



KT&G (033780)

카자흐스탄 탐방 후기

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(유지): 250,000원

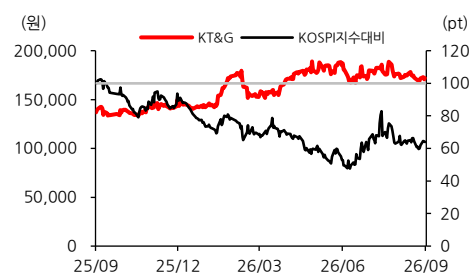
현재 주가(9/16)	172,000원
상승여력	▲45.3%
시가총액	178,554억원
발행주식수	103,810천주
52 주 최고가 / 최저가	189,000 / 133,600원
90 일 일평균 거래대금	469.4억원
외국인 지분율	51.1%
주주 구성	
중소기업은행 (외 1 인)	9.2%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
FirstEagleInvestmentManagem	8.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	-7.0	12.8	27.3
상대수익률(KOSPI)	1.5	16.0	-8.3	-67.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,909	6,580	7,004	7,419
영업이익	1,189	1,344	1,541	1,689
EBITDA	1,439	1,636	1,857	2,009
지배주주순이익	1,166	1,090	1,424	1,346
EPS	9,299	10,503	16,455	15,967
순차입금	-57	643	315	67
PER	18.5	16.4	10.5	10.8
PBR	2.3	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.4	11.3	9.8	8.9
배당수익률	3.1	3.5	4.7	5.8
ROE	12.7	11.8	14.9	13.2

주가 추이



유라시아 공급 허브를 목표로 하는 카자흐스탄 공장과 판매법인을 방문했습니다. 카자흐스탄 사업은 직접사업 전환, 가격·믹스 개선, 현지 생산 전환이 결합된 구조로, KT&G 연결 법인 중에서도 높은 성장성을 보일 것으로 기대합니다.

카자흐스탄 생산 시설 확충의 의미

첫째, 카자흐스탄은 KT&G 해외 궤련 전략의 현지 완결형 사례다. 판매법인은 2023년 1월 설립됐고, 신공장은 2025년 3월 본격 상업생산에 들어갔다. 과거에는 한국과 러시아에서 제품을 공급받았으나, 2025년 4월 이후 현지 판매 물량의 98%를 카자흐스탄 공장에서 조달하는 구조로 바뀌었다. 판매, 가격, 생산이 결합된 구조다.

둘째, 직접사업 전환 효과가 숫자로 확인되고 있다. 카자흐스탄 법인의 2022~2025년 연평균 성장률은 수량 +20.4%, 매출 +70.2%, 영업이익 +89.7%를 기록했다. 2026년 1월에는 남부 중심 유통사에서 전국 6개 권역 유통사 체계로 전환했고, 2028년 전국 커버리지 100%를 목표로 하고 있다. 2025년 점유율은 9.6%로 3위였고, 최근 POS 기준 점유율은 15% 수준까지 상승했다.

셋째, 카자흐스탄 공장은 내수 대응을 넘어 유라시아 수출기지로 확장될 전망이다. KT&G 기준 카자흐스탄 공장의 인접 5개국 수출 비중은 40.3%다. UN Comtrade 기준 카자흐스탄의 궤련 수출은 2025년 1.59억달러로 전년 대비 +44.1% 증가했다. 현지 생산 체계가 안정화될수록 카자흐스탄 공장은 중앙아시아·유라시아 권역의 공급 허브 역할을 확대할 수 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 250,000원 유지

한화 추정 기준 2026년 연결 매출액은 7조원, 영업이익은 1조 5,411억 원으로 예상된다. 해외 궤련 매출은 2025년 1조 8,777억원에서 2026년 2조 2,597억원, 2027년 2조 6,378억원으로 증가할 전망이다. 같은 기간 설비투자는 2025년 6,395억원에서 2027년 2,400억원으로 감소하고, FCF는 2026년 1조 3,600억원, 2027년 1조 3,310억원으로 확대될 전망이다. 해외 궤련 성장, CAPEX 축소, FCF 확대가 동시에 나타나는 만큼 주주환원 정책의 개선 가시성도 높아질 것으로 판단한다.

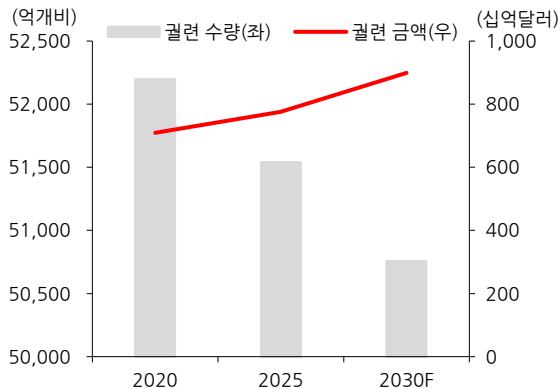
글로벌 궤련 시장, 물량 성장은 멈췄지만

Euromonitor 기준 세계 궤련 판매량은 2020년 5조 2,195억개비에서 2025년 5조 1,540억개비로 감소했고, 2030년에는 5조 756억개비로 하락세가 지속될 전망이다. 반면 금액 기준 시장은 2020년 7,093억달러에서 2025년 7,759억달러, 2030년 8,991억달러로 증가할 전망이다. 수량은 줄지만 금액은 늘어나는 시장이다.

KT&G의 성장은 전체 시장 성장률보다 점유율 상승으로 설명된다. Euromonitor 기준 KT&G의 글로벌 궤련 점유율은 2020년 1.3%에서 2025년 2.1%로 상승했다. 같은 기간 PMI는 12.5%에서 11.8%, BAT는 11.8%에서 9.2%, Imperial Brands는 3.7%에서 2.9%, Altria는 2.0%에서 1.2%로 낮아졌다. 점유율이 상승한 주요 사업자는 CNTC, JT, KT&G, ITC 정도다.

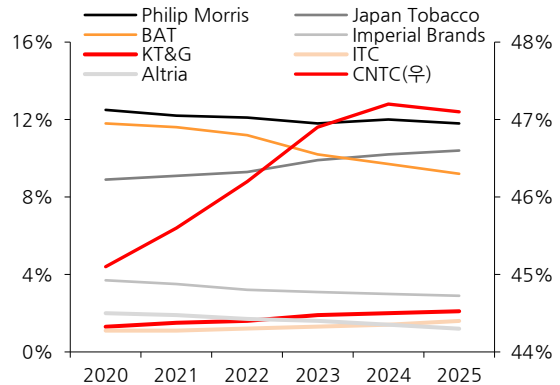
2025년 기준 KT&G의 수량 점유율은 Altria와 ITC를 넘어섰다. 다음 비교 대상은 Imperial Brands다. KT&G와 Imperial의 점유율 격차는 2020년 2.4%p에서 2025년 0.8%p까지 좁혀졌다. 최근 추세가 이어진다면 2028년 전후 글로벌 5위 진입도 가능하다. 해외 생산능력 확충은 단순 비용 절감 투자가 아니라 글로벌 시장 내 순위 상승을 뒷받침하는 물량 기반이다.

[그림1] 세계 궤련 시장 규모



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 궤련 점유율



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

아직 초입에 불과한 포트폴리오 확장

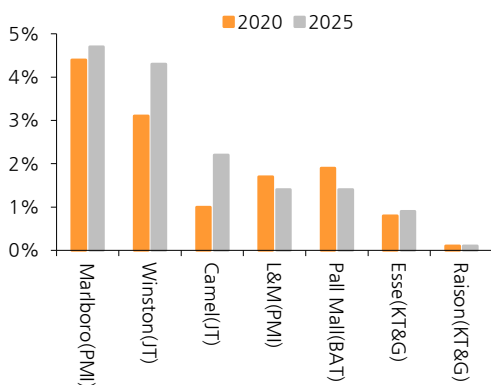
브랜드 측면에서도 확장 여지가 크다. 예쎬의 2025년 세계 궤련 브랜드 점유율은 0.9%로 전체 34위, 중국 CNTC 브랜드를 제외하면 13위 수준이다. KT&G의 글로벌 궤련 점유율 2.1% 대비 예쎬 단일 브랜드 점유율은 절반에 못 미친다. 이는 KT&G의 해외 성장이 특정 메가 브랜드 하나에 의존하기보다 국가별 포트폴리오와 현지 채널 확장을 통해 만들어졌음을 보여준다.

긍정적으로 보면 아직 침투할 시장이 많다는 의미다. Marlboro나 Winston처럼 단일 브랜드가 글로벌 점유율의 큰 축을 담당하는 구조와 달리, KT&G는 예쎬를 중심으로 시장별 제품 포트폴리오를 넓혀가며 성장해왔다. 이 방식은 신규 국가 진입과 채널 확장 단계에서 유리하다.

해외 궤련은 판매량 증가와 ASP 상승이 동시에 나타나며 실적 개선을 이끌었다. 한화 추정 기준 해외 궤련 갑당 ASP는 2Q25 562원에서 2Q26 622원으로 +10.8% 상승했다. 같은 기간 판매량은 167억개비에서 179억개비로 +7.3%, 매출액은 4,691억원에서 5,577억원으로 +18.9% 증가했다.

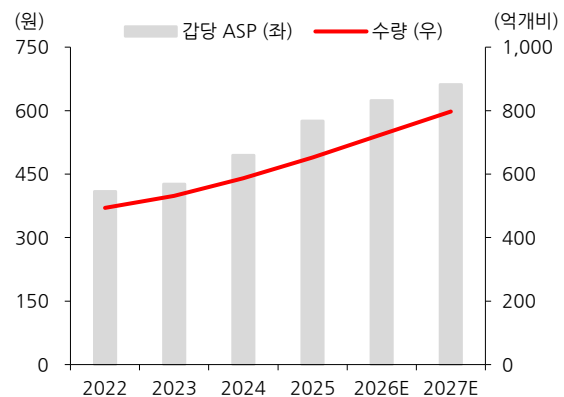
ASP 상승 흐름은 지속될 전망이다. Euromonitor 기준 세계 궤련 단가는 2020년 135.9달러/천개비에서 2025년 150.5달러/천개비로 상승했고, 2030년에는 177.1달러/천개비까지 높아질 전망이다. KT&G도 프리미엄 믹스 개선, 가격 인상, 직접사업 전환, 유통 마진 내재화를 통해 시장 평균을 상회하는 ASP 상승을 이어갈 것으로 예상된다.

[그림3] 글로벌 궤련 브랜드별 점유율 추이



자료: KT&G, Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] KT&G 해외 궤련 갑당 ASP 추이



자료: KT&G, Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

해외 생산 시설 확충의 의미

KT&G의 해외 생산 시설 확충은 여러 방면에서 유의미하다. 2025년 KT&G의 꺾린 판매량은 국내 378억개비, 해외 652억개비로 총 1,030억개비였다. 같은 해 국내 공장 생산실적은 803억개비였다. 국내 판매량 378억개비를 제외하면 약 425억개비가 국내에서 생산돼 해외로 수출된 것으로 계산된다. 국내 생산량의 절반 이상이 해외 판매로 할당되고 있다.

이 계산은 해외 공장 확대의 필요성을 가장 직관적으로 보여준다. 해외 판매량이 국내 판매량을 크게 넘어선 상황에서도 생산은 여전히 국내에 상당 부분 남아 있었다. 이 구조에서는 운송비, 리드타임, 재고 부담이 발생할 수밖에 없다. 해외 공장 확대는 단순한 증설이 아니라 판매 지역과 생산 지역의 불일치를 줄이는 작업이다.

전체 CAPA는 1,000억개비를 초과하는 것으로 파악된다. 중장기적으로 중요한 방향성은 국내 CAPA 효율화와 해외 CAPA 확대다. 카자흐스탄과 인도네시아 생산능력 확대는 해외에서 판매되는 제품을 해외에서 생산하는 구조로 전환시키며, 외형 성장과 이익률 개선을 동시에 뒷받침할 전망이다.

KT&G Value Day 2023에서 제시된 수치에 따르면 생산은 해외 16%, 국내 84%였던 반면, 판매는 해외 55%, 국내 45%였다. 해외에서 더 많이 판매되지만 생산은 국내에 집중되어 있던 구조였다. 같은 자료에서 2027년까지 생산능력을 1.3배 확대하고, 해외 생산 비중을 50% 이상으로 높이며, 단위당 제조원가를 20% 낮추겠다는 목표가 제시됐다. 2025 CEO Investor Day에서는 글로벌 생산 비중이 2023년 18%에서 2025년 30%로 상승했고, 이후 약 50%까지 확대되는 경로가 제시됐다. 2028년에는 해외 판매분 중 해외 생산 비중을 60% 이상으로 확대하는 것이 목표다.

2025년 3월 본격 상업 생산을 시작한 카자흐스탄 공장에는 총 1.6억달러(약 2,200억원)가 투입되었다. 연면적 52,000㎡(약 16,700평), 5개동 규모다. 현재 설비 3대로 연중무휴 24시간 가동 시 연간 최대 60억개비 생산이 가능하다. 2026년 가동률은 약 50%대로 추정되나, 24시간 가동 기준이며 현지 공장 탐방 결과 카자흐스탄 내수용 생산 물량은 생산 즉시 출고되고 있었으며 수출용 생산 물량 역시 재고 보유 기간이 2주 내외에 그쳤다. 3년 내 목표 가동률은 70%다.

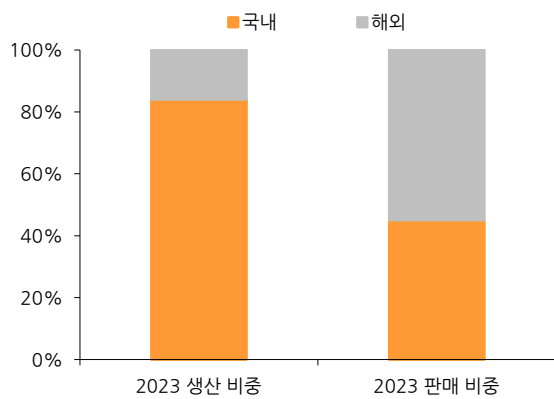
수익성 효과도 2026년부터 본격화될 전망이다. 감가상각비를 제외한 가공비는 한국 생산 대비 약 30% 낮고, 운송 리드타임은 약 1개월에서 10일 수준으로 짧아지며 완제품 재고는 최소 2개월 줄일 수 있다. 2025년에는 관세 혜택이 신공장 감가상각비 부담을 상쇄하는 수준이었으나, 2026년에는 감가상각비 부담의 2배 이상으로 확대될 전망이다.

[그림5] KT&G 카자흐스탄 알마티 공장



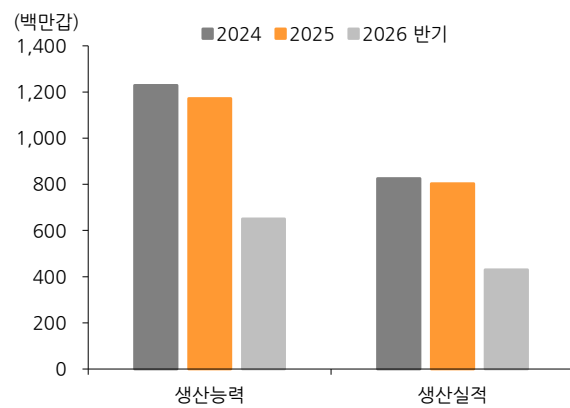
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] KT&G 생산 vs 판매 비중 불균형



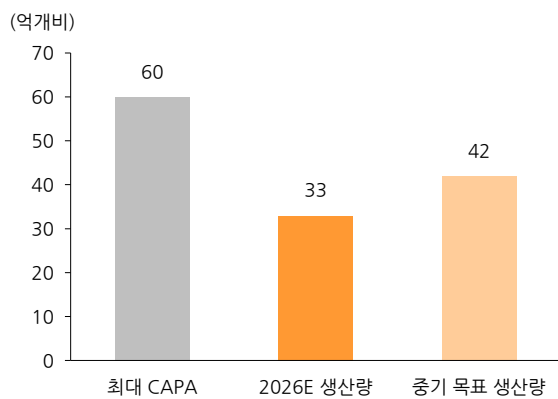
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 생산능력 및 생산실적



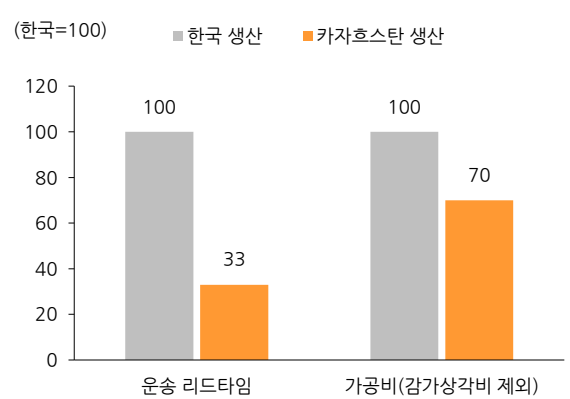
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 카자흐스탄 공장 생산능력 및 생산량 추정



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 카자흐스탄 현지 생산 효율



주: 운송 리드타임은 한국 생산 약 1개월, 카자흐스탄 생산 약 10일 기준

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

왜 카자흐스탄일까?

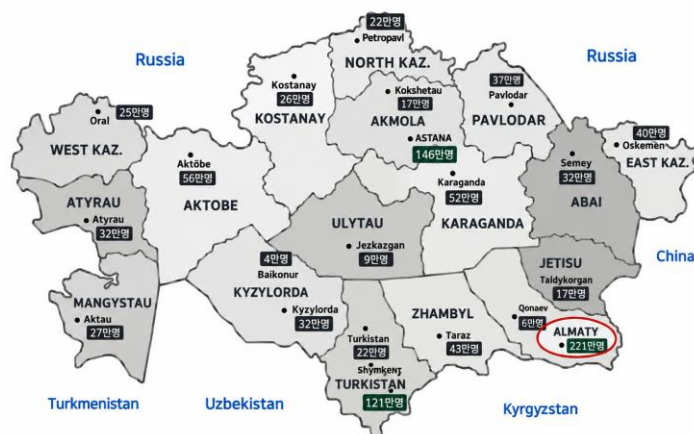
카자흐스탄은 KT&G 해외 궤련 전략의 현지 완결형 사례다. 판매법인은 2023년 1월 설립됐고, 신공장은 2025년 3월 본격 상업생산에 들어갔다. 과거에는 한국과 러시아에서 제품을 공급받았으나, 2025년 4월 이후 현지 판매 물량의 98%를 카자흐스탄 공장에서 조달하는 구조로 바뀌었다.

2022~2025년 카자흐스탄 법인의 연평균 성장률은 수량 +20.4%, 매출 +70.2%, 영업이익 +89.7%다. 한국산 제품 수입 시 발생하던 통관 비용이 사라지면서 마진 개선 효과가 나타나고 있고, 2026년 1월 남부 중심의 유통사에서 전국 6개 권역 유통사로 체계를 전환하며 2028년 전국 커버리지 100%를 목표로 하고 있다. 참고로 알마타·아스타나 주요 2개 도시에서의 판매 점유율은 72%, 카자흐스탄 전체 점유율은 2025년 9.6%로 3위다. 최근 POS 기준 점유율은 15% 수준까지 올라온 것으로 파악된다.

생산 및 유통 구조뿐만 아니라 가격 구조도 함께 바뀌었다. 주력 제품 가격은 초기 진출 당시 600통계 수준에서 최근 1,300통계 수준까지 올랐다. 앞으로도 물가 상승률 수준의 가격 인상(10% 내외)이 가능할 전망이다. 또한 카자흐스탄은 저가(1,060통계)와 고가(1,300통계) 제품 간 가격 격차가 크지 않아 프리미엄 중심 전략이 유리한 시장이다.

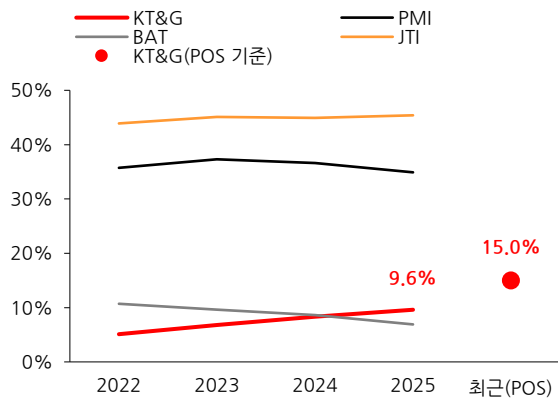
카자흐스탄 궤련 총수요는 2021년 166억개비에서 2025년 145억개비로 감소했지만, 2022년 이후 이주민 유입과 이탈에 따른 변동을 거쳐 최근 시장 규모는 140억개비대에서 유지되고 있다. 반면 궤련 시장 내 100초슬림 수요는 38억개비에서 46억개비로 증가했다. 같은 기간 100초슬림 비중은 23.1%에서 32.0%로 확대됐다. 100초슬림 내 KT&G의 점유율은 26.0%로 추산된다. KT&G는 예뻐·보핌을 중심으로 가향 캡슐 제품 비중을 높이고 있다. 공격적인 신제품 출시로 2026년 상반기에만 23종의 신제품이 출시되었으며, 현재 카자흐스탄 공장에서 생산 중인 품목 수는 68개에 달한다.

[그림10] 카자흐스탄 권역별 주요 도시 인구



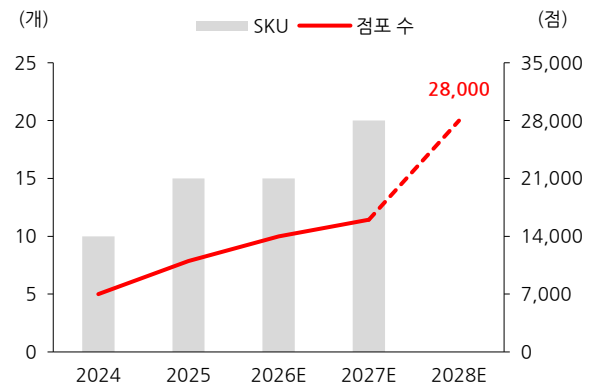
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] KT&G의 카자흐스탄 점유율 추이



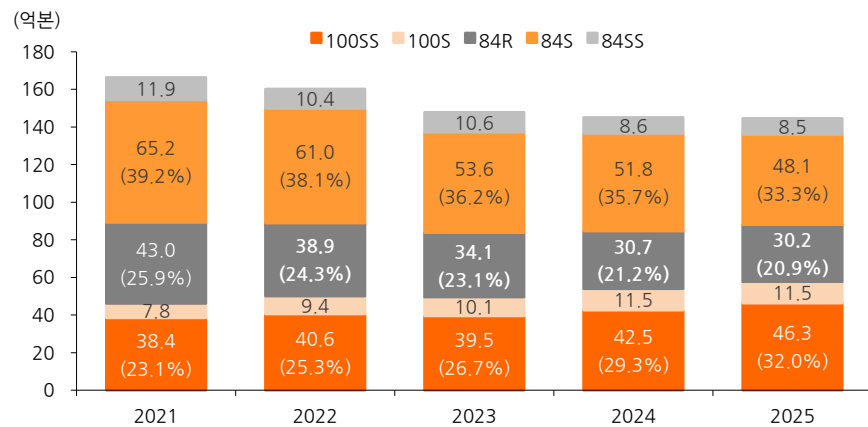
주: 최근(POS)은 POS 데이터 기준으로 연간 점유율과 산정 기준 상이
 자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] KT&G의 카자흐스탄 커버리지 확장



주: 2028E는 전국 유통 커버리지 100% 목표 기준
 자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 카자흐스탄 타입별 궐련 수요 비중 추이



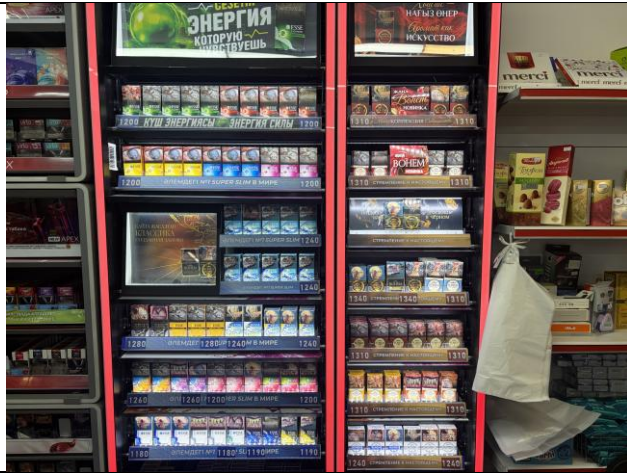
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 카자흐스탄 알마티 KT&G 궐련 판매 매대 - PRIME MART



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 카자흐스탄 알마티 KT&G 궐련 판매 매대 - FRESHKA



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 카자흐스탄 알마티 경쟁사 궐련 판매 매대 - FRESHKA



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

KT&G 기준 카자흐스탄 공장의 인접 5개국 수출 비중은 40.3%이며, 대상 국가는 키르기스스탄, 러시아, 우즈베키스탄, 타지키스탄, 아르메니아다. EAEU 회원국인 러시아·키르기스스탄·아르메니아 외에도 관세 부담이 완화되거나 면제되는 비회원국이 있어 공급 범위를 넓힐 수 있다. 몽골은 카자흐스탄발 궤련 수출의 두 번째 목적지로, 수출기지 역할이 커질 수 있는 시장이다.

UN Comtrade에 따르면 카자흐스탄의 궤련 수출은 2025년 1.59억달러로 전년 대비 +44.1% 증가했다. 목적지별로는 키르기스스탄 8,159만달러, 몽골 2,606만달러, 우즈베키스탄 2,392만달러, 아르메니아 1,829만달러, 러시아 373만달러 순이었다.

키르기스스탄 시장 규모는 약 36억개비, 우즈베키스탄 시장 규모는 약 115억개비로 추정된다. 개별 국가별로는 시장 규모가 크지는 않지만 대부분 현지 생산이 제한적이고 수입 의존도가 높아 초기 물량을 흡수할 수 있는 시장이다.

NGP는 카자흐스탄 판매법인의 다음 성장축이다. 연내 카자흐스탄에서 NGP 직접 사업을 전개할 예정이다. PMI와의 해외 협력 구조 변화 이후 KT&G가 NGP 해외 직접 사업을 전개하는 첫 시장이 카자흐스탄이라는 점에서 의미가 크다. 카자흐스탄 NGP 시장은 약 20억개비 규모로 파악되며, HNB 수요의 72%가 알마티와 아스타나에서 발생해 초기 진입 시장으로 적합하다. 카자흐스탄은 이미 궤련 사업을 통해 유통망, 가격 정책, 마케팅 실행력을 확인한 시장이다. 여기에 NGP 제품이 더해질 경우, 기존 궤련 유통망과 영업 자원을 활용한 카테고리 확장이 가능하다. 카자흐스탄에서의 성과는 향후 KT&G의 NGP 해외 직접사업 전개 방식과 우선 진출 국가를 결정하는 중요한 레퍼런스가 될 전망이다.

[표1] KT&G 카자흐스탄 Target Market

국가	EAEU	인구 (만명)	궤련 흡연율	시장 규모 (억개비)	비고
카자흐스탄	회원	2,059	19.7%	145	1993년, PMI는 알마티 담배 콤비나트를 인수하며 현지 생산 기반 확보
키르기스스탄	회원	722	18.0%	36	카자흐 수출 51% 목적지, 현지 생산 사실상 없음
아르메니아	회원	303	23.3%	50	내수 50억개비, 생산의 75% 수출
우즈베키스탄	비회원	3,636	8.4%	115	인구 최대·흡연율 낮음, UZBAT 중심
아제르바이잔	비회원	1,020	13.8%	-	현지 생산. 카자흐·한국 수입 0
조지아	비회원	381	25.4%	59	2026년부터 국산 우대 세제
몽골	비회원	352	26.2%	50	한·몽 CEPA 관세 효과 기대
타지키스탄	비회원	1,059	-	-	한국 직수출 의존 유지

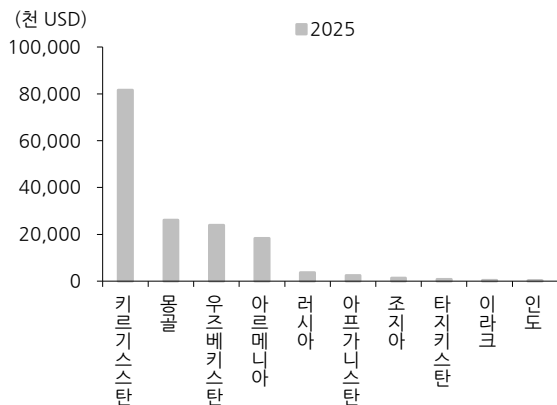
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] KT&G 카자흐스탄 공장의 주요 공급 지역



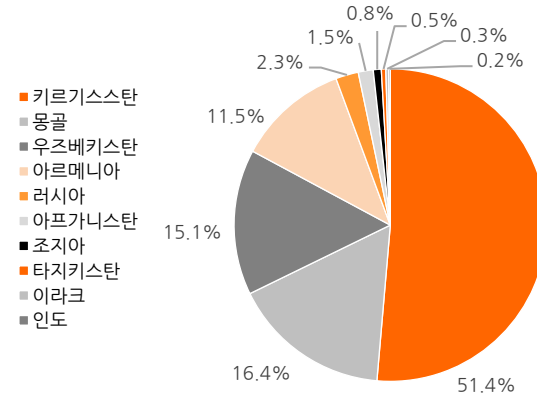
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 카자흐스탄 주요 관련 수출 국가



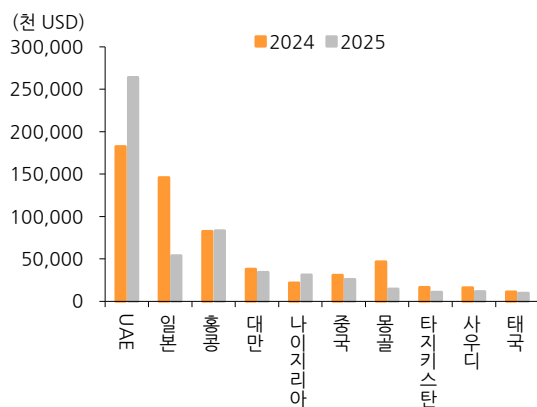
자료: UN Comtrade, KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 카자흐스탄 주요 관련 수출 국가 비중



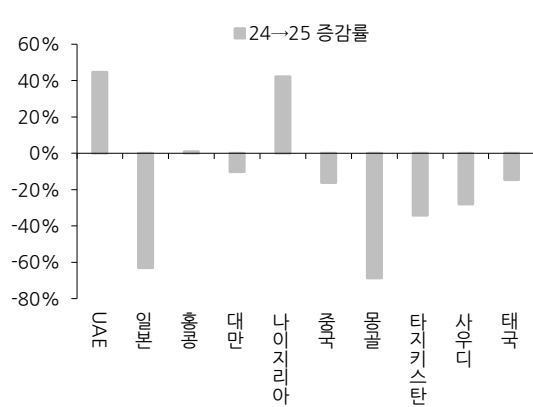
자료: UN Comtrade, KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 한국의 관련 주요 국가 수출 금액



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 한국의 관련 주요 국가 수출 금액 YoY



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

CAPA 효율화는 자산 재배치 기회

해외 생산 확대는 국내 CAPA 효율화와 함께 진행될 가능성이 높다. 국내 생산능력 축소는 단기적으로 고정비 부담 우려를 만들 수 있지만, KT&G의 경우 이를 비용 부담으로만 볼 필요는 없다. 과거 노후·도심화된 공장을 폐쇄하고 부지를 개발·매각한 경험이 있기 때문이다.

대구제조창, 영주 구공장, 수원제조창, 전주제조창 등은 가동 중단 이후 아파트와 문화시설 등으로 전환됐다. 현재도 천안 인쇄공장은 세종으로 기능이 통합됐고, 기존 천안 부지는 개발이 예정되어 있다. 실제 담배를 제조하는 국내 공장은 대전·영주·광주 3곳이며, 대전공장 부지는 547,249㎡, 광주공장 부지는 315,754㎡로 규모가 크다.

해외 생산 전환으로 국내 수출용 물량이 점진적으로 줄어들 경우, 국내 공장별 역할 조정과 일부 부지의 유동화 가능성이 함께 부각될 수 있다. 해외 공장 확대가 원가 절감과 리드타임 단축으로 이어지는 동시에, 국내 자산 효율화의 계기가 될 수 있다는 점에서 생산 구조 변화는 KT&G의 자본효율 개선과도 연결된다.

해외 궤련 성장과 생산 구조 전환은 현금흐름 개선으로 이어질 전망이다. KT&G는 카자흐스탄과 인도네시아 신공장을 중심으로 대규모 해외 CAPEX 사이클을 마무리하고 있다. 한화 추정 기준 설비투자는 2024년 7,675억원, 2025년 6,395억원에서 2026년 3,505억원, 2027년 2,400억원으로 감소할 전망이다. 매출액 대비 설비투자 비중은 2024년 13.0%, 2025년 9.7%에서 2026년 5.0%, 2027년 3.2%로 낮아질 것으로 예상된다.

같은 기간 해외 궤련 매출은 2025년 1조 8,777억원에서 2026년 2조 2,597억원, 2027년 2조 6,378억원으로 증가할 전망이다. 해외 궤련을 중심으로 실적 성장이 지속되는 가운데 CAPEX 부담이 낮아지면서, 이익 증가가 현금흐름 개선으로 연결되는 구간에 진입하고 있다. 한화 추정 기준 FCF는 2025년 9,210억원에서 2026년 1조 3,600억원, 2027년 1조 3,310억원으로 확대될 전망이다.

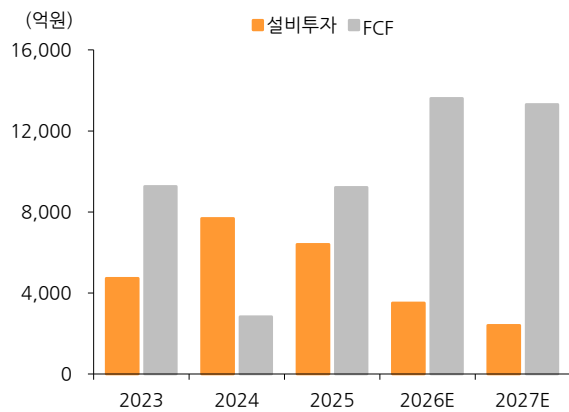
FCF 개선은 주주환원 여력 확대로 이어질 수 있다. 한화 추정 기준 DPS는 2025년 6,000원에서 2026년 8,000원, 2027년 10,000원으로 증가할 전망이다. 배당수익률은 2025년 3.5%에서 2026년 4.7%, 2027년 5.9%로 높아진다. 해외 궤련 성장, CAPEX 축소, FCF 확대가 동시에 나타나는 만큼 주주환원 정책의 개선 가시성도 높아질 것으로 판단한다.

[표2] KT&G의 국내 공장 유동화 사례

시점	자산	내용	비고
1999.06	대구제조창	폐쇄 후 대구역센트럴자이대구에술발전소 등으로 전환	과거 제조창 유동화
2001.07	영주 구공장	가동 중단 후 2003년 신공장 이전	과거 제조창 조정
2001.09	옥천원료공장	폐쇄	원료공장 조정
2002.05	수원제조창	가동 중단 후 화서역 파크푸르지오, 스타필드 수원 등으로 전환	과거 제조창 조정
2002.06	전주제조창	폐쇄 후 아파트 단지 전환	과거 제조창 유동화
2002.06	충주원료공장	폐쇄	원료공장 조정
2008.05	남원원료공장	폐쇄	원료공장 조정
2026 상반기	천안 인쇄공장	가동 종료 후 세종 이전, 기존 부지 1,438세대 아파트 개발 예정	현재 진행 중

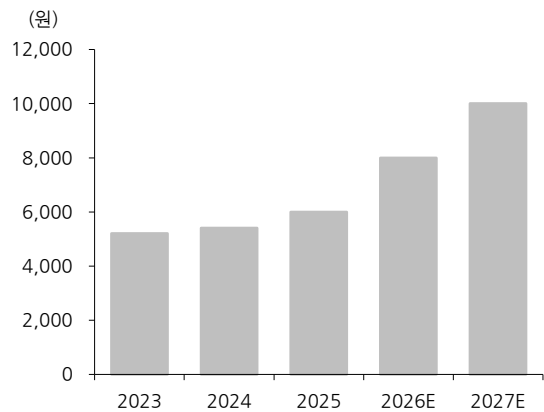
자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] KT&G의 설비투자 및 FCF 추이



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] KT&G의 DPS 추이



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[표3] KT&G 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,702	1,910	1,689	5,909	6,580	7,004
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,219	1,304	1,127	3,906	4,367	4,805
NGP	159	196	279	256	241	243	247	246	784	890	976
국내	139	140	168	140	140	167	179	156	559	587	641
해외	21	56	111	116	101	76	68	90	225	303	335
굴련	823	877	971	799	913	971	1,051	881	3,099	3,470	3,815
국내	374	408	447	364	353	413	434	355	1,649	1,592	1,555
해외	449	469	524	435	560	558	617	525	1,450	1,878	2,260
반제품	6	17	-18	2	2	5	5	0	23	8	13
건기식	314	221	360	242	333	224	375	262	1,302	1,137	1,194
국내	245	162	305	174	265	174	311	183	925	885	933
해외	70	59	55	68	67	50	65	79	377	252	261
부동산	100	144	146	323	117	158	132	197	361	713	604
기타	88	93	89	93	98	101	99	103	340	363	402
YoY	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.3%	9.9%	4.5%	-1.4%	0.8%	11.4%	6.4%
담배	15.4%	10.2%	17.6%	4.4%	17.0%	11.7%	5.8%	6.7%	8.1%	11.8%	10.0%
NGP	-9.8%	-0.8%	44.5%	18.1%	51.6%	23.8%	-11%	-4.0%	0.6%	13.5%	9.7%
국내	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	1.4%	18.9%	6.2%	10.8%	7.6%	5.1%	9.2%
해외	-56%	-7.3%	203%	41.4%	391%	35.9%	-38%	-22%	-14%	34.6%	10.7%
굴련	21.9%	11.3%	14.1%	1.6%	10.9%	10.6%	8.3%	10.2%	10.3%	12.0%	10.0%
국내	-2.4%	-4.8%	3.6%	-11%	-5.5%	1.1%	-2.7%	-2.3%	-1.7%	-3.5%	-2.3%
해외	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	18.9%	17.7%	20.7%	28.0%	29.5%	20.3%
반제품	14.3%	317%	-538%	-84%	-63%	-69%	-130%	-74%	3.6%	-67%	77.9%
건기식	1.9%	-17%	-11%	-25%	5.8%	1.5%	4.3%	8.0%	-6.6%	-13%	5.0%
국내	0.6%	-6.3%	-4.9%	-7.8%	8.4%	7.8%	2.0%	5.0%	-12%	-4.3%	5.4%
해외	7.1%	-36%	-35%	-49%	-3.4%	-16%	17.3%	15.8%	11.7%	-33%	3.4%
부동산	122%	78.6%	48.3%	135%	16.4%	10.1%	-10%	-39%	-34%	97.3%	-15%
기타	7.5%	5.2%	5.2%	9.2%	11.3%	8.6%	11.8%	11.4%	10.7%	6.7%	10.7%
영업이익	286	350	465	243	365	414	496	266	1,189	1,344	1,541
담배 및 기타	257	326	373	203	323	384	401	235	1,097	1,159	1,342
건기식	18	6	72	7	28	10	75	9	96	103	122
부동산	10	18	21	32	14	21	21	21	-5	81	77
YoY	20.7%	8.7%	11.4%	14.3%	27.7%	8.0%	8.3%	16.1%	1.8%	13.0%	14.7%
담배 및 기타	21.8%	1.8%	11.0%	-11%	25.6%	10.4%	9.7%	27.5%	11.7%	5.7%	16.5%
건기식	-21%	흑전	3.9%	32.1%	53.3%	-19%	4.6%	34.4%	-17%	7.2%	13.9%
부동산	300%	510%	63.0%	흑전	34.6%	-27%	-4.1%	-60%	적전	흑전	-26%
영업이익률	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	23.2%	26.7%	16.7%	20.1%	20.4%	22.0%
담배 및 기타	23.9%	27.5%	28.2%	17.7%	25.7%	27.8%	29.7%	21.2%	25.8%	24.5%	26.2%
건기식	5.8%	2.8%	19.9%	3.1%	8.4%	2.1%	19.9%	3.8%	7.4%	9.1%	9.7%
부동산	10.4%	12.3%	14.2%	10.0%	12.0%	14.0%	15.1%	6.5%	-1.2%	11.4%	11.1%

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,863	5,909	6,580	7,004	7,419
매출총이익	2,808	2,902	3,144	3,426	3,674
영업이익	1,167	1,189	1,344	1,541	1,689
EBITDA	1,408	1,439	1,636	1,857	2,009
순이자손익	52	92	53	37	51
외화관련손익	24	364	-41	376	129
지분법손익	10	19	39	54	47
세전계속사업손익	1,248	1,566	1,455	1,898	1,792
당기순이익	922	1,165	1,102	1,417	1,344
지배주주순이익	903	1,166	1,090	1,424	1,346
증가율(%)					
매출액	0.2	0.8	11.4	6.4	5.9
영업이익	-7.9	1.8	13.0	14.7	9.6
EBITDA	-5.7	2.2	13.7	13.5	8.2
순이익	-8.3	26.3	-5.4	28.5	-5.2
이익률(%)					
매출총이익률	47.9	49.1	47.8	48.9	49.5
영업이익률	19.9	20.1	20.4	22.0	22.8
EBITDA 이익률	24.0	24.4	24.9	26.5	27.1
세전이익률	21.3	26.5	22.1	27.1	24.2
순이익률	15.7	19.7	16.8	20.2	18.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,266	822	583	1,879	1,602
당기순이익	922	1,165	1,102	1,419	1,344
자산상각비	241	250	293	316	320
운전자본증감	185	-365	-804	218	-162
매출채권 감소(증가)	-45	-97	-195	-156	-121
재고자산 감소(증가)	19	-176	-166	133	-156
매입채무 증가(감소)	338	33	-164	133	127
투자현금흐름	-848	-530	101	-594	-358
유형자산처분(취득)	-466	-746	-376	-346	-240
무형자산 감소(증가)	-40	-28	-31	-34	-31
투자자산 감소(증가)	45	122	304	-93	-13
재무현금흐름	-776	-293	-948	680	-1,059
차입금의 증가(감소)	329	883	289	-61	-50
자본의 증가(감소)	-1,079	-1,133	-1,149	741	-1,009
배당금의 지급	-776	-587	-588	-623	-699
총현금흐름	1,461	1,514	1,773	1,661	1,764
(-)운전자본증감(감소)	30	458	445	-79	162
(-)설비투자	473	768	640	350	240
(+)자산매각	-32	-6	232	-29	-31
Free Cash Flow	926	282	921	1,360	1,331
(-)기타투자	174	-215	155	-18	74
잉여현금	753	497	766	1,378	1,257
NOPLAT	869	890	1,018	1,148	1,264
(+) Dep	241	250	293	316	320
(-)운전자본투자	30	458	445	-79	162
(-)Capex	473	768	640	350	240
OpFCF	608	-85	227	1,193	1,183

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	6,418	7,176	7,026	7,647	8,145
현금성자산	1,393	1,619	1,215	1,540	1,737
매출채권	1,772	1,895	2,159	2,417	2,538
재고자산	2,764	3,101	3,285	3,106	3,261
비유동자산	6,354	6,749	7,163	7,525	7,731
투자자산	4,083	3,905	4,169	4,240	4,361
유형자산	2,096	2,664	2,823	3,111	3,193
무형자산	175	180	171	173	178
자산총계	12,772	13,925	14,189	15,172	15,876
유동부채	2,672	3,143	3,237	3,834	3,973
매입채무	2,323	2,336	2,152	2,543	2,670
유동성이자부채	108	505	789	1,011	1,011
비유동부채	805	1,424	1,616	1,414	1,332
비유동이자부채	515	1,057	1,069	843	793
부채총계	3,478	4,567	4,853	5,248	5,305
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	538	541	541
이익잉여금	8,979	8,783	8,552	8,385	9,032
자본조정	-1,294	-1,034	-765	-3	-3
자기주식	-1,237	-1,031	-835	-310	-620
자본총계	9,295	9,358	9,336	9,924	10,571

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,745	9,299	10,503	16,455	15,967
BPS	68,557	73,700	78,656	97,208	105,875
DPS	5,200	5,400	6,000	8,000	10,000
CFPS	10,917	12,077	15,027	16,488	17,905
ROA(%)	7.2	8.7	7.8	9.7	8.7
ROE(%)	9.8	12.7	11.8	14.9	13.2
ROIC(%)	12.0	11.4	12.1	13.0	13.8
Multiples(x, %)					
PER	25.5	18.5	16.4	10.5	10.8
PBR	2.5	2.3	2.2	1.8	1.6
PSR	3.9	3.6	3.1	2.5	2.3
PCR	15.8	14.2	11.4	10.4	9.6
EV/EBITDA	12.1	12.4	11.3	9.8	8.9
배당수익률	3.0	3.1	3.5	4.7	5.8
안정성(%)					
부채비율	37.4	48.8	52.0	52.9	50.2
Net debt/Equity	-8.3	-0.6	6.9	3.2	0.6
Net debt/EBITDA	-54.6	-4.0	39.3	16.9	3.3
유동비율	240.2	228.3	217.1	199.4	205.0
이자보상배율(배)	25.5	28.2	18.1	17.1	19.1
자산구조(%)					
투하자본	57.5	59.9	61.6	60.8	60.6
현금+투자자산	42.5	40.1	38.4	39.2	39.4
자본구조(%)					
차입금	6.3	14.3	16.6	15.7	14.6
자기자본	93.7	85.7	83.4	84.3	85.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 09월 17일)

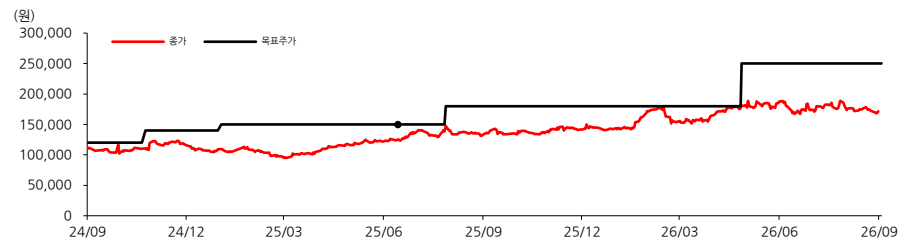
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 한유정은 2026년 9월 15일~9월 18일 기간에 KT&G의 비용으로 기업 설명회에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[KT&G 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		140,000	140,000	140,000	140,000	150,000
일 시	2025.01.24	2025.02.28	2025.04.21	2025.05.09	2025.07.07	2025.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	180,000
일 시	2025.09.24	2025.10.14	2026.01.14	2026.05.08	2026.05.28	2026.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2026.07.16	2026.08.07	2026.08.20	2026.09.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	250,000	250,000	250,000	250,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	140,000	-18.18	-11.86
2025.01.13	Buy	150,000	-23.06	-6.20
2025.08.08	Buy	180,000	-17.48	-0.17
2026.05.08	Buy	250,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%