

Company Update



양일우
Analyst
ilwoo.yang@samsung.com
02 2020 7820

하재성
Research Associate
jaeseong.ha@samsung.com
02 2020 7780

■ AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	91,000원 (14%)		
현재주가	79,800원		
Bloomberg code	033780 KS		
시가총액	10.8조원		
Shares (float)	13,078,897주 (82%)		
52주 최저/최고	65,300원/84,200원		
60일-평균거래대금	250억원		
One-year performance	1M	6M	12M
KT&G (%)	+3	+14	+23
Kospi 지수 대비 (%pts)	+4	+9	+31

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견			
목표주가	91,000	91,000	0%
2012E EPS	6,172	6,307	-2.1%
2013E EPS	6,280	6,455	-2.7%
2014E EPS	6,533	-	+0%

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	20
Target price vs I/B/E/S mean	-2.6%
Estimates up/down (4 weeks)	3/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-3.3%
Estimates up/down (4 weeks)	8/1
I/B/E/S recommendation	BUY

KT&G (033780)

인삼공사 실적 변동성 확대 가능성

WHAT'S THE STORY?

Event: 2분기 실적을 위한 기업 방문.

Impact: 담배 양호, 홍삼 부진, 자회사 손실 축소 확인. 식품 판매업자가 건강기능식품 판매가 가능해지면, 홍삼시장 경쟁심화 요인으로 작용할 것.

Action: Upside 확보하며 매수하는 전략 추천.

THE QUICK VIEW

2분기 영업이익은 컨센서스에 부합할 전망: 2분기 매출과 영업이익 전년 대비 각각 12%, 9% 증가한 1조원, 3,086억원 예상. 양호한 담배부문 실적은 1) 62.7%로 전년대비 2.9%pts 상승한 내수시장 점유율, 2) 평균 환율 전년대비 6.3% 상승의 수혜를 입으며 10.6% 증가한 수출담배 성장에 기인. 반면, 인삼공사 영업이익은 전년대비 18.4% 감소하였을 것으로 예상되는데, 1) 매출 성장이 전년대비 1.0%에 그쳤을 것으로 예상되는 반면, 2) 원료삼 구매단가 인상으로 인한 원가 부담 지속되고 있고, 3) 스포츠단 우승 등으로 인해 일시적 비용 집행하면서 영업이익률이 전년대비 4.7%pts 하락한 19.7% 수준에 그쳤을 것으로 예상되기 때문.

자회사 손실은 1분기에 비해 축소되었으나: 1분기 인삼공사를 제외한 자회사 손실이 컸던 이유는 이란 리알화 평가절하로 인한 이란 법인 손실 발생, 약가인하 규제에 의한 영진약품 손실 확대였음. 그러나, 리알화는 당분간 고정되어 있을 것으로 예상되고, 영진약품은 일본에 항생제 수출 MOU를 체결하며 소폭 순이익을 기록했을 것으로 예상되는 등, 전반적인 자회사 적자폭은 1분기에 비해 감소했을 것으로 예상. KT&G 자회사 라이프엔진의 방판 채널이 주요 판매 채널인 프리미엄 화장품 동인비가 롯데면세점 3곳에도 2분기 말부터 입점하였고, 하반기에 백화점 입점도 가속화될 전망이어서, 라이프엔진의 하반기 손실 규모 역시 예상보다 축소될 전망.

향후 주가는 인삼공사 실적에 좌우될 것: 내수 담배시장에서의 양호한 실적이 주가에 반영된 만큼, 향후 주가는 인삼공사의 실적에 좌우될 가능성이 높음. 우리는 향후 인삼공사 실적이 시장 기대치에 미치지 못할 가능성이 높아졌다고 판단. 1) 홍삼시장 성장에 비해 인삼공사 성장이 더딘 것은 홍삼시장의 성장이 low-end 위주로 이루어지고 있기 때문인데, 내수 소비 심리 둔화가 그러한 현상을 심화시킬 가능성이 높고, 2) 4일 발표된 규제 개혁 추진단의 발표와 같이, 슈퍼마켓이나 편의점에서 홍삼을 판매할 경우, 가맹점 등 주력 유통 채널 비중이 65%로 높은 인삼공사 점유율 하락이 가속화될 가능성도 있기 때문. 1) 담배부문 실적 안정적이고, 2) 배당수익률이 4.0%로 높으며, 3) 장기적으로 중국 홍삼 사업 성장성 유망하여, BUY투자조건과 목표주가 91,000원 유지하나, 국내 홍삼사업 부진 지속 가능성 있어, 업사이드를 확보하며 매수하는 전략 추천.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012	2013E	2014E
매출액 (십억원)	3,723	4,113	4,279	4,434
순이익 (십억원)	817	833	841	877
EPS (adj) (원)	5,943	6,172	6,280	6,533
EPS (adj) growth (%)	(4.5)	3.9	1.8	4.0
EBITDA margin (%)	34.4	30.7	29.5	28.5
ROE (%)	17.2	16.7	16.4	15.8
P/E (adj) (배)	13.4	12.9	12.7	12.2
P/B (배)	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA (배)	8.0	8.3	8.3	8.3
Dividend yield (%)	4.0	4.0	4.0	4.0

자료: 삼성증권 추정

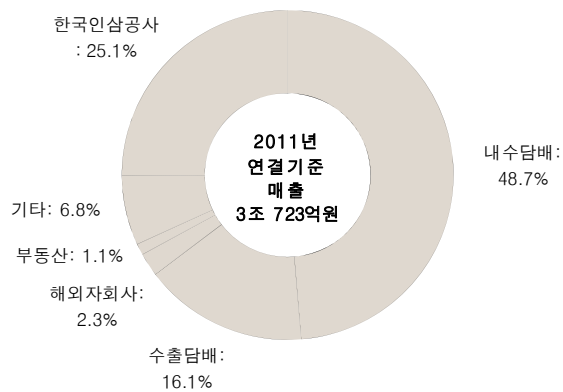
표 1. 분기별 이익 추정

(십억원)	4Q11	1Q12	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
매출	954.1	961.6	1,013.8	1,130.7	1,006.8	3,723.0	4,112.9	4,279.5
(전년대비, %)	8.1	16.6	12.8	8.1	5.5	7.6	10.5	4.0
KT&G	658.6	583.4	666.6	713.6	669.8	2,490.8	2,633.4	2,669.6
제조담배	621.5	563.7	642.6	690.2	646.3	2,390.1	2,542.7	2,577.0
국내	443.3	432.7	490.0	513.6	455.4	1,792.3	1,891.7	1,900.7
수출	178.2	131.0	152.6	176.6	190.8	597.7	651.0	676.3
부동산	19.5	9.6	9.6	9.6	9.6	41.2	38.2	38.2
기타	17.6	10.2	14.4	13.9	14.0	59.5	52.5	54.4
한국인삼공사	188.3	250.3	236.3	298.2	208.4	940.1	993.2	1,077.5
기타자회사	107.2	127.9	110.9	118.9	128.6	292.0	486.3	532.3
매출총이익	527.6	531.5	572.2	627.7	564.9	2,115.4	2,296.3	2,364.6
KT&G	393.3	367.0	416.0	441.6	404.5	1,523.8	1,629.1	1,634.8
한국인삼공사	87.3	124.9	111.4	144.0	101.3	479.5	481.6	526.8
기타자회사	46.9	39.6	44.8	42.1	59.1	112.0	185.6	203.0
(매출총이익률, %)	55.3	55.3	56.4	55.5	56.1	56.8	55.8	55.3
KT&G	59.7	62.9	62.4	61.9	60.4	61.2	61.9	61.2
한국인삼공사	46.4	49.9	47.1	48.3	48.6	51.0	48.5	48.9
기타자회사	43.8	31.0	40.4	35.4	46.0	38.4	38.2	38.1
(전년대비, %)	4.1	11.3	10.4	6.0	7.1	5.0	8.6	3.0
KT&G	0.3	9.3	8.8	7.1	2.8	1.7	6.9	0.4
한국인삼공사	(18.4)	0.3	(6.5)	(3.1)	16.0	4.1	0.4	9.4
기타자회사	512.5	127.9	170.0	35.0	26.0	98.7	65.6	9.4
영업이익	216.0	258.1	308.6	329.1	208.3	1,121.7	1,104.2	1,112.6
KT&G	213.4	219.0	268.3	276.5	194.3	933.2	958.2	926.4
한국인삼공사	10.5	59.9	46.7	55.9	15.6	206.4	178.0	186.1
(영업이익률, %)	22.6	26.8	30.4	29.1	20.7	30.1	26.8	26.0
KT&G	32.4	37.5	40.3	38.7	29.0	37.5	36.4	34.7
한국인삼공사	5.6	23.9	19.7	18.7	7.5	22.0	17.9	17.3
(전년대비, %)	(1.6)	3.5	9.7	(12.2)	(3.6)	(1.6)	(1.6)	0.8
KT&G	10.9	15.7	18.1	(8.8)	(8.9)	0.9	2.7	(3.3)
한국인삼공사	(72.2)	0.2	(18.4)	(29.2)	48.2	(9.4)	(13.8)	4.6
세전이익	222.1	268.1	320.5	341.3	218.5	1,161.1	1,148.4	1,160.0
(세전이익률, %)	23.3	27.9	31.6	30.2	21.7	31.2	27.9	27.1
(전년대비, %)	(0.9)	4.2	9.9	(12.5)	(1.6)	(17.4)	(1.1)	1.0
순이익	136.8	186.3	236.7	246.5	163.6	817.0	833.0	841.0
(순이익률, %)	14.3	19.4	23.3	21.8	16.2	21.9	20.3	19.7
(전년대비, %)	(16.8)	1.7	9.9	(12.5)	19.6	(20.7)	2.0	1.0

참고: IFRS 연결 기준

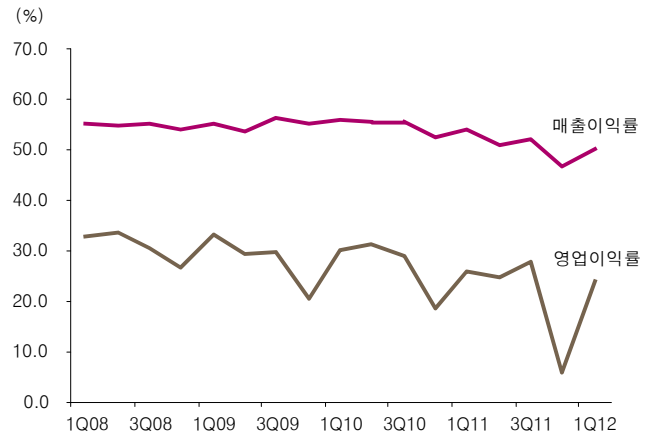
자료: 삼성증권 추정

그림 1. KT&G 매출 비중



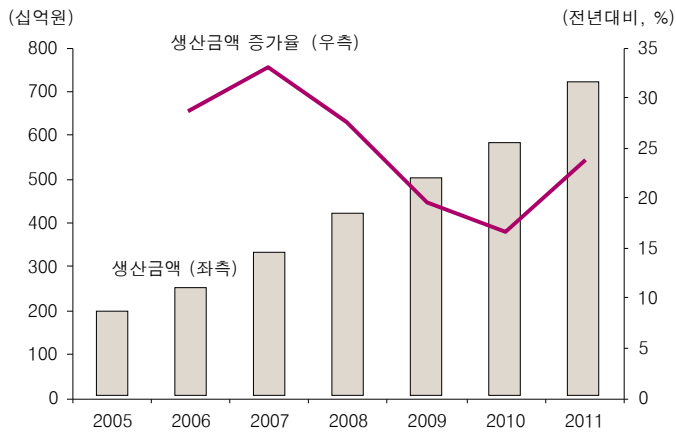
자료: KT&G

그림 2. 한국인삼공사 매출이익률 및 영업이익률



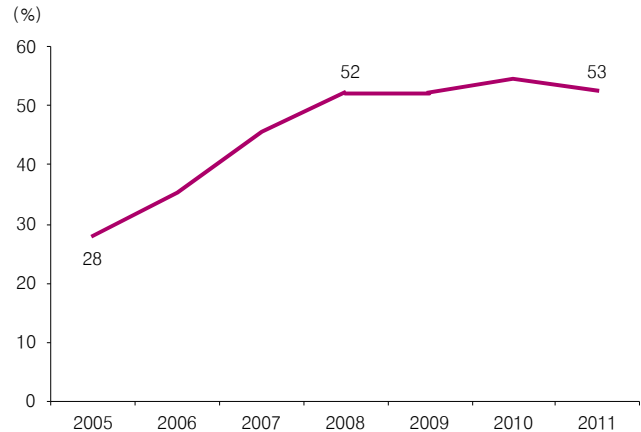
자료: KT&G, 삼성증권

그림 3. 홍삼제품 생산액



자료: 한국식품의약품안전청, 삼성증권

그림 4. 건강기능식품 내 홍삼제품 비중



자료: 한국식품의약품안전청, 삼성증권

그림 3. 건강기능식품 평균 출고가



자료: KT&G, 삼성증권

그림 4. 이란 리알화 / 원화



자료: 블룸버그

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	3,461	3,723	4,113	4,279	4,434
KT&G	2,500	2,491	2,633	2,670	2,706
제조담배	2,366	2,390	2,543	2,577	2,613
기타	134	101	91	93	93
한국인삼공사	843	940	993	1,078	1,153
기타	119	292	486	532	575
매출원가	1,447	1,608	1,817	1,915	2,002
KT&G	1,002	967	1,004	1,035	1,063
한국인삼공사	382	461	512	551	583
기타	62	180	301	329	356
매출총이익	2,015	2,115	2,296	2,365	2,431
판매비 및 기타영업비용	934	1,023	1,192	1,271	1,171
인건비	322	355	383	395	405
감가상각비	48	45	60	58	57
기타	563	624	749	818	708
영업이익	1,140	1,121	1,104	1,113	1,113
금융수익/비용	273	40	39	47	44
KT&G	363	32	(4)	41	41
한국인삼공사	6	3	3	3	3
세전계속사업이익	1,406	1,161	1,148	1,160	1,157
법인세비용	375	344	315	319	280
계속사업이익	1,031	817	833	841	877
중단사업이익	0	0	0	0	0
(세금 효과)	0	0	0	0	0
순이익	1,031	817	833	841	877
비지배지분 귀속 당기순이익	(2)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	1,289	1,282	1,263	1,262	1,263
EPS (원)*	6,222	5,943	6,172	6,280	6,533

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	845	757	607	872	797
순이익	1,031	817	833	841	877
유·무형자산 상각비	149	157	152	145	143
퇴직급여	87	40	71	59	67
순외환관련손실 (이익)	4	(11)	3	(1)	(3)
자분법손실 (이익)	0	0	0	0	0
순운전자본감소 (증가)	(448)	(525)	(718)	(433)	(521)
기타	22	279	265	261	234
투자활동에서의 현금흐름	154	(429)	(365)	(397)	(340)
설비투자	(212)	(289)	(283)	(277)	(272)
투자자산의 (증가)감소	235	(230)	(129)	(172)	(132)
기타	131	90	47	52	64
재무활동에서의 현금흐름	(333)	(501)	(490)	(473)	(473)
단기차입금의 증가 (감소)	(17)	57	(4)	(4)	(4)
장기차입금 증가 (감소)	(0)	(53)	(13)	0	0
사채증가 (감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	0	0	(3)	0	0
배당금	0	0	(439)	(439)	(439)
자본금 증가 (감소)	45	(122)	(30)	(30)	(30)
기타	(360)	(383)	0	0	0
조정항목	0	0	0	0	0
현금증감	667	(172)	(247)	2	(17)
기초현금	317	981	808	560	562
기말현금	981	808	560	562	545

참고: K-IFRS 연결 기준

* 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨

자료: KT&G, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	3,362	3,515	3,523	3,715	3,969
현금 및 현금성자산	981	808	560	562	545
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	16	12	10	13	12
매출채권	537	753	828	913	1,125
채고자산	1,497	1,572	1,726	1,806	1,853
기타	330	370	399	421	434
비유동자산	2,415	2,761	3,042	3,353	3,625
투자자산	841	918	1,057	1,239	1,382
유형자산	1,511	1,584	1,727	1,856	1,985
무형자산	63	259	259	259	259
기타	5	5	5	5	5
자산총계	5,777	6,276	6,566	7,068	7,594
유동부채	925	999	907	977	1,037
매입채무	44	82	54	64	65
단기차입금	67	83	79	75	71
유동성장기부채	1	2	0	0	0
기타	814	832	775	838	902
비유동부채	253	392	385	436	484
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	13	0	0	0
기타	252	379	385	436	484
부채총계	1,179	1,391	1,292	1,413	1,521
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	491	491	491	491
자본조정	(162)	(294)	(271)	(262)	(250)
이익잉여금	3,318	3,733	4,096	4,468	4,875
비지배지분	42	97	104	111	119
자본총계	4,598	4,885	5,271	5,653	6,071

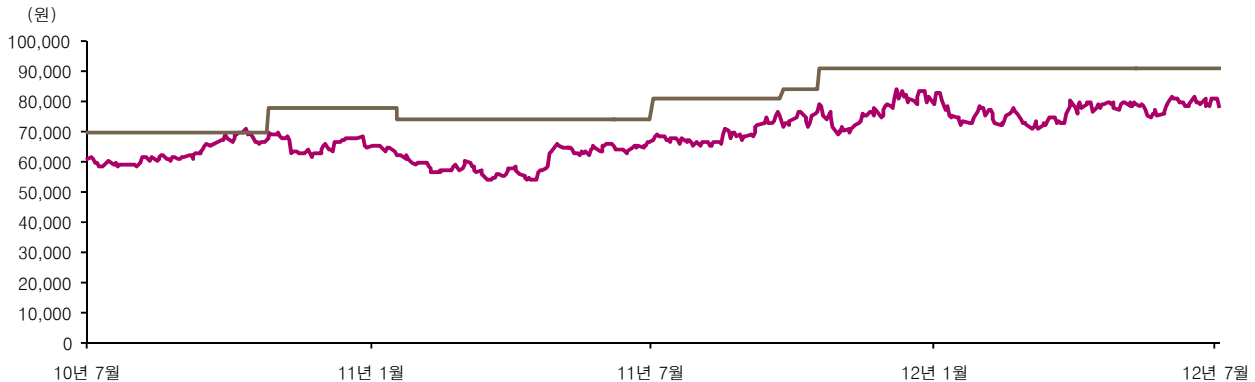
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	(4.5)	7.6	10.5	4.0	3.6
영업이익	(5.5)	(1.7)	(1.5)	0.8	0.1
세전계속사업이익	21.0	(17.4)	(1.1)	1.0	(0.3)
순이익	21.3	(20.7)	2.0	1.0	4.2
EBITDA	(5.2)	(0.6)	(1.4)	(0.1)	0.0
EPS*	0.9	(4.5)	3.9	1.8	4.0
수익률 (%)					
영업이익률	32.9	30.1	26.8	26.0	25.1
세전계속사업이익률	40.6	31.2	27.9	27.1	26.1
순이익률	29.8	21.9	20.3	19.7	19.8
EBITDA 마진율	37.2	34.4	30.7	29.5	28.5
ROE	19.9	17.2	16.7	16.4	15.8
ROA	18.8	13.6	13.0	12.3	12.0
기타비율					
순부채비율 (%)	(20.2)	(14.8)	(9.3)	(8.8)	(8.0)
부채비율 (%)	25.6	28.5	24.5	25.0	25.0
이자보상비율 (배)	(56.2)	(36.7)	(36.2)	(33.3)	(34.0)
매출채권회전율 (배)	6.4	4.9	5.0	4.7	3.9
주당지표 (원)					
SPS	25,212	27,117	29,957	31,170	32,293
BPS	33,493	35,582	38,394	41,174	44,221
DPS	3,000	3,200	3,200	3,200	3,200
주당EBITDA	9,387	9,334	9,202	9,195	9,199

■ Compliance Notice

- 당사는 7월 4일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 7월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/7/12	10/27	2011/1/19	7/4	9/26	10/19
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	70,000	78,000	74,000	81,000	84,000	91,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★ (매도★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상