2016 년 11 월 14 일

음식료

참으로 딱하기 이를 데 없는 자(KT&G)가 있다

음식료 Analyst **송치호**
02. 3779-8978 chihosong@ebestsec.co.kr

Neutral

問) 참으로 딱하기 이를 데 없는 자(KT&G)가 있다

트럼프대통령 당선 확정 이후 필자에게 억울함을 호소해오는 자(주식) 들이 있다. 그 중에서도 특히 KT&G는 여러 투자자들을 통해서 집중적으로 억울함이 들려오는 자다. 먼저 그 억울함의 내용을 들어보고 그 진상을 규명해 보도록 하겠다. 그 억울함은 '도대체 KT&G의 주가가 왜 이렇게 급격하게 빠지는 지 모르겠어요' 라는 내용이다. 필자로서도 규명하기 보통 힘든 질문이 아니었다. 하지만 상당한 고민과 노력 끝에 그 진상을 가까스로 규명할 수 있었다. 이 자료의 발간은 그 진상 규명의 내용을 널리 알리기 위함이다.

"KT&G는 기업 측면(바틈업)에서 특별한 이슈가 없어 보이는데, 왜 이렇게 주가가 급하게 빠지나요?" 구체적으로 이렇게 많이 물어보신다. 필자가 파악하기에도 기업 단에서 최근 2~3일간 특별한 이슈는 없어 보인다. 올해 내내 실적은 양호했다. 다만 올해 주가는 6월 이후 부진했다. 애당초에 올 하반기 이후 KT&G의 주가는 바틈업(미시적)으로 잘 설명이 되지 않고 있다. 이 기회에 KT&G를 탑다운(거시적)관점에서 살펴보자. 후일에 도움이 될 것이다. 필자가 첫번째로 밝혀낸 진상은 다음과 같다. KT&G만 외로운 길을 가는 것이 아니다.

진상 1) 'KT&G만 빠진 것이 아니다. 트럼프 당선 이후 미국 필수소비재 주가가 부진하다'

실제로 트럼프당선 이후 미국담배주식의 움직임을 살펴보자. 실제로 미국에서 트럼프당선 이후 수혜섹터(금융/산업재/건강관리/소재 등)는 주가가 상승하였다. 반면, 필수소비재는 11/9에는 -1.33%로 꼴찌에서 세번째였으나(그림1 참조), 11/10에는 -2.79%로 꼴찌를 기록하였다(그림2 참조). 그 중 음식료는 필수소비재 중에서도 더욱 부진하였다. (11/9 -2.51%, 11/10 -3.67%)(그림3, 그림4 참조). 미국 시장에서 포트폴리오 측면에서 수혜를 입을 것으로 여겨지는 섹터로 돈이 몰리고 있다.

진상 2) '필수소비재 주식의 높은 밸류에이션은 미국 시장 금리의 상승에 영향을 받고 있다'

필수소비재를 구성하는 주식은 미국시장을 대표하는 경우가 많다. 그 중 코카콜라, 하인즈, 크래프트, P&G, 알트리아, 필립모리스 등 음식료 주식은 글로벌 포트폴리오를 가진 기업들이 많다. 따라서 높은 밸류에이션을 받는 경우가 많다. MSCI기준 미국시장의 P/E는 20.4배이다(10/31 기준). 반면, 주요 미국 필수소비재(가정/개인용품)주식의 평균 P/E는 23.3배이며, 주요 음식료주식의 평균 P/E는 24.0배이다.(10/31 기준).(표1,표2 참조) 최근 미국 시장금리는 빠르게 상승하였다. 미국 시장금리의 상승은 트럼프 수혜섹터로의 돈의 움직임과 더불어, 이들 고밸류에이션 필수소비재 주식에 부정적인 영향을 주었다고 판단한다.

외부요인인 포트폴리오 측면 외에 "담배산업 내에 악재가 있는 것은 아닌가요?"라고 물어보실 수도 있겠다.

진상 3) '캘리포니아의 담뱃세 인상과 일본 전자담배 흥행은 최근 조정과는 관계가 없다'

미국 S&P500에 포함된 담배주식은 3가지이다. 알트리아, PMI(필립모리스 인터내셔널), 레이놀즈다. PMI는 알트리아에서 필립모리스의 해외사업 부문이 분사한 구조다. 이에 최근 확정된 캘리포니아 담뱃세 인상은 이들 주식가운데 PMI에는 해당되지 않는다. 또한 일본 전자담배 흥행을 주도한 IQOS는 PMI에서 판매하는 제품이다. 그런데 주가 수익률을 보자. 트럼프 대통령 당선 이후 2거래일 동안 PMI는 7.5% 하락하면서 오히려 알트리아(-6.3%), 레이놀즈(-4.9%)보다 더 많이 하락했다(그림 5 참조). 아니 이들은 다같이 하락했다고 보는 것이 맞을 것 같다. 최소한 트럼프당선일 이후의 주가 하락에는 이들 이슈는(캘리포니아 담뱃세 인상, 일본 전자담배 흥행) 영향을 준 것으로 보이지는 않는다.

여전히 KT&G는 미국담배주식이 아니라 한국담배주식일 뿐인데라는 억울함이 충분히 호소력이 있다. "혹시라도 트럼프 대통령이 보호무역주의를 통해서 KT&G에 부정적인 영향을 줄 수도 있지 않을까요?" 라고 물어보신다. 이와 관련해서는 2가지 진상을 밝혀내었다.

진상 4) 'KT&G의 미국담배수출 영업이익 비중은 미미한 수준이다. 주가는 이 영향을 초과하여 빠졌다'

KT&G의 수출담배 판매량에서 미국의 비중은 7%에 불과하다. 수출매출 중에서도 14%에 불과하다. (16년 미국수출담배매출 1,100억원, 미국수출영업이익 504억원 추정)(그림 6 참조) KT&G의 전체 연결영업이익에서 미국 수출 담배의 비중은 3.4%에 불과하다.(그림 7 참조) 이미 KT&G는 2거래일간 8.0% 주가 하락했다. 보호무역주의 이슈는 일어날지 예측이 어려운 가설에 불과하나, 이미 주가는 현실에서 배가 넘게 빠졌다.

억울함을 듣자하니 분명히 딱하기 이를데 없는 주식이다. 이 주식을 억울함으로부터 구제하고자 하는 마음이 강하게 들어, 필자는 2가지 진상을 더 조사해보았다.

글로벌 투자자입장에서 생각해보았다. "최근 미국 시장 금리 상승으로 배당주로서의 매력이 감소한 것 아닐까요?"라는 질문도 가능할 수 있을 것 같다.

진상 5) 'KT&G는 낮은 밸류에이션의 배당주이다'

미국의 최근 빠른 시장금리 상승이 한국의 빠른 금리 상승으로 이어질 것이라는 논리 또한 아직 검증이 필요한 가설일 뿐이다. 설사 그렇다 치더라도, 미국의 필수소비재들은 P/E 20배 수준의 높은 밸류에이션의 주식들이다. KT&G는 밸류에이션의 절대적인 레벨 자체가 낮다. 현 주가(11/11) 기준으로 P/E 13.4배에 불과하다.(16년 추정 EPS기준).(표3 참조) 단순히 배당주 매력의 감소로 밸류에이션이 빠지기에는 절대 밸류에이션 자체가 낮다. 잠깐 P/E 한자리수의 KT&G를 상상해보니 정말 강력하게 주변 모든 지인들에게 적극적으로 찾아다니면서 권해보고 싶은 마음이 생긴다.

필자는 16년 배당을 3,600원을 가정하고 있다. 이에 기반한 현 배당수익률은 3.5%다. 물론 KT&G는 배당증액 공시를 내었다. 얼마나 증액을 할 지 전혀 감을 잡기 어렵기에, 필자는 소심하게 200원 상승 추정을 하였다(전년 3,400원 배당).(표3 참조) 현재의 배당수익률조차 주가 조정과 관계 없이 올라갈 수도 있다는 의미다.

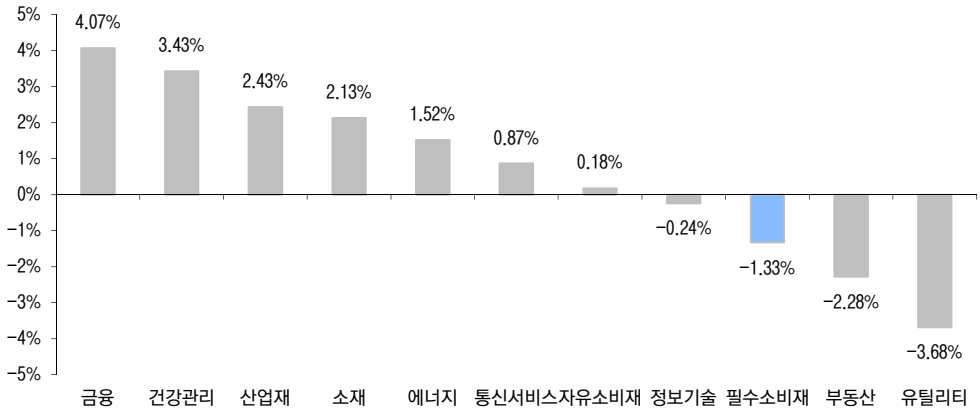
진상 6) '원달러 환율 하락에 큰 수혜를 볼 수 있는 몇 안 되는 음식료 주식 중에 하나다'

트럼프대통령 당선 이후 나타난 우려들은 가설적인 것들이 많다. 그럼에도 불구하고 현실에서 빠르게 시장에 영향을 주고 있는 변수들이 있다. 그 중에 하나가 원달러환율이다. 원달러환율은 트럼프대통령 당선일 이후 빠르게 절하되었다. KT&G는 담배를 달러 기반으로 수출하고 있다. 옥수수/소맥 등의 글로벌 곡물을 원재료로 사용하지 않는다. 이에 원달러환율의 절하는 KT&G의 이익을 의미 있게 증가시키는 요인이다. 16년 반기 감사보고서에 따르면 외화에 대한 원화 환율이 10% 상승할 시에 세전순이익이 913억원 증가하는 구조다.(당사 추정 16년 세전 순이익의 6.1%가 변동할 수 있는 수치) (표 4 참조). 이 중 원달러환율만의 효과는 세부적으로 추출하기는 어려우나, 대부분의 외환영향은 원달러환율로부터 나오는 것으로 추정하고 있다.

쏨) 참으로 딱하기 이를데 없는 주식이다

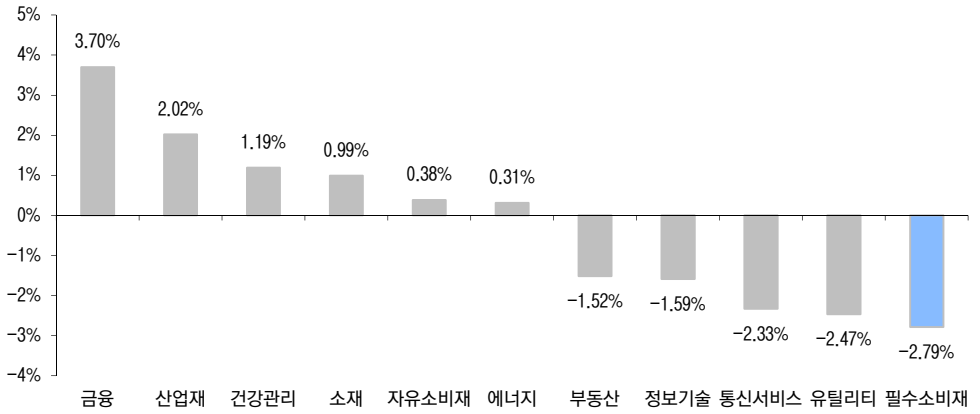
처한 상황이 참으로 딱하기 이를데 없다. 필자는 이 주식(KT&G)의 딱한 사정을 널리 전하고 싶다.

그림1 S&P500 주요 카테고리별 일간 수익률 (11/09)



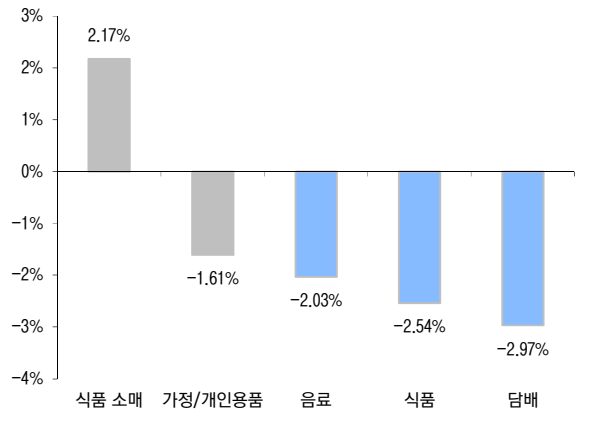
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 S&P500 주요 카테고리별 일간 수익률 (11/10)



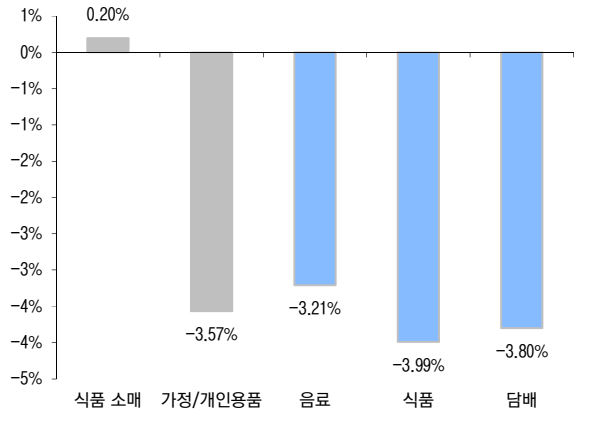
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 S&P500 필수소비재 일간 수익률 (11/09)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 S&P500 필수소비재 일간 수익률 (11/10)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 미국 필수소비재(음식료) P/E Valuation (10/31 기준)

카테고리	P/E
미국시장(MSCI)	20.4
미국음식료 평균	24.0
코카콜라	22.0
던킨브랜즈	23.0
닥터페퍼스내플	20.1
제너럴밀즈	19.9
허쉬	22.4
켈로그	20.6
크래프트하인즈	27.4
맥도날드	20.0
몬델레즈	22.9
몬스터비버리지	37.8
알트리아	20.4
PMI	21.1
레이놀즈	20.1
포스트	32.7
스타벅스	28.1
몰슨쿠어스	21.6
웬디스	27.5
YUM브랜즈	23.6

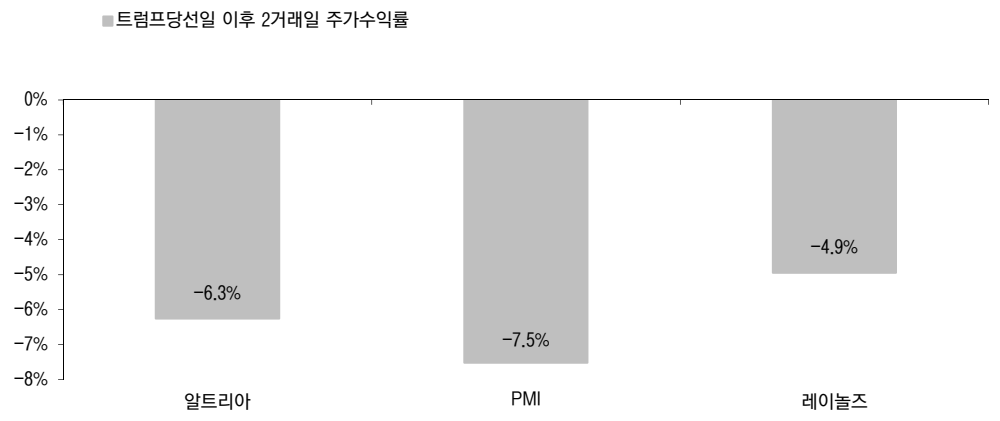
자료: Bloomberg, Datastream, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 미국 필수소비재(가정/개인용품) P/E Valuation (10/31 기준)

카테고리	P/E
미국시장(MSCI)	20.4
미국 가정/개인용품 평균	23.3
P&G	22.0
킴벌리클라크	19.8
클로락스	22.0
콜게이트	25.7
처치앤드와이트	27.0
에스티로더	25.0
코티	21.2

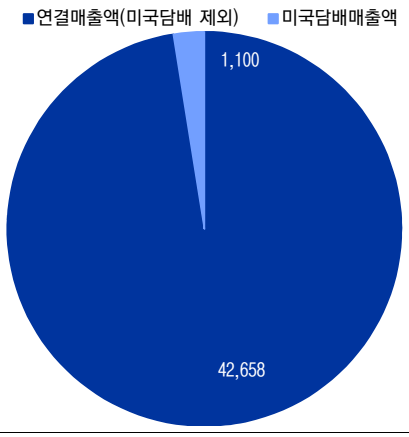
자료: Bloomberg, Datastream, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 트럼프 당선일이후 미국담배주식 2 거래일간 주가수익률



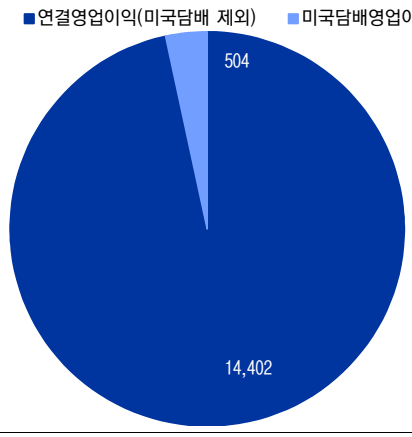
자료: Datastream, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 KT&G 매출액(2016) vs 미국수출담배 매출액 추정치



자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 KT&G 영업이익(2016)vs 미국수출담배영업이익 추정



자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 당사 추정 KT&G Financials

	2016E
매출액 (억원)	43,758
영업이익 (억원)	14,906
세전순이익 (억원)	14,488
당기순이익(지배) (억원)	10,536
2016 추정 EPS (원)	7,674
현 주가(11/11) (원)	103,000
2016 추정 P/E (배)	13.4
2016 추정 DPS (원)	3,600
현 배당수익률(11/11)	3.5%

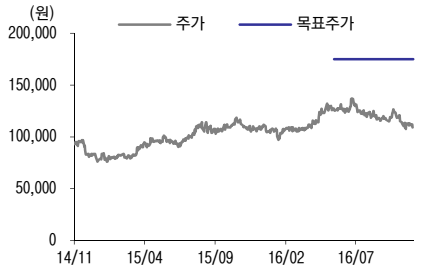
자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 외화에 대한 원화환율의 10%변동이 당기손익에 미치는 영향 (16 년 반기보고서)

(단위 : 백만원)	10% 상승시	10% 하락시
세전순이익 증가(감소)	91,321	-91,321

자료: KT&G, 이베스트투자증권 리서치센터

KT&G 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2016.05.24	담당자변경	송치호			
2016.05.24	Buy	175,000			
2016.06.02	Buy	175,000			
2016.07.18	Buy	175,000			
2016.07.21	Buy	175,000			
2016.08.04	Buy	175,000			
2016.08.17	Buy	175,000			
2016.09.19	Buy	175,000			
2016.09.23	Buy	175,000			
2016.10.17	Buy	175,000			
2016.10.26	Buy	175,000			
2016.10.27	Buy	175,000			
2016.11.14	Buy	175,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 송치호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 −20% ~ +20% 기대 −20% 이하 기대	91.0% 9.0%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2015. 10. 1 ~ 2016. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)