

KT&G

카자흐스탄 사이트 투어 후기

이다연

음식료/통신 | dayeonlee@daolfn.com

[생산] 현지 생산 체계로 완성되는 원가 경쟁력

‘25년 3월 KT&G의 유라시아 주요 생산거점 중 한 곳인 카자흐스탄 알마티 공장의 상업 생산 개시. 당 공장의 연간 최대 CAPA는 60억 개비, ‘26년 연 생산실적은 33억 개비 전망. 카자흐스탄 현지 생산 전환 효과는 크게 1) 가공비 절감, 2) EAEU 무관세 혜택 두 가지. 향후 생산량 증가와 함께 가공비 절감, 무관세 혜택 효과가 더욱 가시화되며 원가 경쟁력 강화 전망. 최대 8대의 설비를 추가 투입할 수 있는 유휴 공간도 확보하고 있어 향후 현지·주변국 침투 확대, NGP 직접 사업 진출 성과에 따라 생산 CAPA 확대 가능성도 존재

[판매] 더 넓어지고 촘촘해진 유통망

‘23년 1월 카자흐스탄 판매법인 설립과 함께 나타난 변화는 세 가지. 1) 유통상 변경과 함께 기존 알마티 중심 남부→ 전국으로 영업망 커버리지 확대 중. 2) 자사 영업사원 확충 및 소매채널 밀착 관리 확대로 진열 SKU 증가, 제품 Visibility 강화가 이루어지며 매대 점유율 상승 중. 3) ‘26년 11월 ‘릴(lil)’ 플래그십 스토어 오픈과 함께 카자흐스탄 내 NGP 직접사업 개시 예정. 현지 판매법인 주도 공격적인 프로모션 하 빠른 HNB(Heat N Burn) 시장 침투 기대. 매해 12%에 달하는 물가상승률 역시 소비자 가격 전가에 유리한 환경으로 작용 중

[주주환원] Capex Cycle 종료, 예상보다 강할 ‘26년 하반기 주주환원

동사는 지난 8월 중간 주당배당금으로 2,000원을 공시. 동시에 연간 배당에서 중간 배당이 차지하는 비중도 소폭 확대할 계획이라 밝힘. 연초 약속한 자사주 매입 3,000억원은 하반기 중 진행 예정. 더불어 지난 실적발표에서 ‘26년 연간 실적 가이드를 상향 조정함. 동사의 주주환원 정책 기조가 총주주환원을 100% 이상임을 고려 시, ‘26년 하반기 중 추가 주주환원 집행 가능성 존재. 카자흐스탄, 인도네시아 신공장 투자에 따른 대규모 CapEx 집행은 종료된 바 있으며, 향후 EBITDA는 해외 궤련 외형 성장, 현지 완결형 사업구조 확립에 따른 수익성 개선과 함께 중장기적 우상향 흐름 전망. 동사는 향후 전략적인 레버리지 활용 계획을 밝힌 바 있어(‘25년 말 부채비율 52%), 향후 FCFE 여력이 확대될 가능성 존재

[생산] 현지 생산 체계로 완성되는 원가 경쟁력

알마티 공장 개요

KT&G의 유라시아 주요 생산거점 중 한 곳인 카자흐스탄 알마티 공장은 '23년 10월 착공, '25년 3월 상업 생산을 개시한 연간 최대 CAPA 60억 개비 규모(*연중무휴 가동 기준)의 생산시설이다. 공장이 위치한 알마티(Almaty)는 인구 221만명 규모의 카자흐스탄 최대 도시로, 글로벌 기업들의 공장 및 현지 법인이 다수 밀집해 있다.

당 공장은 제조설비 3대(100 초슬림 2대, 83 슬림 1대), 필터 설비 1대를 갖추고 있으며, '26년 연 생산실적은 33억 개비 수준으로 전망된다. 8대의 설비를 추가 투입할 수 있는 공간을 확보하고 있어, 향후 현지 및 주변국 침투 확대와 함께 점차적으로 생산 CAPA가 확대될 가능성도 존재한다. 현재 생산 법인 인력 규모는 약 120명이다.

알마티 공장 주요 특징:

- 1) 가공비 절감
- 2) EAEU 무관세 혜택

카자흐스탄 현지 생산 전환 효과는 크게 두 가지다. 첫째, 가공비 절감 효과다. 감가상각비를 제외한 알마티 공장 단위당 가공비는 한국 공장 대비 크게 낮은 수준인데, 이는 원부재료비 단가 하락(물류 경로 단축, 관세 효과 영향)과 저렴한 인건비에 기인한다. 둘째, EAEU(Eurasian Economic Union) 무관세 혜택이다. 현지 생산 체제 전환 후 무관세 혜택으로 상자당 20유로 수준의 원가 절감 효과가 확인되며, 향후 생산량 증가와 함께 무관세 혜택 및 가공비 절감 효과가 가시화되며 원가 경쟁력이 강화될 전망이다. 참고로 현재 알마티 공장의 인접 5개국(키르기스탄, 러시아, 우즈베키스탄, 카자키스탄, 아르메니아) 수출 비중은 40.3%이다.

방문 당일 '에썬 체인지 망고맛' 생산 중, 완제품 즉시 출고 시스템으로 운전자본 효율화

공장 방문 당일 초슬림 설비 2대에서 동사 현지 판매 1위 제품인 '에썬 체인지 망고맛'이 생산되고 있었다. 생산동과 바로 연결돼 있는 완제품 창고에는 재고가 많지 않았다. 이는 수출 물량의 경우 생산 즉시 출고되고, 카자흐스탄 내수 재고 역시 15일치 보관 후 출고되고 있기 때문이다. 기구축된 공장동 내 유틸 공간도 많아 향후 추가 설비 설치 여력도 충분했다. 알마티 공장에서는 현재 꺾린 단독 생산 중이나, 향후 카자흐스탄 NGP(Next-Generation-Product) 직접 사업 진출 성과에 따라 HNB(Heat N Burn) 스틱 라인이 확충될 수 있는 가능성도 열려 있다.

Fig. 1: KT&G의 카자흐스탄 알마티 공장 전경



Source: 다올투자증권

Fig. 2: 카자흐스탄 대표 생산 제품



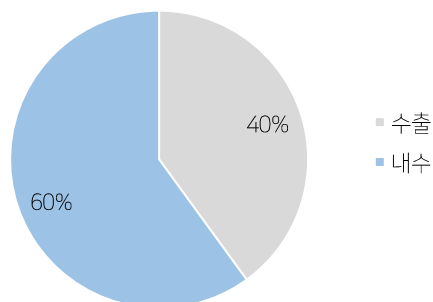
Source: KT&G, 다올투자증권

Fig. 3: 카자흐스탄 '26년 출시 대표 신제품



Source: KT&G, 다올투자증권

Fig. 4: 카자흐스탄 알마티 신공장의 생산량 비중



Source: KT&G, 다올투자증권

Fig. 5: 카자흐스탄 생산법인 관련 History

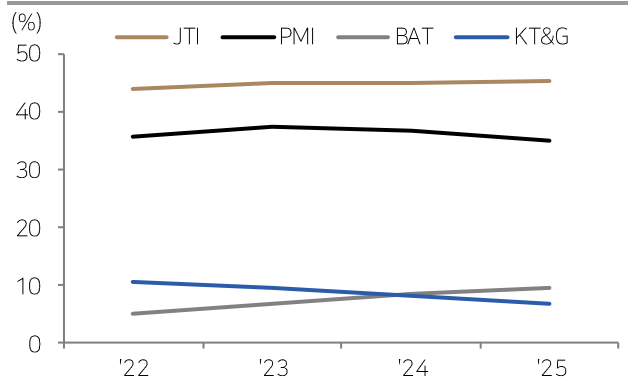
일시	내용
'23.01	이사회 투자 승인 및 제조법인 설립
'23.10	공장 착공
'25.01	담배 제조 라이선스 승인
'25.03	상업 생산 개시
'25.04	공장 준공식
'26년 말	연 생산실적 33억개비 전망 (연 CAPA 최대 60억개비)

Source: KT&G, 다올투자증권

[판매] 더 넓어지고 촘촘해진 유통망

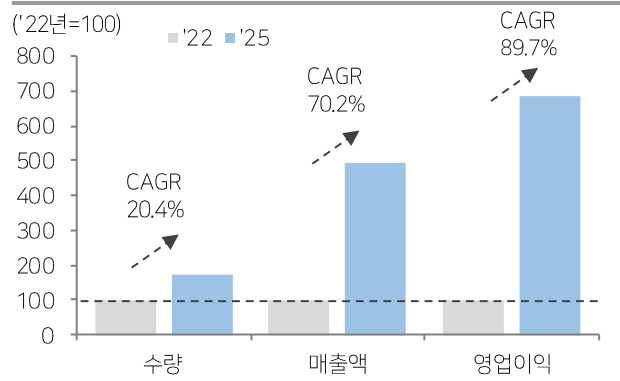
판매횢인 설립 후 변화	카자흐스탄 판매횢인은 '23년 1월 설립 후 현재 설립 4년차다. 판매횢인 설립과 함께 나타난 변화는 크게 세 가지다. 첫째, 유통상 변경으로 영업망 커버리지가 확대되고 있다. '26년 초 유통상 변경과 함께 기존 알마티를 중심으로 한 남부 집중 구조에서 서부·중부·동부 6개 권역으로 영업망이 확대됐다. 각 권역을 담당하는 유통사는 권역별 유통망에 대한 이해도가 높은 업체로 선정됐으며, 실제로 법인 설립 전인 '22년 대비 카자흐스탄 법인 판매수량은 3배 이상 성장했다.
1) 영업망 커버리지 확대	
2) 리테일 침투 속도 ↑, 소비자 노출 정도 ↑	둘째, 판매횢인 체제 바탕 자사 영업사원의 리테일 채널 침투 속도가 가팔라지고 있다. 카자흐스탄은 TT(Traditional Trade) 채널 비중이 95%에 달해 각 영세 소매점에 대한 영업사원의 밀착 관리가 매우 중요한 시장이다. 현지 판매횢인 설립과 함께 영업사원이 확충되며 자사의 직접 커버리지 역시 확대됐고, 제품 전략(신제품 출시 확대)과 영업 전략(진열 SKU 확대, 배너 배치로 제품 Visibility 강화) 간 시너지로 소비자 노출도가 확대되고 있다. 실제로 동사의 카자흐스탄 쁘련 시장 점유율은 '22년 5.1%에서 '25년 9.6%로 상승해(*Nielsen 자료 기준), 영업 커버리지 및 직접 영업 확대 효과가 시장지배력 강화로 이어지고 있음을 확인할 수 있다.
3) NGP 직접 사업 진출, 신성장 동력 확보	마지막으로, 현지 판매횢인 주도에 따른 NGP(Next Generation Product) 직접사업 전개로 빠른 침투율 확대를 기대해볼 수 있다. 동사는 이의 일환으로 카자흐스탄 알마티 내 대형 쇼핑몰 'Forum Almaty'에 릴(lil) 플래그십 스토어 오픈을 준비하고 있다('26.11 오픈 예정). 현재 카자흐스탄 HNB (Heat and Burn) 담배 시장 규모는 쁘련 대비 15% 수준으로, 초기 시장 선점을 위한 경쟁 확대 초입 구간이다. 이러한 구간에서 현지 판매 법인은 공격적인 프로모션을 바탕으로 빠르게 침투율을 확대할 계획을 보유하고 있으며, 카자흐스탄 HNB 수요의 72%가 발생하는 알마티, 아스타나(수도)를 중심으로 우선 사업을 전개할 계획이다.
우호적인 매크로 환경도 뒷받침	매크로 환경도 동사에 우호적으로 작용하고 있다. 카자흐스탄은 제조업 기반이 없어 수입물가, 관세 상승에 취약한 경제 구조를 보유하고 있는데, 코로나 이후 보호무역 기조 심화로 최근 4년간 매해 12%에 달하는 인플레이션을 기록하고 있다. 동사 역시 매해 물가상승분만큼 가격 전가를 진행하고 있어, 수량 성장('22-25년 CAGR 20.4%) 대비 매출액 성장('22-'25년 CAGR 70.2%) 및 영업이익 성장('22-'25년 CAGR 89.7%)이 더 가팔르게 나타나고 있다.

Fig. 6: 카자흐스탄 관련 M/S 추이



Source: KT&G, Nielsen, 다올투자증권

Fig. 7: 카자흐스탄 판매법인 실적 주요 지표



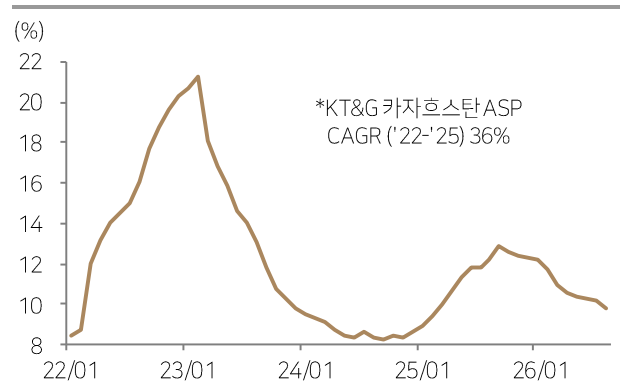
Source: KT&G, 다올투자증권

Fig. 8: 카자흐스탄 판매법인 관련 주요 History

일시	내용
'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 1,000 억원 돌파
'26.01	전국 6개 권역 유통사 교체 완료

Source: KT&G, 다올투자증권

Fig. 9: 카자흐스탄 YoY 물가상승률



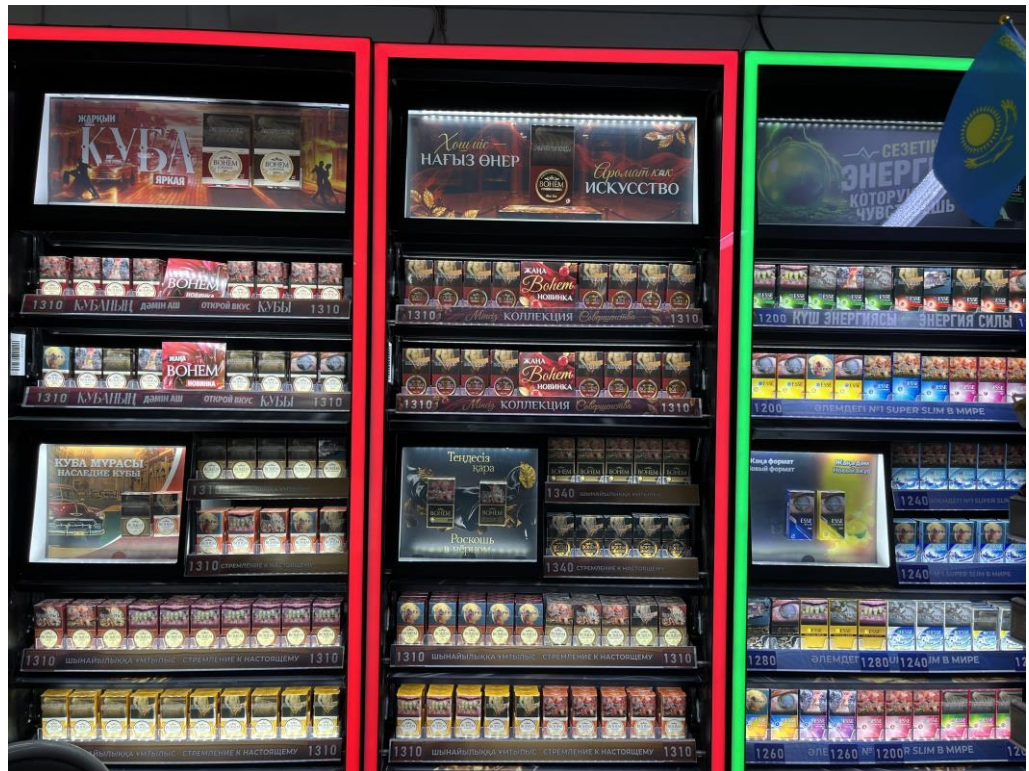
Source: Trading Economics, KT&G, 다올투자증권

Fig. 10: 알마티 대형몰 'Forum Almaty' 내 오픈 준비 중인 '릴(리) 플래그십 스토어



Source: KT&G, 다올투자증권

Fig. 11: 카자흐스탄 알마티 소매채널 내 담배 매대 (1)



Source: 다올투자증권

Fig. 12: 카자흐스탄 알마티 소매채널 내 담배 매대 (2)



Source: 다올투자증권

[주주환원] Capex Cycle 종료, 예상보다 강할 '26년 하반기 주주환원

1) 연간 배당에서 중간
배당이 차지하는 비중 ↑

2) 하반기 중 자사주
매입·소각 3천억원

3) 가이던스 상향과 함께
하반기 +@ 주주환원
집행 가능성 ↑

동사는 지난 8월 중간 주당배당금으로 2,000원을 공시했으며, 연간 배당에서 중간 배당이 차지하는 비중도 소폭 확대할 계획이라 밝혔다(기존 약 23%대). 연초 약속한 자사주 매입·소각 3천억원은 하반기 예정돼 있다. 더불어 2분기 실적발표에서 '26년 연간 실적 가이던스가 상향 조정됐다(매출액 YoY +3-5%→5-7%, 영업이익 YoY +6-8%→10-13%). 동사 주주환원 정책 기조가 총주주환원을 100% 이상임을 고려하면, '24-'25년 비핵심자산 유동화로 마련한 +@ 재원을 바탕으로 하반기 중 추가 주주환원 집행 가능성도 존재한다.

배당 강화를 골자로 하는 신규 주주환원 정책 발표는 4Q26 중 예정돼 있다. 카자흐스탄, 인도네시아 신공장 투자 종료로 대규모 Capex 집행이 마무리되며 매출액 대비 Capex 비중은 '23-'25년 평균 약 11%에서 '26-'27년 2-3%로 하락할 전망이다. 반면 EBITDA는 매해 최소 1.5조원을 상회하는 안정적인 기여가 가능할 전망이며, 중장기적으로 2조원 레벨까지 바라볼 수 있다고 판단한다. 1) 해외 궤련의 영업 커버리지 확대 및 Mix 개선 바탕 외형 성장, 2) 현지 완결형 사업구조 확립 바탕 수익성 레벨의 상향, 3) NGP 직접사업 확대를 기대해볼 수 있기 때문이다. 마지막으로, 동사의 '25년 기준 부채비율은 52.0%로 Peer 평균 220%(BAT/JT/IMB 평균, 자본잠식인 PMI/Altria 제외)를 하회하는 가운데, 전략적인 레버리지 활용 계획을 밝힌 바 있어 향후 FCFE 여력이 확대될 가능성 역시 존재한다.

Fig. 13: KT&G의 연간 주주환원 내역 및 전망

(십억원, 원)

연도	DPS	배당 총액	배당수익률 (%)	자사주소각 (매입)	자사주소각 (기보유)	총주주환원액 (기보유분 소각 제외)
2023	5,200	591	6.0	303	0	893
2024	5,400	588	5.0	547	315	1,135
2025	6,000	627	4.2	560	366	1,187
2026E	8,000	830	4.7	300	534	1,130

Source: KT&G, 다올투자증권 추정 / Note: '26년 기보유 자사주 약 5,340억원 소각은 상반기 중 완료됨, '26년 수치는 다올 추정치, '26년 배당수익률은 현재주가(9/18) 기준, 배당총액은 하반기 자사주 매입/소각(3천억원 예정)에 따른 발행주식수 감소를 고려하지 않은 수치

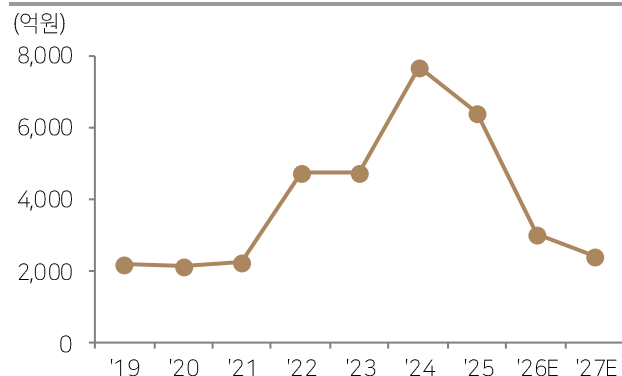
Fig. 14: KT&G의 '24~'26년 자사주 매입/소각 내역

(십억원, 원, 주)

	소각 일시	수량 (주)	발행주식 수 대비 (%)	주당 가격 (원)	소각 금액 (십억원)	이전 발행주식 수 (주)	이후 발행주식 수 (주)
2024년							
소각 (기취득)	02-16	3,500,000	2.6%	90,000	315	133,822,497	130,322,497
소각 (매입)	10-15	3,610,000	2.8%	106,752	385	130,322,497	126,712,497
소각 (매입)	12-04	1,350,000	1.1%	119,484	161	126,712,497	125,362,497
Total					862		
2025년							
소각 (기취득)	02-13	3,300,000	2.6%	111,000	366	125,362,497	122,062,497
소각 (매입)	09-17	2,189,745	1.8%	137,002	300	122,062,497	119,872,752
소각 (매입)	10-28	1,896,107	1.6%	137,123	260	119,872,752	117,976,645
Total			6.0%		926		
2026년							
소각 (기취득)	02-12	3,300,000	2.8%	161,800	534	117,976,645	114,676,645
소각 (기취득)	04-23	10,866,189	9.5%	170,400	1,852	114,676,645	103,810,456
소각 (매입)	하반기(E)				300		

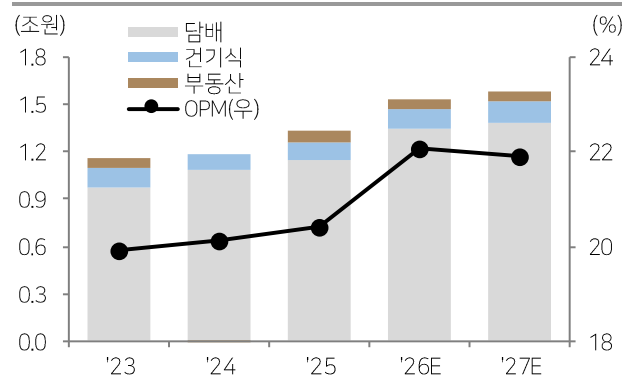
Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 15: KT&G의 연간 Capex 추이 및 전망



Source: Quantiwise, KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 16: KT&G의 연간 영업이익 추이 및 전망



Source: Quantiwise, KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 17: KT&G의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,702	1,923	1,637	6,580	6,964	7,247
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,219	1,311	1,141	4,367	4,826	5,068
퀄런	823	877	971	799	913	971	1,042	893	3,470	3,818	4,081
국내	374	408	447	364	353	413	420	357	1,592	1,542	1,500
해외	449	469	524	435	560	558	623	536	1,878	2,276	2,581
NGP	159	196	279	256	241	243	275	243	890	1,002	981
국내	139	140	168	140	140	167	184	143	587	634	644
해외	21	56	111	116	101	76	91	100	303	368	336
반제품	6	17	-18	2	2	5	-7	5	8	6	7
건기식	314	221	360	242	333	224	366	244	1,137	1,167	1,190
부동산	100	144	146	322	116.9	158	150	155	713	581	599
기타	88	93	89	93	98	101	95	97	363	391	390
YoY(%)	15.4	8.7	11.7	10.1	14.2	9.9	5.2	-4.5	11.4	5.8	4.1
담배	15.4	10.2	17.6	4.4	17.0	11.7	6.4	8.0	11.8	10.5	5.0
퀄런	21.9	11.3	14.1	1.6	10.9	10.6	7.4	11.7	11.9	10.0	6.9
국내	-2.4	-4.8	3.6	-10.6	-5.5	1.1	-6.1	-1.9	-3.5	-3.1	-2.7
해외	53.9	30.6	24.9	14.6	24.6	18.9	18.8	23.1	29.5	21.2	13.4
NGP	-9.8	-0.8	44.5	18.1	51.6	23.8	-1.4	-5.0	13.5	12.6	-2.2
국내	6.5	2.0	7.5	4.0	1.4	18.9	9.2	2.0	5.1	8.0	1.6
해외	-55.6	-7.3	202.7	41.4	390.7	35.9	-17.5	-13.5	34.6	21.6	-8.6
건기식	1.9	-16.8	-11.3	-24.9	5.8	1.5	1.8	0.7	-12.6	2.6	2.0
부동산	122.1	78.6	48.3	135.2	16.4	10.1	3.0	-51.9	97.3	-18.5	3.1
영업이익	286	350	465	243	365	414	496	261	1,344	1,536	1,589
담배	253	322	372	205	322	382.5	407	238	1,151	1,349	1,391
건기식	18	6	71	7	28	10	73	7	103	118	126
YoY(%)	20.7	8.7	11.4	14.3	27.7	18.5	6.6	7.6	13.0	14.3	3.4
담배	22.4	1.7	11.0	-9.5	27.2	18.9	9.5	16.3	6.2	17.2	3.0
건기식	-20.9	흑전	3.8	-6.7	53.3	61.3	2.6	4.6	6.6	15.2	6.4
OPM(%)	19.2	22.6	25.5	14.2	21.4	24.4	25.8	16.0	20.4	22.1	21.9
담배	25.6	29.5	30.2	19.4	27.8	31.4	31.1	20.9	26.4	28.0	27.4
건기식	5.8	2.8	19.8	2.9	8.4	4.5	20.0	3.0	9.0	10.2	10.6
지배순이익	256	143	419	272	381	364	417	331	1,090	1,494	1,433
YoY(%)	-10.7	-54.2	73.8	-16.4	48.9	154.2	-0.4	21.9	-5.4	34.7	-4.0
NIM(%)	17.1	9.3	22.9	15.9	22.3	21.4	21.7	20.2	16.8	21.3	19.7

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

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 주간사로 참여하지 않았습니다. 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 이다연 애널리스트는 KT&G 공장투어에 KT&G의 비용제공(항공권, 숙박비, 식사비용)으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 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 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

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

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 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

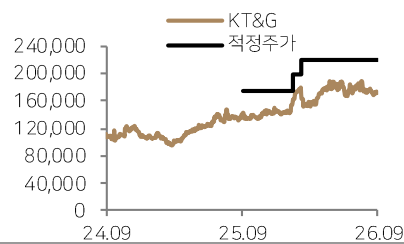
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

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

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

KT&G (033780)



일자	투자등급	2025.09.24	2026.02.06	2026.02.26	2026.08.07
커버리지	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		175,000	200,000원	220,000원	250,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.09.24	175,000원	141,917원	161,800원	-18.9	-7.54
	2026.02.06	200,000원	172,991원	179,700원	-13.5	-10.15
	2026.02.26	220,000원	172,109원	189,000원	-21.77	-14.09
	2026.08.07	250,000원	174,590원	188,800원	-30.16	-24.48

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 9월 18일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가