

담배

신연화



02 3770 5721
yeonhwa.shin@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	132,000원 (I)
현재주가 (3/13)	102,500원
상승여력	29%

시가총액	140,725억원		
총발행주식수	137,292,497주		
60일 평균 거래대금	312억원		
60일 평균 거래량	307,139주		
52주 고	137,000원		
52주 저	97,000원		
외인지분율	53.25%		
주요주주	국민연금 8.59%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.0)	0.0	(3.8)
상대	(2.8)	(3.9)	(10.4)
절대(달러환산)	(1.4)	0.8	(0.8)

꾸준히 갈 길을 간다

목표주가 132,000원, 투자의견 BUY 제시

KT&G의 적정 목표주가로 132,000원을 제시하며 기업 분석을 시작한다. 적정 기업가치는 담배와 홍삼 부문을 별도 추정된 영업가치에, 보유 자산 등 비영업가치를 합산해 추정했다. 본업인 담배는 수출 부문이 성장할 것으로 예상되는 가운데, 내수 부문이 안정적인 영업기반으로서의 역할을 할 것이다. 홍삼은 건강기능식품 시장 성장의 수혜가 지속될 것이다. 여기에 음식료 섹터 내 상위 수준인 배당 정책을 고려하여 BUY 투자의견을 제시한다. 현재 주가 수준 12.6배의 PER은 글로벌 피어 평균 19.7배 대비 36% 할인된 수준이다. 적극적인 매수로 대응해야 할 때이다.

올해에도 이익과 배당은 증가한다

회사의 영업 체력은 튼튼하다. 2017년 연결 매출액 4조7,319억원, 영업이익 1조5,205억원으로 전년 대비 각각 5.1%, 3.4% 증가할 것으로 예상된다. 담배와 홍삼 부문 영업이익은 각각 2.1%, 13.5% 성장을 전망한다. **[담배]** 2017년 수출 담배 부문 매출액은 전년 대비 8.3% 증가할 전망이다. 수출 담배 비중은 올해 19.1%로 예상되며, 점차 확대될 것이다. 신시장 중심의 시장 확장을 통한 판매량 증가와 제품 믹스 상향을 통한 수익성 개선의 투트랙 전략이 주효할 것으로 보인다. 국내 담배 부문 매출액은 전년 대비 0.6% 성장할 것으로 예상된다. 담배경고 그림 등 가격규제가 국내 담배 총수요에 영향을 미칠 전망이지만 동사는 점유율 방어와 고가 담배 비중 확대를 통한 ASP 상승으로 시장 축소에 대응할 것이다. **[홍삼]** 홍삼 부문은 건강기능식품 시장 확대와 동반해 성장할 것으로 예상돼 올해 매출 성장을 10%를 전망한다. 수출은 작년까지 중국 수요 부진의 영향을 받았으나, 올해는 가공제품 중심의 시장 공략 및 중국 외 지역 성장으로 턴어라운드 여부가 주목된다. **[배당]** KT&G의 배당수익률은 3.5%로 음식료 섹터 내 최상위 수준이며, 글로벌 피어 평균과도 유사한 수준이다. 회사도 고배당정책을 지속적으로 유지하겠다는 입장이고, **배당 증액 가능성이 높으며, 배당 여력도 충분하다.**

국내 시장에서 전자담배 영향력은 크지 않을 것

최근 주가 약세의 원인에는 글로벌 피어들의 적극적인 전자담배 사업 행보 대비 소극적인 KT&G의 대응과 **전자담배가 국내에 출시될 경우 국내 시장에 미칠 영향에 대한 우려도** 한몫 했다. 하지만 국내 흡연자들의 **전자담배에 대한 인식 및 과세조항 부재** 등을 볼 때 단기간에 급격한 시장 확장은 어려울 것으로 판단한다. 올해에도 이익과 배당은 증가한다. 주가가 상승할 수밖에 없는 요인에 주목하자.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q17E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,167	6.9	5.7	1,110	5.1
영업이익	387	-1.5	26.9	383	1.1
세전계속사업이익	395	0.7	-14.1	388	1.8
지배순이익	292	2.5	-29.2	275	5.9
영업이익률 (%)	33.2	-2.8 %pt	+5.6 %pt	34.5	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	25.0	-1.1 %pt	-12.3 %pt	24.8	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	4,113	4,170	4,503	4,732
영업이익	1,172	1,366	1,470	1,521
지배순이익	826	1,036	1,231	1,118
PER	14.4	13.0	12.8	12.6
PBR	1.9	2.0	2.1	1.7
EV/EBITDA	8.4	8.0	8.4	6.8
ROE	15.1	17.5	18.6	15.2

자료: 유안타증권

Contents

I	Investment Summary	03
II	Valuation	07
III	담배 – 수출이 끌고 내수가 받쳐 주고	10
	수출 담배 – KT&G의 ‘G(Global)’를 책임진다	10
	세계로 뻗어나가는 ESSE	
	시장 확장과 고가 중심의 제품 믹스 개선으로 이익 성장 전망	
	국내 담배 – 든든한 캐시카우	16
	가격 규제 발생 시마다 총수요 감소 → 하향 안정화	
	차별화된 브랜드 라인업으로 시장점유율 60% 고지 방어	
	고가 담배 세그먼트 확장으로 ASP 상승	
IV	홍삼 – KT&G의 밝은 내일	23
	건강기능식품 시장 성장의 중심축	
	내수홍삼 매출 꾸준히 증가, 수출홍삼 가공제품 중심의 성장 전망	
V	부동산 – α가 커진다	29
VI	배당 – 견고한 주가 지지선	31
VII	Issue – 전자담배 우려는 과도하다	35
	글로벌 피어와의 주가 디커플링	
	전자담배 – 글로벌 피어들의 적극적인 행보	
	국내 시장에서 전자담배 영향력은 크지 않을 것	

Investment Summary

KT&G의 적정 목표주가로 132,000원을 제시하며 기업 분석을 시작한다. 적정 기업가치는 담배와 홍삼 부문을 별도 추정한 영업가치에, 보유 자산 등 비영업가치를 합산해 추정했다. 본업인 담배는 수출 부문이 성장할 것으로 예상되는 가운데, 내수 부문이 안정적인 영업기반으로서의 역할을 할 것이다. 홍삼은 고성장을 구가할 것으로 예상되는 건강기능식품 시장의 수혜를 받을 것이다. 여기에 음식료 섹터 내 상위 수준인 배당 정책을 고려하여 BUY 투자 의견을 제시한다. 현재 주가 수준 12.6배의 PER은 글로벌 피어 평균 19.7배 대비 36% 할인된 수준이다. 적극적인 매수로 대응해야 할 때이다.

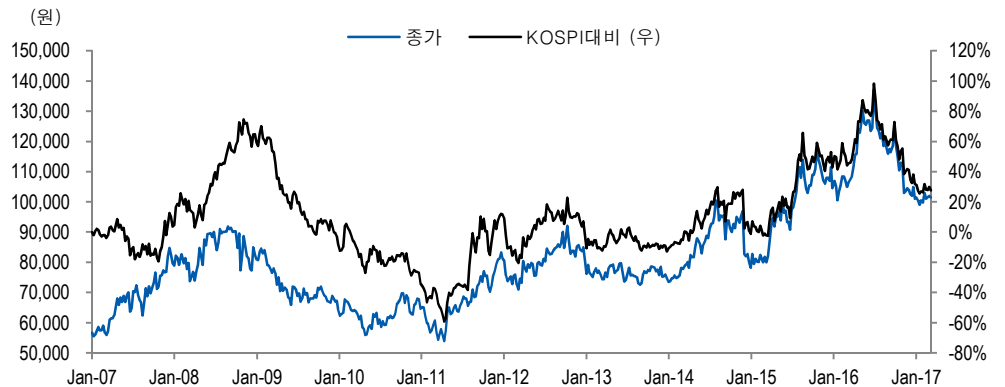
2017년 연결 매출액 4조7,319억원, 영업이익 1조5,205억원으로 전년 대비 각각 5.1%, 3.4% 증가할 것으로 예상된다. 수출 담배가 KT&G 매출에서 차지하는 비중이 점점 커지고 있다. 2016년 기준 연결매출액의 18.5%였던 수출 담배 비중은 올해 19%로 예상되며, 점차 확대될 것이다. 정체되는 국내 시장에 대한 돌파구로 해외 시장 개척은 필연적인 대안이기 때문이다. 수출 부문 전략은 신시장을 중심으로 한 시장 확장을 통한 판매량 증가와 제품 믹스 상향을 통한 수익성 개선의 투트랙 전략이 주효할 것으로 보인다. 장기적으로 수출 담배 부문이 KT&G의 중요한 축이 될 것으로 판단한다.

국내 담배 부문의 캐시카우 역할은 지속될 것이다. 담배경고 그림, 가향담배 규제 등 강화되는 비가격규제가 국내 담배 총수요에 영향을 미칠 전망이지만, 가장 강력한 영향을 미치는 가격 규제가 당분간 없을 것으로 예상돼 총수요는 하향 안정화될 것으로 보인다. KT&G는 차별화된 브랜드 라인업으로 60% 점유율 방어에 주력할 것이고, 고가 담배 비중 확대를 통한 ASP 상승으로 시장 축소에 대응할 것으로 예상된다.

홍삼 부문은 건강기능식품 시장 확대와 동반해 성장할 것으로 예상된다. 건기식 시장 내 제품들의 경쟁이 치열하지만 여전히 홍삼은 소비자들의 최선호 제품이다. 김영란법 시행으로 수요 감소가 우려됐지만, 최근 자가 섭취 비중이 늘어나고 있고, 5만원 이하 저가 제품 라인업으로 대응한 것이 효과를 봤다. 홍삼 수출은 작년까지 중국 수요 부진의 영향을 받았으나, 올해 가공제품 중심의 시장 공략 및 중국 외 지역 성장으로 턴어라운드 여부가 주목된다.

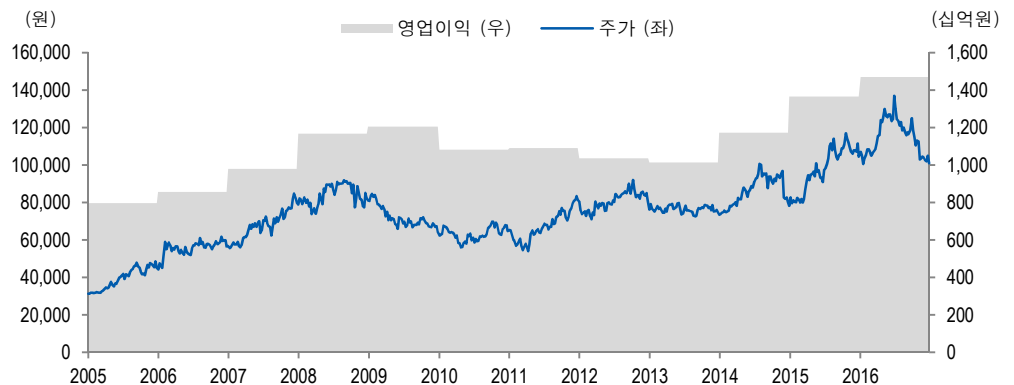
KT&G의 배당수익률은 3.5%로 음식료 섹터 내 최상위 수준이며, 글로벌 피어 평균과도 유사한 수준이다. 배당성향은 글로벌 피어 대비 낮은 수준이지만, 2014~2016년 평균 글로벌 피어 대비 높은 EPS 성장률을 달성했다는 것에 주목할 필요가 있다. 회사도 고배당정책을 지속적으로 유지하겠다는 입장이고, 장기적으로 경쟁력 확보 차원에서 글로벌 피어와 유사한 수준의 배당성향을 달성할 가능성이 높다. 지속적인 이익 성장으로 배당을 증가시킬 수 있는 여력은 충분하다. 배당 증가는 시간 문제이며, 견고한 주가 지지선이 될 것이다.

[그림-1] KT&G 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-2] KT&G 영업이익 및 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G의 현재 주가는 2016년 7월 고점 대비 25% 하락한 수준이다. 9월 말 반등하는 모습을 보이는 듯 하다가 10월부터는 내리 하락세다. 동기간 기관투자자는 1,502억원 규모의 KT&G 주식을 순매수한 반면, 외국인 투자자는 3,029억원을 순매도했다. 2016년 10월부터 현재까지 동사의 주가는 18% 하락했다. 반면, 글로벌 피어들의 주가는 평균 10.7% 상승했다. 이러한 디커플링의 배경에는 글로벌 피어들이 적극적으로 전자담배 사업을 추진하고 있는 반면, KT&G가 소극적인 대응을 하고 있다는 점과 전자담배가 국내에 출시되었을 경우 국내 시장에 미칠 영향에 대한 투자자들의 우려가 있었다고 판단한다.

전자담배가 국내 담배 시장에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 본다. 이르면 올해 상반기에 경쟁사들의 전자담배가 국내 시장에 출시될 가능성이 있다. 하지만 국내 흡연자들의 전자담배에 대한 인식이 금연보조제에 가깝다는 점과 가격 유인 등이 결련 담배 대비 매력적이지 않은 점으로 미루어 볼 때 시장이 급격하게 개화되지는 않을 것으로 예상된다. 또한 관련 과세 조항이 아직 부재해 전자담배의 순조로운 국내 출시를 장담할 수만은 없다.

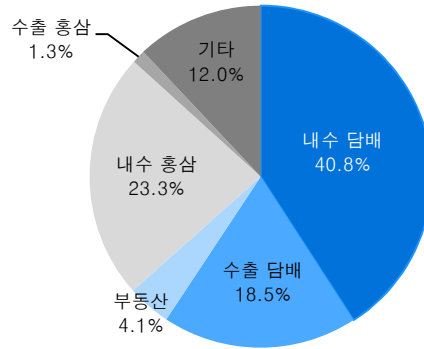
[표-1] 분기별 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E
매출액	1,091.3	1,088.1	1,220.3	1,103.6	1,166.6	1,122.1	1,321.1	1,122.2	4,169.9	4,503.3	4,731.9
YoY	-4.0%	5.4%	7.6%	27.3%	6.9%	3.1%	8.3%	1.7%	1.4%	8.0%	5.1%
KT&G	701.2	745.5	753.9	767.7	753.7	753.8	800.9	762.3	2,821.7	2,968.3	3,070.7
YoY	-8.9%	10.2%	7.3%	14.1%	7.5%	1.1%	6.2%	-0.7%	2.9%	5.2%	3.5%
제조담배	656.3	661.5	695.1	657.6	650.6	664.7	730.7	704.1	2,607.7	2,670.5	2,750.1
YoY	-6.9%	4.9%	4.7%	8.1%	-0.9%	0.5%	5.1%	7.1%	4.3%	2.4%	3.0%
국내	424.0	467.8	498.3	449.3	410.5	457.2	515.9	466.8	1,926.7	1,839.4	1,850.4
YoY	-25.5%	4.3%	4.8%	3.7%	-3.2%	-2.3%	3.5%	3.9%	-2.0%	-4.5%	0.6%
시장규모(십억개비)	17.7	19.4	20.5	18.7	16.8	18.6	20.9	19.1	69.6	76.3	75.4
점유율	59.5%	59.3%	59.6%	58.5%	59.9%	59.6%	59.9%	58.8%	58.4%	59.3%	59.5%
판매수량(십억개비)	10.5	11.5	12.2	11.0	10.1	11.1	12.5	11.2	40.6	45.2	44.9
단가 (원/갑)	804.8	813.1	815.6	820.4	815.2	823.6	823.7	831.9	948.2	813.6	823.8
수출	232.2	193.7	196.8	208.3	240.1	207.4	214.8	237.4	681.0	831.0	899.7
YoY	70.9%	6.6%	4.5%	19.0%	3.4%	7.1%	9.1%	14.0%	27.7%	22.0%	8.3%
판매수량(십억개비)	11.7	10.4	10.3	11.0	12.3	11.0	10.8	12.1	39.7	43.4	46.1
단가 (달러/갑)	0.33	0.32	0.34	0.33	0.34	0.34	0.36	0.36	0.30	0.33	0.35
평균환율(원/달러)	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,160.0	1,130.0	1,110.0	1,090.0	1,131.5	1,160.5	1,120.0
기타	45.0	84.0	58.8	110.1	103.2	89.1	70.2	58.2	214.0	297.9	320.6
YoY	-17.1%	86.7%	-30.0%	87.2%	-6.3%	-13.6%	-21.2%	-17.2%	-11.8%	39.2%	7.6%
KGC	295.6	253.5	345.4	213.0	315.5	276.5	394.4	232.2	917.7	1,107.5	1,218.6
YoY	23.7%	18.1%	21.9%	17.8%	6.7%	9.1%	14.2%	9.0%	12.9%	20.7%	10.0%
기타	94.5	89.1	121.0	122.9	97.3	91.8	125.8	127.6	430.4	427.5	442.6
YoY	-26.2%	-36.8%	-18.4%	838.2%	3.0%	3.1%	4.0%	3.9%	-22.8%	-0.7%	3.5%
매출원가	424.1	439.8	477.2	455.7	478.0	451.2	527.1	445.1	1,630.7	1,796.8	1,901.4
KT&G	235.1	265.0	254.3	293.6	277.6	271.3	278.5	269.0	946.5	1,048.0	1,096.3
KGC	135.3	123.9	155.2	95.0	145.3	127.5	179.1	105.8	438.6	509.4	557.7
기타	53.6	50.9	67.7	67.1	55.2	52.4	69.5	70.3	245.3	239.3	247.4
판매비	274.3	302.5	316.7	343.1	301.5	303.3	359.0	346.3	1,173.4	1,236.5	1,310.1
KT&G	138.7	157.8	150.2	168.3	156.0	157.7	167.1	160.9	637.7	615.0	641.7
KGC	91.4	94.5	121.7	115.8	100.1	103.6	134.7	123.9	345.9	423.4	462.3
기타	44.1	50.2	44.8	59.0	45.3	41.9	57.2	61.5	189.7	198.1	206.0
영업이익	393.0	345.9	426.4	304.8	387.1	367.6	435.0	330.8	1,365.9	1,470.1	1,520.5
YoY	-8.3%	14.1%	15.1%	15.5%	-1.5%	6.3%	2.0%	8.5%	16.6%	7.6%	3.4%
KT&G	327.4	322.7	349.3	305.7	320.2	324.7	355.3	332.5	1,237.4	1,305.1	1,332.7
KGC	68.9	35.1	68.6	2.3	70.1	45.4	80.5	2.6	133.4	174.9	198.6
기타	-3.3	-12.0	8.5	-3.1	-3.2	-2.5	-0.9	-4.2	-4.8	-9.9	-10.8
영업이익률	36.0%	31.8%	34.9%	27.6%	33.2%	32.8%	32.9%	29.5%	32.8%	32.6%	32.1%
KT&G	46.7%	43.3%	46.3%	39.8%	42.5%	43.1%	44.4%	43.6%	43.9%	44.0%	43.4%
KGC	23.3%	13.8%	19.9%	1.1%	22.2%	16.4%	20.4%	1.1%	14.5%	15.8%	16.3%
기타	-3.5%	-13.5%	7.0%	-2.5%	-3.3%	-2.7%	-0.7%	-3.3%	-1.1%	-2.3%	-2.4%
세전사업이익	392.6	383.1	352.1	460.1	395.5	383.9	416.0	320.6	1,414.4	1,587.8	1,516.0
YoY	-6.4%	8.1%	-16.2%	108.9%	0.8%	0.2%	18.1%	-30.3%	22.2%	12.3%	-4.5%
당기순이익	284.7	285.6	249.9	405.8	288.7	280.2	303.6	234.1	1,032.2	1,226.0	1,106.7
YoY	-7.8%	9.5%	-16.9%	150.2%	1.4%	-1.9%	21.5%	-42.3%	26.8%	18.8%	-9.7%

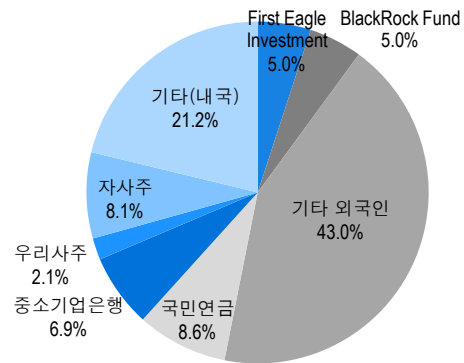
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-3] KT&G 연결법인 2016년 매출액 기준 사업 비중



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-4] KT&G 주주 구성



주: 2016년 3분기 분기보고서 참조. 발행주식총수 기준
 자료: 유안타증권 리서치센터

Valuation

KT&G의 적정 목표주가로 132,000원을 제시한다. 목표주가는 가치 합산 방식을 이용해 산출했다. 담배 부문 영업가치는 2017년 예상 EBITDA 1조3,493억원(부동산 부문 이익 제외)에, 담배 가격 인상 이후인 2015년, 2016년의 EV/EBITDA를 평균한 8.5배의 배수를 적용했다. 홍삼 부문 영업가치는 2017년 예상 EBITDA 2,236억원에 글로벌 건강기능식품 동종업체 2017년 예상 EV/EBITDA 13.7배의 배수를 적용했다. 합산 영업가치 14조5,321억원의 영업가치에 2016년말 기준 매도가능금융자산 3,658억원, 투자부동산 3,352억원, 자사주 5,658억원, 순현금 2조2,648원을 합산해 적정 기업가치를 산출했다. 현재 주가는 적정 목표주가 대비 28.8%의 상승여력이 있다.

현재 주가 기준 2017년 P/E는 12.6배로, 글로벌 동종업체 평균 19.7배 대비 약 36% 할인된 수준이다. 글로벌 피어 과거 3년 평균 P/E 21.3배와 비교해도 낮은 수준이다. KT&G의 2014년~2016년 영업이익은 연평균 13.2% 성장한 반면, 글로벌 피어는 2.5% 감소했다. EPS 성장률도 KT&G가 연평균 +29%, 글로벌 피어가 -2.4%를 기록했다. 이익 성장이 글로벌 피어 대비 좋았으나, 적절한 밸류에이션을 받지 못했다. 2017년 성장률은 전년 대비 둔화될 것으로 예상하지만, 이익 성장의 방향성은 지속된다.

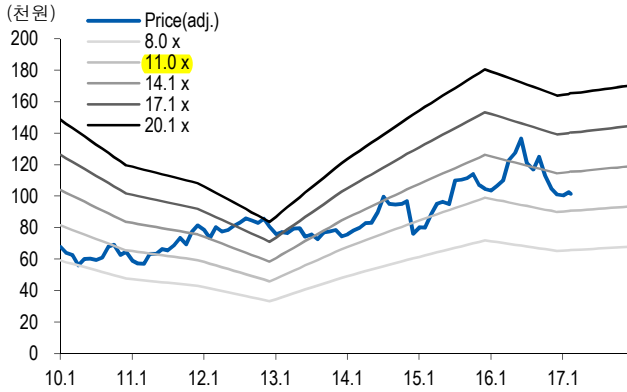
[표-2] Valuation

(단위: 십억원, 배)

영업가치	목표가치	비교		
		EBITDA	Multiple	
KT&G	11,468.8	1,349.3	8.5	과거 2년 EV/EBITDA 평균
KGC	3,063.3	223.6	13.7	글로벌 건기식 2017년 EV/EBITDA 평균
매도가능금융자산	365.8			2016년말 기준
투자부동산	335.2			2016년말 기준
자사주	571.4			시가 대비 50% 할인
순현금	2,264.8			2016년말 기준
적정가치	18,069.3			
적정 목표주가(원)	131,611			132,000원
현재 주가(원)	102,500			3월 13일 종가 기준
현재 주가 대비 상승여력	28.8%			

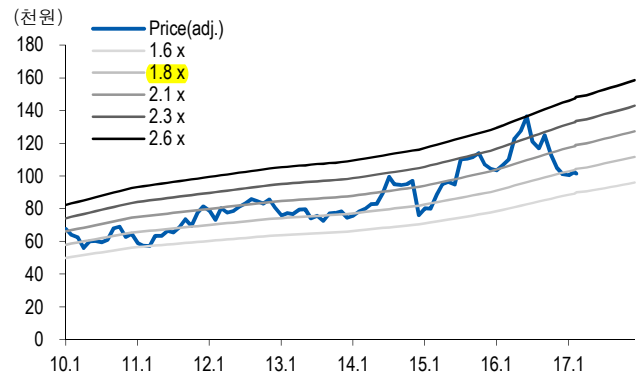
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-5] KT&G P/E 밴드



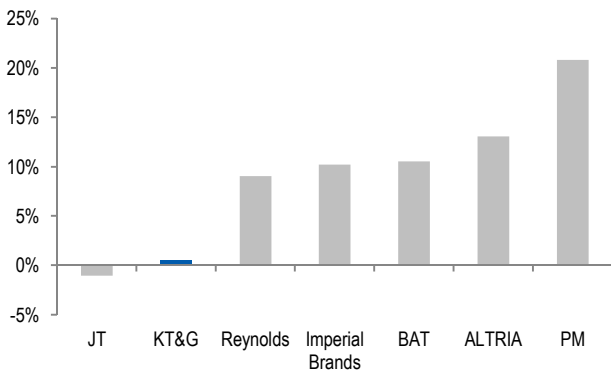
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-6] KT&G P/B 밴드



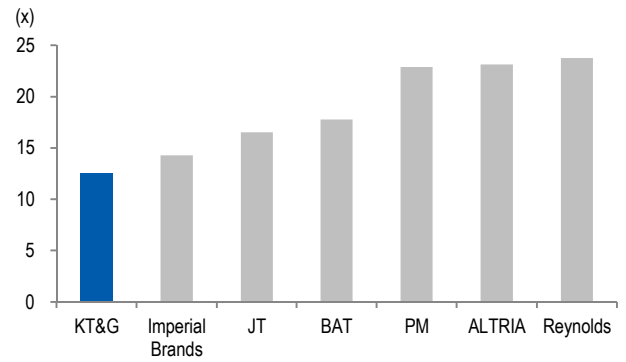
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-7] 글로벌 담배 사업자 추가 수익률 (2017 YTD)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-8] 글로벌 담배 사업자 P/E (2017E)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표-3] 글로벌 담배 사업자 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, %, x)

		매출액	영업이익	영업이익률	순이익	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	배당수익률	배당성향
Philip Morris	2015	26,794	10,691	39.9	6,971	19.6	N/A	14.2	-59.0	4.6	90.4
	2016	26,685	10,815	40.5	6,920	20.6	N/A	14.6	-59.2	4.5	92.9
	2017F	28,145	11,642	41.4	7,496	22.9	N/A	15.8	-61.1	3.8	88.0
British American Tobacco	2015	20,027	7,545	37.7	6,557	16.3	14.4	15.9	82.5	4.1	66.4
	2016	19,993	7,226	36.1	5,619	18.5	10.5	17.5	63.4	3.7	76.1
	2017F	21,231	7,778	36.6	6,688	17.8	13.5	16.2	57.2	3.6	64.8
Japan Tobacco	2015	18,618	4,953	26.6	3,506	20.2	3.3	10.4	17.1	2.6	49.8
	2016	19,761	4,982	25.2	3,598	16.3	2.8	10.6	15.9	3.4	59.7
	2017F	19,110	5,096	26.7	3,627	16.5	2.7	10.6	16.8	3.6	60.1
Altria	2015	18,854	8,564	45.4	5,507	20.7	39.6	14.2	187.2	3.7	77.2
	2016	19,337	9,023	46.7	5,793	22.9	10.3	16.1	74.0	3.6	82.2
	2017F	19,778	9,783	49.5	6,390	23.1	16.1	16.0	99.9	3.4	78.2
Imperial Brands	2015	19,628	4,714	24.0	3,562	19.2	6.1	11.3	44.4	4.1	58.3
	2016	20,079	3,620	18.0	2,266	60.1	7.2	13.5	29.9	3.9	93.2
	2017F	10,812	4,812	44.5	3,158	14.3	6.9	11.9	42.0	4.4	63.4
Reynolds American	2015	10,675	6,595	61.8	3,877	15.1	3.6	12.0	34.0	3.0	45.2
	2016	12,503	5,874	47.0	3,303	24.2	3.7	15.2	16.5	3.1	76.3
	2017F	12,987	6,342	48.8	3,645	23.8	4.1	14.9	17.6	3.4	80.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

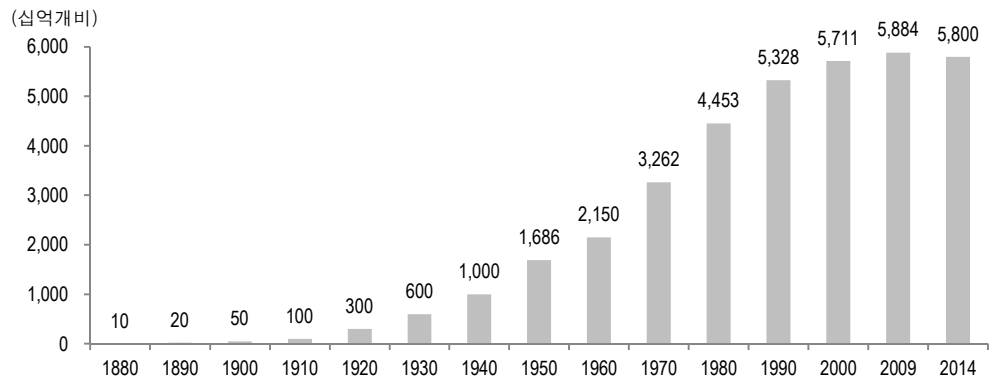
담배 - 수출이 끌고 내수가 받쳐 주고

수출 담배 - KT&G의 'G(Global)'를 책임진다

세계로 뻗어나가는 ESSE

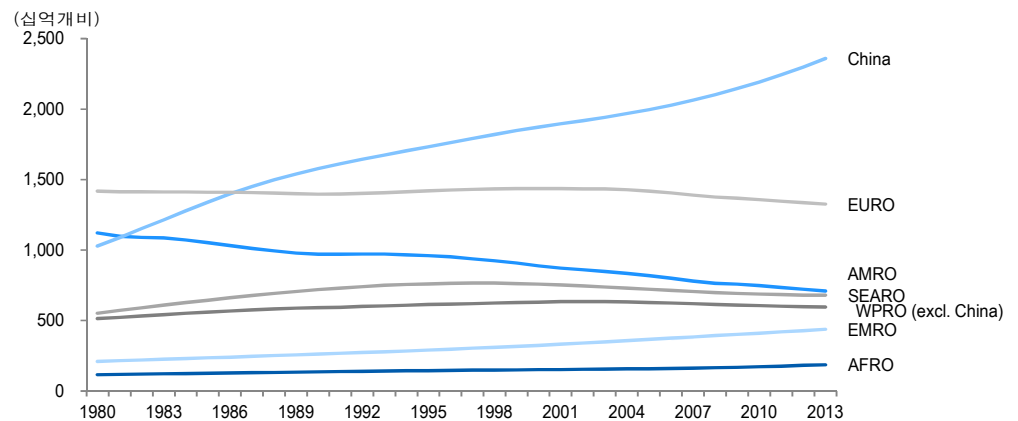
전세계 담배 소비량은 1900년대 이후로 급속하게 증가했다. 1940년대 1조개비였던 담배 소비량은 2009년에 5조8,840억개비로 약 70년 동안 6배 가량 증가했다. 이후 2009년 정점을 찍고 줄어드는 추세다. 유로모니터에 따르면, 2014년에는 전세계적으로 5조8,000억개비의 담배가 소비됐다. 담배 소비 감소세는 미국 등 선진국을 중심으로 나타나고 있는데, WHO에 따르면, 유럽과 아메리카 지역의 담배 소비가 뚜렷한 감소세를 보이고 있다. 미국의 경우 1인당 담배 소비량이 1960년 4,171개비에서 2011년 1,232개비까지 감소했다. 선진국의 담배 소비량 감소는 2014년 Reynolds American(이하 Reynolds)의 미국 3위 사업자 Lorillard 인수, 2017년 British American Tobacco(이하 BAT)의 Reynolds 인수 등 담배산업 구조조정으로 이어졌으며, 글로벌 담배 사업자들이 신흥시장 개척에 더욱 박차를 가하는 계기가 되었다.

[그림-9] 전세계 담배 소비량 추이



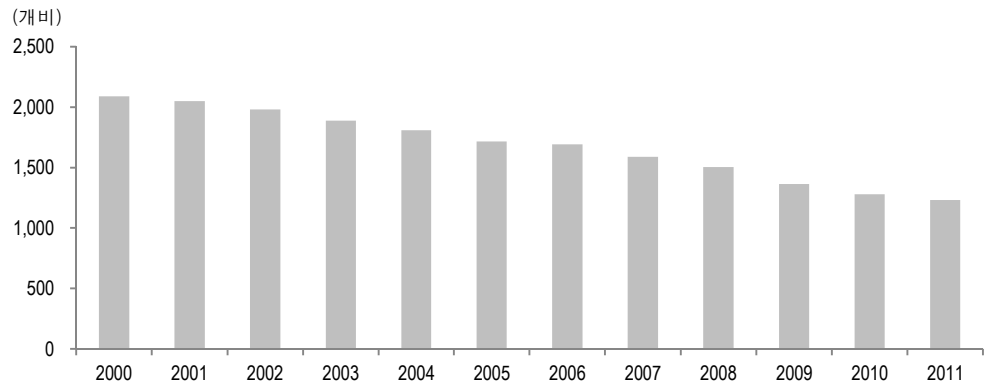
자료: Statista, 유안타증권 리서치센터

[그림-10] 지역별 담배 소비량 추이



자료: WHO, 유안타증권 리서치센터

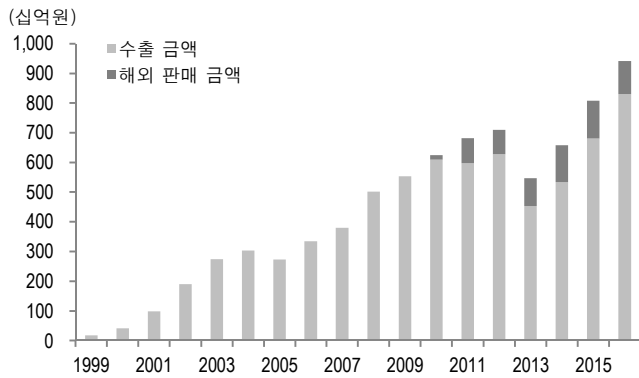
[그림-11] 미국 1인당 담배 소비량 추이



자료: Tobacco Outlook Report, U.S. Dept of Agriculture, 유안타증권 리서치센터

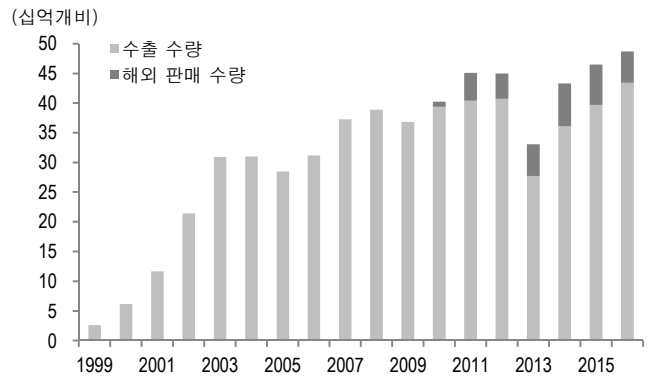
KT&G는 1988년 국내 소재 무역 상사를 통한 간접 수출의 형태로 쿠웨이트에 솔, 은하수 등의 제품을 판매하며 첫 수출을 시작했다. 이후 본격적인 수출이 시작된 1999년 26억본 규모를 수출한 이래 수출 규모는 2012년 407억본까지 증가했다. 터키, 이란, 러시아(2개), 미국, 인도네시아(3개)에 총 8개의 해외법인을 두고 있다. 중동, 중앙아시아, CIS, 미주, 동남아와 기타지역에 판매 조직을 운영 중이다.

[그림-12] 해외 담배 판매 금액



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-13] 해외 담배 판매 수량



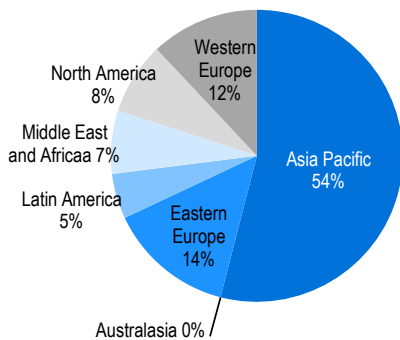
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

KT&G의 해외 시장 중 가장 큰 비중을 차지하는 지역은 **중동**으로 2015년 기준 판매비중 48.8%를 차지했다. 수출 초기부터 글로벌 담배사업자들의 영향력이 비교적 적었던 터키, 이란 등 중동 지역을 선택해 진입한 것을 시작으로 지금은 주력 시장이 되었다. KT&G는 유럽 진출을 위한 전략적 교두보로 2008년 해외 첫 담배공장을 터키에 설립했다. 터키 법인의 매출액은 꾸준히 증가하고 있다.

이란에서는 2008년 현지 법인, 2009년 공장을 설립한 후 ‘에쎬’와 ‘파인’ 등을 매년 5억 개비씩 생산하고 있다. 고타르 담배 중심이었던 이란 시장에서 2011년 저타르 담배 ‘에쎬 미니’를 출시한 것이 주효했다. ‘에쎬 미니’는 저타르 담배임에도 불구하고 중고가 전략을 취해 고급 제품으로 인식돼 2015년 수출액 2,470만달러로 수출 첫 해 대비 2,000% 이상 성장했다. 2013년 우리나라가 이란 경제 제재에 참여하면서 담배 수출량이 급감하기도 했으나 2016년 초 경제 제재가 해제되며 시장 규모가 더욱 커질 것으로 기대된다. KT&G도 시장 확대에 대비해 공장 증설을 예정하고 있으며 판매량 또한 증가할 것으로 예상된다.

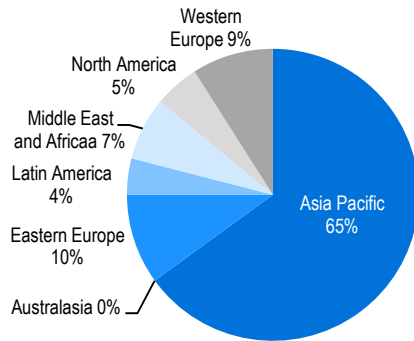
러시아는 세계 2위 담배 시장으로 성인 남자 흡연율이 51%에 달한다. KT&G는 2010년 해외 공장 중 가장 큰 규모인 46억개비 규모의 생산 공장을 러시아 현지에 설립해 ‘에쎬’ 시리즈를 생산하고 있다. 2015년 기준 KT&G 수출 담배 판매량 중 러시아가 차지하는 비중은 8.6%이다. 러시아는 2013년부터 강력한 금연법이 시행되고 있으며 담배 판매 규제도 대폭 강화되어 총수요는 점진적으로 감소할 것으로 예상된다. 하지만 러시아 초슬림 담배 시장 내 약 7%를 점유하고 있는 ‘에쎬’의 꾸준한 매출로 안정적 입지를 유지하는 데에는 어려움이 없을 것이다.

[그림-14] 세계 지역별 담배 시장 규모 비교 (2005)



자료: Euromonitor, 유안타증권 리서치센터

[그림-15] 세계 지역별 담배 시장 규모 비교 (2015)



자료: Euromonitor, 유안타증권 리서치센터

주력 시장들이 성숙기에 접어들면서 글로벌 담배 사업자들은 새로운 수요처 발굴에 매진하고 있다. 흡연 가능성이 높은 젊은 인구가 많고, 흡연율이 아직 높지 않은 지역을 중심으로 시장을 공략하고 있다. KT&G 또한 신흥 시장의 비중을 현재 40%에서 점차 확대할 계획이다.

세계 3위 담배 시장인 미국은 업계 선두인 Altria Group과 2위 Reynolds가 시장의 80% 이상을 점유하고 있다. 2015년 Reynolds가 3위 Lorillard를 인수하면서 Altria와 2강 체제가 형성되었다. (2016년말 BAT가 Reynolds를 인수했다.) 이 과정에서 두 사업자의 가격 결정력이 강해지면서 담배 가격이 상승했고, 상대적으로 저가 브랜드가 침투할 수 있는 기회가 생겼다. KT&G는 현지 메이저 플레이어 대비 60~70% 수준의 가격으로, 현재 1% 정도의 시장을 점유하고 있다. 길이를 늘리고, 잎담배 블렌딩을 새롭게 해 만든 ‘TIME’은 2015년 미국에서 23억개비가 판매되며 KT&G미국 판매량의 80%를 차지했다. KT&G는 2016년 초 미국 판매법인을 텍사스주 델러스로 확대 이전했으며 이를 기점으로 현지 영업 유통망을 강화한다는 전략이다.

KT&G는 2011년 인도네시아 6위 규모의 담배회사 트리삭티를 인수하며 인구 2억 5천만명의 섬나라에 본격 진출했다. 인도네시아는 담배 산업에 대한 규제가 거의 없다시피 하고, 작년 6월에는 WHO 담배규제기본협약에 비준하지 않겠다는 입장을 표명해 담배 사업자에게 우호적인 환경이 지속되고 있다. 인도네시아 시장은 ‘정향’이라는 고유 향료가 첨가된 크레텍 담배의 비중이 90%로, KT&G는 트리삭티가 보유한 기술로 만든 크레텍 담배인 ‘에세 체인지’를 판매하고 있다. 화이트 시가렛의 비중이 5% 정도인데, 이 비중이 늘고 있다는 점은 긍정적인 부분이다. 인도네시아 법인은 아직은 순이익 적자를 기록하고 있으나 그 폭이 매년 감소되고 있고, 회사는 현재 수익성보다는 인도네시아 현지 유통, 영업망 확보에 중점을 두고 있는 것으로 보인다.

[표-4] KT&G 주요 해외 법인 실적 추이 (단위: 억원)

법인명	소재지	구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015
KT&G Tutun Mamulleri Sanayi ve Ticaret	터키	매출액	84	118	169	177	181	228
		당기순이익	-20	-50	-57	-115	0	39
KT&G Pars	이란	매출액	84	167	207	13	73	58
		당기순이익	-7	-13	-17	-379	22	15
KT&G Rus	러시아	매출액	-	562	444	498	563	508
		당기순이익	-20	97	-19	70	-20	33
Global Trading	미국	매출액	31	1,338	1,686	2,266	2,580	1,262
		당기순이익	-1	25	0	20	72	24
PT Trisakti Purwosari Makmur 등	인도네시아	매출액	-	-	514	396	337	358
		당기순이익	-	-	-91	-86	-39	-25

자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

이외에도 KT&G는 중국, 아프리카, 중남미 등에서 판로를 확대하기 위한 노력을 지속하고 있다. 중국은 세계 1위의 담배 시장이지만 수입 담배 쿼터제가 있어 2% 정도의 시장만 열려있다. 2015년 중국 담배 시장은 2조 5천억개비 규모를 기록했으며 초저타르 담배 수요가 시장을 이끌고 있다. 좁은 시장에도 불구하고 KT&G는 중국 내 시장점유율 3위를 기록하고 있다. 브랜드 인지도는 높은 편으로 향후 중국 담배 시장이 개방됐을 때 수출이 확대될 것으로 전망한다.

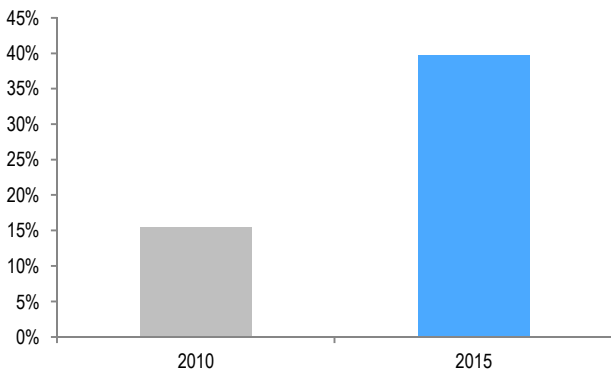
잠재력이 높은 신시장 가운데 하나인 아프리카는 흡연율은 14% 정도로 미국(23%), 중동(31%)과 비교했을 때 낮은 수준이지만, 담배시장 성장률은 세계 최고치다. 세계적으로 담배 소비량이 감소할 것으로 예상되는 가운데 아프리카의 흡연자수는 2030년까지 약 40% 이상 증가할 것으로 전망된다. KT&G의 아프리카 지역 담배 판매량은 2010년 4천만개비에서 지난 해 28억개비까지 증가했다. 수출 전용 브랜드 ‘파인’이 가장 많이 팔렸으며, 초슬림 미니 담배 ‘에세’ 출시로 아프리카에 없던 담배 카테고리를 새로 창출했다.

시장 확장과 고가 중심의 제품 믹스 개선으로 이익 성장 전망

세계 담배시장에서 KT&G가 차지하고 있는 비중은 약 2% 정도이다. 내수 시장을 넘어 확장할 수 있는 여지는 무궁무진하다. KT&G 수출담배 부문의 전체 매출총이익 기여도는 이란 경제 제재 여파가 있었던 2013년에 전년 대비 하락했으나 그 이후는 상승 추세다. 2017년 기여도는 17.5%로 2016년 대비 0.4%pt 증가할 것으로 예상된다. KT&G 내에서 수출담배 부문의 성장은 향후 지속될 것으로 판단한다.

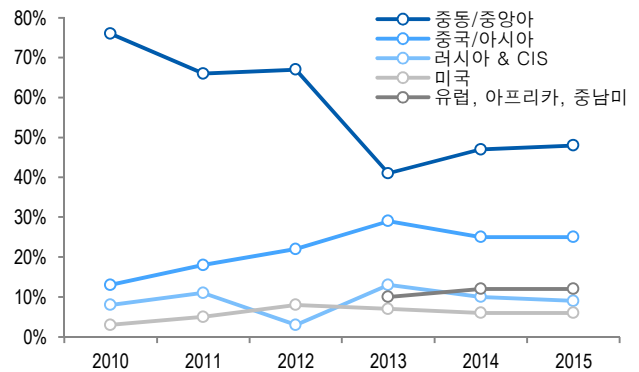
수출담배 부문의 성장을 예상하는 첫 번째 근거는 시장 확장이다. 앞서 언급한 대로 KT&G는 기존 주력 시장 이외에 수출 국가를 확대하고 있다. 신시장으로 분류되는 중국, 미국, 중남미, 아프리카, 유럽 지역 매출 비중이 2010년 15%에서 2015년 39%까지 확대되었다. 지역별 세부 비중을 보면 2010년 76%에 육박했던 중동/중아시아 매출 비중이 2015년에는 48%까지 떨어졌다. 반대로 중국/아시아 매출 비중이 같은 기간 13%에서 25%로 증가했으며, 유럽, 아프리카, 중남미 시장도 2015년 12% 비중을 차지했다. 신시장들은 인구 증가율이 높고, 가처분소득이 증가하는 특징이 있어 향후 흡연율이 증가할 가능성이 높은 곳이다.

[그림-16] KT&G 해외 매출 중 신시장 비중 변화



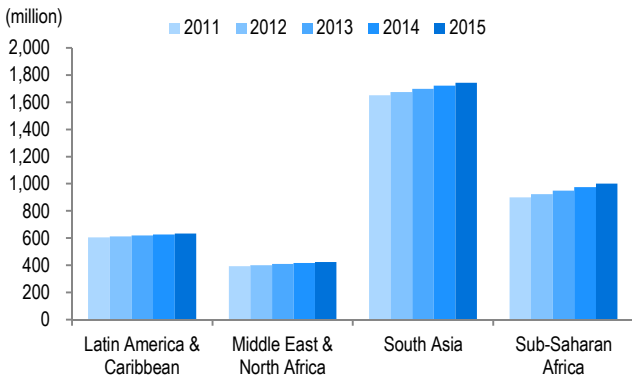
자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[그림-17] 해외 매출 지역별 비중



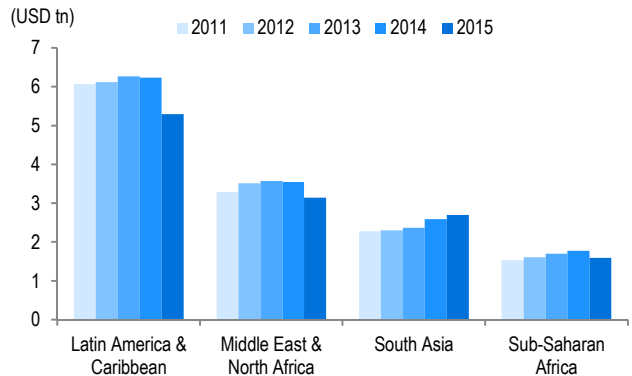
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-18] 신흥시장 인구 증가 추이



자료: World Bank, 유안타증권 리서치센터

[그림-19] 신흥시장 GDP 증가 추이

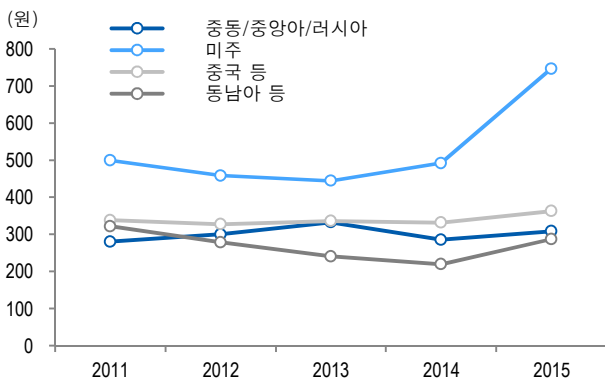


자료: World Bank, 유안타증권 리서치센터

수출담배 ASP가 상승하는 것도 수출담배 부문의 성장을 뒷받침하는 요인이다. 동사는 수출 지역별로 선호도를 고려해 다른 제품을 수출하는 전략을 사용하고 있다. 미국은 ‘타임’, 아프리카, 중남미 지역은 ‘파인’, 아태지역은 ‘에세’가 주력 제품이다. 아프리카, 중남미와 같이 전략적으로 볼륨을 확대하고 있는 시장은 진입 시 현지 메이저 플레이어 대비 60~70%인 낮은 단가로 소비자들을 공략한다. 현지 시장에서 브랜드 인지도가 높아지고 저가 제품이 안착하면, 새로운 중고가 제품을 출시하며 제품믹스를 상향 확장한다. 주요 수출 브랜드 중 고가에 해당하는 에세 해외 판매량이 증가하고 있다는 사실이 이를 방증한다. 2015년 에세는 해외에서만 2,500억 개비 이상 판매됐으며 KT&G의 해외 담배 판매량 중 55.5%를 차지했다. 2013년부터 이어지고 있는 에세의 해외 판매량 증가 추세는 앞으로도 지속될 것으로 예상된다.

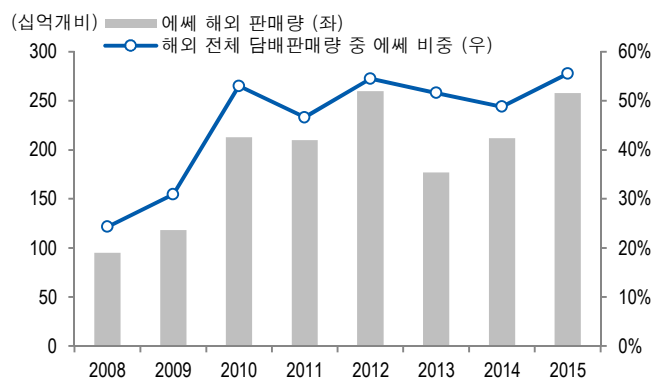
향후 수출담배 부문은 시장 확장을 통한 판매량 증가와 제품 믹스 상향을 통한 수익성 개선의 투트랙 전략이 주요할 것으로 보인다. 세계적으로 국가 차원의 담배 규제가 강화되고 있기 때문에, 글로벌 담배 시장 점유율이 둔화되는 것은 불가피한 사실이다. 2017년 수출담배 부문 매출액은 2016년 대비 8.3% 성장할 것으로 예상된다.

[그림-20] 수출 담배 지역별 ASP 추이



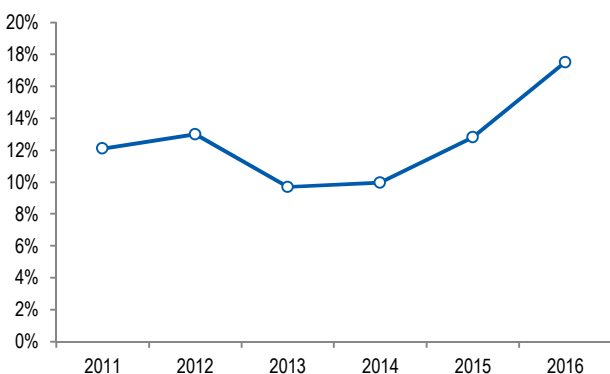
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-21] 에세(ESSE) 해외 판매량 및 비중



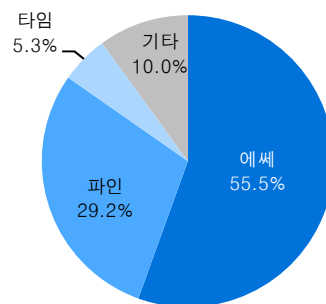
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-22] KT&G 수출 담배 매출총이익 기여도



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-23] 2015년 수출 담배 브랜드 비중



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

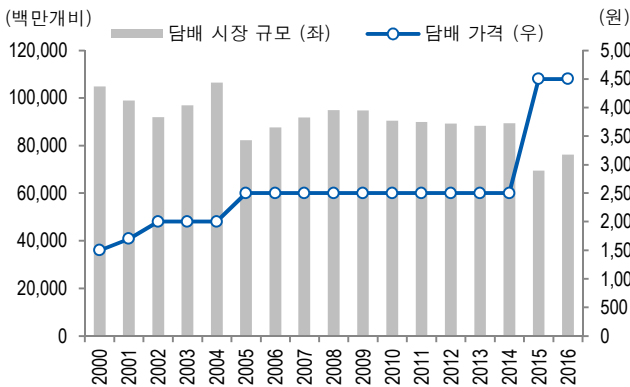
국내 담배 - 든든한 캐시카우

가격 규제 발생 시마다 총수요 감소 → 하향 안정화

2000년 1,049억개비 규모였던 국내 담배 시장은 2015년 695억개비를 기록하며 33.7% 감소했다. 2000년 이후부터 2015년까지 연도별로 등락은 있었으나 연평균 3%씩 감소하는 모습을 보였다. 국내 담배 시장 규모는 정부의 가격 규제가 시행될 때마다 큰 폭으로 감소했다. 2000년 1,500원이었던 담배 가격이 2002년 2,000원까지 오르면서 동기간 담배 판매량은 12.3% 감소했다. 2003년 소폭 반등한 총수요 규모는 2004년말 또다시 담배 가격 500원 인상이 결정되며 가수요 효과로 1,065억개비까지 회복되었다가 2005년 전년 대비 23% 감소한 823억개비를 기록했다. 이후 세금이 동결되었던 2014년까지 큰 폭의 증감은 없었으나, 흡연율 감소에 따라 시장 규모는 하향 추세를 나타내며 900억개비 규모에서 유지되어 왔다.

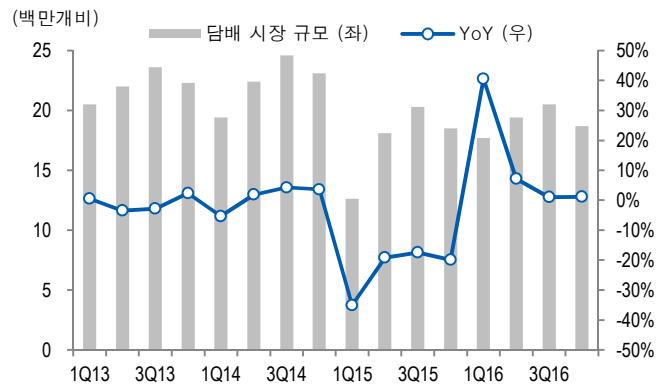
2015년 담배 가격이 역대 최대 상승 폭인 2,000원 인상되며 국내 담배 총수요는 2014년 대비 22% 감소했다. 하지만 소비자들이 인상된 담배 가격에 예상보다 빠르게 적응을 하며 총수요 하락은 마무리되었다. 담배 가격 인상이 시행됐던 2015년 1분기 국내 담배시장은 126억개비 규모로 전년동기대비 35% 감소했었으나, 2015년 2분기에 곧바로 전년동기의 80% 수준까지 회복되었고, 2016년 총수요는 전년 대비 9.7% 증가한 763억개비를 기록했다.

[그림-24] 국내 담배 시장 규모 및 담배 가격 추이



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

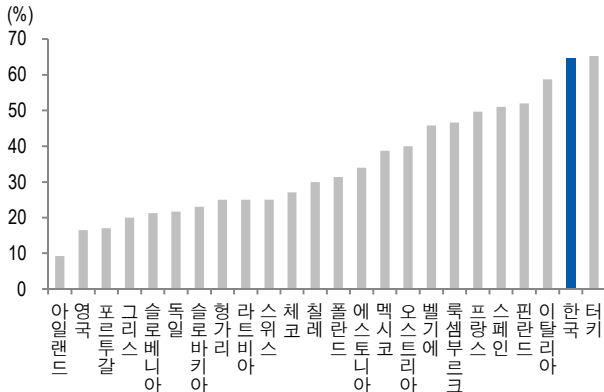
[그림-25] 담배 가격 인상 전후 분기별 담배 시장 규모



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

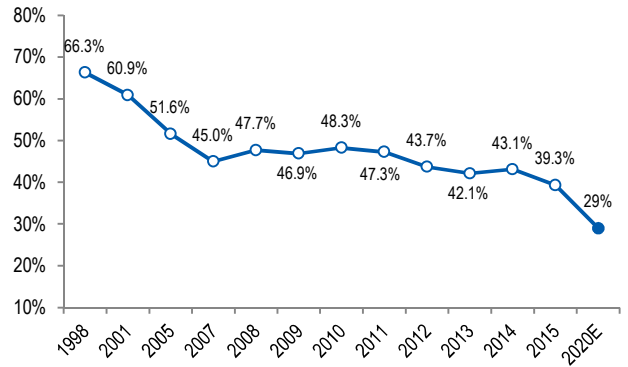
담배는 상대적으로 가격탄력성이 낮은 축에 속하는 재화이나, 정부는 가격 규제를 가장 강력한 흡연 억제 정책이라고 판단하고 있다. 가격 인상 이후에도 여전히 우리나라는 OECD 국가 중 소득 대비 담배 가격이 낮은 수준이라는 근거를 들어, 물가 연동제에 기반한 가격 인상 등 관련 주장을 꾸준히 하고 있다. 하지만 대부분의 국가에서 세금을 기반으로 담배 가격을 조정한다는 사실에 기인할 때, 최근 가격 인상으로 담배 가격 중 세금이 차지하는 비중이 크게 증가한 사실은 추가적인 가격 인상 주장에 당위성을 부여하지 못한다. 담배 가격 인상이 흡연율 감소에 기여하지 못하고, 세수만 늘렸다는 부정적 여론 때문에 당분간 추가적인 가격 규제는 없을 것으로 예상된다.

[그림-26] OECD 회원 국가별 담배가격 대비 세금 비중



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

[그림-27] 우리나라 성인 남성 흡연율 추이



자료: 국민건강영양조사, 유안타증권 리서치센터

비가격 규제 또한 가격 규제만큼 담배 시장에 적지 않은 영향을 미친다. 2016년 5월, 정부는 2020년까지 성인 남성 흡연율 29%를 달성하겠다는 목표를 세우고, 비가격 금연 정책을 추진하겠다고 발표했다. 비가격 금연 정책의 주요 내용은 ① 담뱃갑 경고그림 시행 ② 학교 절대정화구역 내 담배광고 전면 금지 ③ 전자담배 관리 방안 마련 ④ 소량포장 담배 금지 및 가향담배 규제 ⑤ 금연지원서비스 및 금연캠페인 지속 추진이다.

이 중 담뱃갑 경고그림 표기 정책이 2016년 12월 23일부터 시행되고 있다. 세계보건기구는 경고 그림을 담배 가격 인상, 금연 구역 설정과 함께 비용 대비 효과가 가장 큰 담배 규제 정책이라고 밝힌 바 있다. 담배 회사는 반출되는 담뱃갑에 의무적으로 경고그림을 부착해야 한다. 1월 중순부터 각 판매점에서 소비자들에게 직접 판매되고 있다. 2017년 상반기 총수요에 영향을 줄 것으로 예상된다. 경고 그림의 금연 효과의 실효성에 대해서는 의견이 분분하지만, 연초 금연 효과와 맞물려 단기적으로는 총수요가 소폭 감소할 것으로 예상된다. 2017년 하반기 이후에는 자연 감소율 수준으로 회복될 것으로 보인다. 참고로, 2004년 가격 인상 이후부터 2013년까지 총수요는 연평균 2%씩 감소했다.

흡연 가능 인구 감소, 흡연율 하락 및 정부의 규제 강화 등의 요인으로 미루어 볼 때 향후 담배 시장 규모는 점진적으로 축소될 것으로 전망된다. 다만, 2017년까지는 2015년 가격 인상으로 인해 일시적으로 하락했던 수요가 점차 회복되는 과정으로, 축소 폭이 크지 않을 것으로 예상된다. 2017년 예상 담배 총수요량은 2016년 대비 1.1% 감소한 754억개비 규모로 추정한다.

[표-5] 비가격 금연정책 방안

정책	추진 방안
담뱃갑 경고그림 확정 및 시행	<ul style="list-style-type: none"> ○ 경고그림 도입의 효과성을 높이기 위해 상단표시 추진 * 경고그림 제도를 도입한 OECD 31개국 중 80%인 25개국이 상단표시 의무화 ○ 담배 진열시 경고그림을 고의로 가리는 행위에 대한 금지 법제화 ('16년, 건강증진법 개정 추진) ○ 도입 이후 정책에 대한 효과평가를 거쳐 경고그림 면적 확대 등 추가방안 검토 ('18년 이후)
담배광고 및 판촉에 대한 규제 강화	<ul style="list-style-type: none"> ○ (담배광고) 우선 학교절대정화구역(50m)내 소매점부터 담배광고를 금지하고, 향후 단계적 확대 검토 * 학교절대정화구역(50m) → 학교상대정화구역(200m) 순으로 단계적 확대 검토 ○ (담배판촉) 담배판촉에 대한 포괄적 금지 규정을 마련하고, 불법 판촉 유형을 하위법령에 규정하여 구체화 - 누구든지 담배제품의 할인, 쿠폰제공, 유상 블로그 판촉 등의 행위를 하지 못하도록 규정
전자담배 관리 강화	<ul style="list-style-type: none"> ○ 전자담배 등 신종담배 관리체계 강화 - 경고그림, 담배광고 및 판촉규제 등 유통과정에서는 궤련과 동일한 수준의 담배규제 적용 * 전자담배, 물담배, 머금은담배, 씹는담배 등에 대한 경고그림은 각 1종씩 제시 예정 ○ 기재부 등 관계부처 합동으로 전자담배 관리방안을 조기 마련. 시행 - 전자담배 성분 표시 검증체계 구축, 니코틴 액상에 영·유아 보호 포장(childproof packaging) 도입 등 니코틴 흡입 및 중독사고 예방을 위한 안전성 확보방안 마련 (기재부 주관, 식약처 협조) - 유통질서 확립 및 과세형평을 위해 관계부처 협의를 통해 제세부담금 체계개편 등 검토 * 예시 : 부과기준을 전자담배 용액 부피 기준에서 니코틴 함량 기준으로 변경 등 - 전자담배에 첨가하는 가향제 등 안전관리 체계 개편 (식약처) * 최근 실태조사 연구 결과 등을 반영하여 가향제 등에 대한 관리기준 마련
소포장 담배 금지 및 가향 첨가 규제	<ul style="list-style-type: none"> ○ 청소년 담배 구매 등에 영향을 미치고, 가격인상 효과를 상쇄시키는 소량포장 제품 판매 금지 법제화 ('16년 담배사업법 개정) * 외국의 경우 96개국에서 20개비 이하의 소량포장 담배판매 금지 중 ○ 가향첨가 담배가 청소년 흡연에 미치는 영향분석 및 가향물질 유해성에 대한 국내 근거연구 추진 ('16~'17년, 일본, 식약처) - 근거연구 결과를 반영해, 가향물질의 규제범위 등을 결정한 후 가향물질 첨가 규제 방안 마련 ('18년)
금연지원서비스 및 금연캠페인 강화	<ul style="list-style-type: none"> ○ (청소년) 청소년 맞춤형 뉴미디어 캠페인 확대 - 청소년들의 인식 변화(멋지다→질병, 주변에 피해)를 위한 웹툰, 바이럴 영상 등 뉴미디어 캠페인 확대 - 흡연예방 교육 및 금연지원서비스 기능이 탑재된 건강앱을 스마트폰에 탑재해 활용할 수 있도록 확산하는 방안 검토 ○ (군인, 대학생) 청년시기 금연을 위한 군인, 대학생 금연 사업 확대 - 건강보험 대상이 아닌 군 장병에게 군의관을 통한 바레니클린 등 금연 치료제 지원 ('16년 하반기, 14억, 신규) - 대학이 자율적으로 참여하는 담배연기로부터 자유로운 Smoke Free Campus 운동 전개 ('16년 하반기~) * 미국의 경우, 주요대학을 포함해 1천여개의 학교가 Smoke Free Campus 참여 중 ○ (건강검진 수검자) 검진기관이 금연치료서비스를 제공할 수 있도록 하여 검진시 금연치료 서비스 제공 활성화 ('16년 하반기) - 장기흡연자 대상 저선량 CT를 활용한 폐암검진 타당도 시범연구(1만명, 국립암센터, '16~'18년)를 거쳐 제도화 방안 마련

자료: 보건복지부, 기획재정부

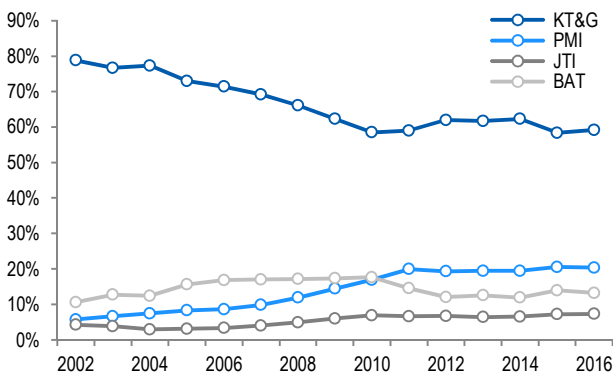
차별화된 브랜드 라인업으로 시장점유율 60% 고지 방어

1988년 7월 국내 담배시장이 외국업체에 개방된 이후 KT&G의 시장 점유율은 하향세다. 2002년 민영화 이후부터 2011년까지 국내 담배 시장 내 동사의 점유율은 연평균 2.9%씩 하락했다. 외국업체들의 마케팅으로 소비자들이 외산 담배를 접할 수 있는 기회가 많아졌고 외산 담배에 대한 부정적 인식이 현저히 줄어들었다. 이후 외산 담배는 꾸준히 점유율을 늘려왔다. 2012년 이후 경쟁사들의 판가 인상이 지속되며 반사이익으로 KT&G는 60%를 상회하는 점유율을 유지해 왔다.

하지만 2015년 담배 가격 인상으로 국내 담배 총수요가 감소한 가운데 경쟁사들의 치열한 마케팅 공세까지 이어져 KT&G는 역대 최저 점유율인 58.4%를 기록했다. 2015년 10월 취임한 백복인 사장은 취임사에서 “국내 담배 사업은 그룹의 ‘캐시카우’ 역할을 하고 해외 담배 사업으로 신흥 거대 시장을 집중적으로 개척해 성장세를 이어가겠다”고 밝힌 바 있다. 국내 담배 사업이 안정적인 현금 창출 기반이 되기 위해서는 국내 시장 점유율 수성이 수반되어야 한다. 과거 5년의 추이를 봤을 때 동사의 시장 점유율은 경쟁사들의 가격 인상이나 물량 밀어내기에 영향을 받으며 60% 전후를 등락해 왔다. 60%는 KT&G가 국내 담배 시장에서 안정적인 이익을 도모하기 위해 지켜내야 하는 암묵적인 고지가 되었다.

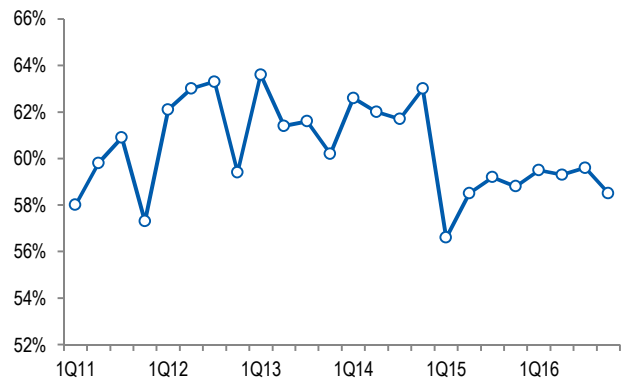
2015년 초 세금 인상 이후 외산 담배 회사들은 가격 인하와 소포장(14개입) 담배 판매 등의 전략으로 소비자들을 공략했고, 이는 가격에 민감해져 있던 소비자들에게 주요하게 작용했다. 한국 필립모리스가 ‘말보로’, ‘팔리아멘트’를 4,700원에서 4,500원으로, BAT코리아가 ‘던힐’을 4,500원으로 인하했으며 JTI코리아도 ‘메비우스’의 가격을 4,500원으로 인하했다. 2016년에도 BAT코리아가 ‘로스만 슈퍼슬림’ 시리즈를 4,100원에 출시하는 등 외국 담배 회사의 저가 공세가 이어진 가운데 외산 업체의 국내 담배 시장 점유율은 2015년 1분기 43.4%를 시작으로 작년 말까지 40%를 상회했다. 과세 표준이 담배 한 갑당 세금을 일괄 적용하는 종량제로 바뀌었기 때문에 경쟁사들의 가격 인하 전략은 수익성을 포기해서라도 점유율을 높이겠다는 의지로 해석된다.

[그림-28] 국내 담배 시장 점유율 추이



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-29] 최근 5년간 KT&G 분기별 점유율 추이



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

담배의 품질이 크게 차이가 나지 않는 상황에서 점유율을 확보하기 위해 사업자들이 꺼내 들 수 있는 카드는 가격 조정과 마케팅 전략이다. KT&G는 인위적인 가격 조정보다는 신제품 출시, 브랜드 리뉴얼 등 제품 경쟁력 강화와 마케팅에 집중하는 전략을 취하고 있다. KT&G가 민영화 이전부터 최우선으로 두었던 기조는 ‘브랜드 경영’이다. 한 부서가 여러 브랜드를 통합 관리하던 방식에서 벗어나, 브랜드를 중심으로 팀을 조직했다. 전담인력들이 브랜드에 전문성을 갖게 되고, 각 브랜드의 경쟁력 강화를 위해 투자를 한 결과, 예쎬, 레종, 더원, 보헬 등 KT&G의 대표 브랜드들이 시장에 안착할 수 있었다. 강력한 브랜드를 중심으로 충성도 높은 기존 소비자들을 유지하면서 저타르, 캡슐, 가향담배 등 트렌드를 반영해 제품 포트폴리오를 확장하는 전략으로 신규 소비자들의 다양한 니즈를 충족시켜 왔다.

실제로 최근 5년 동안 분기별 점유율 추이를 보면, 2012년 이후는 경쟁사들이 가격 인상을 단행한 가운데, KT&G는 가격을 인상하지 않았음에도, 신제품 판매가 호조를 보여 점유율이 상승했던 구간이다. 2012년부터 2014년까지 2012년 4분기를 제외하고는 모든 분기에 60%를 상회하는 점유율을 기록했다. 이는 2011년부터 출시한 보헬 모히또, 토니노 램보르기니 등 신제품들이 시장에 안착하면서 레종, 예쎬 등 기존 브랜드 제품들과 시너지를 낸 것이 점유율 방어에 효과적으로 작용했기 때문이라고 판단한다. 특히 2013년 6월 출시된 초슬림 캡슐 담배 예쎬 체인지가 출시 1년을 넘긴 2014년 8월 누적 판매량 1억갑을 돌파하며 KT&G의 점유율을 견인한 일등 공신으로 활약했다. 동사의 시그니처 브랜드인 예쎬 패밀리 브랜드는 현재 국내 초슬림 담배시장에서 85% 이상의 점유율을 기록하고 있다. 현재 KT&G 포트폴리오 내 브랜드 점유율은 예쎬 22%, 레종 6~7%, 더원 5~6%, 보헬 4~5%로 메이저 브랜드가 약 38% 점유율을 차지하고 있다.

[표-6] KT&G 대표 브랜드

브랜드명	출시연도	대표제품	특징
예쎬	1996	예쎬 체인지	외국산 초슬림형 담배에 대응한 국산 초슬림형 담배. 길이 100mm, 지름 0.5mm
레종	2002	레종 프렌치 블랙	순한 담배를 선호하는 흡연 패턴에 대응한 타르 함량 3mg의 초저타르담배
더원	2003	더원 체인지	국산 담배 최초로 타르 1mg, 니코틴 0.1mg 함량. 고흘착력 탄소복합필터 사용
보헬	2007	보헬 시가 마스터	일반 궐련형 담배의 원료 앞에 중남미산 시가엽 배합한 담배. 타르 1mg, 6mg 함량

자료: 유안타증권 리서치센터

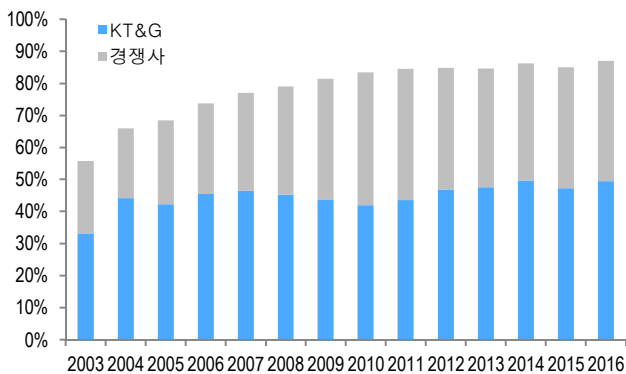
2016년 KT&G의 국내 담배 시장 점유율은 전년 대비 0.9%pt 상승한 59.3%를 기록했다. 장기적으로 점유율은 60% 이상까지 상승할 것으로 예상되지만, 경쟁사들의 가격 조정과 공격적인 신제품 출시 등 치열한 영업 환경으로 미루어 볼 때, 가파른 상승세를 기대하기는 힘들다. 2017년 연간 점유율은 전년 대비 0.2% pt 상승한 59.5%를 예상한다.

고가 담배 세그먼트 확장으로 ASP 상승

담배 시장이 점차 축소되는 가운데, 사업자들은 제품 믹스를 고가 위주로 재편함으로써 P를 방어하는 전략을 택하고 있다. 흡연자들의 선호가 저타르, 슬림형, 캡슐 담배로 옮겨 가면서 소비자들의 니즈에 맞춘 고가 신제품들을 출시하고 있다. 전체 시장에서 고가 담배 비중은 계속 증가하고 있다. 2009년 80%를 넘어선 후 증가율은 다소 둔화되는 모습이지만, 절대적인 비중은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 2016년말 기준 전체 시장에서 고가 담배는 87%의 비중을 차지하고 있다.

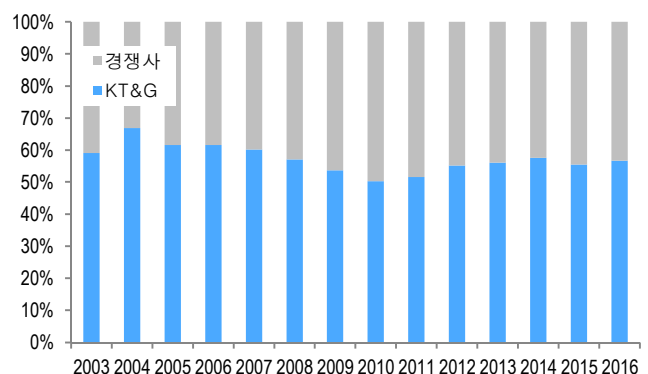
KT&G도 민영화 이후 브랜드 중심의 경영 전략을 펼치는 동시에 지속적으로 고가 담배 세그먼트를 확장해왔다. 점유율 방어를 위해 담배 가격을 인하할 수도 있었지만, KT&G는 오히려 과거 경쟁사 대비 빈약했던 고가 라인업을 확장함으로써, 프리미엄 담배에 대한 수요를 흡수하는 전략을 내세웠다. 2001년 14%에 불과했던 동사의 고가 담배(4,500원 이상) 세그먼트는 2016년말 현재 83.4%까지 확대되었다. 최근 2년간 KT&G가 출시한 제품 중 4,500원을 초과하는 가격의 초고가 담배 비중은 27%에 달한다.

[그림-30] 전체 시장 내 고가 담배 비중



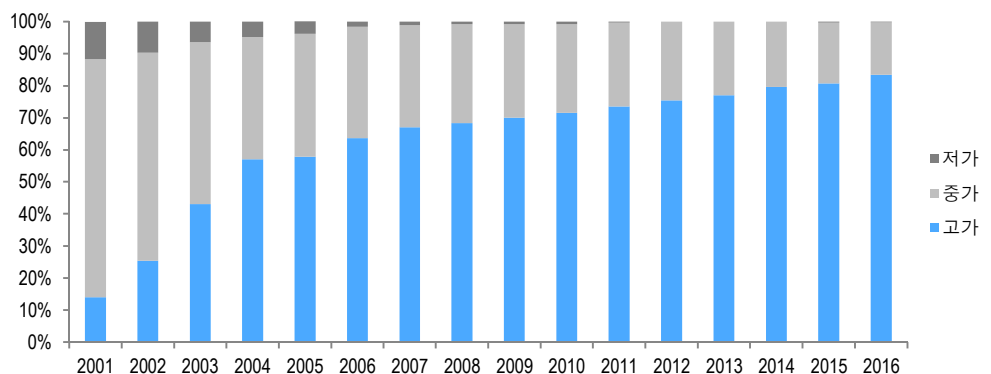
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-31] 고가 담배 내 비중



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-32] KT&G 가격대별 제품 비중



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

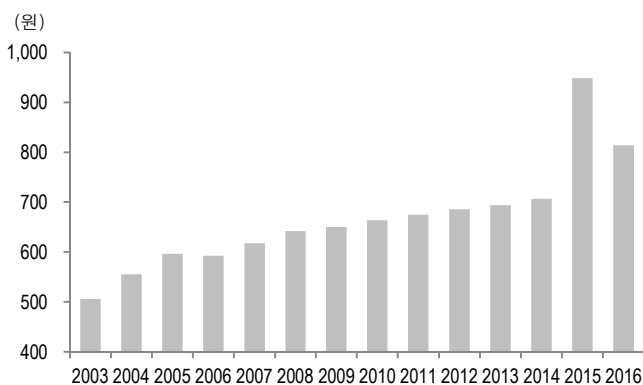
[표-7] 최근 2년간 KT&G가 출시한 담배 가격 현황

출시일	상품명	가격	출시일	상품명	가격
2017.02.	더원 말랑	4,500원	2015.11.	더원 에티켓	4,500원
2016.11.	에쎬 로열펠리스	1만원	2015.10.	에쎬 수 명작	5,000원/1만
2016.10.	보렘 시가 리브레	4,500원	2015.10.	람보르기니 구스토	4,700원
2016.09.	디스 아프리카 지포 한정판 3종	4,500원	2015.09.	보렘 시가 19+알파	4,500원
2016.08.	에쎬 체인지업	4,500원	2015.09.	디스 아프리카	4,500원
2016.07.	아프리카 마파초	4,500원	2015.08.	보렘 시가 슬림핏	4,500원
2016.06.	에쎬 체인지 밥장 에디션 3종	4,500원	2015.07.	토니노 람보르기니 아이스볼트 GT	4,700원
2016.06.	심플 에이스 3종	4,500원	2015.06.	레종 아이스팟	4,500원
2016.03.	아프리카 와일드 한정판	4,500원	2015.04.	더원 체인지 립톡	4,500원
2016.01.	에쎬 스페셜 골드	5,000원	2015.03.	디스 아프리카 몰라	4,500원
2016.01.	토니노 람보르기니 L6	4,500원	2015.03.	보렘 시가 슬림핏	4,500원
2015.12.	더원 골드라벨	5,000원	2015.02.	에쎬 체인지 미러팩	4,500원
2015.12.	보렘 시가마스터 쿠바 재즈	7,000원	2015.01.	더원 임팩트	4,500원

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

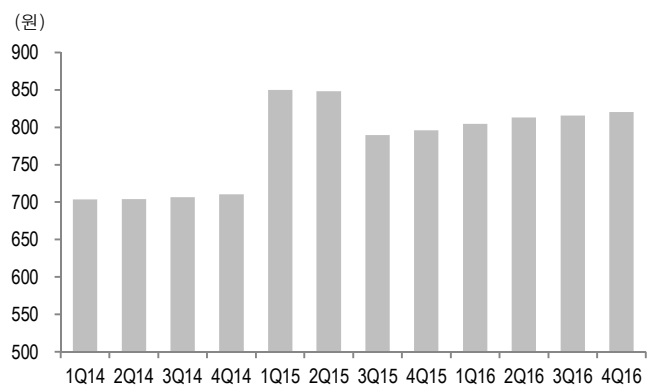
고가 담배 비중은 국내 담배 ASP로 직결된다. 고가 담배 비중이 늘어나며 국내 담배 ASP는 2003년 506원에서 2015년 948원까지 증가했다. 유통재고이익 제외 시 2015년 ASP를 786원으로 추정했을 때, 2010년부터 연평균 ASP 상승률은 3.4%에 달한다. 2016년 국내 담배 ASP는 814원을 기록했다. 2017년 ASP는 2016년 대비 1.3% 증가할 것으로 추정한다. 시장 규모, 점유율, ASP를 반영해, 2017년 국내 담배 부문 매출액은 전년 대비 3% 증가한 2조7,501억원을 예상한다.

[그림-33] 국내 담배 연간 ASP 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-34] 2015년 가격 인상 전후 국내 담배 분기별 ASP 추이



주: 15년 재고차익 영향으로 일시적 상승

자료: 유안타증권 리서치센터

홍삼 - KT&G의 밝은 내일

건강기능식품 시장 성장의 중심축

인삼사업은 규모의 경제가 핵심인 자본집약적 산업으로, 원료삼의 조달까지 기본 6년이 소요되며 재배 및 제조 기술이 요구되는 등 비교적 진입장벽이 높은 산업이다. 1996년 홍삼 전매제도가 폐지된 이후, 시장 경쟁이 시작되며 여러 사업자들이 시장에 진입했다. 주요 업체로는 한국인삼공사(이하 KGC), 농협홍삼, CJ제일제당, 동원F&B 등이 있으며, 유통업체들도 자체 브랜드를 통해 제품을 출시하기 시작하는 등 업계 추정에 따르면 홍삼 관련 제품 제조사만 350여 곳에 달하는 것으로 알려졌다. KGC는 2015년 매출액 기준 점유율 70.6%을 차지하는 홍삼 시장 내 1위 사업자이며, 2위와도 압도적인 차이를 보이며 독보적인 입지를 구축하고 있다.

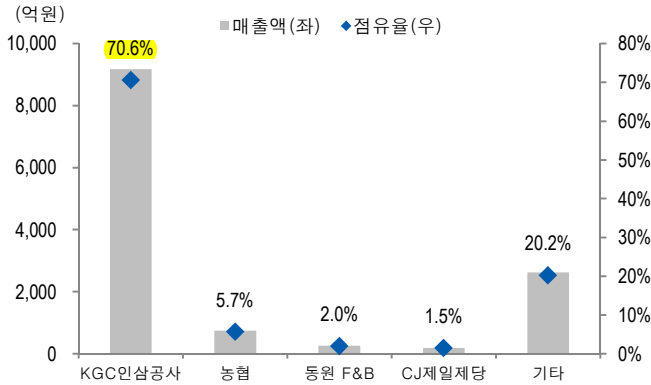
KGC는 지역 인삼 조화와 6년근 인삼의 100% 계약 재배를 통해 인삼의 품질을 관리하는 점을 경쟁사와의 차별점으로 내세우고 있다. 매입가를 일반 농가보다 높게 책정하는 대신, 홍삼뿐만 아니라, 인삼을 재배하는 토양도 안전성 검사 대상에 포함할 만큼 철저한 검사와 감독·관리를 통해 높은 수준의 품질을 요구한다. 충남 부여에 고려인삼창을 두고 있으며 대부분의 제품을 이곳에서 생산하고 있다.

KGC의 내수 매출액은 홍삼 시장의 성장과 함께 증가해왔다. 홍삼 등 건강기능식품은 그간 선물용 수요가 많아 내수 경기의 영향을 많이 받아왔는데, 2012년~2013년 국내 소비 경기 부진으로 역성장을 기록했다. 2014년 경기 회복과 함께 턴어라운드한 이후 2015년 12.9%, 2016년 20.7%의 연간 성장률을 보이며, 매출액 1조원을 돌파했다.

내수 매출액이 증가할 수 있었던 주 요인은 전술했듯이, 건강기능식품 시장의 성장이다. 기대수명이 늘어나고 건강하게 여생을 살고자 하는 사람들이 많아지면서 건강기능식품에 대한 소비자들의 관심이 점점 커지고 있다. 국내 시장은 꾸준히 확대되고 있다. 식품의약품안전처에 의하면, 국내 건강기능식품 시장 규모는 2015년 기준 2조3,291억원으로 2011년 대비 528% 성장했다. 국내 생산 실적도 작년 1조8,230억원으로 2011년 대비 33% 증가했다. 작년 9월부터 김영란법이 시행되며, 홍삼을 비롯한 건강기능식품들의 선물용 수요가 감소하며 시장에 타격이 있을 것이라는 우려가 있었다. 그러나 건강기능식품의 자가 섭취 수요가 증가하면서 선물용 수요 감소분을 어느 정도 상쇄시킬 것으로 예상된다. 한국건강기능식품협회에 따르면, 섭취하고 있는 건강기능식품을 본인이 직접 구매한 비율은 2012년 58.3%에서 2016년 72.5%로 증가했다.

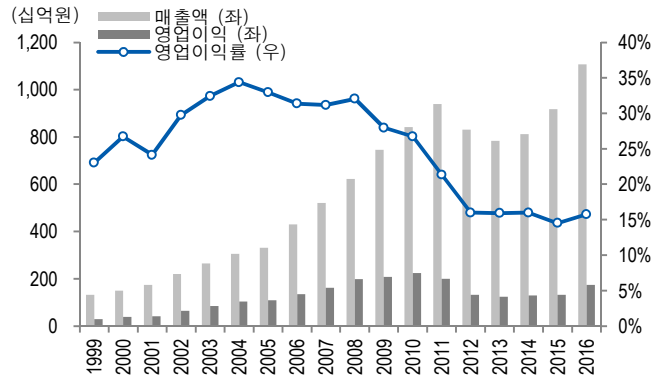
건강기능식품 시장이 확대되면서 소비자가 선택할 수 있는 품목도 다양해졌다. 이 중 생산실적 1위 품목은 단연 홍삼으로, 2015년 38.1%를 차지하며 수년째 선두 자리를 지키고 있다. 식약처는 건강기능식품 주원료로 사용할 수 있는 홍삼에 대해 기억력 개선, 혈행 개선, 항산화, 갱년기 여성 건강에 도움, 면역력 개선, 피로 회복 등 여섯 가지 기능을 인정하고 있다. 면역력 증진 효과와 고려 인삼에 대한 소비자들의 신뢰를 바탕으로 국내 시장에서의 홍삼 선호 현상은 향후에도 꾸준히 지속될 것으로 보임에 따라, KGC의 내수 매출 또한 견조할 것으로 예상된다.

[그림-35] 국내 홍삼시장 점유율 현황 (2015)



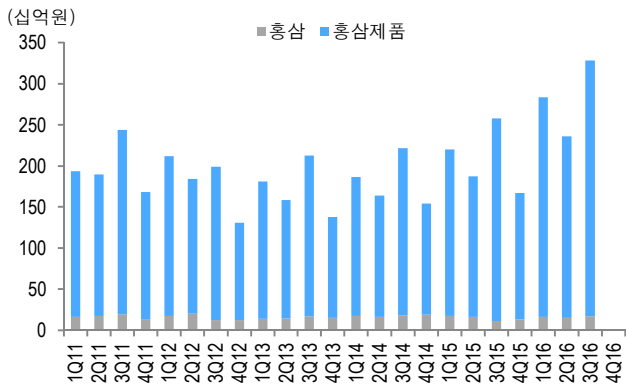
자료: 업계 추정, 유안타증권 리서치센터

[그림-36] KGC 매출액 및 영업이익 추이



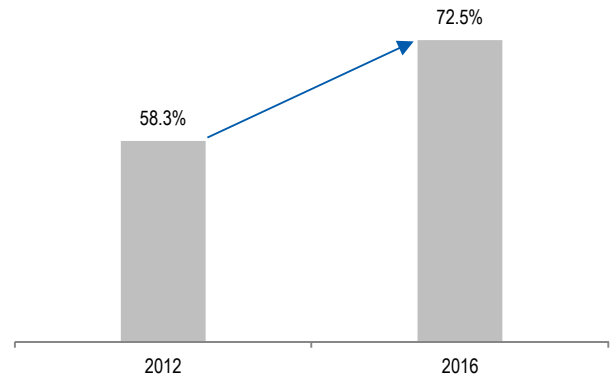
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-37] KGC 내수 매출액 구분



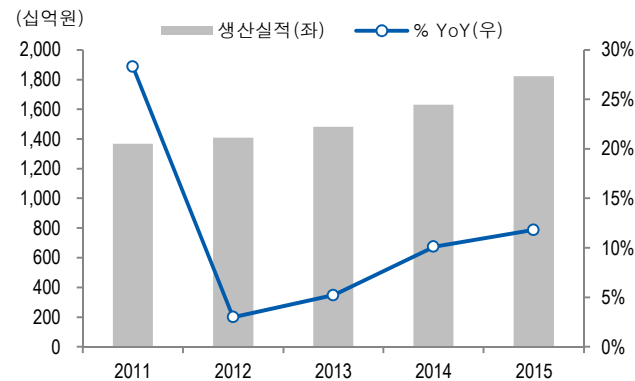
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-38] 건강기능식품 본인 직접 구매 비율



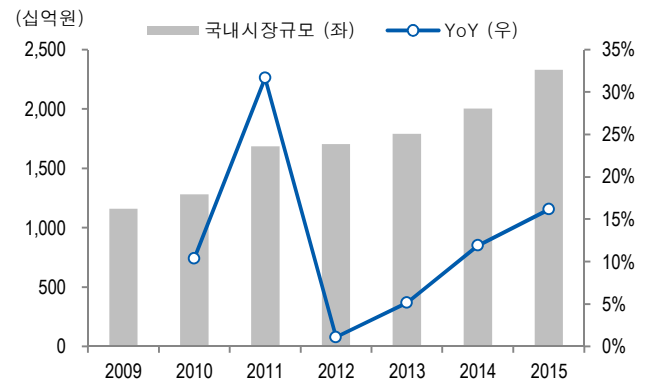
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림-39] 건강기능식품 생산 실적



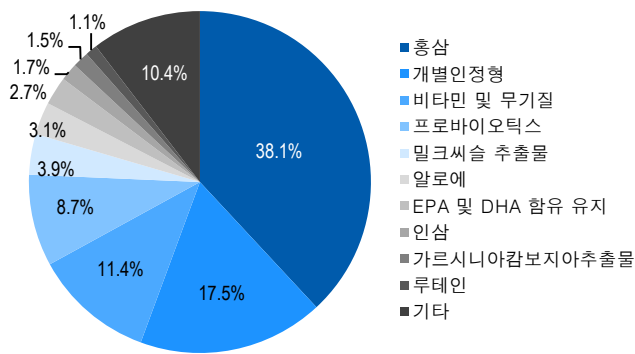
자료: 식품유통연감

[그림-40] 건강기능식품 국내 시장 규모



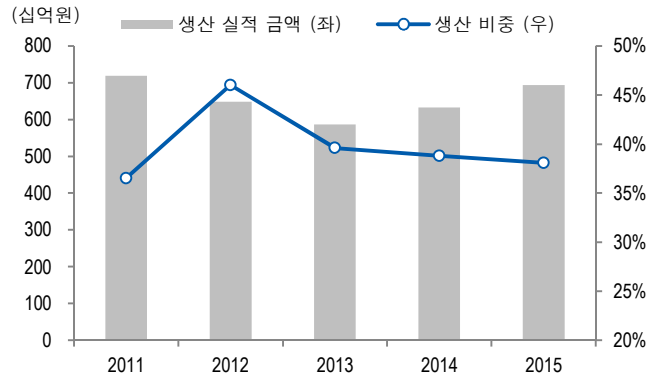
주: 국내시장규모=생산-수출+수입 / 자료: 식품유통연감

[그림-41] 2015년 건강기능식품 품목별 생산실적 비중



자료: 식품유통연감

[그림-42] 국내 홍삼 생산 실적 및 전체 품목 중 생산 비중 추이



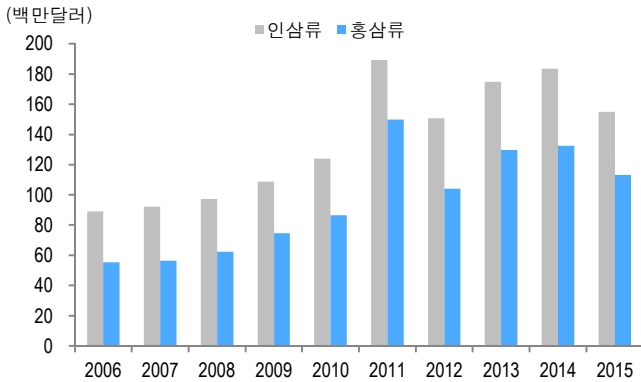
자료: 식품유통연감

한편, **홍삼 수출 부문은 고전**하는 모습이다. 2015년 우리나라 인삼류 수출 금액은 1억5,510만 달러로 전년 대비 15% 감소했다. 2011년 1억8,934만달러를 기록했으나, 이후부터는 증가세가 꺾였다. 우리나라 인삼류 수출의 약 85%가 중국, 홍콩, 대만, 일본, 미국 5개국을 대상으로 이뤄 지는데, 중국, 홍콩, 대만 등 주요 시장의 소비 경기 둔화가 수출 감소로 이어진 것으로 파악된다. 또한 중국에서 2013년부터 시작된 시진핑 정부의 부패 척결 정책으로 고가 선물로 통했던 한국 인삼의 수요가 감소하면서 수출액이 급감했다. 실제로 2011년 이후 홍삼 가공제품의 수출 금액은 소폭이나마 증가세를 이어나온 반면, 홍삼(뿌리삼) 수출금액은 연평균 12%씩 감소했다.

KGC의 2016년 수출액은 전년 대비 30.5% 감소한 568억원이다. 대만, 미국, 중국, 일본, 인도네시아에 해외법인을 두고 해외 시장을 공략하고 있지만 수출액은 2011년을 정점으로 지속적으로 감소하고 있다. 해외법인도 크게 이익을 내지 못하고 있는 상황이다. KGC는 2015년 해외법인들에 대해 총 281억원의 손상차손을 인식한 바 있으며, 특히 중국 소재의 정관장육년근상업유한공사와 길림한정인삼유한공사는 2016년 당기순손실을 기록했다.

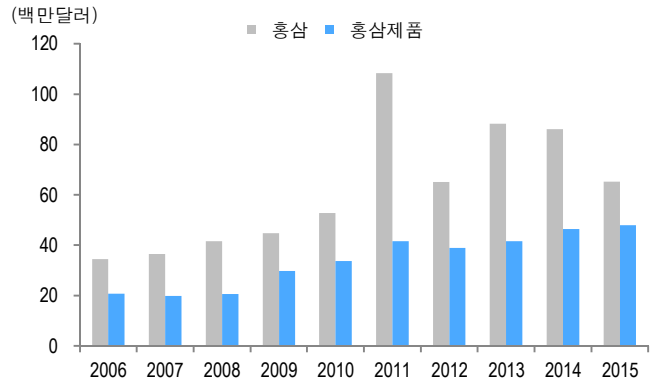
정관장육년근상업유한공사는 KGC가 중국에 정관장을 수출하기 위해 2009년 설립한 법인이다. 8년간 155억원을 투자했으나, 2014년부터 당기순손실을 기록했고, KGC는 2015년 158억원을 손상차손으로 인식했다. 이후 작년 231억원을 추가 출자한 상태다. 또 다른 중국법인인 길림한정유한공사는 KT&G가 2011년 중국 현지 공장을 통해 중국 전용 브랜드 ‘은진원’을 판매할 계획으로 설립했으나, 사업 성과 부진으로 2014년 KGC에 현물출자 방식으로 매각했다. KGC는 작년 길림한정유한공사에 515억원을 추가 출자했다. 2012년부터 인삼 씨를 파종해 재배 과정에 돌입했고, 공장도 완공이 되었으나, 장기전인 인삼 사업의 특성상 당기에 이익을 회수하기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

[그림-43] 인삼류 수출 금액 추이



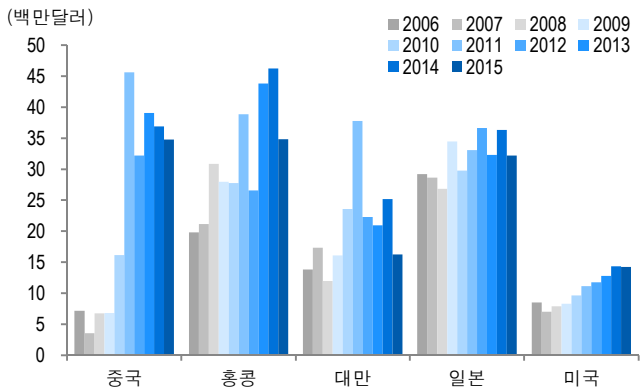
자료: 한국농수산식품유통공사, 유안타증권 리서치센터

[그림-44] 홍삼 및 홍삼제품 수출 금액 추이



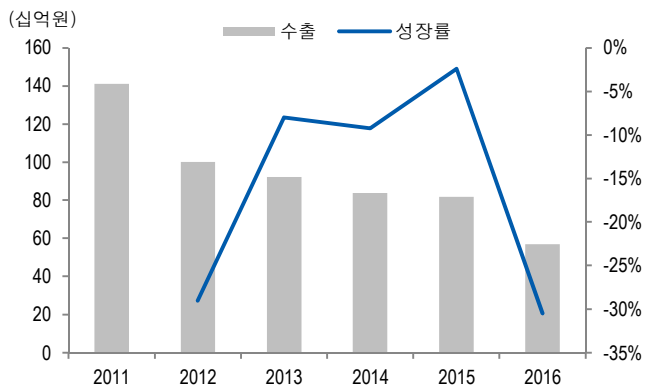
자료: 한국농수산식품유통공사, 유안타증권 리서치센터

[그림-45] 주요 국가별 인삼류 수출 실적 추이



자료: 한국농수산식품유통공사, 유안타증권 리서치센터

[그림-46] KGC 홍삼 수출 부문 매출액 추이



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

내수홍삼 매출 꾸준히 증가, 수출홍삼 가공제품 중심의 성장 전망

2017년 홍삼 부문의 매출액은 1조2,186억원으로 예상되는 가운데, **내수 부문은 8.8% 성장**할 것으로 보인다. 이는 1) 국내 건강기능식품 시장의 성장세가 지속될 것으로 예상되고, 2) 제품 라인업과 특정 소비자 타겟 제품 확대, 3) 유통채널 확대 및 적극적인 마케팅을 통한 매출 증가가 기대되기 때문이다. 반면, 올해 수출 부문 매출은 전년 대비 33.3% 증가할 것으로 기대되는데, 이는 1) 뿌리삼 수요 부진에 대응해 홍삼 가공제품으로 중화권 시장에 대응하고, 2) 비중화권 시장 수출 또한 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

시장조사기관 트랜스패어런스마켓리서치에 따르면 2015년부터 2021년까지 세계 건강기능식품 시장은 연평균 7.3% 성장할 전망이다. 2015년 시장 규모는 1,826억달러를 기록했으며 2021년에는 2,790억달러까지 커질 것으로 추정된다. 국내 건강기능식품 시장도 이러한 흐름에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다. 홍삼은 건강기능식품 중 상대적으로 고가에 속해 초기에는 선물

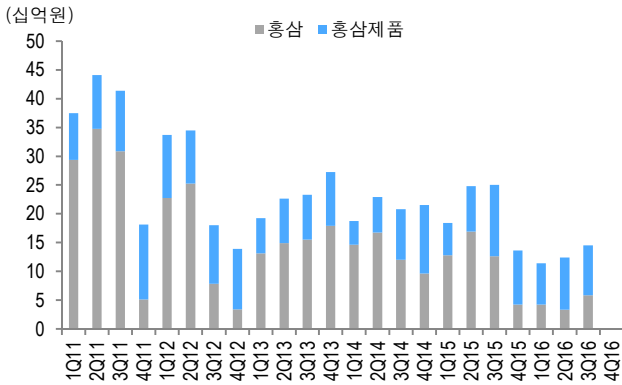
용으로 많이 인식되었으나, 최근에는 자가 섭취 수요가 늘어나는 추세다. 절대적인 시장규모가 커지는 것은 사업자에게 긍정적인 부분이지만, 시장 규모가 커지면서 홍삼의 대체재가 될 수 있는 제품들이 많아지고 있는 사실은 동사가 대응해야 할 부분이다. 실제로, 최근 3년간 판매금액을 기준으로 보면 홍삼 대비 기타 건강기능식품의 구매 비중이 점차 증가하고 있다.

이에 대응하기 위해 KGC는 정관장 브랜드로 대표되는 홍삼농축액 베이스 제품 이외에 새로운 제품으로 라인업을 강화하고 있다. 아직은 홍삼이 건강기능식품 중 가장 선호도가 높긴 하나, 홍삼 이외의 다양한 기능을 가진 건강 식품 성분을 추가해 소비자들의 수요를 만족시킨다는 전략이다. 트렌드에 따라서 아로니아, 흑마늘, 헛개 등 유행하는 건강기능성물질을 함유한 복합제품들로 라인업을 다양화해 전체 건강기능식품 시장 점유율을 확대해 나간다는 목표를 세우고 있다. 또한 과거에는 홍삼이 중년 남성을 위한 건기식이라는 이미지가 강했지만, 특정 연령층을 타겟으로 한 제품을 출시함으로써, 구매 연령층을 확대하고 있다. 중년 여성을 대상으로 한 ‘화애락’, 중년 남성 대상의 ‘홍천웅’, 수험생을 겨냥한 ‘아이패스’ 등이 좋은 반응을 얻고 있다. 홍삼정 농축액을 액상 형태로 스틱 포장에 담은 제품인 ‘홍삼정에브리타임’은 2012년 출시 이후 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있는 제품이다. 시간과 장소에 구애 받지 않고 쉽고 간편하게 즐길 수 있다는 장점이 있어, 특히 직장인들에게 호응을 얻고 있다. 참고로, 에브리타임을 구매한 20~30대의 비중은 전년 대비 188% 증가했으며, KGC의 전체 홍삼 구매 고객 중 2030 세대의 비율은 전년 대비 36% 증가한 17.7%를 기록했다.

마케팅에 있어서도 적극적인 행보를 보이며 프로모션과 광고를 진행하고 있다. 2016년 KGC의 매출액 대비 광고선전비 비중은 11.3%를 기록하며 전년 대비 0.8%pt 증가했다. 판관비가 증가하는 부담이 있지만 마케팅비용 투입만큼 매출이 일어나고 있기 때문에, 당분간 마케팅 공세는 지속될 것으로 예상된다. 홍삼의 유통채널은 크게 로드샵(가맹점, 직영점), 법인채널(백화점, 대형마트, 면세점), 기타(Retail, 홈쇼핑, 온라인, 특판 등) 채널로 구분된다. 가장 마진율이 좋은 채널은 로드샵으로, 현재 800개 정도의 점포에 5% 정도가 직영으로 운영되고 있다. 최근에는 중국인 관광객들의 홍삼제품 구입이 증가하면서 면세점 판매 호조로 법인채널 비중이 증가했다.

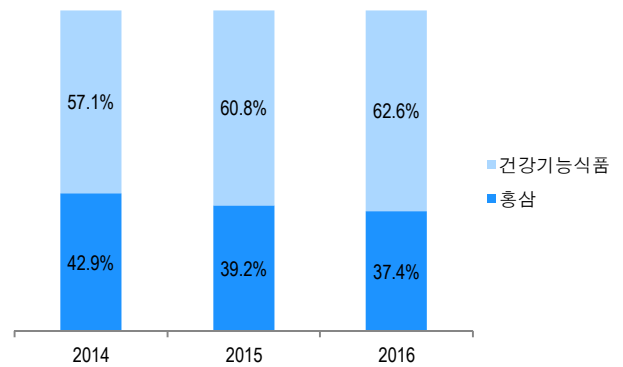
KT&G는 올해 KGC의 수출 부문 매출액으로 920억원을 제시했다. 전년 대비 62% 증가를 예상한 금액이지만, 2016년 수출 금액이 568억원으로 역사상 바닥에 가까운 금액이었던 것을 고려해보면, 달성하기 어려운 숫자는 아니라고 판단된다. 2016년의 수출 부진은 뿌리삼 수요 급감에 기인했다. 하지만 중국에서 반부패 정책이 지속되고 있어, 고가인 뿌리삼의 수요가 단기간 내에 회복될 것으로 보이진 않는다. 하지만 중국 건강기능식품 시장은 1,440억달러(약 165조원) 규모로 추정되고, 향후에도 지속적으로 증가할 것으로 예상되기 때문에 간과할 수 없는 시장이다. 동충하초, 인삼, 녹용을 3대 건강식품으로 취급하는 중국에서 홍삼의 인지도는 아직 낮은 실정이다. KGC는 수요가 감소하는 뿌리삼 대비 가격이 저렴하고, 섭취가 쉬운 홍삼 가공제품에 주력하는 방향으로 홍삼의 인지도를 높이고, 수출을 확대할 전략을 가지고 있다. 문제는 중국에서는 6년근 수삼을 의약품으로 취급하고 있어, 국산 홍삼 제품의 중국 내 유통이 쉽지 않다는 것인데, 이에 대응해 중국에서 생산한 5년근 원료로 제조한 현지 브랜드 상품으로 시장 공략을 준비하고 있다. 한편, 비중화권 시장 수출은 일본이 전년 대비 40%, 미국이 20% 증가했는데 올해도 기초를 이어갈 것으로 보고 있다.

[그림-47] KGC 수출 매출액 구분



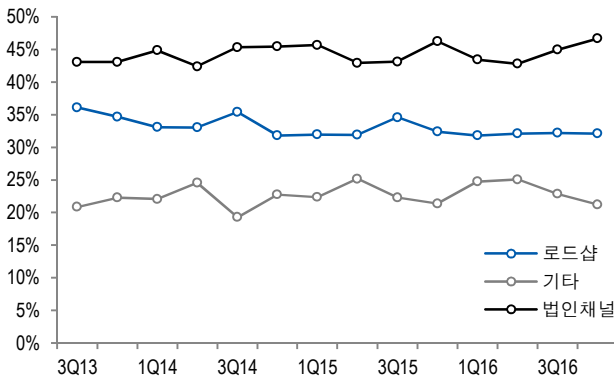
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-48] 홍삼과 기타 건강기능식품 구매금액 비중 비교



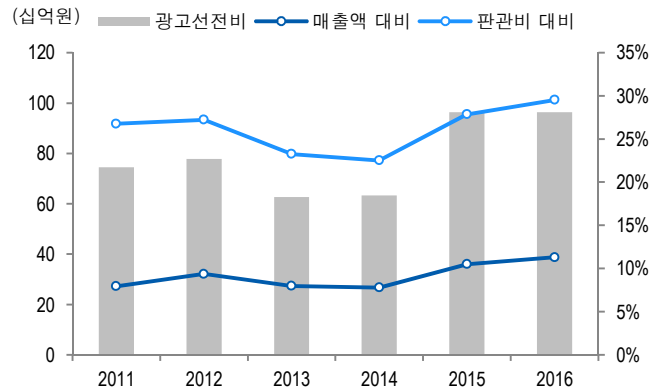
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림-49] 유통 채널별 매출 비중



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

[그림-50] KGC 광고선전비 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[표-8] KGC 홍삼 제품 라인업

브랜드	제품	제품명	특징
정관장	홍삼뿌리	천삼, 지삼, 양삼, 절삼	수백가지 기준에 의해 구분. 홍삼 본연의 제품
	홍삼농축액	홍삼정	6년근 홍삼 농축 진액
		에브리타임	홍삼농축액 소포장제품. 20,30대 직장인 호응
기능성	홍이장군, 아이패스	키즈/청소년 대상 전문 제품	
	홍천웅, 화애락	남성, 여성 전문 제품	
굿베이스	홍삼혼합	홍삼담은 아로니아/산수유/블루베리 등	홍삼과 자연소재 혼합 제품
	자연소재류	자연이키운 아로니아/배 등	자연소재 과즙 제품

자료: KGC, 유안타증권 리서치센터

부동산 - α 가 커진다

KT&G 부동산 부문은 전체 연결 매출액에서 차지하는 비중이 4% 정도로 크지 않으나, 내부적으로 부동산 사업단을 꾸려 진행할 만큼 회사에서 관심을 갖고 사업을 하는 부문이다. 민영화 이후 2003년부터 동대문 복합건물의 분양을 시작으로 본격적인 부동산 투자를 시작했다. 전매청 지점과 제조장을 효율화하는 과정에서 발생한 유휴 부지가 투자 대상이 되었다. 2006년 중장기 마스터 플랜에서 비업무용 부동산에 대해 ‘개별 부동산의 매각가치와 개발가치를 비교 분석하여 ①매각, ②개발, ③경제가치 극대화시까지 보유 후 개발로 구분, 전략을 추진함으로써 보유 부동산의 경제적 가치를 극대화시켜 나갈 것’ 이라고 자산운영 효율화 전략을 제시한 바 있다.

부동산 부문 매출액은 분양수익과 임대수익으로 나뉘는데, 변동성이 큰 분양수익이 전체 부동산 매출액을 좌우한다. 유휴 부지에 주거시설을 시공해 분양하는 방식으로 수익을 창출해 왔다. 2005년부터 수원창, 전주창, 대전 연구원숙사, 안동원료공장, 대구창 부지에 주상복합건물을 세워 분양했다. 2009년에는 전주 아파트 분양수익만으로 2,156억원을 거둬들이며 부동산 매출액이 2,580억원으로 정점을 찍었다. 그 이후로는 대규모 개발 계획이 부재해 부동산 매출액이 감소했다가, 2012년 안동 원료공장 자리에 세운 아파트 분양수익 발생 이후, 2014년 대구창 개발 수익 발생까지 꾸준히 부동산 매출액이 증가해 왔다.

현재는 수원창 부지에 주상복합건물 건립 계획을 진행 중이다. 수원 연초제조창 부지 약 9만2천평에 주거·상업시설 및 공원을 짓는다는 계획이다. 현재 지자체 및 주민들과 협의 중이며, 회사는 빠르면 2017년말, 늦어도 2019년에 분양할 수 있을 것으로 전망하고 있다. 단위 규모가 커 상당한 분양 수익이 예상된다.

[표-9] KT&G 유휴 부지 개발 현황

분양 시점	개발 대상 부지	개발 현황	시공사
2003	성동지점	주상복합건물 '디오트' 분양	쌍용건설
2005	수원창 일대	고급빌라 '레미안 클래식' 48가구 분양	삼성물산
2006	전주창	아파트 'SK 뷰' 712가구 분양	SK 건설
2009	대전 연구원숙사	아파트 분양	-
2010	청주창	청주시에 매각	350억원에 매각
2012	안동원료공장 아파트 분양	아파트 '센트럴자이' 952가구 분양	GS 건설
2014	대구창	주상복합 '센트럴자이' 1245가구 분양	GS 건설
2017~2019 예상	수원창	주상복합건물 건립 예정	-

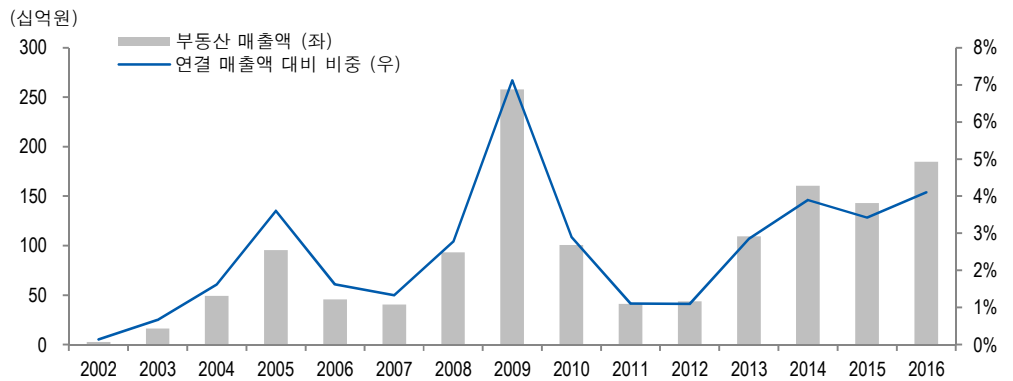
자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

부동산 임대 수익은 2012년 이후 연간 400억원대를 유지해왔다. KT&G타워, KT&G 대치, KT&G 서대문, KT&G수원, 분당KT&G타워, 을지로KT&G타워, KT&G대구본부, KT&G제주본부 등의 건물을 임대해 수익을 창출하고 있다. 2016년 임대 수익은 481억원으로 전년 대비 8% 증가했다. 이는 작년 5월 ‘코트야드 메리어트 서울 남대문’ 호텔 개관으로 임대 수익이 추가로 발생한 것에서 기인한다. 2015년 10월에 200억원을 출자해 설립한 호텔사업 전문 법인 상상스테이가 코트야드 메리어트 서울 남대문의 관리를 맡고 있다. 100% 연결법인인 상상스테이는 서울에서 제주까지 호텔, 리조트, 기업연수를 아우르는 종합 관광·레저 기업을 표방하고 있다.

부동산을 직접 개발하는 것뿐만 아니라 리츠나 부동산투자펀드를 통한 간접 투자에도 참여하고 있다. KT&G는 현재 과천 코오롱타워, 호텔 스카이파크 명동 2호점, 호텔 스카이파크 센트럴 명동점, 티마크호텔 명동, 강남구 스타빌딩 등에 투자하는 5개 리츠의 지분을 보유하고 있고, 2014년에는 700억원 규모의 ‘신라스테이 제주’ 인수에 100억원을 투자한 바 있다. 2015년 부동산 금융투자에 따른 배당수익은 157억원을 기록했다.

2016년말 별도 기준 6,887억원의 현금 및 현금성자산과 장부가액 3,350억원에 달하는 투자부동산을 보유하고 있어, 이를 기반으로 한 부동산 사업 부문의 수익 창출은 지속될 전망이다.

[그림-51] KT&G 부동산 부문 매출액 추이



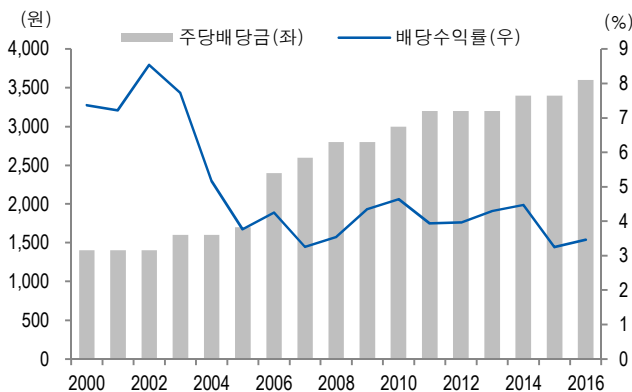
자료: 유안타증권 리서치센터

배당 – 견고한 주가 지지선

KT&G의 현재 시가배당률은 3.5%로 음식료 섹터 내 상위 수준이다. 글로벌 피어 평균 3.6%와도 유사한 수준이다. 2000년 이후 주당배당금을 감액한 적이 없고, 회사도 고배당정책을 지속적으로 유지할 수 있도록 하겠다는 입장이기 때문에 앞으로 배당금이 감액될 가능성은 낮다. 향후 KT&G의 배당금은 상승할 것으로 예상하는데 1)잉여현금이 증가하고 있어 배당 여력이 충분하며, 2)글로벌 담배 사업자들의 배당수익률을 고려해봤을 때 장기적으로 KT&G도 경쟁력 확보 차원에서 유사한 수준을 달성할 가능성이 높기 때문이다.

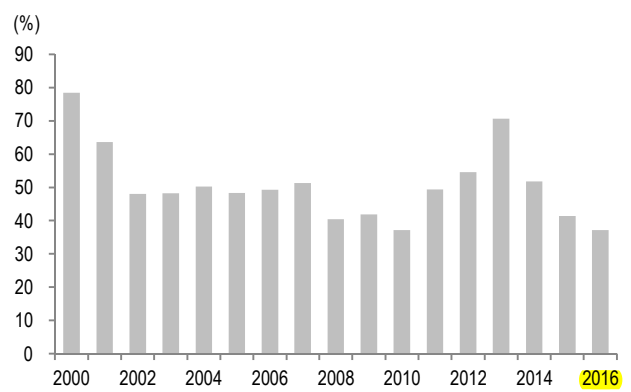
2014년 이후 영업이익이 증가함에 따라 매년 창출하는 잉여현금도 증가하고 있다. EBITDA에서 CAPEX, 법인세비용, 배당금을 제외하고 남은 잉여현금이 2014년 2,500억원, 2015년 5,000억원 수준이며, 2016년 6,500억원에 달하는 것으로 추정된다. 2017년 예상 EBITDA는 전년 대비 14.5% 증가한 1조6,840억원으로 추정되며 CAPEX와 법인세비용, 배당금 증가를 감안해도 6,000억원의 잉여현금 창출은 충분히 가능할 것으로 본다. 현금배당 재원이 되는 이익잉여금은 2016년말 기준 1조6,000억원 규모이다. 잉여현금 증가로 이익잉여금 규모 또한 확대될 것으로 보이며, **배당을 증액할 수 있는 기반은 충분하다.**

[그림-52] KT&G 주당배당금 및 배당수익률 추이



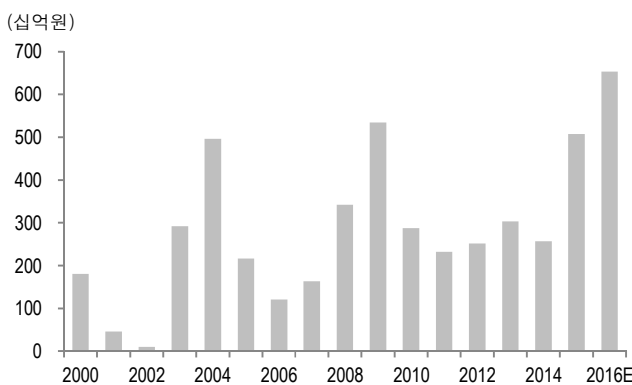
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-53] KT&G 배당성장 추이



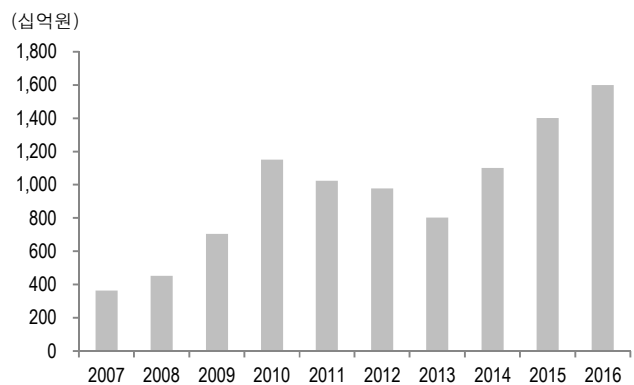
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-54] KT&G 잉여현금 추이



주: 영업이익+감가상각비-CAPEX-법인세비용-배당금 단순계산 / 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-55] KT&G 이익잉여금 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

일부 투자자들은 글로벌 피어 대비 낮은 배당성향에 대해 우려하기도 한다. 글로벌 주요 담배 사업자들의 2016년 평균 배당성향은 80%다. PM이 2016년 기준 93%로 가장 높은 수준이다. Philip Morris(이하 PM)는 지난 2008년 Altria에서 분사한 이후 9년 연속 배당금을 상향해 왔다. 2008년 1.84달러였던 DPS는 2016년 4.16달러까지 증가하며 연평균 10.7% 성장했다. 2017년 EPS 가이드선으로 4.70~4.85달러를 제시했는데 이는 환율 효과 제외 시 2016년 대비 9%~12% 성장을 예상한 수치이다.

말보로의 미국 판권을 보유하고 있는 Altria는 순이익의 80%를 배당한다. 2014년에는 2016년 말까지 자사주 10억달러 매수 프로그램을 제시한 바 있으며, 작년 10월, 이를 2018년 상반기 기준 30억달러까지 확대하겠다고 발표했다. 2016년에만 45억달러의 배당금을 지급했으며, 10억 달러 규모의 자사주를 매입했다. 2016년 기준 전년 대비 12.4% 증가한 금액인 주당 2.44달러 배당을 결정했다.

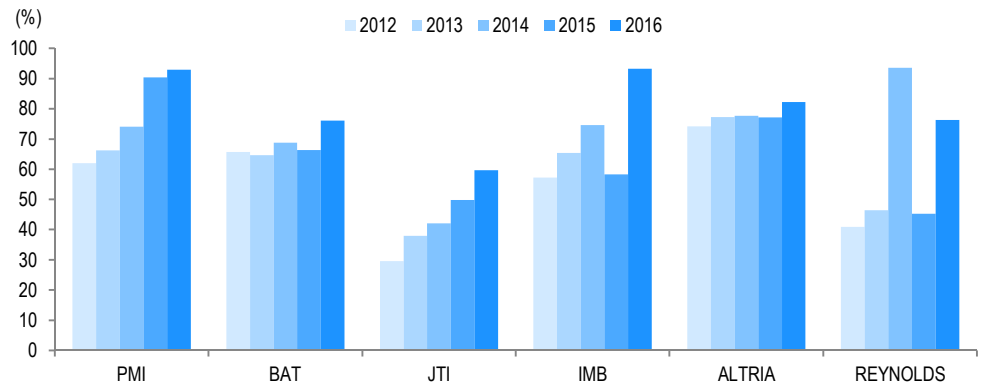
Japan Tobacco(이하 JT)는 최근 5년간 큰 폭으로 배당금을 상향하고 있다. 배당성향은 2016년 60%로 다른 글로벌 사업자 대비 낮은 수준이지만, JT의 주당배당금은 과거 5년 동안 연평균 26% 증가했다. 2016년 주당배당금은 130엔이며 2017년 가이드선으로 140엔을 제시했다. 이를 위해 2017년 경영 계획에서 향후 3년간 한 자리 수 중후반대의 이익성장률을 달성할 것을 공언했다.

BAT는 2016년 순이익 감소에도 불구하고 전년 대비 9.7% 증가한 1.69파운드 배당을 결정했다. 배당성향은 전년 68%에서 76%로 증가했다.

KT&G의 2016년 배당성향은 전년 대비 4%p 하락한 37%로 2013년 이후 하락세를 보이고 있다. 배당성향이 글로벌 피어 대비 높은 수준은 아니다. 하지만 주목해야 할 부분은 글로벌 피어의 배당성향이 상승 추세를 유지할 수 있었던 이유는 EPS 성장률 대비 DPS 성장률이 높았기 때문이라는 점이다. KT&G는 과거 3년 DPS 성장률은 4%로 글로벌 피어 평균 7.3%에 미치지 못했으나, 과거 3년 EPS 성장률은 29%로 글로벌 피어 중 가장 높은 성장률을 달성했다. 배당성향은 낮은 수준이지만, EPS 증가로 배당을 할 수 있는 이익 체력은 증진되고 있다는 점을 주목해야 한다.

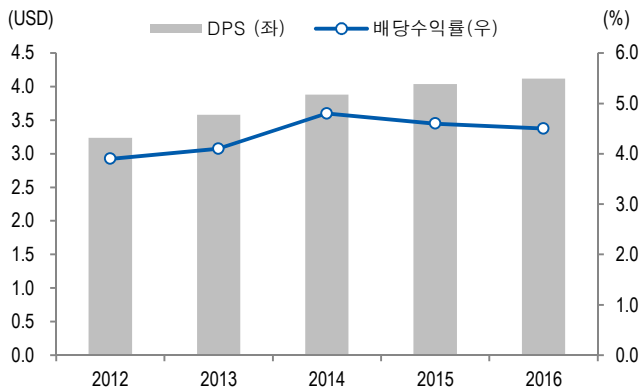
2017년 DPS는 전년 대비 200원 증가한 3,800원으로 예상된다. 2017년 예상 DPS 기준 현재 배당수익률은 3.7%로, 글로벌 피어들의 2017년 예상 평균 배당수익률과 같다. 목표주가 132,000원 기준 배당률은 2.9%이다. 음식료 섹터 내 최상위 수준이며 KOSPI 평균 배당수익률 1.5%과 비교해도 높은 수준이다.

[그림-56] 글로벌 피어 배당성장 추이 비교



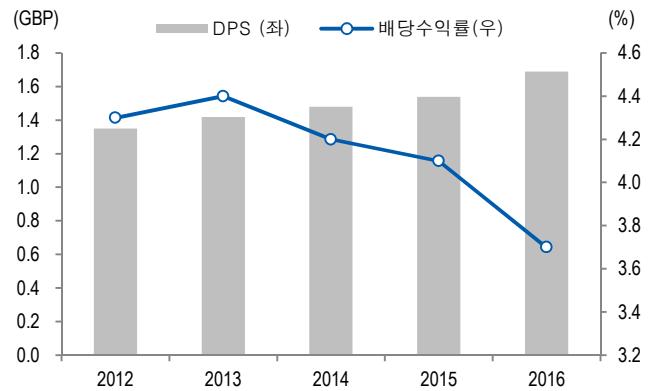
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-57] Philip Morris DPS 및 배당수익률 추이



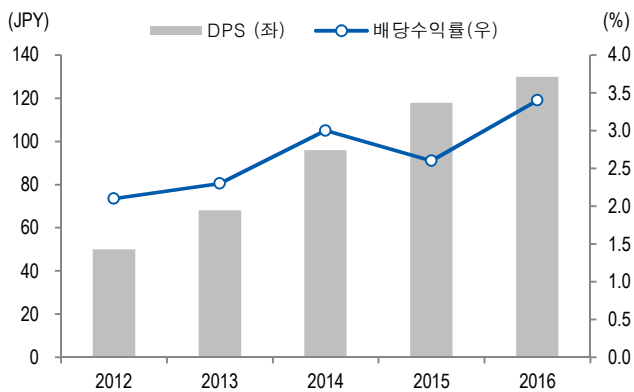
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-58] British American Tobacco DPS 및 배당수익률 추이



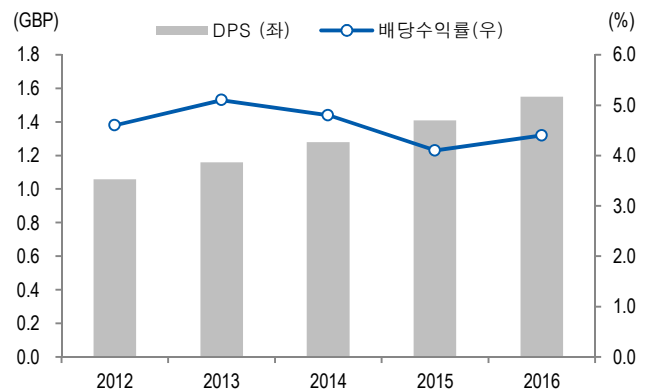
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-59] Japan Tobacco DPS 및 배당수익률 추이



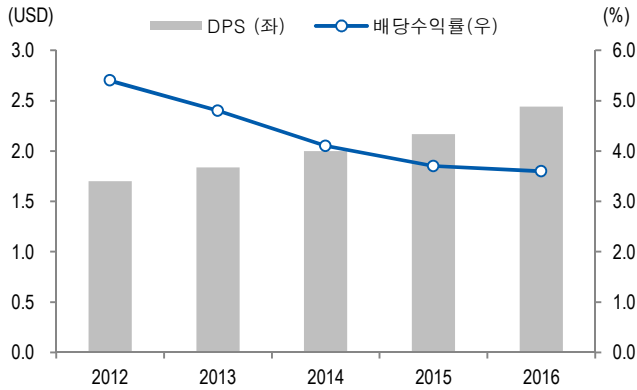
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-60] Imperial Brands DPS 및 배당수익률 추이



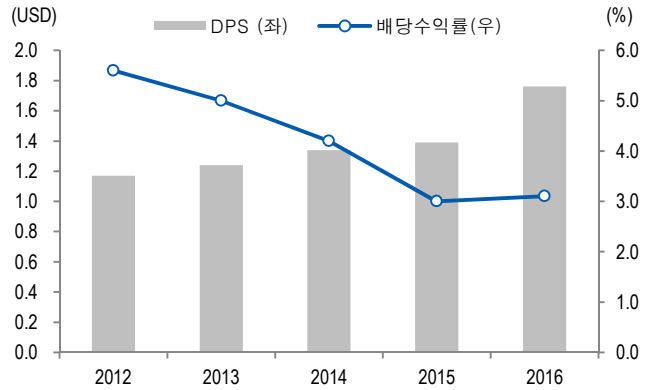
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-61] Altria Group DPS 및 배당수익률 추이



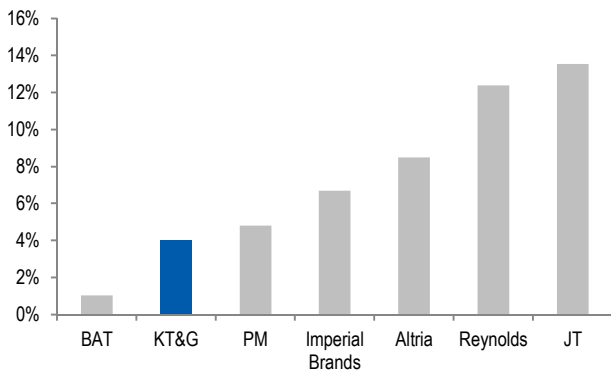
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-62] Reynolds American DPS 및 배당수익률 추이



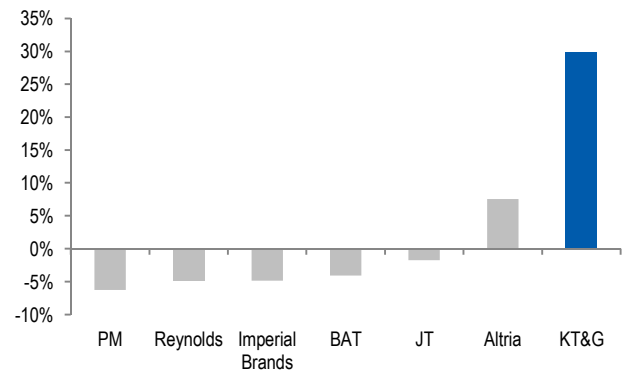
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-63] 글로벌 담배 사업자 과거 3년 연평균 DPS 성장률



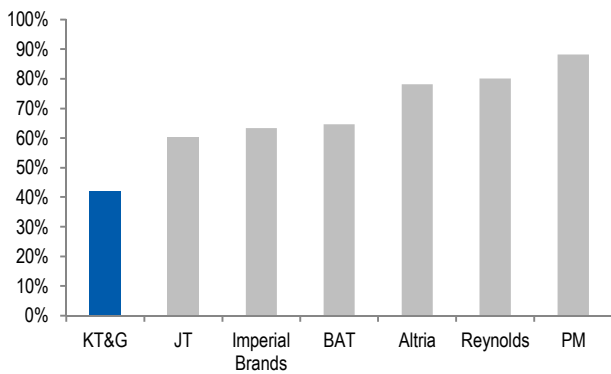
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-64] 글로벌 담배 사업자 과거 3년 연평균 EPS 성장률



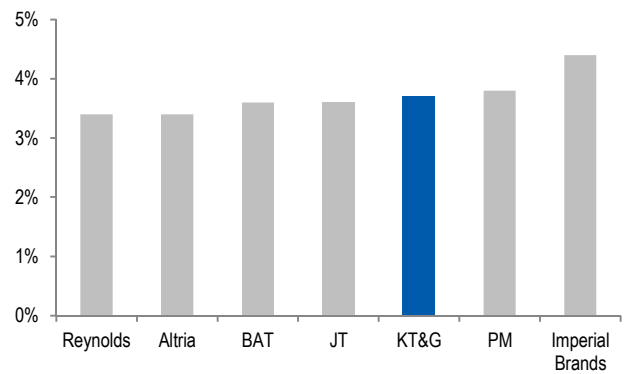
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-65] 글로벌 담배 사업자 2017년 예상 배당성향



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림-66] 글로벌 담배 사업자 2017년 예상 배당수익률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Issue - 전자담배 우려는 과도하다

글로벌 피어와의 주가 디커플링

KT&G의 현재 주가는 2016년 7월 고점 대비 25% 하락한 수준이다. 9월 말 반등하는 모습을 보이는 듯 하다가 10월부터는 내리 하락세다. 동기간 기관투자자는 1,502억원 규모의 KT&G 주식을 순매수한 반면, 외국인 투자자는 3,029억원을 순매도했다. 2016년 10월부터 현재까지 동사의 주가는 18% 하락했다. 반면, 글로벌 피어들의 주가는 평균 10.7% 상승했다. Reynolds +29.6%, Altria +22.0%, PM +15.0% 등 주로 미국 담배 회사들이 높은 주가수익률을 기록했다. 그 외 BAT +3.6%, Imperial Brands -0.2%, JT -6.1%를 기록했지만, 모두 KT&G 대비 낮은 수익률을 보여줬다.

국가 차원의 흡연 규제 강화와 흡연 인구 감소 등으로 선진국들의 내수 시장이 축소되고 있는 것은 글로벌 담배업체들이 공통적으로 직면하고 있는 문제이다. 같은 조건 속에서 유독 KT&G만 주가가 약세인 원인은 무엇일까. 필자는 글로벌 피어들과 KT&G가 다른 모습의 대응을 보여주고 있는 전자담배 이슈를 주가 약세 원인 중 하나라고 판단했다.

전자담배 - 글로벌 피어들의 적극적인 행보

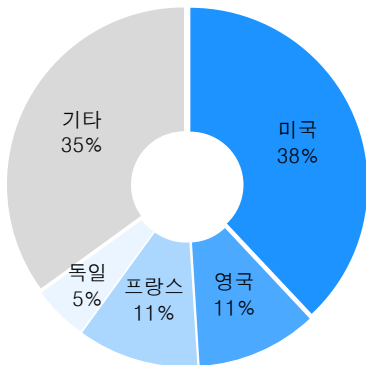
국내 담배 시장에 영향을 미칠 수 있는 변수로 전자담배가 급부상하고 있다. 일본에서 작년 한 해 동안 PM의 iQOS와 JT의 PLOOM TECH(이하 PLOOM)가 큰 반향을 일으켰기 때문이다. 이들은 니코틴 등이 함유된 액상을 증기로 변화시키는 기존의 전자담배와 다른 방식의 전자담배로, 전자담배 시장은 완전히 새로운 국면을 맞았다. 글로벌 주요 담배 사업자들의 전자담배 사업 현황을 간략하게 살펴보겠다.

PM은 2008년부터 30억달러를 투자해 iQOS를 개발했다. 기기에 히트스틱을 꽂아 열을 가하는 방식으로, 담배를 태우지 않기 때문에 재가 발생하지 않으며 냄새가 덜 난다는 장점이 있다. 일본 나고야에서 10개월 동안의 파일럿 프로젝트 후, 2015년 9월부터 일본 전역에서 iQOS 키트와 말보로 히트스틱을 판매하기 시작했다. 2016년말 기준 말보로 히트스틱은 일본 담배 시장 점유율 4.9%를 차지했다. iQOS는 현재 일본, 포르투갈, 이탈리아, 루마니아, 러시아, 스위스를 포함한 20개국에서 판매되고 있으며 PM은 2017년말까지 30~35개국 판매를 목표로 하고 있다. 올해 15억달러를 추가 투자해 현재 150억개비인 Capa를 올해 말까지 500억개비로 확대할 계획이며 iQOS 다음 단계의 제품들도 준비 중이다. PM의 2016년 담배 판매량은 전년 대비 4.1% 감소한 가운데, 히트스틱 판매량은 74억개비를 기록했다. 담배 판매량이 감소한 데에는 자사 브랜드 담배가 히트스틱으로 전환된 수요도 있는 것으로 추산된다. PM은 iQOS 구매 경험이 있는 사용자들이 기존 사용하던 담배에서 iQOS로 전환하는 비중을 주목하고 있다. 2016년 말 기준 iQOS 출시국 중 6개 국가에서 70% 이상의 전환율을 보였다. 특히 일본에서는 아이코스를 출시한 지 18개월만에 전환율이 70%를 넘었다.

JT의 대표적인 제품은 담뱃잎을 농축한 특수 캡슐을 사용하는 PLOOM이다. JT는 2016년 3월 PLOOM을 후쿠오카 일부 지역에서 판매했으나, 공급이 수요를 감당하지 못해 판매가 중지됐다. 2017년 6월부터 도쿄를 시작으로 2018년 상반기까지 일본 전역으로 판매지역을 확대한다는 계획이다. 2017년말까지 생산 Capa를 월 2천만갑으로 확대한다. 자체 개발한 PLOOM 외에도 해외 전자담배업체 M&A를 통해 사업영역을 넓혔다. 2014년 영국 Zandera, 2015년 미국 Logic을 인수함으로써 E-Lites와 Logic을 포트폴리오에 담게 됐다.

BAT는 전자담배 카테고리를 ‘NGP(Next Generation Product)’ 라고 칭하며 이는 총 세 개의 플랫폼으로 이루어져 있다. 쉐련형 전자담배 GLO, 하이브리드 iFUSE, 액상형 전자담배 Vype가 대표적인 브랜드이다. GLO는 iQOS와 유사한 가열 방식의 전자담배로 5년간 10억달러를 투자한 결과의 산물이다. 작년 12월 일본 센다이 지역에서 처음으로 출시했다. BAT는 2020년까지 NGP 카테고리가 150억파운드 규모까지 성장할 것으로 예상하고 있다. 한편, 미국 Reynolds를 인수하면서 전자담배 사업 부문을 보유하게 됐다. Reynolds는 자체 전자담배 브랜드 ‘Vuse’를 보유하고 있는데, 미국 전자담배 시장의 37% 가량을 차지하며 점유율 1위를 기록하고 있다.

[그림-67] 전자담배(E-Vapor) 산업 비중 - 2016년 60억달러 추정



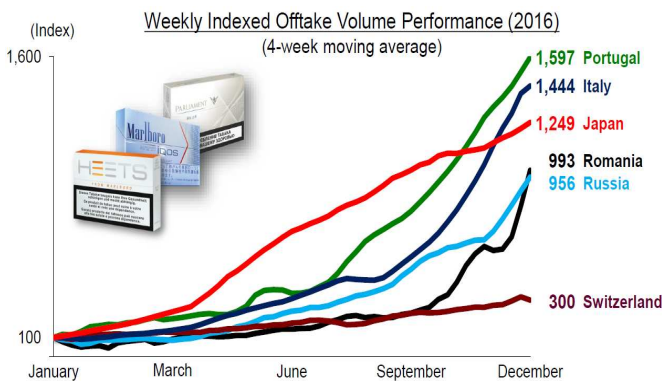
자료: Japan Tobacco 내부 추정, 유안타증권 리서치센터

[그림-68] Philip Morris의 iQOS



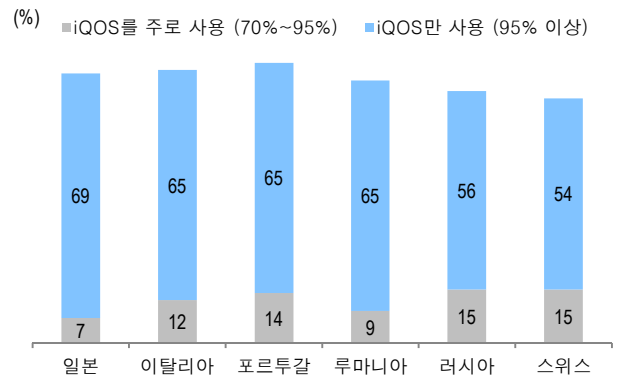
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-69] 히트스틱 판매량 추이 (1월 판매량=100)



자료: Philip Morris, 유안타증권 리서치센터

[그림-70] 2016년 12월 기준 iQOS 구매자들의 사용 비중



자료: Philip Morris, 유안타증권 리서치센터

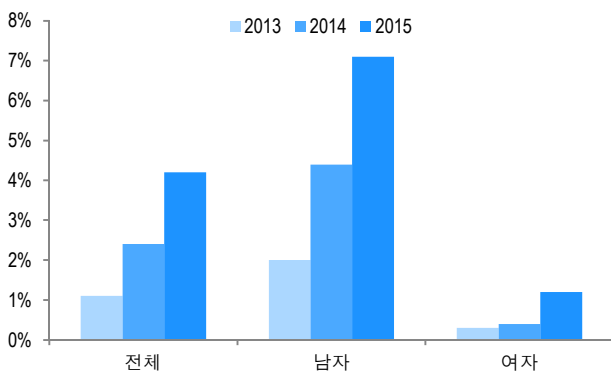
국내 시장에서 전자담배 영향력은 크지 않을 것

국내 시장에는 JT가 작년 12월 Logic을 출시한 바 있다. 언론 보도에 따르면, PM이 4월 중 iQOS의 국내 출시를 염두에 두고 최근 신세계그룹 측과 스타필드, 코엑스 내에 iQOS 플래그십 스토어를 오픈할 가능성을 두고 협의를 했다고 한다. BAT도 현재 일본에서 출시된 GLO의 국내 출시를 검토하고 있다. 아직 출시가 확정된 것은 아니지만, 올해 내에는 국내 시장에서 쉐련형 전자담배가 시판될 것으로 보인다. 기존 쉐련 담배 수요에 영향을 줄 가능성이 매우 높다.

KT&G는 신중하게 접근하는 모습이다. 전자담배 사업 진출 준비를 위해 지난해 전담 부서를 확대 및 개편해 R&D에 집중하고 있다고 밝혔다. 현재 출시된 전자담배들의 스펙을 충분히 분석하고, 외사 전자담배가 국내 출시된 이후 형성되는 소비자 반응을 보면서 제품을 출시하겠다는 전략이다. 글로벌 피어들의 적극적인 전자담배 시장 개척 행보와는 다소 거리가 있어 보이고, 이러한 점에서 투자자들의 우려가 커지는 듯 하다. 하지만 경쟁사들의 전자담배가 **우리나라에서도 일본처럼 출시 1년 만에 전체 담배시장의 5%를 차지할 정도의 영향력이 있을 것인지에 대해서는** 짚고 넘어가야 할 점이 있다.

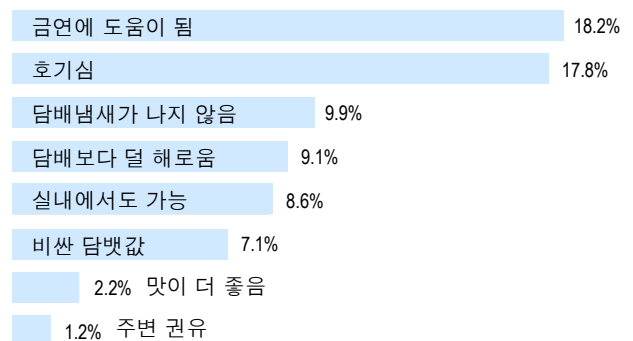
우선, 조만간 국내 출시가 가시화될 것으로 예상되는 iQOS를 기준으로 보면, iQOS가 일본에서 흥행했기 때문에, **국내 시장에서의 파급력을 우려하는** 투자자들이 많다. 하지만 국내 시장은 일본 시장과 다르다. 일본은 액상 니코틴이 의약품으로 분류돼 엄격한 규제를 받기 때문에 **액상형 전자담배가 법적으로 판매 금지되고** 있다는 점이 쉐련형 전자담배가 히트할 수 있었던 중요한 요인이었다고 본다. 또한 다른 사람에게 폐를 끼치기 싫어하는 일본인 특유의 문화도 담배 연기 및 냄새가 덜 나는 iQOS가 각광받았던 데에 일조했을 것이다. 국내의 경우는 이미 대중적으로 **액상형 전자담배가 판매되고** 있고, 국내 전자담배 현재 사용률은 2015년 전체 흡연자의 4.2%를 차지하며 증가 추세를 보이고 있다. 하지만 전자담배를 사용하는 가장 큰 이유가 ‘금연에 도움이 되기 때문’이라는 설문 결과를 미루어 보아, 우리나라 흡연자들의 전자담배에 대한 인식은 금연보조제에 더 가깝다는 것을 알 수 있다. 국내 흡연자들의 쉐련 담배에 대한 선호도(맛, 타격감 등)가 비교적 강한 것도 국내 전자담배 시장의 급격한 성장을 예상하지 않는 이유다. PM의 프로모션에 따라 달라지겠지만, 현재 일본 현지에서 1만엔인 iQOS 기기 가격과 일반 쉐련 담배와 동일한 히트스틱의 가격도 국내 소비자들에게 매력적인 유인은 아닌 것으로 판단된다.

[그림-71] 국내 전자담배 현재 사용률



주: 현재사용률: 최근 한달 동안 전자담배를 사용한 적이 있는 분율
 자료: 국민건강영양조사(2015)

[그림-72] 전자담배를 사용하는 이유



자료: 보건복지부, 유인타증권 리서치센터

두 번째 문제가 되는 부분은 과세 조항이다. 현행법에는 iQOS나 GLO와 같은 껀련형 전자담배 관련 조항이 없다. 현재 국내에서는 전자담배로 분류하자는 의견과, 껀련과 동일 기준을 적용해야 한다는 의견이 충돌하고 있다. 분류 기준에 따라 세금 부과액이 달라지기 때문이다. 일본도 이와 같은 문제로 세제구조 개편을 검토 중에 있다. 현행 국내 지방세법은 국내 유통 중인 전자담배에 대해 니코틴 용액을 사용하는 경우에 니코틴 용액 1밀리미터당 628원, 연초 고풀물을 사용하는 경우에 연초 고풀물 1그램당 88원의 담배소비세를 부과하고 있다. 지난 2월 13일 국회 안전행정위원회 소속 더불어민주당 김영진 의원은 연초 및 연초가공물을 사용하는 껀련형 전자담배에 대해서도 20개비당 1,007원의 담배소비세를 과세하는 지방세법 일부개정법률안을 발의했다. 이는 현재 껀련의 경우 20개비당 1,007원을 세금으로 부과하도록 한 법안에 준하는 개정안이다. 한편, 바른정당 박인숙 의원은 연초 및 연초 가공물 등을 사용하는 껀련형 전자담배에 현행 껀련의 경고그림을 도입하도록 하는 것과 20개비당 건강증진부담금 841원을 부과하는 내용의 국민건강증진법 일부개정법률안을 국회에 제출했다. 껀련형 전자담배의 분류 기준에 대한 명확한 합의가 도출되고, 과세 기준이 정해지기 전까지는 경쟁사 전자담배의 국내 출시 여부가 불분명한 상황이다.

흡연을 감소 추이와 국가 차원의 규제 움직임 등을 미루어 볼 때, 장기적으로 전자담배가 주목받을 확률이 높다. 일본에서처럼 전자담배가 일반 담배 점유율을 잠식할 가능성도 있다. 현재 전자담배에 관한 KT&G의 대응이 적극적이지 못한 이유는 기술 부재와 같은 경쟁력의 문제라기보다는, 국내 시장에서는 다소 시간이 필요한 이슈이기 때문이라고 판단한다. 새로운 유형의 전자담배에 대한 국내 흡연자들의 수요와 니즈가 어느 정도 수준에 도달한다면, KT&G가 보유한 국내 1위 사업자의 시장 이해도, 소비자 로열티 등을 고려해 볼 때, 후발주자임에도 충분히 시장을 방어할 수 있는 전자담배를 출시할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 전자담배는 회사의 펀더멘털에 영향을 주는 이슈가 아니고, 이로 인한 현재의 주가 하락은 과도한 수준이다. 올해에도 이익과 배당은 증가한다. 주가가 상승할 수밖에 없는 이유에 주목하자.

KT&G (033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	4,113	4,170	4,503	4,732	4,962
매출원가	1,841	1,631	1,797	1,903	1,990
매출총이익	2,272	2,539	2,707	2,829	2,972
판매비	1,100	1,173	1,236	1,308	1,383
영업이익	1,172	1,366	1,470	1,521	1,589
EBITDA	1,334	1,528	1,628	1,684	1,763
영업외손익	-14	48	118	-6	-5
외환관련손익	16	37	41	0	0
이자손익	27	24	31	27	27
관계기업관련손익	3	15	2	3	4
기타	-61	-28	44	-36	-35
법인세비용차감전순이익	1,158	1,414	1,588	1,515	1,584
법인세비용	344	382	362	409	436
계속사업순이익	814	1,032	1,226	1,106	1,149
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	814	1,032	1,226	1,106	1,149
지배지분순이익	826	1,036	1,231	1,118	1,161
포괄순이익	745	1,001	1,227	1,100	1,143
지배지분포괄이익	759	1,007	1,231	1,112	1,155

주: 영업외의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
유동자산	4,409	5,571	6,621	7,293	8,038
현금및현금성자산	416	546	851	1,271	1,635
매출채권 및 기타채권	981	1,200	1,266	1,361	1,623
재고자산	1,983	2,119	2,265	2,379	2,498
비유동자산	3,010	3,102	3,192	3,335	3,441
유형자산	1,753	1,790	1,602	1,705	1,766
관계기업 등 지분관련자산	58	52	56	67	78
기타투자자산	652	821	928	963	1,003
자산총계	7,419	8,673	9,813	10,627	11,479
유동부채	1,125	1,872	2,153	2,297	2,467
매입채무 및 기타채무	763	1,384	1,787	1,916	2,080
단기차입금	142	206	137	151	158
유동성장기부채	1	28	10	10	10
비유동부채	586	526	541	544	543
장기차입금	35	22	54	53	48
사채	8	9	9	10	11
부채총계	1,711	2,398	2,694	2,841	3,010
지배지분	5,631	6,209	7,046	7,703	8,378
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	487	485	510	510	510
이익잉여금	4,622	5,232	6,009	6,672	7,353
비지배지분	77	67	73	83	91
자본총계	5,708	6,275	7,118	7,786	8,469
순차입금	-813	-1,365	-2,265	-2,670	-3,032
총차입금	281	336	262	277	280

결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	765	1,259	1,498	1,450	1,499
당기순이익	814	1,032	1,226	1,106	1,149
감가상각비	149	151	152	157	169
외환손익	-16	-19	-48	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	-15	-2	2	2
자산부채의 증감	-316	13	176	145	138
기타현금흐름	133	97	-6	40	42
투자활동 현금흐름	-343	-748	-703	-308	-356
투자자산	-22	-489	-523	-13	-13
유형자산 증가 (CAPEX)	-330	-210	-162	-260	-230
유형자산 감소	11	10	12	0	0
기타현금흐름	-2	-59	-30	-35	-113
재무활동 현금흐름	-354	-381	-488	-439	-477
단기차입금	0	0	0	15	7
사채 및 장기차입금	51	56	-55	1	-5
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-403	-428	-428	-455	-480
기타현금흐름	-2	-9	-5	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-1	-2	-282	-302
현금의 증감	68	130	305	420	365
기초 현금	348	416	546	851	1,271
기말 현금	416	546	851	1,271	1,636
NOPLAT	1,172	1,366	1,470	1,522	1,589
FCF	339	961	1,307	1,158	1,234

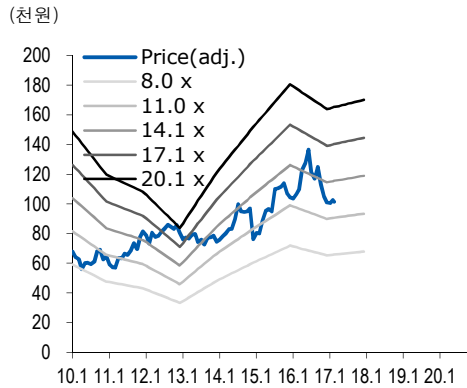
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

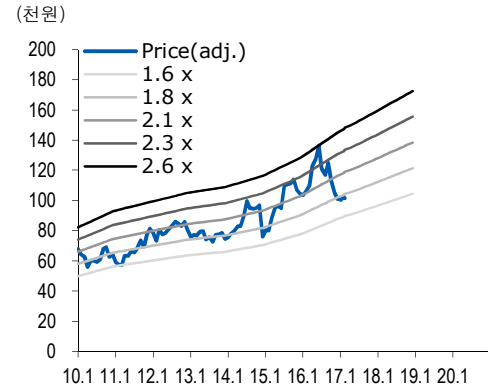
결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
EPS	6,013	7,544	8,968	8,140	8,453
BPS	44,723	49,290	55,801	61,006	66,352
EBITDAPS	9,716	11,128	11,860	12,266	12,842
SPS	29,957	30,372	32,801	34,467	36,139
DPS	3,400	3,400	3,600	3,800	3,800
PER	14.4	13.0	12.8	12.6	12.1
PBR	1.9	2.0	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.4	8.0	8.4	6.8	6.3
PSR	2.9	3.2	3.5	3.0	2.8

결산 (12월)	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액 증가율 (%)	7.6	1.4	8.0	5.1	4.9
영업이익 증가율 (%)	15.6	16.6	7.6	3.5	4.4
지배순이익 증가율 (%)	44.7	25.4	18.9	-9.2	3.8
매출총이익률 (%)	55.2	60.9	60.1	59.8	59.9
영업이익률 (%)	28.5	32.8	32.6	32.2	32.0
지배순이익률 (%)	20.1	24.8	27.3	23.6	23.4
EBITDA 마진 (%)	32.4	36.6	36.2	35.6	35.5
ROIC	20.2	23.8	28.7	28.5	27.8
ROA	11.4	12.9	13.3	10.9	10.5
ROE	15.1	17.5	18.6	15.2	14.4
부채비율 (%)	30.0	38.2	37.9	36.5	35.5
순차입금/자기자본 (%)	-14.4	-22.0	-32.1	-34.7	-36.2
영업이익/금융비용 (배)	107.0	144.1	218.6	153.7	162.2

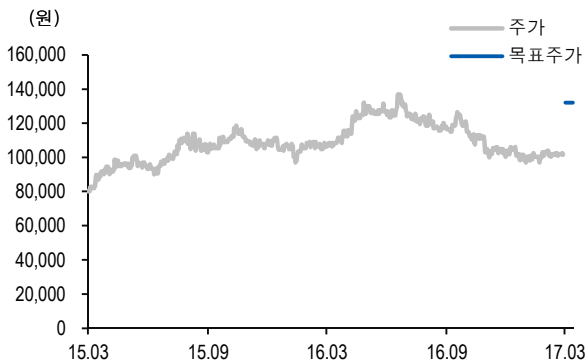
P/E band chart



P/B band chart



KT&G (033780) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2017-03-14	BUY	132,000

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2017-03-11

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성: 신연화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배유자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.