

KT&G(033780)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 150,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(4/21)	2,022
주4(4/21)	119,000
시가총액(십억원)	16,338
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	119,000/90,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,818
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.6/52.5
주요주주(%)	국민연금 8.6
	중소기업은행 6.9

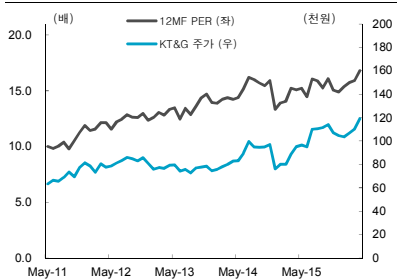
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	12.7	14.1	13.3
PBR(x)	2.2	2.3	2.1
ROE(%)	17.5	16.4	15.9
EV/EBITDA(x)	8.3	9.3	8.5
EPS(원)	8,222	8,447	8,971
BPS(원)	47,679	51,907	56,433

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.7	5.8	28.8
상대주가(%p)	10.1	6.8	34.5

12MF PER 추이



곳곳에서 발견되는 성장의 단초들

What's new : 영업이익 컨센서스 42% 상회

담배 재고관련 일회성 이익이 있었던 지난해 1분기대비 매출액과 영업이익은 각각 4.0%, 8.3% 감소에 그쳐, 영업이익으로 우리의 예상치를 35.5%, 컨센서스를 41.6% 증가하는 실적 개선을 시현했다. 전년동기 실적에서 일회성 이익을 제거한 실질 매출액과 영업이익 증가율은 각각 +28.3%, +176.5%에 달했다. 전년동기에는 2014년말 가수요의 반작용으로 담배 내수 시장이 급감했었기 때문에 실적이 개선될 것으로는 기대돼 왔으나, 수출과 홍삼 실적이 예상밖으로 크게 호전됐다.

Positives : 담배 수출과 홍삼 매출액 급증, 그리고 담배 내수의 회복세

1분기 담배 수출은 물량이 28.1%, 달러 단가가 22.1% 상승하면서 70.8% 급증했다. 전년동기와 전분기에 유통 재고 소진을 위한 구조조정이 있었다고 판단되기 때문에 일부 지지 효과가 있었던 것으로 볼 수는 있다. 하지만 이런 이슈와 별개로 동남아시아 등 신시장 판매가 90% 이상(물량 비중 21% 추정) 성장한 것을 보면 확실히 시장 확대 정책도 효과를 거두고 있다. 또한 고가이면서 부가가치가 높은 '에세'와 캡슐형 담배로 제품 구성을 변경시키면서 달러 단가가 급등하고 수익성도 향상된 것으로 보인다. 한국인삼공사의 매출액과 영업이익도 각각 23.7%, 42.9% 급증했다. 구정 선물세트 판매가 급증한 것이 주효했고, 이외에 '에브리타임'의 매출액이 성공적인 PPL로 100억원(+160% YoY) 정도 늘어 매출액 성장에 17% 정도를 기여한 것으로 보인다. 담배 내수시장도 전년대비 40.4% 증가해 예상(+30.5%)보다 훨씬 빠른 회복세를 보였다. 이 정도라면 지난해 초의 세금 인상으로 인한 시장 축소 영향이 -16% 정도(2013년 대비 2016년 예상 담배시장 규모 감소폭)로 시장 우려보다 훨씬 작을 듯 하다.

Negatives : 홍삼 수출은 아직 회복 기미 약해

올해부터 다소 개선세를 보일 것으로 예상됐던 홍삼 수출은 38.0% 감소했다. 최대 시장인 중국에서 경기 침체 영향으로 판매가 부진하다. 다만 홍삼 수출은 연결 매출액 내 비중이 지난해 기준으로 2.0%에 불과해 전체 실적에 미치는 영향은 매우 작다.

결론 : 목표주가 150,000원으로 상향. Top picks로 유지

SOTP로 산출한 목표주가를 기존 135,000원에서 150,000원으로 상향한다. 수출과 홍삼의 실적 호조가 앞으로 이어질 것으로 예상돼 2016년과 2017년의 영업이익을 각각 6.0%, 7.1% 높이는 등 영업가치를 상향했고, 현금성자산 증분을 반영했다. 2분기이후에도 영업

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16P				증감률		2016F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	992.9	1,091.3	9.9	987.5	25.8	-4.0	4,439	4,235
영업이익	290	393	35.5	273.6	48.9	-8.3	1,360	1,231
영업이익률	29.2%	36.0	6.8	283	5.6	-1.7	30.6	29.1
세전이익	316.6	392.6	24.0	286	78.3	-6.4	1,435	1,264
순이익	235.1	284.7	21.5	198.4	36.4	-7.8	1,066	910

이익 증가가 이어질 것인데 첫째, 수출이 기저 효과 없이도 13~15% 수준 증가할 것이기 때문이다. 슬립형과 캡슐형에 대한 소비자 호응이 좋아 ASP와 판매량이 모두 증가할 전망이다. 둘째, 홍삼 판매도 호조세가 이어질 것이다. 에브리타임은 면세점 품귀 현상 등을 고려해 볼 때, 2분기에는 전년 대비 수백억원 매출액이 증가할 것으로 예상된다. 1분기에 140% 성장한 '화애락'도 시장 안착에 성공했고 키즈 제품의 고성장도 유지될 것이다. 셋째, 담배 내수 판매량도 기저 효과 없이도 전년 동기 대비 한자릿수 증반대의 성장을 지속할 것으로 예상된다. 흡연을 회복이 향후 1년 정도는 계속될 것이고 점유율도 오를 전망이다. 동사의 1분기 점유율은 59.5%로 전분기 대비 계속 상승 중인데, 경쟁사의 보수적인 신제품 전략과 영업인력 축소 부담 등을 고려할 때 동사의 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 판단한다.

Global peer 대비 저평가 이유 없어

목표주가를 적용한 2016년과 2017년 PER은 Global peer 평균과 유사한데, 충분히 달성 가능하리라 본다. 2008년 이전 동사의 PER은 경쟁업체보다 10% 이상 높았었는데, 2009년 이후 시장 점유율 급락과 함께 주가지표도 빠르게 하락했다. 우리는 동사 주가 지표가 경쟁사 정도로는 충분히 다시 올라갈 수 있다고 판단하는데, 이는 동사가 담배 사업에서 emerging market exposure가 높아 성장 여력이 상대적으로 크고, 유희 부동산 등 자산의 가치가 우수하며, 홍삼과 같은 사회발전과 방향성을 같이하는 건강식품 제품을 보유하고 있기 때문이다. 담배 점유율이 올라가고 수출과 홍삼이 고성장 구간에서 적극적인 주식 매집을 권고한다.

〈표 1〉 1분기 잠정 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	1Q16P	1Q15	YoY	4Q15	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	1,091.3	1,136.9	(4.0)	866.7	25.9	992.9	9.9	1,023.8	6.6
KT&G	701.2	769.8	(8.9)	672.8	4.2	627.3	11.8		
KGC	295.6	238.9	23.7	180.8	63.5	268.6	10.0		
기타	94.6	128.2	(26.3)	13.1	623.6	97.0	(2.6)		
매출총이익	667.3	726.7	(8.2)	572.8	16.5	568.7	17.3		
판매비	274.3	298.1	(8.0)	309.0	(11.2)	278.7	(1.6)		
영업이익	393.0	428.5	(8.3)	263.9	48.9	290.0	35.5	277.5	41.6
KT&G	327.4	380.0	(13.8)	270.3	21.1	254.0	28.9		
KGC	68.9	48.2	42.9	0.9	7,555.6	55.9	23.3		
기타	(3.3)	0.4	(977.6)	(7.3)	54.6	-19.9	83.2		
세전이익	392.6	419.4	(6.4)	220.2	78.3	316.6	24.0	248.9	57.7
순이익	284.7	308.8	(7.8)	162.2	75.6	235.1	21.1	185.6	53.4
매출원가율	38.9	36.1		33.9		42.7			
판매비율	25.1	26.2		35.6		28.1			
영업이익률	36.0	37.7	(1.7)	30.4	5.6	29.2		27.1	
세전이익률	36.0	36.9		25.4		31.9		24.3	
순이익률	26.1	27.2		18.7		23.7		18.1	

자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2016F			2017F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	4,296	4,439	3.3%	4,465	4,647	4.1%
영업이익	1,284	1,360	6.0%	1,344	1,439	7.1%
지배주주순이익	1,009	1,066	5.5%	1,062	1,132	6.6%

자료: 한국투자증권

<표 3> SoTP valuation

(단위: 십억원, 원)

	목표가치	주당 목표가치	평가방법
영업가치	17,152	124,932	DCF(WACC 7%, ROIC 7%, g 2%) 산출가치 10% 할인
KT&G	14,922	108,691	
KGC 등	2,230	16,241	
매도가능금융자산	410	2,983	1Q16F
유휴부동산	270	1,967	공시지가(공업용)
자사주	674	4,909	시가 50% 할인
순현금	1,903	13,861	2016F
계	20,409	148,652	

자료: 한국투자증권

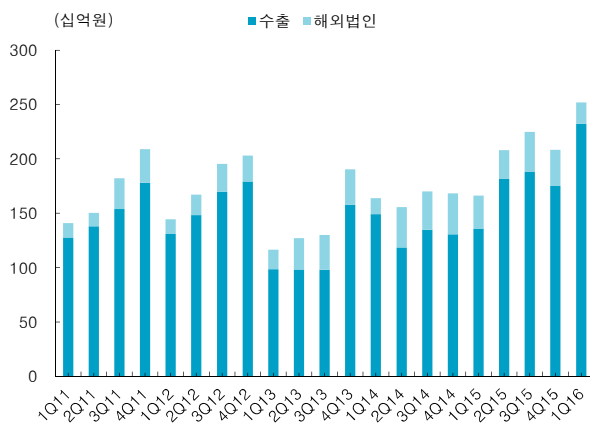
<표 4> 목표주가 적용 Implied PER

(단위:배)

	2016F	2017F
PER	14.1	13.3
목표주가 적용 Implied PER	17.8	16.7
Global peers AVG.	17.8	16.3

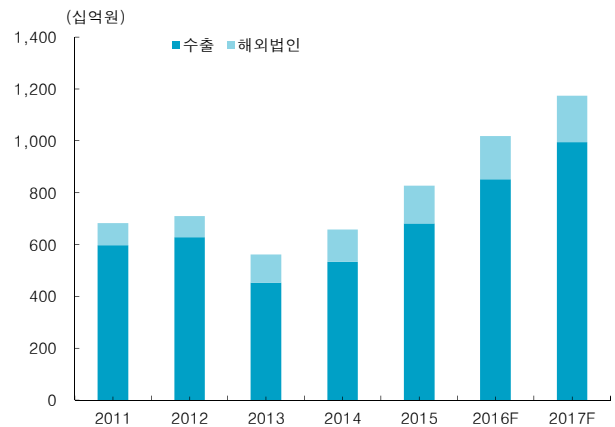
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기별 담배 해외 매출액(수출+현지법인) 동향



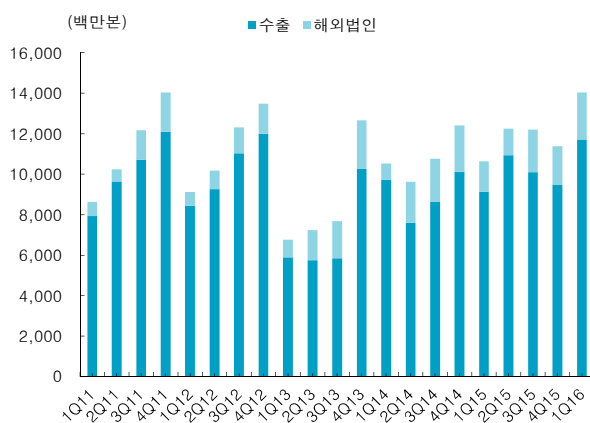
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 2] 연간 담배 해외 매출액 추이 및 전망



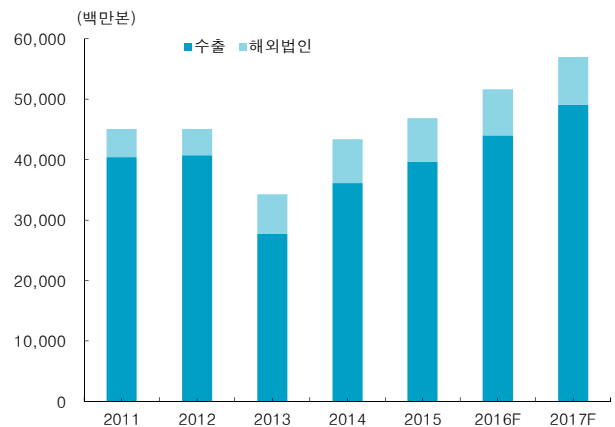
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 3] 분기별 담배 해외 판매량(수출+현지법인) 동향



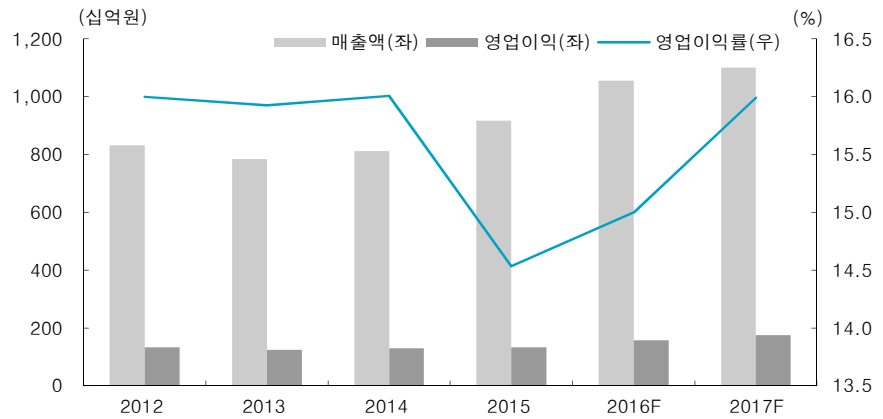
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 4] 연간 담배 해외 판매량 추이 및 전망



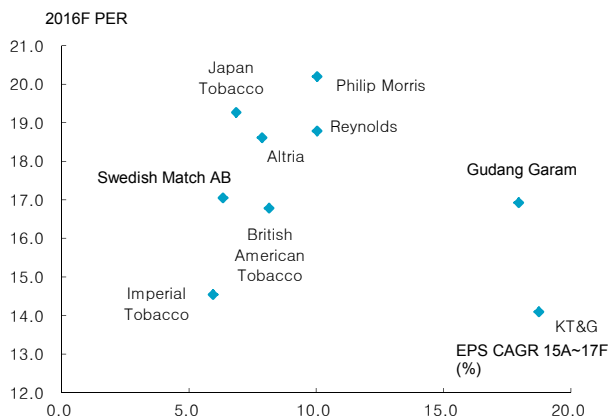
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 5] 한국인삼공사 매출, 영업이익, 영업이익률 전망



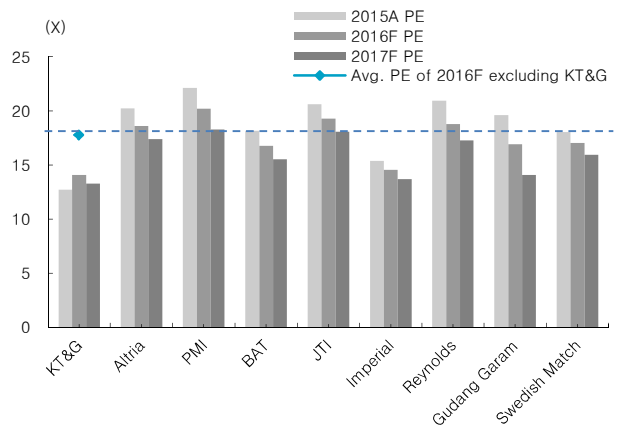
자료: KT&G, 한국투자증권

[그림 6] Global Peer 와의 EPS CAGR/PER 비교



주: KT&G는 수정EPS
자료: 한국투자증권

[그림 7] Global Peer와의 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)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,409	5,571	6,114	6,715	7,310
현금성자산	416	546	910	1,255	1,457
매출채권및기타채권	981	1,200	1,287	1,348	1,409
재고자산	1,983	2,119	2,185	2,207	2,307
비유동자산	3,010	3,102	3,318	3,423	3,561
투자자산	710	873	924	968	1,012
유형자산	1,753	1,790	1,825	1,860	1,926
무형자산	155	105	112	117	123
자산총계	7,419	8,673	9,432	10,138	10,871
유동부채	1,125	1,872	2,025	2,091	2,126
매입채무및기타채무	763	1,384	1,509	1,580	1,652
단기차입금및단기사채	142	206	203	199	196
유동성장기부채	1	28	28	28	28
비유동부채	586	526	554	576	599
사채	8	9	9	9	9
장기차입금및금융부채	130	94	95	96	96
부채총계	1,711	2,398	2,579	2,668	2,725
지배주주지분	5,631	6,209	6,789	7,411	8,091
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	485	485	485	485
기타자본	(339)	(337)	(337)	(337)	(337)
이익잉여금	4,622	5,232	5,843	6,495	7,206
비지배주주지분	77	67	63	59	55
자본총계	5,708	6,275	6,852	7,470	8,146

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	765	1,259	1,321	1,258	1,235
당기순이익	814	1,032	1,062	1,128	1,211
유형자산감가상각비	149	151	156	155	159
무형자산상각비	13	11	9	10	10
자산부채변동	(316)	13	104	(22)	(133)
기타	105	52	(10)	(13)	(12)
투자활동현금흐름	(343)	(748)	(504)	(436)	(529)
유형자산투자	(330)	(210)	(223)	(222)	(246)
유형자산매각	11	10	31	31	20
투자자산순증	(9)	(528)	(67)	(60)	(60)
무형자산순증	(2)	(3)	(16)	(15)	(15)
기타	(13)	(17)	(229)	(170)	(228)
재무활동현금흐름	(354)	(381)	(453)	(478)	(503)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	51	56	(3)	(3)	(3)
배당금지급	(403)	(428)	(428)	(454)	(479)
기타	(2)	(9)	(22)	(21)	(21)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	68	130	364	345	203

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

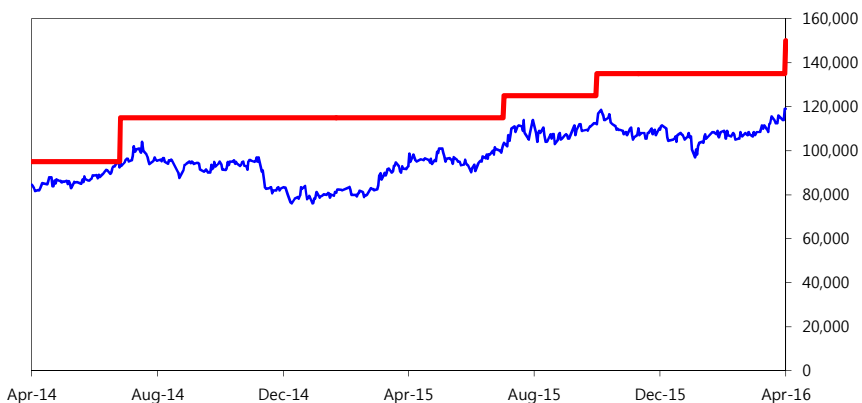
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	4,113	4,170	4,439	4,647	4,858
매출원가	1,841	1,631	1,837	1,929	1,983
매출총이익	2,272	2,539	2,603	2,718	2,874
판매관리비	1,100	1,173	1,242	1,279	1,336
영업이익	1,172	1,366	1,360	1,439	1,538
금융수익	55	84	111	123	139
이자수익	38	35	42	47	56
금융비용	11	10	9	9	9
이자비용	11	9	9	9	9
기타영업외손익	(61)	(41)	(42)	(44)	(46)
관계기업관련손익	3	15	15	15	15
세전계속사업이익	1,158	1,414	1,435	1,524	1,637
법인세비용	344	382	373	396	426
연결당기순이익	814	1,032	1,062	1,128	1,211
지배주주지분순이익	826	1,036	1,066	1,132	1,215
기타포괄이익	(68)	(31)	(31)	(31)	(31)
총포괄이익	745	1,001	1,031	1,097	1,180
지배주주지분포괄이익	759	1,007	1,035	1,101	1,184
EBITDA	1,334	1,528	1,526	1,604	1,707

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	6,558	8,222	8,447	8,971	9,635
BPS	43,481	47,679	51,907	56,433	61,385
DPS	3,400	3,400	3,600	3,800	4,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.6	1.4	6.5	4.7	4.5
영업이익증가율	15.6	16.6	(0.4)	5.8	6.8
순이익증가율	44.7	25.4	2.9	6.2	7.4
EPS증가율	44.7	25.4	2.7	6.2	7.4
EBITDA증가율	12.0	14.5	(0.1)	5.1	6.4
수익성(%)					
영업이익률	28.5	32.8	30.6	31.0	31.7
순이익률	20.1	24.8	24.0	24.4	25.0
EBITDA Margin	32.4	36.6	34.4	34.5	35.1
ROA	11.2	12.8	11.7	11.5	11.5
ROE	15.1	17.5	16.4	15.9	15.7
배당수익률	4.5	3.3	3.0	3.2	3.4
배당성향	51.8	41.4	42.6	42.4	41.5
안정성					
순차입금(십억원)	(813)	(1,365)	(1,908)	(2,483)	(2,901)
차입금/자본총계비율(%)	4.9	5.4	4.9	3.5	3.1
Valuation(X)					
PER	11.6	12.7	14.1	13.3	12.4
PBR	1.8	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.0	8.3	9.3	8.5	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KT&G(033780)	2014.05.02	매수	95,000 원
	2014.07.17	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



Compliance notice

- 당사는 2016년 4월 22일 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 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※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 높게 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.