

KT&G
(033780)강한 하방 경직성 VS.
낮은 이익 모멘텀이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

음식료업종

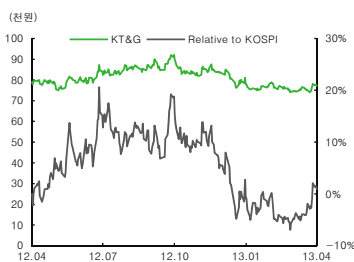
현재가 77,200

목표주가
(유지)

90,000

KOSPI	1923.84
시가총액	10,599 십억원
시가총액비중	0.9%
자본금(보통주)	955 십억원
52주 최고/최저	92,000 원 / 74,000 원
120일 평균거래대금	249 억원
외국인지분율	59.3%
주요주주	중소기업은행 6.9%
	First Eagle Investment Management, LLC 5.0%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	3.2	3.8	-0.8	-2.2
상대수익률	3.8	7.1	1.8	1.0



투자포인트

- 1분기 영업실적 당사 추정 부합, 순이익 12% 상회해 외화평가이익 때문
- 내수 담배 상대적으로 견조하나 수출시장과 홍삼 부진으로 2013년 영업이익 0.6% 감소, 환율 하락 속도 둔화와 이자수익 증대로 순이익은 8% 증가 전망
- 투자의견 매수 및 목표주가 9만원 유지

Comment

1분기 실적 당사 추정 부합, 견조한 내수담배와 부진한 수출담배 및 홍삼

KT&G의 1분기 실적은 매출 8,960억원(-6.8% YoY), 영업이익 2,488억원(-6.5% YoY)으로 매출은 당사 추정을 5%를 하회했으나 영업이익은 추정에 부합했다. 순이익이 예상을 210억원 상회한 것은 환율상승으로 달러화 자산에 대한 외화평가손익이 증가했기 때문이다. 담배 내수 부문이 점유율 상승과 ASP 증가로 전년동기대비 4% 성장했으나 수출담배는 주력인 중동시장의 경기부진과 수출국 환율 하락으로 25% 감소했고 인삼공사 매출도 19% 감소했다. 영진약품을 제외한 소망화장품, 해외법인들도 전년동기대비 매출은 감소하고 손실은 증가했다.

2013년 하반기 이후 실적 둔화의 주원인인 홍삼 부문 완만한 회복 가능

3월달 언론의 담배 가격인상 가능성 보도 후 도매상들의 사재기가 일부 발생해 2월까지 누적으로 감소하던 담배시장은 3월에 증가하며 1분기 0.6% 성장했고 동사의 점유율도 63.6%로 (+1.5%p YoY) 예상보다 호조를 보였다. 2분기에도 가수요가 일부 발생하며 점유율 강세와 담배시장 성장이 예상된다. 그러나 공공장소 흡연 금지 확대 등으로 가수요를 감안해도 2013년 연간 내수 담배시장은 전년대비 0.3% 감소가 전망된다. 다만 점유율 확대와 ASP 증가 효과로 내수 담배 매출은 1.2% YoY 성장이 예상된다. 해외시장 경기부진으로 수출 담배는 연간 10% 감소세가 예상된다. 홍삼 부문은 3분기부터 기저가 낮아지고 건강식품 등의 라인업 강화로 + 성장세로 전환되어 연간으로는 5%의 감소가 예상된다. 부진한 홍삼과 수출 부문을 내수 담배 부문이 커버하며 2013년 동사의 매출은 2012년보다 1.7%로 미미하게 감소하고 영업이익은 1조 294억원으로 0.6% 감소가 예상된다. 다만, 환율의 하락속도 둔화, 이자수익 증가 등으로 순이익은 전년대비 8% 증가할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 9만원으로 유지

국내외 경기부진 등으로 2013년 실적 모멘텀은 미흡하나 배당메리트와 풍부한 현금창출력을 감안할 때 주가 하락시 자사주 매입 가능성도 있다는 점에서 하방 경직성은 강하다. KT&G에 대해 투자의견 매수와 목표주가 9만원을 유지한다. 주요 해외국의 담배업체들도 전체 시장 지수와 유사한 흐름을 보이며 전반적으로 시장대비 다소 상회하고 있어 KT&G도 유사한 주가 흐름이 예상된다.

표 1. KT&G 1분기 잠정실적

(십억원, %)

	1Q13P	1Q12	YoY(%)	4Q12	QoQ(%)	당사	Var.(%)	Cons.	Var.(%)
매출액	896.0	961.6	(6.8)	954.4	(6.1)	945.5	(5.2)	975.4	(8.1)
영업이익	248.8	266.0	(6.5)	181.3	37.2	250.7	(0.8)	259.7	(4.2)
순이익	198.3	186.3	6.4	105.6	87.8	177.3	11.9	191.8	3.4
영업이익률(%)	27.8	27.7		19.0		26.5		26.6	
순이익률(%)	31.3	27.9		16.4		26.7		0.0	

자료: KT&G, 대신증권 리서치센터

주: 영업이익은 매출총이익- 판매비로 바뀐 규정에 의한 값임

표 2. KT&G 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	전체	961.6	1,005.4	1,063.3	954.4	896.0	976.8	1,059.8	982.7	3,984.7	3,915.4	4,022.6	4,143
	KT&G	583.4	669.8	728.2	656.2	580.7	668.9	710.4	665.5	2,637.6	2,625.4	2,637.7	2,673
	담배	563.7	639.7	695.9	624.7	548.8	632.3	671.4	628.9	2,523.9	2,481.4	2,510.1	2,538.7
	국내	432.7	491.5	526.2	445.3	450.1	507.1	515.2	445.9	1,895.6	1,918.3	1,910.6	1,908.7
	수출	131.0	148.2	169.7	179.3	98.7	125.1	156.3	183.0	628.2	563.1	599.4	630.0
	부동산/기타	19.7	30.1	32.3	31.6	31.9	36.6	38.9	36.6	113.7	144.0	127.6	134.0
	KGC	250.3	219.4	217.3	144.9	201.9	197.4	228.2	159.4	831.9	787.0	841.7	883.8
	기타	127.9	116.2	117.8	153.2	113.4	110.4	121.3	157.8	515.1	503.0	543.3	586.7
YoY (%)	전체	16.6	11.9	1.7	0.0	(6.8)	(2.9)	(0.3)	3.0	7.0	(1.7)	2.7	3.0
	KT&G	8.6	7.4	8.4	(0.4)	(0.5)	(0.1)	(2.5)	1.4	5.9	(0.5)	0.5	1.3
	담배	8.6	6.6	7.1	0.5	(2.6)	(1.2)	(3.5)	0.7	5.6	(1.7)	1.2	1.1
	국내	10.6	6.4	6.1	0.5	4.0	3.2	(2.1)	0.1	5.8	1.2	(0.4)	(0.1)
	수출	2.7	7.4	10.2	0.7	(24.7)	(15.6)	(7.9)	2.0	5.1	(10.4)	6.5	5.1
	부동산/기타	8.7	26.7	49.0	(15.0)	61.7	21.6	20.5	15.9	12.9	26.7	(11.4)	5.0
	KGC	8.0	(6.2)	(24.1)	(23.0)	(19.3)	(10.0)	5.0	10.0	(11.5)	(5.4)	7.0	5.0
	기타	129.6	183.3	33.6	43.0	(11.3)	(5.0)	3.0	3.0	76.4	(2.4)	8.0	8.0
매출총이익		531.5	563.8	626.4	522.2	519.3	567.7	619.7	539.5	2,243.9	2,246.2	2,290.6	2,353.1
영업이익		266.0	271.6	317.2	181.0	248.8	274.9	304.4	201.2	1,035.9	1,029.4	1,031.0	1,046.7
세전이익		268.1	294.3	304.0	156.1	280.8	281.9	308.9	207.5	1,022.4	1,079.7	1,068.3	1,091.9
순이익		186.3	210.5	222.7	105.6	198.3	205.8	225.5	151.5	725.1	781.7	776.6	793.8
EBITDA		301.4	331.7	340.2	226.8	292.7	318.8	347.5	246.0	1,214.3	1,205.0	1,206.4	1,223.8
YoY (%)	매출총이익	11.3	8.8	5.8	(1.0)	(2.3)	0.7	(1.1)	3.3	6.1	0.1	2.0	2.7
	영업이익	2.4	(7.4)	(2.4)	(14.8)	(6.5)	1.2	(4.0)	11.2	(5.0)	(0.6)	0.2	1.5
	세전이익	4.2	0.9	(22.1)	(29.7)	4.7	(4.2)	1.6	32.9	(11.9)	5.6	(1.1)	2.2
	순이익	1.7	(2.2)	(20.9)	(22.8)	6.5	(2.3)	1.2	43.5	(11.2)	7.8	(0.6)	2.2
	EBITDA	6.0	3.4	(18.2)	(10.8)	(2.9)	(3.9)	2.1	8.4	(2.7)	(0.8)	0.1	1.4
매출총이익률 (%)		55.3	56.1	58.9	54.7	58.0	58.1	58.5	54.9	56.3	57.4	56.9	56.8
영업이익률 (%)		26.8	28.5	27.8	19.0	27.8	28.1	28.7	20.5	26.0	26.3	25.6	25.3
세전이익률 (%)		27.9	29.3	28.6	16.4	31.3	28.9	29.1	21.1	25.7	27.6	26.6	26.4
순이익률 (%)		19.4	20.9	20.9	11.1	22.1	21.1	21.3	15.4	18.2	20.0	19.3	19.2
판매비/매출액 (%)		27.6	29.1	29.1	35.7	30.2	30.0	29.8	34.4	30.3	31.1	31.3	31.5

자료: KT&G, 대신증권 리서치센터

표 3. KT&G 1Q13 잠정 사업부별 실적

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	QoQ (%)	YoY (%)
매출액	824.4	898.6	1,045.9	954.1	961.6	1,005.4	1,063.3	954.4	896.0	(6.1)	(6.8)
KT&G	537.0	623.6	671.6	658.6	583.4	669.8	728.2	656.2	580.7	(11.5)	(0.5)
KGC	231.7	233.9	286.2	188.3	250.3	219.4	217.3	144.9	201.9	39.3	(19.3)
Others	55.7	41.0	88.2	107.2	127.9	116.2	117.8	153.2	113.4	(26.0)	(11.3)
매출원가	346.8	380.4	453.9	426.5	430.0	441.6	436.9	432.2	376.7	(12.8)	(12.4)
KT&G	201.3	241.2	259.3	265.3	216.3	247.5	263.0	255.3	206.3	(19.2)	(4.6)
KGC	107.2	114.8	137.6	101.0	125.4	109.4	104.6	73.4	96.4	31.4	(23.1)
Others	38.3	24.4	57.0	60.3	88.3	84.8	69.3	103.5	74.0	(28.5)	(16.2)
매출총이익	477.6	518.2	592.0	527.6	531.5	563.8	626.4	522.2	519.3	(0.5)	(2.3)
KT&G	335.8	382.5	412.3	393.3	367.1	422.4	465.2	400.9	374.4	(6.6)	2.0
KGC	124.5	119.1	148.5	87.3	124.9	110.0	112.7	71.5	105.6	47.6	(15.4)
Others	17.3	16.6	31.2	46.9	39.6	31.4	48.5	49.8	39.3	(21.0)	(0.7)
GPM (%)	57.9	57.7	56.6	55.3	55.3	56.1	58.9	54.7	58.0		
KT&G	40.7	42.6	39.4	41.2	38.2	42.0	43.8	42.0	41.8		
KGC	15.1	13.3	14.2	9.2	13.0	10.9	10.6	7.5	11.8		
Others	2.1	1.8	3.0	4.9	4.1	3.1	4.6	5.2	4.4		

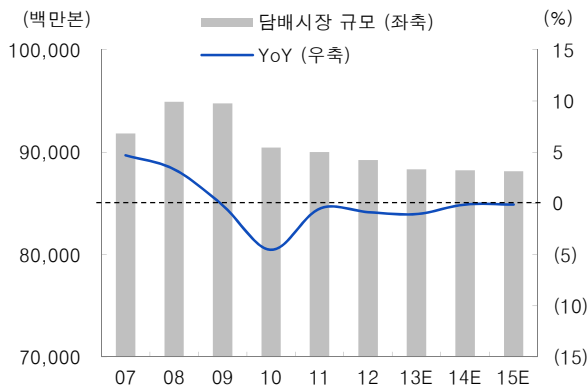
자료: KT&G, 대신증권 리서치센터

표 4. 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
매출액		4,009	4,152	4,283	3,915	4,023	4,143	(2.3)	(3.1)	(3.3)
영업이익		1,014	1,037	1,055	1,029	1,031	1,047	1.5	(0.6)	(0.8)
세전이익		1,028	1,067	1,092	1,080	1,068	1,092	5.0	0.1	(0.0)
순이익		744	775	793	782	777	794	5.1	0.2	0.1
EPS (지배주주기준)		5,971	6,221	6,365	6,275	6,235	6,372	5.1	0.2	0.1
YoY (%)	매출액	7.7	3.6	3.1	5.2	2.7	3.0			
	영업이익	(7.1)	2.3	1.8	(5.7)	0.2	1.5			
	세전이익	(11.4)	3.8	2.3	(7.0)	(1.1)	2.2			
	순이익	(8.9)	4.2	2.3	(4.3)	(0.6)	2.2			
	EPS	0.5	4.2	2.3	5.6	(0.6)	2.2			
영업이익률 (%)		25.3	25.0	24.6	26.3	25.6	25.3			
세전이익률 (%)		25.6	25.7	25.5	27.6	26.6	26.4			
순이익률 (%)		18.6	18.7	18.5	20.0	19.3	19.2			

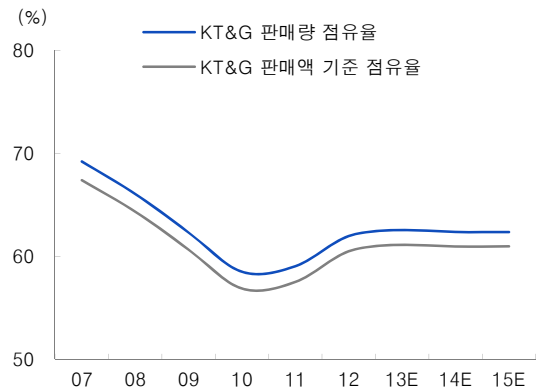
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 담배시장 규모 추이 및 전망



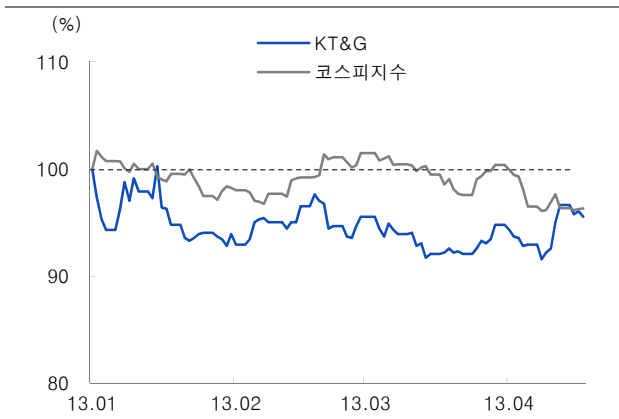
자료: KT&G, 대신증권 리서치센터

그림 2. KT&G 내수 담배 시장점유율 추이 및 전망



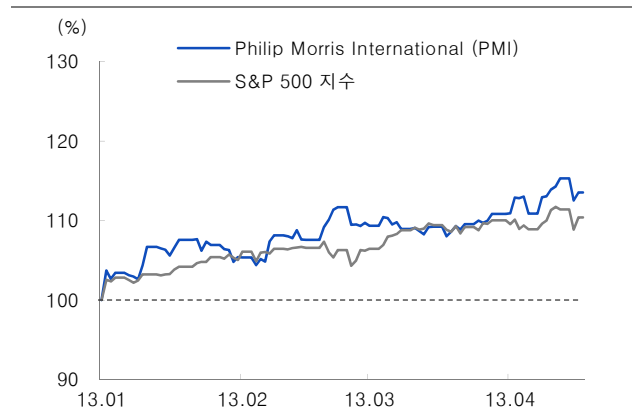
자료: KT&G, 대신증권 리서치센터

그림 3. KT&G와 KOSPI 연초 이후 주가 추이



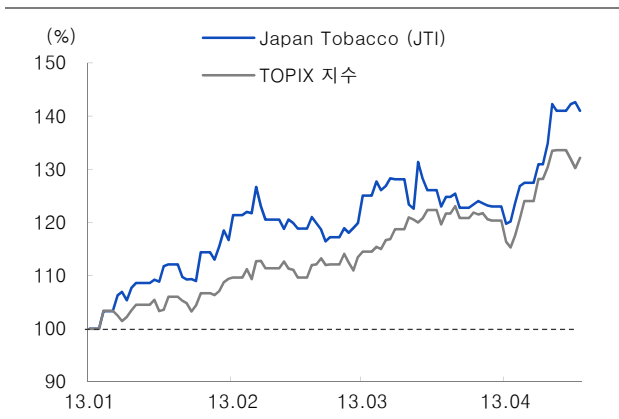
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. Philip Morris와 S&P 500 연초 이후 주가추이



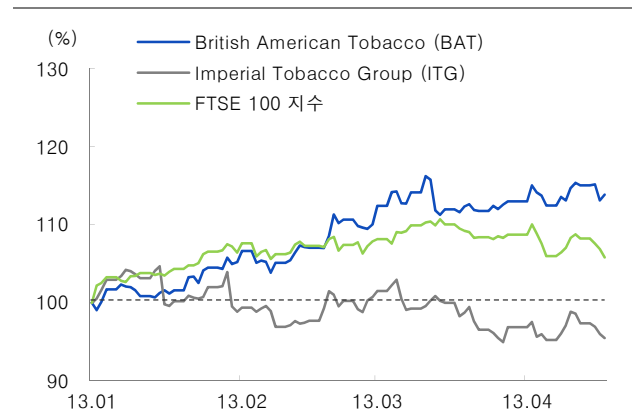
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. Japan Tobacco와 TOPIX 연초 이후 주가 추이



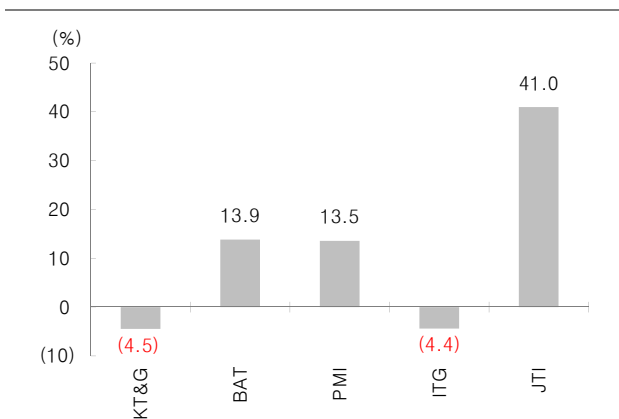
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. BAT, ITG, FTSE 100 연초 이후 주가 추이



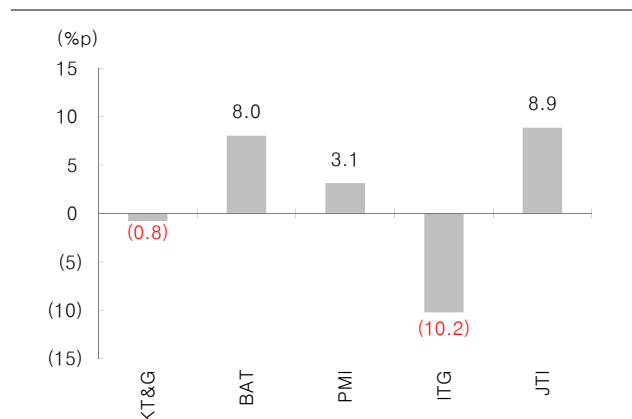
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. 2013년 1월 이후 절대 주가 상승률



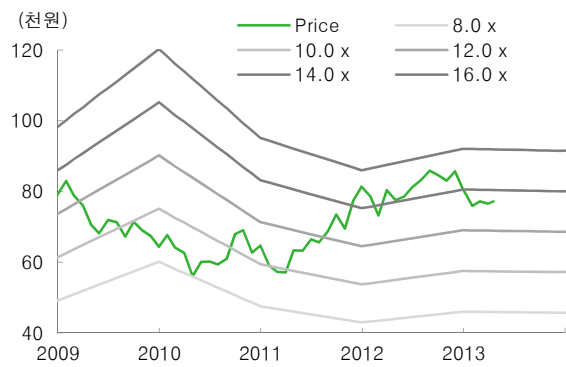
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. 2013년 1월 이후 해당시장 대비 초과 수익률



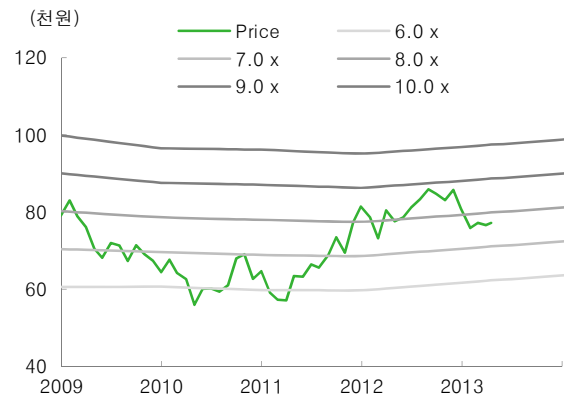
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터
 주: 해당업체 시장지수 상승률 대비 초과수익률

그림 9. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 10. EV/EBITDA(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,723	3,985	3,915	4,023	4,143
매출원가	1,608	1,741	1,669	1,732	1,790
매출총이익	2,115	2,244	2,246	2,291	2,353
판매비와관리비	1,025	1,208	1,217	1,260	1,306
영업이익	1,090	1,036	1,029	1,031	1,047
영업이익률	29.3	26.0	26.3	25.6	25.3
EBITDA	1,248	1,214	1,205	1,206	1,224
영업외손익	71	-14	50	37	45
관계기업손익	1	2	0	0	0
금융수익	47	43	50	60	68
외환관련이익	54	22	35	0	0
금융비용	-8	-11	-23	-7	-7
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	30	-48	23	-16	-16
법인세비용차감전순이익	1,161	1,022	1,080	1,068	1,092
법인세비용	-344	-297	-298	-292	-298
계속사업순이익	817	725	782	777	794
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	817	725	782	777	794
당기순이익률	21.9	18.2	20.0	19.3	19.2
비배지분순이익	1	-13	-8	-8	-8
지배지분순이익	816	738	790	785	802
매도가능금융자산평가	-5	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-3	2	0	0
포괄순이익	738	695	797	777	794
비배지분포괄이익	0	-13	-13	-13	-13
지배지분포괄이익	738	708	810	789	807

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,944	5,376	5,755	5,717	5,844
PER	13.7	15.0	13.4	13.5	13.2
BPS	34,875	37,081	39,901	42,500	45,134
PBR	2.3	2.2	1.9	1.8	1.7
EBITDAPS	9,088	8,845	8,777	8,787	8,914
EV/EBITDA	8.5	8.5	7.9	7.7	7.4
SPS	27,117	29,023	28,519	29,300	30,178
PSR	3.0	2.8	2.6	2.6	2.5
CFPS	9,339	9,078	8,855	8,920	9,047
DPS	3,200	3,200	3,400	3,500	3,550

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	7.6	7.0	-1.7	2.7	3.0
영업이익 증가율	0.8	-5.0	-0.6	0.2	1.5
순이익 증가율	-20.7	-11.2	7.8	-0.6	2.2
수익성					
ROIC	19.7	16.9	16.6	16.5	16.4
ROA	18.1	15.8	14.7	14.0	13.5
ROE	17.5	14.9	15.0	13.9	13.3
안정성					
부채비율	28.5	30.8	28.5	27.0	25.5
순차입금비율	-14.8	-17.6	-22.3	-25.0	-27.4
이자보상배율	257.6	101.4	130.8	137.9	148.3

자료: KT&G, 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,515	3,958	4,211	4,532	4,850
현금및현금성자산	808	372	661	870	1,063
매출채권 및 기타채권	818	876	843	866	892
재고자산	1,572	1,707	1,677	1,723	1,775
기타유동자산	317	1,003	1,030	1,074	1,120
비유동자산	2,761	2,838	2,969	3,029	3,087
유형자산	1,584	1,631	1,699	1,736	1,770
관계기업투자금	35	56	116	146	176
기타비유동자산	1,141	1,151	1,155	1,147	1,142
자산총계	6,276	6,796	7,180	7,561	7,937
유동부채	999	1,098	1,094	1,112	1,107
매입채무 및 기타채무	736	823	822	824	825
차입금	83	92	92	92	92
유동성채무	3	3	3	15	3
기타유동부채	177	180	177	182	187
비유동부채	392	504	497	496	508
차입금	13	12	12	0	0
전환증권	13	11	0	0	0
기타비유동부채	367	481	485	496	508
부채총계	1,391	1,602	1,591	1,608	1,615
자본지분	4,788	5,091	5,478	5,835	6,197
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	491	487	487	487	487
이익잉여금	3,733	4,046	4,433	4,790	5,152
기타자본변동	-391	-398	-398	-398	-398
비배지분	97	104	111	119	126
자본총계	4,885	5,194	5,589	5,954	6,323
순차입금	-724	-912	-1,245	-1,488	-1,730

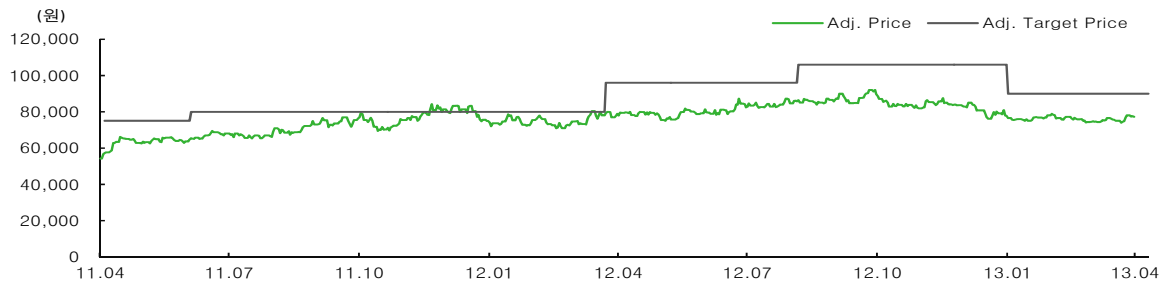
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	757	723	1,051	951	960
당기순이익	817	725	782	777	794
비현금항목의 가감	465	521	434	448	448
감가상각비	157	178	176	175	177
외환손익	-11	45	-31	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	319	298	289	273	271
자산부채의 증감	-171	-219	76	-50	-58
기타현금흐름	-355	-304	-240	-224	-223
투자활동 현금흐름	-429	-898	-300	-243	-245
투자자산	-209	-686	-59	-31	-31
유형자산	-256	-228	-230	-200	-200
기타	36	16	-11	-12	-14
재무활동 현금흐름	-501	-258	-414	-439	-464
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	4	143	0	-12	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-383	-402	-403	-428	-441
기타	-122	2	-11	1	-23
현금의 증감	-174	-435	288	209	193
기초 현금	981	808	372	661	870
기말 현금	808	372	661	870	1,063
NOPLAT	767	735	745	750	761
FCF	618	643	671	705	718

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.04.18	13.04.02	13.01.18	12.10.18	12.08.23	12.04.19	12.04.09	11.07.21	11.06.27	11.06.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	106,000	106,000	96,000	96,000	80,000	80,000	80,000
제시일자	11.04.21									
투자의견	Buy									
목표주가	75,000									
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상