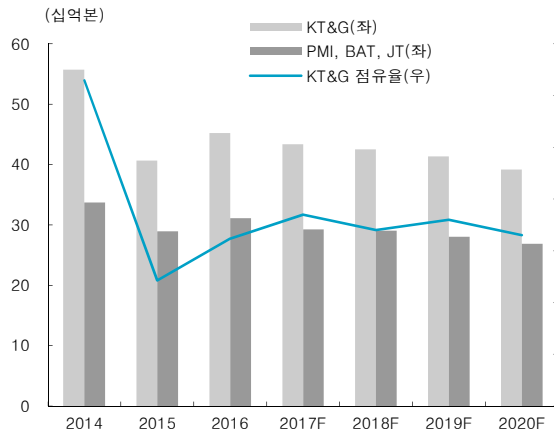
자료: KITA, KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 2] 일반 궐련과 궐련형 전자담배 시장 전망



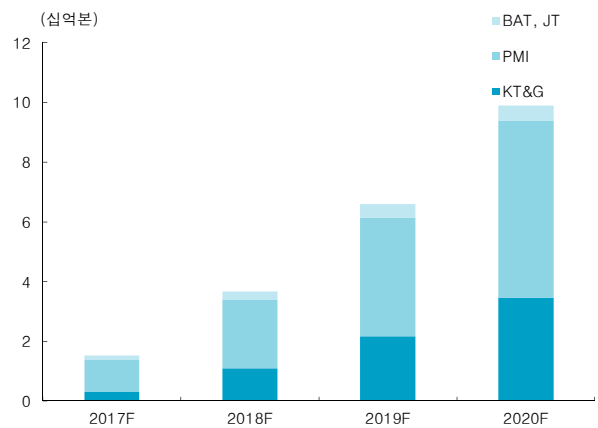
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 3] 일반 권원 시장 점유율\_KT&amp;G 점유율 유지



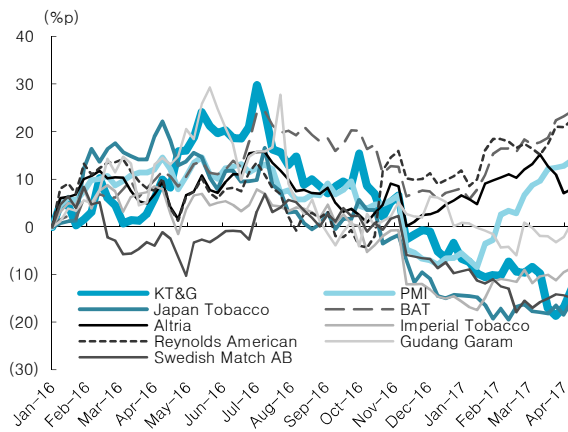
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 4] 권원형 전자담배 시장내 업체별 비중 PMI 선두 지위 유지 예상



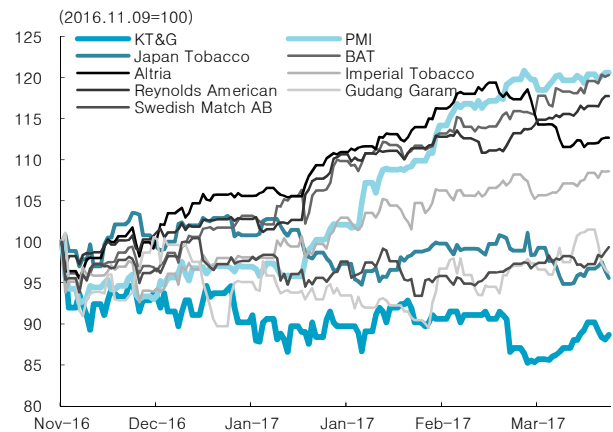
자료: 한국투자증권

[그림 5] 세계 담배회사 상대주가 동향



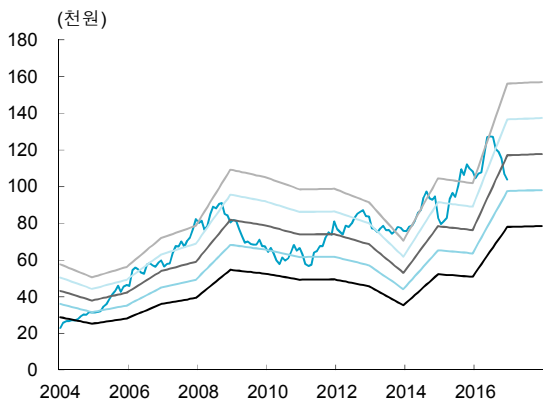
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 세계 담배회사 절대주가 동향(트럼프 당선 이후)



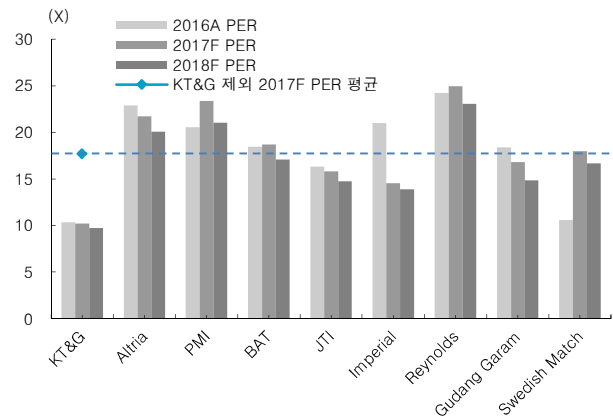
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] KT&amp;G 수정 PER Band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,571	6,621	7,245	7,910	8,627
현금성자산	546	851	1,208	1,817	2,225
매출채권및기타채권	1,200	1,266	1,331	1,354	1,423
채고자산	2,119	2,265	2,337	2,321	2,439
비유동자산	3,102	3,192	3,448	3,604	3,824
투자자산	873	984	1,036	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	10,693	11,514	12,451
유동부채	1,872	2,153	2,257	2,301	2,405
매입채무및기타채무	1,384	1,787	1,895	1,934	2,032
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	2,821	2,876	3,003
지배주주지분	6,209	7,046	7,805	8,577	9,392
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	7,539	8,355
비지배주주지분	67	73	67	62	56
자본총계	6,275	7,118	7,872	8,638	9,448

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,259	1,498	1,255	1,488	1,444
당기순이익	1,032	1,226	1,233	1,296	1,378
유형자산감가상각비	151	152	154	162	167
무형자산상각비	11	6	6	6	7
자산부채변동	13	176	(138)	29	(106)
기타	52	(62)	0	(5)	(2)
투자활동현금흐름	(748)	(703)	(424)	(355)	(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)	37	(43)	(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	357	609	408

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

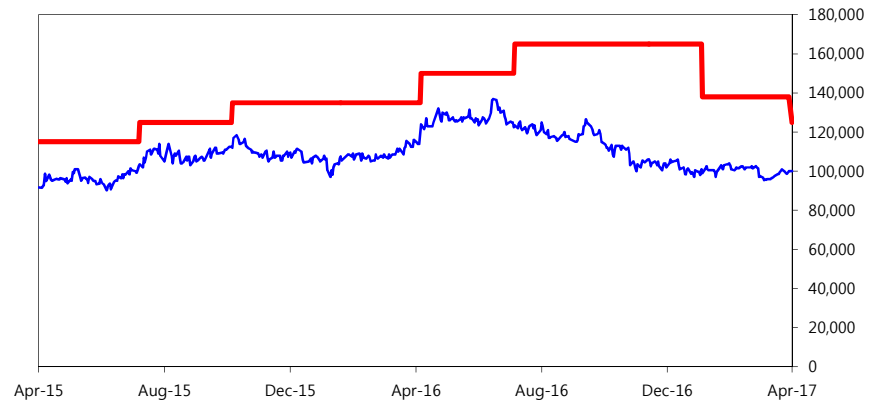
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,737	4,835	5,081
매출원가	1,631	1,797	1,852	1,865	1,940
매출총이익	2,539	2,707	2,885	2,970	3,140
판매관리비	1,173	1,236	1,297	1,341	1,417
영업이익	1,366	1,470	1,588	1,629	1,723
금융수익	84	67	53	94	108
이자수익	35	38	49	59	69
금융비용	10	15	14	14	14
이자비용	9	7	6	6	6
기타영업외손익	(41)	63	(6)	(6)	(7)
관계기업관련손익	15	2	2	2	2
세전계속사업이익	1,414	1,588	1,623	1,705	1,813
법인세비용	382	362	390	409	435
연결당기순이익	1,032	1,226	1,233	1,296	1,378
지배주주지분순이익	1,036	1,231	1,239	1,301	1,384
기타포괄이익	(31)	1	1	1	1
총포괄이익	1,001	1,227	1,234	1,296	1,378
지배주주지분포괄이익	1,007	1,231	1,239	1,302	1,384
EBITDA	1,528	1,628	1,749	1,797	1,896

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,222	9,759	9,811	10,305	10,958
BPS	47,679	53,709	59,241	64,859	70,802
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	8.1	2.5	5.8
순이익증가율	25.4	18.9	0.6	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	26.2	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	3.8	4.2	4.5
배당성향	41.4	36.9	38.7	40.8	41.1
안정성					
순차입금(십억원)	(1,365)	(2,265)	(2,751)	(3,395)	(3,893)
차입금/자본총계비율(%)	5.4	3.7	2.7	2.4	2.2
Valuation(X)					
PER	12.7	10.3	10.2	9.7	9.1
PBR	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.3	7.0	6.1	5.6	5.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2015.04.23	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 4월 17일 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 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 (2017.3.31 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.