Global Research

2025.11.20

필립모리스 인터내셔널 (PM-US)

담배연기 없는 미래가 빠르게 오고 있다

Global Company Brief

3Q25 Review: IQOS와 미국 ZYN의 성장이 돋보인 실적

3Q25 필립모리스인터내셔널(PMI)은 매출액 108.5억달러(+9.4% YoY), 영업이익 42.6억달러(+16.7% YoY)를 기록했으며 조정 영업이익률은 43%를 상회, 최근 4년 내 최고 수준을 시현했다. 일반 궐련 출하량은 -3.2% YoY 감소했으나 Smoke-free 전체 출하량 +16.6% YoY 증가하며 물량 감소를 상쇄했다. HTU 출하량은 높은 기저에도 불구, +15.5% YoY를 기록했고 니코틴파우치 'ZYN'은 +36%, 특히 미국 출하량 +37% YoY로 미국 시장 내 높은 수요를 입증했다. Smoke-free 매출액은 글로벌 전역에서 큰 폭으로 증가하며 무연담배 시장의 구조적 성장을 입증했다(그림 10 참고).

Smoke-free 고성장 국면: 외형·마진 동반 레벨업

Smoke-free 시장의 고속 성장 구간에서 PMI는 압도적인 글로벌 담배 시장 점유율(29.5%)을 바탕으로 외형 성장과 마진 개선을 동시에 이어갈 것으로 기대한다. 일반궐련 수요 감소로 과거대비 총 출하량은 줄었으나, 20년 이후 Smoke-free 판매가 가속화되며 물량 방어를 넘어 성장을 견인하는 국면에 진입했다. Smoke-free 내 핵심 제품인 IQOS, ZYN, VEEV의 사용자 수는 빠르게 확대되고 있으며, 24년 기준 사용자 수 증가율은 IQOS +12%, ZYN +36%, VEEV +100% YoY를 기록했다. 일반궐련은 물량 성장 여지가 크지 않은 만큼 가격인상을 통해 수익성을 방어 중이며, 일반궐련 대비 마진이 높은 니코틴 파우치의 고성장으로 전사 마진 레벨 또한 우상향하고 있다. Smoke-free 비중 확대와 고수익 포트폴리오 믹스 개선에 힘입어 PMI는 중장기적으로 매출 성장과 마진 개선을 동시에 달성하는 구조를 공고히 할 것으로 예상한다.

4Q25 성장률 일시적 둔화 전망, 그럼에도 불구하고 25년 가이던스 상향

IQOS와 ZYN의 채널 재고 조정, 가격 인상 효과 완화, 세율 상승 등을 감안하면 4Q25 성장 속도는 연초 회사 언급대로 일부 둔화가 예상된다. 그럼에도 PMI는 2025년 조정 EPS 가이던스를 7.43~7.56달러→7.46~7.56달러로 전 분기에 이어 재차 상향했다. 이는 연초 이후 우호적인 실적 흐름과 Smoke-free 부문의 성장·수익성 개선에 대한 자신감을 반영한 것으로, 2026년 실적 모멘텀에 대한 기대 또한 유효하다고 풀이된다.

밸류에이션 매력도 추가 확대 가능

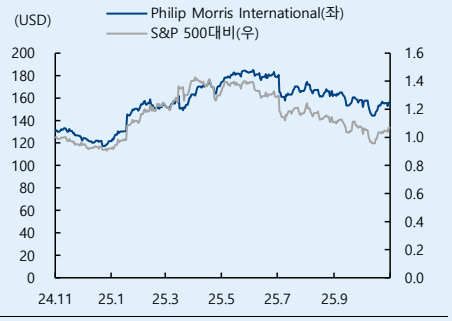
PMI의 현재 12개월 Fwd P/E는 21.5배로, 역사적 밸류에이션 밴드 중·상단 구간에 위치한다. 단기적으로는 부담 요인으로 인식될 수 있으나, 러시아-우크라이나 전쟁과 공급망 이슈로 감소했던 출하량이 일반 궐련 수요 둔화에도 불구하고 Smoke-free 성장에 힘입어 회복되고 있으며, 물량 증가와 함께 마진 레벨 역시 우상향 구간에 진입했다. 이에 더하여 3Q 분기 배당은 주당 1.47달러로 2013년 이후 최대폭인 +8.9% 인상 단행, 18년 연속 배당 성장을 이어가며 주주환원 강화 기조를 재확인했다. 경기 둔화 국면에서 방어적 성격의 담배 업종에 대한 선호가 높아지는 가운데, PMI는 1)출하량 회복세, 2)고마진 Smoke-free의 중장기 성장 동력, 3)안정적인 배당 매력을 기반으로 밸류에이션 프리미엄을 유지·확대해 나갈 것으로 기대된다.

블룸버그 최고 목표가	USD 220.00
블룸버그 최저 목표가	USD 158.00
종가(2025-11-19)	USD 155.61

Stock Indicator	
거래소	NYSE
발행주식수	1,556.6 백만주
시가총액	242.6 십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 186.69
52주 최저가(USD)	USD 116.12

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	-7.7	-10.0	20.3
상대수익률	-0.7	-10.5	-18.9	7.6

Price Trend



결산(12월)	FY 20	FY 21	FY 22	FY 23
매출액(십억달러)	31.4	31.8	35.2	37.9
영업이익(십억달러)	13.0	12.2	11.6	13.4
순이익(십억달러)	9.1	9.0	7.8	7.1
EPS(달러)	5.8	5.8	5.0	4.5
BPS(달러)	-6.5	-5.8	-7.2	-7.6
PER(x)	15.8	16.4	16.8	20.3
PBR(x)	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-
배당수익률(%)	5.2	5.0	5.5	4.4
EV/EBITDA(x)	12.2	14.6	13.9	14.9

주:US-GAAP

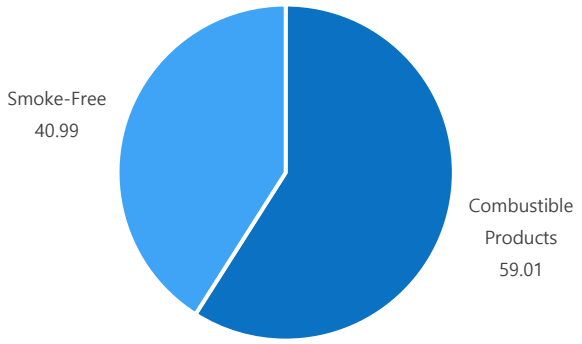
[음식료/담배]
이경신 2122-9122 ks.lee@imfnsec.com

표1. 영업실적 추이

(십억달러)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25C	2024	2025C	2026C
매출액	**8.8**	**9.5**	**9.9**	**9.7**	**9.3**	**10.1**	**10.9**	**10.5**	**37.9**	**40.7**	**43.8**
제품별											
Combustibles	5.4	5.9	6.1	5.8	5.4	6.0	6.4	6.1	23.2	23.9	24.6
Smoke-free Products	3.4	3.6	3.8	3.9	3.9	4.2	4.5	4.4	14.7	16.9	19.6
지역별											
Europe	3.4	3.8	4.1	4.1	3.6	4.2	4.7	4.4	15.4	16.9	18.3
SSEA, CIS & MEA	2.7	2.8	3.0	2.8	2.7	2.9	3.3	3.2	11.3	12.1	12.8
EA, AU, PMI DF	1.7	1.7	1.6	1.4	1.7	1.7	1.8	1.5	6.4	6.7	7.1
Americas	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3	1.1	1.3	4.5	5.0	5.8
YoY %	**9.7%**	**5.6%**	**8.4%**	**7.3%**	**5.8%**	**7.1%**	**9.4%**	**7.9%**	**7.7%**	**7.5%**	**7.6%**
제품별											
Combustibles	3.5%	1.2%	5.2%	6.0%	보합	2.1%	4.3%	4.9%	4.0%	3.1%	2.6%
Smoke-free Products	21.1%	13.6%	14.1%	9.3%	15.0	15.3%	17.7%	14.2%	14.2%	15.4%	15.6%
지역별											
Europe	15.6%	12.1%	12.2%	12.2%	5.8%	11.0%	14.5%	8.9%	12.9%	10.2%	9.1%
SSEA, CIS & MEA	7.3%	3.9%	6.7%	6.0%	3.2%	5.6%	10.4%	10.8%	1.6%	0.4%	5.8%
EA, AU, PMI DF	10.8%	-0.4%	2.0%	0.3%	2.8%	2.1%	10.4%	4.7%	2.0%	-0.2%	4.8%
Americas	123.8%	137.2%	140.2%	131.4%	27.2%	12.7%	-5.5%	5.7%	145.8%	9.8%	11.9%
영업이익	**3.2**	**3.4**	**3.9**	**3.3**	**3.5**	**4.0**	**4.4**	**3.9**	**13.8**	**15.2**	**16.3**
YoY %	**10.3**	**6.9**	**15.6**	**11.9**	**9.4**	**16.0**	**13.4**	**17.8**	**10.5%**	**17.8%**	**9.7%**
OPM %	**36.8%**	**36.4%**	**39.3%**	**33.7%**	**38.1%**	**39.4%**	**40.8%**	**36.8%**	**36.5%**	**38.1%**	**40.0%**

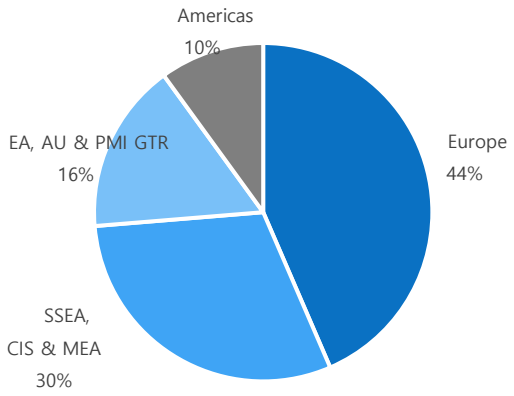
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림1. PMI 카테고리별 매출액 비중 (3Q25 기준)



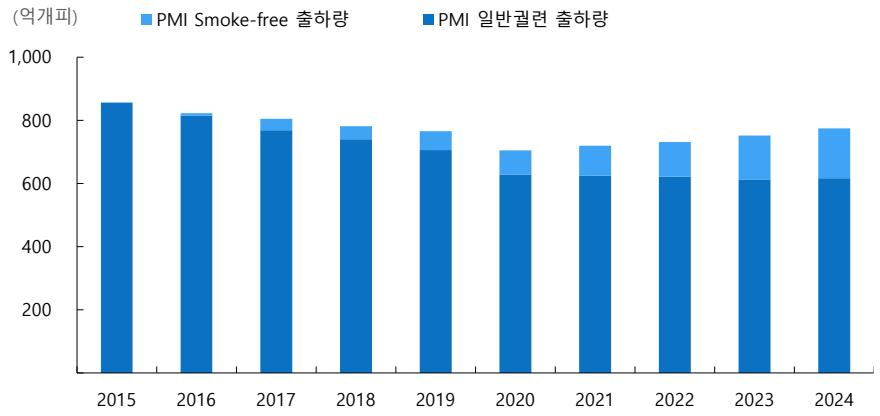
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림2. PMI 지역별 매출액 비중 (3Q25 기준)



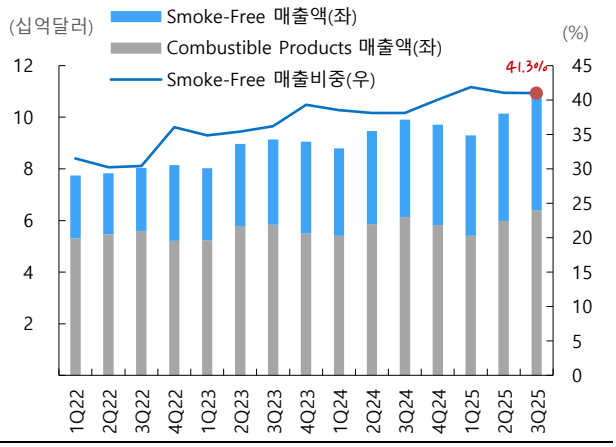
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림3. PMI Smoke-free, 일반궐련 출하량 감소세 방어



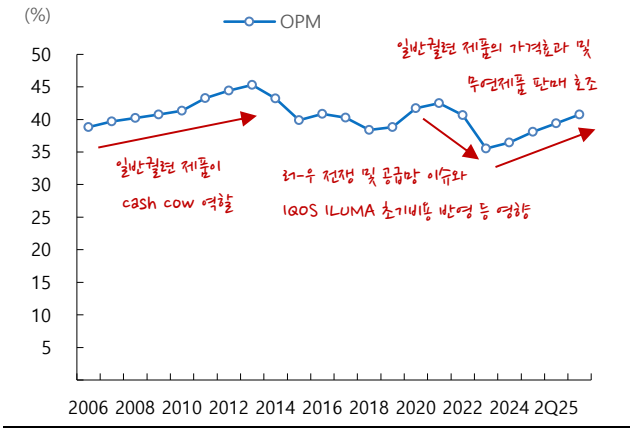
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림4. Smoke-Free 제품, 25년 전사 매출비중 41%까지 확대



자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부
주: 25년 3분기까지의 매출 비중

그림5. 마진레벨 우상향 구간 돌입



자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

표2. 필립모리스 인터내셔널 Smoke-free 제품

제품	카테고리	사용방식	형태/특징	리필 여부
IQOS	Heated Tobacco (HTU)	전용 기기에 전용 스틱을 꽂아 가열 후 흡입	담배 잎을 태우지 않고 데움, 에어로졸 흡입	스틱(소모품) 반복 구매·교체 필요 기기는 충전 필요, 스틱 물량은 HTU 볼륨으로 집계
ZYN	Oral Smoke-Free Products (Oral SFPs)	파우치를 윗잇몸/입술 사이에 끼워 니코틴 흡수	연기·불·기기 없음, 캔 단위 파우치형	캔/파우치 다 쓰면 새 캔 구매 필요
VEEV	E-Vapor	기기에 포드(카트리지)를 끼워 증기를 흡입	포드만 갈아끼우는 구조, 다양한 맛·농도	포드(카트리지)를 지속적으로 교체·구매, 기기는 충전 필요

자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

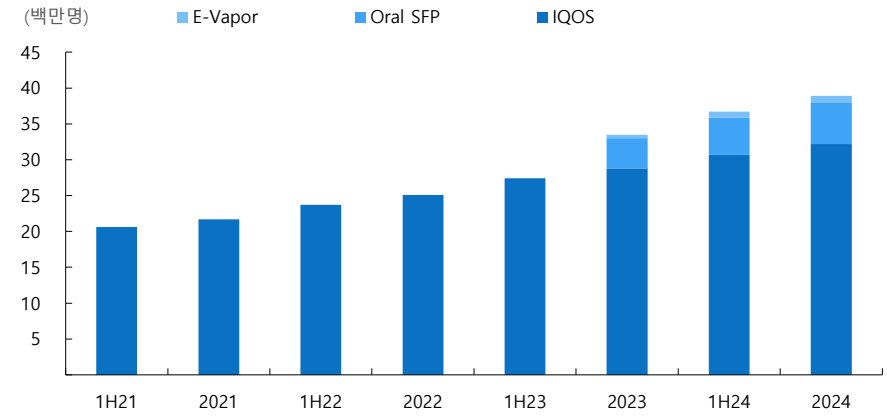
그림6. PMI Oral Smoke-Free 제품 'ZYN'

자료 Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림7. PMI E-Vapor 제품 'VEEV'

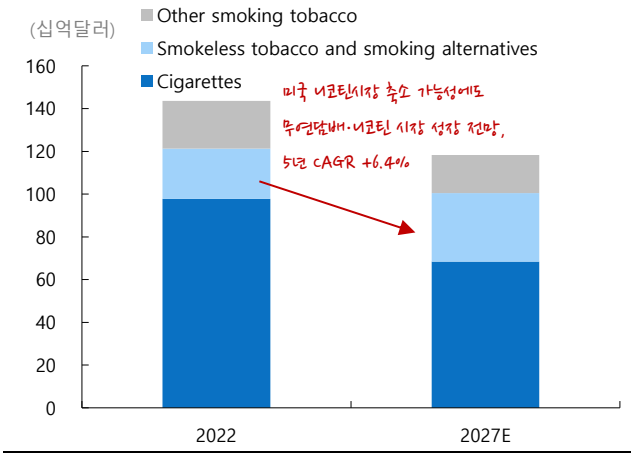
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림8. 필립모리스 인터내셔널 Smoke-free 제품별 사용자 수 추이



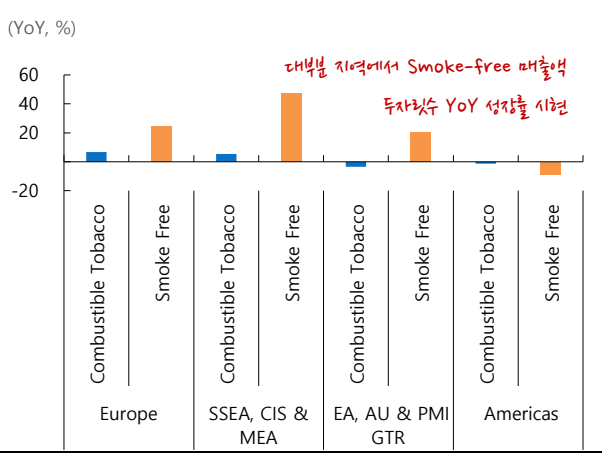
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 니코틴시장 규모: 무연담배·니코틴시장 성장 전망



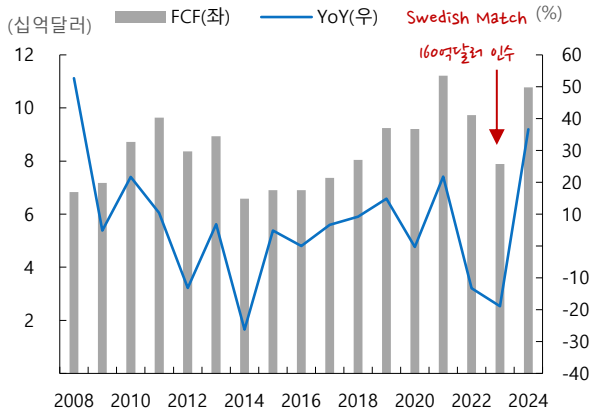
자료: Euromonitor, iM증권 리서치본부

그림10. 지역별 Smoke-free 제품 매출액 성장률



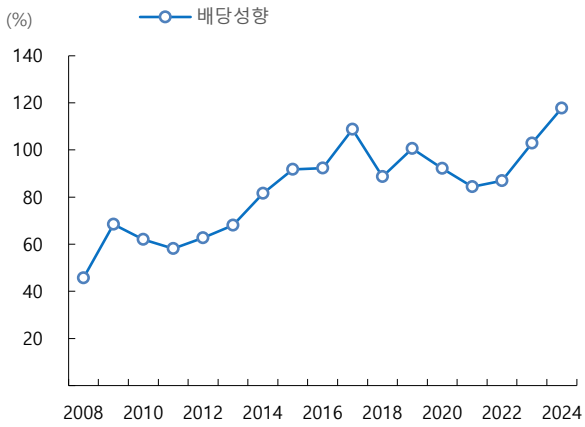
자료: Philip Morris International, iM증권 리서치본부

그림11. 잉여현금흐름 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 배당성향 추이



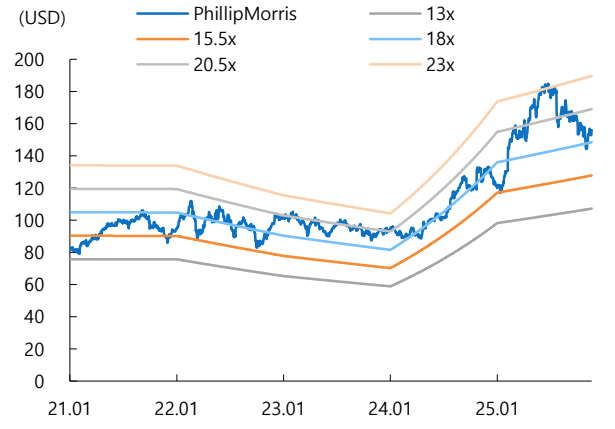
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표3. Peer Valuation

	기업명	Philip Morris Int'l	Altria	BAT	JTI	KT&G
시가총액	(십억달러)	243	99	90	11322	16871
거래량	(3M, 천주)	6386	8281	3033	3564	372
주가	(달러, 원)	156	59	4128	5661	143000
수익률	1M	-1.4%	-9.4%	7.6%	13.6%	3.4%
	6M	-10.0%	-0.9%	28.0%	27.6%	22.7%
	YTD	29.5%	12.7%	43.3%	39.4%	35.2%
PER (X)	2024	16.8	8.1	N/A	13.4	11.0
	2025C	20.3	13.5	21.1	40.4	9.4
	2026C	18.7	10.5	11.4	16.8	13.0
PBR (X)	2024	N/A	N/A	1.0	1.7	1.1
	2025C	N/A	N/A	1.3	1.9	1.3
	2026C	N/A	N/A	1.8	2.4	1.7
EV/EBITDA (X)	2024	13.9	7.9	6.8	8.0	6.4
	2025C	14.9	9.6	16.6	16.4	8.0
	2026C	15.2	9.4	9.7	11.4	9.9
매출액 성장률 (%)	2024	6.8%	6.7%	2.9%	10.6%	7.6%
	2025C	5.0%	6.0%	-1.6%	2.2%	-0.1%
	2026C	7.1%	5.0%	-1.8%	4.8%	9.2%
영업이익 성장률 (%)	2024	4.1%	-21.3%	-57.0%	3.3%	23.5%
	2025C	14.4%	32.2%	48.3%	-26.5%	0.3%
	2026C	11.5%	9.1%	-4.2%	-21.4%	-26.6%
OPM (%)	2024	3.3%	3.3%	3.5%	8.8%	7.9%
	2025C	3.6%	4.2%	5.3%	6.3%	7.9%
	2026C	3.8%	4.3%	5.2%	4.7%	5.3%
EPS 성장률 (%)	2024	7.7%	-12.4%	-57.7%	4.8%	24.2%
	2025C	17.0%	34.3%	48.8%	-29.5%	-0.6%
	2026C	7.8%	29.4%	-2.3%	-23.8%	-24.7%

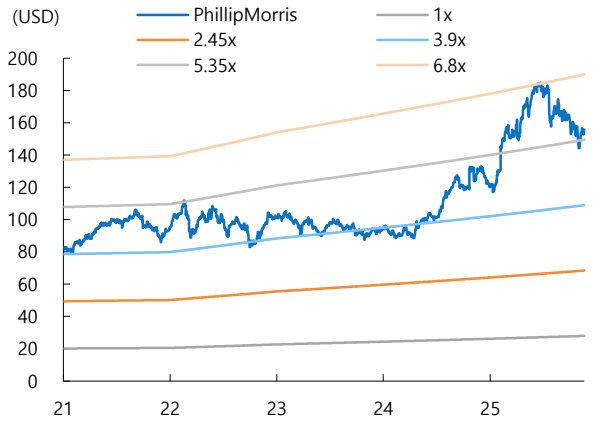
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 필립모리스 인터내셔널 P/E 밴드



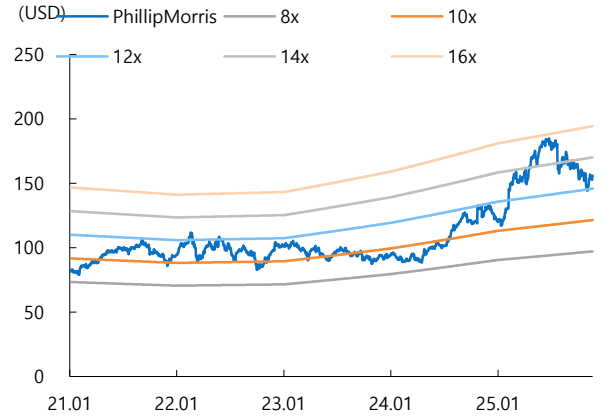
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 필립모리스인터내셔널 P/S 밴드



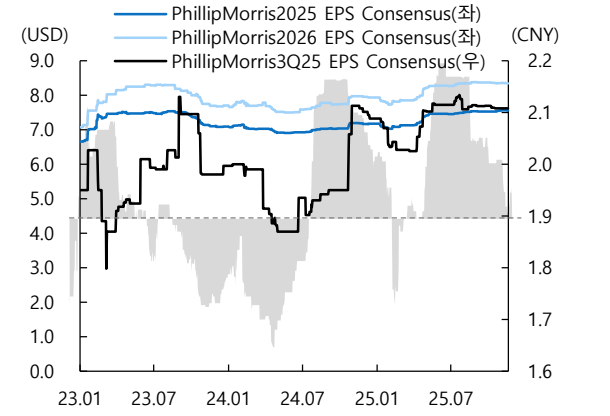
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 필립모리스 인터내셔널 EV/EBITDA 밴드



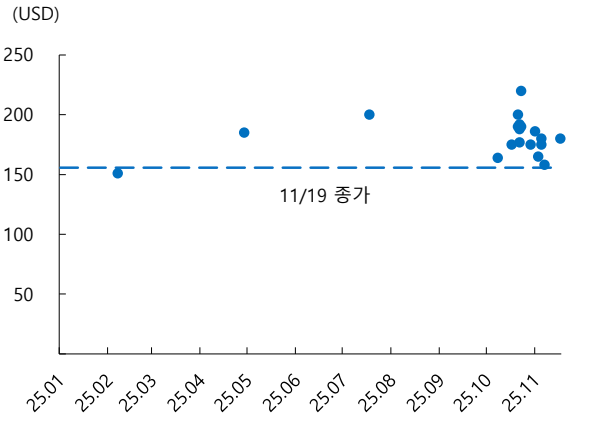
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. 필립모리스 인터내셔널 영업이익 컨센서스 및 ER 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. 필립모리스 인터내셔널 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
유동자산	17,717.0	19,619.0	19,755.0	20,170.0
현금 및 현금성자산	4,496.0	3,207.0	3,060.0	4,216.0
매출채권	3,123.0	3,850.0	3,461.0	3,789.0
비유동자산	23,573.0	42,062.0	45,549.0	41,614.0
유형자산	6,694.0	7,304.0	8,147.0	7,895.0
무형자산	9,498.0	26,387.0	26,643.0	27,927.0
자산총계	41,290.0	61,681.0	65,304.0	61,784.0
유동부채	19,255.0	27,336.0	26,383.0	22,915.0
비유동부채	30,243.0	40,656.0	48,367.0	48,739.0
부채총계	49,498.0	67,992.0	74,750.0	71,654.0
지배주주지분	(10,106.0)	(8,957.0)	(11,225.0)	(11,750.0)
자본금	2,225.0	2,230.0	2,285.0	2,335.0
이익잉여금	33,082.0	34,289.0	34,090.0	32,869.0
자본총계	(8,208.0)	(6,311.0)	(9,446.0)	(9,870.0)

포괄손익계산서

(백만USD, %)	FY21	FY22	FY23	FY24
매출액	31,405.0	31,762.0	35,174.0	37,878.0
매출원가	10,030.0	11,402.0	12,893.0	13,329.0
매출총이익	21,375.0	20,360.0	22,281.0	24,549.0
판매비와관리비	-	-	-	-
EBITDA	14,232.0	13,683.0	13,900.0	15,472.0
영업이익	12,975.0	12,246.0	11,556.0	13,402.0
영업이익률	41.3	38.6	32.9	35.4
세전계속사업이익	12,232.0	11,634.0	10,450.0	9,883.0
법인세비용	2,671.0	2,244.0	2,339.0	3,017.0
당기순이익	9,109.0	9,048.0	7,813.0	7,057.0
성장률(YoY)	-	-	-	-
매출액	9.4	1.1	10.7	7.7
영업이익	11.2	(5.6)	(5.6)	16.0
순이익	13.1	(0.7)	(13.6)	(9.7)

현금흐름표

(백만USD)	FY21	FY22	FY23	FY24
영업활동 현금흐름	11,967.0	10,803.0	9,204.0	12,217.0
당기순이익	9,109.0	9,048.0	7,813.0	7,057.0
유무형자산감가상각비	998.0	1,189.0	2,078.0	1,787.0
비현금항목	493.0	404.0	613.0	2,696.0
투자활동 현금흐름	(2,358.0)	(15,679.0)	(3,598.0)	(1,092.0)
유무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0
유무형자산의 취득	(748.0)	(1,077.0)	(1,321.0)	(1,444.0)
기타투자활동	535.0	(606.0)	(2,166.0)	340.0
재무활동 현금흐름	(11,977.0)	3,806.0	(5,582.0)	(9,481.0)
부채의 증감	(3,042.0)	12,681.0	2,819.0	(1,623.0)
자본의 증감	(775.0)	(209.0)	0.0	0.0
배당금 지급	(7,580.0)	(7,812.0)	(7,964.0)	(8,197.0)
기타 재무활동	(580.0)	(854.0)	(437.0)	339.0
현금및현금성자산의증감	(2,784.0)	(1,289.0)	(147.0)	1,156.0
기초현금및현금성자산	7,280.0	4,496.0	3,207.0	3,060.0
기말현금및현금성자산	4,496.0	3,207.0	3,060.0	4,216.0
잉여현금흐름	11,219.0	9,726.0	7,883.0	10,773.0

주요투자지표

	FY21	FY22	FY23	FY24
주당지표(USD)				
EPS	5.8	5.8	5.0	4.5
BPS	(6.5)	(5.8)	(7.2)	(7.6)
CFPS	7.7	7.0	5.9	7.9
DPS	4.9	4.9	5.1	5.3
Valuation(배)				
PER	15.8	16.4	16.8	20.3
PBR	-	-	-	-
PCR	12.4	14.5	15.9	15.3
EV/EBITDA	12.2	14.6	13.9	14.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-	-	-	-
EBITDA이익률	45.3	43.1	39.5	40.8
부채비율	(603.0)	(1077.4)	(791.3)	(726.0)
순부채비율	-	-	-	-
매출채권회전율(x)	3.0	3.4	3.4	3.0
재고자산회전율(x)	1.1	1.2	1.2	1.3

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: US-GAAP 기준

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-09-30 기준)

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%