

Philip Morris

2Q26 Review: 하반기 'ZYN' 성장을 반등이 관건

이다연 음식료·통신
dayeonlee@daolfn.com

● 예상보다 강했던 궐련, IQOS가 뒷받침할 수익성

2Q26 매출액은 112억달러(YoY+10.4%, 이하 Organic 기준)로 컨센서스 대비 +3.2% 상회. 이는 1) 글로벌 궐련 담배의 물량, 가격 호조, 2) 일본, 폴란드 등 일부 지역 내 규제 및 세금 인상 리스크를 상쇄한 IQOS의 견조한 수요, 3) ZYN의 출하량 회복에 기인

- 궐련담배 매출은 65.5억달러(YoY+9.7%)로, 약 10%의 가격 인상 및 저침투 시장(튀르키예·인도네시아·이집트 등) 내 판매량 증가가 외형 성장을 견인. 다만 저단가·저수익 신흥국 중심 물량 증가로 제품 믹스가 악화되면서 이익 성장폭은 제한적

- SFP(Smoke-Free Product) 매출은 46.5억달러(YoY+6.1%)로 견조한 수요 기반을 확인. '26년 4월 소비세 인상이 진행된 일본, 향료 규제가 시행된 유럽 일부 국가를 제외 시, IQOS의 소비자 판매량은 YoY+10% 성장. ZYN도 미국 출하량이 QoQ 성장으로 전환하면서 하반기 회복 가능성을 확인했으나, 실수요 회복 여부는 추가 확인이 필요

● 하반기 'ZYN'의 성장을 반등에 주목

하반기 성장의 핵심은 'ZYN' 출하량 성장세의 회복이라고 판단. 니코틴 파우치 시장은 여전히 높은 성장률을 기록 중이나, ZYN은 가격 프리미엄과 제한적인 제품 라인업으로 높은 시장 성장률을 온전히 흡수하지 못하고 있음. 동사는 하반기 중 제품 다변화, 신공장 가동, 브랜드 캠페인을 바탕으로 ZYN의 성장 모멘텀을 가속화하고자 함. 일례로 ZYN Ultra 신제품 출시(1.5mg·8mg dry), 파우치당 가격 인하, 브랜드 캠페인, 콜로라도 신공장 가동이 성장의 촉매로 작용할 수 있음. 또한, 6월 30일 FDA가 ZYN 주력 제품 20종에 부여한 MRTP(Modified Risk Tobacco Product, 위험저감 담배제품) 지위는 제품 안정성·신뢰성을 강화해 차별화 요인으로 기능할 수 있음. 다만, 3분기는 전년 높은 기저 및 마케팅·신규 공장 초기 비용 확대로 이익 레버리지에 제한될 수 있음. 이는 장기 성장을 위한 선제적 투자로, 실수요 회복에 따른 ZYN의 중장기적 이익 기여 확대를 기대

● 주가는 무연제품 비중 확대, Mix 개선과 함께 동반 상승할 것

단기적으로는 궐련의 가격 인상이 실적 하방을 지지하겠으나, 궐련 물량은 장기적으로 우하향 추세라는 점에서 추가적인 밸류에이션 상승을 견인하기는 제한적. 주가는 무연 제품 비중 확대에 의한 이익 개선과 함께 동반 상승하는 경향을 보여온 만큼, 하반기 1) ZYN의 판매 촉진 전략이 성과로 확인되는 시점, 혹은 2) IQOS의 유럽 지역 내 규제로 인한 일시적 판매 둔화세가 정상화되는 시점에 주가 상승이 나타날 것. 꾸준한 분기배당금 증가 추이는 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용 가능

Fig. 1: Philip Morris 분기별 실적 추이

(단위: 백만달러, 백만개비, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025	2026E
매출액	9,301	10,140	10,845	10,362	10,146	11,192	37,878	40,648	43,385
YoY (%)	5.8	7.1	9.4	6.8	9.1	10.4	7.7	7.3	6.7
Combustible	5,406	5,979	6,400	6,008	5,767	6,547	23,218	23,793	-
Smoke free	3,895	4,161	4,445	4,354	4,379	4,645	14,660	16,855	-
Shipment	187,790	200,093	204,862	193,753	184,200	205,100	775,669	786,498	-
YoY (%)	3.9	1.2	0.7	0.1	-1.9	2.5	4.9	1.4	-
Cigarettes (백만개비)	144,753	155,248	157,940	149,426	137,300	156,900	616,827	607,367	-
YoY (%)	1.1	-1.5	-3.2	-2.2	-5.1	1.1	0.6	-1.5	-
HTU (백만개비)	43,037	44,845	46,922	44,327	46,900	48,200	158,842	179,131	-
YoY (%)	14.4	11.8	16.6	8.5	9.0	7.5	25.8	12.8	-
매출총이익	6,261	6,861	7,358	6,802	6,905	7,659	24,549	27,282	29,475
YoY (%)	11.8	12.1	12.4	8.3	10.3	11.6	10.2	11.1	8.0
GPM (%)	67.3	67.7	67.8	65.6	68.1	68.4	64.8	67.1	67.9
판매비	2,717	3,108	3,095	3,429	3,012	3,129	11,147	12,349	11,781
YoY (%)	6.4	16.0	7.1	13.4	10.9	0.7	13.4	10.8	-4.6
판매비율 (%)	29.2	30.7	28.5	33.1	29.7	28.0	29.4	30.4	27.2
영업이익	3,544	3,753	4,263	3,373	3,893	4,530	13,402	14,933	17,694
YoY (%)	16.4	9.0	16.7	3.5	9.8	20.7	7.6	11.4	18.5
OPM (%)	38.1	37.0	39.3	32.6	38.4	40.5	35.4	36.7	40.8
순이익	2,690	3,039	3,478	2,141	2,438	2,817	7,057	11,348	12,998
NPM (%)	28.9	30.0	32.1	20.7	24.0	25.2	18.6	27.9	30.0

Source: Philip Morris International, Bloomberg, 다올투자증권

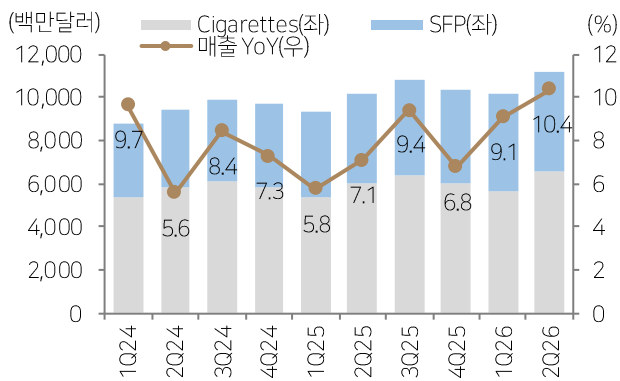
Note: 26년 연간 실적은 블룸버그 추정치 기반

Fig. 2: 글로벌 Peer Table

		Altria	PMI	BAT	IMB	KT&G
기준통화		USD	USD	GBP	GBP	KRW
종가		72.17	194.3	46	28.14	181,500
시가총액	백만 기준	120,516	302,828	99,530	21,575	18,841,598
주가수익률(%)	1M	0.8	8.7	0.3	1.9	7.0
	3M	7.5	14.8	9.3	1.5	3.0
	YTD	25.2	21.1	9.1	-9.8	27.3
PER(x)	2023	8.1	16.8	N/A	6.6	11.0
	2024	13.5	20.3	21.1	7.2	9.4
	2025	9.5	21.3	12.0	12.6	13.9
	2026	12.7	23.2	13.0	8.5	14.8
EPS	2023	43.3	-13.7	N/A	52.1	-7.6
성장률(%)	2024	43.1	-9.8	N/A	19.1	44.3
	2025	-37.0	60.5	156.8	-16.5	-9.7
	2026	38.0	15.2	0.8	33.0	20.1
OPM(%)	2023	56.3	32.9	-59.8	10.5	19.9
	2024	55.0	35.4	8.6	11.0	20.1
	2025	49.2	36.6	37.4	10.8	20.4
	2026	62.3	41.2	44.6	40.6	21.7
매출액	2023	-0.9	10.7	-1.3	-0.2	0.2
성장률(%)	2024	-0.3	7.7	-5.2	-0.2	0.8
	2025	-1.5	7.3	-1.0	-0.7	11.4
	2026	1.9	6.7	2.6	-68.7	6.3
영업이익	2023	-3.1	-5.6	-261.8	26.8	-7.9
성장률(%)	2024	-2.7	16.0	-113.6	4.5	1.8
	2025	-11.9	11.1	329.8	-1.8	13.0
	2026	29.1	19.9	22.6	17.1	13.2
배당수익률(%)	2023	9.5	5.5	10.3	8.8	6.0
	2024	7.6	4.4	8.3	7.1	5.0
	2025	7.2	3.5	5.8	5.1	4.2
	2026	6.0	3.1	5.4	5.9	3.7

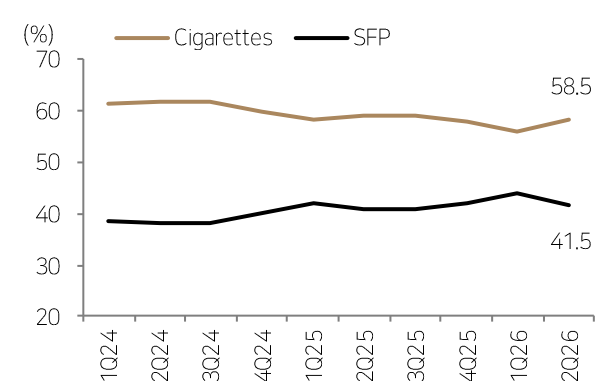
Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 종가, 시가총액은 7월 24일 기준

Fig. 3: 부문별 매출액 추이



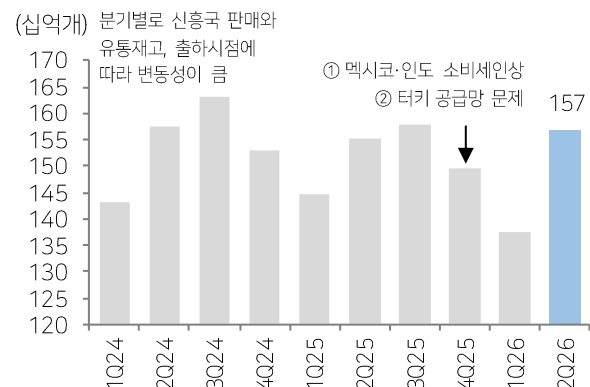
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: 결련담배 및 SFP 사업부문 비중 추이



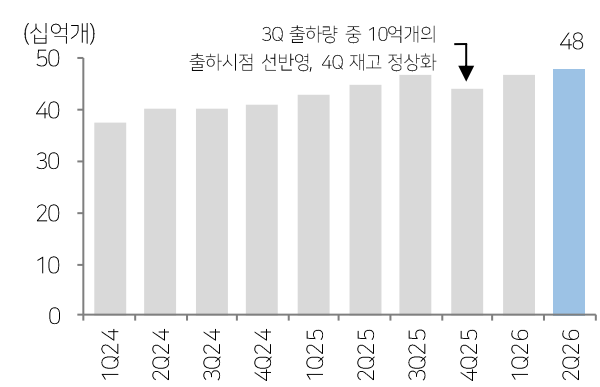
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 5: 결련담배 사업부문 출하량 추이



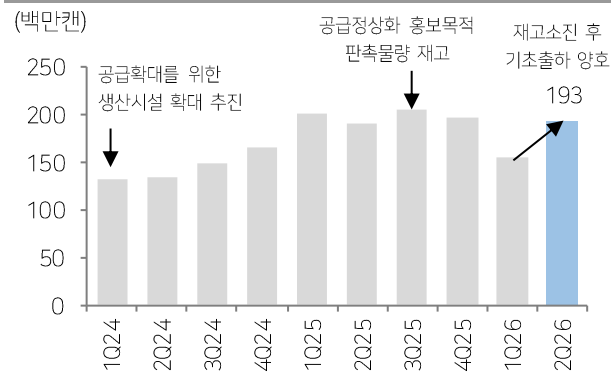
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 6: SFP사업부문 출하량 추이



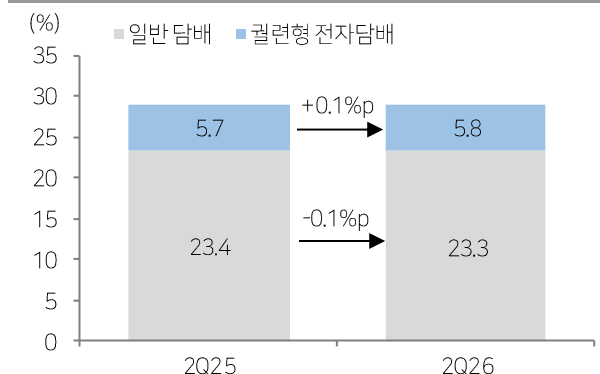
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: ZYN 미국 내 출하량 추이



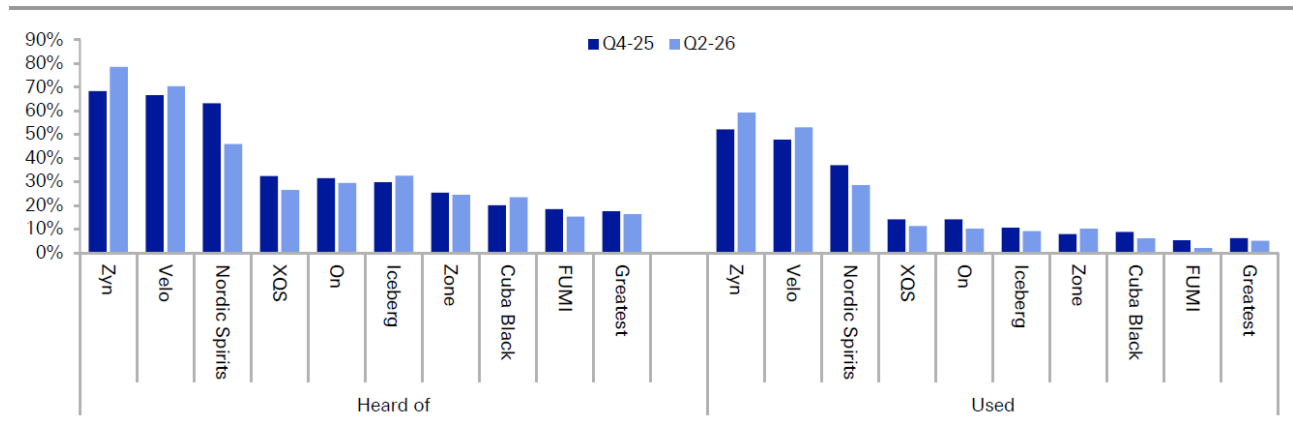
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 필립모리스의 글로벌 담배 시장 점유율 현황



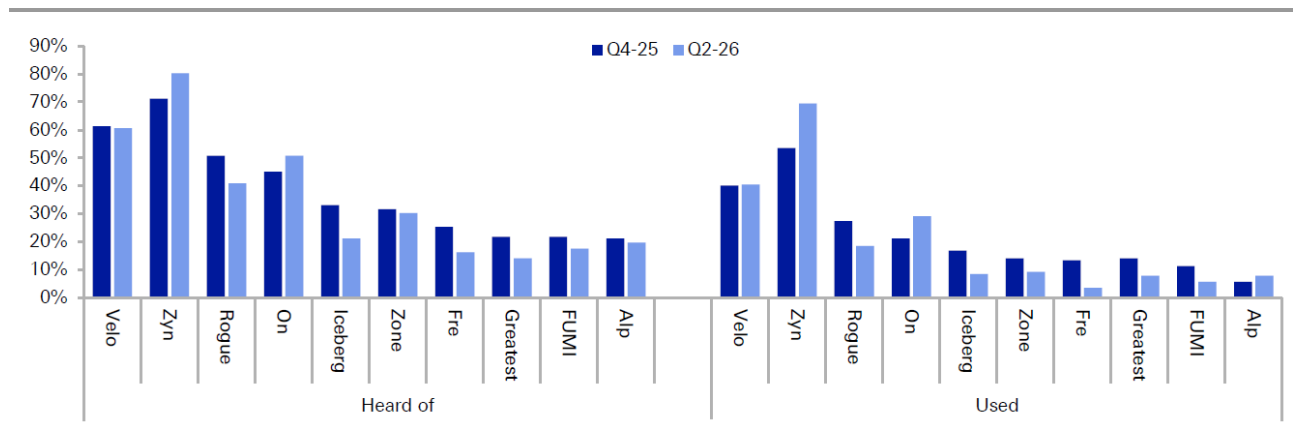
Source: Philip Morris International, 다올투자증권

Fig. 9: 영국 니코틴 파우치 시장: ZYN과 Velo가 인지도 및 사용 선두



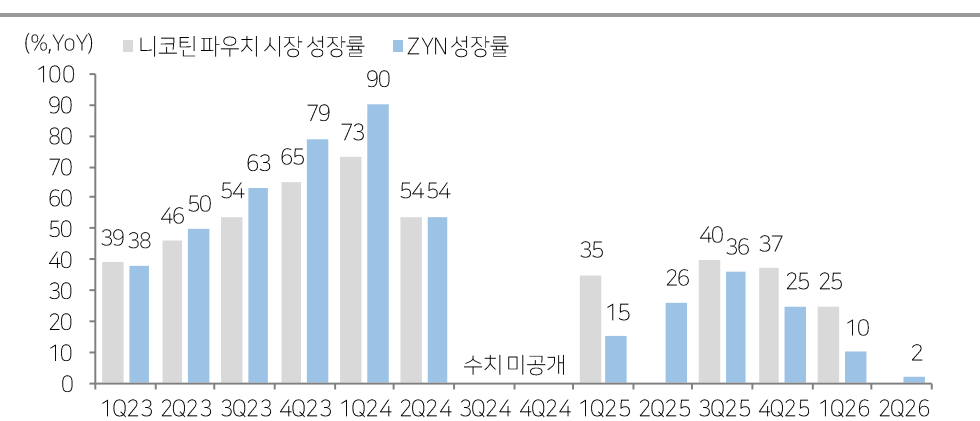
Source: dbDataInsights, 다올투자증권

Fig. 10: 미국 니코틴 파우치 시장: ZYN의 격차 확대



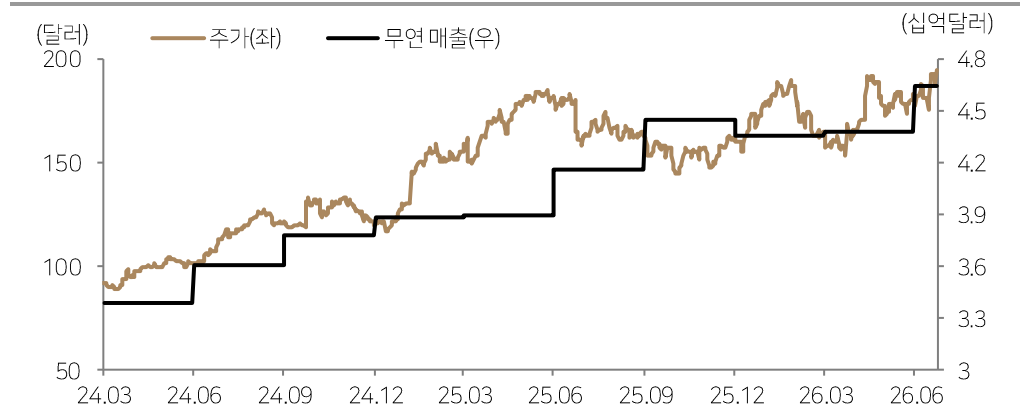
Source: dbDataInsights, 다올투자증권

Fig. 11: 니코틴 파우치 시장과 ZYN의 성장률



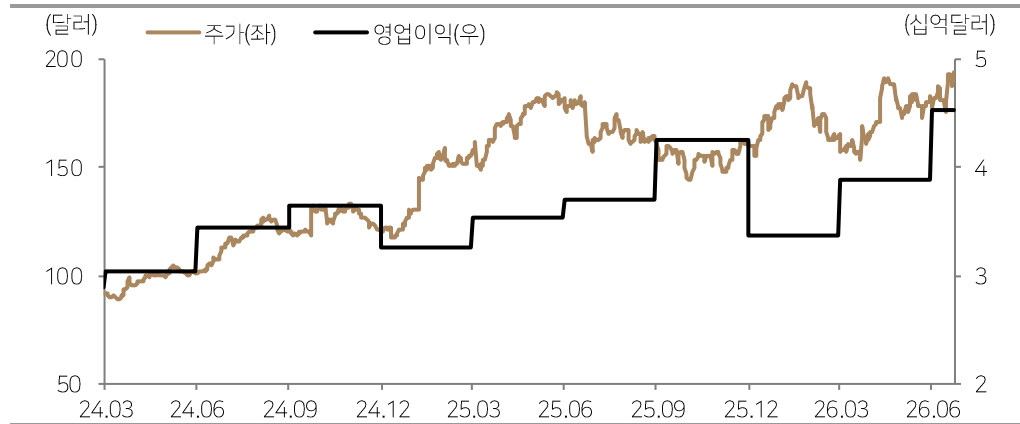
Source: Philip Morris International, 다올투자증권

Fig. 12: 주가 및 무연제품 매출 추이



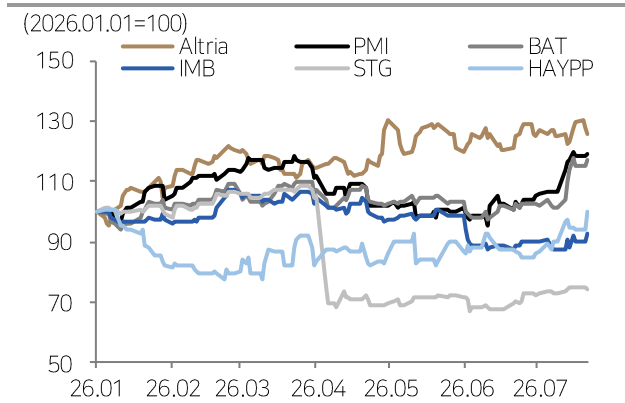
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 13: 주가 및 영업이익 추이



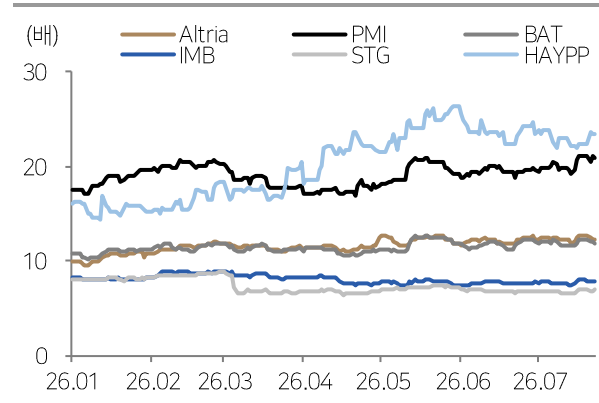
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 14: 글로벌 Peer 상대주가 추이



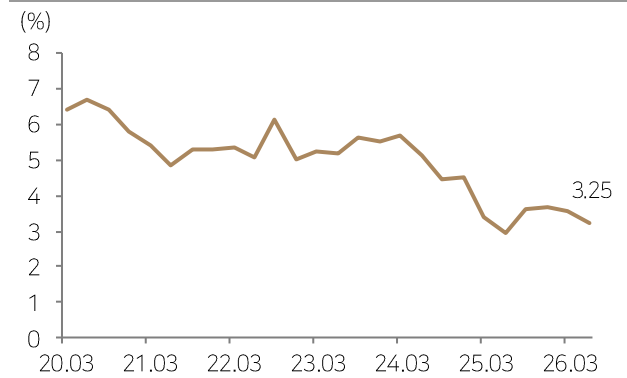
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 15: 글로벌 Peer 12M fwd P/E 추이



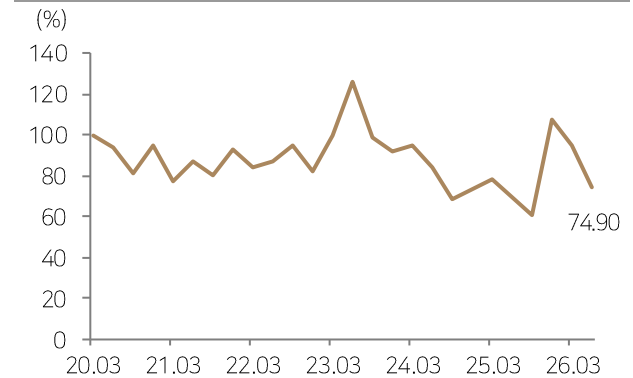
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 16: 필립모리스 배당수익률 추이



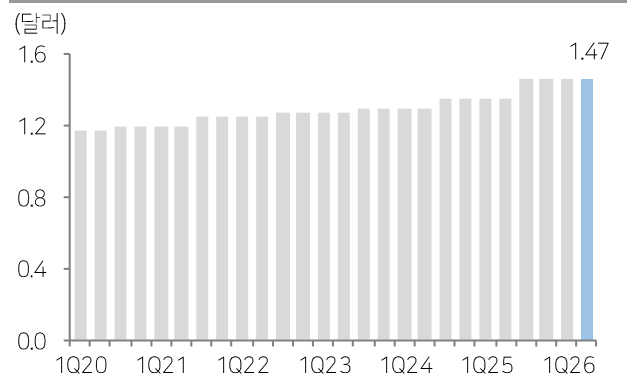
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 17: 필립모리스 배당성장 추이



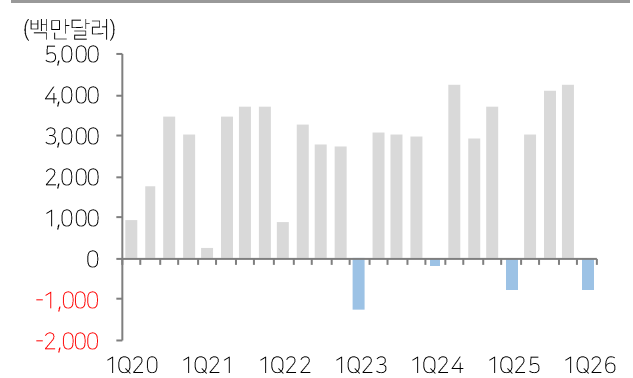
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 18: 필립모리스 주당배당금 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 19: 필립모리스 FCF 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치