BUY

KT&G 033780 기업분석 | 음식료

3Q16 예상치 부합, 우려감이 커지면 매수

2016. 09. 21

목표주가(유지)	145,000원
현재주가(09/20)	115,000원
Up/Downside	+26.1%
투자의견(상향)	Buy

Analyst
차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

❑Investment Points

3Q16 실적 Preview, 예상치에 부합하는 무난한 실적 예상: 3Q16 별도기준 매출액은 9.5%YoY증가한 7,696억원, 영업이익은 3.4%YoY증가한 3,271억원 수준이될 것으로 추정한다. 별도기준 영업이익은 시장컨센서스를 4.4%하회하지만 세부 실적을 살펴볼 경우 특별히 부정적인 내용은 없을 전망이다. 인삼공사의 안정적 실적 개선과 연결자회사의 적자폭 축소로 연결기준 영업이익은 시장 기대치에 부합하는 수준을 기록할 것으로 추정한다.

기대도 실망도 필요 없다: 3Q 내수담배 시장규모는 3.5%YoY증가한 211억본으로 추정한다. 왜곡됐던 담배판매가 정상화되면서 분기 수요가 200억본 내외에서 안정화되고 있다(내수담배 시장규모 16년 770억본 추정). 면세담배 ASP상승으로 갑당 ASP는 3.2%YoY상승하고(815원), 시장점유율도 소폭 반등을 예상한다. 수출 담배매출은 신흥시장의 성장과 믹스개선으로 9.1%YoY증가할 것으로 추정한다. 획기적 수출 증가와 단가 상승에 대한 기대감은 낮춰져야 할 것으로 전망하지만 전체적 영업 실적은 낮지만 꾸준한 개선을 지속될 것으로 판단한다.

❑Action

우려가 커지만 매수: 3Q16이후 김영란법 통과에 따른 인삼공사의 매출 타격이 발생할 수 있으나 영업실적에 미치는 영향은 미미할 것이다(연결 매출의 4~5%수준). 1Q 과도한 기대감으로 부담스러운 수준까지 상승했던 Valuation이 2Q16~3Q16 실적 정상화로 상당폭 완화됐다. 김영란법 통과에 대한 우려로 추가적 주가 조정시 매수 접근을 추천한다. 목표주가를 145,000원으로 유지하지만 주가 하락에 따른 괴리율 확대로 투자의견을 BUY로 상향한다.

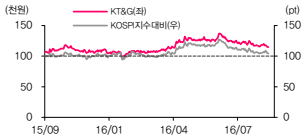
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,113	4,170	4,452	4,631	4,731
(증가율)	7.6	1.4	6.8	4.0	2.2
영업이익	1,172	1,366	1,413	1,494	1,568
(증가율)	15.7	16.6	3.4	5.7	5.0
지배주주순이익	826	1,036	1,070	1,155	1,213
EPS	6,013	7,544	7,797	8,412	8,835
PER (H/L)	17.4/12.1	16.0/9.9	14.7	13.7	13.0
PBR (H/L)	2.5/1.8	2.7/1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (H/L)	10.2/7.0	9.8/6.0	8.3	7.6	6.7
영업이익률	28.5	32.8	31.7	32.3	33.2
ROE	15.1	17.5	16.4	16.0	15.2

Stock Data

52주 최저/최고	97,000/137,000원
KOSDAQ /KOSPI	675/2,026pt
시가총액	157,886억원
60日-평균거래량	317,388
외국인지분율	55.2%
60日-외국인지분율변동추이	+1.6%p
주요주주	국민연금 8.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.2	-8.7	9.0
상대기준	-2.7	-10.7	7.4

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

3Q16 실적 Preview : 기대치 부합, 조정시 매수

실적 예상치 부합, Valuation 부담 완화로 투자의견 상향

KT&G의 3Q16 별도기준 매출액은 9.5%YoY증가한 7,696억원, 영업이익은 3.4%YoY증가한 3,271억원으로 추정한다. 영업이익은 시장컨센서스를 4.4%하회하지만 세부적인 실적을 살펴볼 경우 부정적인 내용은 없다. 내수 시장에서 외산담배의 가격인상 지연으로 하락했던 동사의 시장점유율이 회복되고 있고, ASP도 견조하게 상승할 것으로 추정한다. 수출담배 역시 완만한 성장을 보일 것으로 추정하며 비수기임에도 인삼매출도 10%수준의 성장을 기록할 것으로 추정한다. 연결기준 영업이익은 7.1%YoY증가한 3,969억원으로 인삼공사의 안정적 실적 개선과 연결자회사의 적자폭 축소로 기대치에 부합하는 수준을 기록할 것으로 추정한다. KT&G는 향후 획기적인 개선은 아니더라도 안정적인 수익성 성장을 지속할 것으로 추정한다.

김영란법 통과에 따른 인삼공사의 매출 타격은 3Q16이후 발생할 수 있으나 연결기준 매출의 4~5%수준으로 실제 영업에 미치는 영향은 제한적일 것으로 추정한다. 1Q16 과도한 실적 기대감과 함께 부담스러운 수준으로 상승했던 Valuation 부담이 2Q16~3Q16 실적 정상화와 함께 상당폭 완화됐다. 김영란법 통과에 대한 부작용에 대한 우려로 주가가 추가 조정을 보인다면 매수 관점에서 접근을 추천한다. 목표주가를 145,000원으로 유지하지만 최근 주가 하락에 따른 목표주가 대비 괴리율 확대로 투자의견을 BUY로 상향한다. 추가적인 주가 조정은 상승 가능성이 높은 배당수익률까지 감안시 좋은 투자기회가 될 것이다.

도표 1. 3Q16 별도기준 KT&G, KGC 실적 Preview와 추정근거

(단위: 억본, 억원, %)

		3Q16E	3Q15	%YoY	컨센서스	%차이	추정근거와 컨센서스 차이
KT&G	매출액	7,696	7,028	9.5	7,640	0.7	매출 컨센서스 부합 전망
	1. 국내담배매출	5,107	4,754	7.4	-	-	내수담배 P,Q기준 내수 매출 예상치 근접 전망
	내수시장판매량	211	203	3.5	-	-	3Q16 수요 3.5%YoY증가. 연간 추정치 748억본 → 770억본 상향
	KT&G M/S	59.5	59.2	0.3	-	-	외산 가격 인상 지연효과 완화 등으로 편의점 중심 M/S회복 예상
	판매량	125	120	4.1	-	-	내수판매 1H16 +24.5%YoY. 3Q16 KT&G 판매량 증가율(+4.1%) 감소
	ASP(원)	815	789	3.2	-	-	면세담배 가격 인상 효과. 판매량 비중 수준의 ASP상승 전망
	2. 수출	2,054	1,883	9.1	-	-	1Q16 이후 높아진 시장의 기대감 하향 안정화 지속
	판매량	108	101	7.0	-	-	수출판매량 아태지역 회복. 신흥시장 성장세 지속
	ASP(원)	380	373	2.0	-	-	판매단가는 1분기 이후 빠르게 정상화
	3. 기타	536	392	36.7	-	-	대구 아파트 분양 매출 증가
	매출총이익	5,003	4,630	8.1	-	-	기타매출 GP +91억원 증가.
	GP%	65.0	65.9	-0.9	-	-	내수, 수출 GP마진 정상황
	영업이익	3,271	3,164	3.4	3,421	-4.4	판관비율 상승, OP마진 하락 전망. 컨센소스 소폭 하회 전망
	OP%	42.5	45.0	-2.5	-	-	
KGC	매출액	3,116	2,833	10.0	-	-	3Q16 김영란법 영향 제한적, 매출 10%성장 전망
	영업이익	601	530	13.6	-	-	GP마진 정체, 판관비율 안정화로 영업이익 개선 기대

자료: 동부 리서치

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

도표 2. 3Q16 연결실적 Preview : 예상치 부합하는 양호한 실적 전망

(단위: 억원, %)

	3Q16E	3Q15	%YoY	컨센서스	%차이
매출액	12,325	11,344	5.4	12,055	2.2
매출총이익	7,329	6,577	11.4	-	-
GP%	59.5	58.0	1.5	-	-
영업이익	3,969	3,705	7.1	3,984	-0.4
OP%	32.2	32.7	-0.5	33.0	-2.6
세전이익	4,409	4,204	4.9	-	-
당기순이익	3,219	3,006	7.1	3,039	5.9

자료: 동부 리서치

도표 3. KT&G 연간 실적 전망과 주요 가정

(단위: 억본, 억원, %)

		2012	2013	2014	2015	2016E
KT&G	매출액	26,376	25,106	27,426	28,217	29,354
	1. 국내제조담배매출	18,956	18,896	19,669	19,266	18,614
	내수담배시장	893	884	894	696	770
	%YoY	-0.8	-1.0	1.2	-22.2	10.7
	KT&G M/S	62.0	61.7	62.3	58.4	59.5
	판매량	553	545	557	406	458
	ASP(원)	685	693	706	948	813
	2. 수출	6,282	4,527	5,331	6,811	8,329
	판매량	407	278	361	397	444
	ASP(원)	309	326	295	343	381
	3. 기타	1,137	1,684	2,426	2,140	2,411
	매출총이익	16,555	15,746	16,788	18,751	18,911
	GP%	62.8	62.7	61.2	66.5	64.4
	영업이익	9,743	9,235	10,556	12,373	12,492
	OP%	36.9	36.8	38.5	43.9	42.6
KGC	매출액	8,319	7,848	8,128	9,178	10,646
	영업이익	1,331	1,250	1,301	1,334	1,753
연결실적	매출액	39,847	38,217	41,129	41,698	44,516
	매출총이익	22,438	21,331	22,720	25,392	26,487
	GP%	56.3	55.8	55.2	60.9	59.5
	영업이익	10,359	10,133	11,719	13,659	14,133
	OP%	26.0	26.5	28.5	32.8	31.7
	세전이익	10,224	8,819	11,579	14,144	14,719
	당기순이익	7,251	5,593	8,138	10,322	10,745

자료: 동부 리서치

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	**4,409**	**5,571**	**6,265**	**7,267**	**8,724**
현금및현금성자산	416	546	1,326	1,197	1,367
매출채권및기타채권	981	1,200	1,061	1,270	1,470
재고자산	1,983	2,119	1,781	2,088	2,102
비유동자산	**3,010**	**3,102**	**3,124**	**3,214**	**3,263**
유형자산	1,753	1,790	1,822	1,921	1,979
무형자산	155	105	95	85	77
투자자산	710	873	873	873	873
자산총계	**7,419**	**8,673**	**9,389**	**10,480**	**11,987**
유동부채	**1,125**	**1,872**	**1,942**	**2,318**	**3,052**
매입채무및기타채무	763	1,384	1,474	1,850	2,583
단기차입금및단기사채	142	206	206	206	206
유동성장기부채	1	28	28	28	28
비유동부채	**586**	**526**	**526**	**526**	**526**
사채및장기차입금	43	30	30	30	30
부채총계	**1,711**	**2,398**	**2,468**	**2,844**	**3,578**
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	485	485	485	485
이익잉여금	4,622	5,232	5,873	6,599	7,383
비지배주주지분	77	67	70	59	49
자본총계	**5,708**	**6,275**	**6,921**	**7,636**	**8,409**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**4,113**	**4,170**	**4,452**	**4,631**	**4,731**
매출원가	1,841	1,631	1,803	1,873	1,876
매출총이익	**2,272**	**2,539**	**2,649**	**2,758**	**2,854**
판관비	1,100	1,173	1,235	1,264	1,286
영업이익	**1,172**	**1,366**	**1,413**	**1,494**	**1,568**
EBITDA	**1,334**	**1,528**	**1,610**	**1,714**	**1,801**
영업외손익	**-14**	**49**	**58**	**73**	**79**
금융손익	44	75	76	77	80
투자손익	3	15	14	15	16
기타영업외손익	-61	-41	-32	-19	-17
세전이익	**1,158**	**1,414**	**1,472**	**1,567**	**1,648**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**814**	**1,032**	**1,074**	**1,144**	**1,202**
지배주주지분순이익	826	1,036	1,070	1,155	1,213
비지배주주지분순이익	-12	-3	4	-11	-11
총포괄이익	**745**	**1,001**	**1,074**	**1,144**	**1,202**
증감률(%YoY)					
매출액	7.6	1.4	6.8	4.0	2.1
영업이익	15.6	16.6	3.5	5.7	5.0
EPS	44.7	25.4	3.4	7.9	5.0

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	**765**	**1,259**	**1,678**	**1,009**	**1,616**
당기순이익	814	1,032	1,074	1,144	1,202
현금유출이없는비용및수익	**561**	**541**	**563**	**599**	**624**
유형및무형자산상각비	162	162	197	220	232
영업관련자산부채변동	**-316**	**13**	**439**	**-310**	**235**
매출채권및기타채권의감소	-71	-186	138	-208	-200
재고자산의감소	-66	-146	338	-307	-14
매입채무및기타채무의증가	-72	88	90	376	733
투자활동현금흐름	**-343**	**-748**	**-460**	**-699**	**-1,007**
CAPEX	-330	-210	-219	-310	-281
투자자산의순증	-98	-163	0	0	0
재무활동현금흐름	**-354**	**-381**	**-439**	**-439**	**-439**
사채및차입금의 증가	63	55	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	-3	0	0	0
배당금지급	-403	-428	-428	-429	-429
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의증가	**68**	**130**	**780**	**-129**	**170**
기초현금	**348**	**416**	**546**	**1,326**	**1,197**
기말현금	**416**	**546**	**1,326**	**1,197**	**1,367**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,013	7,544	7,797	8,412	8,835
BPS	41,012	45,224	49,897	55,185	60,896
DPS	3,400	3,400	3,400	3,400	3,400
Multiple(배)					
P/E	12.7	13.9	14.7	13.7	13.0
P/B	1.9	2.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.3	8.5	8.3	7.6	6.7
수익성(%)					
영업이익률	28.5	32.8	31.7	32.3	33.2
EBITDA마진	32.4	36.6	36.2	37.0	38.1
순이익률	19.8	24.8	24.1	24.7	25.4
ROE	15.1	17.5	16.4	16.0	15.2
ROA	11.2	12.8	11.9	11.5	10.7
ROIC	19.2	22.9	25.4	26.9	27.6
안정성및기타					
부채비율(%)	30.0	38.2	35.7	37.3	42.5
이자보상배율(배)	107.0	144.1	136.8	144.6	151.8
배당성향(배)	52.6	41.5	39.9	37.5	35.7

자료: KT&G, 동부 리서치　　주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

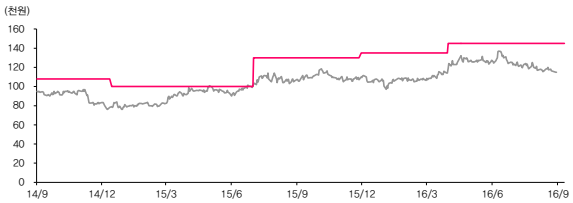
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (3월 31일 기준) – **매수**(86%) **중립**(4.0%) **매도**(10.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 –10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 –10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 –10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 –10%p 미만

KT&G 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/08/01	HOLD	108,000			
15/01/05	BUY	100,000			
15/07/23	BUY	130,000			
15/12/21	BUY	135,000			
16/04/21	BUY	145,000			
16/07/26	HOLD	145,000			
16/09/21	BUY	145,000			

주: *표는 담당자 변경