

## KT&amp;G(033780)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(4/27)	2,209
주가(4/27)	103,000
시가총액(십억원)	14,141
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	137,000/95,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,472
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.3/53.8
주요주주(%)	국민연금 8.7
	중소기업은행 6.9

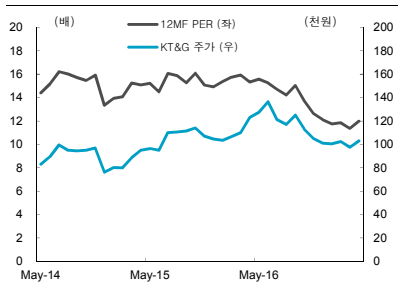
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	10.3	10.5	10.0
PBR(x)	1.9	1.7	1.6
ROE(%)	18.6	16.7	15.9
DY(%)	3.6	3.7	4.1
EV/EBITDA(x)	7.0	6.4	5.8
EPS(원)	9,759	9,811	10,305
BPS(원)	53,709	59,241	64,859

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.4	(7.2)	(18.9)
상대주가(%p)	4.9	(16.4)	(28.5)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 위험을 기회로 바꿀 것인가

## What's new : 영업이익 컨센서스 부합

연결 매출액과 영업이익이 전년동기대비 각각 8.0%, 0.6% 증가했다. 영업이익은 우리 추정치를 5.5% 하회했으나 컨센서스에는 부합했다. 우리 예상과 달라진 점은 담배 수출이 높은 기저에도 불구하고 물량은 큰 폭으로 증가했지만, 프로모션용 매출 할인이 계약 시점의 차이로 전년동기대비 확대됐기 때문이다. 이밖에 국내 담배 매출액은 예상과 유사했고, 한국인삼공사(이하 KGC)의 매출액은 국내외 판매 호조로 예상을 상회했다. 영업외수지는 예상에는 부합했지만 컨센서스에 비해서는 악화됐는데, 원/달러 환율 하락으로 달러화자산에 대한 평가손실이 컨센서스에 충분히 반영되지 않았기 때문으로 보인다.

## Positives : 담배 점유율 상승과 KGC의 호조

흡연 경고 그림 도입으로 인한 국내 담배 총 수요 감소폭이 4.8%를 기록해 우리의 전망인 3.9%보다 컸지만 동사의 내수 점유율은 61.2%까지 올라서 예상치인 59.5%를 상회했다. 이는 전년동기의 59.5%, 전분기의 58.5% 보다도 오른 수치이다. 캡슐형 등 신제품의 인기가 지속되고 있고 시장 선두업체로 흡연 경고그림 부착 이전 수요도 일부 영향을 줬을 것이다. KGC의 매출액도 국내가 12.8%, 수출이 86.8% 증가해 총 15.6% 성장, 기대치인 10%의 성장률을 뛰어 넘었다. 김영란법 시행에도 불구하고 저가 라인업을 확대해 왔고, 에브리타임과같은 제품의 수요층을 젊은 층으로 확대시키는 효과가 발휘되며 성장세를 지속하고 있다. 수출은 미국과 일본 등 선진국 쪽 판매가 꾸준히 늘고 있는 것으로 보인다.

## Negatives : 수출 ASP 하락

담배 수출은 물량이 전년동기대비 13.3% 증가했지만, 금액 기준으로는 1.9% 성장에 그쳤다. 이는 시장 개척을 위한 가격 할인 계약이 지난해에는 2분기에 집중된 반면, 올해는 1분기에 집중된 탓이다. 오히려 높은 기저에도 불구하고 동남아시아/남미 등 신시장의 판매 호조로 물량 증가율이 둔화되지 않았다는 점을 고무적으로 평가할 필요가 있다.

## 결론 : 전자담배 수요의 강도가 주가의 변수

동사에 대해 목표주가 125,000원, 매수 의견을 유지한다. 동사 주가는 Global peers의 주가 강세에도 불구하고 장기간 조정을 받음에 따라 valuation 매력에 매우 커졌다. 2017년 동사의 예상 PER은 10.5배인 반면, Global peers의 평균 PER은 19.2배에 달한다. 다만 상반기말 정도에 경쟁사가 켈런형 전자담배를 한국 시장이 출시할 가능성이 커 이에 대한 수요를 지켜보고자 하는 투자자가 많을 것으로 생각된다. 앞으로 동사 주가의 상승 여력은 전자담배에 대한 수요와 동사의 대응 제품/판매 전략에 영향을 받을 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,172	1,179	0.6	1,136	6.8	8.0	4,737	4,672
영업이익	418	395	(5.5)	390	29.7	0.6	1,588	1,521
영업이익률	36	34	(2.2)	3	5.9	(2.5)	33.5	3
세전이익	365	332	(9.0)	395	(27.9)	(15.5)	1,623	1,565
순이익	278	235	(15.7)	299	(43.1)	(17.5)	1,239	1,166

이경주 3276-6269  
kjlee@truefriend.com

정유진 3276-6228  
youjinjung@truefriend.com

&lt;표 1&gt; 1분기 잠정 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q17P	1Q16	YoY	4Q16	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	1,178.7	1,091.3	8.0	1,103.6	6.8	1,171.7	0.6	1,136.2	3.7
KT&G	726.0	701.2	3.5	753.8	(3.7)	755.9	(4.0)		
KGC	341.8	295.6	15.6	213.0	60.5	325.1	5.2		
기타	111.0	94.5	17.4	123.0	(9.8)	90.8	22.3		
매출총이익	700.6	667.3	5.0	648.0	8.1	719.6	(2.6)		
판관비	305.2	274.3	11.3	343.1	(11.0)	301.3	1.3		
영업이익	395.5	393.0	0.6	304.9	29.7	418.3	(5.5)	390.3	1.3
KT&G	319.9	327.4	(2.3)	305.7	4.6	360.6	(11.3)		
KGC	79.2	68.9	14.9	2.3	3,342.1	76.4	3.6		
기타	(3.6)	(3.3)	(8.0)	(3.0)	(18.2)	(18.6)	80.7		
세전이익	331.8	392.6	(15.5)	460.1	(27.9)	364.5	(9.0)	394.6	(15.9)
지배주주순이익	234.5	284.4	(17.5)	411.8	(43.1)	278.2	(15.7)	298.7	(21.5)
매출원가율	40.6	38.9		41.3		38.6			
판관비율	25.9	25.1		31.1		25.7			
영업이익률	33.5	36.0		27.6		35.7		34.4	
세전이익률	28.1	36.0		41.7		31.1		34.7	
지배주주순이익률	19.9	26.1		37.3		23.7		26.3	

자료: KT&amp;G, Quantiwise, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 목표주가 적용 Implied PER

(단위: 배)

	2016	2017F	2018F
PER	10.3	10.5	10.0
목표주가 적용 Implied PER	12.8	12.7	12.1
Global peers AVG.	22.9	19.2	17.6

자료: Bloomberg, 한국투자증권

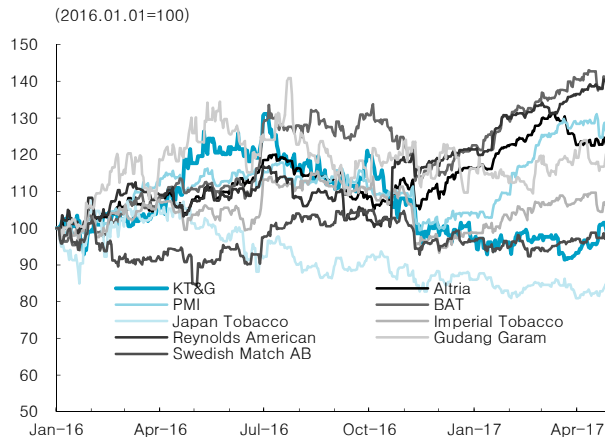
&lt;표 3&gt; 담배 내수 점유율 변화에 따른 EPS 민감도

(단위: %, %p)

		EPS change
M/S change	-10.0%p	-15.8%
	-5.0%p	-7.9%
	-3.0%p	-4.7%
	-1.0%p	-1.6%
	0.0%p	0.0%
	2.0%p	3.2%
	5.0%p	7.9%
	10.0%p	15.8%
	15.0%p	23.7%

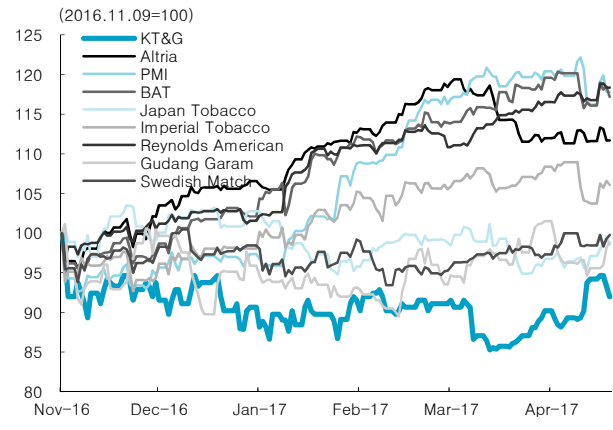
자료: 한국투자증권

[그림 1] 세계 담배회사 상대주가 동향



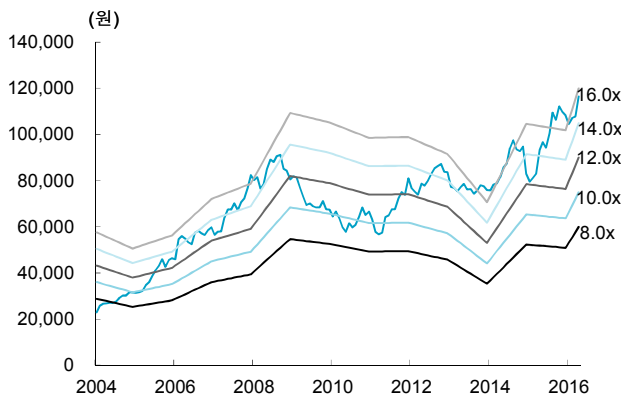
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 세계 담배회사 절대주가 동향(트럼프 당선 이후)



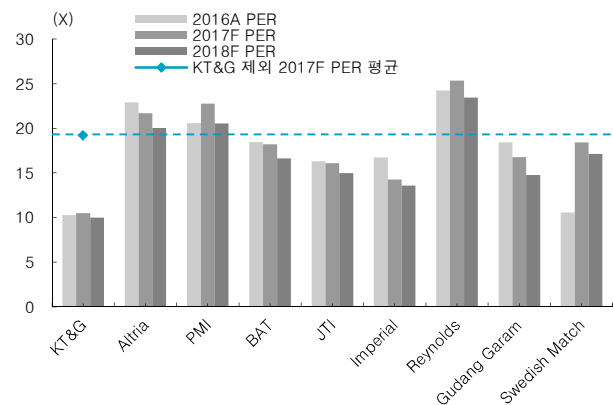
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] KT&amp;G 수정 PER Band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 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
재고자산	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)

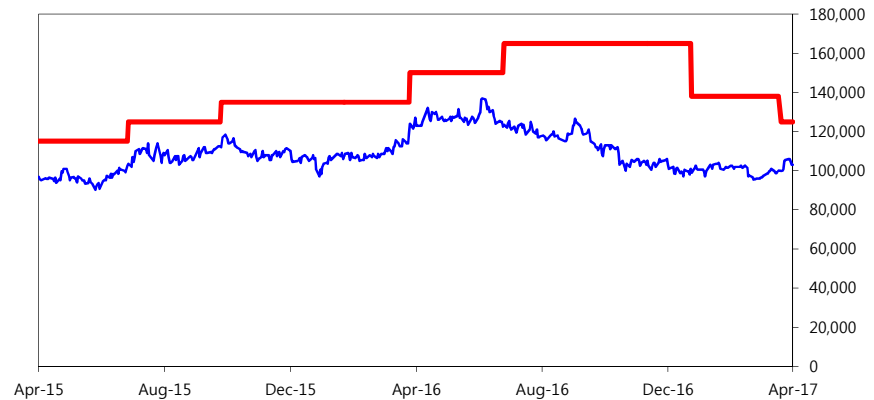
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,737	4,835	5,081
매출원가	1,631	1,797	1,852	1,865	1,940
매출총이익	2,539	2,707	2,885	2,970	3,140
판매관리비	1,173	1,236	1,297	1,341	1,417
영업이익	1,366	1,470	1,588	1,629	1,723
금융수익	84	67	53	94	108
이자수익	35	38	49	59	69
금융비용	10	15	14	14	14
이자비용	9	7	6	6	6
기타영업외손익	(41)	63	(6)	(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	3.7	4.1	4.4
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	10.5	10.0	9.4
PBR	2.2	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.3	7.0	6.4	5.8	5.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2015.05.11	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 28일 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 (2017.3.31 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 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.