

KT&G 033780

Apr 09, 2013

Buy [유지]

TP 100,000원 [유지]

Company Data

현재가(04/08)	74,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	92,000 원
52 주 최저가(보통주)	74,000 원
KOSPI (04/08)	1,918.69p
KOSDAQ (04/08)	528.78p
자본금	9,550 억원
시가총액	101,596 억원
발행주식수(보통주)	13,729 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	33.9 만주
평균거래대금(60 일)	254 억원
외국인지분(보통주)	59.01%
주요주주	
중소기업은행	6.93%
First Eagle Investment Management, LLC	5.04%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5%	-15.7%	-5.1%
상대주가	1.9%	-12.9%	0.3%

실적 및 주가 부진은 마무리 국면에 근접

1Q13F Preview: 견조한 실적의 KT&G. 인삼공사는 부진하지만, 바닥 통과 중

1분기 연결 매출액 9,705억원(+0.9%YoY), 영업이익 2,606억원(+1.0%YoY)으로 실적개선 폭이 크지 않아 시장예상치를 소폭 하회할 전망. KT&G 단독 매출액은 6,099억원(+4.5%YoY), 영업이익 2,356(+7.6%YoY)으로 견조한 실적 전망. 1)시장점유율 63.3%(전년대비 1.2%p 개선)로 회복세 지속, 2)ASP는 전년대비 2% 상승한 것으로 추정, 3)해외담배 수량 7% 증가(수출 수량 2% 증가 포함), 환율 하락에도 불구하고 달러기준 ASP 상승. 한국인삼공사는 매출 2,268억원(-9.4%YoY), 영업이익 389억원(-35.0%YoY)으로 부진한 실적 지속. 하지만, 연초 중저가제품의 판매호조로 침체된 내수시장에서 비교적 선전해 바닥권을 통과하고 있다고 판단

담배 세금인상은 하반기 가능, 인삼공사는 2분기부터 점진적 개선 예상

현재 논의중인 담배 세금인상은 일부 가격인상이 동반될 가능성이 높다는 점에서 동사의 ASP 상승에 긍정적. 일각에서 제기되는 4,500원 인상안 등은 조세저항으로 쉽지 않은 구조로 세금인상(세율 25% 내외)을 가정한다면, 제조사에는 ASP 상승 요인이 발생할 것으로 추정. 인삼공사는 2분기부터 점진적 회복을 기대. 1)중저가 제품군의 판매 호조로 부진한 내수시장의 돌파구가 마련되었고, 후발 경쟁사의 도태로 동사의 M/S 상승 등 소비기반 확대, 2)중화권 재고조정 마무리로 4월 말부터 정상적인 해외매출이 재개될 전망이기 때문

인삼공사의 부진은 주가에 충분히 반영, Valuation 매력 보유

최근 음식료 대형주의 약세 및 실적개선에 대한 낮은 기대감 등으로 부진한 수익률 기록. 하지만 세금인상 이슈, 인삼공사의 점진적인 실적회복 전망 및 가격메리트 발생으로 투자매력은 유효할 것으로 판단. 특히, 2013년 EPS기준 PER 12.7배 수준의 낮은 Valuation으로 현 가격대에서 하방경직성이 높을 것으로 전망

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	3,723	3,985	4,114	4,258	4,437
YoY(%)	7.6	7.0	3.2	3.5	4.2
영업이익 (십억원)	1,121	1,036	1,056	1,167	1,264
OP 마진(%)	30.1	26.0	25.7	27.4	28.5
순이익 (십억원)	817	725	786	866	946
EPS(원)	5,944	5,376	5,829	6,422	7,011
YoY(%)	-20.9	-9.6	8.4	10.2	9.2
PER(배)	13.7	15.0	12.7	11.5	10.6
PCR(배)	8.7	8.8	8.0	7.4	6.9
PBR(배)	2.3	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	8.3	8.5	7.4	6.6	5.8
ROE(%)	17.5	14.9	15.1	15.4	15.4



| 음식료 |

연구위원 정성훈
3771-9321

jshoon71@iprovest.com

도표 1. 1분기 실적 Preview: 실적개선 폭이 크지 않아 예상보다는 소폭 부진

(십억원)	1Q13F	%YoY	%QoQ	1Q12A	4Q12A	컨센서스	차이 (%)
매출액	970.5	0.9	1.7	961.6	954.4	974.7	(0.4)
영업이익	260.6	1.0	33.6	258.1	195.1	266.9	(2.4)
순이익	193.2	3.7	83.0	186.3	105.6	198.3	(2.6)

자료: KT&G, 교보증권 리서치센터

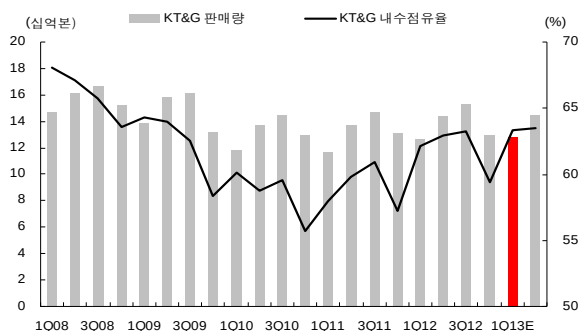
참고: 영업이익= 매출총이익-판매관리비 (개정된 K-IFRS 회계기준 적용으로 당사 추정치 및 종전 재무제표와 차이 발생)

도표 2. 견조한 실적의 KT&G. 인삼공사의 실적은 바닥 통과 중으로 판단

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	11A	12A	13F
매출액	961.6	1,005.4	1,063.3	954.4	970.5	1,031.8	1,086.7	1,024.9	3,723.0	3,984.7	4,113.8
증감률	16.6%	11.9%	1.7%	0.0%	0.9%	2.6%	2.2%	7.4%	7.6%	7.0%	3.2%
KT&G	583.4	669.8	728.2	656.2	609.9	703.0	748.5	706.7	2,490.8	2,637.6	2,768.1
증감률	8.6%	7.4%	8.4%	-0.4%	4.5%	5.0%	2.8%	7.7%	-0.4%	5.9%	4.9%
KGC	250.3	219.4	217.3	144.9	226.8	222.4	231.3	209.0	940.1	831.9	889.4
증감률	8.0%	-6.2%	-24.1%	-23.0%	-9.4%	1.4%	6.4%	44.2%	11.5%	-11.5%	6.9%
기타	127.9	116.2	117.8	153.2	133.8	106.4	106.9	109.2	292.1	515.1	456.2
증감률	129.6%	183.3%	33.6%	43.0%	4.6%	-8.5%	-9.2%	-28.8%	146.0%	76.4%	-11.4%
영업이익	258.1	286.9	295.8	195.1	260.5	267.6	298.8	229.2	1,120.6	987.9	1,056.1
증감률	3.5%	1.9%	-21.1%	-31.5%	0.9%	-6.7%	1.0%	55.8%	-1.7%	-11.8%	6.9%
OP Margin	26.8%	28.5%	27.8%	15.4%	26.8%	25.9%	27.5%	22.4%	30.1%	24.8%	25.7%
KT&G	219.0	277.3	306.4	190.6	235.6	259.5	275.1	234.1	933.2	993.3	1,004.3
증감률	15.7%	22.1%	1.0%	-10.7%	7.6%	-6.4%	-10.2%	22.9%	0.9%	6.4%	1.1%
OP Margin	37.5%	41.4%	42.1%	29.0%	38.6%	36.9%	36.7%	33.1%	37.5%	37.7%	36.3%
KGC	59.9	38.3	29.1	4.5	38.9	33.1	38.6	26.4	206.3	131.8	137.0
증감률	0.2%	-33.1%	-63.0%	-57.1%	-35.0%	-13.5%	32.5%	485.8%	-9.5%	-36.1%	3.9%
OP Margin	23.9%	17.5%	13.4%	3.1%	17.2%	14.9%	16.7%	12.6%	21.9%	15.8%	15.4%
기타	20.8	28.7	39.7	0.0	14.0	25.1	14.8	31.3	18.9	102.9	85.2
증감률	-6953.4%	886.3%	443.5%	0.0%	-32.9%	-12.7%	-62.6%	128.6%	47.2%	444.7%	-17.2%
OP Margin	-16.3%	-24.7%	-33.7%	0.0%	-10.4%	-23.6%	-13.9%	-28.7%	-6.5%	-20.0%	-18.7%
당기순이익	186.3	210.5	222.7	105.6	193.2	200.1	231.3	161.6	816.9	725.1	786.2
증감률	1.7%	-2.2%	-21.0%	-22.8%	3.7%	-4.9%	3.9%	53.0%	-20.7%	-11.2%	8.4%
NP Margin	19.4%	20.9%	20.9%	11.1%	19.9%	19.4%	21.3%	15.8%	21.9%	18.2%	19.1%

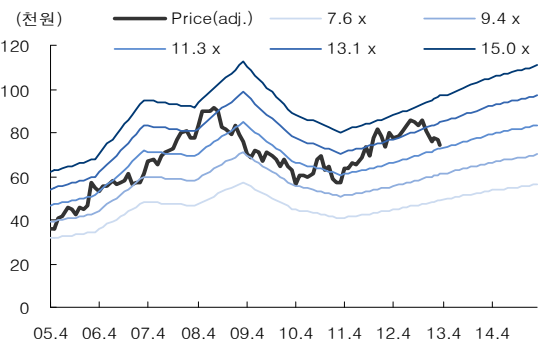
자료: KT&G, 교보증권 리서치센터

도표 3. KT&G의 점유율 회복세는 안정권 진입



자료: KT&G, 교보증권 리서치센터

도표 4. 하방경직성을 확보한 Valuation



자료: KT&G, 교보증권 리서치센터

[KT&G 033780]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,723	3,985	4,114	4,258	4,437
매출원가	1,608	1,741	1,798	1,835	1,894
매출총이익	2,115	2,244	2,315	2,423	2,542
매출총이익률 (%)	56.8	56.3	56.3	56.9	57.3
판매비와관리비	1,023	1,208	1,259	1,256	1,278
영업이익	1,121	1,036	1,056	1,167	1,264
영업이익률 (%)	30.1	26.0	25.7	27.4	28.5
EBITDA	1,278	1,214	1,231	1,339	1,434
EBITDA Margin (%)	34.3	30.5	29.9	31.4	32.3
영업외손익	40	-14	43	45	58
관계기업손익	1	2	1	1	1
금융수익	47	43	53	65	79
금융비용	-8	-11	-11	-11	-12
기타	0	-48	1	-10	-10
법인세비용차감전순이익	1,161	1,022	1,100	1,212	1,323
법인세비용	344	297	313	345	377
계속사업순이익	817	725	786	866	946
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	817	725	786	866	946
당기순이익률 (%)	21.9	18.2	19.1	20.3	21.3
비지배지분순이익	1	-13	-14	-15	-17
지배지분순이익	816	738	800	882	963
지배순이익률 (%)	21.9	18.5	19.5	20.7	21.7
매도가능금융자산평가	-50	1	1	1	1
기타포괄이익	-29	-31	-12	-5	-3
포괄순이익	738	695	775	862	944
비지배지분포괄이익	0	-13	-15	-16	-18
지배지분포괄이익	738	708	790	878	962

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	757	723	915	993	1,049
당기순이익	817	725	786	866	946
비현금항목의 가감	465	521	464	492	507
감가상각비	153	166	163	161	160
외환손익	-11	45	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	-1	-1	-1
기타	324	311	307	336	353
자산부채의 증감	-171	-219	-64	-73	-94
기타현금흐름	-355	-304	-272	-292	-310
투자활동 현금흐름	-429	-898	-216	-217	-219
투자자산	-231	-670	-21	-21	-21
유형자산	-289	-263	-165	-165	-165
기타	91	36	-30	-31	-33
재무활동 현금흐름	-501	-258	-410	-407	-406
단기차입금	57	0	7	7	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-53	143	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-383	-402	-403	-403	-403
기타	-122	2	-14	-11	-11
현금의 증감	-174	-435	272	356	413
기초 현금	981	808	372	644	1,000
기말 현금	808	372	644	1,000	1,413
NOPLAT	788	735	755	834	904
FCF	487	430	701	768	815

자료: KT&G, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,515	3,958	4,367	4,872	5,460
현금및현금성자산	808	372	644	1,000	1,413
매출채권 및 기타채권	818	876	906	939	979
재고자산	1,572	1,707	1,762	1,824	1,900
기타유동자산	317	1,003	1,055	1,110	1,167
비유동자산	2,761	2,838	2,871	2,895	2,923
유형자산	1,584	1,631	1,643	1,647	1,652
관계기업투자금	35	56	77	98	119
기타금융자산	290	294	291	289	288
기타비유동자산	852	857	860	862	865
자산총계	6,276	6,796	7,238	7,768	8,383
유동부채	999	1,098	1,106	1,118	1,131
매입채무 및 기타채무	736	823	825	826	829
차입금	83	92	99	106	114
유동상채무	3	3	0	0	0
기타유동부채	177	180	182	185	188
비유동부채	392	504	532	561	593
차입금	13	12	12	11	11
전환증권	13	11	11	11	11
기타비유동부채	367	481	509	539	570
부채총계	1,391	1,602	1,638	1,679	1,724
지배지분	4,788	5,091	5,488	5,967	6,527
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	491	487	487	487	487
이익잉여금	3,733	4,046	4,443	4,922	5,482
기타자본변동	-344	-339	-339	-339	-339
비지배지분	97	104	112	121	133
자본총계	4,885	5,194	5,600	6,088	6,659
총차입금	124	204	214	228	243

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,944	5,376	5,829	6,422	7,011
PER	13.7	15.0	12.7	11.5	10.6
BPS	34,875	37,081	39,975	43,462	47,539
PBR	2.3	2.2	1.9	1.7	1.6
EBITDAPS	9,309	8,845	8,967	9,752	10,447
EV/EBITDA	8.3	8.5	7.4	6.6	5.8
SPS	27,117	29,023	29,964	31,013	32,315
PSR	3.0	2.8	2.5	2.4	2.3
CFPS	3,546	3,133	5,108	5,597	5,933
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	7.6	7.0	3.2	3.5	4.2
영업이익 증가율	-1.7	-7.6	1.9	10.5	8.4
순이익 증가율	-20.7	-11.2	8.4	10.2	9.2
수익성					
ROIC	23.6	19.8	19.6	21.1	22.2
ROA	13.5	11.3	11.4	11.8	11.9
ROE	17.5	14.9	15.1	15.4	15.4
안정성					
부채비율	28.5	30.8	29.2	27.6	25.9
순차입금비용	2.0	3.0	3.0	2.9	2.9
이자보상배율	264.7	101.4	100.0	104.4	106.8

KT&G 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2010.12.08	매수	80,000	2012.01.20	매수	88,000
2011.01.12	매수	80,000	2012.02.13	매수	88,000
2011.04.21	매수	80,000	2012.02.22	매수	88,000
2011.05.25	매수	80,000	2012.03.30	매수	88,000
2011.06.27	매수	80,000	2012.04.19	매수	88,000
2011.07.11	매수	80,000	2012.06.18	매수	92,000
2011.07.21	매수	80,000	2012.07.13	매수	92,000
2011.09.26	매수	81,500	2012.10.09	매수	100,000
2011.10.20	매수	81,500	2012.10.18	매수	100,000
2011.11.14	매수	81,500	2013.01.18	매수	100,000
2012.01.13	매수	88,000	2013.04.09	매수	100,000

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%