

담배

Company Update
2013. 10. 10

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	94,000
현재주가(13/10/08, 원)	77,000
상승여력	22%

영업이익(13F, 십억원)	976
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	973
EPS 성장률(13F, %)	-1.8
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.6
P/E(13F, x)	14.6
MKT P/E(13F, x)	10.4
KOSPI	2,002.76
시가총액(십억원)	10,572
발행주식수(백만주)	137
유동주식비율(%)	84.8
외국인 보유비중(%)	58.9
베타(12M, 일간수익률)	0.32
52주 최저가(원)	71,000
52주 최고가(원)	92,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.3 4.1 -12.3
상대주가	2.9 -0.3 -13.4



음식료/담배

백운목

02-768-4158
wm.baek@dwsec.com

2014년은 무엇이 다른가?

2012년 3Q~2013년 3Q는 최악, 4Q는 바닥 탈출로 보고 있다. 2014년은 실적 기대감이 있는 한 해가 될 전망이다. **2014년과 2013년의 차이는 담배 수출, 홍삼 매출, 세금 인상이다.**

1) 담배 수출은 2013년 1~3Q에 이어 4Q에도 28% 감소(연간 29% 감소)할 전망이다. 핵심 지역인 이란으로의 수출이 리알화의 급등(1달러, 11,000리알에서 25,000리알로 급등)으로 급감했기 때문이다. 하지만, **2014년의 이란 수출은 기저효과와 이란 소비자가 고환율에 적응함에 따라 가격 민감도가 둔감해지기에 증가세로 반전이 가능하다.** KT&G는 중동 지역이 어려워지자 동남아, 미국, 아프리카로 수출 지역을 확대하고 있다. 이 지역은 고가 담배가 나가고 있어 판매단가(ASP)가 중동지역(1달러 약간 상회)보다 높다.

2) 홍삼 매출은 2013년 4Q에 큰 의미를 부여하기는 어렵지만 3Q에 이어 증가세가 이어질 전망이다. 2014년에는 국내 소비 경기 소폭 회복, 중국의 재고 조정 완료, 중가 브랜드 판매 효과, 판매체계(유통마진, 할인율, 수수료) 재정립 효과 등으로 **2년간의 침묵을 깨고 의미를 부여할 수 있는 매출액(5.8% 증가)과 영업이익(11.9% 증가)이 가능할 전망이다.**

3) 담배 세금 인상 이슈는 수면 아래로 가라앉았다. 2014년 상반기에도 제약 요건이 많다. 2014년 하반기에는 세금 인상(KT&G의 출하가격도 동시에 인상) 가능성이 있다.

2013년 3Q, 홍삼 반등에 큰 의미

KT&G의 3Q 실적 발표(예정)는 10월 17일이다. 3Q 실적은 매출액 5.0% 감소, 영업이익 8.2% 감소할 전망이다. 담배는 매출액 8.0% 감소, 영업이익 13.5% 감소할 전망이다. 내수, 수출 모두 부진하다. 내수는 시장 전체가 감소한데다 점유율도 61.7%로 지난해 3Q보다 1.5%p 하락할 전망이다. 수출은 이란향(向) 수출이 급감함에 따라 30% 감소할 전망이다.

반면, 홍삼(KGC)은 영업이익 16.7% 증가하여 상반기(30.8% 감소) 급감에서 반전에 성공할 전망이다. 내수는 기저효과(Base effect)가 반영되었고 **수출은 지난 1년간의 중국의 재고 조정이 완료되었기 때문이다.** 기타 자회사(영진약품, 소마화장품, KGC라이프앤진, 트리삭티 등 합계)는 영업 적자이지만 상반기보다는 적자가 축소될 전망이다.

2014년 실적 기대감 있고 배당수익률 높아, 목표주가 94,000원

2013년에 가격 인상 실패, 수출 급감, 홍삼 회복 미미 등으로 이익 모멘텀을 상실함에 따라 지금까지 배당수익률(주당 배당금 3,200원 예상, 배당수익률 4.2%) 이외에는 큰 모멘텀이 없었다. 하지만, **2014년에는 배당수익률 이외에 이익 모멘텀이 살아날 것으로 본다.** 또, 해외 담배채 대비 Valuation 매력도 있다. **연말까지 주가의 하단은 단단해질 전망이다.** 주가 탄력은 2014년 1Q로 보고 있다. 투자의견 매수, 목표주가 94,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	3,461	3,723	3,985	3,768	3,887	4,147
영업이익(십억원)	1,140	1,090	1,036	976	1,026	1,107
영업이익률 (%)	32.9	29.3	26.0	25.9	26.4	26.7
순이익(십억원)	1,032	816	738	725	771	847
EPS (원)	7,516	5,944	5,376	5,278	5,616	6,166
ROE (%)	24.2	17.5	14.9	13.8	13.8	14.1
P/E (배)	8.6	13.7	15.0	14.6	13.7	12.5
P/B (배)	1.9	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

표 1. KT&G의 2013년 3분기 실적 예상

(십억원, %)

	3Q12	2Q13	3Q13F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,063	915	1,010	1,022	-5.0	10.4
영업이익	317	249	291	286	-8.2	17.2
세전이익	304	266	281	295	-7.6	5.6
순이익	226	195	206	213	-8.8	5.6
영업이익률	29.8	27.2	28.8	28.0	-	-
순이익률	21.3	21.3	20.4	20.8	-	-

주: 영업이익은 조정영업이익, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

표 2. KT&G의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	962	1,005	1,063	954	896	915	1,010	947	3,985	3,768	3,887
영업이익	266	272	317	181	249	249	291	187	1,036	976	1,026
세전이익	268	294	304	156	281	266	281	173	1,022	1,001	1,050
순이익	191	214	226	107	203	195	206	120	738	725	771
영업이익률	27.7	27.0	29.8	19.0	27.8	27.2	28.8	19.7	26.0	25.9	26.4
순이익률	19.8	21.3	21.3	11.2	22.7	21.3	20.4	12.7	18.5	19.2	19.8
매출액증가율	16.6	11.9	1.7	0.0	-6.8	-9.0	-5.0	-0.8	7.0	-5.4	3.2
영업이익증가율	6.6	1.9	-21.1	-14.7	-6.4	-8.5	-8.2	3.2	-5.0	-5.8	5.2
세전이익증가율	4.2	0.9	-22.1	-29.7	4.7	-9.6	-7.6	10.6	-11.9	-2.1	4.9
순이익증가율	4.2	-0.3	-20.0	-21.5	6.4	-9.0	-8.8	12.7	-9.6	-1.8	6.4

주: 영업이익은 조정영업이익, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

표 3. KT&G의 2013~2015년 수익예상 변경

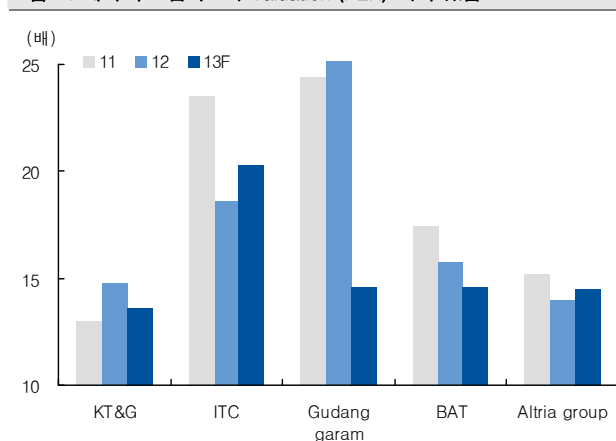
(십억원, %)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	3,826	3,952	4,217	3,768	3,887	4,147	-1.5	-1.6	-1.6	이란 수출 반영
영업이익	989	1,039	1,117	976	1,026	1,107	-1.3	-1.3	-0.9	환율 반영
세전이익	1,023	1,074	1,177	1,001	1,050	1,154	-2.2	-2.3	-2.0	판관비 절감 노력 반영
순이익	748	790	865	725	771	846	-3.1	-2.4	-2.1	
영업이익률	25.7	26.2	26.1	25.9	26.4	26.7	-	-	-	
순이익률	19.3	19.8	20.1	19.2	19.8	20.4	-	-	-	

주: 영업이익은 조정영업이익, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 해외 주요업체보다 Valuation (PER) 매력 있음



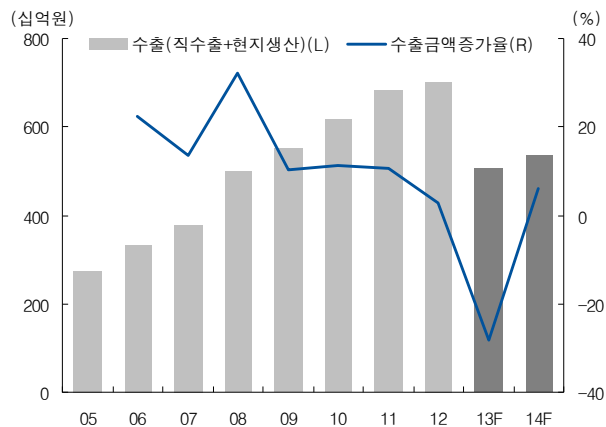
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 배당수익률 4%대



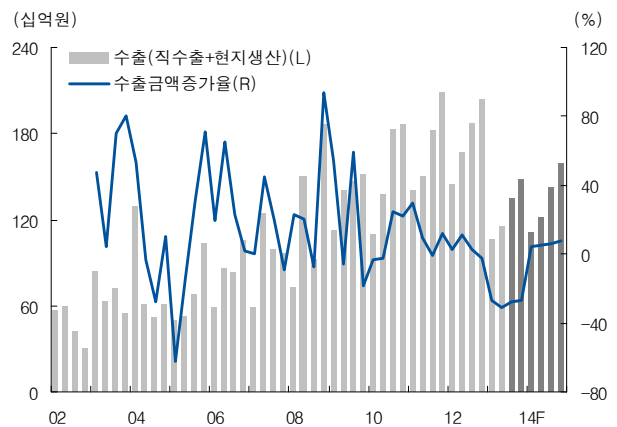
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 이란 환을 여파로 KT&G 2013년 담배 수출 30% 가까이 감소



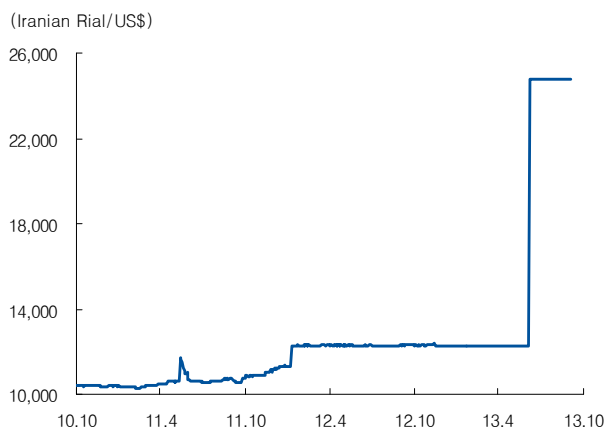
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. KT&G 수출은 2014년 1분기부터 증가세 반전 예상



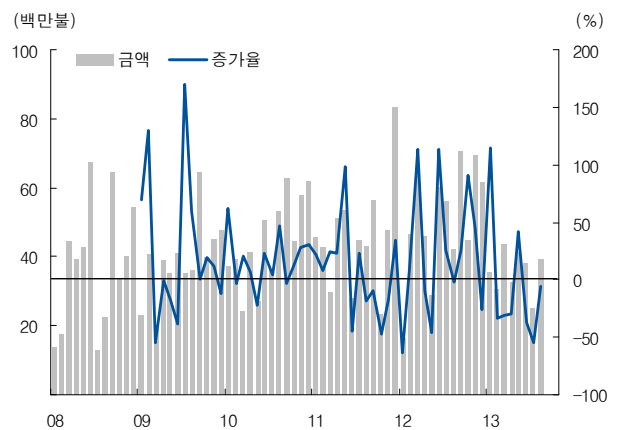
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 이란 리알화(리알/달러) 급등



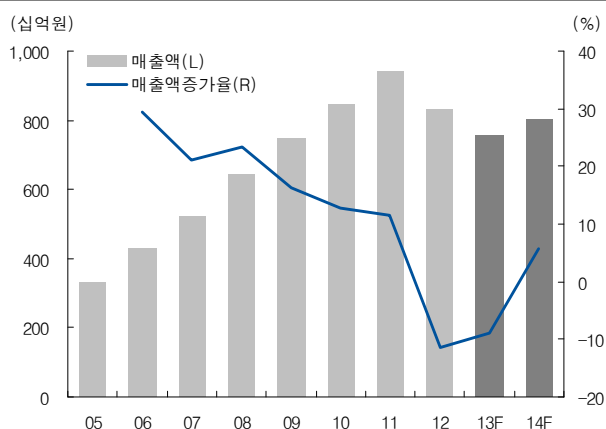
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 2013년 들어 월간 한국 전체 담배 수출 감소



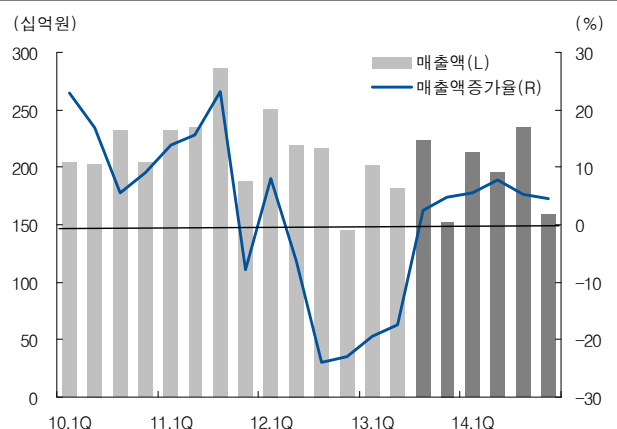
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 홍삼 매출액 2년 연속 감소 후 2014년에 증가



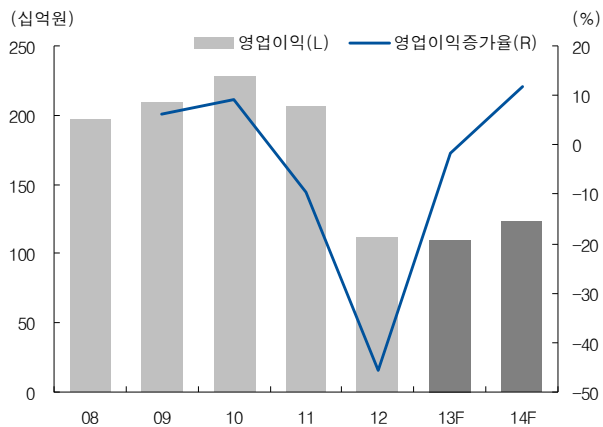
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 2014년이 본격 매출 회복인지는 좀 더 지켜봐야



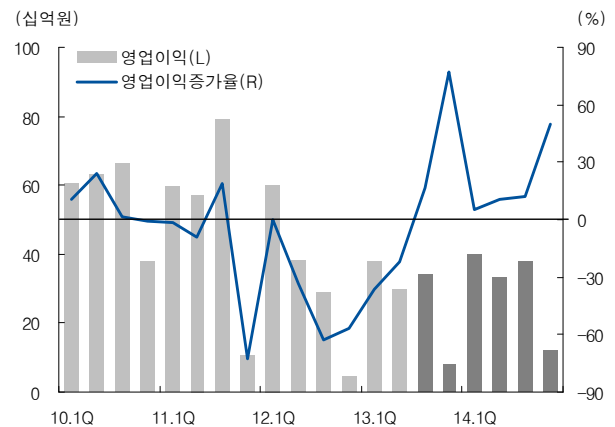
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 홍삼 영업이익은 3년 연속 감소 후 2014년에 반등



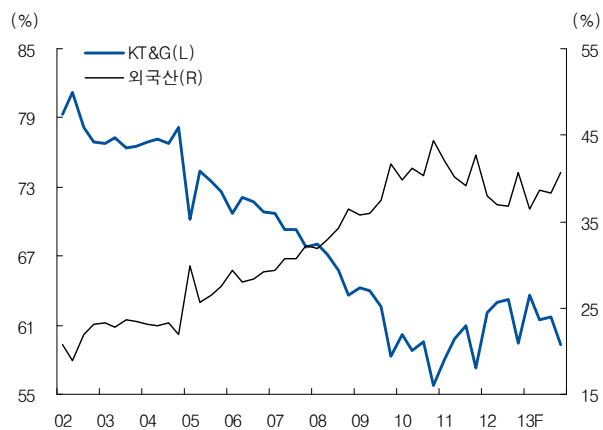
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 홍삼 영업이익은 2013년 하반기 바닥 탈출 확인



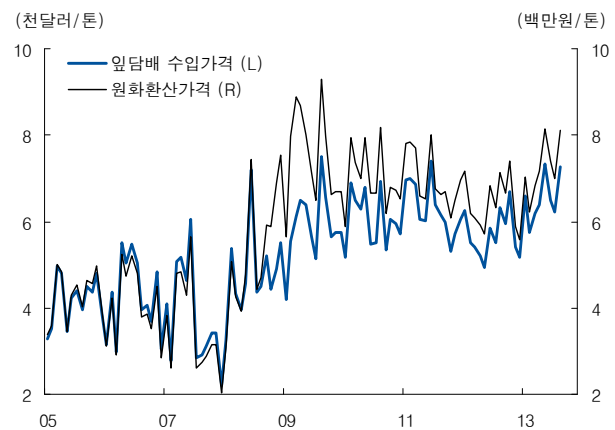
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. KT&G의 3Q 시장점유율은 61.7%로 추정



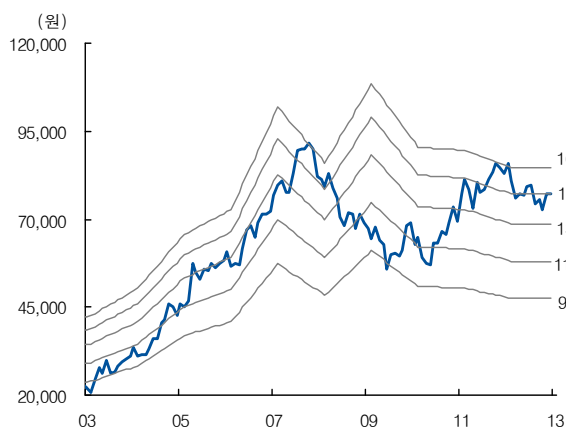
자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 원재료인 앞담배 수입가격은 상승



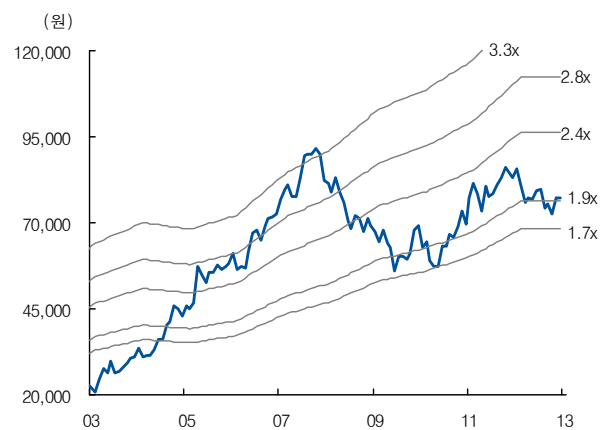
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. KT&G의 PER 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 14. KT&G의 PBR 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

KT&G (033780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	3,985	3,768	3,887	4,147
매출원가	1,741	1,646	1,691	1,790
매출총이익	2,244	2,121	2,196	2,358
판매비와관리비	1,208	1,145	1,170	1,250
조정영업이익	1,036	976	1,026	1,107
영업이익	1,036	976	1,026	1,107
비영업손익	-14	25	24	46
순금융비용	-26	-20	-30	-38
관계기업등 투자손익	2	0	0	0
세전계속사업손익	1,022	1,001	1,050	1,154
계속사업법인세비용	297	287	289	317
계속사업이익	725	714	761	837
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	725	714	761	837
지배주주	738	725	771	847
비지배주주	-13	-11	-10	-10
총포괄이익	695	717	764	840
지배주주	708	727	773	849
비지배주주	-13	-10	-9	-9
EBITDA	1,214	1,153	1,198	1,281
FCF	504	1,061	678	667
EBITDA마진율 (%)	30.5	30.6	30.8	30.9
영업이익률 (%)	26.0	25.9	26.4	26.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.5	19.2	19.8	20.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	723	1,149	867	860
당기순이익	725	714	761	837
비현금수익비용가감	521	465	437	445
유형자산감가상각비	166	165	160	163
무형자산상각비	13	12	12	11
기타	-3	-30	-7	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-220	253	-42	-104
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-147	92	-26	-57
재고자산 감소(증가)	-163	317	-44	-96
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	75	4	4	8
법인세납부	-304	-283	-289	-317
투자활동으로 인한 현금흐름	-898	280	-110	-121
유형자산처분(취득)	-228	-151	-170	-170
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-665	6	20	0
기타투자활동	0	430	46	54
재무활동으로 인한 현금흐름	-258	-434	-400	-399
장단기금융부채의 증가(감소)	143	-26	10	5
자본의 증가(감소)	13	0	0	0
배당금의 지급	-402	-403	-403	-403
기타재무활동	-11	-5	-7	-1
현금의증가	-436	995	358	340
기초현금	808	372	1,367	1,725
기말현금	372	1,367	1,725	2,065

자료: KT&G, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	3,958	4,161	4,600	5,116
현금 및 현금성자산	372	1,367	1,725	2,065
매출채권 및 기타채권	869	822	848	904
재고자산	1,707	1,394	1,438	1,535
기타유동자산	352	333	343	366
비유동자산	2,838	2,952	2,959	3,007
관계기업투자등	56	54	54	54
유형자산	1,631	1,636	1,656	1,683
무형자산	247	244	238	232
자산총계	6,796	7,114	7,558	8,123
유동부채	1,098	1,016	1,046	1,111
매입채무 및 기타채무	129	122	125	134
단기금융부채	95	67	67	67
기타유동부채	874	827	853	910
비유동부채	504	588	641	703
장기금융부채	110	120	130	135
기타비유동부채	287	328	352	378
부채총계	1,602	1,604	1,687	1,814
지배주주지분	5,091	5,415	5,785	6,231
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	488	488	488	488
이익잉여금	4,046	4,368	4,737	5,180
비지배주주지분	104	95	86	77
자본총계	5,194	5,510	5,871	6,308

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	15.0	14.6	13.7	12.5
P/CF (x)	12.1	11.7	11.2	10.4
P/B (x)	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	8.6	8.1	7.6	6.8
EPS (원)	5,376	5,278	5,616	6,166
CFPS (원)	6,675	6,567	6,864	7,432
BPS (원)	37,753	40,134	42,877	46,166
DPS (원)	3,200	3,200	3,200	3,200
배당성향 (%)	54.6	55.6	52.3	47.6
배당수익률 (%)	4.0	4.2	4.2	4.2
매출액증가율 (%)	7.0	-5.5	3.2	6.7
EBITDA증가율 (%)	-2.7	-5.1	3.9	7.0
영업이익증가율 (%)	-5.0	-5.8	5.2	7.9
EPS증가율 (%)	-9.6	-1.8	6.4	9.8
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.9	5.2	5.2
재고자산 회전율 (회)	2.4	2.4	2.7	2.8
매입채무 회전율 (회)	61.2	80.4	84.0	85.4
ROA (%)	11.1	10.3	10.4	10.7
ROE (%)	14.9	13.8	13.8	14.1
ROIC (%)	18.1	17.4	19.3	20.2
부채비율 (%)	30.8	29.1	28.7	28.8
유동비율 (%)	360.6	409.7	439.9	460.4
순차입금/자기자본 (%)	-15.9	-25.9	-30.2	-33.4
영업이익/금융비용 (x)	101.4	86.8	99.4	101.9

Compliance Notice

- KT&G: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW. KT&G: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. KT&G: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자외견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주기(—), 목표주기(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

