

## KT&amp;G(033780)

## 더디지만 개선 추세

담배 수출 물량 8% 증가 불구 ASP 22% 하락해 예상보다 부진  
전자담배 판매 확대는 전국 판매 시작된 3분기 이후 본격화 예상  
수원 분양 실적 기여 및 주주이익환원 증대 기대감은 주가 버팀목

## Facts : 영업이익 16% 감소해 컨센서스 부합

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 3.7%, 15.7% 감소해 컨센서스에 부합했다. 우리 예상치에 비해서는 수원부지 관련 분양 매출액이 공사 진척도 둔화로 작아 다소 부진했다. 전자담배 판매량이 증가하고 일반 쉐련 점유율이 61.9%(+1.9%p YoY)로 상승했지만 수출 달러 ASP가 평균 20% 이상 하락하면서 이익이 감소했다. 한국인삼공사는 면세점 등 주요 채널의 회복으로 매출액이 14.7% 증가했지만 판관비 증가로 영업이익은 5.1% 증가에 그쳤다. 영업외는 예상대로 외화관련수익이 늘고 금융자산처분이익이 발생해 크게 호전됐다.

## Pros &amp; cons : 담배 수출 예상보다 부진

2분기 담배 수출 물량은 전년동기대비 8.0% 증가해 예상치인 7.2% 증가에 부합했지만, 수출 달러ASP는 22.0%나 떨어져 예상치인 11.0% 하락보다 더 크게 나 빠졌다. 4월에 체결된 Alokozay와의 계약상 판매단가는 전년대비 5% 정도 오른 것으로 알려져 있지만, 현지 환율 급등 등 판매 상황 악화로 매출 할인 항목인 물량 인센티브가 예상보다 조기에 많이 지급된 것으로 보인다. 미국 등 신시장 쪽으로도 중저가 신제품의 비중이 늘고 저가시장인 아프리카 등지의 판매가 증가한 것도 이유이다. 국내 전자담배시장은 2분기 전체 담배시장 내 비중이 10~11%로 추정되는데, 동사는 판매지역 확대가 2분기말에 본격화돼 썬의 판매량이 전분기 1.5억본에서 이번 분기에 2.6억본 정도로 늘어나는 데 그친 것으로 추산된다.

## Action : 하반기 분양수익 증가 및 주주이익환원 강화 기대

SOTP로 산출한 목표주가 125,000원을 유지한다. 수출 컨센서스는 낮아질 것으로 보이나, 전자담배시장의 성장 속도 둔화는 일반 쉐련에서 상대적으로 점유율이 높은 동사에게는 나쁘지 않은 뉴스이다. 또 올해 하반기에는 수원부지 분양 매출액이 1천억원, 이로 인한 영업이익이 500억원 이상 발생할 전망이다. 즉 국내외 담배 판매 감소 우려를 대형 분양 실적으로 만회하는 모습이 연출될 것이다. 스튜어트스 코덱스 도입으로 어느 때보다 주주이익환원 및 경영투명성에 대한 경영진의 노력이 강화될 것이라는 점도 주가의 하방을 공고히 할 요인이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(7/31)	2,295
주가(7/31)	110,500
시가총액(십억원)	15,171
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(원)	125,000/96,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,970
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.3/54.0
주요주주(%)	국민연금 9.6
	중소기업은행 6.9

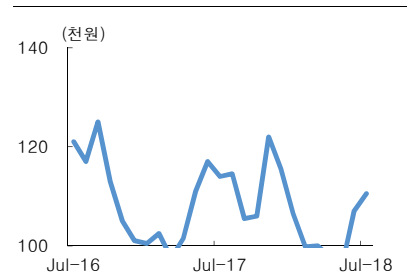
## Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.5	13.5	11.5
PBR(x)	2.0	1.8	1.7
ROE(%)	15.7	12.9	14.2
DY(%)	3.5	4.1	4.5
EV/EBITDA(x)	8.2	8.1	7.0
EPS(원)	9,217	8,175	9,592
BPS(원)	59,000	62,379	66,603

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	3.8	(3.1)
KOSPI 대비(%p)	4.6	14.3	1.4

## 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,118.1	4.7	(3.7)	1,147.0
영업이익	386.5	421.7	222.5	311.4	325.8	4.6	(15.7)	346.5
영업이익률(%)	33.3	33.0	21.2	29.2	29.1			30.2
세전이익	394.2	433.3	186.4	359.8	381.7	6.1	(3.1)	355.3
순이익	274.3	307.9	347.1	248.9	268.9	8.0	(1.9)	270.6

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Global peers 대비 PER premium 추이

(단위: 배, %)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	13.5	11.5	10.0
	목표주가 적용 Implied PER			15.3	13.0	11.3
Global peers	평균 PER	21.3	17.3	17.3	14.8	13.6
PER premium	PER	(51.5)	(27.6)	(21.8)	(22.2)	(26.7)
	목표주가 적용 Implied PER			(11.6)	(12.0)	(17.1)

주: 7월 31일 종가 기준

자료: 한국투자증권

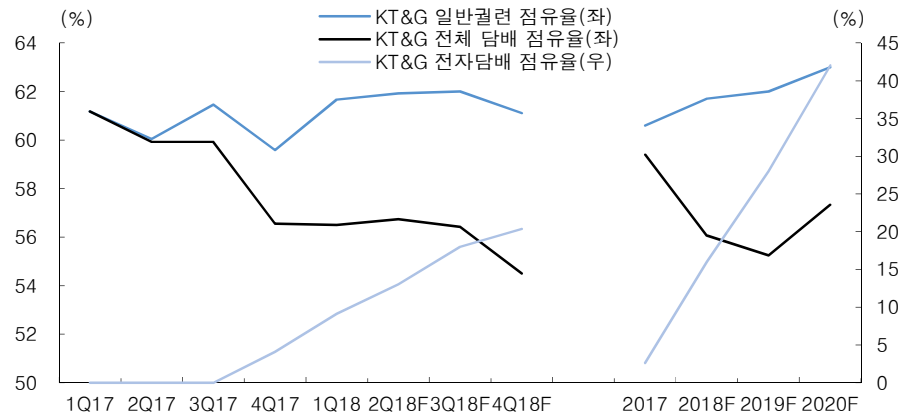
〈표 3〉 한국 담배시장과 KT&amp;G 점유율 전망

(단위: 백만본)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
전체 담배시장(A)	16,839	18,934	20,541	16,956	16,610	18,842	19,740	17,374	73,314	72,567	72,122	71,602
일반궐련시장	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,842	17,240	14,557	71,785	63,617	57,802	52,270
전자담배시장(B)	—	38	514	978	1,633	2,000	2,500	2,817	1,529	8,950	14,320	19,332
전자담배시장비중(% B/A)	—	0.2	2.5	5.8	9.8	10.6	12.7	16.2	2.1	12.3	19.9	27.0
KT&G 일반궐련 판매(C)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,430	10,689	8,897	43,500	39,252	35,837	32,930
KT&G 전자담배 판매(D)	—	—	—	40	149	260	450	573	40	1,432	4,010	8,119
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,385	10,690	11,139	9,470	43,540	40,684	39,847	41,049
(% YoY)												
전체 담배시장(A)	(4.8)	(2.4)	0.2	(9.4)	(1.4)	(0.5)	(3.9)	2.5	(4.6)	(1.0)	(0.6)	(0.7)
일반궐련시장	(4.8)	(2.6)	(2.3)	(14.4)	(11.1)	(10.9)	(13.9)	(9.1)	(5.9)	(11.4)	(9.1)	(9.6)
전자담배시장(B)	—	—	—	—	—	5181.6	386.8	188.1	177.3	485.4	60.0	35.0
KT&G 일반궐련 판매(C)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.8)	(10.3)	(8.1)	(13.1)	(6.8)	(3.8)	(9.8)	(8.7)	(8.1)
KT&G 전자담배 판매(D)	—	—	—	—	—	0.0	0.0	1332.5	—	3480.0	180.0	102.5
KT&G 전체 담배 판매(C+D)	(2.2)	(1.4)	0.7	(12.5)	(8.9)	(5.8)	(9.5)	(1.2)	(3.7)	(6.6)	(2.1)	3.0
(%, 각 시장대비)												
KT&G 일반궐련 점유율	61.2	60.0	61.5	59.6	61.7	61.9	62.0	61.1	60.6	61.7	62.0	63.0
KT&G 전자담배 점유율	—	—	—	4.1	9.1	13.0	18.0	20.3	2.6	16.0	28.0	42.0
KT&G 전체 담배 점유율	61.2	59.9	59.9	56.5	56.5	56.7	56.4	54.5	59.4	56.1	55.2	57.3

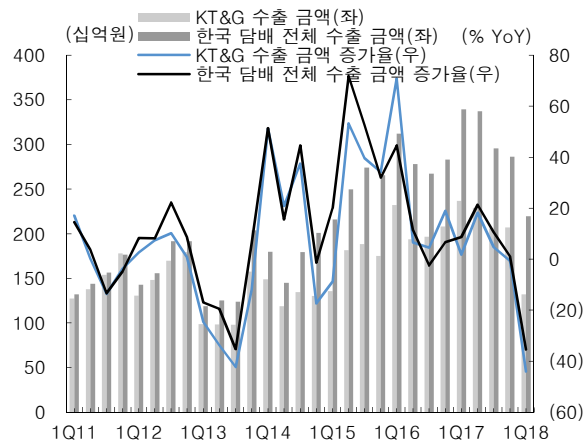
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 1] KT&amp;G 담배 점유율 전망



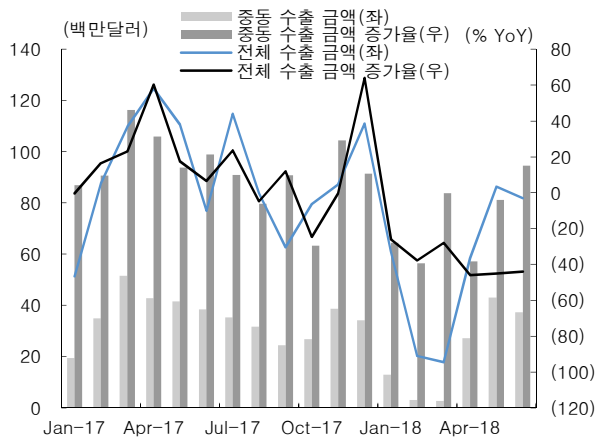
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 2] 한국산 담배 수출과 KT&amp;G 담배 수출



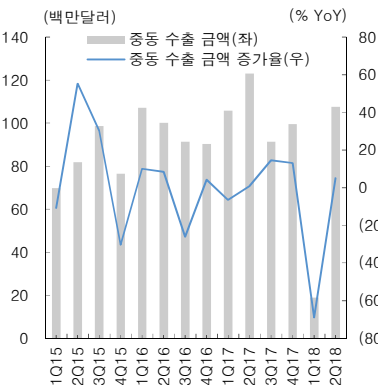
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 3] 한국산 담배 월별 수출



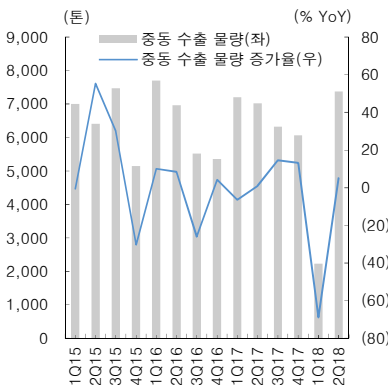
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 4] 한국산 담배 중등 수출 금액



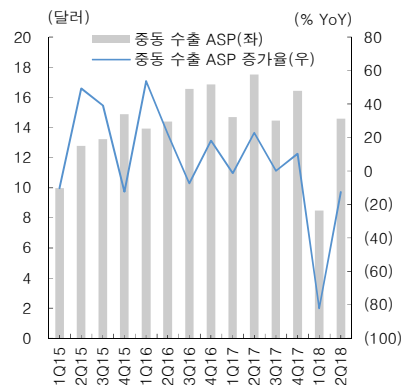
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 5] 한국산 담배 중등 수출 물량



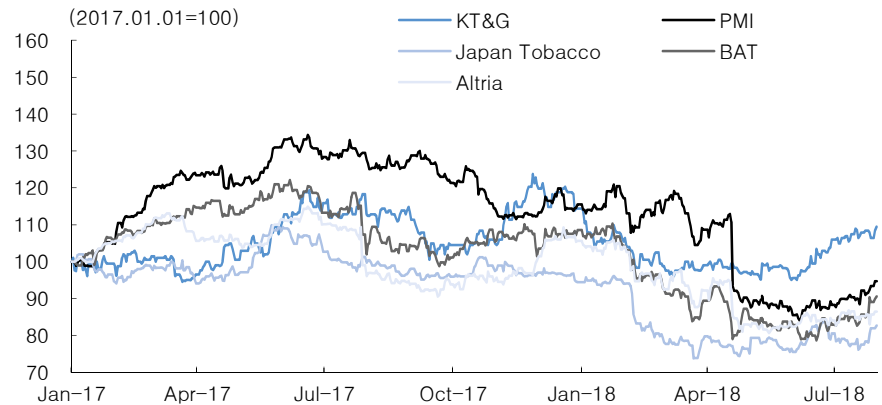
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 6] 한국산 담배 중등 수출 ASP



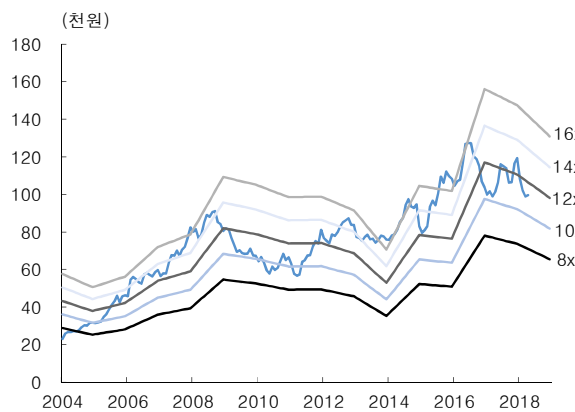
자료: KITA, 한국투자증권

[그림 7] Global peers 주가 동향



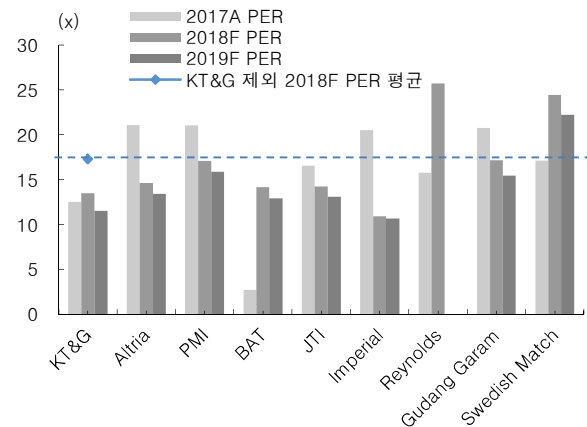
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 9] Global peers와의 PER 비교

주: 7월 31일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

케이티앤지는 1987년 4월에 설립되어 2002년 12월에 한국담배인삼공사에서 케이티앤지로 사명을 변경했음. 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 있음. 해외시장에서도 중앙아시아, 동남아, 미국을 거점으로 7개국에 지사/공장 형태로 진출해있으며 2011년 기준 총 45개국, 70여개 브랜드를 수출하고 있음. 홍삼부문을 담당하는 자회사인 KGC인삼공사 또한 국내 최대 건강기능식품 기업으로 국내 총 1,000여개의 유통망, 60여개국에 수출하고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,621	6,585	6,961	7,500	8,127
현금성자산	851	1,230	1,395	1,154	1,059
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,106	1,264	1,408
재고자산	2,265	2,317	2,429	2,775	3,091
비유동자산	3,192	3,391	3,492	3,787	4,103
투자자산	984	1,076	1,015	1,104	1,230
유형자산	1,602	1,757	1,903	2,027	2,142
무형자산	105	85	87	100	111
자산총계	9,813	9,976	10,453	11,286	12,230
유동부채	2,153	1,803	1,798	2,006	2,205
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,443	1,648	1,836
단기차입금및단기사채	137	175	175	175	175
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	361	406	449
사채	9	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	107	100	110	120	130
부채총계	2,694	2,146	2,159	2,412	2,653
지배주주지분	7,046	7,772	8,236	8,816	9,517
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
기타자본	(328)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	6,009	6,745	7,209	7,789	8,491
비지배주주지분	73	58	58	59	59
자본총계	7,118	7,830	8,294	8,874	9,577

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,498	1,140	1,061	1,051	1,280
당기순이익	1,226	1,164	1,033	1,212	1,397
유형자산감가상각비	152	156	151	160	168
무형자산상각비	6	5	6	7	7
자산부채변동	176	(152)	(126)	(335)	(297)
기타	(62)	(33)	(3)	7	5
투자활동현금흐름	(703)	(330)	(338)	(670)	(690)
유형자산투자	(162)	(318)	(307)	(294)	(294)
유형자산매각	12	4	10	10	10
투자자산순증	(508)	(27)	67	(83)	(119)
무형자산순증	(8)	(5)	(8)	(19)	(19)
기타	(37)	16	(100)	(284)	(268)
재무활동현금흐름	(488)	(434)	(559)	(622)	(685)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(55)	45	10	10	10
배당금지급	(428)	(460)	(505)	(568)	(631)
기타	(5)	(19)	(64)	(64)	(64)
기타현금흐름	(2)	3	0	0	0
현금의증가	305	379	165	(241)	(95)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

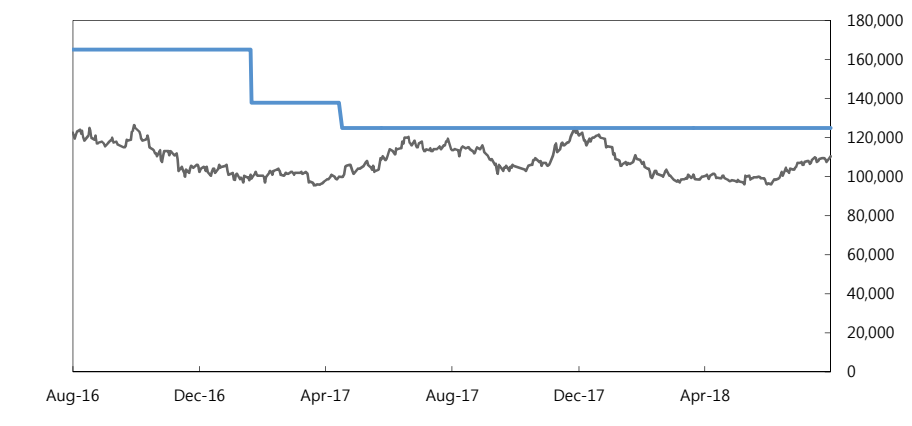
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503	4,667	4,811	5,494	6,120
매출원가	1,797	1,909	1,999	2,234	2,425
매출총이익	2,707	2,758	2,812	3,260	3,695
판매관리비	1,236	1,332	1,474	1,703	1,896
영업이익	1,470	1,426	1,338	1,557	1,799
금융수익	67	69	76	80	84
이자수익	38	43	48	49	50
금융비용	15	27	28	28	28
이자비용	7	9	9	9	10
기타영업외손익	63	(128)	(14)	0	0
관계기업관련손익	2	6	6	6	7
세전계속사업이익	1,588	1,346	1,377	1,615	1,862
법인세비용	362	181	344	404	466
연결당기순이익	1,226	1,164	1,033	1,212	1,397
지배주주지분순이익	1,231	1,164	1,032	1,211	1,396
기타포괄이익	1	47	0	0	0
총포괄이익	1,227	1,212	1,033	1,212	1,397
지배주주지분포괄이익	1,231	1,208	1,032	1,211	1,396
EBITDA	1,628	1,587	1,494	1,724	1,975

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,759	9,217	8,175	9,592	11,056
BPS	53,709	59,000	62,379	66,603	71,712
DPS	3,600	4,000	4,500	5,000	5,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	8.0	3.6	3.1	14.2	11.4
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(6.2)	16.4	15.6
순이익증가율	18.9	(5.5)	(11.3)	17.3	15.3
EPS증가율	18.7	(5.6)	(11.3)	17.3	15.3
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(5.9)	15.4	14.5
수익성(%)					
영업이익률	32.6	30.6	27.8	28.3	29.4
순이익률	27.3	24.9	21.5	22.0	22.8
EBITDA Margin	36.2	34.0	31.1	31.4	32.3
ROA	13.3	11.8	10.1	11.1	11.9
ROE	18.6	15.7	12.9	14.2	15.2
배당수익률	3.6	3.5	4.1	4.5	5.0
배당성향	36.9	43.4	55.0	52.1	49.7
안정성					
순차입금(십억원)	(2,265)	(2,533)	(2,811)	(2,786)	(2,896)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.6	3.1	3.0	2.9
Valuation(X)					
PER	10.3	12.5	13.5	11.5	10.0
PBR	1.9	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.0	8.2	8.1	7.0	6.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G(033780)	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	-12.5	0.0
	2018.04.17	1년경과		-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 31일 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 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 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.