

## KT&amp;G(033780)

## 격변기

담배 해외 법인 실적 개선으로 컨센서스 상회  
전자담배 판매는 선방했으나 안심하기는 일러  
혁신 제품으로 시장 점유율 올리거나 배당을 늘려야 주주가치 상승

## Facts : 담배 해외 법인 실적 개선

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 5.5%, 22.1% 증가해 컨센서스를 소폭 상회했지만 세전이익은 26.1% 증가에 그쳐 기대를 다소 밑돌았다. 전년동기 대비 영업실적이 개선된 것은 대부분 낮은 전자담배 론칭으로 인한 낮은 기저 효과에 기인한다. 예상보다 개선 폭이 큰 이유는 중동 수출은 회복이 더뎠지만 인도네시아 등 기타 지역의 현지 법인 실적이 개선됐기 때문으로 추산된다. 영업외수지가 예상보다 악화된 것은 이번 분기에도 연결종속법인 관련 손상차손(700억원에서 600억원 감소 추정)이 반영되었기 때문이다.

## Pros &amp; cons : 명암 엇갈린 해외 판매

국내 담배 매출액은 일반 쉼련에서 점유율이 오르고 전자담배 매출액이 증가(4분기 CVS의 전자담배시장 내점유율 23%)하면서 전년동기대비 15.0% 증가해 예상에 부합했다. 담배 수출액은 중동 판매가 아직은 크게 회복되지는 못해 36.4% 감소했다. 반면 인도네시아의 트리삭티 등 해외 법인의 매출액은 개선됐다. 트리삭티의 매출액은 전분기 141억원, 전년동기 157억원에서 이번 분기에는 511억원으로 증가했다. 기존 제품의 인기 상승, 고가 제품 비중 상승, 또는 판매상과의 재계약 전 가수요 등이 복합적으로 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 또 정확히 공개되지는 않았지만 러시아나 미국 법인의 수익성이 개선됐을 확률도 높다. 한국인삼공사의 경우 계절적 요인과 저수익 점포 철수 등의 영향으로 매출액이 0.3% 감소하고, 영업 적자는 전년동기 94억원에서 97억원으로 늘었다.

## Action: 급변하는 전자담배 시장의 경쟁에서 이겨야

중동향 전자담배 수출은 1년여간 현지 도매상의 재고 소진이 진행된 바 올해 개선될 것이다. 다만 재고의 규모를 파악하기는 어려워 회복의 폭을 정확히 가늠하기는 어렵다. 담배 해외 법인의 경우 4분기 개선 폭이 커 분기별 등락은 있을 것으로 보이나, 수년간 현지의 수요 확대에 공을 들인 만큼 개선의 방향성은 분명하다. 단 예측하기 어려운 위험이자 기회요인은 전자담배시장의 빠른 발전이다. Altria가 35%의 지분 취득에 128억달러를 지불한 미국 전자담배시장의 강자 Juul이 상반

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 125,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(2/21)	2,229
주가(2/21)	101,000
시가총액(십억원)	13,867
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저(원)	110,500/96,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,342
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.0/51.7
주요주주(%)	국민연금 10.0
	중소기업은행 6.9

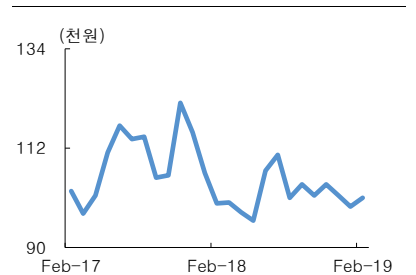
## Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.5	14.0	12.4
PBR(x)	2.0	1.6	1.5
ROE(%)	15.7	11.4	12.2
DY(%)	3.5	4.0	4.3
EV/EBITDA(x)	8.2	7.6	6.9
EPS(원)	9,217	7,201	8,162
BPS(원)	59,000	61,943	65,496

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	(3.8)	(0.5)
KOSPI 대비(%p)	(4.9)	(2.0)	7.8

## 주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

기 중으로 한국에 제품을 론칭할 것이라는 점이 부담이다. 또 일본의 프리미엄 쉐련형 전자담배 기기 ‘쥬즈’도 다음달에 한국 법인을 세운다. 지난 수십년간 담배 시장은 white cigarette 한 가지 타입으로 유지돼 왔지만 IT 및 화학/의학 기술이나 소비자의 잠재 기호/니즈는 발전해 왔다. 이제 담배시장은 수십년간의 침묵을 단순간에 깨우듯 급격하게 변화, 발전하고 있다. 시장 변화를 선도하는 제품으로 점유율을 올리거나, 배당을 늘려 주주가치를 높이는 전략이 요구되는 시점이다.

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,047.9	1,067.6	1,119.7	1,182.5	1,105.8	(6.5)	5.5	1,052.6
영업이익	222.9	311.4	323.0	356.9	272.0	(23.8)	22.1	235.8
영업이익률(%)	21.3	29.2	28.8	30.2	24.6	(5.6)	3.3	22.4
세전이익	186.8	359.8	378.5	357.6	235.5	(34.1)	26.1	251.9
순이익	347.5	248.9	266.6	258.9	134.9	(47.9)	(61.2)	197.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Global peer 대비 PER premium 추이 및 전망

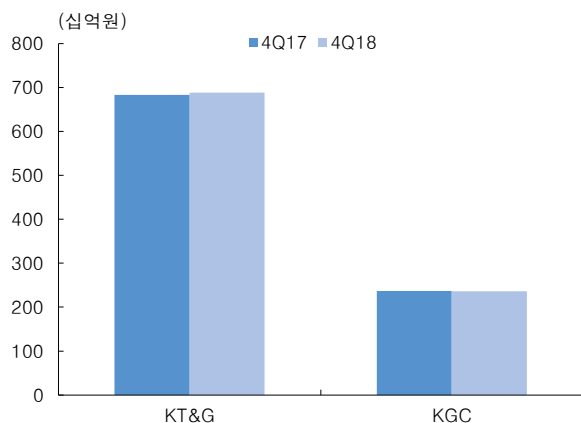
(단위: 배, %)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
KT&G	PER	10.3	12.5	14.0	12.4	10.9
	목표주가 적용 implied PER			17.4	15.3	13.4
Global peer	평균 PER	18.1	15.2	15.6	12.9	12.0
PER premium	PER	(42.8)	(17.4)	(10.1)	(4.3)	(9.4)
	목표주가 적용 implied PER			11.2	18.4	12.1

주: 2월 21일 종가 기준

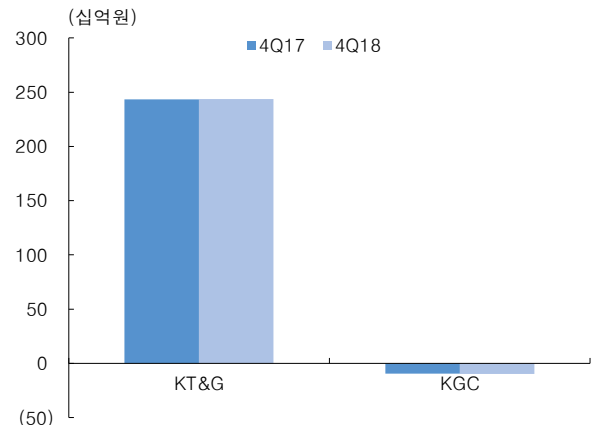
자료: 한국투자증권

[그림 1] 주요 법인 4분기 매출액



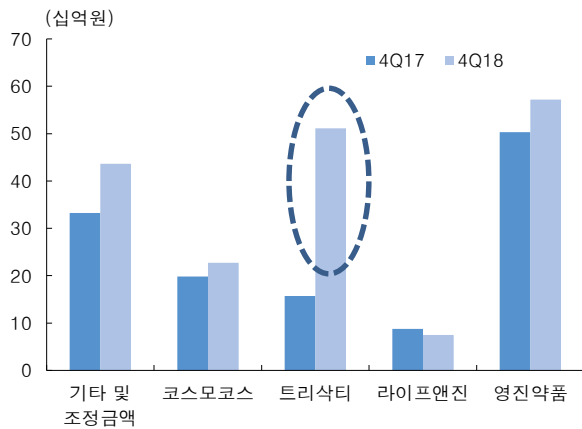
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 2] 주요 법인 4분기 영업이익



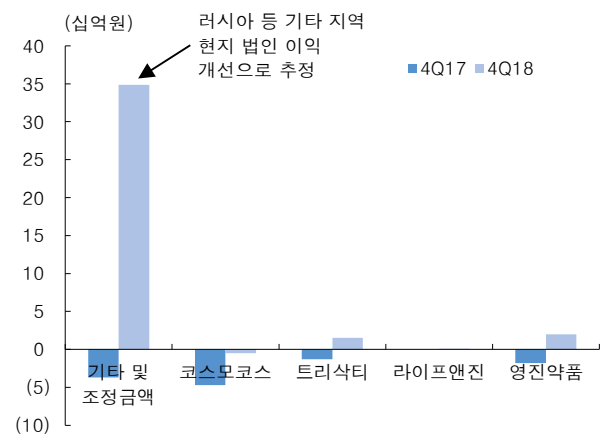
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 3] 기타 연결 종속 법인 4분기 매출액



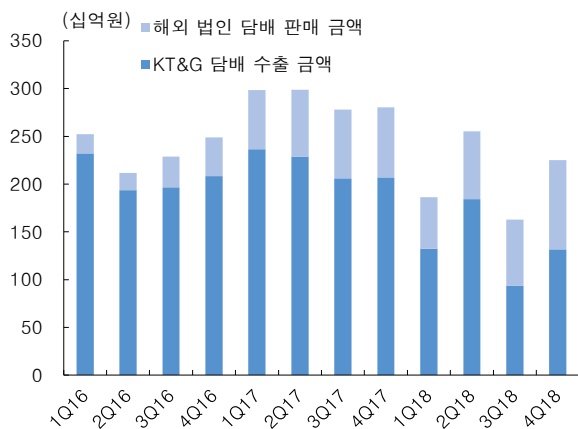
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 4] 기타 연결 종속 법인 4분기 영업이익



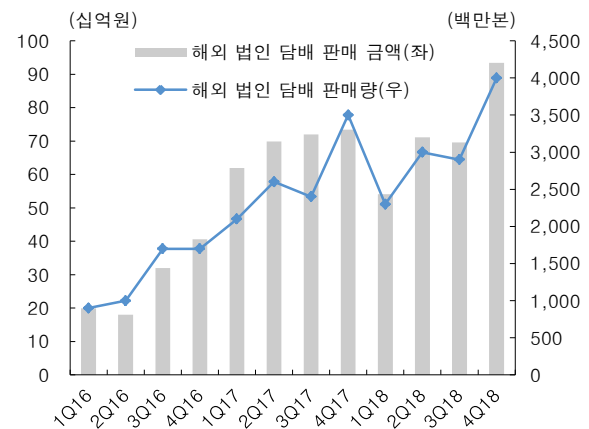
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 5] 담배 수출 금액과 해외 법인 판매 금액



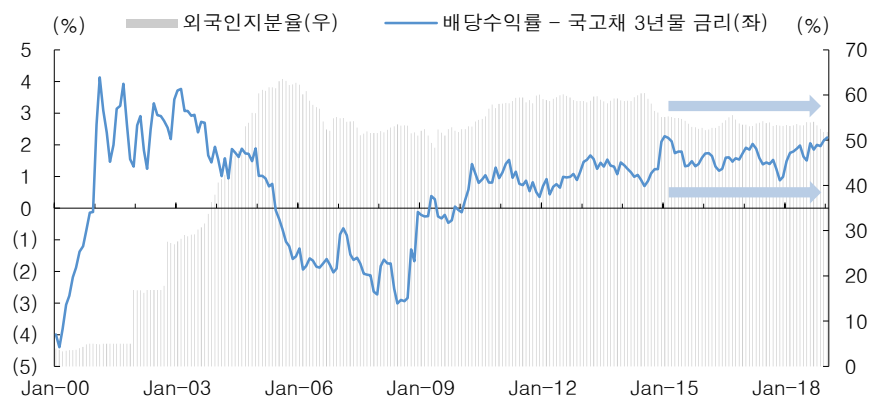
주: 내부 거래 제거 하지 않은 합산 실적  
 자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 6] 해외 법인 담배 판매 금액과 판매량



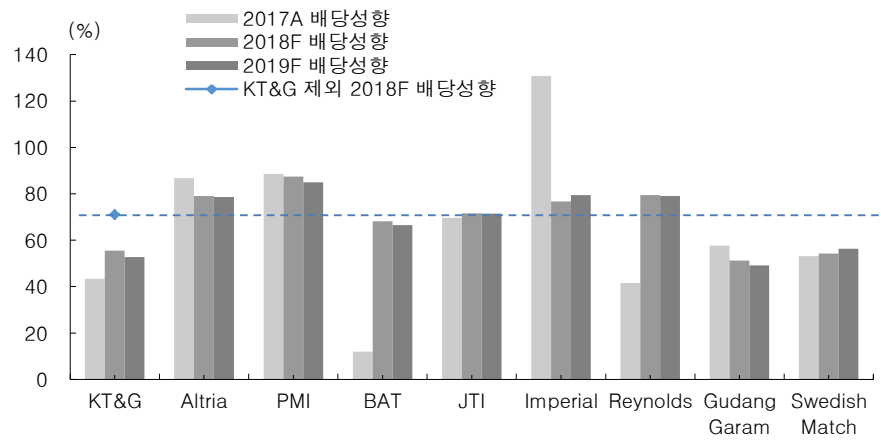
자료: KT&amp;G, 한국투자증권

[그림 7] 배당수익률과 외국인지분율



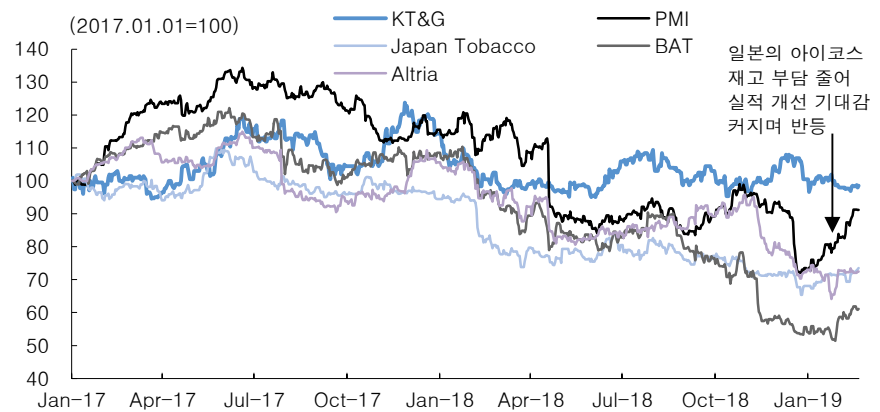
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] Global peer와의 배당성향 비교



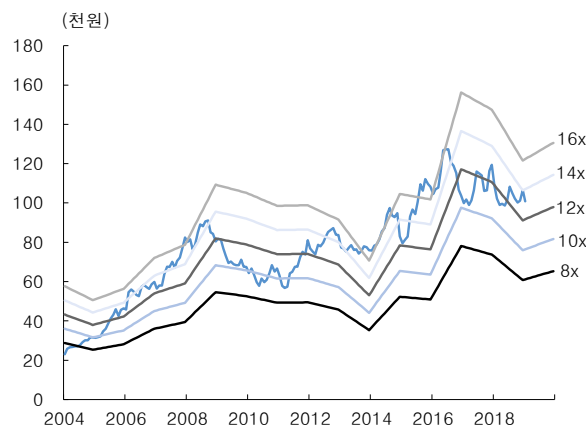
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] Global peer 주가 동향



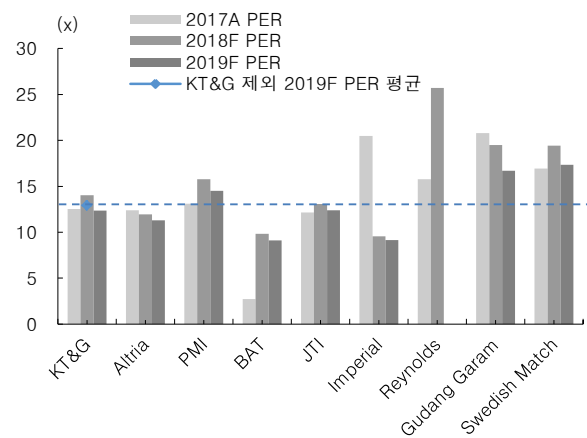
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 11] Global peer와의 PER 비교

주: 2월 21일 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 중양아시아, 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	6,915	7,342	7,857
현금성자산	851	1,230	1,455	1,829	1,844
매출채권및기타채권	1,266	1,109	1,208	1,059	1,069
재고자산	2,265	2,317	2,305	2,431	2,699
비유동자산	3,192	3,391	3,382	3,569	3,854
투자자산	984	1,076	944	967	1,074
유형자산	1,602	1,757	1,903	2,027	2,142
무형자산	105	85	81	87	97
자산총계	9,813	9,976	10,297	10,910	11,711
유동부채	2,153	1,803	1,722	1,824	1,997
매입채무및기타채무	1,787	1,440	1,343	1,444	1,603
단기차입금및단기사채	137	175	175	175	175
유동성장기부채	10	4	4	4	4
비유동부채	541	343	343	371	408
사채	9	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	107	100	110	120	130
부채총계	2,694	2,146	2,066	2,195	2,406
지배주주지분	7,046	7,772	8,176	8,664	9,258
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	510	484	484	484	484
기타자본	(328)	(328)	(328)	(328)	(328)
이익잉여금	6,009	6,745	7,149	7,637	8,231
비지배주주지분	73	58	55	51	47
자본총계	7,118	7,830	8,231	8,715	9,306

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,498	1,140	888	1,293	1,207
당기순이익	1,226	1,164	906	1,027	1,171
유형자산감가상각비	152	156	151	160	168
무형자산상각비	6	5	5	6	6
자산부채변동	176	(152)	(159)	105	(136)
기타	(62)	(33)	(15)	(5)	(2)
투자활동현금흐름	(703)	(330)	(171)	(389)	(625)
유형자산투자	(162)	(318)	(307)	(294)	(294)
유형자산매각	12	4	10	10	10
투자자산순증	(508)	(27)	141	(15)	(97)
무형자산순증	(8)	(5)	(2)	(12)	(16)
기타	(37)	16	(13)	(78)	(228)
재무활동현금흐름	(488)	(434)	(492)	(530)	(567)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(55)	45	10	10	10
배당금지급	(428)	(460)	(505)	(505)	(543)
기타	(5)	(19)	3	(35)	(34)
기타현금흐름	(2)	3	0	0	0
현금의증가	305	379	224	375	15

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,503	4,667	4,476	4,814	5,345
매출원가	1,797	1,909	1,836	1,943	2,194
매출총이익	2,707	2,758	2,640	2,872	3,151
판매관리비	1,236	1,332	1,377	1,543	1,633
영업이익	1,470	1,426	1,263	1,329	1,519
금융수익	67	69	95	104	115
이자수익	38	43	15	16	18
금융비용	15	27	9	9	9
이자비용	7	9	6	6	6
기타영업외손익	63	(128)	(26)	(14)	(16)
관계기업관련손익	2	6	9	9	10
세전계속사업이익	1,588	1,346	1,331	1,419	1,618
법인세비용	362	181	425	392	446
연결당기순이익	1,226	1,164	906	1,027	1,171
지배주주지분순이익	1,231	1,164	909	1,031	1,175
기타포괄이익	1	47	0	0	0
총포괄이익	1,227	1,212	861	1,027	1,171
지배주주지분포괄이익	1,231	1,208	865	1,031	1,175
EBITDA	1,628	1,587	1,419	1,495	1,693

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,759	9,217	7,201	8,162	9,306
BPS	53,709	59,000	61,943	65,496	69,824
DPS	3,600	4,000	4,000	4,300	4,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	8.0	3.6	(4.1)	7.6	11.0
영업이익증가율	7.6	(3.0)	(11.4)	5.2	14.3
순이익증가율	18.9	(5.5)	(21.9)	13.4	14.0
EPS증가율	18.7	(5.6)	(21.9)	13.4	14.0
EBITDA증가율	6.6	(2.5)	(10.6)	5.4	13.2
수익성(%)					
영업이익률	32.6	30.6	28.2	27.6	28.4
순이익률	27.3	24.9	20.3	21.4	22.0
EBITDA Margin	36.2	34.0	31.7	31.1	31.7
ROA	13.3	11.8	8.9	9.7	10.4
ROE	18.6	15.7	11.4	12.2	13.1
배당수익률	3.6	3.5	4.0	4.3	4.6
배당성향	36.9	43.4	55.5	52.7	49.4
안정성					
순차입금(십억원)	(2,265)	(2,533)	(2,812)	(3,227)	(3,414)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.6	3.1	3.0	2.9
Valuation(X)					
PER	10.3	12.5	14.0	12.4	10.9
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.0	8.2	7.6	6.9	6.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KT&G (033780)	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 2019년 2월 21일 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

\* 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.