

담배회사가 주주환원에 진심일 때



담배회사가 주주환원에 진심일 때

안녕하십니까 메리츠증권 음식료/유통 담당 김정욱 입니다.

올해 자본시장에서 회자되는 주요 키워드 중에선 주주환원을 빼놓을 수 없다고 생각합니다. 주주환원이 자본시장의 사명(使命)으로 떠오르며, 제가 분석을 담당하고 있는 기업들도 다방면으로 정책/전략들을 검토하고 있습니다.

때마침, KT&G는 최근 실적 발표와 함께 하반기 기업가치 제고 계획 발표에 대한 예고 공시를 했습니다. 9년 만에 새로운 수장이 취임하며 해외 성장과 주주환원이 강화될 것으로 기대되는 가운데 올라온, 반가운 공시였습니다.

하반기 KT&G의 기업가치 제고 계획 발표를 앞둔 시점, 담배회사의 관점에서의 기업가치와 주주환원을 고민하고 글로벌 담배기업의 사례를 담아 시사점을 도출했습니다. 부족한 자료이지만 투자자분들께는 투자 판단의 유용한 정보를 제공하고, 나아가 해당 기업에도 도움이 되는 자료가 되었으면 좋겠습니다.

감사합니다.



음식료/유통

Analyst 김정욱

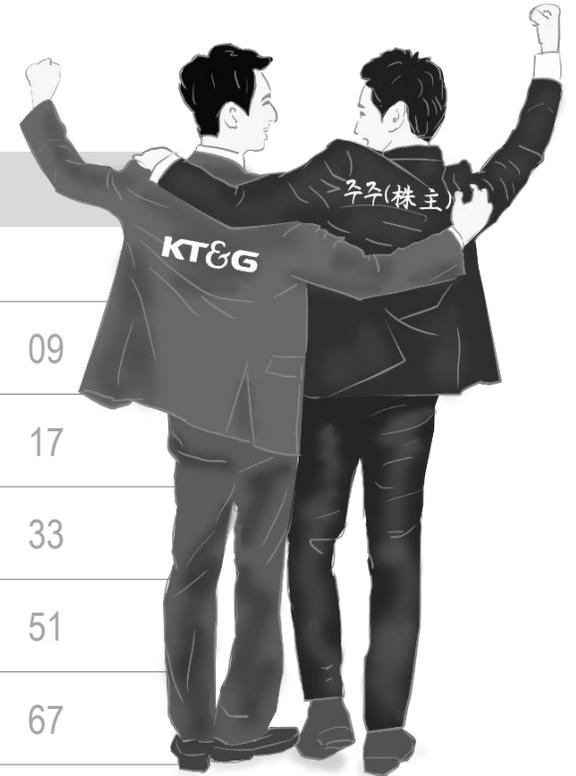
02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr



Contents

Prologue	담배회사는 왜 ROE가 중요할까?	09
Part I	KT&G, 해외성장이 당겨주고, 주주환원이 밀어주고	17
Part II	글로벌 담배기업의 주주환원 정책 시사점	33
Part III	불황형 양극화 소비 환경 - 필수재 쏠림 지속 전망	51
Part IV	기업분석 - KT&G	67



1 KT&G, 해외성장이 당겨주고, 주주환원이 밀어주고

- 새로운 대표이사 체제에서 KT&G의 성장 전략과 주주환원 정책이 강화되고 지속될 수 있다고 판단 1)오랜 글로벌 사업 경력으로 글로벌 시장 중심으로 사업 영역이 지속 확대되고 강화될 전망, 2)글로벌 사업을 담당하는 기간 역대 최고 영업이익률 달성으로 수익성 개선 능력 입증, 3)신주주환원 정책 추진의 주도적 역할 고려 시 성장성+수익성 기반 주주/기업 가치 제고 지속 예상

2 글로벌 담배기업의 주주환원 정책 시사점

- 담배 산업은 글로벌 시장이 과점화 상태이며, 전자담배 시장으로 전환 되는 과정에서 전체 흡연율이 유지, 높은 진입 장벽은 유지되며 실적 변동성은 축소. 가시성 높은 고배당이 지속
- 과거 낮은 수준의 주주환원율에서 탈피, 향후 장기간 글로벌 담배회사들의 수준을 유지하는 가운데 추가적인 주주환원 정책이 더해질 경우 서프라이즈 효과 기대
- 연결 - 별도 ROE 추이를 봤을 때, 본사/자회사 비효율 개선을 통한 ROE 상승 가능

3 불황형 양극화 소비 환경 - 필수재 쏠림 지속 전망

- 고물가 환경 지속되며 소득 지표가 소비를 결정, 가처분소득의 증감 추이 반복되며 고소득/저소득층의 동조화, 전체 가구의 지출 증가율은 소득 증가율을 지속적으로 상회
- 불황형 소비 패턴 장기화 소비자의 DownShift - 필수재 쏠림 지속

4 기업분석 - KT&G, 담배회사가 주주환원에 진심일 때

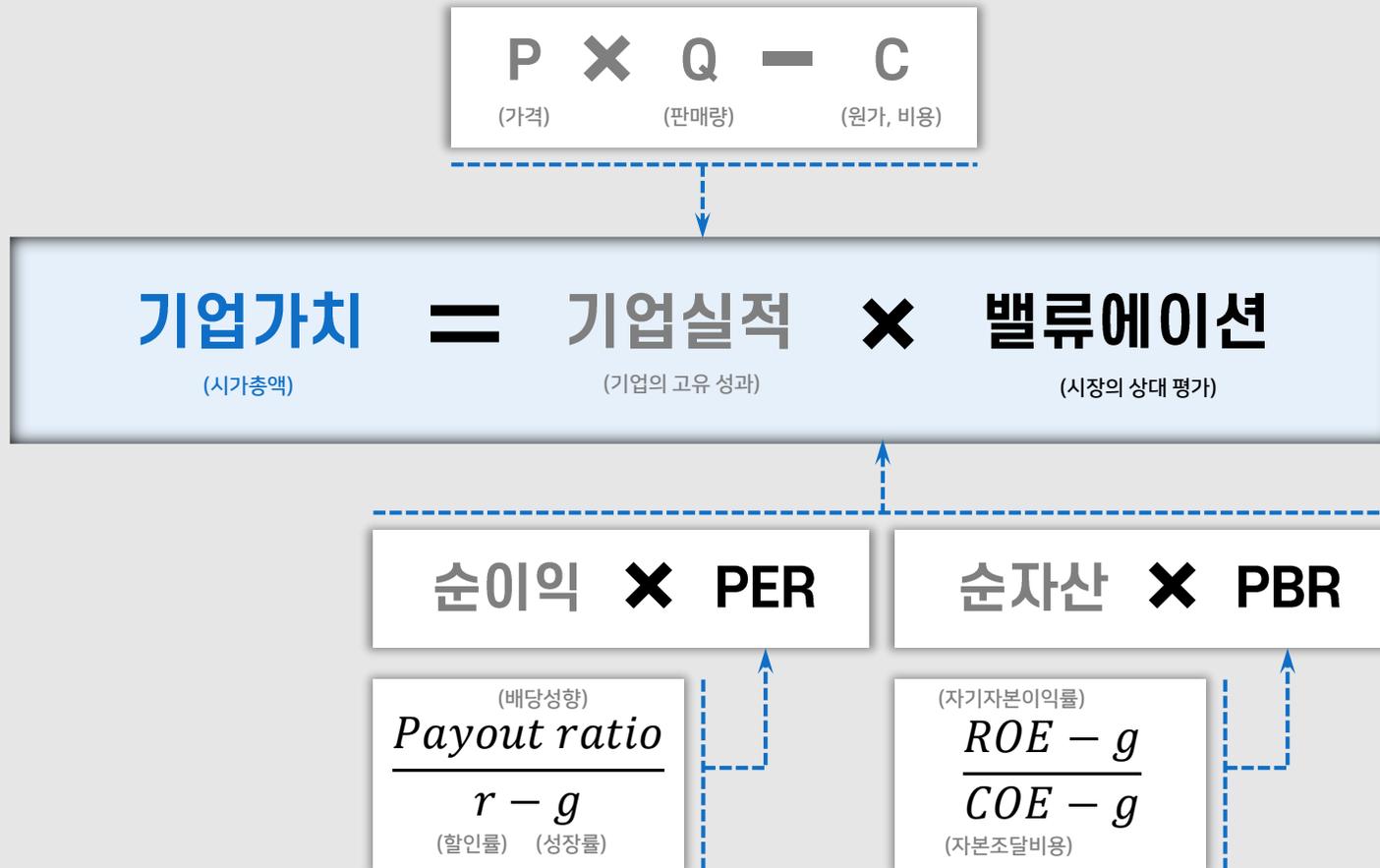
- 투자의견 Buy, 적정주가 131,000원으로 19.1%상향. 25E EPS 8,508원에 적정 PER 15.5배 적용, 25E BPS 71,056원에 PBR 1.9배 적용
- Target PER은 선제적인 주주환원 정책과 글로벌 확장 전략으로 기업가치를 상승시킨 PMI 12M Fwd PER 17.0배 대비, 10% 할인 적용. 글로벌 포트폴리오 차이와 주주환원 정책의 확대 시기 등이 할인 요인이나 과거대비 할인율은 축소 예상. Target PBR은 주주환원에 따른 ROE 개선으로 과거 ROE 상승기 PBR 적용

Prologue

담배회사는 왜 ROE가 중요할까?



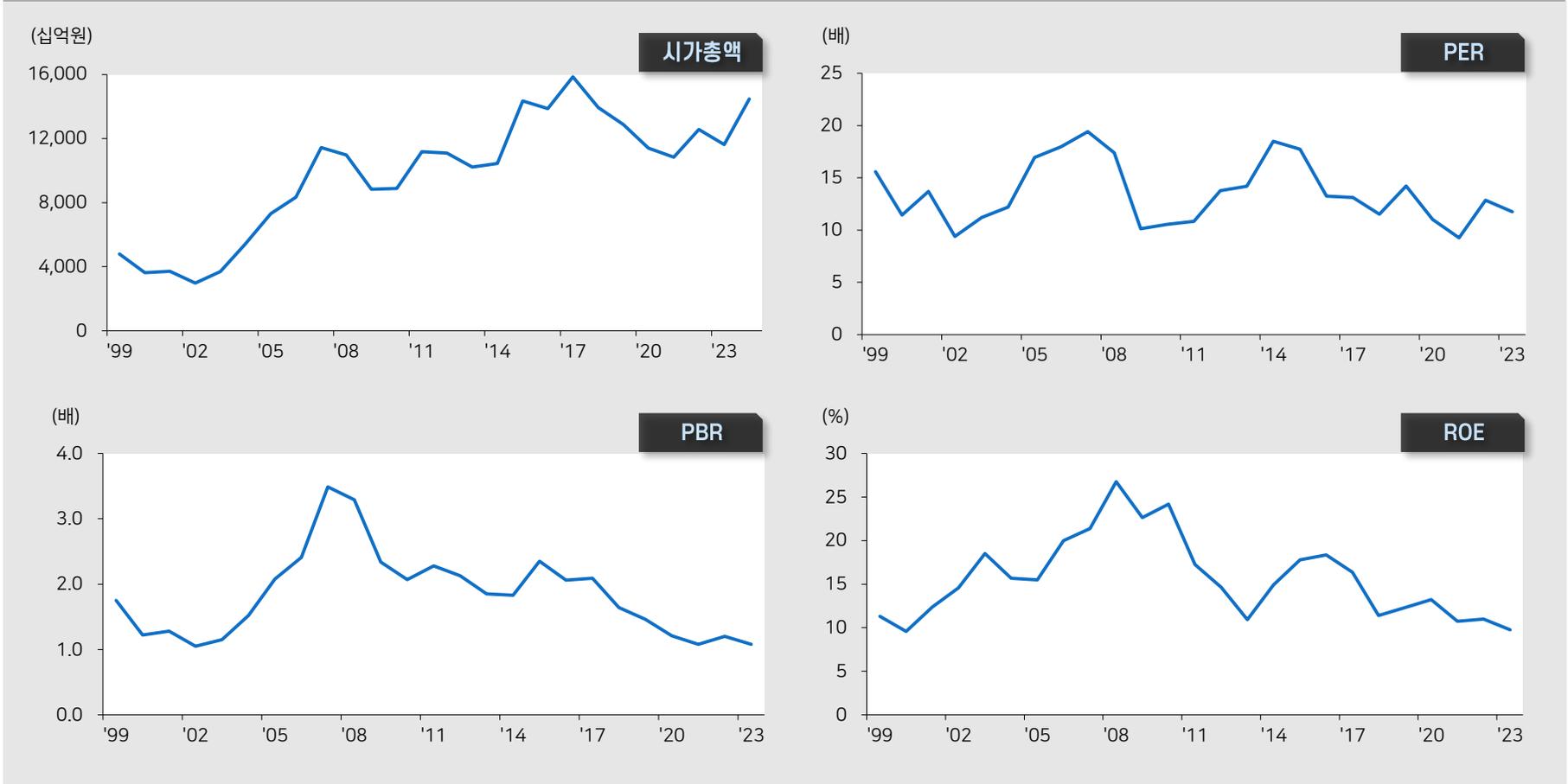
기업의 가치는 어떻게 결정 되는가?



KT&G 주요 재무 지표, 밸류에이션 지표 스냅샷

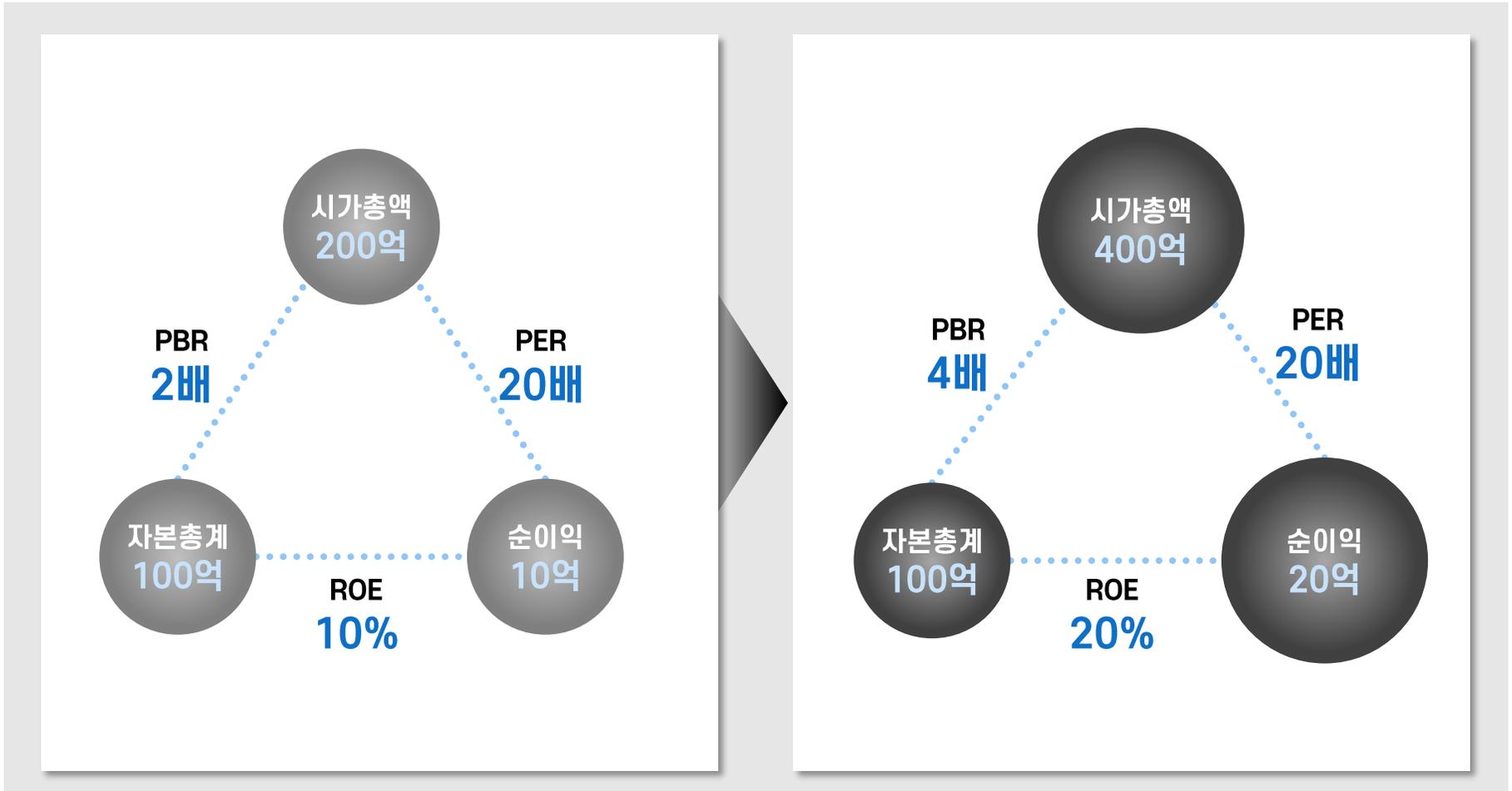
Company Indepth
KT&G (033780)

07~08년 PBR 3배 상회하며 역사적 고점 도달 후 지속 하락, 재무지표 성장에도 수익성, 밸류에이션 지표 하락 과거 대비 저평가



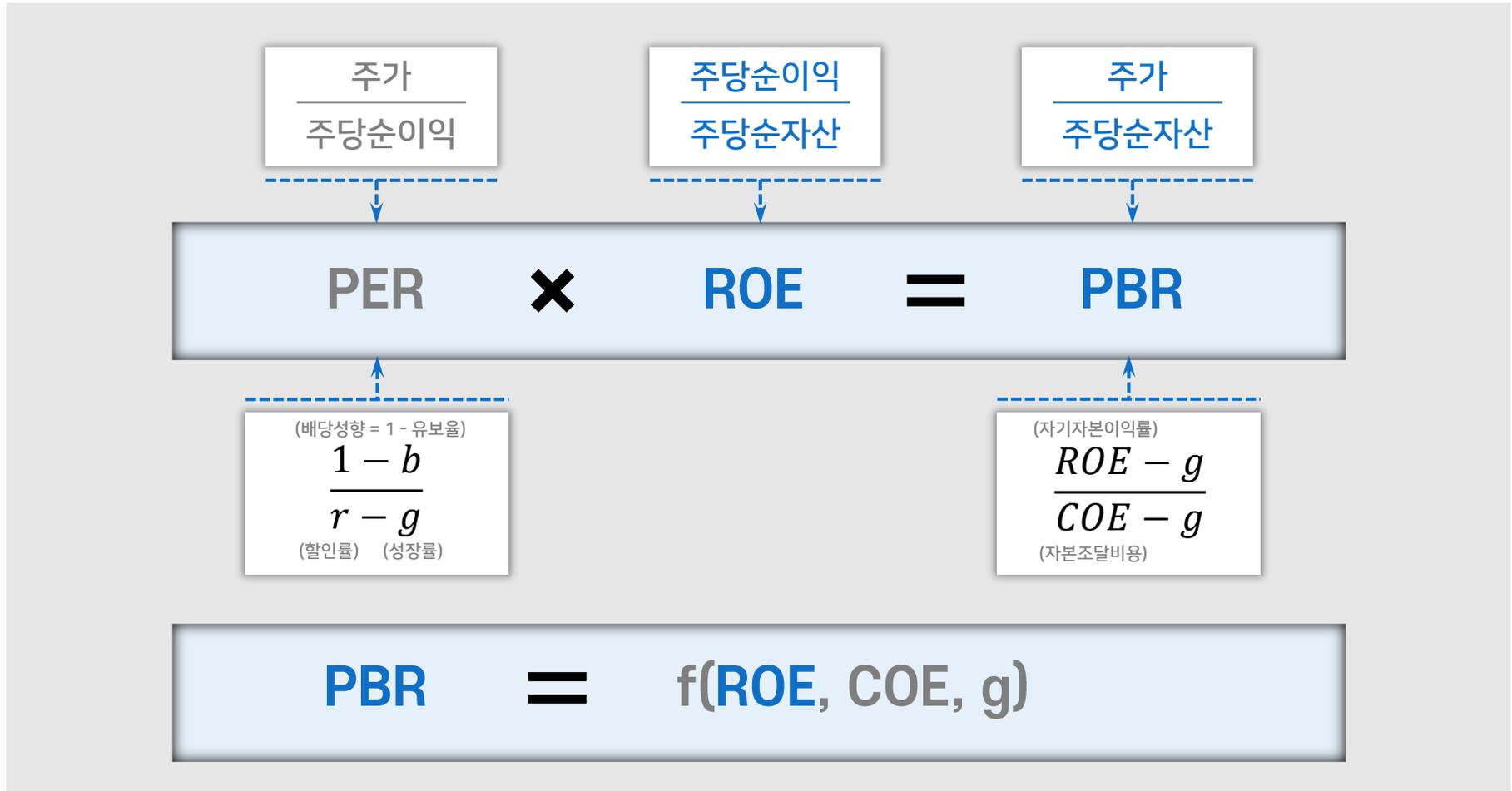
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

동일한 자본 규모의 기업, ROE 차이에 따른 기업가치 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

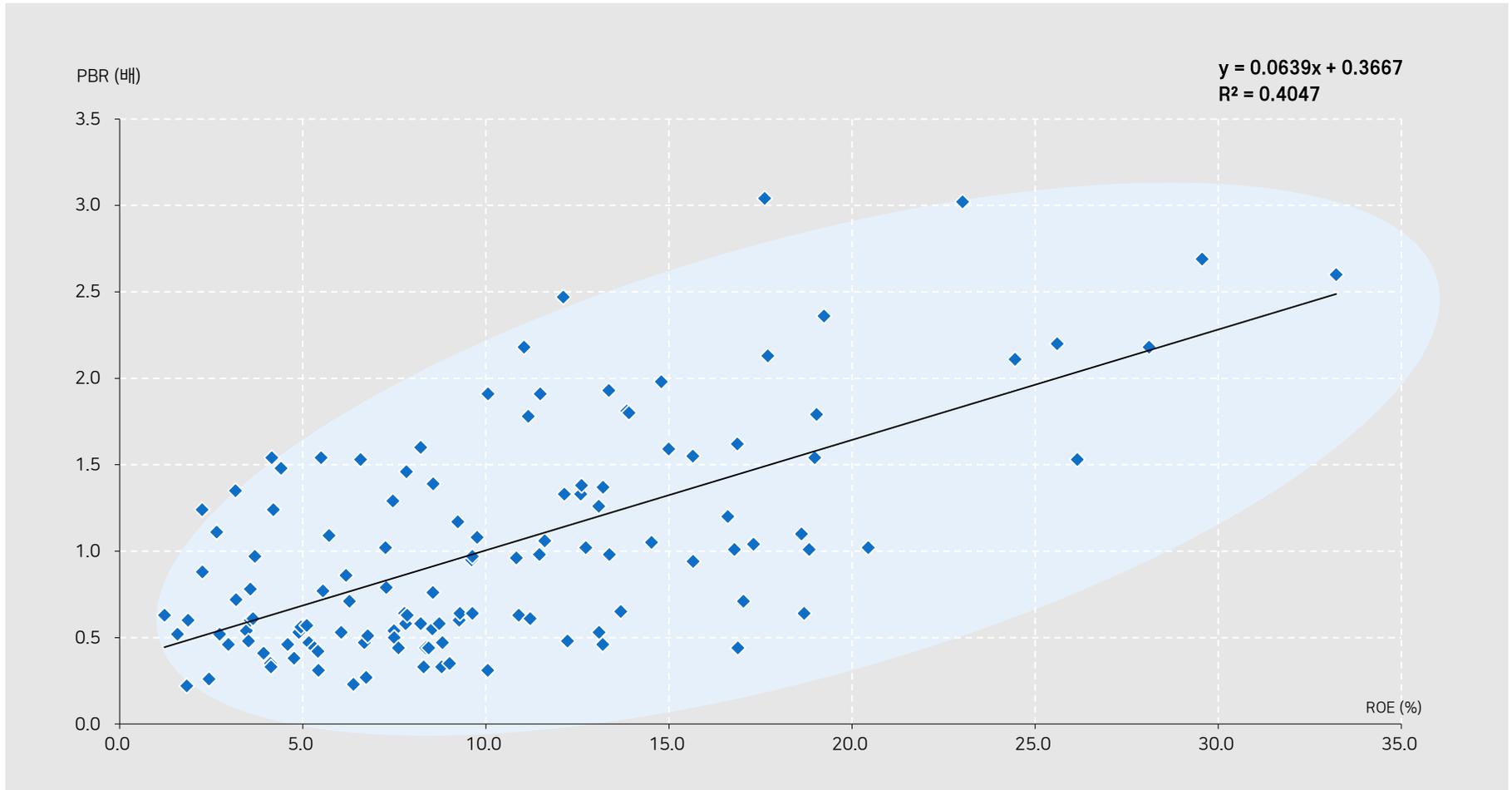
PER × ROE = PBR, PBR은 ROE와 COE, g의 함수



자료: 메리츠증권 리서치센터

ROE는 왜 중요할까, KOSPI 주요 종목 ROE, PBR 상관관계

Company InDepth
KT&G (033780)



자료: 메리츠증권 리서치센터

경영자는 어떻게 ROE (Return on Equity)를 개선 시키는가?

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{Net Profit (당기순이익)}}{\text{Shareholder's Capital (자기자본)}} \\ &= \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Sales}} \times \frac{\text{Total Sales}}{\text{Total Assets}} \times \frac{\text{Total Assets}}{\text{Shareholder's Capital}} \end{aligned}$$

Net Profit Margin
(순이익률)

수익성

Asset Turnover
(총자산회전율)

효율성

Equity Multiplier
(자기자본승수)

재무구조

KT&G(033780) 담배회사가 주주환원에 진심일 때

Analyst 김정욱 02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	131,000원		
현재주가 (9.26)	107,200원		
상승여력	22.2%		
KOSPI	2,671.57pt		
시가총액	139,706억원		
발행주식수	13,032만주		
유동주식비율	73.04%		
외국인비중	44.60%		
52주 최고/최저가	111,500원/83,500원		
평균거래대금	364.8억원		
주요주주(%)			
First Eagle Investment Management,	7.50		
중소기업은행	7.30		
국민연금공단	6.48		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	14.7	24.7
상대주가	-1.0	18.3	14.9
주가그래프			



해외 성장이 당겨주고 주주환원이 밀어주고

- 해외 담배 사업이 견인하는 실적 성장 흐름 지속 예상. 담배 수출은 18~19년 연속 부진을 겪었지만 20년 알로코자 이와의 재계약 타결 이후 장기 우상향 추세. 주력 시장에서의 가격인상 + 신제품 호조 영향 반영 중
- 관세청 기준 24년 7~8월 누계 담배 수출 금액은 전년비 14.6% 성장. 해외법인 호조까지 더해져 3분기 해외 담배 실적은 분기 기준 역대 최대 매출 예상
- 신임 대표이사 체제에서 KT&G의 성장 전략과 주주환원 정책이 강화되고 지속될 수 있다고 판단. 하반기 기업가치 제고방안 발표로 3개년 주주환원 정책 이외의 추가적인 주주환원 정책 기대
- 1)오랜 글로벌 사업 경력으로 글로벌 시장 중심으로 사업 영역이 지속 확대되고 강화될 전망, 2)글로벌 사업을 담당하는 기간 역대 최고 영업이익을 달성으로 수익성 개선 능력 입증, 3)신주주환원 정책 추진의 주도적 역할 고려 시 성장성 + 수익성 기반 주주/기업 가치 제고 지속 예상

투자 의견 Buy, 적정주가 131,000원으로 19.1%상향. 25E EPS 8,508원에 적정 PER 15.5배 적용, 25E BPS 71,056원에 PBR 1.9배 적용

- Target PER은 선제적인 주주환원 정책과 글로벌 확장 전략으로 기업가치를 상승시킨 PMI 12M Fwd PER 17.0배 대비, 10% 할인 적용. 글로벌 포트폴리오 차이와 주주환원 정책의 확대 시기 등이 할인 요인이나 과거대비 할인율은 축소 예상. Target PBR은 주주환원에 따른 ROE 개선으로 과거 ROE 상승기 PBR 적용

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	5,851.4	1,267.7	1,015.8	7,399	3.5	67,853	12.4	1.3	7.2	11.0	31.4
2023	5,862.6	1,167.3	902.7	6,615	-7.7	68,557	13.1	1.3	7.6	9.8	37.4
2024E	6,026.0	1,178.5	1,069.7	8,180	23.2	74,618	13.2	1.4	8.8	11.3	40.8
2025E	6,032.2	1,271.9	1,108.8	8,508	4.2	71,056	12.7	1.5	8.4	11.7	41.2
2026E	6,330.4	1,351.3	1,167.8	8,961	5.3	68,218	12.0	1.6	8.3	12.9	44.5

KT&G(033780) 실적 전망

Company Indepth
KT&G (033780)

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	13,957	13,360	16,895	14,512	58,724	12,923	14,238	17,605	15,495	60,261	60,321	63,304
1.KT&G	8,211	8,826	9,761	9,104	35,902	7,918	9,441	10,020	9,673	37,052	35,952	37,715
a.국내담배	5,176	5,504	5,732	5,452	21,973	5,202	5,532	5,870	5,479	22,009	22,120	22,230
b.해외담배	2,121	2,292	2,754	1,737	8,487	2,439	2,866	2,570	2,171	9,583	11,020	12,673
c.부동산 등	368	444	475	1,915	5,443	671	711	1,580	2,023	5,126	2,812	2,812
2.KGC	3,623	2,326	3,740	2,545	12,234	2,653	2,294	3,852	2,672	11,471	12,045	12,647
a.국내홍삼	3,202	1,939	3,971	1,857	7,768	3,522	2,133	4,368	2,043	12,067	12,670	13,303
b.해외홍삼	639	669	584	915	2,169	735	769	672	1,053	3,229	3,713	4,270
3.기타	2,124	2,208	3,394	2,863	10,589	2,352	2,503	3,734	3,149	11,738	12,325	12,941
(% YoY)	-0.5	-5.7	4	3.2	0.4	-7.4	6.6	4.2	6.8	2.6	0.1	4.9
1.KT&G	0.8	-8.7	0.6	-0.3	-2	-3.6	7.0	2.7	6.3	3.2	-3.0	4.9
a.국내담배	4.8	-0.5	0.5	7.1	3.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2	0.5	0.5
b.해외담배	-10.4	10	15	-23.9	-11.9	15.0	25.0	10.0	25.0	12.9	15.0	15.0
c.부동산 등	5.7	-11.4	-13.9	9.2	-5.5	-26.6	-30.9	-0.3	5.6	-5.8	-45.1	0.0
2.KGC	-3.2	-5.6	-12.8	-0.7	-6.3	-26.8	-1.4	3.0	5.0	-6.2	5.0	5.0
a.국내홍삼	-5.4	-8.1	5	4.1	-29.7	10.0	10.0	10.0	10.0	55.3	5.0	5.0
b.해외홍삼	78.5	88.5	15	17.2	7.5	15.0	15.0	15.0	15.0	48.9	15.0	15.0
3.기타	15.7	7.8	50.7	20.5	24.4	10.7	13.4	10.0	10.0	10.9	5.0	5.0
영업이익	3,165	2,429	4,067	1,986	11,679	2,366	3,215	4,179	2,021	11,780	12,719	13,513
1.KT&G	2,303	2,438	2,939	1,654	9,333	2,087	2,815	3,017	1,757	9,676	10,034	10,568
2.KGC	501	-115	586	-172	800	149	-36	565	-154	524	841	1,009
3.기타	362	106	542	504	1,546	130	436	596	418	1,580	1,844	1,936
(% YoY)	-5	-25.9	0.3	-1.4	-7.9	-25.3	30.6	2.7	1.8	0.9	8.0	6.2
1. KT&G	-15.5	-22.1	-4.5	-27.3	-16.7	-9.4	15.5	2.7	6.2	3.7	3.7	5.3
2.KGC	46.5	적전	-21.7	적지	-5.7	-70.3	적지	-3.6	적지	-34.5	60.4	20.0
3.기타	37.9	-10.8	135.3	3772.9	147.6	-64.2	215.6	10.0	-17.1	2.2	16.7	5.0
영업이익률(%)	22.7	18.2	24.1	13.7	19.9	18.3	22.6	23.7	13.0	19.5	21.1	21.3
1. KT&G	28	27.6	30.1	18.2	26	26.4	29.8	30.1	18.2	26.1	27.9	28.0
2.KGC	13.8	-4.9	15.7	-6.8	6.5	5.6	-1.6	14.7	-5.8	4.6	7.0	8.0
3.기타	17	4.8	16	17.6	14.6	5.5	17.4	16.0	13.3	13.5	15.0	15.0
지배순이익	2,705	2,008	3,138	1,219	9,071	2,852	3,170	3,268	1,438	10,738	11,088	11,678
(% YoY)	2.4	-40.9	-32.4	-334.7	-10.7	5.4	57.8	4.1	22.3	19.0	3.3	5.3
지배순이익률(%)	19.4	15	18.6	8.4	15.4	22.1	22.3	18.6	9.3	17.8	18.4	18.4

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	5,851.4	5,862.6	6,026.0	6,032.2	6,330.4
매출액증가율(%)	11.9	0.2	2.8	0.1	4.9
매출원가	2,891.2	3,054.4	3,137.1	3,114.5	3,264.4
매출총이익	2,960.2	2,808.2	2,889.0	2,917.7	3,066.0
판매관리비	1,692.6	1,640.9	1,710.5	1,645.8	1,714.7
영업이익	1,267.7	1,167.3	1,178.5	1,271.9	1,351.3
영업이익률(%)	21.7	19.9	19.6	21.1	21.3
금융손익	43.9	71.1	120.1	139.7	139.7
중속/관계기업손익	29.4	9.6	9.7	0.0	0.0
기타영업외손익	88.6	0.3	138.2	80.0	80.0
세전계속사업이익	1,429.5	1,248.4	1,446.6	1,491.6	1,571.0
법인세비용	415.6	318.8	354.4	361.0	380.2
당기순이익	1,005.3	922.4	1,088.6	1,130.6	1,190.8
지배주주지분 순이익	1,015.8	902.7	1,069.7	1,108.8	1,167.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,509.6	6,418.4	7,466.6	7,057.4	6,812.4
현금및현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,578.1	1,424.7	932.0
매출채권	1,366.5	1,328.6	1,428.1	1,360.8	1,426.0
재고자산	2,575.8	2,763.8	2,970.9	2,830.7	2,966.4
비유동자산	5,792.1	6,354.1	6,390.2	6,190.2	6,205.2
유형자산	1,837.0	2,096.5	2,247.4	2,177.0	2,113.5
무형자산	167.9	175.0	159.8	133.8	112.0
투자자산	2,334.3	2,700.8	2,765.0	2,661.4	2,761.7
자산총계	12,301.7	12,772.5	13,856.8	13,247.7	13,017.6
유동부채	2,527.3	2,672.4	2,903.9	2,773.9	2,899.8
매입채무	220.9	260.7	280.3	267.0	279.8
단기차입금	72.6	61.6	76.9	76.9	76.9
유동성장기부채	20.7	46.2	70.2	70.2	70.2
비유동부채	415.8	805.1	1,108.9	1,094.2	1,108.4
사채	0.0	322.5	623.7	623.7	623.7
장기차입금	78.8	147.3	141.1	141.1	141.1
부채총계	2,943.1	3,477.5	4,012.8	3,868.1	4,008.2
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.8	534.1	534.1	534.1
기타포괄이익누계액	-67.0	-56.6	-16.7	-16.7	-16.7
이익잉여금	9,131.2	8,979.1	9,282.5	9,818.4	10,448.4
비지배주주지분	42.9	120.5	119.6	119.4	119.1
자본총계	9,358.6	9,294.9	9,844.0	9,379.6	9,009.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	887.9	1,266.0	1,065.9	1,350.3	1,243.8
당기순이익(손실)	1,005.3	922.4	1,088.6	1,130.6	1,190.8
유형자산상각비	203.2	210.8	224.2	220.4	213.6
무형자산상각비	22.3	30.2	30.1	26.0	21.8
운전자본의 증감	-320.5	185.4	-31.5	92.7	-89.8
투자활동 현금흐름	547.5	-848.3	-266.4	131.5	-135.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-241.4	-472.8	-335.4	-150.0	-150.0
투자자산의 감소(증가)	-208.4	-356.9	-54.5	103.6	-100.3
재무활동 현금흐름	-931.8	-775.8	-330.3	-1,635.2	-1,601.2
차입금의 증감	34.4	402.3	321.4	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.5	0.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	454.5	-369.1	546.2	-153.5	-492.7
기초현금	946.6	1,401.0	1,032.0	1,578.1	1,424.7
기말현금	1,401.0	1,032.0	1,578.1	1,424.7	932.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	42,620	42,963	46,083	46,286	48,575
EPS(지배주주)	7,399	6,615	8,180	8,508	8,961
CFPS	11,878	10,706	11,049	12,419	13,150
EBITDAPS	10,875	10,321	10,957	11,650	12,175
BPS	67,853	68,557	74,618	71,056	68,218
DPS	5,000	5,200	5,400	5,600	5,800
배당수익률(%)	5.5	6.0	5.0	5.2	5.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.4	13.1	13.1	12.6	12.0
PCR	7.7	8.1	9.7	8.6	8.2
PSR	2.1	2.0	2.3	2.3	2.2
PBR	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
EBITDA(십억원)	1,493.1	1,408.4	1,432.8	1,518.2	1,586.6
EV/EBITDA	7.2	7.6	8.8	8.4	8.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.0	9.8	11.3	11.7	12.9
EBITDA 이익률	25.5	24.0	23.8	25.2	25.1
부채비율	31.4	37.4	40.8	41.2	44.5
금융비용부담률	0.6	0.8	0.6	0.7	0.6
이자보상배율(x)	36.5	25.5	30.7	31.6	33.6
매출채권회전율(x)	5.2	4.4	4.4	4.3	4.5
재고자산회전율(x)	2.4	2.2	2.1	2.1	2.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.06	산업브리프	Buy	101,000	김정욱	-16.2	-4.8	
2022.11.14	Indepth	Buy	115,000	김정욱	-23.7	-13.1	
2023.11.14	1년 경과				-21.6	-18.3	
2024.03.11	기업분석	Buy	120,000	김정욱	-24.6	-20.7	
2024.05.30	기업분석	Buy	110,000	김정욱	-13.3	1.4	
2024.09.27	기업분석	Buy	131,000	김정욱	-	-	