

매수(유지)

목표주가: 95,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(11/29)	2,045
주가(11/29)	78,500
시가총액(십억원)	10,777
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	87,500/71,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,678
유동주식비율/외국인지분율(%)	82.6/59.2
주요주주(%)	중소기업은행 6.9
	Lazard Asset Management 5.1
	LLC 외 43인

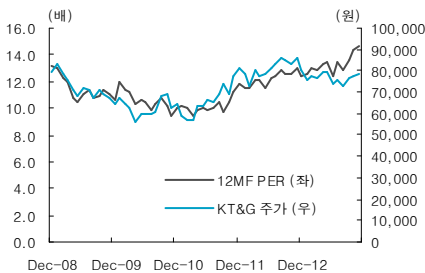
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2013F	5,889	5,193	(11.8)
2014F	5,925	6,172	4.2
2015F	6,310	6,702	6.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	(2.6)	(6.8)
상대주가(%p)	0.3	(4.8)	(12.5)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2014년은 원기 회복의 해

담배 수출과 홍삼의 turn around

2014년에는 모든 사업부의 실적이 2013년대비 개선될 것이다. 첫째, 담배 해외 판매액이 27.4% 급증할 것이다. 올해 해외 실적이 부진한 이유는 이란의 소비 위축 외에 도매상이 보유한 재고를 소진하기 위해 선적을 미룬 탓이 크다. 이란 경제제재가 해결의 실마리를 찾고 있고, 유통재고 구조조정도 마무리돼 내년 초부터 해외 실적이 뚜렷하게 개선될 것이다. 둘째, 홍삼은 국내외 매출액이 2009년 수준으로 감소한데다, 수출 구조조정 완료로 역성장의 위험이 작아졌다. 반값 홍삼은 제품의 질과 프로모션 비용 문제로 장기적 위협 요인은 아니라 본다.

담배 세금 인상 = 이익 증가

담배 내수는 product mix 개선과 마케팅력 향상에 따른 점유율 안정 외에 세금 인상을 통한 수익성 개선 모멘텀이 있다. 우리는 내년 6월 지방선거 이후 10년 만에 담배 세금이 인상되고 동시에 중저가 제품의 ASP가 올라갈 가능성을 높게 본다. 마지막으로 가격을 인상하는 업체는 점유율 하락 위험이 작다. 따라서 세금 인상이 수익구조 개선의 계기가 될 것이다. 갑당 ASP가 1%, 10원 상승 시 EPS는 각각 1.8%, 2.6%씩 증가한다.

배당수익률 4.1%도 매력적

2014년 이후 담배 해외 매출액을 상향하며 목표주가를 86,000원에서 95,000원으로 높인다. 2014년 예상 PER은 12.7배로 peer 평균대비 6.6% 낮아 상대적으로 높은 이익 성장률을 반영하지 못하고 있다. 국내 담배가격이 소득대비 싸고, 주요 수출지역의 시장 성장 여력이 크다는 점에서 peer와 차별적이다. 배당수익률이 4.1%로 예상된다는 점도 매력적이다. 안정적인 담배사업의 특성과 분산된 지분구조 상 소액주주 중시 경영이 지속되어 배당금은 장기적으로도 증가할 수밖에 없다.

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액(십억원)	3,723	3,985	3,760	3,954	4,118
영업이익(십억원)	1,090	1,036	962	1,098	1,162
세전이익(십억원)	1,161	1,022	931	1,087	1,173
지배주주순이익(십억원)	816	738	654	777	844
EBITDA(십억원)	1,248	1,214	1,107	1,252	1,323
순차입금(십억원)	(711)	(826)	(896)	(1,155)	(1,444)
영업이익률(%)	29.3	26.0	25.6	27.8	28.2
ROE(%)	17.5	14.9	12.5	14.1	14.3
배당수익률(%)	3.9	4.0	4.1	4.3	4.6
EPS(원)	6,451	5,869	5,193	6,172	6,702
(EPS 증가율, %)	(20.4)	(9.0)	(11.5)	18.9	8.6
BPS(원)	37,378	39,550	41,378	43,920	46,765
DPS(원)	3,200	3,200	3,200	3,400	3,600
PER(x)	12.6	13.8	15.1	12.7	11.7
PBR(x)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA(x)	8.2	8.3	8.7	7.5	6.9

리포트 작성 목적

- 해외 담배부문의 구조조정 현황 및 실적 전망
- 담배 세금 인상 가능성 점검 및 ASP 전망
- 담배 가격 인상의 EPS 개선 효과 분석
- 한국인삼공사의 소비자 로열티 등 경쟁력 분석

I. Valuation

목표주가 95,000원으로 상향

**담배 수출 회복 감안
목표주가 95,000원으로 상향**

SOTP로 산출한 KT&G의 목표주가를 기존 86,000원에서 95,000원으로 상향한다. 목표주가 상승은 2014년 담배 해외 판매 실적을 11% 상향하고, 기간 경과로 인한 현재가치 상승 때문이다. 2014년에는 담배 해외 판매가 2013년대비 27.4% 급증할 것이다. 올해 실적 악화 주 요인인 유통재고 관련 구조조정이 연내에 마무리되고 이란의 소비 상황도 개선될 것으로 보이기 때문이다. 내수의 경우 고가 신제품 판매 호조 및 소비 고급화로 product mix가 개선되는데다 빠른 제품 리뉴얼로 점유율 하락 속도가 느려질 전망이다. 만약 담배 세금 인상과 동시에 제품가격이 인상된다면 수익성이 크게 개선될 것으로 판단된다. 이는 valuation을 상향시키는 요인이 될 것이다. 한편 홍삼부문의 가치는 판매액이 이미 2009년 수준으로 급감해, 경기 개선 등을 감안할 때 추가 하락 가능성이 낮다.

**2014년 PER는
경쟁사와 역사적
평균대비 낮아**

동사의 2013년 예상 PER은 15.1배로 글로벌 경쟁사 평균대비 소폭 높지만 2014년 예상 PER은 12.7배로 경쟁사 평균대비 6.6% 낮다. Philip Morris와 같은 경쟁사는 유럽과 러시아 등에서 세금 인상이나 실업 이슈로 판매가 감소할 것으로 관측되고 있다. 그러나 동사의 해외 판매 지역은 주로 중동/중앙아시아, 동남아시아권과 같이 담배시장 성숙도가 낮은 중/후진국이며, 국내도 소득대비 담배가격이 낮아 세금 인상으로 인한 판매 감소가 제한적일 것으로 본다. 동사는 상대적으로 이익 성장성이 높고(2013~2015F EPS CAGR KT&G 13.6% vs peer 평균 9.6%), 자산가치가 저평가(유희부동산의 시가는 1조를 상회하나 장부가는 1천억원 미만)되어 있어 주가 상승 여력이 크다는 판단이다. 2014년 예상 PER은 과거 3년 평균 13.8배에 비해서도 8.2% 낮은 수준이다.

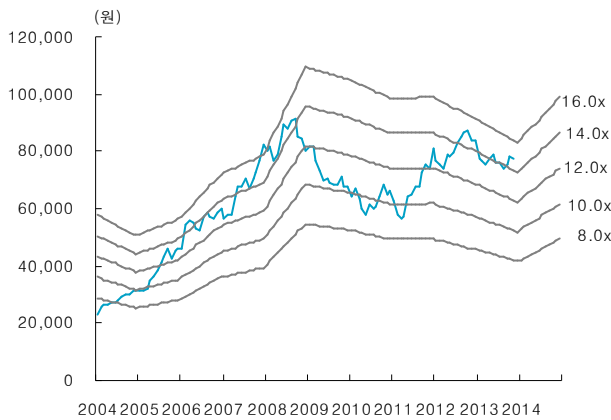
<표 1> SOTP valuation

(단위: 십억원, 원)

	목표가치	주당 목표가치	평가방법
영업가치	11,384	82,917	DCF(WACC 9%, ROIC 9%, g 2%) 산출가치 10% 할인
KT&G	8,910	64,898	
KGC 등	2,474	18,019	
YTN	16	114	시가 30% 할인
신한금융지주	39	283	시가 30% 할인
유희부동산	293	2,130	공시지가(공업용)
자사주	437	3,183	시가 50% 할인
순현금	877	6,388	2013년 9월
계	13,045	95,015	

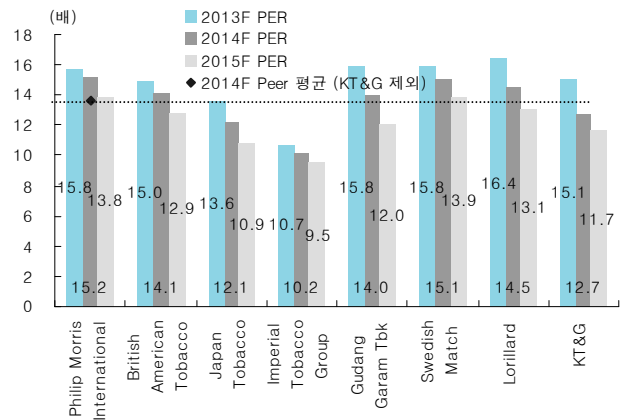
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 1] 수정 PER Band



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 수출의 귀환

2014년 담배 해외 판매 27% 증가 예상

유통 재고 소진과 이란 경제제재 완화로 담배 해외 판매 회복 전망

KT&G의 2014년 담배부문 수출 및 해외 현지법인 판매액은 2013년 대비 27.4% 증가한 6,293억원에 이를 전망이다. 2013년에는 1) 유통 재고를 소진하는 구조조정, 2) 이란의 경제제재로 인한 소비 감소로 동 부문의 물량과 금액이 전년 대비 각각 34.8%, 30.5% 감소할 것으로 보인다. 하지만 우선 1)은 2013년 내 마무리될 전망이다. 구조조정은 중동/중아시아(해외 판매 내 비중 69.8%, 이하 2012년 기준)의 수입 도매상인 Alokozay가 보유한 재고를 소진하는 작업이다. 오래된 재고가 유통될 경우 브랜드력이 약해지므로 동사는 올해 말 적정 재고를 목표로 의도적으로 수출 선적을 줄이고 있다. 현 상황대로라면 내년 초부터 수출이 정상화될 것으로 보인다. 또한 2)도 최근 핵협상 타결로 개선될 것으로 예상된다.

담배 수출 증가는 수익성 개선에 도움

담배 해외 판매액은 2012년 기준 7,101억원으로 연결 매출액과 영업이익 내 비중이 20% 정도이다. 해외 담배 판매액 중 89%가 수출인데, 수출의 영업이익률은 32%(국내 담배는 39%)로 연결 영업이익률(26.0%)보다 높다. 내년에 해외 판매가 올해 대비 1,355억원 증가할 전망이다. 이에 따른 영업이익의 증가 효과는 2013년 영업이익 기준 약 6%에 달할 것이다.

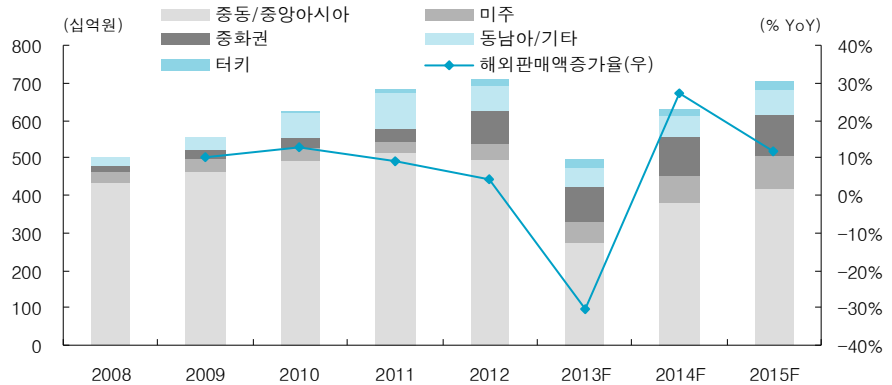
미주, 중화권 등 신시장 비중 확대에 다변화 이점 강화

올해 3분기 누적 미주와 중화권의 판매액 증가율은 각각 30.2%, 6.9%이다. 미국은 2010년 현지법인을 세운 이후 유통망을 넓히면서 연평균 20%의 매출액 고성장(물량 CAGR 34%)을 지속 중이다. 중화도 2011년과 2012년 성장률이 각각 31.2%, 158.0%에 이른다. 이러한 신시장은 중동/중아시아(Alokozay를 통해 간접 판매)와는 달리 동사가 직접 소비자에게 판매하는 구조다. 따라서 브랜드력 확립이 체계적으로 진행될 수 있고, 자금 회수 등에 관한 제어력도 상대적으로 높을 것으로 기대된다. 향후 3년간 미주, 중화권, 동남아시아, 아프리카 등의 신시장 비중은 가격 경쟁력과 영업력 강화로 2012년 27.8%에서 2015년 37.6%로 상승할 전망이다.

가격 인상과 product mix 개선으로 담배 해외 ASP도 꾸준히 오를 것

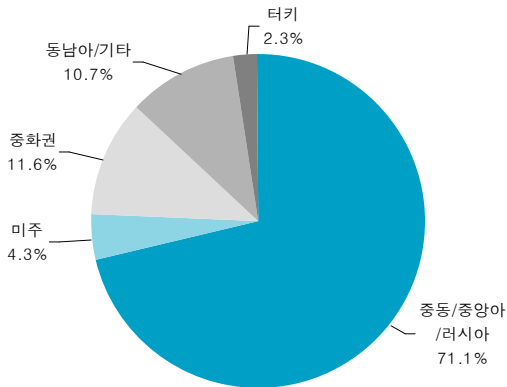
해외 판매단가도 가격 인상과 고가 브랜드(ESSE)의 판매비중 확대로 올해 달러 기준으로 전년 대비 9.5% 상승하고, 앞으로도 연간 4~5% 수준의 상승세가 지속될 것이다. 현재 수출 판매단가는 감당 27센트 수준으로 관세 등 세금을 감안해도 여전히 경쟁품 대비 낮아 상승 여력은 크다고 본다.

[그림 3] 해외 담배 지역별 매출액



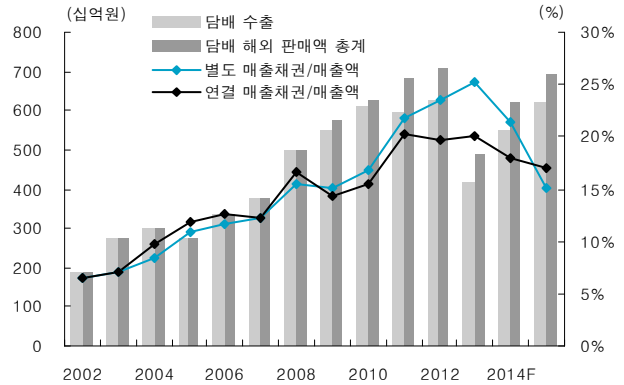
주: 수출과 해외 현지 법인 매출액의 합산
 자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 4] 담배 해외 판매 지역별 Break down (2012년)



주: 해외 판매액 중 수출 비중은 89%
 자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 5] 담배 해외 판매액과 매출채권 변화



주: 담배 해외 판매액은 수출과 현지 법인 매출액의 합산
 자료: KT&G, 한국투자증권

III. 세금 인상은 기회 요인

세금 인상 = 가격 인상?

2014년 6월 지방선거 이후 담배 세금 인상 가능성 높아

내년 6월 지방선거 이후 담배 세금이 인상될 가능성이 크다. 세수 부족이 심화되고 있는데, 담배 세금은 ‘금연으로 국민 건강을 챙긴다’는 명분이 있다. 담배 세금은 2004년 12월 갑당 500원 인상된 이후 현재까지 조정이 없었기 때문에 인상에 대한 부담(판매량 감소 등) 또한 작다. 실제로 담배 세금 인상은 흡연자의 반발을 불러일으켜 정치적 상황과 연계되는데, 최근에는 각종 선거 등의 이슈로 지연되어 왔다. 따라서 정부의 정치적 부담이 완화되는 내년 하반기의 인상 가능성은 그 어느 때보다 높다는 판단이다.

세금 인상은 ASP를 올릴 수 있는 절호의 기회

담배 세금 인상이 동사 실적에 긍정적이라 보는데, 이는 담배 소비가 사실 가격에 매우 둔감하기 때문이다. 우리는 담배 세금이 갑당 수천원 이상 큰 폭으로 오르지만 않는다면 판매량에 미치는 부정적 영향은 작을 것으로 전망한다. 대신 세금 인상 시점에 일부 제품의 가격이 세금 인상폭 이상으로 올라갈 가능성이 높다고 판단하기 때문에 오히려 긍정적 이벤트라 평가한다.

중저가 제품 가격 인상 가능성 높아

KT&G가 세금이 조정될 때 제품 가격을 추가로 인상할 것으로 예상하는 이유는 이 시기가 가격 인상으로 인한 소비자 저항을 줄일 수 있는 적기이기 때문이다. 경쟁사인 Philip Morris, British American Tobacco, Japan Tobacco는 모두 2011~2012년 대부분의 제품의 소비자가격을 갑당 2,500원에서 2,700원으로 인상했다. KT&G는 세금 인상 시점에 최소 중저가 브랜드(갑당 2,500원 미만, 3분기 누적 비중 23.2%) 정도의 가격은 올려 ASP 상승과 점유율 유지의 두 마리 토끼를 잡으려고 할 것이다.

중저가 제품 갑당 100원 인상 시 2014년 EPS 24% 증가 전망

현재 우리의 실적 전망에는 세금 인상이 반영되지 않아 2014년 담배 내수 ASP가 2013년 대비 1.9% 상승하는 것으로 가정되어 있다. 이는 소비 경기 개선 외에 마케팅력 개선에 따른 고가 신제품 판매 호조, 즉 product mix 향상 전망에 근거한다. 만약 상기 추정대로 담배 세금이 인상되고 이 과정에서 일부 제품의 가격이 추가로 인상된다면 동사의 실적은 현 전망보다 개선될 것이다. 민감도 분석에 따르면 EPS는 갑당 담배 내수 ASP가 1%(7원) 올라가면 1.8% 증가, 10원 올라가면 2.6% 증가, 중저가 제품의 소비자가격을 100원 올리면(ASP는 19원 상승) 5.0% 증가, 경쟁사와 마찬가지로 소비자가격을 평균 200원 올리면(ASP는 164원 상승) 42.2% 증가하는 것으로 분석된다. 중저가 제품 가격의 100원 인상은 보수적인 관점에서 보더라도 가능한 시나리오다. 이 정도의 인상은 점유율에 영향을 주지 못할 것으로 이 경우 2014년 EPS는 24%(현재 18.9% 증가 예상) 증가할 것으로 추정된다.

<표 2> 담배 소비자가격 별 세금과 ASP

(단위: 원/갑)

담배소매가격	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	2,700	3,000	4,000	5,000	9,000	10,000
담배소비세	641	641	641	641	641	641	641	641	641	641	641	641
지방교육세(담배소비세의 50%)	321	321	321	321	321	321	321	321	321	321	321	321
국민건강증진기금	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354
폐기물처리부담금	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
소계	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323
부가가치세(도매가격의 10%)	164	172	180	188	196	205	221	245	327	409	736	818
세금및부담금계	1,487	1,495	1,503	1,511	1,519	1,528	1,544	1,569	1,650	1,732	2,059	2,141
소매인마진(소매가격의 10%)	200	210	220	230	240	250	270	300	400	500	900	1,000
담배도매가격	1,636	1,718	1,800	1,882	1,964	2,045	2,209	2,455	3,273	4,091	7,364	8,182
순매출가(ASP)	313	395	477	559	641	722	886	1,131	1,950	2,768	6,041	6,859

자료: KT&G, 한국투자증권

<표 3> 담배 소비자가격 변화에 따른 ASP 변화

(단위: 원/갑, %)

담배소매가격	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	2,700	3,000	4,000	5,000	9,000	10,000
순매출가(ASP)	313	395	477	559	641	722	886	1,131	1,950	2,768	6,041	6,859
순매출가 변화(전가격 대비)		82	82	82	82	82	164	245	818	818	3,273	818
(%, 전가격대비 상승률)												
담배소비자가격		5.0	4.8	4.5	4.3	4.2	8.0	11.1	33.3	25.0	80.0	11.1
순매출가(ASP)		26.1	20.7	17.2	14.6	12.8	22.7	27.7	72.3	42.0	118.2	13.5

자료: KT&G, 한국투자증권

<표 4> 담배 ASP와 점유율 변동에 따른 EPS 민감도

(단위: 원/갑, %)

M/S	변화율	ASP	(ASP1%상승)		(ASP10원 상승)	(중저가소매가격 100원 상승)	(전제품소매가격 100원 상승)	(전제품소매가격 200원 상승)		899.5	
			678.1	691.9	698.8	702.0	711.3	773.7	830.3		855.6
		ASP 변화폭	-13.8	0.0	6.9	10.0	19.4	81.8	138.4	163.6	207.6
		ASP 변화율	-2.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.8%	11.8%	20.0%	23.7%	30.0%
57.5%	-4.0%p		-14.9%	-11.6%	-9.9%	-9.2%	-6.9%	8.1%	21.8%	27.8%	38.4%
59.5%	-2.0%p		-9.3%	-5.8%	-4.1%	-3.3%	-1.0%	14.6%	28.7%	35.0%	46.0%
60.5%	-1.0%p		-6.4%	-2.9%	-1.1%	-0.4%	2.0%	17.8%	32.2%	38.6%	49.7%
61.5%	0.0%p	M/S	-3.6%	0.0%	1.8%	2.6%	5.0%	21.1%	35.7%	42.2%	53.5%
62.5%	1.0%p	변화율	-0.7%	2.9%	4.7%	5.5%	8.0%	24.3%	39.2%	45.8%	57.3%
63.5%	2.0%p		2.1%	5.8%	7.6%	8.5%	11.0%	27.6%	42.6%	49.4%	61.1%
64.5%	3.0%p		5.0%	8.7%	10.6%	11.4%	13.9%	30.8%	46.1%	53.0%	64.8%
66.5%	5.0%p		10.6%	14.5%	16.4%	17.3%	19.9%	37.3%	53.1%	60.1%	72.4%
71.5%	10.0%p		24.9%	29.0%	31.1%	32.0%	34.8%	53.5%	70.5%	78.1%	91.2%

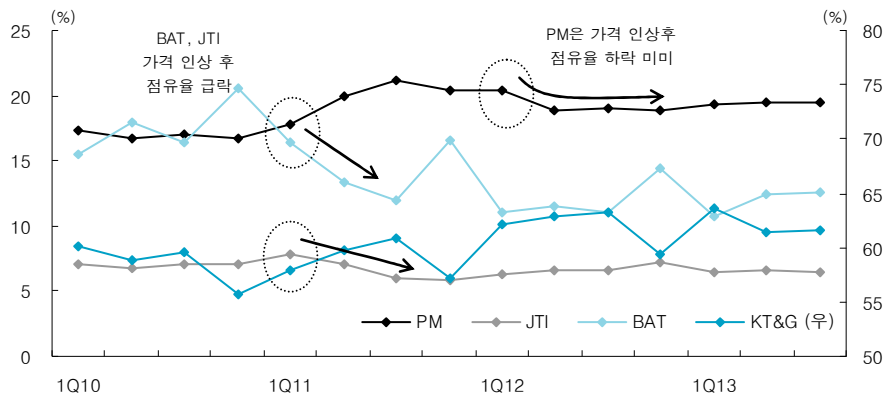
주: EPS는 2013년 추정치 기준 / 자료: KT&G, 한국투자증권

**PM의 예에서 보듯
가격 인상을 늦출수록
점유율 하락 영향 약해져**

마지막 가격 인상은 점유율에 영향 안줘

우리가 동사의 담배가격 인상이 멀지 않았다고 보는 이유는 세금 인상이 임박했다는 점 이외에 마지막 가격 인상자의 경우 점유율 하락이 제한적이라는 분석 때문이다. 2011년 4월~5월에 제품가격을 갑당 2,500원에서 2,700원으로 인상한 BAT와 JTI는 이후 6개월간 점유율이 각각 6.2%p, 1.8%p나 하락했다. 하지만 이보다 늦은 2012년 2월에 가격을 올린 PM은 가격 인상 이후 6개월간 점유율이 0.4%p 하락에 그쳐 상대적으로 안정적인 모습을 보였다. 이는 담배 수요가 브랜드별 차별성이 약해 가격에 따라 쉽게 이동하지만, 가격이 동일하다면 기존에 피던 브랜드를 고수하려는 경향이 있음을 보여준다. 따라서 가장 마지막으로 가격을 인상하면 소비자의 이탈을 최소화시킬 수 있다.

[그림 4] 담배 가격 인상과 점유율 변화

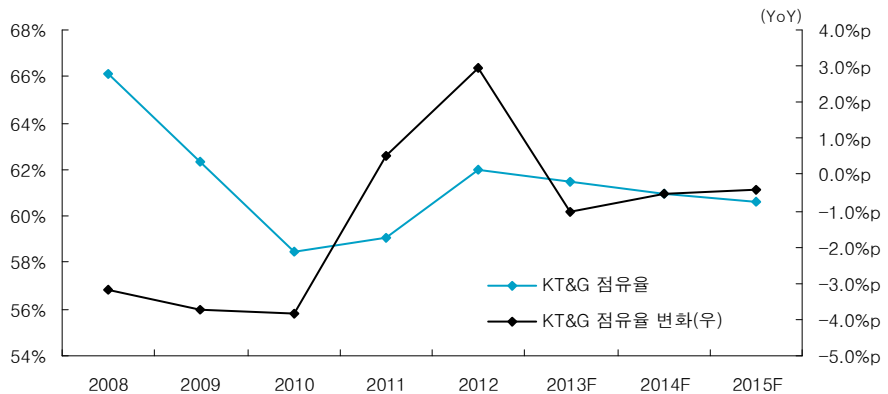


자료: KT&G, 한국투자증권

**강화된 마케팅력 감안 시
담배 점유율 60%선
지지 예상**

우리는 동사의 담배 내수 점유율이 작년 62.0%에서 올해 61.5%, 내년에 61.0%로 소폭 하락에 그칠 것으로 전망한다. 이는 보헤인 시리즈, RAISON extension 라인, This 프리미엄 라인 등 최근에 출시한 고가 브랜드에 대한 소비자 반응이 좋아 마케팅력이 개선된 것으로 평가되기 때문이다. 실제로 올해 2, 3분기의 점유율은 각각 61.4%와 61.6%로 유사하며, BAT의 push 마케팅으로 점유율이 전분기대비 하락세를 보이는 10월 들어서도 61% 정도를 유지해 전년동월대비 0.5~0.9%p 상승한 모습을 보이고 있다. 이는 국내 소비자의 다양하고 빠른 기호 변화에 동사가 잘 부응하고 있다는 증거다. 향후 점유율이 우리의 예상보다 연간 1%p씩 더 하락한다 가정하면 현 EPS 전망치가 3% 내외 하향될 수 있다.

[그림 5] KT&G 점유율 변화



자료: KT&G, 한국투자증권

IV. 홍삼의 바닥 탈출

2014년 KGC 영업이익
9.1% 증가 예상

홍삼부문(KGC인삼공사, 이하 KGC)의 2014년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 3.8%, 9.1% 증가해 3년 만에 플러스 성장이 기대된다. 홍삼 영업이익은 지난 3분기부터 개선(493억원, +53.6% YoY)되었고, 4분기에도 86억원으로 전년동기 45억원에서 배증할 것이다. 우리가 실적 개선을 전망하는 이유는 1) 소득 증가에도 불구하고 이미 내수와 수출 판매액이 2009년 수준까지 축소된 상황이고, 2) 수천억원의 운전자본(2012년 기준 8,115억원, 6년간 인삼의 재배 1년차부터 대금지급 시작)을 이용한 높은 품질관리 능력을 감안할 때 브랜드 로열티가 인정되며, 3) 수출의 재고조정이 끝났기 때문이다. 내년에는 내수 회복과 맞물려 판매가 개선되고, 품질관리 능력에서 앞선 동사 제품에 대한 소비자 로열티를 감안할 때 반값 홍삼도 큰 반향을 불러일으키지 못할 것으로 전망된다. 10월 현재 KGC의 전년동기대비 매출액 증가율은 10% 수준으로 3분기보다 높다.

V. 기타

2013년 배당수익률
4.1% 기대

2013년 주당 배당금은 지난 2년과 같은 3,200원으로 배당수익률은 4.1%에 달할 전망이다. 동사의 배당 정책은 최소 전년도 수준을 유지하는 것이다. 연간 5천억원 이상의 FCF 창출이 가능해 주당 배당금(배당총액 4,029억원)은 충분히 유지될 수 있다. 지배구조가 매우 분산되어 있고, 외국인 지분율이 60%에 달하며, 신규 투자액이 크지 않은 사업 구조를 갖고 있어 소액주주 중시 경영이 계속될 것으로 예상된다. 2014년에는 순이익이 전년대비 18.9% 증가할 전망으로 주당 배당금도 3,400원으로 늘어날 것이다.

원/달러 환율 100원 하락 시
EPS 감소폭 2.1%에 불과

동사는 달러 유입액이 달러 지출액보다 많아 원화약세 시 실적이 개선된다. 하지만 민감도는 크지 않다. 우리는 원/달러 환율이 100원 하락할 때, 세전이이익이 약 33억원 감소해 EPS가 2.1% 줄어드는 것으로 분석한다. 즉 달러 매출, 외화 자산, 임대비 수입 비용이 상당부분 상쇄되는 구조다. 참고로 현 실적 전망은 내년 연평균 및 기말 원/달러 환율이 각각 1,051원, 1,040원으로 올해대비 각각 46원, 20원 하락할 것으로 가정한 것이다.

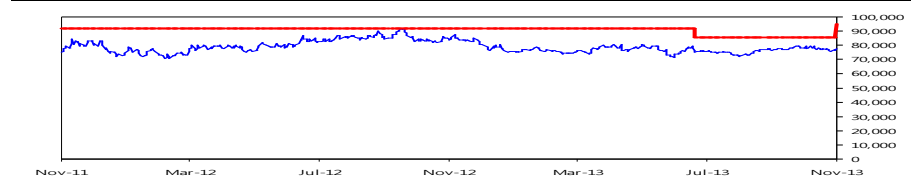
기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

주식회사 케이티앤지는 1987년 4월에 설립되어 크게 담배의 제조와 판매, 홍삼 및 건강기능식품의 제조와 판매를 주요사업으로 영위하고 있으며, 담배의 경우 2012년 기준 62%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 수출하고 있다.

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2012.01.20	매수	92,000 원
	2013.07.18	매수	86,000 원
	2013.11.29	매수	95,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,515	3,958	3,969	4,240	4,543
현금성자산	808	372	486	632	889
매출채권및기타채권	818	876	846	791	782
재고자산	1,572	1,707	1,678	1,750	1,760
비유동자산	2,761	2,838	2,977	3,130	3,251
투자자산	325	349	445	433	436
유형자산	1,584	1,631	1,723	1,802	1,883
무형자산	259	247	233	245	255
자산총계	6,276	6,796	6,946	7,370	7,794
유동부채	999	1,098	1,012	1,069	1,085
매입채무및기타채무	736	823	752	830	865
단기차입금및단기사채	83	92	78	75	71
유동성장기부채	3	3	3	3	3
비유동부채	392	504	482	493	501
사채	13	11	11	11	11
장기차입금및금융부채	25	98	99	100	101
부채총계	1,391	1,602	1,494	1,561	1,586
지배주주지분	4,788	5,091	5,342	5,691	6,081
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	491	487	487	487	487
자본조정	(344)	(339)	(339)	(339)	(339)
이익잉여금	3,733	4,046	4,297	4,646	5,037
비지배주주지분	97	104	110	118	127
자본총계	4,885	5,194	5,452	5,809	6,208

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	757	723	772	934	985
당기순이익	817	725	660	785	852
유형자산감가상각비	153	166	133	141	148
무형자산상각비	4	13	12	12	13
자산부채변동	(171)	(219)	(25)	(9)	(31)
기타	(46)	38	(8)	5	3
투자활동현금흐름	(429)	(898)	(242)	(383)	(297)
유형자산투자	(289)	(263)	(247)	(242)	(252)
유형자산매각	33	36	22	22	22
투자자산순증	(209)	(686)	(93)	13	(1)
무형자산순증	7	(5)	2	(24)	(23)
기타	29	20	74	(152)	(43)
재무활동현금흐름	(501)	(258)	(416)	(405)	(431)
자본의증가	8	13	0	0	0
차입금의순증	4	143	(13)	(3)	(3)
배당금지급	(383)	(402)	(403)	(403)	(428)
기타	(130)	(12)	0	1	0
기타현금흐름	(1)	(2)	0	0	0
현금의증가	(174)	(435)	114	145	257

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,723	3,985	3,760	3,954	4,118
매출원가	1,608	1,741	1,634	1,662	1,727
매출총이익	2,115	2,244	2,125	2,292	2,391
판매관리비	1,025	1,208	1,163	1,194	1,229
영업이익	1,090	1,036	962	1,098	1,162
금융수익	47	43	64	72	76
이자수익	35	37	48	50	53
금융비용	8	11	49	36	26
이자비용	4	10	10	10	10
기타영업외손익	30	(48)	(48)	(49)	(41)
관계기업관련손익	1	2	2	2	2
세전계속사업이익	1,161	1,022	931	1,087	1,173
법인세비용	344	297	271	302	320
연결당기순이익	817	725	660	785	852
지배주주지분순이익	816	738	654	777	844
기타포괄이익	(79)	(30)	0	0	0
총포괄이익	738	695	660	785	852
지배주주지분포괄이익	738	708	654	777	844
EBITDA	1,248	1,214	1,107	1,252	1,323

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	6,451	5,869	5,193	6,172	6,702
BPS	37,378	39,550	41,378	43,920	46,765
DPS	3,200	3,200	3,200	3,400	3,600
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.6	7.0	(5.6)	5.2	4.1
영업이익증가율	0.8	(5.0)	(7.1)	14.2	5.7
순이익증가율	(20.9)	(9.6)	(11.4)	18.9	8.6
EPS증가율	(20.4)	(9.0)	(11.5)	18.9	8.6
EBITDA증가율	1.4	(2.7)	(8.9)	13.1	5.6
수익성(%)					
영업이익률	29.3	26.0	25.6	27.8	28.2
순이익률	21.9	18.5	17.4	19.7	20.5
EBITDA Margin	33.5	30.5	29.4	31.7	32.1
ROA	13.6	11.1	9.6	11.0	11.2
ROE	17.5	14.9	12.5	14.1	14.3
배당수익률	3.9	4.0	4.1	4.3	4.6
안정성					
순차입금(십억원)	(711)	(826)	(896)	(1,155)	(1,444)
차입금/자본총계비율(%)	2.5	3.9	3.5	3.3	3.0
Valuation(X)					
PER	12.6	13.8	15.1	12.7	11.7
PBR	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
PSR	3.0	2.8	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	8.2	8.3	8.7	7.5	6.9

■ Compliance notice

- 당사는 2013년 11월 29일 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 투자자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기중임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.