

KT&G(033780)

매수(유지)

목표주가: 165,000원(유지)

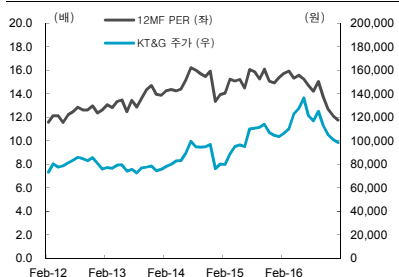
Stock Data

KOSPI(1/4)	2,046
주가(1/4)	98,400
시가총액(십억원)	13,510
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	137,000/97,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,465
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.4/53.5
주요주주(%)	국민연금 8.6
	중소기업은행 6.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.4)	(27.9)	(6.3)
상대주가(%p)	(9.2)	(30.4)	(12.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q16 Preview: 가격은 충분히 매력적이다

4분기 영업이익 컨센서스 소폭 상회 전망

KT&G의 4분기 연결 매출액은 전년동기대비 22.3% 증가한 1조 598억원, 영업이익은 21.5% 증가한 3,205억원을 기록해 컨센서스를 각각 4.7%, 5.1% 상회할 것으로 예상된다. 전년동기에 미국 법인의 회계기준 변경으로 매출액이 800억원 정도 차감되었던 기저 효과가 존재하나, 이외에도 담배와 홍삼 등 주력 부문의 펀더멘탈이 양호해 호실적을 기록할 것이다. 4분기 국내 담배 판매량은 시장 물량이 기후 개선과 흡연경고그림 도입 전 가수요로 전년동기대비 4.0% 증가하고, 점유율이 캡슐형 제품의 인기로 전년동기대비 1.0%포인트 상승해 5.8% 늘어날 전망이다. 담배 수출은 판매량이 12.0% 증가하고 달러 ASP가 3.1% 상승해 15.3% 증가할 것으로 예상된다. 한국인삼공사는 국내외 판매 호조로 매출액은 18.0% 증가하겠지만, 광고선전비 등 마케팅비 지출이 많아 영업이익은 전년동기 9억원에서 13억원 정도로 소폭 증가에 그칠 듯 하다.

배당주 약세가 아니라면, iQOS에 대한 우려가 주가 끌어내려

컨센서스를 상회하는 실적 시현이 계속되고 있으나 동사 주가가 약세인 이유는 1) 배당주에 대한 메리트 감소, 2) PMI의 전자담배 iQOS 진출에 대한 우려가 있기 때문이다. 1)의 경우 트럼프 당선 이후 금리 상승에 대한 기대가 커지며 동사뿐 아니라 대부분의 세계 담배회사 주가를 끌어내리는 문제로 작용했다. 그런데 최근 미국의 주요 담배 회사와 PMI, BAT 등 글로벌 담배회사의 주가가 상당히 회복했다. 그렇다면 동사 주가에는 2)로 인한 우려가 크게 반영되고 있다고 봐야할 듯 하다.

하지만 iQOS에 대한 우려도 상당히 반영된 것으로 봐야

우리는 iQOS의 한국 출시에 대한 불확실성 및 우려로 주가의 조정 기간은 어느 정도 지속될 수도 있다고 본다. 하지만 절대가격 기준으로 동사의 주가는 더 떨어지기 어려운 하단선까지 내려왔다고 판단한다. 동사 주가는 2017년 예상 실적 기준으로 글로벌 경쟁사 PER 평균인 17.6배보다 42.6%나 낮은 PER 10.1배 수준까지 하락했다. PMI의 고체형 전자담배인 iQOS는 분명 위협적인 제품이나, 이 제품이 한국에 출시되더라도 다음과 같은 이유로 일본에서와 같이 경쟁사의 점유율을 크게 빼앗지는 못할 것으로 예상된다. 1) 한국은 공공장소의 실내 흡연이 대부분 금지된 데 반해, 일본은 실내 흡연에 대한 처벌 조항이 없어 냄새가 약한 전자담배에 대한 선호가 큰 것으로 봐야하고, 2) KT&G가 대응 제품을 출시할 수도 있고, 3) iQOS는 일반 쥘렌대비 전자기기(파이프와 충전기)의 구매 비용(일본 판매가격 기준 원화 15만원 수준)이 크고, 잦은 충전 등의 사용상 불편함이 존재하기 때문이다. iQOS가 출시될 경우 KT&G의 점유율 하락이 소폭에 그친다면 중진국향

	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	4,459	1,486	1,110	8,799	7.0	1,651	11.5	7.1	1.9	17.0	3.7
2017F	4,722	1,622	1,232	9,765	11.0	1,787	10.1	6.0	1.7	17.2	4.1
2018F	4,938	1,721	1,314	10,417	6.7	1,890	9.4	5.4	1.6	16.7	4.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

수출과 홍삼의 빠른 성장을 통해 동사는 여전히 글로벌 경쟁사보다 높은 EPS 성장률을 기록할 것으로 본다. 따라서 현재와 같은 저평가는 과도하다. iQOS의 한국 출시가 연말 정도로 늦어진다면 동사가 이에 대응할 수 있는 시간은 상당히 갖출 것으로 본다. 중기적 호흡으로 주식을 매집하길 권고한다.

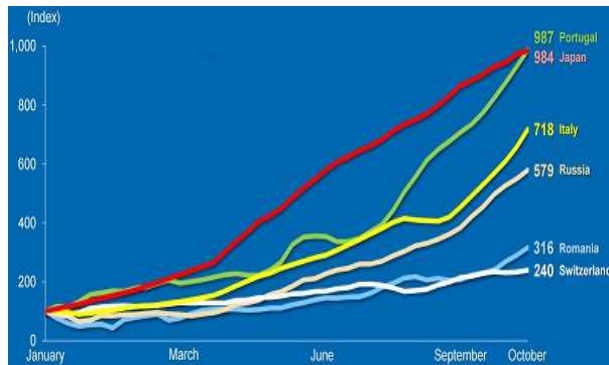
〈표 1〉 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q16F	4Q15	YoY	3Q16	QoQ	Consensus	차이
매출액	1,059.8	866.7	22.3	1,220.2	(13.1)	1,012.5	4.7
KT&G	757.2	672.8	12.5	753.8	0.4		
KGC	213.3	180.8	18.0	345.4	(38.3)		
매출총이익	645.7	572.8	12.7	743.0	(13.1)		
판관비	325.2	309.0	5.3	316.6	2.7		
영업이익	320.5	263.9	21.5	426.3	(24.8)	304.8	5.1
KT&G	312.1	270.3	15.5	349.3	(10.7)		
KGC	1.3	0.9	40.2	68.6	(98.2)		
세전이익	377.2	220.2	71.3	352.1	7.1	311.9	20.9
지배주주순이익	290.4	162.9	78.3	250.1	16.1	238.2	21.9
매출원가율	39.1	33.9		39.1			
판관비율	30.7	35.6		25.9			
영업이익률	30.2	30.4		34.9		30.1	
세전이익률	35.6	25.4		28.9			
지배주주순이익률	27.4	18.8		20.5		23.5	

자료: Quantiwise, 한국투자증권

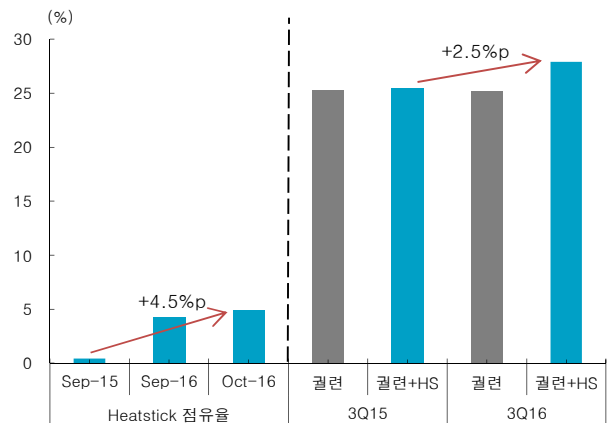
[그림 1] IQOS 세계시장 판매 동향



주: 2016년도 연초대비 Heatstick 판매량 4주 이동 평균

자료: PMI, 한국투자증권

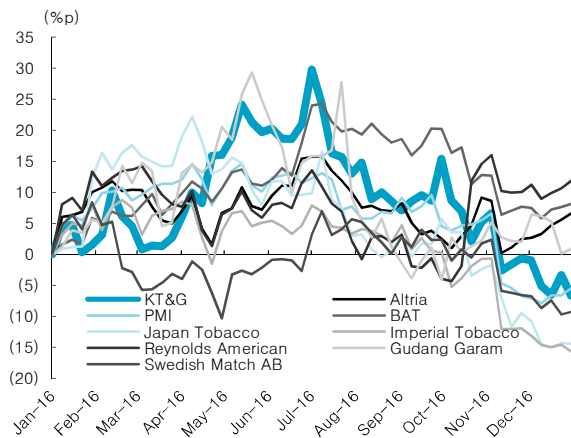
[그림 2] 일본내 PMI 점유율



주: HS는 Heatstick

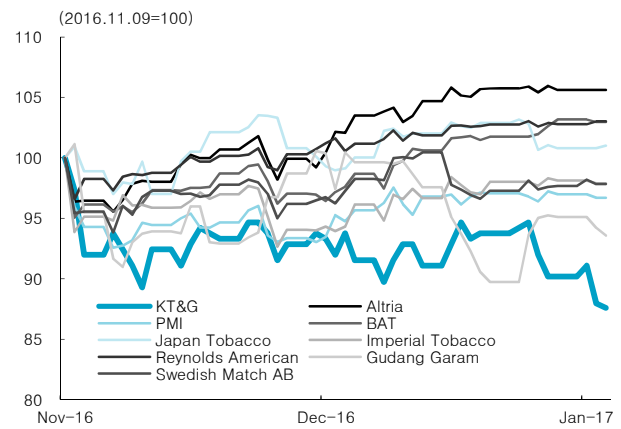
자료: PMI, 한국투자증권

[그림 3] 세계 담배회사 상대주가 동향



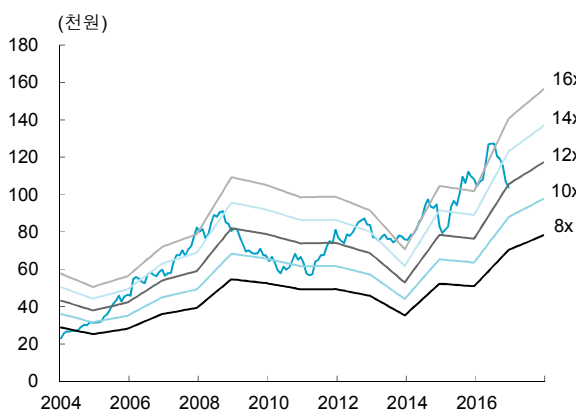
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 세계 담배회사 절대주가 동향(트럼프 당선 이후)



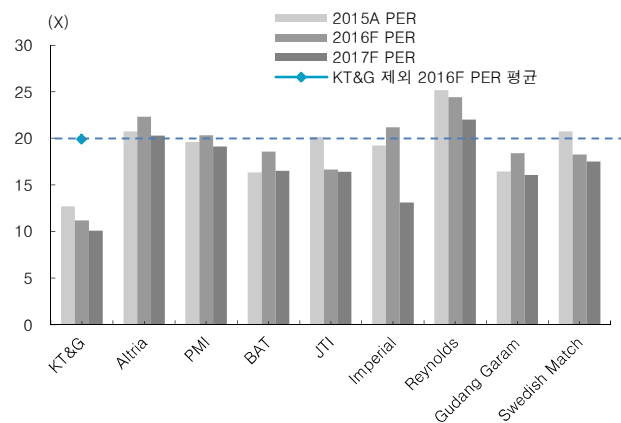
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] KT&G 수정 PER Band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 세계 담배회사의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 한국과 일본의 흡연 규제

국가	정부	규제 내용
일본	중앙정부	<ul style="list-style-type: none"> - 학교, 체육관, 병원, 극장, 사무소, 관공청시설, 음식점 등 다수가 이용하는 시설을 관리하는 자는 간접 흡연을 방지하기 위해서 필요한 조치를 강구하도록 노력해야 함 → 이 법안은 처벌 조항이 없는 노력 조항 - 2015년에 개정된 노동안전위생법에는 노동환경에서 노동자의 간접흡연 방지대책을 사업자가 세워야 하도록 권고함. 이에 따라 각자의 노동환경에 따라 사무실 내 흡연실 설치 등의 방안이 마련 되었음
	지방정부	<ul style="list-style-type: none"> - 조례를 통해 지정구역을 정해서 1천엔~5만엔의 과징금을 부과하는 방안을 취하고 있음 예) 도쿄의 치요다구는 2002년부터 역 주변, 공공장소 주변 등 지정구역 내에서의 욕의 흡연과 보행 흡연을 금지하고 과징금 2,000 엔을 징수
한국	중앙정부	<ul style="list-style-type: none"> - 보건복지부령이 정하는 공중이 이용하는 시설의 소유자·점유자 또는 관리자는 당해 시설의 전체를 금연구역으로 지정하거나 당해 시설을 금연구역과 흡연구역으로 구분하여 지정하여야 함. 금연구역에서 흡연을 한 자에게는 10만원 이하의 과태료를 부과 - 휴게음식점영업소, 일반음식점영업소 및 제과점영업소에 해당하는 모든 영업소는 면적에 상관 없이 모두 금연구역임
	지방정부	<ul style="list-style-type: none"> - 조례를 통해 금연구역을 정해서 위반시 과태료 집행 예) 서울시는 16,954 곳의 금연구역을 지정하고 위반 시 최대 10만원의 벌금 부과

자료: 국민건강증진법, 한국법제연구원, 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	6,111	6,778	7,458
현금성자산	416	546	879	1,133	1,383
매출채권및기타채권	981	1,200	1,293	1,369	1,432
재고자산	1,983	2,119	2,200	2,245	2,347
비유동자산	3,010	3,102	3,314	3,455	3,604
투자자산	710	873	926	977	1,022
유형자산	1,753	1,790	1,816	1,872	1,949
무형자산	155	105	113	119	125
자산총계	7,419	8,673	9,425	10,233	11,062
유동부채	1,125	1,872	1,984	2,073	2,155
매입채무및기타채무	763	1,384	1,516	1,606	1,679
단기차입금및단기사채	142	206	203	199	196
유동성장기부채	1	28	28	28	28
비유동부채	586	526	556	584	607
사채	8	9	9	9	9
장기차입금및금융부채	130	94	95	96	96
부채총계	1,711	2,398	2,541	2,657	2,762
지배주주지분	5,631	6,209	6,821	7,517	8,246
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	485	485	485	485
기타자본	(339)	(337)	(337)	(337)	(337)
이익잉여금	4,622	5,232	5,875	6,602	7,361
비지배주주지분	77	67	63	59	55
자본총계	5,708	6,275	6,884	7,576	8,300

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	765	1,259	1,304	1,340	1,376
당기순이익	814	1,032	1,106	1,228	1,310
유형자산감가상각비	149	151	156	155	159
무형자산상각비	13	11	9	10	10
자산부채변동	(316)	13	42	(42)	(90)
기타	105	52	(9)	(11)	(13)
투자활동현금흐름	(343)	(748)	(506)	(582)	(574)
유형자산투자	(330)	(210)	(193)	(222)	(246)
유형자산매각	11	10	10	10	10
투자자산순증	(9)	(528)	(69)	(67)	(60)
무형자산순증	(2)	(3)	(17)	(17)	(16)
기타	(13)	(17)	(237)	(286)	(262)
재무활동현금흐름	(354)	(381)	(466)	(503)	(553)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	51	56	(3)	(3)	(3)
배당금지급	(403)	(428)	(428)	(467)	(505)
기타	(2)	(9)	(35)	(33)	(45)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	68	130	332	255	249

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

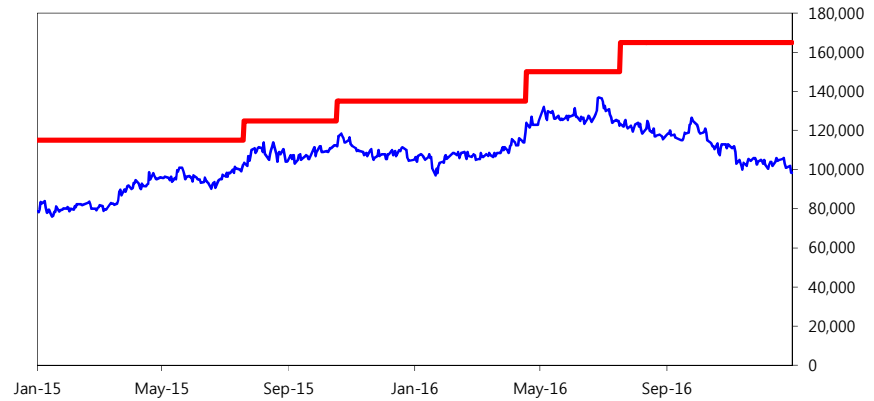
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	4,113	4,170	4,459	4,722	4,938
매출원가	1,841	1,631	1,755	1,845	1,903
매출총이익	2,272	2,539	2,704	2,878	3,035
판매관리비	1,100	1,173	1,219	1,256	1,314
영업이익	1,172	1,366	1,486	1,622	1,721
금융수익	55	84	94	104	119
이자수익	38	35	42	47	57
금융비용	11	10	9	9	9
이자비용	11	9	9	9	9
기타영업외손익	(61)	(41)	(80)	(61)	(64)
관계기업관련손익	3	15	15	15	15
세전계속사업이익	1,158	1,414	1,505	1,670	1,782
법인세비용	344	382	399	443	472
연결당기순이익	814	1,032	1,106	1,228	1,310
지배주주지분순이익	826	1,036	1,110	1,232	1,314
기타포괄이익	(68)	(31)	(31)	(31)	(31)
총포괄이익	745	1,001	1,075	1,197	1,279
지배주주지분포괄이익	759	1,007	1,079	1,201	1,283
EBITDA	1,334	1,528	1,651	1,787	1,890

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	6,558	8,222	8,799	9,765	10,417
BPS	43,481	47,679	52,138	57,210	62,513
DPS	3,400	3,400	3,700	4,000	4,400
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.6	1.4	6.9	5.9	4.6
영업이익증가율	15.6	16.6	8.8	9.2	6.1
순이익증가율	44.7	25.4	7.2	11.0	6.7
EPS증가율	44.7	25.4	7.0	11.0	6.7
EBITDA증가율	12.0	14.5	8.1	8.2	5.8
수익성(%)					
영업이익률	28.5	32.8	33.3	34.3	34.8
순이익률	20.1	24.8	24.9	26.1	26.6
EBITDA Margin	32.4	36.6	37.0	37.8	38.3
ROA	11.2	12.8	12.2	12.5	12.3
ROE	15.1	17.5	17.0	17.2	16.7
배당수익률	4.5	3.3	3.7	4.1	4.5
배당성향	51.8	41.4	42.1	41.0	42.2
안정성					
순차입금(십억원)	(813)	(1,365)	(1,883)	(2,480)	(2,978)
차입금/자본총계비율(%)	4.9	5.4	4.8	3.4	3.1
Valuation(X)					
PER	11.6	12.7	11.5	10.1	9.4
PBR	1.8	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.0	8.3	7.1	6.0	5.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2015.01.13	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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 4일 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 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 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.