

영업 부진 장기화 우려

Analyst 정혜승

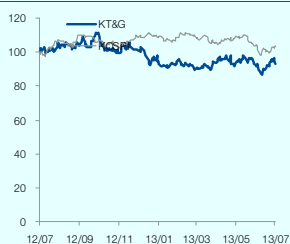
02) 3787-2461

hyeseung.chung@hmcib.com

현재주가 (7/17)	76,700원
상승여력	14.7%
시가총액	10,530십억원
발행주식수	137,292천주
자본금/액면가	955십억원 / 5,000원
52주 최고가/최저가	92,000원/71,500원
일평균 거래대금 (60일)	23십억원
	58.84%
외국인지분율	중소기업은행
주요주주	6.93%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.5 -0.6 -1.4
상대주가(%p)	0.3 1.3 3.1
당사추정 EPS	5,601원
컨센서스 EPS	5,724원
컨센서스 목표주가	91,206원

* K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2Q13 Review- 담배와 홍삼, 국내와 해외 전반적으로 부진한 실적
- 담배/홍삼 모두 구조적 수요 둔화, 기저효과 제외한 실적 개선 가능성 축소
- 목표주가 88,000원으로 하향- 영업 부진의 장기화 우려

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	3,723	1,090	816	1,248	5,944	-20.9	13.7	2.5	8.5	17.5
2012	3,985	1,036	738	1,214	5,375	-9.6	15.0	2.3	8.5	14.9
2013F	3,826	980	769	1,163	5,601	4.2	13.7	2.0	7.6	14.6
2014F	3,970	1,030	763	1,217	5,559	-0.7	13.8	1.9	7.1	13.6
2015F	4,108	1,055	787	1,249	5,731	3.1	13.4	1.8	6.7	13.3

* K-IFRS 연결 기준

2Q13 Review- 담배와 홍삼, 국내와 해외 전반적으로 부진한 실적

2분기 KT&G의 연결기준 매출액은 9,145억원(-9.0% YoY), 영업이익은 2,487억원(-8.5% YoY)로 컨센서스 및 당사 영업이익 전망치를 각각 7.3%, 4.6% 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 연결 계열사들의 적자 축소(2Q13 -87억원 vs. 2Q12 -268억원)로 영업이익 감소폭은 매출 감소폭 대비 축소되었다. 계열사 적자 축소는 1) 가격 인상에 따른 러시아 법인 이익 증가(43억원, 168.8% YoY)와 2) 영진약품의 이익 증가(42억원, +223.8% YoY)에 기인한다. **국내담배**는 1분기 세금인상 이슈 부각에 따른 가수요 여파로 2분기에는 시장 수요가 3.5%(YoY) 감소했으며, 동사의 점유율 역시 61.4%(-1.6%p YoY, -2.2%p QoQ)로 하락하며, 5%(YoY)의 매출 감소를 기록했다. 가수요 효과를 제외한 점유율은 62.1% 수준이라는 점에서 점유율 추가 하락 리스크는 제한적인 것으로 예상된다. 한편 **해외담배(법인 포함)**는 러시아 법인의 정상화에도 불구하고 중동/중아시아 등 주력 시장의 수요 급감으로 34.7%(YoY)의 물량 감소세가 지속되었다. 이는 미국의 대 이란 제재 강화에 따른 주력 시장 부진에 따른 것으로 해외담배 매출 감소폭은 1분기보다 확대된 -30.7%(YoY)를 기록했다. 한편 **한국 인삼공사**의 경우 국내 홍삼시장의 가파른 하락세 및 해외 재고 소진 지연으로 실적 부진(매출액 -17.5% YoY, OP -34.5% YoY)이 지속되었다.

담배/홍삼 모두 구조적 수요 둔화, 기저효과 제외한 실적 개선 가능성 축소

2분기 가수요를 제외한 국내 담배 점유율이 62% 수준을 유지하고 있다는 점을 감안할 때 향후 국내 담배의 점유율은 61~2% 수준(4분기 경쟁사 밀어내기 영향 제외)에서 안정화될 전망이다. 따라서 향후 실적 변수는 1) 국내 공공장소 흡연 규제 등에 따른 국내 담배시장 수요 감소폭, 2) 해외담배 회복 및 3) 한국인삼공사 실적 회복 정도가 될 것으로 보인다. 해외담배의 경우 주력 시장의 수요 둔화가 대이런 제재 및 경기 부진에 근거하고 있어 단기에 성장세로 전환될 가능성은 크지 않다. 따라서 -30%(YoY) 물량 감소가 예상된다. 다만 국내 홍삼 수요에 대해 보수적으로 가정하더라도 3분기 홍삼 수출의 기저효과를 감안할 때 하반기 한국인삼공사의 실적은 상반기 대비 개선될 전망이다. 다만 연결 영업이익의 경우 3Q12 국내 담배 점유율이 63.3%(vs. 3Q13 MS 62%)로 높다는 점을 반영할 때, 4분기 이후 감익 추세에서 벗어날 수 있을 전망이다. 연간 영업이익은 9,798억원(-5.4% YoY)으로 예상된다.

목표주가 88,000원으로 하향- 영업 부진의 장기화 우려

2013년 및 2014년 영업이익의 전망치를 종전 대비 각각 5.5%, 4.3% 하향 조정하며 이에 따라 KT&G 목표주가를 88,000원으로 5.4% 하향한다. 현 주가의 목표주가에 대한 상승 여력은 15%로 Buy 투자 의견은 유지한다. 동사는 1) 국내 담배 점유율 방어, 2) 12년 하반기 실적 악화에 따른 기저 효과 등을 감안할 때 실적의 저점은 통과한 것으로 판단된다. 하지만 여전히 국내 흡연 규제 확대 및 해외담배 주력 시장 침체, 홍삼 수요 둔화, 고가화장품 수요 둔화 등 주요 제품의 구조적 리스크는 상존하고 있어 하반기 기저효과를 제외한 실적 개선 가능성은 불투명하다. 다만 13년 예상 실적 기준 PER 13.7x로 업종 및 global peer(7.7% discount) 대비 부각되는 밸류에이션 매력과 더불어 최소 4.2%의 배당 수익률을 감안할 때 하반기 주가의 견고한 하방경직성에 주목할 필요가 있다.

〈표1〉 2013년 2분기 KT&G 실적(IFRS 연결 기준)

(십억원)	2Q13P	YoY		QoQ		0전추정치		Consensus	
		2Q12	% chg.	1Q13	% chg.	2Q13P	Diff.	2Q13P	Diff.
매출액	914.5	1,005.4	-9.0%	896.0	2.1%	951.6	-3.9%	972.4	-6.0%
영업이익	248.7	271.6	-8.4%	248.8	-0.1%	260.6	-4.6%	268.4	-7.3%
지배주주지분귀속이익	192.7	214.4	-10.1%	203.1	-5.1%	184.1	4.7%	204.5	-5.8%
영업이익률	27.2%	27.0%		27.8%		27.4%		27.6%	
순이익률	21.1%	21.3%		22.7%		19.3%		21.0%	

자료: KT&G, FnGuide, HMC투자증권

〈표2〉 KT&G 실적 추이 및 전망(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13P	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	961.6	1,005.5	1,063.3	954.4	896.0	914.6	1,032.3	982.8	3,984.7	3,825.7	3,970.0
YoY	16.6%	11.9%	1.7%	0.0%	-6.8%	-9.0%	-2.9%	3.0%	7.0%	-4.0%	3.8%
KT&G	583.4	669.8	728.2	656.2	580.7	601.3	689.5	651.7	2,637.6	2,523.1	2,604.7
KGC	250.3	219.4	217.3	144.9	201.9	181.0	212.7	158.2	831.9	753.8	789.5
기타 및 조정	127.9	116.2	117.8	153.2	113.4	132.3	130.1	172.9	515.1	548.7	575.8
매출총이익	531.5	563.8	626.3	522.2	519.3	513.5	586.2	543.5	2,243.9	2,162.5	2,247.8
YoY	11.3%	8.8%	5.8%	-1.0%	-2.3%	-8.9%	-6.4%	4.1%	6.1%	-3.6%	3.9%
영업이익	265.9	271.7	316.9	181.3	248.8	248.7	286.3	196.0	1,035.9	979.8	1,030.3
YoY	2.4%	-7.3%	-2.5%	-15.0%	-6.5%	-8.4%	-9.7%	8.1%	-5.1%	-5.4%	5.2%
세전이익	268.1	294.3	304.0	156.1	280.8	266.1	293.9	215.1	1,022.4	1,056.1	1,057.1
순이익(지배주주지분귀속)	190.8	214.4	226.1	106.7	203.1	196.1	215.6	154.2	738.0	769.0	763.2
Margin											
영업이익률	27.7%	27.0%	29.8%	19.0%	27.8%	27.2%	27.7%	19.9%	26.0%	25.6%	26.0%
세전이익률	27.9%	29.3%	28.6%	16.4%	31.3%	29.1%	28.5%	21.9%	25.7%	27.6%	26.6%
순이익률(지배주주지분귀속)	19.8%	21.3%	21.3%	11.2%	22.7%	21.4%	20.9%	15.7%	18.5%	20.1%	19.2%

자료: KT&G, HMC투자증권

〈표3〉 KT&G 수익추정 변경

(십억원)	FY13 New	FY13 Old	Chg (%)	FY14 New	FY14 Old	Chg (%)
매출액	3,825.7	3,908.4	-2.1	3,970.0	4,050.7	-2.0
영업이익	979.8	1,036.9	-5.5	1,030.3	1,076.4	-4.3
지배주주지분귀속이익	769.0	785.4	-2.1	763.2	795.3	-4.0
EPS	5,601	5,721	-2.1	5,559	5,793	-4.0

자료: KT&G, HMC투자증권

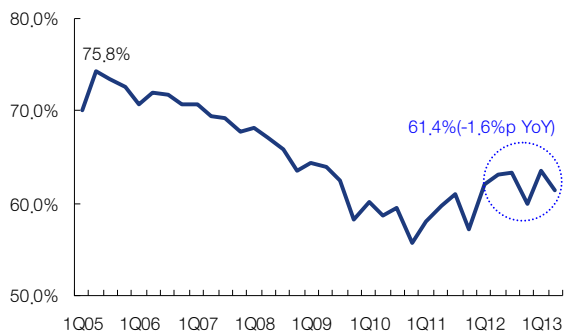
〈표4〉 KT&G Sum-of-the-parts Valuation

(단위: 십억원, 원)

	기업가치	주당가치	Valuation tool
A. 영업가치	10,119.2	73,706	13년 예상 EBITDA에 Target multiple 8.7배 적용
B. 비영업가치	416.0	3,030	
투자유가증권	262.0	1,909	
시장성있는투자유가증권	188.3	1,372	공정가치
시장성없는투자유가증권	73.7	537	장부가
투자부동산	153.9	1,121	공정가치
C. 자사주	339.1	2,470	장부가
D. 순현금	1,307.7	9,525	2013년 예상 순현금
E. 비지배주주지분	90.1	656	2013년 예상 비지배주주지분
F. 총기업가치(F=A+B+C+D-E)	10,535	88,074	
현재가		76,700	
Upside/downside 여력		14.8%	

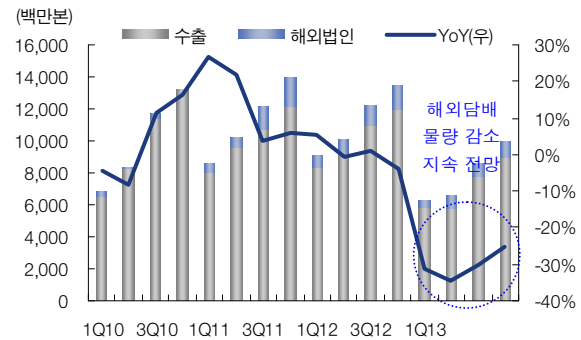
자료: KT&G, HMC투자증권

〈그림1〉 국내담배 점유율 추이- 2분기 63.6%



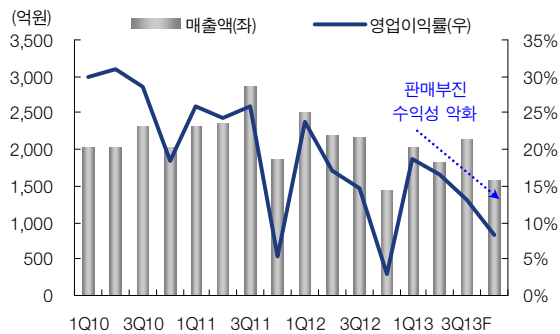
자료: KT&G, HMC투자증권

〈그림2〉 해외담배 물량 둔화 지속될 전망



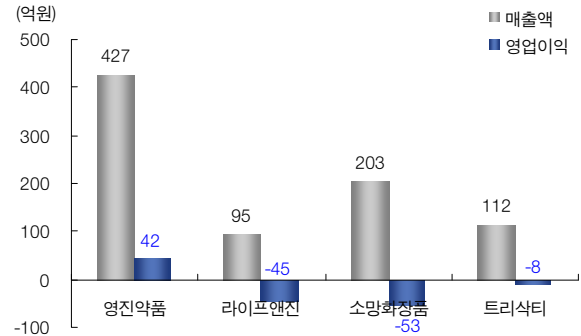
자료: KT&G, HMC투자증권

〈그림3〉 한국인삼공사 실적 추이



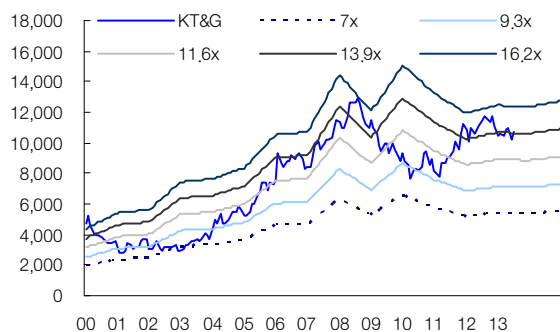
자료: KT&G, HMC투자증권

〈그림4〉 기타 계열사 2분기 실적 요약



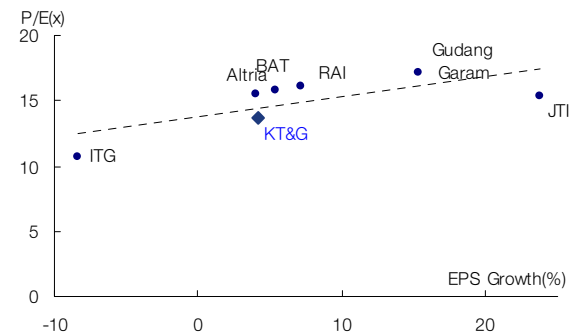
자료: KT&G, HMC투자증권

〈그림5〉 KT&G Historical PER Band



자료: KT&G, HMC투자증권

〈그림6〉 Global Peer Valuation-P/E vs. EPS Growth



자료: KT&G, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	3,723	3,985	3,826	3,970	4,108
증가율 (%)	7.6	7.0	-4.0	3.8	3.5
매출원가	1,608	1,741	1,663	1,722	1,782
매출원가율 (%)	43.2	43.7	43.5	43.4	43.4
매출총이익	2,115	2,244	2,163	2,248	2,326
매출이익률 (%)	56.8	56.3	56.5	56.6	56.6
증가율 (%)	5.0	6.1	-3.6	3.9	3.5
판매관리비	1,025	1,208	1,183	1,218	1,271
판매관리비율 (%)	27.5	30.3	30.9	30.7	30.9
EBITDA	1,248	1,214	1,163	1,217	1,249
EBITDA 이익률 (%)	33.5	30.5	30.4	30.6	30.4
증가율 (%)	1.4	-2.7	-4.2	4.6	2.7
영업이익	1,090	1,036	980	1,030	1,055
영업이익률 (%)	29.3	26.0	25.6	26.0	25.7
증가율 (%)	0.8	-5.0	-5.4	5.2	2.4
영업외손익	69	-16	75	26	31
금융수익	47	43	44	39	44
금융비용	8	11	27	13	13
기타영업외손익	30	-48	58	0	0
중속/관계기업관련손익	1	2	1	1	1
세전계속사업이익	1,161	1,022	1,056	1,057	1,087
세전계속사업이익률 (%)	31.2	25.7	27.6	26.6	26.5
증가율 (%)	-17.4	-11.9	3.3	0.1	2.8
법인세비용	344	297	301	307	314
계속사업이익	817	725	756	750	773
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	817	725	756	750	773
당기순이익률 (%)	21.9	18.2	19.7	18.9	18.8
증가율 (%)	-20.8	-11.2	4.2	-0.7	3.1
지배주주지분 순이익	816	738	769	763	787
비지배주주지분 순이익	1	-13	-14	-13	-14
기타포괄이익	-79	-30	-30	-31	-30
총포괄이익	738	695	725	719	743

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	757	723	991	847	872
당기순이익	817	725	756	750	773
유형자산 상각비	153	166	175	179	187
무형자산 상각비	5	13	8	8	7
외환손익	-11	45	-71	-7	-11
운전자본의 감소(증가)	-171	-220	157	-52	-50
기타	-36	-6	-34	-30	-35
투자활동으로인한현금흐름	-429	-898	-69	-213	-183
투자자산의 감소(증가)	42	-24	22	-3	-3
유형자산의 감소	33	36	15	15	15
유형자산의 증가(CAPEX)	-289	-263	-210	-210	-190
기타	-214	-646	104	-15	-5
재무활동으로인한현금흐름	-501	-258	-422	-412	-412
차입금의 증가(감소)	24	73	-1	0	0
사채의증가(감소)	13	-2	0	0	0
자본의 증가	4	-4	0	0	0
배당금	-383	-402	-403	-403	-403
기타	-158	76	-18	-9	-9
기타현금흐름	-1	-2	0	0	0
현금의증가(감소)	-174	-436	501	223	278
기초현금	981	808	372	874	1,097
기말현금	808	372	874	1,097	1,374

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,515	3,958	4,237	4,586	4,986
현금성자산	808	372	874	1,097	1,374
단기투자자산	28	658	632	656	678
매출채권	753	784	738	766	793
채고자산	1,572	1,707	1,574	1,634	1,690
기타유동자산	355	436	419	435	450
비유동자산	2,761	2,838	2,836	2,857	2,850
유형자산	1,584	1,631	1,651	1,667	1,655
무형자산	259	247	239	231	224
투자자산	325	349	335	348	360
기타비유동자산	593	611	611	611	611
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,276	6,796	7,072	7,443	7,835
유동부채	999	1,098	1,068	1,108	1,147
단기차입금	83	92	89	92	95
매입채무	82	48	63	65	67
유동성장기부채	3	3	0	0	0
기타유동부채	831	955	917	951	984
비유동부채	392	504	488	502	516
사채	13	11	11	11	11
장기차입금	13	12	12	12	12
장기금융부채 (리스포함)	12	86	86	86	86
기타비유동부채	354	394	379	393	407
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,391	1,602	1,555	1,610	1,662
지배주주지분	4,788	5,091	5,427	5,757	6,110
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	491	488	488	488	488
자본조정 등	-344	-339	-339	-339	-339
기타포괄이익누계액	-47	-59	-89	-119	-150
이익잉여금	3,733	4,046	4,412	4,773	5,157
비지배주주지분	97	104	90	77	63
자본총계	4,885	5,194	5,517	5,833	6,173

(단위: 원,배,%)

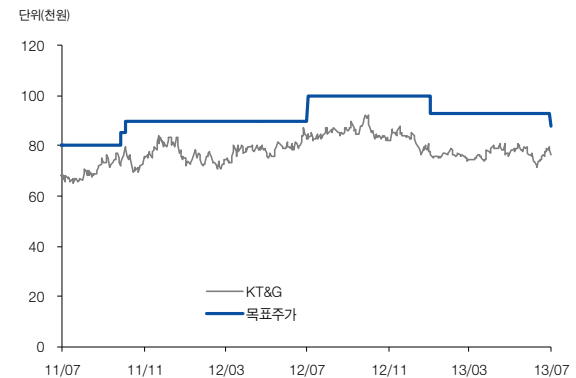
주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	5,950	5,281	5,503	5,462	5,631
EPS(지배순이익 기준)	5,944	5,375	5,601	5,559	5,731
BPS(자본총계 기준)	33,698	36,037	38,444	40,804	43,332
BPS(지배자본 기준)	32,992	35,283	37,788	40,246	42,874
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
PER(당기순이익 기준)	13.7	15.3	13.9	14.0	13.6
PER(지배순이익 기준)	13.7	15.0	13.7	13.8	13.4
PBR(자본총계 기준)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8
PBR(지배자본 기준)	2.5	2.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA(Reported)	8.5	8.5	7.6	7.1	6.7
배당수익률	3.9	4.0	4.3	4.3	4.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-20.7	-11.2	4.2	-0.7	3.1
EPS(지배순이익 기준)	-20.9	-9.6	4.2	-0.7	3.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.2	14.4	14.1	13.2	12.9
ROE(지배순이익 기준)	17.5	14.9	14.6	13.6	13.3
ROA	13.6	11.1	10.9	10.3	10.1
안정성 (%)					
부채비율	28.5	30.8	28.2	27.6	26.9
순차입금비율	-14.6	-15.9	-23.7	-26.6	-29.9
이자보상배율	257.6	101.4	81.2	86.1	86.8

* 2011~2015F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/10/13	BUY	85,000	12/10/19	BUY	100,000
11/10/20	BUY	90,000	12/10/29	BUY	100,000
11/11/01	BUY	90,000	12/12/21	BUY	100,000
12/01/05	BUY	90,000	13/01/15	BUY	100,000
12/01/20	BUY	90,000	13/01/18	BUY	93,000
12/01/31	BUY	90,000	13/03/07	BUY	93,000
12/04/12	BUY	90,000	13/04/09	BUY	93,000
12/04/19	BUY	90,000	13/04/18	BUY	93,000
12/07/03	BUY	90,000	13/06/07	BUY	93,000
12/07/18	BUY	100,000	13/06/19	BUY	93,000
12/07/19	BUY	100,000	13/07/05	BUY	93,000
12/10/09	BUY	100,000	13/07/18	BUY	88,000

▶ 최근 2년간 KT&G 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.