

매수(유지) / TP 102,000원

KT&G (033780)

기업브리프 | 음식료

2012년 10월 19일

Analyst 박애란 ☎ 02 6915 5679 [aeranp@ibks.com]

안주원 ☎ 02 6915 5773 [jw.ahn@ibks.com]

실망감보다는 기대감을 키울 때!

- 2012년 3분기, 담배사업 중심의 실적향상 시현
- KT&G, 상반기에 이어 호실적 지속되었으나 수익성 향상은 제한적
- 한국인삼공사, 실적악화 우려되는 수준이나 향후 개선 가능성에 주목
- 투자의견 매수 유지하며 목표주가 102,000원으로 상향

2012년 3분기, 담배사업 중심의 실적향상 시현

매출성장에 비해
수익성 향상은 제한적
한국인삼공사 실적악화가
주 요인

동사의 3분기 연결 실적은 매출액 10,633억원(+1.7%, yoy), 영업이익 2,958억원(-21.1%, OPM 27.8%), 순이익 2,227억원(-20.9%, NPM 21.0%)으로 당사 추정치를 소폭 하회했다. 매출성장 요인은 1)내수 담배: 판매량 4.3% 증가와 ASP 1.7% 상승, 2)수출 담배: 판매 정상화와 원/달러 환율 상승 효과, 3)신사업 확대 등으로 요약된다. 다만, 수익성은 부진했다. 이는 한국인삼공사의 전반적인 실적악화와 신사업 비용 발생, 기말 환율 하락에 따른 외화관련손실 발생 등에서 기인했다.

1. KT&G: 상반기에 이어 호실적 지속, 다만 수익성 향상은 제한적

담배사업 호실적 지속
다만, 기말 환율 하락이
수익성 향상 제한

동사의 3분기 별도 실적은 매출액 7,282억원(+8.4%, yoy), 영업이익 3,064억원(+1.0%, OPM 42.1%), 순이익 2,393억원(-0.5%, NPM 32.9%)을 시현했다. 실적향상 요인은 1) 내수 담배 판매량 4.3% 증가와 고가 담배 매출비중(2,500원/갑 이상, 3분기 기준 2011년 73.6%→2012년 75.6%) 확대에 따른 ASP 1.7% 상승, 2)유통 정상화에 따른 수출량 3.0% 증가와 원/달러 평균 환율 상승(3분기 기준 2011년 1,083원→2012년 1,133원)에 따른 ASP 7.0% 상승, 3)일담배 투입단가 안정세 지속 등에서 기인했다. 다만, 외화자산이 큰 특성 상 기말 환율(2012년 2분기 1,145원→3분기 1,111원) 하락으로 인해 외화관련손실 214억원이 발생하면서 수익성 향상을 제한했다. 하지만 담배사업의 수익성은 양호했으며, 조정영업이익은 전년동기대비 16.7% 증가한 2,982억원을 기록했다.

Company Data		(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
현재가 (10/18)	88,600원	매출액	3,461	3,723	4,016	4,149	4,390
KOSPI (10/18)	1,959.12pt	영업이익	1,140	1,121	1,104	1,218	1,309
시가총액	12,164십억원	세전이익	1,406	1,161	1,143	1,286	1,383
발행주식수	137,292천주	자배주순이익	1,032	816	834	947	1,018
액면가	5,000원	EPS(원)	7,516	5,944	6,078	6,899	7,418
52 주 최고가	92,000원	증가율(%)	22.4	-20.9	2.3	13.5	7.5
최저가	69,500원	영업이익률(%)	32.9	30.1	27.5	29.4	29.8
60 일	24십억원	순이익률(%)	29.8	21.9	20.3	22.3	22.7
일평균거래대금		ROE(%)	24.2	17.5	16.7	17.2	16.7
외국인 지분율	59.1%	PER	8.6	13.7	14.6	12.8	11.9
배당수익률		PBR	2.0	2.5	2.4	2.2	2.0
(배당수익률 (11.12 월))	3.6%	EV/EBITDA	6.2	8.3	9.1	8.4	7.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

1) 매출액

내수 담배 매출액은
전년동기대비 6.1% 증가
Q 증가와 P 상승에서 기인

동사의 3분기 내수 담배 매출액은 5,262억원으로 전년동기대비 6.1% 증가했다. 총 담배 시장이 0.5% 성장한 가운데 경쟁사대비 가격경쟁력 확보, 신제품 효과 등에 따른 판매량 4.3% 증가와 ASP 1.7% 상승이 매출성장을 견인했다. 3분기 내수 담배 시장점유율은 전년동기대비 2.3%p, 전분기대비 0.3%p 상승한 63.3%를 기록했다. 4분기에는 통상적으로 경쟁사 밀어내기 영향으로 전분기대비 약 3~4%p 하락(2011년 3분기 60.9%→4분기 57.3%)하나, 전년동기대비 상승세는 지속될 전망이다.

담배 수출액은
전년동기대비 10.2% 증가
Q 증가와 P 상승 때문

담배 수출액(해외 법인 제외)은 1,697억원으로 전년동기대비 10.2% 증가했다. 수출량은 유통 정상화(지난 6월 화물연대 파업으로 인해 유통차질 발생)에 따라 3.0% 증가했으며, ASP도 대리상 Alokozay와의 계약단가 인상과 원/달러 환율 상승 효과에 따라 7.0% 상승했다. 다만, 현지 법인 판매량은 역기저효과(러시아 담배세금 인상 이전 가수요 발생)로 인해 전년동기대비 12.9% 감소하는 데에 그쳤다.

2) 수익성

수익성 향상은 제한적,
이는 기타손익 감소 때문

동사의 3분기 영업이익과 순이익은 각 3,064억원(+1.0%, OPM 42.1%)과 2,393억원(-0.5%, NPM 32.9%)을 기록했다. 담배사업 수익성은 고가 제품의 판매량 증가와 앞담배 투입단가 하향 안정 지속 등에 따라 전년동기대비 16.7% 증가했다. 하지만 기타손익 감소로 인해 수익성 향상은 제한적이었다. 참고로 광고선전비는 377억원(국내 302억원과 해외 76억원)으로 전년동기대비 6.3% 증가했으나, 이는 다수의 신제품 출시와 수출지역 확장 등에 필요한 투자라고 판단되며 매출대비 비율은 5.2%로 0.1%p 하락했다.

표 1. K-IFRS 별도 기준 분기 및 연간 실적

(단위: 억원, %, %p)

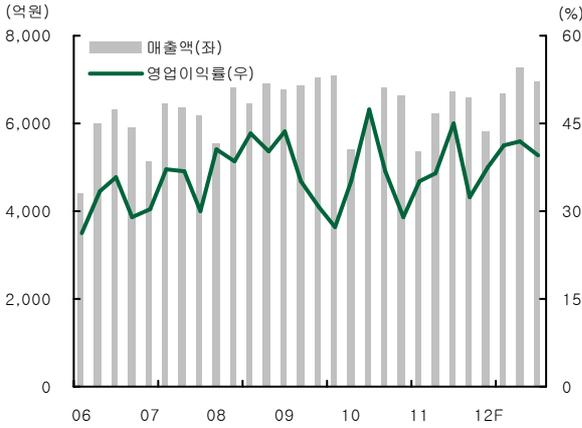
구분	2011					2012F					YoY(% , %p)				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q(P)	4Q(F)	연간F	1Q	2Q	3Q(P)	4Q(F)	연간F
매출액	5,370	6,236	6,716	6,586	24,908	5,834	6,698	7,282	6,952	26,766	8.6	7.4	8.4	5.6	7.5
내수 담배	3,913	4,619	4,959	4,433	17,924	4,327	4,915	5,262	4,764	19,267	10.6	6.4	6.1	7.5	7.5
Q	116	137	147	131	531	127	144	153	138	562	8.9	4.7	4.3	5.7	5.8
P	673	673	674	678	674	683	685	686	689	686	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
해외 담배	1,276	1,380	1,540	1,782	5,978	1,310	1,482	1,697	1,883	6,372	2.7	7.4	10.2	5.7	6.6
Q	79	96	107	121	404	84	93	110	125	412	6.2	-3.9	3.0	3.0	2.0
P	321	287	287	295	296	311	320	308	303	310	-3.2	11.5	7.2	2.6	4.5
부동산	61	71	84	195	411	96	109	108	101	413	56.7	53.5	28.3	-48.2	0.6
기타	120	166	133	176	595	102	193	215	204	713	-15.4	16.0	61.9	15.9	19.9
매출원가	2,013	2,412	2,593	2,653	9,671	2,163	2,475	2,630	2,528	9,796	7.5	2.6	1.4	-4.7	1.3
매출총이익	3,358	3,825	4,123	3,933	15,239	3,670	4,224	4,652	4,424	16,971	9.3	10.4	12.8	12.5	11.4
영업비용	1,465	1,553	1,089	1,799	5,906	1,480	1,450	1,589	1,685	6,204	1.0	-6.6	45.9	-6.4	5.0
판매비	1,385	1,451	1,568	1,855	6,259	1,446	1,610	1,670	1,799	6,524	4.4	10.9	6.5	-3.0	4.2
영업이익	1,893	2,271	3,034	2,134	9,332	2,190	2,773	3,064	2,739	10,767	15.7	22.1	1.0	28.4	15.4
영업이익(*)	1,972	2,374	2,555	2,079	8,980	2,225	2,614	2,982	2,625	10,447	12.8	10.1	16.7	26.3	16.3
순이익	1,992	1,790	2,405	1,572	7,759	1,762	2,157	2,393	2,174	8,486	-11.6	20.5	-0.5	38.3	9.4
매출총이익률	62.5	61.3	61.4	59.7	61.2	62.9	63.1	63.9	63.6	63.4	0.4	1.7	2.5	3.9	2.2
영업이익률	35.3	36.4	45.2	32.4	37.5	37.5	41.4	42.1	39.4	40.2	2.3	5.0	-3.1	7.0	2.8
영업이익률(*)	36.7	38.1	38.0	31.6	36.1	38.1	39.0	41.0	37.8	39.0	1.4	1.0	2.9	6.2	3.0
순이익률	37.1	28.7	35.8	23.9	31.2	30.2	32.2	32.9	31.3	31.7	-6.9	3.5	-3.0	7.4	0.6

주: 내수 및 해외 담배 Q단위는 억본, P단위는 각 원/갑, 세트/갑으로 작성

주2: 영업이익(*)은 K-GAAP 기준

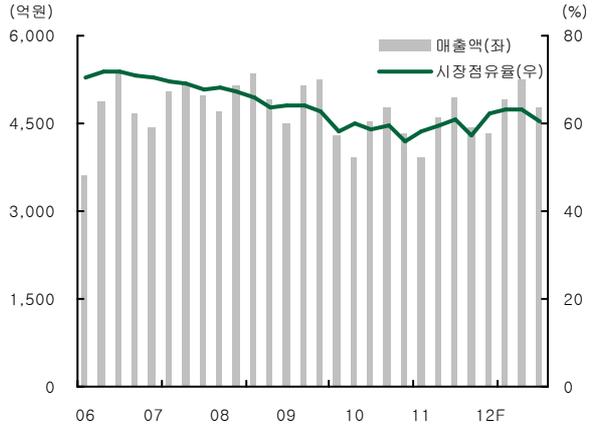
자료: KT&G, IBK투자증권

그림 1. K-IFRS 별도 기준 실적



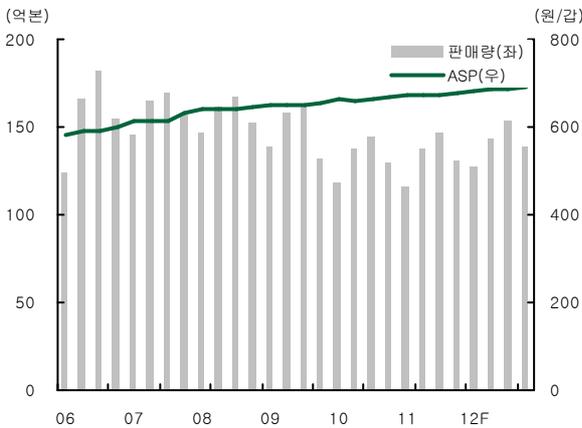
자료: KT&G, IBK투자증권

그림 2. 내수 담배 매출액과 시장점유율



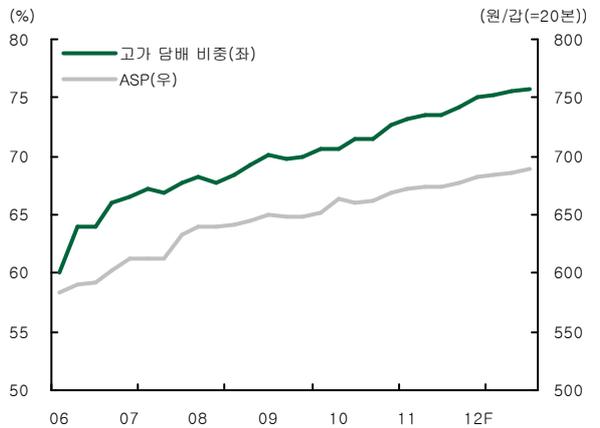
자료: KT&G, IBK투자증권

그림 3. 내수 담배 판매량과 ASP



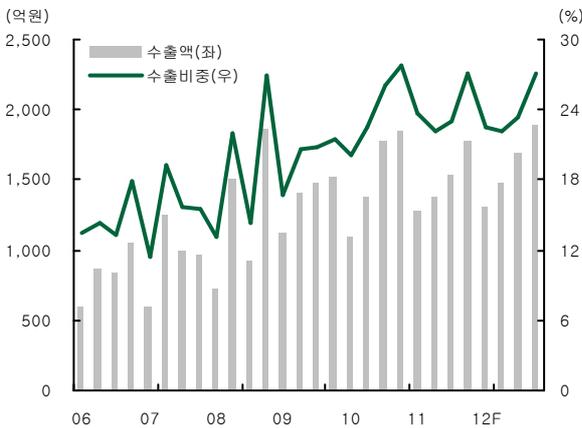
자료: KT&G, IBK투자증권

그림 4. 고가 담배 매출비중 확대에 따른 ASP



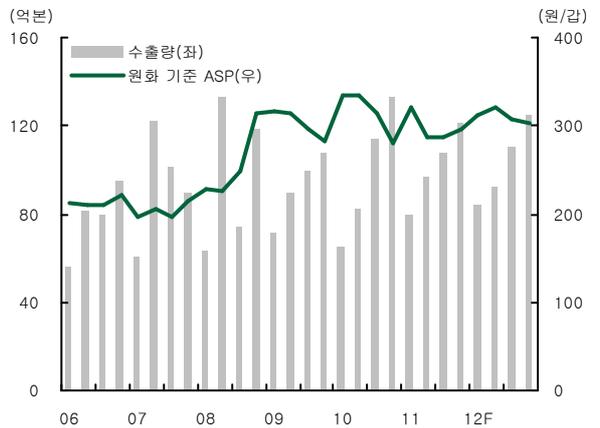
자료: KT&G, IBK투자증권

그림 5. 수출 담배 매출액과 매출비중



자료: KT&G, IBK투자증권

그림 6. 수출 담배 판매량과 ASP



자료: KT&G, IBK투자증권

2. 한국인삼공사: 실적악화 우려되는 수준, 하지만 향후 개선 가능성에 주목

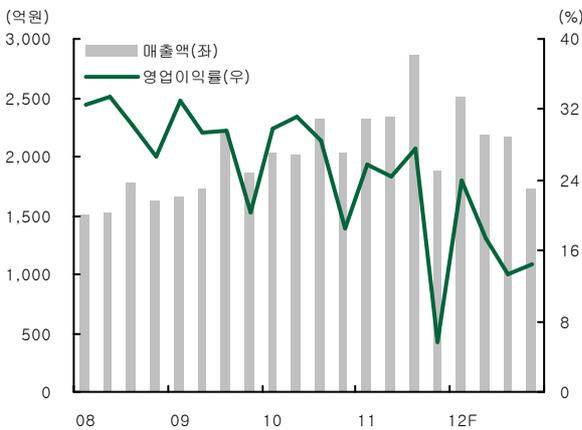
3분기 실적부진 지속
판매량 감소와 비용 증가 때문

한국인삼공사의 3분기 실적은 매출액 2,173억원(-24.1%, yoy)과 영업이익 291억원(-63.0%, OPM 13.4%), 순이익 227억원(-61.9%, NPM 10.4%)으로 매우 부진했다. 실적 부진 요인은 1)경기 둔화와 소비심리 위축으로 인한 판매량 감소, 2)저가 제품 매출비중 확대, 3)중화권 재고고정 지속, 4)2011년 4분기에 단행된 원료삼 단가 7.0% 인상, 5)인력 확충에 따른 인건비 증가, 6)영업비용(광고선전비와 수수료 등) 증가 등으로 요약된다.

올해 실적은 우려되는 상황,
하지만 향후 점진적인 개선
가능성에 주목

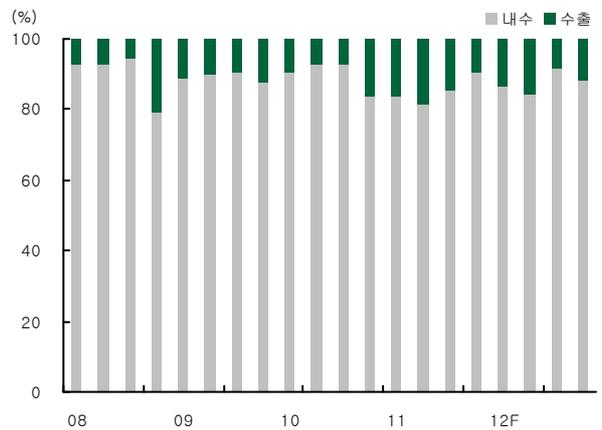
올해 한국인삼공사의 실적이 우려되는 수준임은 사실이다. 하지만 점차 1)경기 회복에 따른 소비심리 개선, 2)웰빙트렌드 속 소비자 Needs에 적합한 제품 라인업 강화, 3)중화권 수출 정상화, 4)비(非)중화권 영업활동 강화 등을 통한 성장이 예상된다. 특히, 4분기에는 2011년 기저효과(수출액 182억원)에 따라 회복세가 나타날 전망이며 장기적으로 담배 사업과 같이 해외 시장에서의 성장성이 부각될 것으로 판단된다.

그림 7. 한국인삼공사의 실적



자료: KT&G, IBK투자증권

그림 8. 한국인삼공사의 국내외 매출비중



자료: KT&G, IBK투자증권

표 2. K-IFRS 연결 기준 분기 및 연간 실적

(단위: 억원 %)

구분	2011					2012F					YoY(%)				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q(P)	4Q(F)	연간F	1Q	2Q	3Q(P)	4Q(F)	연간F
매출액	8,244	8,986	10,459	9,541	37,230	9,616	10,054	10,633	9,862	40,165	16.6	11.9	1.7	3.4	7.9
KT&G	5,370	6,236	6,716	6,586	24,908	5,834	6,698	7,282	6,952	26,766	8.6	7.4	8.4	5.6	7.5
KGC	2,317	2,339	2,862	1,883	9,401	2,503	2,194	2,173	1,724	8,594	8.0	-6.2	-24.1	-8.4	-8.6
기타	557	410	882	1,072	2,921	1,279	1,162	1,178	1,185	4,804	129.6	183.3	33.6	10.6	64.5
영업이익	2,494	2,814	3,749	2,149	11,206	2,581	2,869	2,958	2,631	11,040	3.5	2.0	-21.1	22.4	-1.5
KT&G	1,893	2,271	3,034	2,134	9,332	2,190	2,773	3,064	2,739	10,767	15.7	22.1	1.0	28.3	15.4
KGC	598	572	788	105	2,063	599	383	291	248	1,521	0.2	-33.1	-63.0	136.8	-26.3
기타	3	-29	-73	-90	-189	-208	-287	-396	-356	-1,248	적전	적지	적지	적지	적지
순이익	1,831	2,153	2,818	1,367	8,169	1,863	2,105	2,227	1,962	8,157	1.7	-2.2	-20.9	43.5	-0.1

자료: KT&G, IBK투자증권

투자의견 매수 유지, 목표주가 102,000원으로 상향

- 투자의견 매수 유지
 1)담배사업 실적향상 지속
 2)홍삼사업 악화 가능성 미미
 3)배당주 매력 부각
 4)담배가격 인상 기대감

목표주가 102,000원으로
 상향 조정
 영업가치 119,008억원과
 비영업가치 20,400억원 고려

2011년에 이어 2012년에도 동사의 주가는 담배사업의 실적향상에 기반하여 상승세를 지속 중이며, 상품가격 변동에 둔감하고 내수 경기 침체 속 방어주로서의 투자매력도 부각되었다. 동사의 3분기 실적을 살펴보면 담배사업은 우수하나 한국인삼공사의 실적이 매우 부진했음을 알 수 있고 우려할 수준임은 사실이다. 하지만 4분기에도 1)담배사업 실적 향상이 예상되고 2)홍삼사업 실적이 현재보다 더 악화될 가능성은 낮다고 판단되며, 3) 연말이 다가올수록 배당주(2011년 배당수익률 3.9%)로서의 투자매력이 부각될 수 있고 4)2013년 담배가격 인상에 대한 기대감이 반영될 수 있기 때문에 추가적인 주가 상승이 예상되어 매수 의견을 유지한다.

동사의 목표주가를 91,000원에서 102,000원으로 상향 조정한다. 이는 연간 실적추정치 및 적용 회계연도 변경(Forward 12개월→2013년)에 의한 것이며, 영업가치 119,008억원과 비영업가치 20,400억원을 고려한 값이다. 영업가치 산출 시의 Target PER은 기존과 동일하게 음식료업종 평균치를 적용했다. 다만, 최근 음식료업종 전반적인 주가 상승이 진행되면서 PER이 기존 13.5배에서 15.8배로 상향 조정되었다.

표 3. 목표주가 산출 (단위: 억원 배 주 원 %)

구분	적정가치	비고
1. 영업가치	119,008	
2013년 EPS	7,532	자사주 제외한 수치
Target PER	15.8	음식료업종 평균 적용
2. 비영업가치	20,400	
자사주	10,339	10/18일 기준 시가총액 121,641억원 * 지분율 8.5%
순차입금	-10,061	2013년 기준
총 기업가치	139,408	
발행주식수	137,292,497	
적정주가	101,541	
목표주가	102,000	
현 주가(10/18일 기준)	88,600	
상승여력	15.1	투자의견 매수

자료: Quantwise, KT&G, IBK투자증권

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자이건 안내

종목 투자이건 (절대수익률 기준)		업종 투자이건 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	비중확대	+10% ~	12개월
매수	15% ~	중립	-10% ~ +10%	
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%			

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

