

## 카자흐스탄 탐방: 현지화로 높아진 이익 체력

### 카자흐에서 확인한 해외 궤련의 추가 성장 여력

이번 카자흐스탄 탐방에서 확인한 핵심은 해외 궤련의 추가 성장 여력과, 이를 이익과 현금 흐름으로 연결할 현지 사업 기반이다. 카자흐스탄에서 KT&G가 강점을 가진 100mm 초슬림 수요는 확대되고 있으며, 전국 유통망도 아직 확장 과정에 있다. 현지 점유율은 2022년 5.1%에서 2025년 9.6%로 상승했고, 유통 커버리지는 2025년 60%에서 2026년 70%, 2027년 80% 이상으로 확대할 계획이다. 전국 유통망이 완성되기 전에도 점유율이 상승한 만큼, 신규 판매처 확보가 추가 물량 성장으로 이어질 여지가 남아 있다.

### 판매 확대와 현지 생산이 맞물리는 구간

카자흐스탄 공장은 2025년 3월 상업생산을 시작했다. 2026년 예상 생산량은 약 33억개비로 현재 인력 기준 생산능력 40억개비, 설비 기준 최대 생산능력 60억개비에 미치지 않는다. 추가 물량에 대해 신규 생산라인 투자보다 기존 설비 활용도를 높여 대응할 수 있는 여력이 있다는 의미다. 현지 생산 이후 유라시아 공급기간은 기존 한국 생산 기준 25~35일에서 인접 지역 기준 당일~10일 수준으로 짧아졌고, 완제품 재고는 최소 2개월 축소됐다. 감가상각비를 제외한 가공비도 한국 대비 약 30% 낮다. 유통 확대에 따른 물량 증가와 생산 효율 개선이 동시에 나타날 수 있는 구조다.

### 투자 부담 완화, 주주환원 여력 확대

글로벌 생산 투자 부담이 낮아지면서 이익 증가가 현금흐름 개선으로 이어지고 있다. 2026년 상반기 연결 영업활동현금흐름은 7,655억원으로 전년 동기 대비 3,774억원 증가한 반면 유형자산 취득액은 3,482억원에서 2,171억원으로 감소했다. 카자흐스탄 공장 역시 기존 설비 내 추가 생산 여력이 남아 있어 향후 물량 증가에 필요한 CAPEX 부담은 제한적이다. 판매 확대와 수익성 개선, 투자 부담 완화가 맞물리며 현금 창출력과 주주환원 여력이 함께 높아지는 구간이다. 2026년 중간배당도 주당 2,000원으로 전년 대비 600원 증가했다. 향후 CAPEX 부담 완화가 이어질 경우 배당 및 자사주 매입 확대 여력도 높아질 전망이다. 투자의견 BUY와 목표주가 250,000원을 유지한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

|            | 3Q26E | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스  | 컨센서스대비   |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액        | 1,934 | 5.9      | 13.7     | 1,928 | 0.3      |
| 영업이익       | 481   | 3.3      | 16.0     | 492   | -2.4     |
| 세전계속사업이익   | 528   | -3.1     | 19.2     | 526   | 0.3      |
| 지배순이익      | 406   | -3.1     | 11.6     | 402   | 1.0      |
| 영업이익률 (%)  | 24.8  | -0.7 %pt | +0.4 %pt | 25.5  | -0.7 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 21.0  | -1.9 %pt | -0.4 %pt | 20.9  | +0.1 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 5,909 | 6,580 | 7,071 | 7,355 |
| 영업이익      | 1,189 | 1,344 | 1,536 | 1,738 |
| 지배순이익     | 1,166 | 1,090 | 1,317 | 1,505 |
| PER       | 10.9  | 13.9  | 14.0  | 11.9  |
| PBR       | 1.1   | 1.4   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA | 8.7   | 9.6   | 10.1  | 8.8   |
| ROE       | 12.7  | 11.8  | 13.7  | 14.6  |

자료: 유안타증권

손현정 유틸리티/음식료

hyunjeong.son@yuantakorea.com

김고은 Research Assistant

koeun2.kim@yuantakorea.com

**BUY (M)**
**목표주가 250,000원 (M)**
**직전 목표주가 250,000원**
**현재주가 (9/18) 172,000원**
**상승여력 45%**

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 178,554억원           |
| 총발행주식수      | 103,810,456주        |
| 60일 평균 거래대금 | 456억원               |
| 60일 평균 거래량  | 258,744주            |
| 52주 고/저     | 189,000원 / 133,600원 |
| 외인지분율       | 51.13%              |
| 배당수익률       | 4.22%               |
| 주요주주        | 중소기업은행              |

| 주가수익률 (%) | 1개월   | 3개월   | 12개월   |
|-----------|-------|-------|--------|
| 절대        | (2.6) | (4.7) | 23.5   |
| 상대        | (2.9) | 25.3  | (38.0) |
| 절대 (달러환산) | (0.6) | 5.3   | 23.9   |

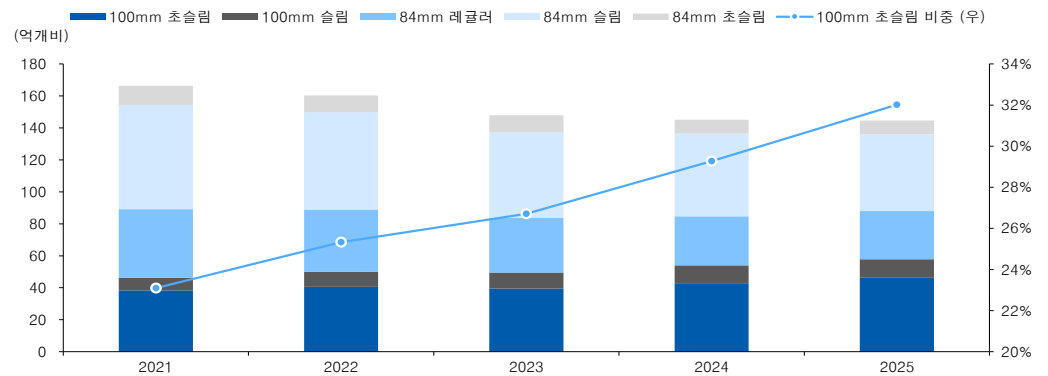
## 1. 성장하는 제품군, 넓어지는 판매망

### 전체 시장보다 빠르게 성장하는 100mm 초슬림

카자흐스탄 쉘런 시장은 구조적인 물량 성장 시장은 아니다. 전체 시장 규모는 2021년 약 166억개비에서 2025년 144.6억개비로 13.0% 감소했다. 반면 같은 기간 100mm 초슬림 시장은 38.4억개비에서 46.3억개비로 20.6% 증가했고, 전체 시장에서 차지하는 비중은 23.1%에서 32.0%로 확대됐다. 2025년에도 전체 쉘런 시장은 전년 대비 소폭 감소한 반면 100mm 초슬림 수요는 8.9% 증가했다. 시장 전체보다 KT&G가 강점을 가진 제품군의 수요가 빠르게 성장하고 있다.

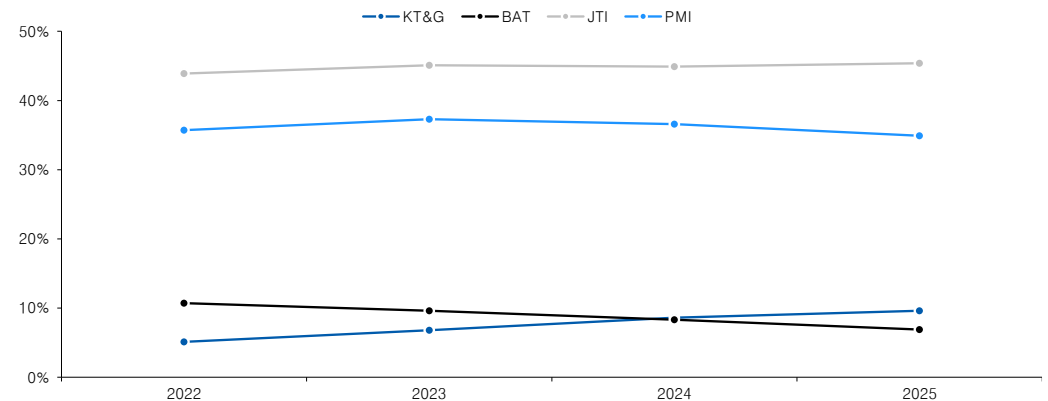
KT&G의 카자흐스탄 점유율은 2022년 5.1%에서 2023년 6.8%, 2024년 8.6%, 2025년 9.6%로 상승했다. 2024년 BAT를 넘어 현지 3위로 올라섰으며, 2025년 100mm 초슬림 시장 내 점유율은 26.0%다. 전체 시장 수요가 줄어드는 환경에서도 성장 제품군에서 점유율을 확보하면서 판매량을 늘렸다는 점에 의미가 있다.

#### 전체 시장 축소에도 100mm 초슬림은 성장



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

#### 카자흐스탄 시장점유율 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

## 유통 커버리지 확대가 만드는 업사이드

KT&G는 2023년 현지 판매법인 설립 이후 기존 알마티·남부 중심의 유통 구조를 전국 단위로 확대하고 있다. 2026년 1월에는 전국을 6개 권역으로 나누고 지역별 유통 파트너 체계를 구축했다. 유통 커버리지는 2024년 50%, 2025년 60%에서 2026년 70%, 2027년 80% 이상으로 높아질 계획이다. 진열 점포 역시 2024년 약 7천개에서 2025년 1.1만개, 2026년 1.4만개, 2027년 1.6만개로 확대된다.

카자흐스탄 담배 판매점은 일반 판매점 비중이 약 95%로 높다. 체인 본사 단위의 일괄 입점보다 지역 유통사의 점포 커버리지와 대대 관리가 실제 판매량에 중요한 시장이다. KT&G는 경쟁사 진열장의 일부를 사용하던 방식에서 전용 진열장을 늘리고 있으며, 권역별 유통 체계로 전환하면서 아직 진입하지 않은 지역으로 판매망을 넓히고 있다.

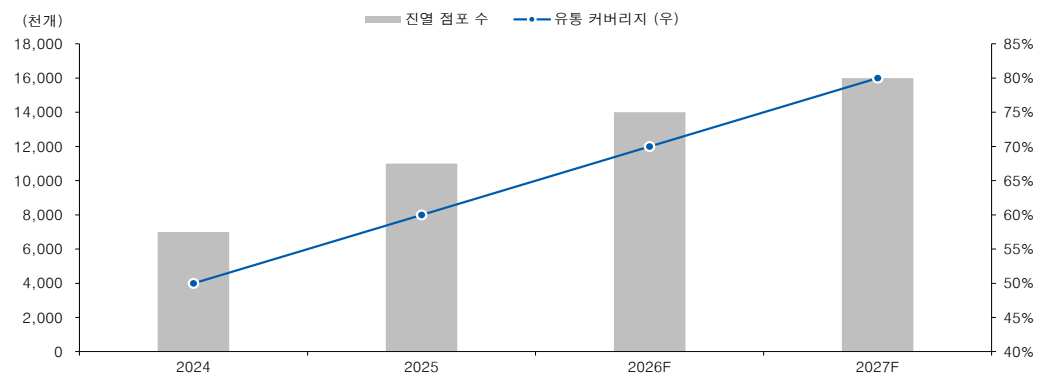
점유율 상승이 전국 유통망 완성 이전에 나타났다는 점에 주목한다. 성장하는 제품군에서 형성된 브랜드 경쟁력을 신규 지역의 실제 구매로 연결할 수 있다면, 시장 전체 성장률을 상회하는 판매량 증가가 이어질 수 있다.

### 유통 커버리지와 진열 점포 동반 확대



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

### 유통 커버리지와 진열 점포 동반 확대



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

## 2. 직접사업 전환 이후 높아진 이익 레버리지

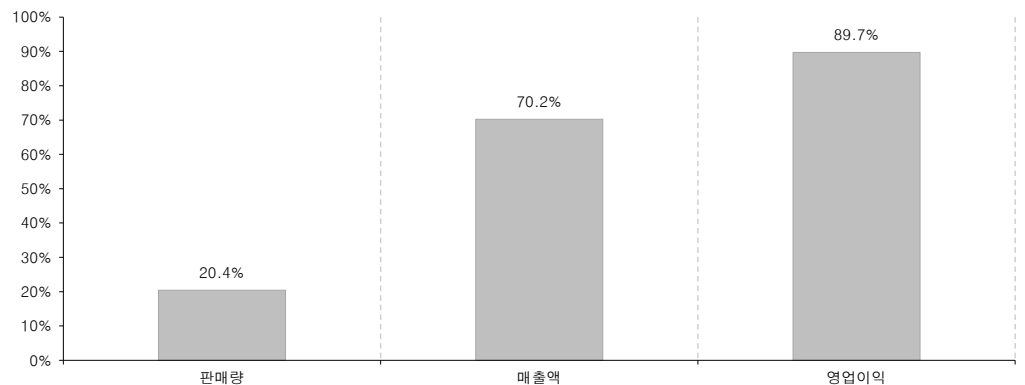
### 판매량보다 빠르게 증가한 매출과 이익

카자흐스탄 판매법인의 2022~2025 년 판매량 CAGR 은 20.4%였던 반면, 매출액과 영업이익의 CAGR 은 각각 70.2%, 89.7%를 기록했다. 직접사업 전환 이후 유통 마진 내재화, 가격 및 제품 믹스 개선, 판매량 증가가 동시에 나타난 결과다. 직접사업 전환에 따른 일회성 구조 변화가 포함돼 있어 같은 성장률을 향후 그대로 연장하기는 어렵다. 다만 추가 판매량이 외형 이상의 이익 증가로 연결될 수 있는 사업 구조가 형성됐다는 점은 분명하다.

### 판매 확대가 유통 효율 개선으로 연결

6 개 권역별 유통 체제는 단순히 판매 지역을 넓히는 데 그치지 않는다. 지역별 파트너 성과를 비교하고 필요할 경우 파트너를 교체할 수 있으며, 판매량이 증가할수록 유통 파트너의 절대 이익도 함께 증가하기 때문에 향후 수수료 조건을 재협상할 여지가 생긴다. 추가 판매의 이익 효과가 공급가격과 제품 믹스뿐 아니라 유통 비용의 효율화에서도 발생할 수 있다는 의미다.

판매량 증가를 상회한 매출과 영업이익 성장 (22~25 CAGR)



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

카자흐스탄 알마티 쉐르판 판매 매대



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

KT&G 카자흐스탄 신공장 외부 1



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

KT&G 카자흐스탄 신공장 외부 2



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

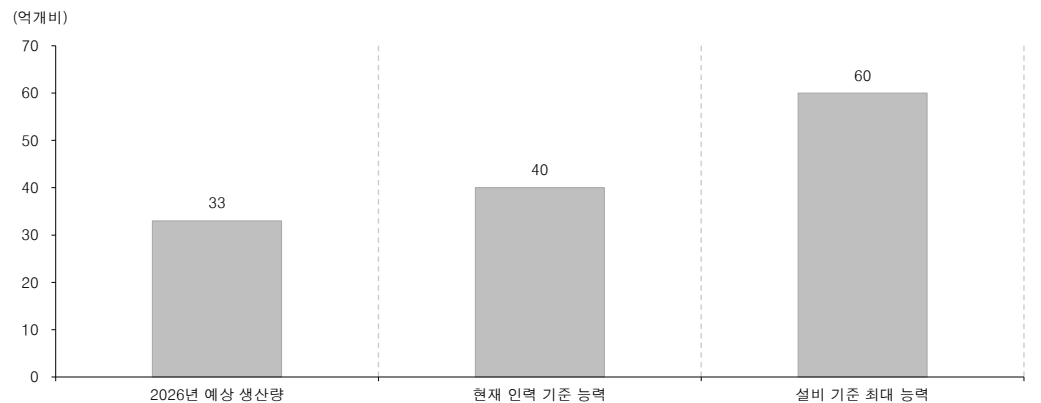
### 3. 생산 현지화로 높아지는 이익 체력

#### 추가 물량은 기존 설비로 대응 가능

카자흐스탄 공장은 2025 년 3 월 상업생산을 시작했다. 2026 년 예상 생산량은 약 33 억개비로, 현재 인력 기준 생산능력 약 40 억개비와 설비 기준 최대 생산능력 60 억개비를 하회한다. 즉 단기적으로 판매량이 증가할 경우 신규 생산라인 증설보다 인력과 교대 운영 확대를 통해 기존 설비의 활용도를 높일 수 있다.

현지 판매 물량의 대부분은 현재 카자흐스탄 공장에서 조달되고 있다. 공장의 2026 년 상반기 수출 비중은 40.3%이며, 카자흐스탄 내수 외에도 키르기스스탄·러시아·우즈베키스탄·아르메니아 등 인접 시장을 공급한다. 상반기 기준 생산 SKU 는 68 개, 신규 생산·공급 제품은 23 개다.

카자흐스탄 신공장 CAPA 와 예상 생산량



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

## 물류·원가·운전자본 효율이 동시에 개선

현지 생산 전환 이전 한국에서 유라시아 지역으로 제품을 공급하는 데 25~35 일이 소요됐다. 카자흐스탄 공장 가동 이후 인접 지역은 당일~10 일 수준으로 공급기간이 단축됐고, 완제품 재고는 최소 2 개월 줄었다. 감가상각비를 제외한 가공비는 한국 대비 약 30% 낮다.

유통 커버리지 확대가 추가 판매량으로 이어질수록 현지 생산의 경제성도 높아지는 구조다. 기존 설비 활용도가 상승하면서 생산량당 고정비 부담이 낮아질 수 있고, 한국 수출 대비 물류·관세·재고 부담도 줄어든다. 현지 생산은 단순한 공급처 이전이 아니라 추가 판매의 수익성을 높이는 기반이다.

## 현지 생산으로 빨라진 시장 대응

현지 생산은 신제품 출시 속도에도 영향을 준다. 기존에는 한국에서 샘플을 생산해 현지 소비자 평가를 진행해야 했지만, 카자흐스탄 공장 가동 이후 현지 샘플 생산과 소비자 조사, 후속 공급을 빠르게 연결할 수 있게 됐다. 2026년 상반기에만 23 종의 신규 제품을 생산·공급했으며, 일부 제품은 재고 부족에 따라 긴급 생산이 필요할 정도로 판매가 증가했다.

따라서 카자흐스탄 공장은 원가 절감 설비를 넘어 현지 수요를 빠르게 제품과 공급으로 전환하는 플랫폼으로 기능하고 있다.

현지 생산 전환의 경제성

| 구분     | Before · 한국 생산 · 수출 |   | After · 현지 생산 |
|--------|---------------------|---|---------------|
| 공급 기간  | 25~35일              | → | 당일~10일        |
| 완제품 재고 | 기존 공급체계             | → | 최소 2개월분 감축    |
| 가공비 지수 | 100                 | → | 약 70          |

자료: 유안타증권 리서치센터

주) 재고: 최소 2개월분 감축 효과. 가공비: 한국=100, 감가상각 제외. 국D 개별 공급 기간은 당일~10 일.

## 카자흐스탄에서 확인한 해외 궤전 성장의 3 가지 축

| 구분       | 현재                                      | 향후 의미         |
|----------|-----------------------------------------|---------------|
| 유통 커버리지  | 2025년 60% → 2027년 80%+                  | 추가 판매처 확보     |
| 공장 생산량   | 2026E 33억개비 / 인력 CAPA 40억 / 설비 CAPA 60억 | 기존 설비 내 증산 여력 |
| 현지 생산 효율 | 가공비 한국 대비 약 -30%, 재고 최소 2개월 축소          | 추가 판매의 이익 전환  |

자료: 유안타증권 리서치센터

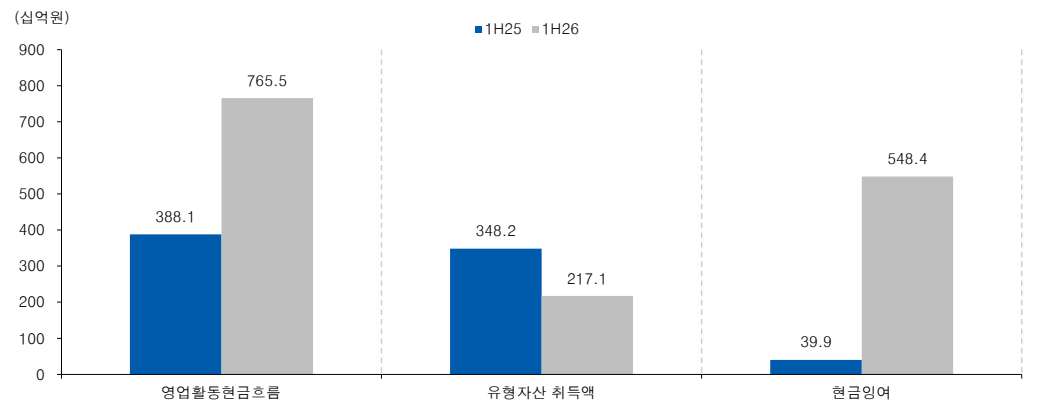
## 4. 이익 성장 이후 현금 창출 개선까지

### CAPEX 부담이 낮아지는 구간

글로벌 생산 투자 이후 변화는 연결 현금흐름에서도 나타나고 있다. 2026 년 상반기 영업활동현금흐름은 7,655 억원으로 전년 동기 3,881 억원 대비 3,774 억원 증가했다. 같은 기간 유형자산 취득액은 3,482 억원에서 2,171 억원으로 1,311 억원 감소했다. 영업활동현금흐름에서 유형자산 취득액을 단순 차감한 현금잉여는 399 억원에서 5,484 억원으로 확대됐다.

카자흐스탄 역시 초기 공장 투자가 마무리된 상태에서 기존 설비 가동률을 높여 추가 물량을 수용할 수 있다. 여기에 물류 기간 단축과 완제품 재고 축소가 운전자본 효율을 높인다. 외형 성장을 위해 CAPEX 를 선행하던 구간에서, 기존 투자를 활용해 이익과 현금을 회수하는 구간으로 이동하고 있다.

KT&G 영업현금 창출 개선과 설비투자 감소



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

주) 연결 기준. 현금잉여=영업활동현금흐름-유형자산 취득액

## 주주환원 여력 확대, HNB 는 재투자 변수

현금 창출력 개선은 배당과 자사주 매입 등 주주환원의 재원이 될 수 있다. 2026 년 중간배당은 주당 2,000 원으로 전년 대비 600 원 증가했다. 당사는 연간 DPS 2026 년 7,200 원, 2027 년 7,600 원을 추정한다. 추가적인 주주환원 확대 여부는 4 분기에 발표될 증장기 정책을 확인할 필요가 있다.

다만 해외 쉘런에서 창출되는 이익 일부는 HNB 직접사업에 재투자될 예정이다. 카자흐스탄 HNB 시장은 약 20 억개비 규모이며 판매량의 72%가 알마티와 아스타나에 집중돼 있다. KT&G 는 2026 년 알마티를 시작으로 2027 년 아스타나까지 직접사업을 확대할 계획이다. 기존 쉘런 영업 인프라를 활용할 수 있다는 점은 장점이지만 초기 2~3 년간 디바이스 보급과 마케팅 투자가 수반된다. HNB 는 단기 이익 상향 요인보다 기존 현지 사업 기반을 활용하는 증장기 추가 성장 옵션으로 판단한다.

## 성장 확인에서 이익 확인으로

카자흐스탄은 KT&G 가 추진해온 해외 쉘런 전략이 실제 사업 구조로 구현된 시장이다. 직접사업 전환 이후 점유율이 상승했고, 아직 전국 유통망 확대 여력이 남아 있다. 동시에 현지 생산 기반을 확보하면서 추가 판매를 낮은 물류·재고·가공비 부담으로 대응할 수 있게 됐다.

향후 중요한 것은 유통 커버리지 자체보다 신규 지역의 판매량이 얼마나 빠르게 올라오고, 증가한 물량이 제조·유통 효율 개선을 통해 연결 이익으로 전환되는지다. 초기 생산 투자가 마무리된 이후 현금 창출력도 개선되고 있어 해외 쉘런 성장이 주주환원 여력 확대에 이어질 기반도 강화되고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 250,000 원을 유지한다. 향후 실적 추정 상향 여부는 신규 지역의 점포 생산성, 카자흐스탄 생산량 증가, 유통비·제조원가 개선의 연결 실적 반영 정도를 확인한 뒤 판단할 예정이다.

**KT&G 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)

|              |            | 1Q25           | 2Q25           | 3Q25           | 4Q25           | 1Q26           | 2Q26           | 3Q26F          | 4Q26F          | 2025           | 2026F          | 2027F          |
|--------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   |            | <b>1,491.1</b> | <b>1,547.9</b> | <b>1,826.9</b> | <b>1,713.8</b> | <b>1,703.6</b> | <b>1,701.6</b> | <b>1,934.1</b> | <b>1,732.0</b> | <b>6,579.7</b> | <b>7,071.3</b> | <b>7,355.0</b> |
| <b>담배</b>    |            | <b>988.0</b>   | <b>1,090.4</b> | <b>1,232.3</b> | <b>1,056.4</b> | <b>1,156.0</b> | <b>1,218.5</b> | <b>1,373.0</b> | <b>1,269.6</b> | <b>4,367.1</b> | <b>5,017.1</b> | <b>5,352.7</b> |
|              | <b>NGP</b> | <b>159.0</b>   | <b>196.1</b>   | <b>279.1</b>   | <b>255.9</b>   | <b>241.0</b>   | <b>242.7</b>   | <b>304.1</b>   | <b>309.0</b>   | <b>890.1</b>   | <b>1,096.8</b> | <b>1,140.7</b> |
|              | 국내         | 138.5          | 140.1          | 168.3          | 140.4          | 140.4          | 166.6          | 176.7          | 153.0          | 587.3          | 636.8          | 667.6          |
|              | 해외         | 20.5           | 56.0           | 110.8          | 115.5          | 100.6          | 76.1           | 127.4          | 155.9          | 302.8          | 460.0          | 473.1          |
|              | <b>관련</b>  | <b>822.7</b>   | <b>877.3</b>   | <b>970.8</b>   | <b>798.9</b>   | <b>912.5</b>   | <b>970.5</b>   | <b>1,053.9</b> | <b>958.5</b>   | <b>3,469.7</b> | <b>3,895.4</b> | <b>4,190.0</b> |
|              | 국내         | 373.6          | 408.3          | 446.6          | 363.6          | 352.9          | 412.8          | 451.1          | 370.9          | 1,592.1        | 1,587.6        | 1,585.3        |
|              | 해외         | 449.1          | 469.1          | 524.2          | 435.3          | 559.6          | 557.7          | 602.8          | 587.7          | 1,877.7        | 2,307.8        | 2,604.7        |
|              | 반제품        | 6.3            | 17.0           | -17.6          | 1.6            | 2.5            | 5.3            | 15.0           | 2.2            | 7.3            | 24.9           | 21.9           |
| <b>건기식</b>   |            | <b>314.4</b>   | <b>220.6</b>   | <b>359.8</b>   | <b>242.2</b>   | <b>332.6</b>   | <b>223.8</b>   | <b>385.0</b>   | <b>261.2</b>   | <b>1,137.0</b> | <b>1,202.6</b> | <b>1,265.5</b> |
|              | 국내         | 244.7          | 161.6          | 304.7          | 173.9          | 265.3          | 174.2          | 326.0          | 186.1          | 884.9          | 951.6          | 999.5          |
|              | 해외         | 69.7           | 59.0           | 55.1           | 68.3           | 67.3           | 49.6           | 59.0           | 75.1           | 252.1          | 251.0          | 266.0          |
| <b>부동산</b>   |            | <b>100.4</b>   | <b>143.8</b>   | <b>146.1</b>   | <b>322.4</b>   | <b>116.9</b>   | <b>158.3</b>   | <b>80.0</b>    | <b>100.0</b>   | <b>712.7</b>   | <b>455.2</b>   | <b>317.0</b>   |
| <b>기타</b>    |            | <b>88.3</b>    | <b>93.1</b>    | <b>88.7</b>    | <b>92.8</b>    | <b>98.1</b>    | <b>101.0</b>   | <b>96.1</b>    | <b>101.2</b>   | <b>362.9</b>   | <b>396.4</b>   | <b>419.8</b>   |
| <b>% YoY</b> |            | <b>15.4%</b>   | <b>8.7%</b>    | <b>11.6%</b>   | <b>10.1%</b>   | <b>14.3%</b>   | <b>9.9%</b>    | <b>5.9%</b>    | <b>1.1%</b>    | <b>11.4%</b>   | <b>7.5%</b>    | <b>4.0%</b>    |
| <b>담배</b>    |            | <b>15.3%</b>   | <b>10.2%</b>   | <b>17.6%</b>   | <b>4.5%</b>    | <b>17.0%</b>   | <b>11.7%</b>   | <b>11.4%</b>   | <b>20.2%</b>   | <b>11.8%</b>   | <b>14.9%</b>   | <b>6.7%</b>    |
|              | <b>NGP</b> | <b>-9.8%</b>   | <b>-0.8%</b>   | <b>44.5%</b>   | <b>18.1%</b>   | <b>51.6%</b>   | <b>23.8%</b>   | <b>9.0%</b>    | <b>20.7%</b>   | <b>13.5%</b>   | <b>23.2%</b>   | <b>4.0%</b>    |
|              | 국내         | 6.5%           | 2.0%           | 7.5%           | 4.0%           | 1.4%           | 18.9%          | 5.0%           | 9.0%           | 5.1%           | 8.4%           | 4.8%           |
|              | 해외         | -55.6%         | -7.3%          | 202.7%         | 41.4%          | 390.7%         | 35.9%          | 15.0%          | 35.0%          | 34.6%          | 51.9%          | 2.8%           |
|              | <b>관련</b>  | <b>21.9%</b>   | <b>11.3%</b>   | <b>14.1%</b>   | <b>1.6%</b>    | <b>10.9%</b>   | <b>10.6%</b>   | <b>8.6%</b>    | <b>20.0%</b>   | <b>11.9%</b>   | <b>12.3%</b>   | <b>7.6%</b>    |
|              | 국내         | -2.4%          | -4.8%          | 3.6%           | -10.6%         | -5.5%          | 1.1%           | 1.0%           | 2.0%           | -3.5%          | -0.3%          | -0.1%          |
|              | 해외         | 53.9%          | 30.6%          | 24.9%          | 14.6%          | 24.6%          | 18.9%          | 15.0%          | 35.0%          | 29.5%          | 22.9%          | 12.9%          |
|              | 반제품        | 13.5%          | 307.7%         | -534.6%        | -80.7%         | -60.4%         | -69.1%         | 0.0%           | 35.0%          | -66.9%         | 240.9%         | -12.0%         |
| <b>건기식</b>   |            | <b>1.9%</b>    | <b>-16.8%</b>  | <b>-11.3%</b>  | <b>-24.9%</b>  | <b>5.8%</b>    | <b>1.5%</b>    | <b>7.0%</b>    | <b>7.8%</b>    | <b>-12.7%</b>  | <b>5.8%</b>    | <b>5.2%</b>    |
|              | 국내         | 0.7%           | -6.5%          | -5.0%          | -7.8%          | 8.4%           | 7.8%           | 7.0%           | 7.0%           | -4.3%          | 7.5%           | 5.0%           |
|              | 해외         | 6.6%           | -36.1%         | -35.3%         | -48.9%         | -3.4%          | -15.9%         | 7.0%           | 10.0%          | -33.1%         | -0.4%          | 6.0%           |
| <b>부동산</b>   |            | <b>122.1%</b>  | <b>78.6%</b>   | <b>48.3%</b>   | <b>135.2%</b>  | <b>16.4%</b>   | <b>10.1%</b>   | <b>-45.2%</b>  | <b>-69.0%</b>  | <b>97.3%</b>   | <b>-36.1%</b>  | <b>-30.4%</b>  |
| <b>기타</b>    |            | <b>7.6%</b>    | <b>5.4%</b>    | <b>5.3%</b>    | <b>8.3%</b>    | <b>11.1%</b>   | <b>8.5%</b>    | <b>8.3%</b>    | <b>9.0%</b>    | <b>6.6%</b>    | <b>9.2%</b>    | <b>5.9%</b>    |
| <b>영업이익</b>  |            | <b>285.6</b>   | <b>349.9</b>   | <b>465.3</b>   | <b>242.9</b>   | <b>364.5</b>   | <b>414.5</b>   | <b>480.6</b>   | <b>276.5</b>   | <b>1,343.7</b> | <b>1,536.1</b> | <b>1,737.9</b> |
| <b>담배</b>    |            | <b>252.9</b>   | <b>321.9</b>   | <b>371.8</b>   | <b>204.7</b>   | <b>321.6</b>   | <b>382.5</b>   | <b>390.4</b>   | <b>245.6</b>   | <b>1,151.3</b> | <b>1,340.1</b> | <b>1,362.6</b> |
| <b>건기식</b>   |            | <b>18.2</b>    | <b>6.2</b>     | <b>71.5</b>    | <b>7.0</b>     | <b>27.9</b>    | <b>10.0</b>    | <b>75.1</b>    | <b>7.4</b>     | <b>102.9</b>   | <b>120.3</b>   | <b>122.3</b>   |
| <b>부동산</b>   |            | <b>10.4</b>    | <b>17.7</b>    | <b>20.7</b>    | <b>32.9</b>    | <b>14.0</b>    | <b>20.5</b>    | <b>12.4</b>    | <b>16.5</b>    | <b>81.7</b>    | <b>63.4</b>    | <b>62.0</b>    |
| <b>기타</b>    |            | <b>4.1</b>     | <b>4.1</b>     | <b>1.4</b>     | <b>-1.4</b>    | <b>1.0</b>     | <b>1.6</b>     | <b>2.7</b>     | <b>7.0</b>     | <b>8.2</b>     | <b>12.3</b>    | <b>13.3</b>    |
| <b>% YoY</b> |            | <b>20.7%</b>   | <b>8.7%</b>    | <b>11.4%</b>   | <b>14.3%</b>   | <b>27.7%</b>   | <b>18.5%</b>   | <b>3.3%</b>    | <b>13.8%</b>   | <b>13.0%</b>   | <b>14.3%</b>   | <b>13.1%</b>   |
| <b>담배</b>    |            | <b>22.4%</b>   | <b>1.7%</b>    | <b>11.0%</b>   | <b>-9.5%</b>   | <b>27.2%</b>   | <b>18.8%</b>   | <b>5.0%</b>    | <b>20.0%</b>   | <b>6.2%</b>    | <b>16.4%</b>   | <b>1.7%</b>    |
| <b>건기식</b>   |            | <b>-20.9%</b>  | <b>흑전</b>      | <b>3.9%</b>    | <b>-6.7%</b>   | <b>53.3%</b>   | <b>61.3%</b>   | <b>5.0%</b>    | <b>5.0%</b>    | <b>4.7%</b>    | <b>16.9%</b>   | <b>1.6%</b>    |
| <b>부동산</b>   |            | <b>300.0%</b>  | <b>510.3%</b>  | <b>63.0%</b>   | <b>흑전</b>      | <b>34.6%</b>   | <b>15.8%</b>   | <b>-40.0%</b>  | <b>-50.0%</b>  | <b>흑전</b>      | <b>-22.4%</b>  | <b>-2.2%</b>   |
| <b>기타</b>    |            | <b>-6.8%</b>   | <b>10.8%</b>   | <b>7.7%</b>    | <b>적전</b>      | <b>-75.6%</b>  | <b>-61.0%</b>  | <b>92.6%</b>   | <b>흑전</b>      | <b>-28.1%</b>  | <b>50.5%</b>   | <b>8.0%</b>    |
| <b>% OPM</b> |            | <b>19.2%</b>   | <b>22.6%</b>   | <b>25.5%</b>   | <b>14.2%</b>   | <b>21.4%</b>   | <b>24.4%</b>   | <b>24.8%</b>   | <b>16.0%</b>   | <b>20.4%</b>   | <b>21.7%</b>   | <b>23.6%</b>   |
| <b>담배</b>    |            | <b>25.6%</b>   | <b>29.5%</b>   | <b>30.2%</b>   | <b>19.4%</b>   | <b>27.8%</b>   | <b>31.4%</b>   | <b>28.4%</b>   | <b>19.3%</b>   | <b>26.4%</b>   | <b>26.7%</b>   | <b>25.5%</b>   |
| <b>건기식</b>   |            | <b>5.8%</b>    | <b>2.8%</b>    | <b>19.9%</b>   | <b>2.9%</b>    | <b>8.4%</b>    | <b>4.5%</b>    | <b>19.5%</b>   | <b>2.8%</b>    | <b>9.1%</b>    | <b>10.0%</b>   | <b>9.7%</b>    |
| <b>부동산</b>   |            | <b>10.4%</b>   | <b>12.3%</b>   | <b>14.2%</b>   | <b>10.2%</b>   | <b>12.0%</b>   | <b>13.0%</b>   | <b>15.5%</b>   | <b>16.5%</b>   | <b>11.5%</b>   | <b>13.9%</b>   | <b>19.5%</b>   |
| <b>기타</b>    |            | <b>4.6%</b>    | <b>4.4%</b>    | <b>1.6%</b>    | <b>-1.5%</b>   | <b>1.0%</b>    | <b>1.6%</b>    | <b>2.8%</b>    | <b>7.0%</b>    | <b>2.3%</b>    | <b>3.1%</b>    | <b>3.2%</b>    |

자료: 유안타증권 리서치센터

| Peer 밸류에이션 테이블 |       | (단위: 십억원, 십억달러, 십억파운드, 십억엔) |       |        |        |
|----------------|-------|-----------------------------|-------|--------|--------|
|                |       | KT&G                        | PMI   | BAT    | JTI    |
| 시가총액           |       | 17,855                      | 297   | 90,591 | 13,772 |
| 매출액            | 2025  | 6,580                       | 41    | 25,610 | 3,863  |
|                | 2026F | 7,071                       | 44    | 26,164 | 4,028  |
|                | 2027F | 7,355                       | 46    | 27,126 | 4,237  |
|                | 2028F | 7,738                       | 49    | 28,099 | 4,324  |
| 영업이익           | 2025  | 1,344                       | 15    | 9,568  | 1,010  |
|                | 2026F | 1,536                       | 18    | 11,757 | 1,106  |
|                | 2027F | 1,738                       | 19    | 12,361 | 1,203  |
|                | 2028F | 1,825                       | 21    | 12,913 | 1,320  |
| 영업이익률          | 2025  | 20.4%                       | 36.6% | 37.4%  | 26.1%  |
|                | 2026F | 21.7%                       | 40.9% | 44.9%  | 27.4%  |
|                | 2027F | 23.6%                       | 41.8% | 45.6%  | 28.4%  |
|                | 2028F | 23.6%                       | 42.6% | 46.0%  | 30.5%  |
| 당기순이익          | 2025  | 1,090                       | 11    | 7,764  | 647    |
|                | 2026F | 1,317                       | 13    | 7,782  | 721    |
|                | 2027F | 1,505                       | 14    | 8,312  | 794    |
|                | 2028F | 1,592                       | 16    | 8,768  | 925    |
| PER            | 2025  | 15.8                        | 19.3  | 11.7   | 20.3   |
|                | 2026F | 13.6                        | 22.7  | 11.6   | 19.1   |
|                | 2027F | 11.9                        | 20.8  | 10.9   | 17.3   |
|                | 2028F | 11.2                        | 19.1  | 10.3   | 14.9   |

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.09.18 기준

**KT&G (033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)**

| 손익계산서 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액             | 5,909 | 6,580 | 7,071 | 7,355 | 7,738 |
| 매출원가            | 3,007 | 3,435 | 3,703 | 3,661 | 3,814 |
| 매출총이익           | 2,902 | 3,144 | 3,368 | 3,694 | 3,925 |
| 판매비             | 1,713 | 1,801 | 1,832 | 1,956 | 2,100 |
| 영업이익            | 1,189 | 1,344 | 1,536 | 1,738 | 1,825 |
| EBITDA          | 1,439 | 1,636 | 1,828 | 2,042 | 2,104 |
| 영업외손익           | 377   | 112   | 129   | 164   | 187   |
| 외환관련손익          | 364   | -41   | 5     | 5     | 1     |
| 이자손익            | 73    | 36    | 12    | 26    | 60    |
| 관계기업관련손익        | 19    | 39    | 55    | 60    | 65    |
| 기타              | -79   | 78    | 57    | 73    | 61    |
| 법인세비용차감전순이익     | 1,566 | 1,455 | 1,665 | 1,902 | 2,012 |
| 법인세비용           | 394   | 352   | 333   | 380   | 402   |
| 계속사업순이익         | 1,172 | 1,103 | 1,332 | 1,522 | 1,610 |
| 중단사업순이익         | -7    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 1,165 | 1,102 | 1,332 | 1,522 | 1,610 |
| 지배지분순이익         | 1,166 | 1,090 | 1,317 | 1,505 | 1,592 |
| 포괄순이익           | 1,195 | 1,212 | 1,364 | 1,554 | 1,642 |
| 지배지분포괄이익        | 1,197 | 1,200 | 1,351 | 1,539 | 1,626 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 십억원) |       |       |        |        |        |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)         | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름       | 822   | 583   | 1,106  | 1,460  | 1,469  |
| 당기순이익           | 1,165 | 1,102 | 1,332  | 1,522  | 1,610  |
| 감가상각비           | 219   | 260   | 265    | 281    | 260    |
| 외환손익            | -327  | 47    | -5     | -5     | -1     |
| 중속, 관계기업관련손익    | -19   | -39   | -55    | -60    | -65    |
| 자산부채의 증감        | -365  | -804  | -614   | -472   | -540   |
| 기타현금흐름          | 150   | 16    | 183    | 194    | 205    |
| 투자활동 현금흐름       | -530  | 101   | -479   | -33    | -193   |
| 투자자산            | 11    | 246   | -225   | -153   | -193   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -768  | -640  | -500   | -250   | -300   |
| 유형자산 감소         | 21    | 264   | 0      | 100    | 0      |
| 기타현금흐름          | 205   | 230   | 246    | 270    | 300    |
| 재무활동 현금흐름       | -293  | -948  | -1,895 | -1,978 | -2,020 |
| 단기차입금           | 259   | 21    | 1      | 0      | 0      |
| 사채 및 장기차입금      | 680   | 275   | 0      | 0      | 0      |
| 자본              | 1     | 3     | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | -587  | -604  | -685   | -768   | -810   |
| 기타현금흐름          | -647  | -643  | -1,210 | -1,210 | -1,210 |
| 연결범위변동 등 기타     | 105   | 41    | 1,333  | 875    | 1,389  |
| 현금의 증감          | 104   | -222  | 65     | 324    | 645    |
| 기초 현금           | 1,032 | 1,136 | 914    | 978    | 1,302  |
| 기말 현금           | 1,136 | 914   | 978    | 1,302  | 1,947  |
| NOPLAT          | 1,189 | 1,344 | 1,536  | 1,738  | 1,825  |
| FCF             | 55    | -57   | 606    | 1,210  | 1,169  |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

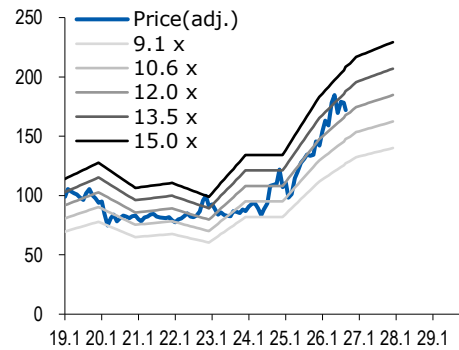
| 재무상태표 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)         | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 유동자산            | 7,176  | 7,026  | 7,497  | 8,078  | 9,071  |
| 현금및현금성자산        | 1,136  | 914    | 978    | 1,302  | 1,947  |
| 매출채권 및 기타채권     | 1,895  | 2,159  | 2,272  | 2,363  | 2,487  |
| 재고자산            | 3,101  | 3,285  | 3,530  | 3,672  | 3,863  |
| 비유동자산           | 6,749  | 7,163  | 7,596  | 7,930  | 7,944  |
| 유형자산            | 2,664  | 2,823  | 3,058  | 3,326  | 3,367  |
| 관계기업 등 지분관련 자산  | 482    | 814    | 875    | 910    | 957    |
| 기타투자자산          | 2,370  | 2,337  | 2,501  | 2,620  | 2,765  |
| 자산총계            | 13,925 | 14,189 | 15,092 | 16,008 | 17,015 |
| 유동부채            | 3,143  | 3,237  | 3,420  | 3,526  | 3,669  |
| 매입채무 및 기타채무     | 2,336  | 2,152  | 2,312  | 2,405  | 2,531  |
| 단기차입금           | 288    | 333    | 333    | 333    | 333    |
| 유동성장기부채         | 157    | 424    | 424    | 424    | 424    |
| 비유동부채           | 1,424  | 1,616  | 1,657  | 1,681  | 1,712  |
| 장기차입금           | 214    | 106    | 106    | 106    | 106    |
| 사채              | 808    | 924    | 924    | 924    | 924    |
| 부채총계            | 4,567  | 4,853  | 5,077  | 5,207  | 5,382  |
| 지배지분            | 9,239  | 9,280  | 9,944  | 10,713 | 11,527 |
| 자본금             | 955    | 955    | 955    | 955    | 955    |
| 자본잉여금           | 535    | 538    | 538    | 538    | 538    |
| 이익잉여금           | 8,783  | 8,552  | 9,184  | 9,921  | 10,703 |
| 비지배지분           | 119    | 57     | 71     | 88     | 106    |
| 자본총계            | 9,358  | 9,336  | 10,015 | 10,801 | 11,634 |
| 순차입금            | -352   | 552    | 461    | 125    | -537   |
| 총차입금            | 1,562  | 1,858  | 1,859  | 1,859  | 1,860  |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |         |         |
|----------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 결산(12월)                    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | 8,975  | 8,973  | 12,249 | 14,497  | 15,336  |
| BPS                        | 85,662 | 89,409 | 95,788 | 103,196 | 111,043 |
| EBITDAPS                   | 11,079 | 13,470 | 17,004 | 19,672  | 20,265  |
| SPS                        | 45,491 | 54,164 | 65,764 | 70,850  | 74,543  |
| DPS                        | 5,400  | 6,000  | 7,200  | 7,600   | 8,400   |
| PER                        | 10.9   | 13.9   | 14.0   | 11.9    | 11.2    |
| PBR                        | 1.1    | 1.4    | 1.8    | 1.7     | 1.5     |
| EV/EBITDA                  | 8.7    | 9.6    | 10.1   | 8.8     | 8.3     |
| PSR                        | 2.2    | 2.3    | 2.6    | 2.4     | 2.3     |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)     | 0.8   | 11.4  | 7.5   | 4.0   | 5.2   |
| 영업이익 증가율 (%)    | 1.8   | 13.0  | 14.3  | 13.1  | 5.0   |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 29.1  | -6.5  | 20.8  | 14.3  | 5.8   |
| 매출총이익률 (%)      | 49.1  | 47.8  | 47.6  | 50.2  | 50.7  |
| 영업이익률 (%)       | 20.1  | 20.4  | 21.7  | 23.6  | 23.6  |
| 지배순이익률 (%)      | 19.7  | 16.6  | 18.6  | 20.5  | 20.6  |
| EBITDA 마진 (%)   | 24.4  | 24.9  | 25.9  | 27.8  | 27.2  |
| ROIC            | 18.1  | 17.4  | 19.3  | 20.4  | 20.6  |
| ROA             | 8.7   | 7.8   | 9.0   | 9.7   | 9.6   |
| ROE             | 12.7  | 11.8  | 13.7  | 14.6  | 14.3  |
| 부채비율 (%)        | 48.8  | 52.0  | 50.7  | 48.2  | 46.3  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -3.8  | 5.9   | 4.6   | 1.2   | -4.7  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 28.2  | 18.1  | 19.0  | 21.5  | 22.6  |

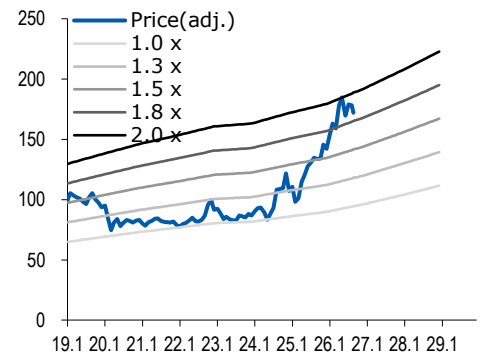
P/E band chart

(천원)

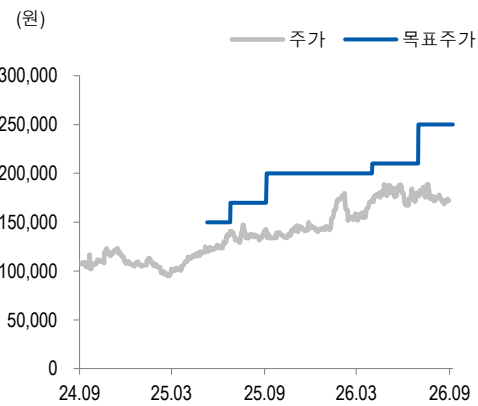


P/B band chart

(천원)



KT&amp;G (033780) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-09-21 | BUY   | 250,000 | 1년        |         |              |
| 2026-07-21 | BUY   | 250,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-21 | BUY   | 210,000 | 1년        | -15.03  | -10.00       |
| 2025-09-24 | BUY   | 200,000 | 1년        | -25.42  | -10.15       |
| 2025-07-15 | BUY   | 170,000 | 1년        | -19.84  | -13.41       |
| 2025-05-30 | BUY   | 150,000 | 1년        | -15.19  | -6.20        |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자여건 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 96.8       |
| Hold(중립)       | 3.2        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-09-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 손현정은 (주)KT&G 의 기업설명회 등에 (주)KT&G 의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.