



Contents

Summary	5
Part 1. KT&G 카자흐스탄 탐방기	7
현지 완결형 밸류체인의 대표적 완성 사례	
Part 2. KT&G 주주환원 정책 분석	25
24~25년 비교, 정책 발표와 실행으로 투자자 신뢰도 확보	
Part 3. KT&G 투자 포인트 점검	31
해외결련 성장과 강화될 주주환원, 두 가지 핵심 축	



Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	230,000원
현재주가 (9.18)	172,000원
상승여력	33.7%

KT&G 카자흐스탄 신공장 탐방기

- 알마티주 신공장은 부지 20만m²·연면적 5.2만m²에 3개 라인, 설비 능력 약 60억 개비 규모로 '25년 2분기 상업 생산에 진입. 생산의 40.3%가 키르기스·러시아·우즈베크·타지키스탄·아르메니아 등 인접 5개국향이어서 내수+수출 허브 성격이 분명하며, 원료 가공부터 완제품 제조·현지 유통까지 잇는 '현지 완결형 밸류체인'의 핵심 축에 해당
- 운송 리드타임이 1달에서 당일~10일로 단축되고 완제품 재고를 최소 2달치 감축해 운전자본이 직접 개선됐으며, EAEU 관세 면제로 원가·물류비가 동시 하락. 68 SKU 대응력을 바탕으로 '26년 상반기 전사 신제품 25종 중 23종을 카자흐 공장이 담당하며 개발·생산 사이클의 무게중심이 현지로 이동
- KT&G 카자흐스탄 신공장은 브랜드(ESSE 기반 초슬림) → 직접사업(판매법인) → ASP 업그레이드 → 생산 네트워크의 4단계가 한 국가 안에서 모두 완성된 첫 사례. 시장 자체는 '21년 166.3억본에서 '25년 144.6억본으로 4년 CAGR -3.4% 역성장했으나, 그 안에서 100mm 초슬림만 38.4 → 46.3억본으로 홀로 성장했고 KT&G는 카테고리 변화 구조를 선점
- 판매법인의 본격화로 가격 결정권까지 확보한 결과 ASP가 3년 만에 2.5배(연평균 약 36%) 상승했으며, '22~'25년 수량 CAGR +20.4%에 매출 +70.2%, 영업이익 +89.7%로 이익이 물량의 4배 넘게 증폭. M/S는 5.1%('22) → 9.6%('25)로 2배 확대되며 '24년 BAT를 추월해 3위로 올라섰고, 커버리지 전국 50% → 60%, 점포 7,000 → 11,000점으로 유통 저변도 동반 확장. 물량을 밀어낸 성장이 아니라 카테고리·구조·가격이 동시에 작동한 성장

2026년 전망

- 해외결련은 판가 인상과 판매량 증가가 함께 반영되고, 달러 강세에 따른 환효과가 더해져 두 자리 수 성장 지속 예상. 국내결련은 총시장 감소에도 M/S 확대 흐름 유지. NGP는 릴 에이블 플랫폼 판매 호조와 고단가 스틱 비중 확대로 믹스 개선 효과 지속. 건기식은 국내 고수익 채널 중심 매출 확대, 부동산은 안양 등 중소형 개발사업 매출 인식 전망. 26년 연간 가이던스 매출 성장률 +3~5% → +5~7%, 영업이익 성장률 +6~8% → +10~13%로 상향. 하반기 실적 성장의 가시성 확대와 이에 기반한, 강화된 신주주환원 정책 발표가 예상되는 점이 긍정적

투자의견 Buy, 적정주가 23만원 제시

KT&G(033780) 실적 전망

Company Insight
KT&G (033780)

(억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	14,911	15,479	18,269	17,137	17,036	17,016	19,134	17,673	65,796	70,859	73,485	78,613
1.KT&G	9,172	10,464	11,291	10,528	10,140	11,550	11,458	10,403	41,455	43,552	44,811	48,506
2.KGC	2,927	2,027	3,353	1,994	2,801	1,939	3,688	2,193	10,301	10,622	11,153	11,711
3.기타	2,812	2,988	3,625	4,615	4,095	3,527	3,988	5,077	14,040	16,686	17,520	18,396
(% YoY)	15.4	8.7	11.6	10.1	14.3	9.9	4.7	3.1	11.4	7.7	3.7	7.0
1.KT&G	15.8	10.8	13.2	8.4	10.6	10.4	1.5	-1.2	11.9	5.1	2.9	8.2
2.KGC	-5.1	-23.5	-17.4	-38.1	-4.3	-4.3	10.0	10.0	-20.9	3.1	5.0	5.0
3.기타	46.4	39.2	55.6	75.4	45.6	18.0	10.0	10.0	55.5	18.8	5.0	5.0
영업이익	2,856	3,499	4,653	2,488	3,645	4,145	5,054	2,607	13,496	15,451	17,135	18,745
1.KT&G	1,990	2,875	2,993	2,149	2,551	3,246	3,151	2,229	10,007	11,177	12,255	13,505
2.KGC	276	51	749	-85	235	97	861	-72	991	1,121	1,289	1,471
3.기타	590	573	911	424	859	802	1,042	450	2,498	3,153	3,590	3,770
(% YoY)	20.7	8.7	11.4	19.3	27.6	18.5	8.6	4.8	13.9	14.5	10.9	9.4
1. KT&G	-4.6	2.1	-2.4	19.1	28.2	12.9	5.3	3.7	2.4	11.7	9.6	10.2
2.KGC	85.2	흑전	22.4	적지	-14.9	90.2	14.9	적지	53.9	13.1	15.0	14.1
3.기타	353.6	30.1	83.3	17.4	45.7	39.8	14.4	6.2	74.8	26.2	13.9	5.0
영업이익률(%)	19.2	22.6	25.5	14.5	21.4	24.4	26.4	14.8	20.5	21.8	23.3	23.8
1. KT&G	21.7	27.5	26.5	20.4	25.2	28.1	27.5	21.4	24.1	25.7	27.3	27.8
2.KGC	9.4	2.5	22.3	-4.3	8.4	5.0	23.3	-3.3	9.6	10.6	11.6	12.6
3.기타	21.0	19.2	25.1	9.2	21.0	22.7	26.1	8.9	17.8	18.9	20.5	20.5
지배순이익	2,556	1,433	4,193	2,637	3,805	3,643	4,303	2,245	10,818	13,996	14,536	15,752
(% YoY)	-10.7	-54.8	75.0	-13.3	48.9	154.2	2.6	-14.9	-5.7	29.4	3.9	8.4
지배순이익률(%)	17.1	9.3	22.9	15.4	22.3	21.4	22.5	12.7	16.4	19.8	19.8	20.0

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Part. 1

KT&G 카자흐스탄 탐방기

현지 완결형 밸류체인의 대표적 완성 사례



KT&G 카자흐스탄 신공장, 현지 완결형 밸류체인의 대표적 성공사례

Company Insight
KT&G (033780)

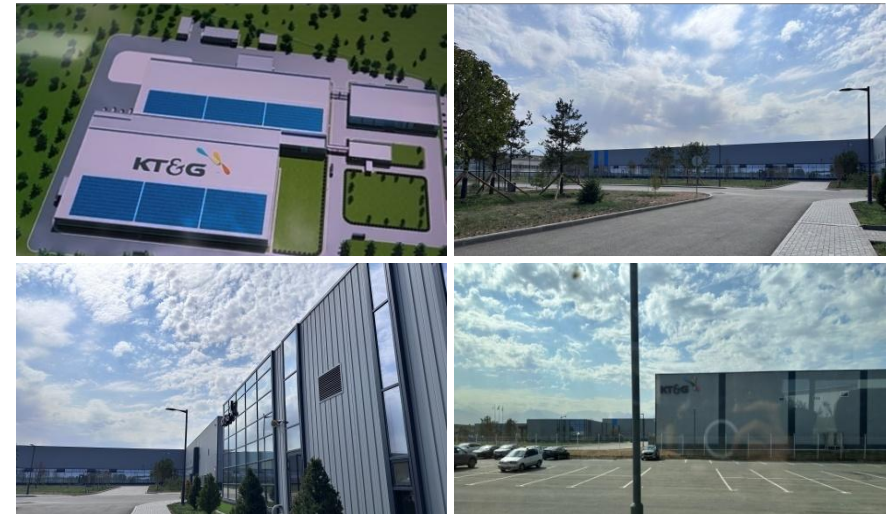
- KT&G의 카자흐스탄 신공장은 유라시아 권역(CIS 및 유럽) 공략을 위한 핵심 생산·수출 거점
- 기존 단순 수출 방식에서 벗어나 원료 가공부터 완제품 제조, 현지 유통까지 아우르는 ‘현지 완결형 밸류체인’ 구축 프로젝트의 일환으로 추진
- 위치: 카자흐스탄 알마티주(Almaty Region), 부지 및 연면적: 부지 면적 약 20만㎡ / 연면적 약 5만 2,000㎡
- 생산 라인: 총 3개 생산설비 구축, 설비 능력: 약 60억 개비, 생산 능력: 약 45억 개비, 주요 생산 품목: 궐련담배(CC), 전자담배(NGP) 스틱

KT&G 카자흐스탄 신공장, 현지 완결형 밸류체인의 대표적 성공사례



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

3개 생산라인 구축, 설비 능력: 약 60억 개비, 생산 능력: 약 45억 개비 규모



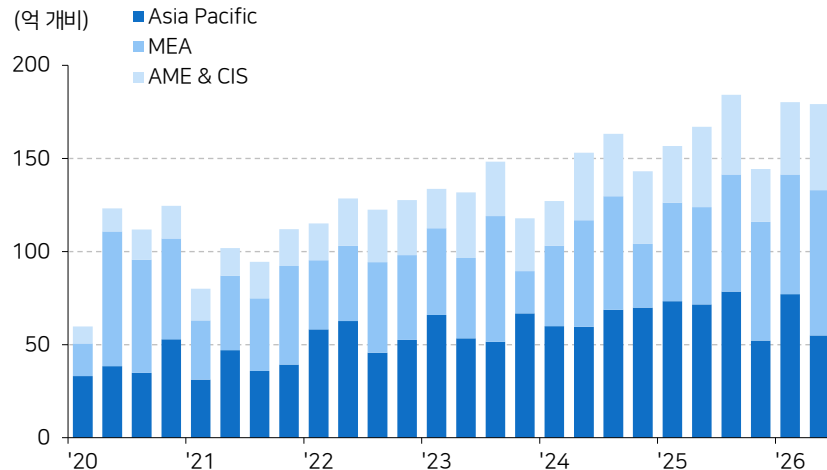
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

왜 해외 담배인가? 권역 증감률 상쇄되며 총량 증가, 연간 기준 흔들림 없는 우상향

Company Insight
KT&G (033780)

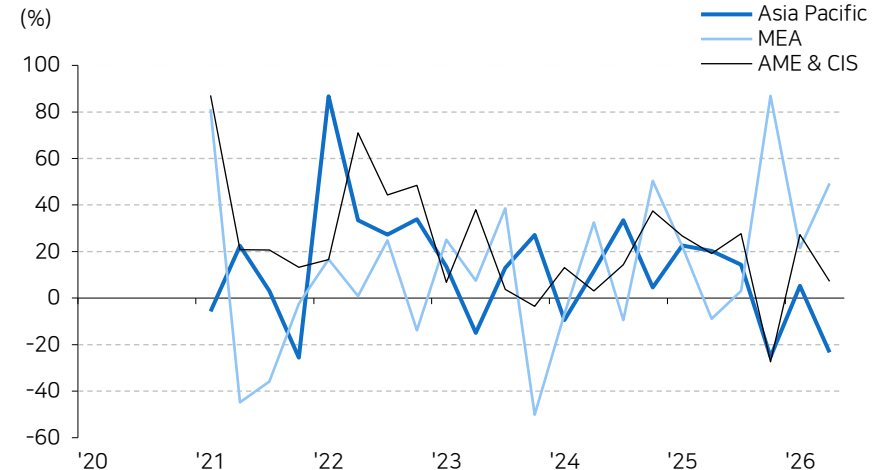
- 26.2Q 해외결련 판매량 179.2억개비 (20.1Q 59.7억개비 대비 3.0배) 26.2Q 판매량 증가율은 YoY +7.3%
- 1H 누적 기준 26.1H 해외결련 +11.0%. AP -8.9%, MEA +35.3%, CIS +15.5%.
- MEA, AP의 변동성. 선적 타이밍과 지정학 이벤트에 민감, AP는 일시적인 역성장도 기록
- AME & CIS 시장 내 글로벌 경쟁사들의 점유율 약화로 지속적인 성장세를 이어가며 MEA, AP에 이어 중요한 성장의 축으로 성장이 예상

Asia Pacific · MEA · AME & CIS 분기별 수량 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

AME & CIS는 MEA, AP에 이어 중요한 성장의 축으로 성장이 예상



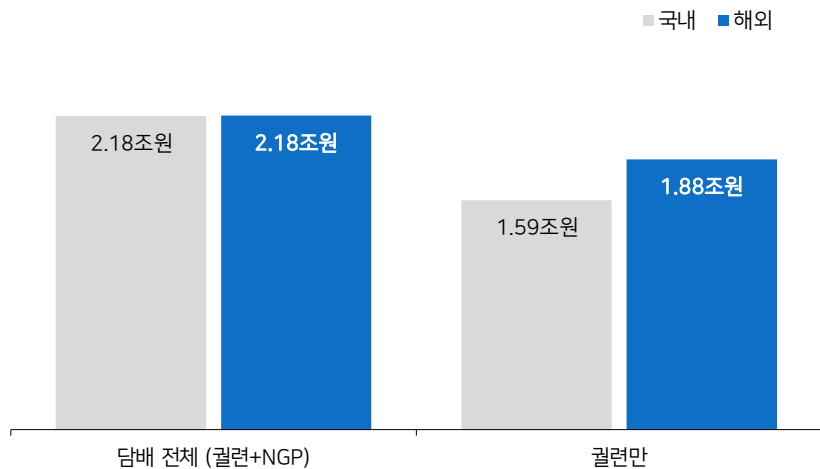
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

38년 만의 역전: 해외 담배 매출이 국내 추월 | 4년간 2.7배 - 연평균 28.6% 성장

Company Insight
KT&G (033780)

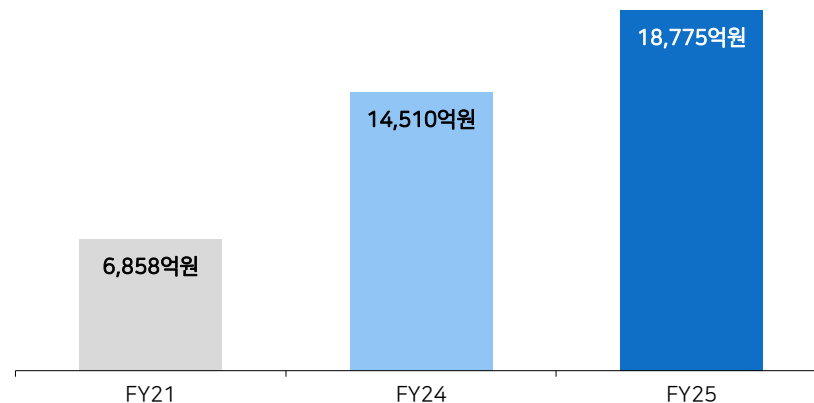
- 국내 담배 시장은 2014년 43.6억 갑에서 2024년 28.7억 갑으로 10년간 약 34% 축소.
- 같은 기간 해외는 신흥국 인구 구조에 힘입어 성장했고 2025년 두 곡선 교차
- 해외궐련 매출 증가율 (FY25) +29.4% (국내궐련은 -3.5%)
- 이 성장은 '수출 중심 구조에서 현지 직접 운영 강화로의 전환' 의 결과. 물량 확대 뿐만이 아니라 사업 모델 자체가 바뀐 구간

국내 · 해외 궐련 매출액 비교



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

해외궐련 매출액 성장 추이



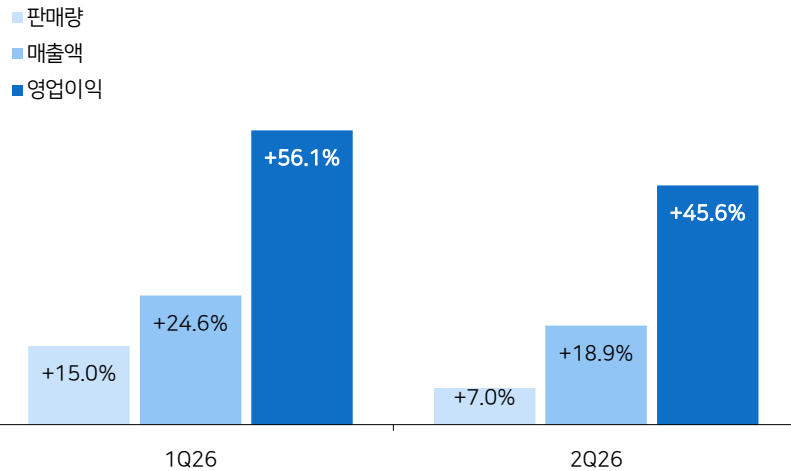
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

26년 확인된 영업이익 레버리지 효과, 담배사업 영업이익률 29.5% → 31.4%

Company Insight
KT&G (033780)

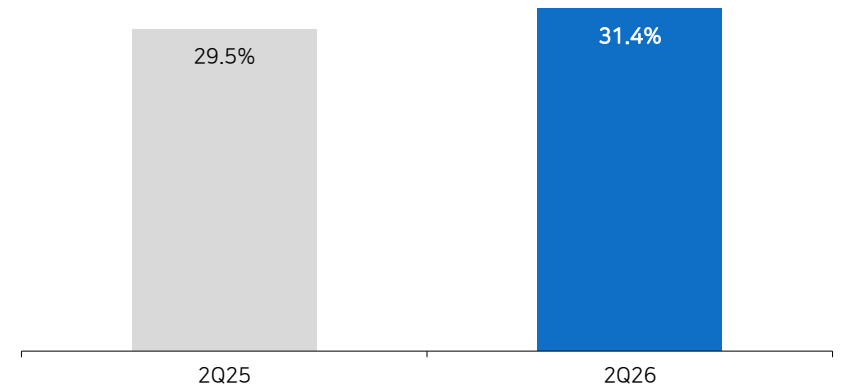
- 26년 확인된 판매량, 매출액, 영업이익 증폭의 레버리지 효과, 해외결련의 성장과 함께 담배사업 영업이익률 개선
- 2Q26 이익 증폭 배수 6.5배 (영업이익 증가율 ÷ 판매량 증가율)
- 고마진 믹스 효과, 해외결련 성장으로 담배사업 전체 이익률이 자연스럽게 상승하는 구조
- 원가 효과 - 카자흐스탄(2025년 2분기 가동)·인도네시아 신공장 가동으로 현지 생산하는 체제로 강화. 제조원가와 물류비 동시 하락

26년 확인된 판매량, 매출액, 영업이익 증폭의 레버리지 효과



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

해외결련의 성장과 함께 담배사업 영업이익률 개선



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

왜 카자흐스탄인가? 지정학 · 물류 · 관세, 세 조건이 동시 충족 ‘현지 완결형 밸류체인’

Company Insight
KT&G (033780)

구분	세부 내용
지정학적 리스크 대처	지정학적 이슈를 구조적으로 해결 / 유라시아 지역 판매증가에 대한 공급 안정성 확보
물류 경로 단축 & 재고 최적화	운송 리드타임 (한국 생산) 약 1달 → (카자흐 생산) 당일~10일 / 완제품 재고 최소 2달치 감축
경제적 생산체계	EAEU 권역 공급 관세 면제, 운송비 절감 / 인니 등 관세 혜택 국가 증가 (캡슐 등 재료품 관세 절감)

New Category Expansion

현지 완결형 밸류체인'의 정의 카자흐스탄을 브랜드(ESSE 기반 초슬림) → 직접사업(판매법인) → ASP 업그레이드 → 생산 네트워크의 4단계가 한 국가 안에서 모두 완성된 첫 사례

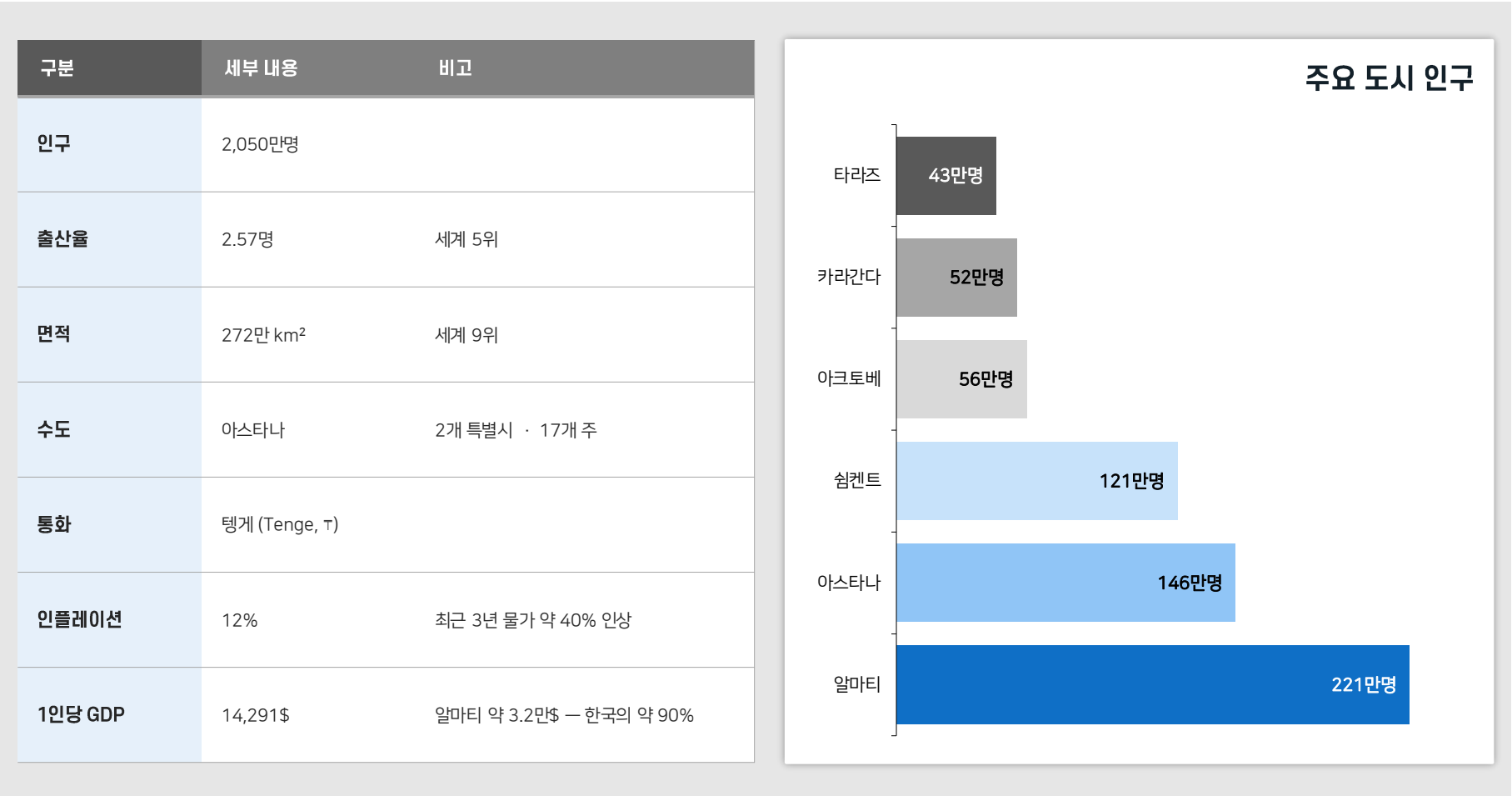
카자흐 로컬 내수 - 약 59.7%	키르기스탄 비슈케크 최대 수출국	러시아 모스크바 2순위	우즈베크 타슈켄트 신규 법인	타지키스탄 두산베 점유율 1위	아르메니아 예레반 파우치 동반	조지아 트빌리시 인근 공급
-------------------------------	-----------------------------	------------------------	---------------------------	----------------------------	----------------------------	--------------------------

공장 연혁

‘23.01 ■ 이사회 투자 승인 ■ 제조 법인 설립	‘23.10 ■ 공장 착공	‘24.12 ■ 공장 준공 허가	‘25.01 ■ 담배 제조 라이선스 승인	‘25.03 ■ 상업 생산 개시	‘25.04 ■ 공장 준공식
--	--------------------------	-----------------------------	----------------------------------	-----------------------------	---------------------------

카자흐스탄 개요: 인구 2,050만명, 물가 3년간 40% 상승

Company Insight
KT&G (033780)



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 5각 생산체계의 해외사업 환경, 품질 경쟁력 위에 구조·가격·생산을 결합

Company Insight
KT&G (033780)

고품질 경쟁력

World No.1 Super Slim ESSE

- 가향 · 캡슐 · 냄새저감 기술
- Brand Equity 축적 기반의 양적 성장

구조적 변화

직접사업으로의 전환

- CIC 조직 신설, 수출 · 육성사업 이원화
- 유통상 교체를 통한 직접사업 전환

ASP 인상

가격 결정권의 이동

- Market Intelligence 강화 - 수입상 마진구조 파악
- 시장 성숙에 따른 고가제품 믹스 전환

글로벌 5각 생산체계

현지 완결형 생산구조

- 한국 · 인니 · 러시아 · 튀르키예 · 카자흐스탄
- 원가 경쟁력 강화

한국

본국 생산기지

인도네시아

캡슐 등 재료품 공급

러시아

각초 생산 · CIS 공급

튀르키예

중동 · 유럽 접점

카자흐스탄

유라시아 공급 허브(신규)

"Continued Robust Growth" — 수익성 중심의 양적·질적 성장

해외결련은 2015~2021년 8천억~1조원에서 정제하다 2022년 이후 기울기 전환. 2024년 국내 매출을 추월했고 영업이익의 증가율(+67.4%)이 매출 증가율을 크게 상회. 카자흐스탄 공장은 해외결련 성장의 핵심 역량이 집약된 전진 기지

대표 생산 제품: ESSE 중심, BOHEM·PINE·Garage로 확장

Company Insight
KT&G (033780)

브랜드	대표 생산 제품 공급처	'26년 신제품 공급처
ESSE	카자흐스탄/키르기스스탄(3종)	키르기스스탄, 카자흐스탄/키르기스스탄, 러시아, 아르메니아
BOHEM · PINE · Garage	카자흐스탄/러시아, 러시아, 우즈베키스탄	러시아, 카자흐스탄, 키르기스스탄

ESSE



카자흐스탄/
키르기스스탄



카자흐스탄/
키르기스스탄



카자흐스탄/
키르기스스탄

BOHEM
PINE
Garage



카자흐스탄/
러시아



러시아



우즈베키스탄



키르기스스탄



카자흐스탄/
키르기스스탄



러시아



아르메니아



러시아



카자흐스탄



키르기스스탄

'26년 상반기 신제품 (전사)
25종
이 중 23종을 카자흐 공장 생산

카자흐 공장 신제품 담당 비중
92%
23종 + 25종

총 생산 품목
68SKU
국가별 제품 믹스 확대

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 카자흐스탄 신공장의 세 가지 효과

Company Insight
KT&G (033780)

설비 능력

60억 개비

연간 생산 캐파

생산 품목

68 SKU

국가별 제품 믹스 확대

인접 5개국 수출 비중

40.3%

키르기스 · 러시아 · 우즈베크 · 타지키스탄
· 아르메니아

신제품 생산

23종

'26년 상반기 기준

CAPEX 완료

- FCF 증가

대규모 투자 구간 종료. 감가상각은 잔존하나
현금 유출은 종료

속도 · 재고 원가 개선

- 리드타임 감축
- 완제품 재고 감축
- EAEU 관세 면제

운송 1달 → 당일~10일, 재고 최소 2달치 감축.
운전자본 직접 감소

유라시아 공급허브

- 내수를 넘어 유라시아 공급망 허브

설비의 40.3%가 인접 5개국향. 카자흐는 시장이자
생산 거점

카자흐스탄 판매법인, 3년 만에 단일도시 중심에서 전국단위 회사로

Company Insight
KT&G (033780)

‘23.01

판매법인 설립 등기
완료

‘23.05

법인 첫 매출 발생

‘25.04

현지 제조법인 매입
개시

‘25.08

M/S 10% 도달

‘25.12

매출 1,000억원 돌파

‘26.01

전국 6개 권역 유통사
교체 완료

전사 통합관리

SAP, MES — 전 공장 동일 시스템

판매 중심 관리

Sell More, Make More — 생산계획과 판매계획의 연계

법인 설립 이후 '22~'25 CAGR 매출 +70.2%, 영업이익 +89.7%

영업이익 증가율이 매출 증가율을 19.5%p 상회 — 성장과 함께 마진율도 동반 상승

1. Brand Equity

ESSE 기반 초슬림 카테고리
확장

이미 강한 카테고리가 성장하는 시장에
서만 작동한다. 100SS 비중 23.1% →
32.0%

2. Direct Business

유통상 교체 → 판매법인
직접사업 전환

수입상 마진이 자사로 귀속. M/S 5.1%
→ 9.6%, 커버리지 50% → 60%.

3. ASP Upgrade

마진 내재화 + 프리미엄 믹스

ASP 2.5배. 매출 CAGR 70.2%의 대
부분이 여기서 발생

4. Production Network

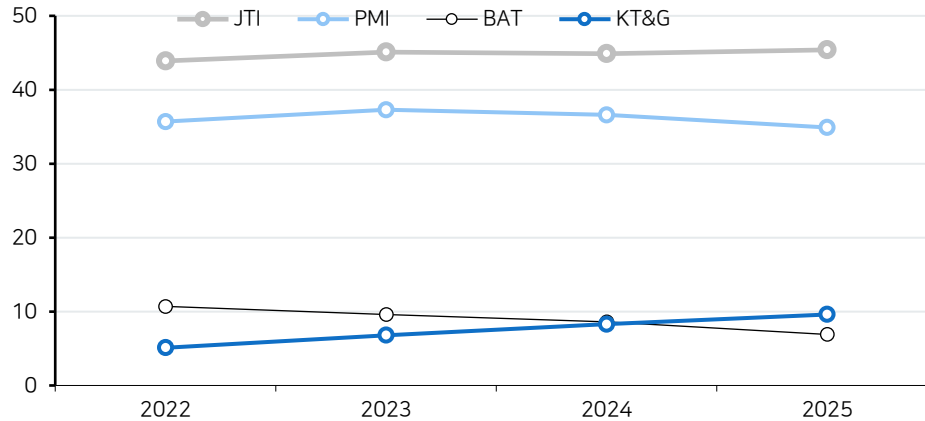
현지 공장으로 원가 · 리드타임
확보

대규모 CAPEX 마무리 → FCF 증대.
동시에 인접국 수출 허브로 전환

카자흐스탄 판매법인 성과, '24년 BAT 추월, 3년 만에 점유율 2배

Company Insight
KT&G (033780)

카자흐스탄 관련 시장점유율



기업	2022	2023	2024	2025	2022-2025
JTI	43.9	45.1	44.9	45.4	+1.5%p
PMI	35.7	37.3	36.6	34.9	-0.8%p
BAT	10.7	9.6	8.6	6.9	-3.8%p
KT&G	5.1	6.8	8.3	9.6	+4.5%p

'25년 순위
3위

'24년 BAT 추월

'25년 M/S
9.6%

5.1%('22) 대비 1.88배

100초슬림 내 M/S
26.0%

성장 카테고리 선점

주: '기타' 사업자 점유율은 4사 합계를 100%에서 뺀 값으로, '22년 4.6% → '25년 3.2%로 추정
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

카자흐스탄 판매 현장 방문, 경쟁사 대비 압도적인 매대 마케팅 경쟁력 확인

Company Insight
KT&G (033780)

- KT&G의 카자흐스탄 판매법인 설립 이후 현지 판매 마케팅 전략 강화. 담배 판매점의 매대 관리 능력이 경쟁사 대비 우월
- PRIME MART 방문, 가시성 높은 전체 담배 매대에는 KT&G 제품만 진열
- 카자흐스탄은 담배 판매대에 가림막이 설치되는데 경쟁사 제품이 가려진 상황에서도 KT&G 제품이 판매 가능하도록 설계
- FRESHKA 방문, 에세 중심의 판매 강세. 조명 등을 적극 활용, 경쟁사 매대와 차별화 하고 브랜드 진열도 디자인을 고려

PRIME MART 방문, 가시성 높은 전체 담배 매대에는 KT&G 제품만 진열



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

FRESHKA 방문, 에세 중심의 판매 강세. 매대와 진열 디자인 차별화

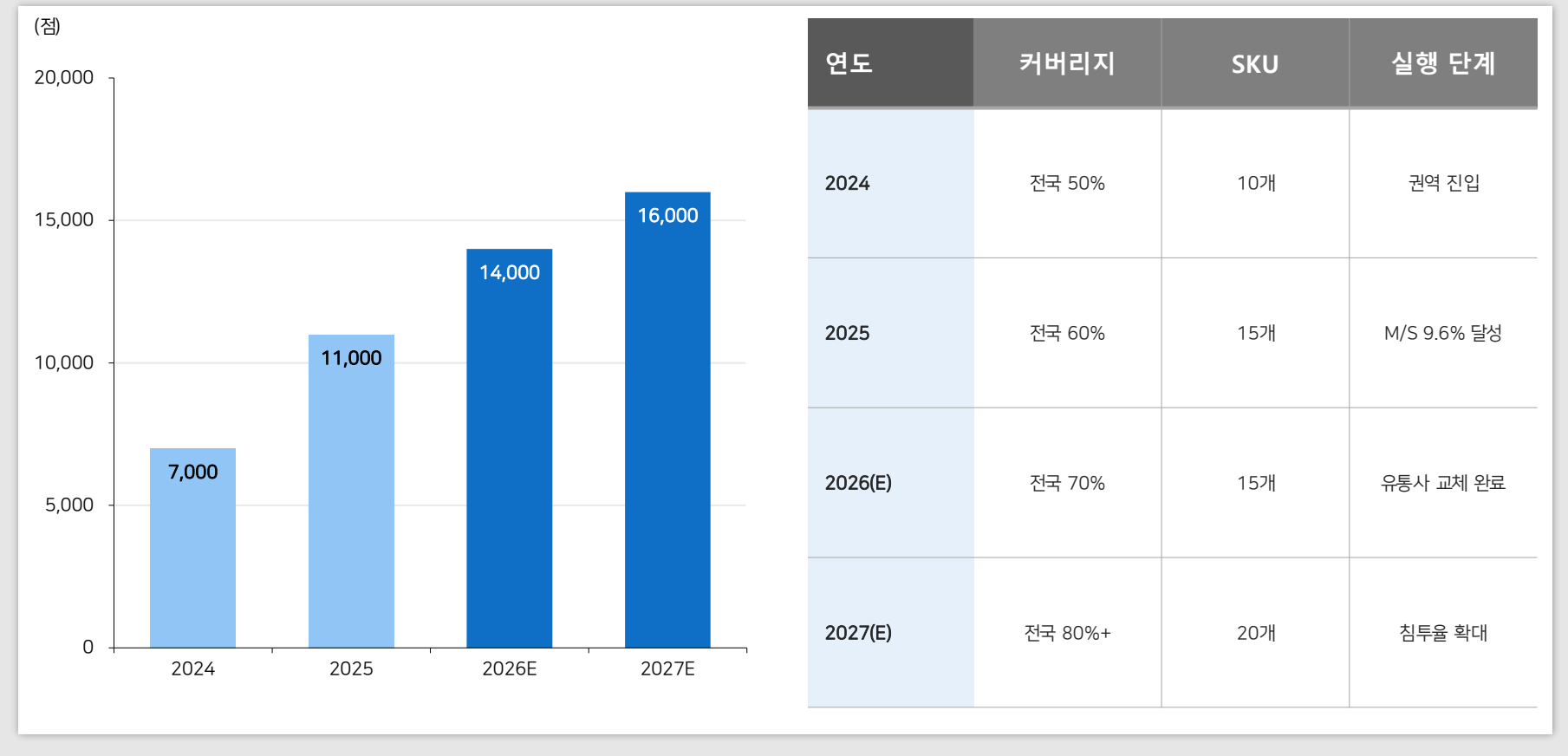


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

카자흐스탄 담배 배대 확대 계획: 2024년 7,000점 → 2027년 16,000점 계획

Company Insight
KT&G (033780)

상위 SKU 진열 점포수

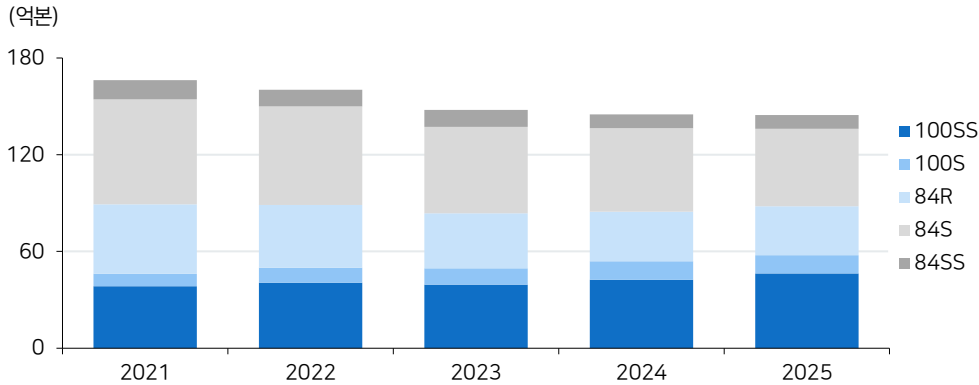


주: 2026~2027은 회사 전망치
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

카자흐스탄 담배 카테고리 포지셔닝 적중, 시장은 정체되어 있으나, 100mm 초슬림만 증가

Company Insight
KT&G (033780)

타입별 궐련 수요 - 카자흐스탄 전체 시장



(억본)	2021	2022	2023	2024	2025
100SS	38.4	40.6	39.5	42.5	46.3
100S	7.8	9.4	10.1	11.5	11.5
84R	43.0	38.9	34.1	30.7	30.2
84S	65.2	61.0	53.6	51.8	48.1
84SS	11.9	10.4	10.6	8.6	8.5
합계	166.3	160.3	147.9	145.2	144.6

100초슬림 비중 변화

23.1 → 32.0%

'21 → '25

100mm 초슬림 내 KT&G

26.0%

성장 카테고리 선점

포지셔닝 적중

ESSE의 본진인 초슬림이 이 시장에서 유일하게 성장하는 세그먼트
시장 정체에도 KT&G가 고속 성장할 수 있는 이유

주: 총 수요 4년 CAGR -3.4%
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

판매법인 직접사업 전환 효과, '22년 대비 '25년 ASP 2.5배, 연평균 36%

Company Insight
KT&G (033780)

2.5배

연평균성장률 약 36%

'22년 대비 '25년 ASP

1

수입상 마진 내재화

협상력 강화로 가격 상승분이 자사 손익에 귀속. 구조 변화에 따른 일회성 점프에 근접

2

프리미엄 믹스 전환

100초슬림 등 고가 카테고리 비중 확대로 제품 믹스 상향. 시장 구조 변화와 맞물린 지속형 동인

3

가격 주도권

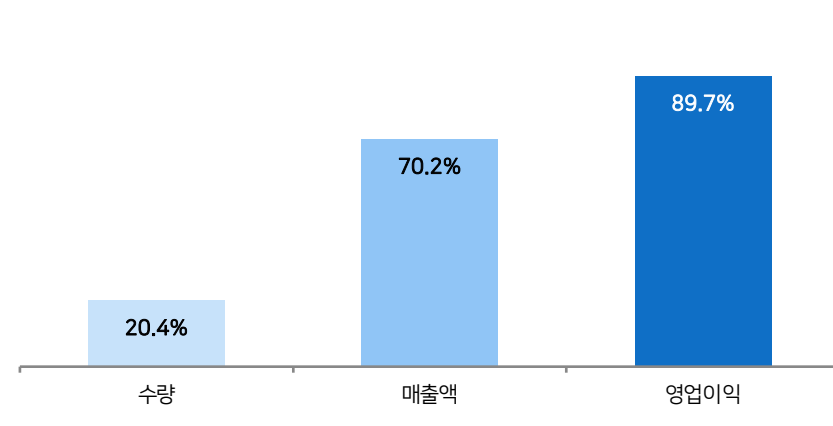
시장 정보에 기반한 공급가 인상을 자체 판단으로 실행. 인플레이션 12% 환경이 이를 뒷받침

세 동인 중 1번은 한 번 쓰면 끝나는 구조적 점프이고 2·3번은 반복 가능. ASP 36% 성장의 지속 여부는 믹스 개선 여력에 좌우

카자흐스탄 판매 법인의 실적 성과와 신성장 동력인 HNB - 주요 도시 점유율 72%

Company Insight
KT&G (033780)

손익 CAGR ('22~'25)



수량 3년 누적
1.75배
CAGR 20.4% 기준

매출 3년 누적
4.93배
CAGR 70.2% 기준

영업이익 - 수량 CAGR 격차
+69.3%p
89.7% - 20.4%

HNB 시장 성장률
+18.2%
'25년 YoY

주요 2개 도시 총 판매 점유율
72%
알마티, 아스타나

전략

검증된 CC부문 자원 활용

- CC / HNB 마케팅 자원 통합 관리
- CC 진열장 활용 등 기존 자원 활용

FAST Follower

- 회사 강점(유연성 · 신속성) 활용 저비용 고효율 전략
- 저비용 고효율 채널 발굴 / 시장에서 검증된 Flavor 활용
- 효과성 고려 단계적 확대 — 알마티 집중 후 아스타나 확장

Part. 2

KT&G 주주환원 정책 분석

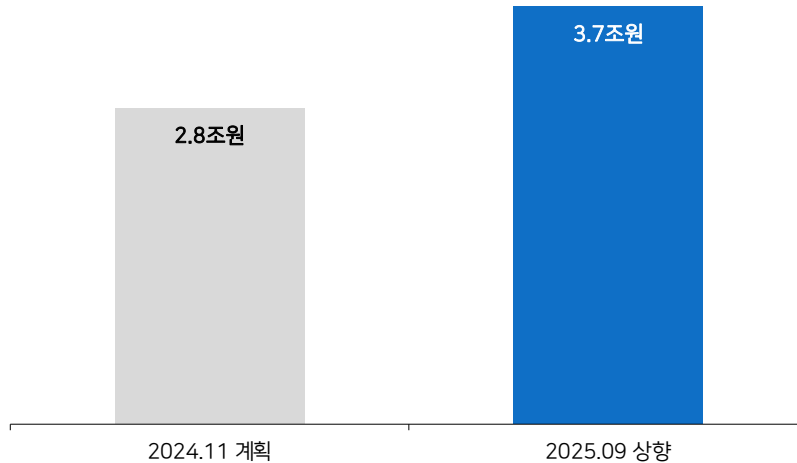
24-25년 비교, 정책 발표와 실행으로 투자자 신뢰도 확보



총주주환원 계획 2.8조원 → 3.7조원 (+32%)

Company Insight
KT&G (033780)

주주환원 계획



주주자본의 의미 재정립

ROE > 자본비용(COE)

ROE가 자본비용을 넘어설 때 기업가치 프리미엄이 발생한다는 전제. 수익성 지표인 ROE와 주주가치 지표인 TSR을 함께 관리하겠다는 선언

배당

2.4조원

배당성향 50% 이상 유지 · 배당수익률 마지노선 설정 · 관리

자사주 매입

1.3조원

장기 저평가 판단 시 연중 추가매입 탄력 운영

+ α

비핵심자산 효율화 재원을 활용한 추가 환원. 2024년 1,500억원, 2025년 2,760억원 이 이미 집행. 3.7조원에 포함되지 않는 별도 몫

성장과 환원의 균형

ROIC 기준 배분

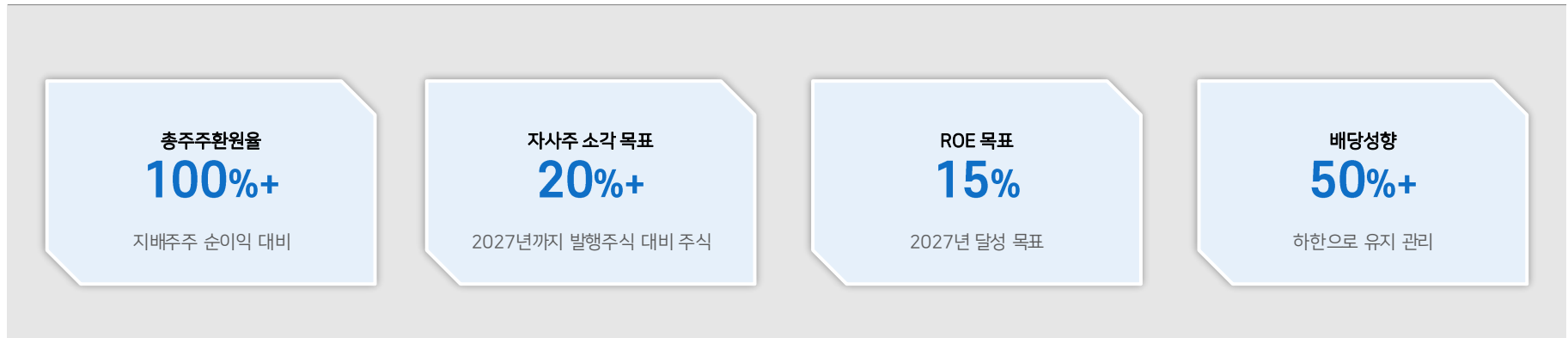
당기순이익을 ROIC 기준으로 배분. ROIC가 자본비용을 넘는 투자안은 성장투자, 그렇지 못하면 주주환원으로 전환

환원 재원을 어떤 규칙으로 나누는가

Company Insight
KT&G (033780)

구분	규모	운영 원칙
현금환원 (총계)	3.7조원 +a	총 주주환원을 100% 이상 (지배주주 당기순이익 대비)
배당	2.4조원 +a	과거 트렌드를 넘어서는 DPS 상승 / 배당성향 50% 이상 유지 / 배당수익률 마지노선 설정 · 관리
자사주 매입	1.3조원 +a	장기 저평가 판단 시 연중 추가매입 탄력 운영 / 배당 확대 여력 확보를 통한 DPS 인상 선순환
추가 주주환원	+a	배당 확대기조 반영, 자사주 매입과 균형적 실시

함께 제시된 수치 목표



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

한 장으로 보는 주주환원 실적

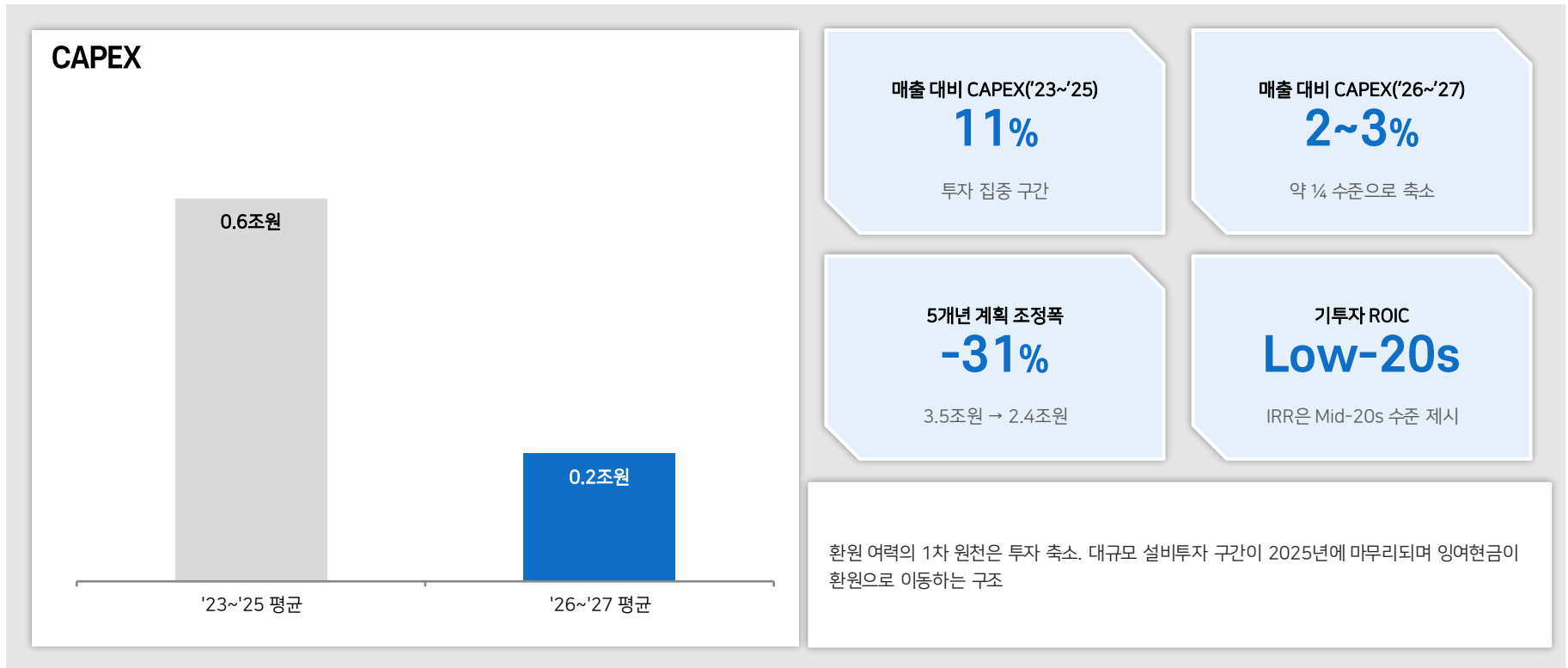
Company Insight
KT&G (033780)

항목	2020~2023	2024	2025	비고
주당배당금 (DPS, 원)	4,950	5,400	6,000	'20~'23은 평균 / 2025는 연간 최소 제시치
자사주 소각 (억원)	3,026	8,617	6,663	'20~'23은 4년 누적 / 2025는 YTD
총주주환원 규모 (억원)	8,911	11,352	2024 상회	'20~'23은 평균
총주주환원율 (%)	87.6	97.4	100+	지배주주 당기순이익 대비
추가 주주환원 +α (억원)	-	1,500	2,760	비핵심자산 효율화 자원
자사주 소각률 (%)	2.6 (2023)	6.3	4.1	2027년까지 누적 20%+ 목표

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

연간 CAPEX 0.6조원 → 0.2조원

Company Insight
KT&G (033780)

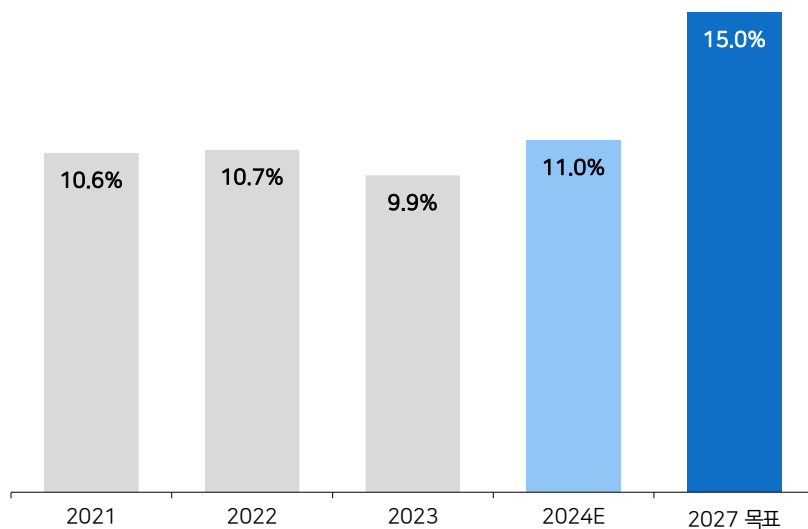


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

100%+ 환원은 ROE 15% 달성이 전제

Company Insight
KT&G (033780)

ROE 실적과 목표



자사주 소각은 ROE를 상승시킴

분모인 자기자본이 줄어드는 만큼 ROE가 기계적으로 상승. 9.9% → 15%의 상당 부분은 이 효과로 설명 가능

다만 이익 성장이 없으면 한계

자본 축소만으로 ROE를 끌어올리는 구조는 자기자본이 바닥날 때까지만 유효. 환원을 100%+가 지속되려면 본업 이익의 동반 성장 필요

주: 2024는 2024.11 자료 기재 '11% 이상' 기준. 2027은 목표치
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Part. 3

KT&G 투자 포인트 점검

해외궤련 성장과 강화될 주주환원, 두 가지 핵심 축

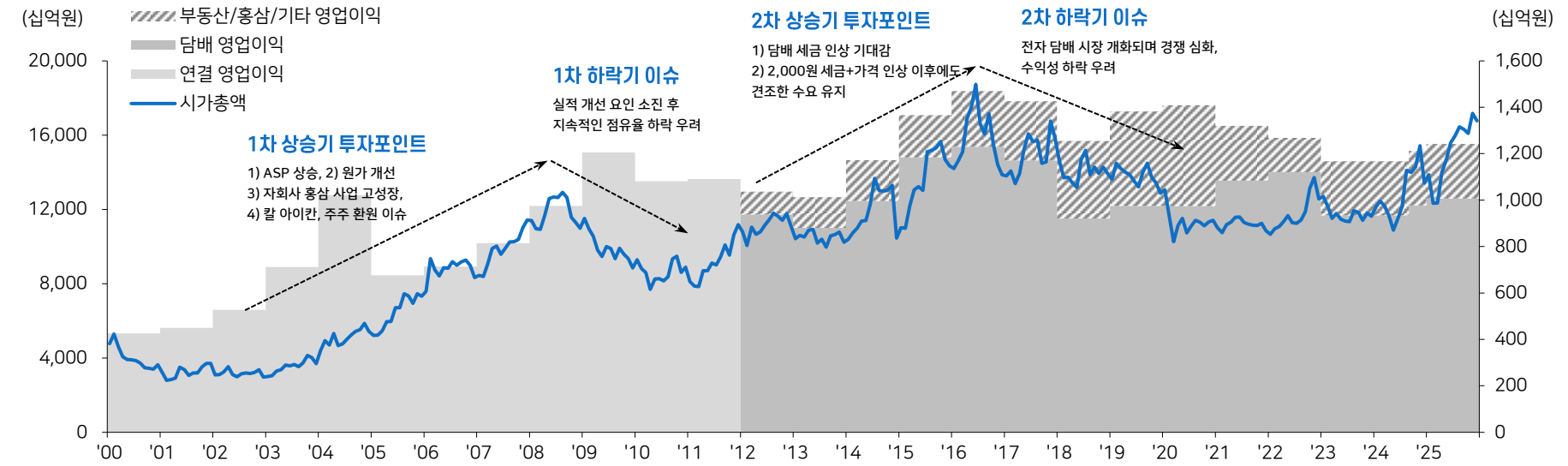


KT&G, 2차례 상승, 하락 국면 경험, 해외 담배 성장 지속 및 주주환원 강화 기대

Company Insight
KT&G (033780)

- 03년~08년 1차 주가 상승 랠리 1) ASP 상승, 2) 원가 개선, 3) 홍삼 성장, 4) 주주환원 정책 효과
- 08년 이후 실적 개선 요인 소진, 반면 내수 담배 M/S 축소 부각되며 11년까지 장기 하락 국면 경험
- 11년 BAT, PMI 담배 가격 갑당 200원 인상으로 KT&G M/S 반등 트리거 발생, 주가 하락 국면 마무리
- 14년~16년 담배 세금 인상 기대감과 우려가 공존하며 급등락, 15년 이후 흡연 수요 회복과 함께 16년 신고가
- 17년 PMI iQOS 출시, 중동 수출 부진, JUUL 출시 등 불확실성 확대. 담배 영업이익 감소에 동행하며 주가 하락
- 22년~23년 행동주의 펀드 이슈로 단기 상승, 24~25년 주주환원 확대 기대감으로 리레이팅

KT&G 기업가치는 03~08년 1차 랠리, 14~16년 2차 랠리 후, 22~23년 행동주의 펀드 이슈로 단기 상승, 24~25년 주주환원 확대 기대감으로 리레이팅



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 방경만 대표 체제 이후, 기업가치 상승 뚜렷. 26년 실적 성장과 강화된 주주환원 기대

Company Insight
KT&G (033780)

- KT&G 방경만 대표 체제 이후, 기업가치 상승 뚜렷. 26년 실적 성장과 강화된 주주환원 기대
- 26년에도 KT&G의 성장 전략과 주주환원 정책이 강화되고 지속될 수 있다고 판단
- 2025 KT&G CEO Investor Day를 통해 1) 글로벌 궤련 사업 지속 확대 25년 글로벌 생산 비중 30% 목표, 이후 목표비중은 50%, 2) 주주환원 25년 추가 자사주 매입 소각 2,600억원(전년비 +1,000억원), 기말 배당금 400원 증액으로 연간 배당금 총 6,000원(전년비 +11.1%), 3) Altria와 협업 니코틴 파우치 기업 ASF 지분(51%) 인수 글로벌 니코틴파우치 사업 진출 발표

KT&G 방경만 대표 체제 이후, 기업가치 상승 뚜렷



거버넌스 고도화 및 이행역량 강화	
지배구조 핵심지표 준수율 100%	절차 투명성 이사 선임 절차 강화 사장/사외이사 후보추천위원회 전원 사외이사 구성 외부인선자문단 도입
이사회 전문성 Board Skills Matrix 고도화	경영진 평가 및 보상 장기적 관점 주주가치 일치 위한 주식보상비중 60%, 양도제한조건 부주식 제도 도입
주주권익 보호 집중투표제 채택	- 기업지배구조 투명성 강화를 위해 금융위원회가 권고하는 15개 지표 - CEO 장기성과급 - 사내이사 대상

자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

대규모 CAPEX 마무리, 비핵심자산 유동화로 26년 주주환원 여력 확대

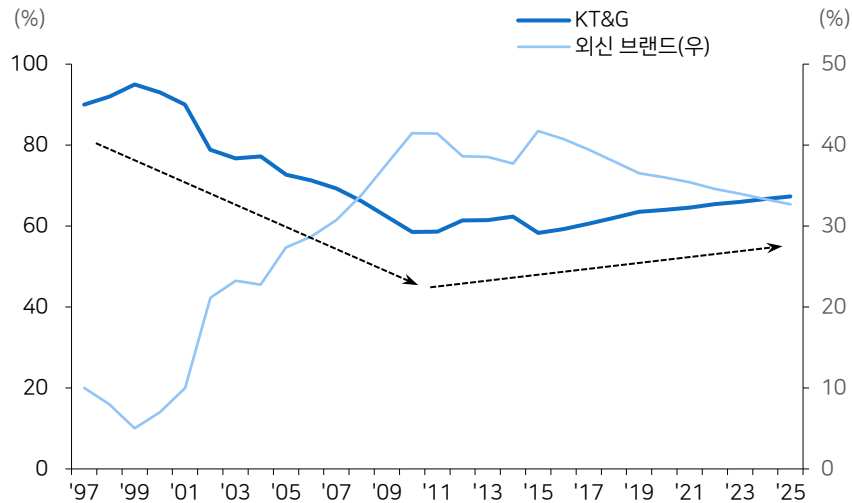


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 투자 포인트 점검 08년 이전 ASP 상승, 원가개선 부각, 08년 이후 M/S 하락 우려 심화 Company Insight KT&G (033780)

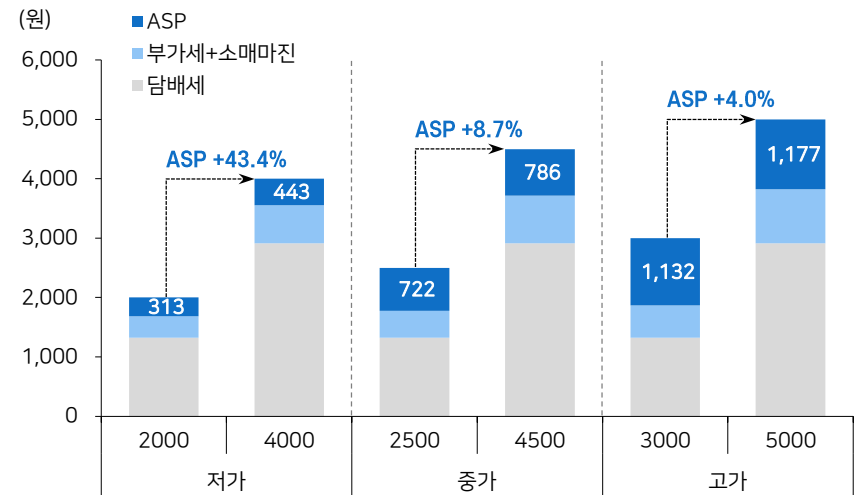
- KT&G 일반담배 점유율은 90년대 후반 담배 시장 개방 이후 외산브랜드 확대되며 지속 하락세
- 08년까지는 점유율 하락에도 불구하고, 2,500원 중가 담배 비중 확대(에썸, 더원, 레종 등)로 ASP 상승
- 08년 이후 실적 개선 요인 소진, 반면 내수 담배 M/S 축소 부각되며 11년까지 장기 하락 국면 경험
- 11년 BAT, PMI 담배가격 갑당 200원 인상 이후 소비자 이탈, KT&G 점유율 반등 트리거로 작용
- 13년 에썸 체인지 출시 성공 이후 연이은 신제품 성공으로 캡슐 가향 담배 시장 주도

KT&G 일반담배 점유율. 90년대 담배 시장 개방 이후 하락세, 11년 이후 상승 전환



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

담배 가격 구간별 ASP/세금 구조. 담배세는 정액세, 고가담배 ASP 상승 효과 극대화



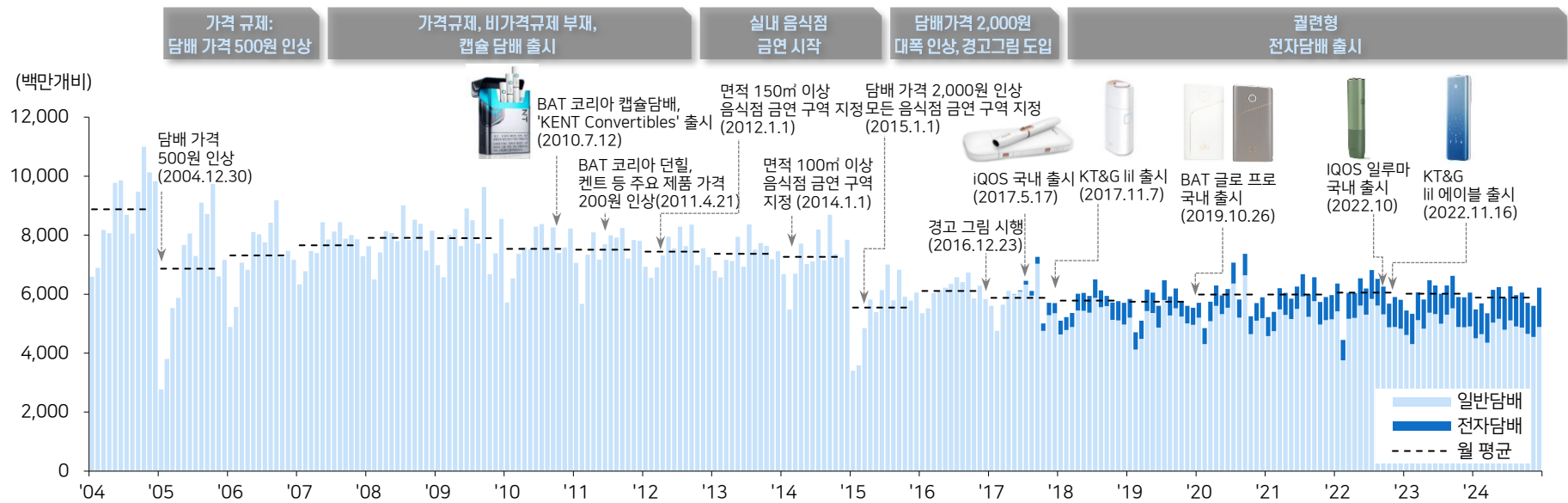
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 15~16년 세금 인상 충격 이후 흡연 수요 회복, 18년 이후 전자담배 확대로 마진율 하락

Company Insight
KT&G (033780)

- 최근 20년간 담배 시장의 규모 변화는 05년 1차 담배가격 500원 인상, 15년 2차 담배가격 2,000원 인상 영향으로 계단식 감소. 인상 직후 수요 충격이 발생하지만 이후 회복하며 기존 대비 10% 감소된 흐름 유지
- IQOS로 촉발된 궐련형 전자담배 확대로 기존 담배 시장의 급감이 우려됐으나 전체 흡연 수요가 유지되는 가운데 침투율 점진 확대. 국내는 혼용률이 높은 특징을 지님
- 19년 JUUL의 출시로 액상형 전자담배 확대가 우려됐으나 정부 규제 및 부정적인 인식으로 대중화 실패
- 20년 이후 전자 담배 비중이 확대되며 총수요는 꾸준히 유지되는 흐름, 다만 담배 마진율은 기존 대비 하락

담배 시장의 규모 변화는 1차~2차 담배가격 인상이 영향을 주며 계단식 감소 후 정체 흐름, 20년 이후 전자 담배 비중이 확대되며 총수요는 꾸준히 유지



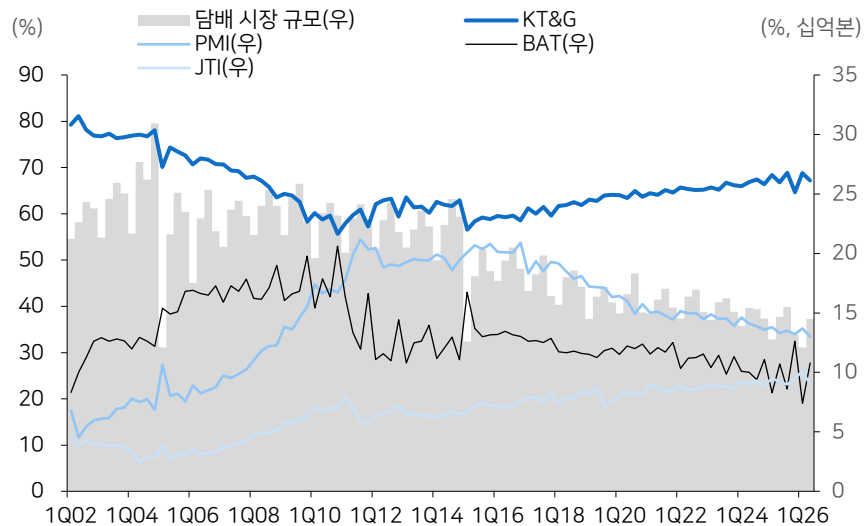
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 일반담배 점검: 총수요 감소를 지속적인 일반담배 신제품 출시로 방어 중

Company Insight
KT&G (033780)

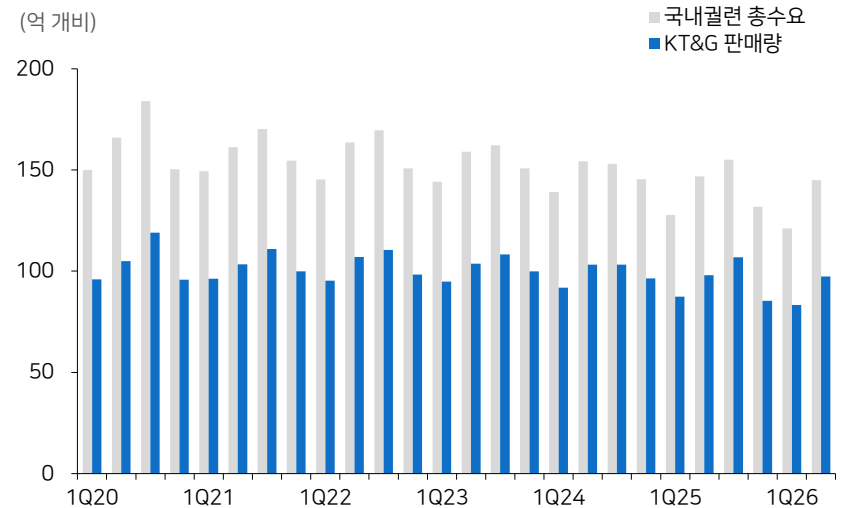
- 13년 에쎬 체인지 출시 성공 이후 연이은 신제품 성공으로 캡슐 가향 담배 시장 주도, 일반 담배 경쟁력 강화
- 전자담배 시장이 확대된 이후에도 KT&G는 일반담배 시장의 지배력 강화 중. 경쟁사 마케팅 전략이 전자담배 일변도로 흘러가는 반면 KT&G는 매년 6~7개의 일반담배 신제품을 출시하며 마케팅 지속한 결과
- 일반 담배 궐련 총수요 감소가 지속되고 있지만 일반담배 점유율 확대로 총수요 감소를 지속 방어 중

KT&G는 일반담배 시장의 지배력 강화 중, PMI/BAT 점유율 지속 하락세



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

국내 궐련 총수요 감소 중이나 KT&G는 점유율 확대를 방어 중



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 해외담배 점검: 18~19년 급감한 담배 수출, 신규 계약 이후 최소수량 조건으로 회복 중

Company Insight
KT&G (033780)

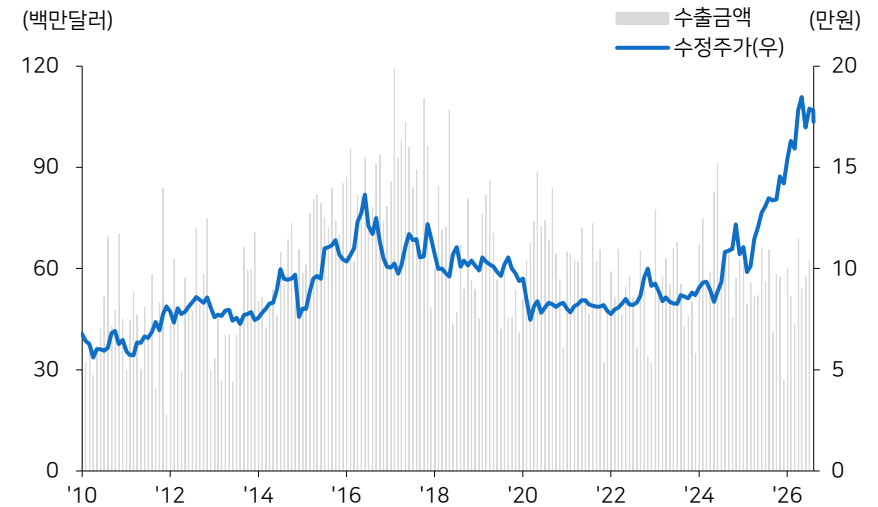
- 18년 이후 급감한 담배 수출은 18~19년 연속 부진을 겪었지만 20년 알로코자이와의 재계약 타결로 인해 성장 전환. 신규 계약은 최소구매 수량 조건을 포함, 20~27년간 최소 2.3조원 매출액 확보
- 알로코자이를 통해서 확보한 연평균 매출액은 3,000억원으로 예상. 주력 시장의 안정적인 매출액 확보에 신규 시장 성장 더해지며 수출 금액 성장 지속 예상
- 관세청 기준 26년 7~8월 누계 담배 수출 금액은 전년비 16.7% 성장. 해외법인 호조까지 더해져 3분기 해외 담배 실적도 양호할 전망

KT&G 글로벌 비즈니스 현황



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

18~19년 급감한 담배 수출, 신규 계약의 최소구매 수량 조건으로 20년 이후 성장세



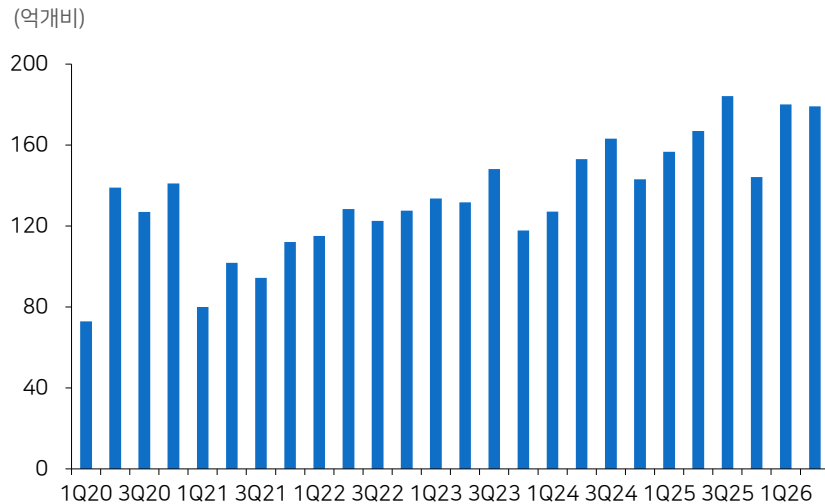
자료: 메리츠증권 리서치센터

KT&G 해외법인, 주력 지역 수출 성장률 회복세, 점진적으로 신시장 성장률 개선 전망

Company Insight
KT&G (033780)

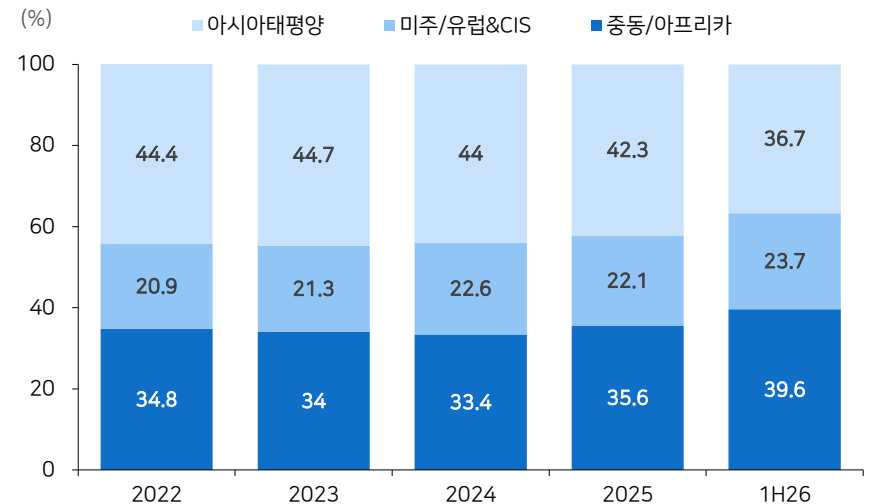
- 과거 채권/재고/선적 이슈로 아태, 중동 등 일부 권역에서 매출 공백 등 일회성 요인으로 판매량 감소 경험
- 해외담배는 수출과 해외법인 실적 동반 호조. 수출은 주력 시장에서의 가격 인상, 신제품 호조로 신시장 부진 만회. 해외법인은 인도네시아/러시아 중심으로 가격 인상 효과와 신제품 효과 반영 중
- 가격 인상과 신제품 효과로 주요 국가들이 선전 중, 상대적으로 정체인 신시장은 점진적인 성장률 개선 전망

해외관련 수출/해외법인 수량



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

권역별 수량 비중



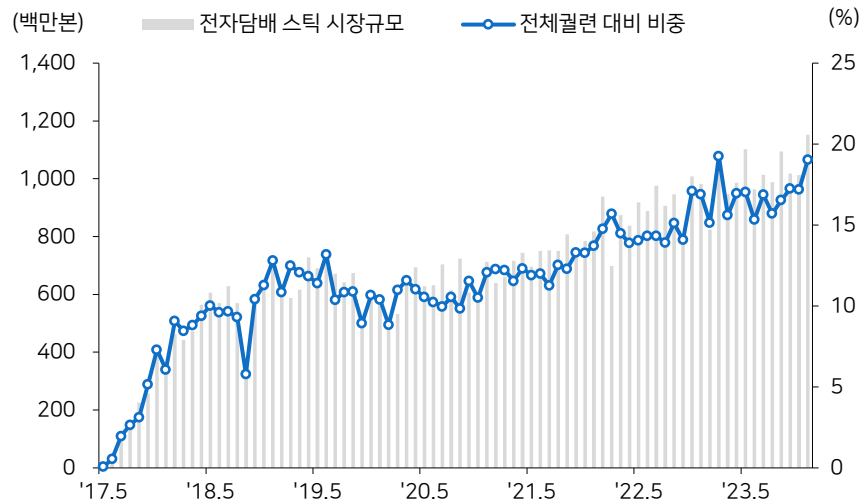
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

전자담배 스틱 침투율은 19~21년 정체기를 지나 상승 국면 재진입, 20% 달성

Company Insight
KT&G (033780)

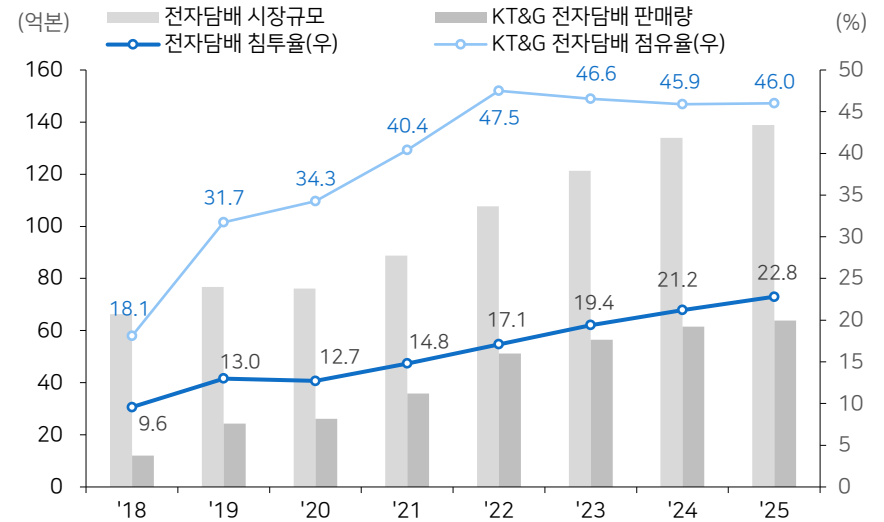
- KT&G NGP 사업은 17년 릴 솔리드 1세대를 시작으로 24년 1분기 스틱 점유율 45.7%로 1위 달성. 철저한 소비자 기호 분석에 기반한 제품 차별화로 소비자의 선택의 폭을 증대, 공격적인 신제품 출시 전략이 주효
- KT&G의 NGP 플랫폼은 P1, P2, P4로 진화, P1플랫폼: 오리지널 히팅 타입으로 담배 고유의 풍미를 구현. P2플랫폼: 스틱과 액상 카트리지가 결합된 독자적인 플랫폼, P4: 하나의 디바이스로 세 가지 타입의 스틱을 사용 가능한 플랫폼
- 전자담배 시장의 침투율이 재차 확대되는 가운데, 신규 플랫폼 런칭이 지속되며 점유율 상승도 지속

전자담배 스틱 침투율은 19~21년 정체기를 지나 상승 국면 재진입, 20% 달성



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 점유율 상승세 지속 1H24 66.5% 달성



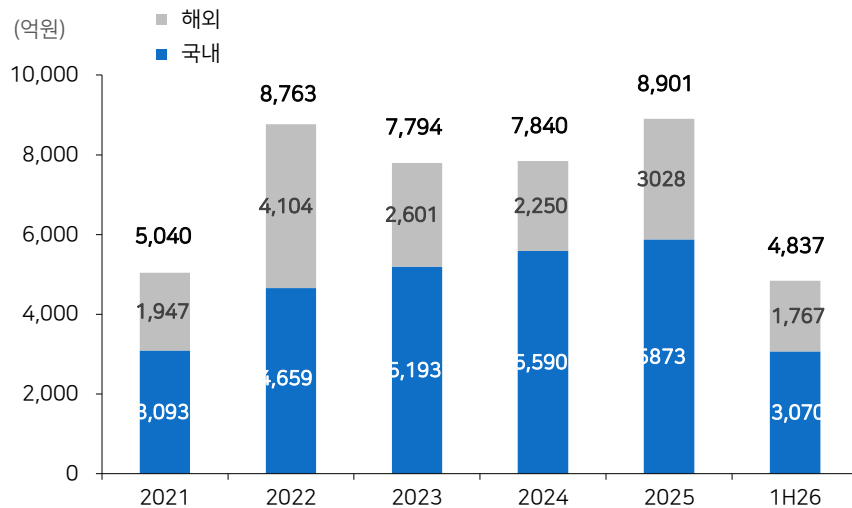
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 국내+해외 NGP 스틱 수량 성장 지속, 디바이스 보다는 스틱 중심의 성장

Company Insight
KT&G (033780)

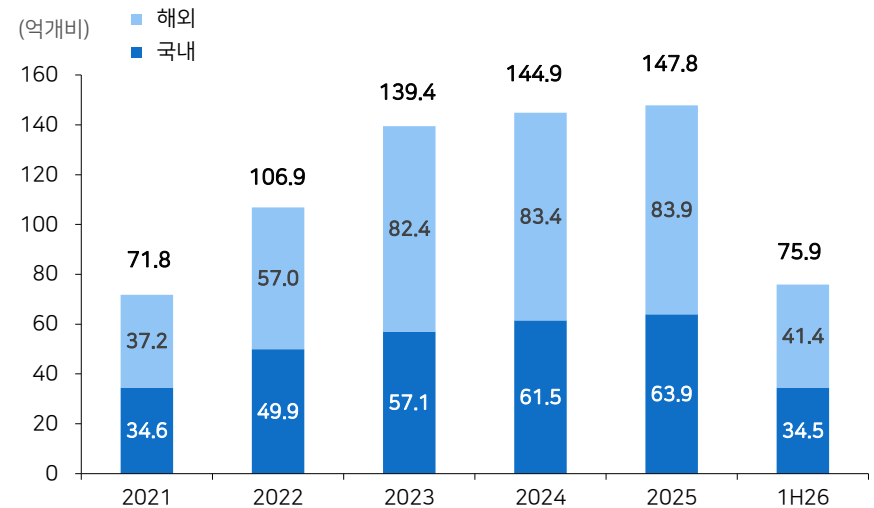
- 20년 PMI와 NGP 전략적 제휴를 시작으로 NGP 글로벌 시장 개척 본격화. PMI 유통망을 활용해 20년 러시아/우크라이나/일본 3개국 진출, 25년 현재 34개국(글로벌 NGP 시장의 80%를 커버)에 수출
- 22~23년 선제적인 디바이스 수출 물량 확대, NGP 전체 매출액은 높은 기저 영향으로 감소세
- 글로벌 NGP 침투율 확대와, 스틱 판매 호조로 스틱 판매 수량은 지속 성장세

NGP 국내/해외 매출 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

국내 및 해외 NGP 판매 수량 추이



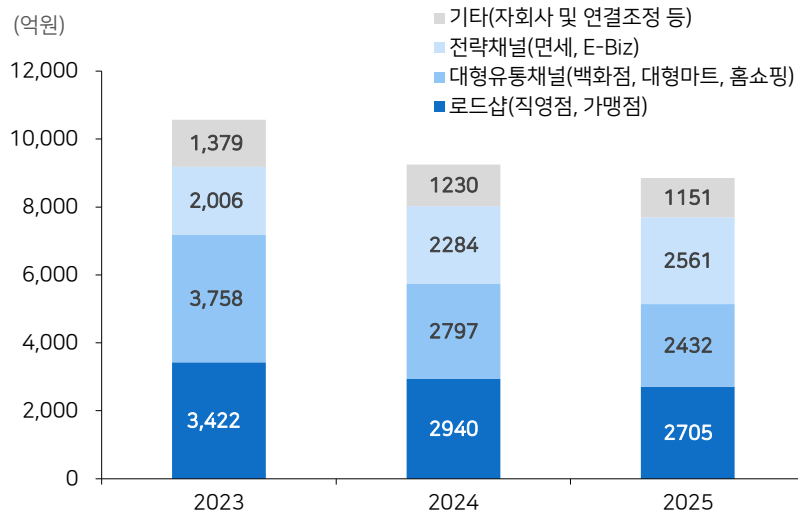
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 홍삼 사업 점검

Company Insight
KT&G (033780)

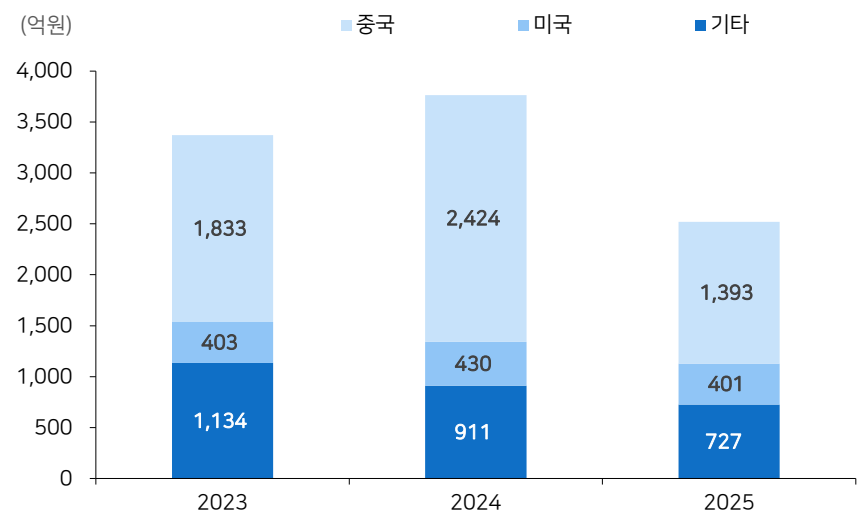
- 홍삼 사업은 코로나 이후 건기식 트렌드 변화, 소비 경기 둔화, 채널 구조조정 영향으로 지속적인 매출 감소세, 해외는 매출 고성장이 지속되고 있으나 전체 성장 달성을 위한 비중은 미미함

홍삼 사업부 채널별 매출 비중



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

홍삼 해외사업부 국가별 매출 비중



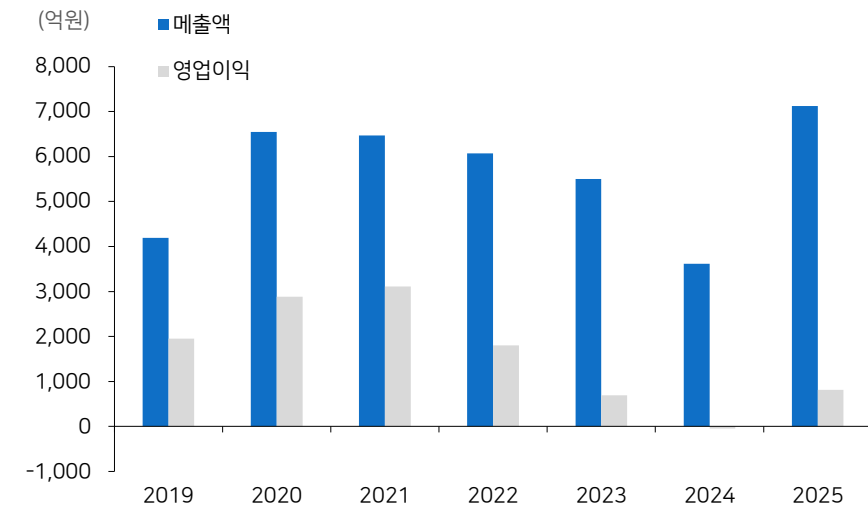
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 부동산 사업 점검

Company Insight
KT&G (033780)

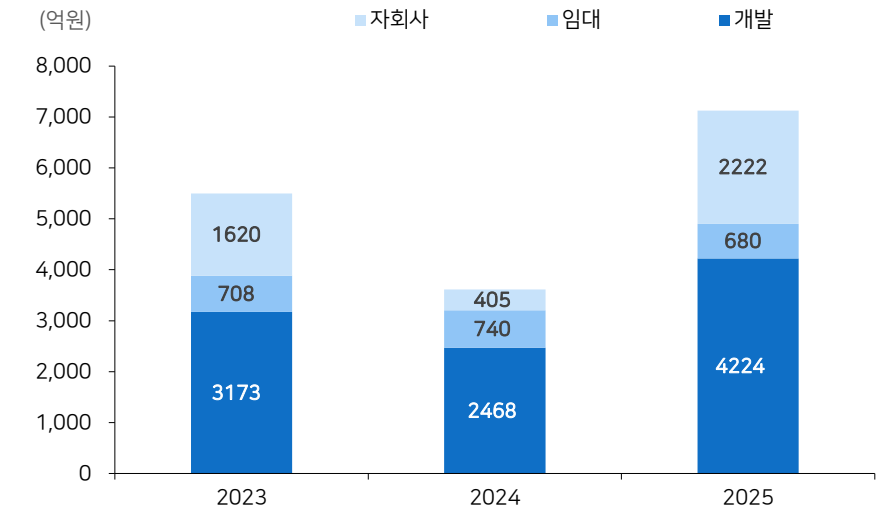
- 2021년까지 본사 실적 성장에 기여 이후 대규모 개발 부재, 부동산 사업 전면 재검토 중

부동산 부문 매출액, 영업이익 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

부동산 부문별 매출액 추이



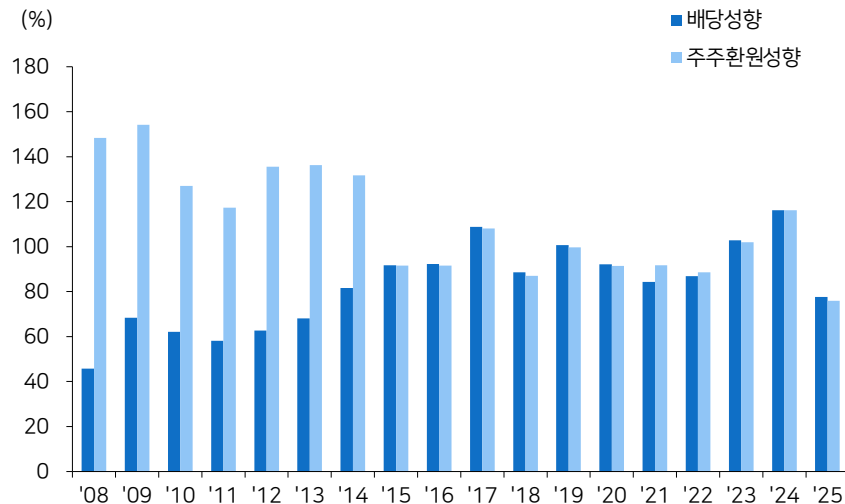
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

PMI 자사주 매입 정책: 08~14년 배당정책 + 자사주 매입, 21~22년 자사주 매입 계획 이행

Company Insight
KT&G (033780)

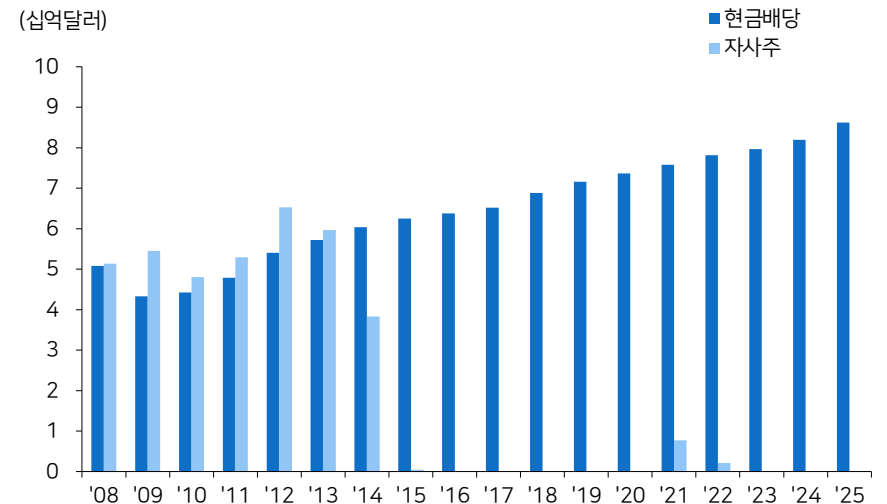
- 21년 6월 11일, 3년 동안 50억~70억 달러 규모의 신규 자사주매입 계획 발표
- 21년 7월 22일부터 자사주 매입 시작. 21년 7월 22일부터 22년 3월 31일까지 약 10억 달러를 투자해 1,050만 주의 보통주 매입
- 22년 첫 3개월 동안은 보통주 200만 주를 1억 9,900만 달러의 비용으로 환매
- 22년 5월 11일, Swedish Match 인수 계획 발표 후 3년간의 자사주 매입 프로그램을 중단한다고 발표

필립모리스 배당성향, 주주환원성향 추이



자료: Ycharts, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

필립모리스 현금배당, 자사주 매입 추이



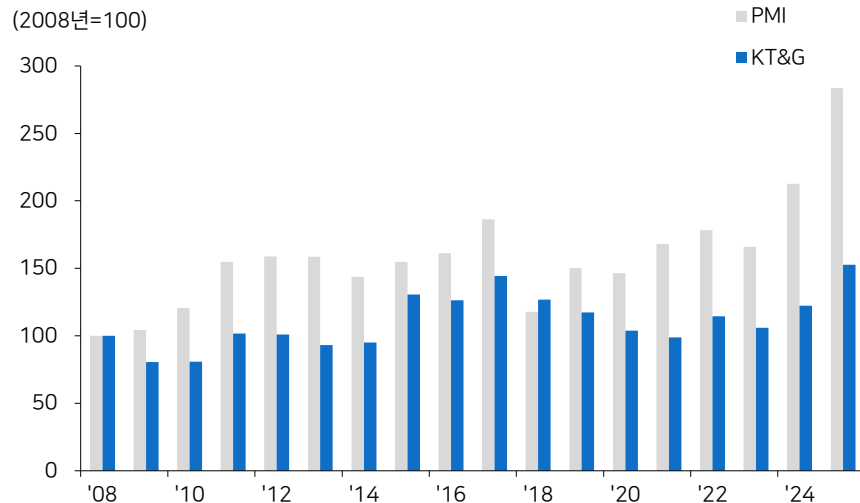
자료: Ycharts, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

KT&G vs PMI 시가총액 상대성과, ROA(수익성) 비교 분석

Company Insight
KT&G (033780)

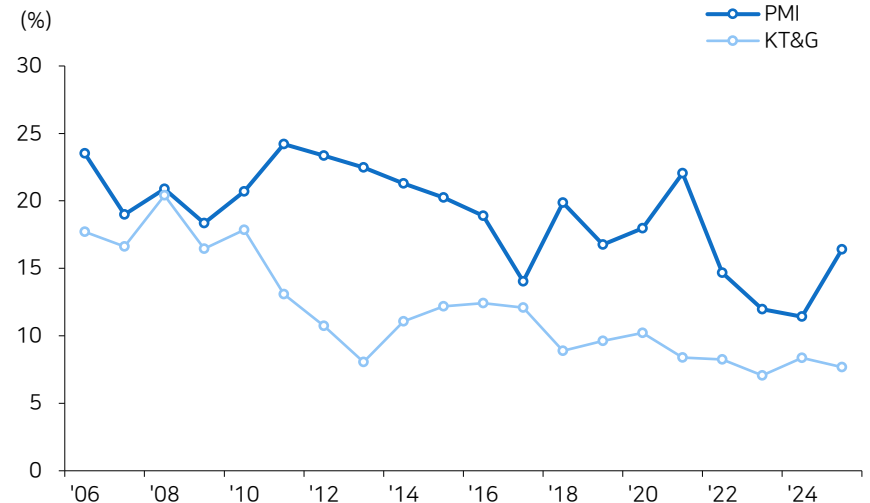
- KT&G와 PMI의 기준시점(08년도=100pt) 대비 시가총액 추이는 25년말 기준 PMI 284pt, KT&G 153pt
- 수익 지표(ROA) 비교, 06~25년 평균 7.0%pt 격차, 최대 14.4%pt, 최소 0.5%pt

KT&G, 필립모리스 시가총액 추이 비교



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G, 필립모리스 ROA 추이 비교



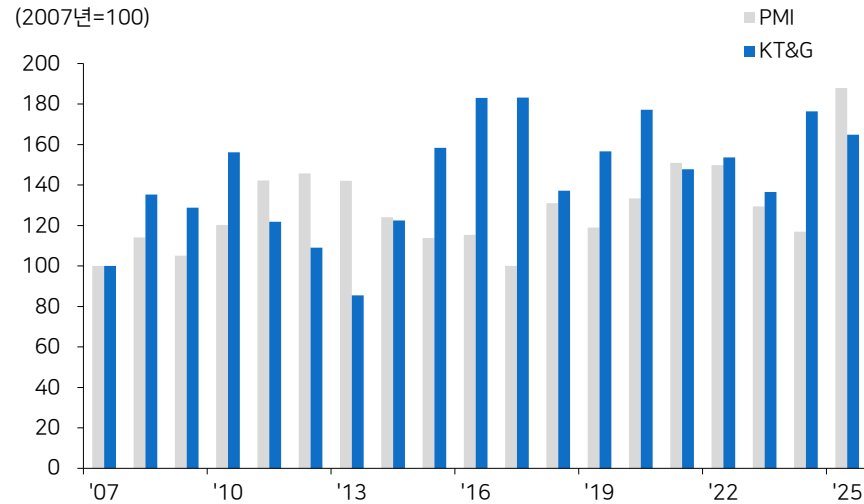
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G vs PMI 당기순이익, EPS 상대성과 비교 분석

Company Insight
KT&G (033780)

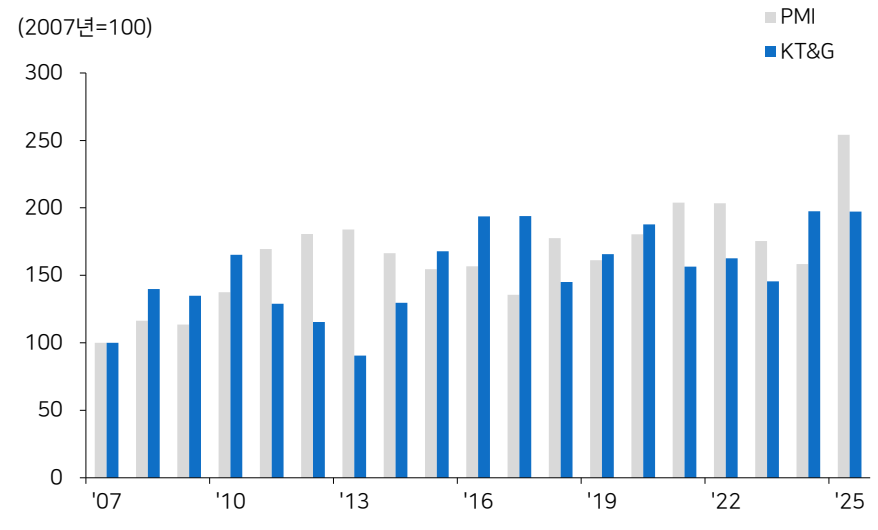
- KT&G, PMI의 순이익은 07년을 기준으로 25년 KT&G는 164.9pt, PMI는 187.9pt 달성. KT&G는 세금 인상 이후인 15년~16년, 부동산 이익 기여도가 높았던 19~20년 큰 폭의 상회
- KT&G, PMI의 EPS의 상대성과는 PMI가 254.2pt,로 KT&G 197.3pt 대비 상회. PMI는 장기간 주주환원을 통해 효율적인 자본 배치가 지속된 결과

PMI, KT&G 당기순이익 추이 비교



자료: KT&G, PMI, 메리츠증권 리서치센터

PMI, KT&G EPS 추이 비교



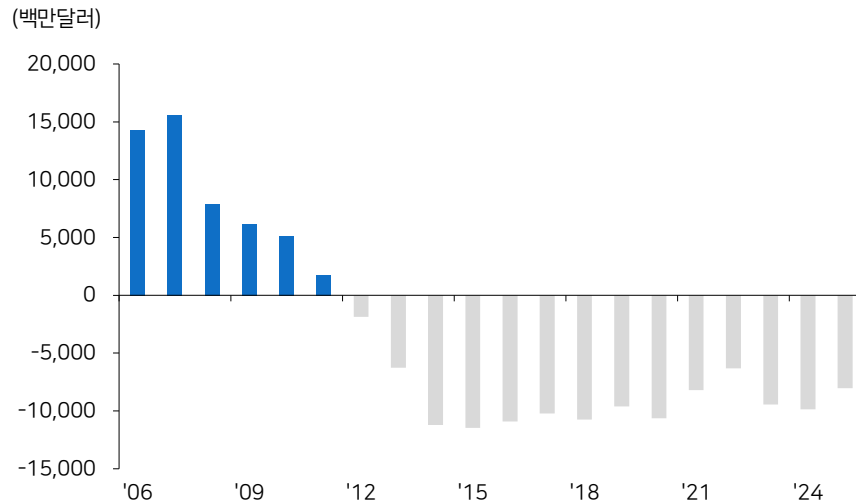
자료: KT&G, PMI, 메리츠증권 리서치센터

KT&G vs PMI 자본총계 추이 비교 분석

Company Insight
KT&G (033780)

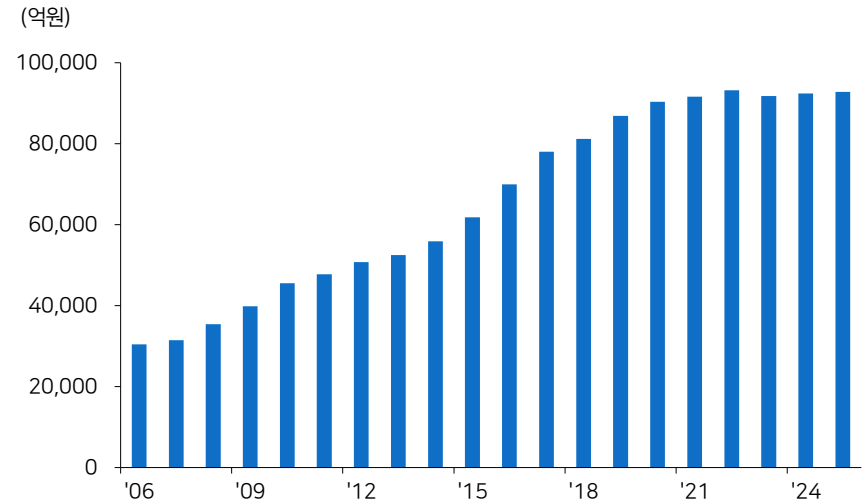
- PMI는 12년 이후 자본총계 마이너스 전환, 지속적인 자사주 매입에 따른 자본 차감 영향
- KT&G는 06년 이후 자본총계 꾸준히 증가했으나 22년을 정점으로 감소로 전환

필립모리스 자본총계 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 자본총계 추이



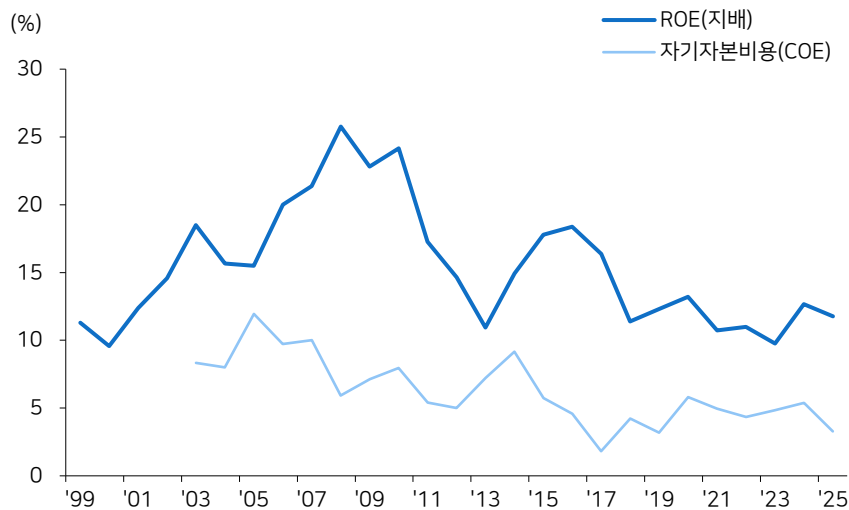
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 재무지표 분석, ROE-COE 추이

Company Insight
KT&G (033780)

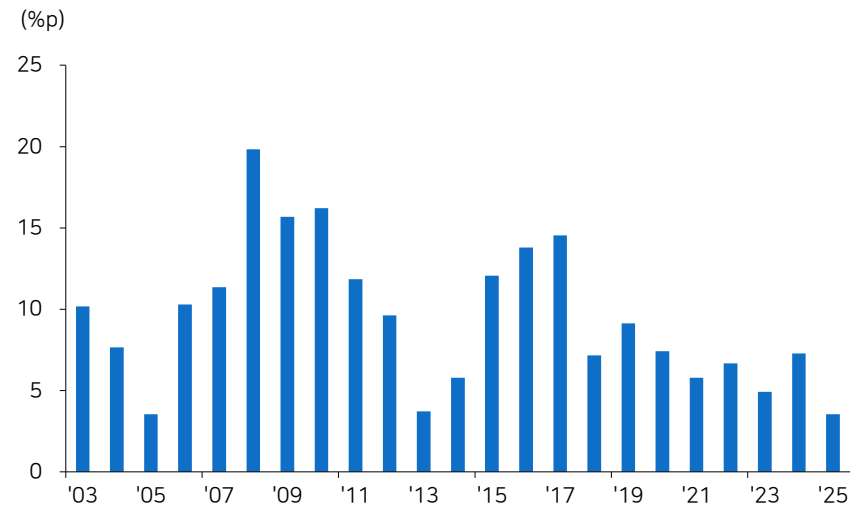
- ROE와 COE의 차이인 자본 초과 수익은 07년~08년 20%pt를 상회하며 최대치 달성, 23년 5%pt 이하로 축소
- 03년~25년 ROE 평균 16.0%, COE 평균 6.3%, 동기간 ROE-COE 평균 9.5%pt, 최대 19.8% pt, 최소 3.6%pt

ROE, COE(자기자본비용) 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

ROE-COE 스프레드 추이



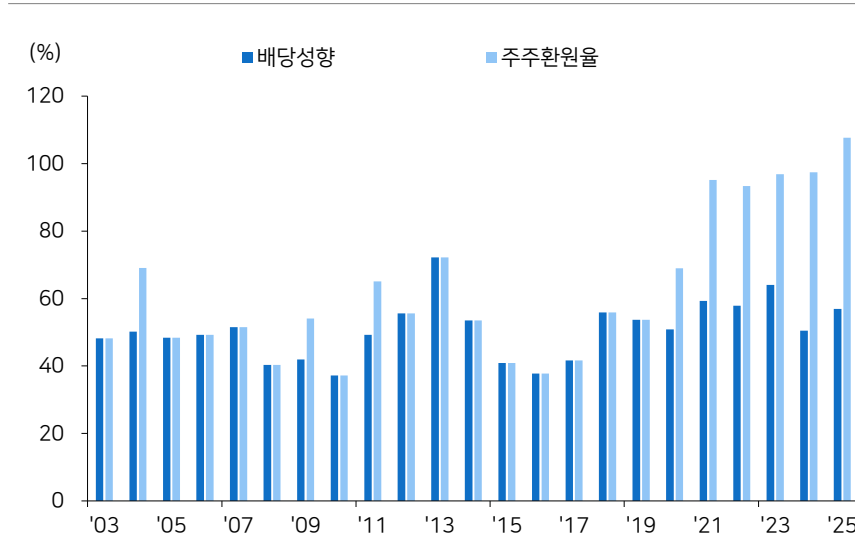
자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 담배기업과 KT&G의 배당정책 비교 결론

Company Insight
KT&G (033780)

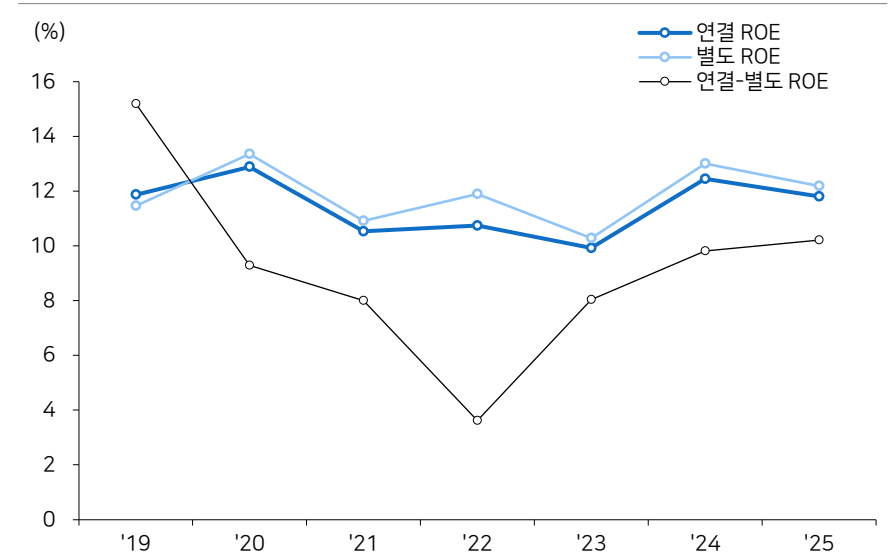
- 과거 낮은 수준의 주주환원율에서 탈피, 향후 장기간 글로벌 담배회사들의 수준을 유지하는 가운데 추가적인 주주환원 정책이 더해질 경우 서프라이즈 효과 기대
- 연결 - 별도 ROE 추이를 봤을 때, 본사/자회사 비효율 개선을 통한 ROE 상승 가능

KT&G 배당성향, 주주환원성향 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

연결 ROE, 별도 ROE, 연결-별도 ROE



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

연내 가격 인상 기대감은 낮은 상황이지만 언제든 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있는 이슈

Company Insight
KT&G (033780)

최근 담배 세금 인상 05년, 15년 대통령 집권 2~3년차 국회의원/지방 선거 이후 진행

노무현 정부	2002년 대통령 선거 2002.12.19	구분	2012년 대통령 선거 2012.12.19	박근혜 정부
	2003.05.23: 김화중 보건복지부 장관 담배 가격 인상 의지 밝힘	집권 1년차	2013.02.05: 보건복지부 담배 가격 인상 지속적으로 검토하겠음	
	2003.07.23: 보건복지부 "1,000원 인상을 골자로 한 개정안 상정 예정"		2013.02.14: 박재완 기획재정부 장관 "물가상승 감안 시 인상 필요"	
	2003.11.06: 김진표 경제부총리 "담배 가격 인상 시기적으로 적절하지 않다"		2013.05.16: 진영 보건복지부 장관 "담배 가격 인상 올해 안에는 힘들 것 같다"	
			2013.10.31: 현오석 부총리 "담배 가격 인상 문제를 논의하고 있지 않다"	
	국회의원 선거 2004.04.15	집권 2년차	2014.02.11: 문형표 보건복지부 장관 "담배 가격 인상 고려하겠다"	
	2004.05.09: 재정경제부 물가 부담 고려 500원 인상안을 관철		2014.02.25: 문형표 장관 "경제부처에 담배 가격 인상 지속적으로 제안할 것"	
	2004.10.12: 정부 국무회의 담배 가격 500원 인상 관련 개정안 의결		지방 선거 2014.06.04	
	2004.12.09 담배 가격 인상 개정안 국회 본회의 통과		2014.09.11: 보건복지부 11일 제31회 경제관계장관회의 '종합 금연 대책'을 확정 발표 담배 가격 2,000원 인상 포함	
	2004.12.30 담배가격 갑당 500원 인상			
	지방 선거 2006.05.31	향후 주요 선거	국회의원 선거 2016.04.13	

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

Company Insight
KT&G (033780)

KT&G(033780)

KOSPI	6,894.23pt
시가총액	178,554억원
발행주식수	10,381만주
유동주식비율	85.53%
외국인비중	51.14%
52주 최고/최저가	189,000원/133,600원
평균거래대금	455.9억원

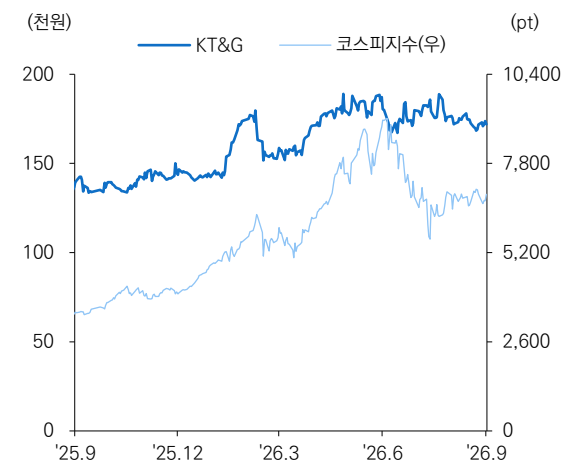
주요주주(%)

중소기업은행	9.16
국민연금공단	8.80
First Eagle Investment Management, LLC	8.61

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	8.4	23.5
상대주가	-2.9	-6.9	-38.0

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	5,908.8	1,188.8	1,165.7	8,975	35.7	73,700	11.9	1.45	9.2	12.7	48.8
2025E	6,579.7	1,343.7	1,090.1	8,973	0.0	78,656	15.8	1.81	10.6	11.8	52.0
2026E	7,085.9	1,545.1	1,399.6	13,011	45.0	88,068	13.2	1.95	10.1	15.2	59.1
2027E	7,348.5	1,713.5	1,453.6	14,003	7.6	94,858	12.3	1.81	9.0	15.3	53.5
2028E	7,861.3	1,874.5	1,575.2	15,174	8.4	103,661	11.3	1.66	8.1	15.3	51.1

Income Statement					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	5,908.8	6,579.7	7,085.9	7,348.5	7,861.3
매출액증가율(%)	0.8	11.4	7.7	3.7	7.0
매출원가	3,006.8	3,435.3	3,671.4	3,758.1	3,998.5
매출총이익	2,902.0	3,144.4	3,414.5	3,590.4	3,862.8
판매비와관리비	1,713.2	1,800.7	1,869.4	1,877.0	1,988.3
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,545.1	1,713.5	1,874.5
영업이익률(%)	20.1	20.4	21.8	23.3	23.8
금융손익	73.6	37.5	99.6	22.8	62.0
종속/관계기업관련손익	19.2	39.3	36.4	0.0	0.0
기타영업외손익	284.2	34.8	200.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,565.8	1,455.3	1,881.4	1,736.3	1,936.5
법인세비용	393.7	352.2	470.5	420.2	468.6
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,410.5	1,316.1	1,467.9
지배주주지분 순이익	1,165.7	1,090.1	1,399.6	1,453.6	1,575.2
Balance Sheet					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,176.3	7,026.2	7,280.0	7,822.0	8,908.1
현금및현금성자산	1,136.0	913.5	794.6	932.0	1,553.6
매출채권	1,363.2	1,537.4	1,585.4	1,688.7	1,807.3
재고자산	3,101.3	3,284.8	3,387.3	3,608.0	3,861.4
비유동자산	6,748.9	7,162.9	7,335.7	7,342.5	7,393.1
유형자산	2,664.4	2,823.0	3,029.3	2,882.7	2,750.3
무형자산	179.7	170.9	157.2	134.0	114.1
투자자산	2,852.3	3,150.8	3,147.6	3,324.3	3,527.1
자산총계	13,925.2	14,189.1	14,615.8	15,164.5	16,301.1
유동부채	3,142.9	3,236.8	3,873.3	3,688.3	3,877.8
매입채무	352.2	327.7	338.0	360.0	385.3
단기차입금	288.0	333.0	830.4	480.4	480.4
유동성장기부채	157.0	424.0	503.4	503.4	503.4
비유동부채	1,423.9	1,616.1	1,557.2	1,593.9	1,636.1
사채	808.0	924.3	807.6	807.6	807.6
장기차입금	214.0	106.4	150.6	150.6	150.6
부채총계	4,566.8	4,853.0	5,430.5	5,282.2	5,513.9
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	535.0	537.5	540.6	540.6	540.6
기타포괄이익누계액	-3.5	70.4	164.5	164.5	164.5
이익잉여금	8,783.2	8,552.0	8,482.3	9,187.1	10,101.0
비지배주주지분	119.3	56.6	43.0	35.0	26.2
자본총계	9,358.5	9,336.2	9,185.3	9,882.2	10,787.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	822.3	582.9	1,428.1	1,430.1	1,497.9
당기순이익(손실)	1,165.0	1,102.3	1,410.5	1,316.1	1,467.9
유형자산감가상각비	219.1	260.4	297.8	296.6	282.4
무형자산상각비	31.2	32.3	27.5	23.3	19.8
운전자본의 증감	-365.4	-803.7	-197.9	-183.1	-210.2
투자활동 현금흐름	-529.7	101.1	-286.0	-223.8	-216.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-767.5	-639.5	-367.1	-150.0	-150.0
투자자산의 감소(증가)	-132.3	-259.3	39.5	-176.6	-202.8
재무활동 현금흐름	-293.4	-947.9	-1,352.0	-1,068.9	-659.8
차입금증감	938.9	296.1	484.0	-349.4	0.7
자본의증가	1.1	2.6	3.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	104.0	-222.5	-118.9	137.4	621.6
기초현금	1,032.0	1,136.0	913.5	794.6	932.0
기말현금	1,136.0	913.5	794.6	932.0	1,553.6
Key Financial Data					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	45,491	54,164	65,873	70,788	75,728
EPS(지배주주)	8,975	8,973	13,011	14,003	15,174
CFPS	11,657	14,594	19,316	19,587	20,969
EBITDAPS	11,079	13,470	17,388	19,587	20,969
BPS	73,700	78,656	88,068	94,858	103,661
DPS	5,400	6,000	6,600	6,000	6,000
배당수익률(%)	5.0	4.2	3.8	3.5	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	11.9	15.8	13.2	12.3	11.3
PCR	9.2	9.7	8.9	8.8	8.2
PSR	2.4	2.6	2.6	2.4	2.3
PBR	1.5	1.8	2.0	1.8	1.7
EBITDA(십억원)	1,439.1	1,636.3	1,870.4	2,033.3	2,176.8
EV/EBITDA	9.2	10.6	10.1	9.0	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.7	11.8	15.2	15.3	15.3
EBITDA이익률	24.4	24.9	26.4	27.7	27.7
부채비율	48.8	52.0	59.1	53.5	51.1
금융비용부담률	0.7	1.1	1.3	1.4	1.2
이자보상배율(x)	28.2	18.1	16.3	17.1	19.2
매출채권회전율(x)	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
재고자산회전율(x)	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김정욱은(는) KT&G 기업설명회에 해당 기업의 일부 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확히 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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 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)	
2024.06.05	산업분석	Buy	110,000	김정욱	-12.8	1.4	
2024.09.27	기업분석	Buy	131,000	김정욱	-17.5	-10.8	
2024.11.06	산업분석	Buy	140,000	김정욱	-21.3	-10.7	
2025.06.05	산업분석	Buy	160,000	김정욱	-16.2	-8.0	
2025.11.12	산업분석	Buy	180,000	김정욱	-19.6	-10.1	
2026.02.06	기업브리프	Buy	210,000	김정욱	-19.4	-10.0	
2026.06.10	Indepth	Buy	230,000	김정욱	-	-	