



BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(9/18): 172,000원

시가총액: 178,554억원



음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

Stock Data

KOSPI (9/18)		6,894.23pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	189,000원	133,600원
등락률	-9.0%	28.7%
수익률	절대	상대
1M	-2.6%	-2.9%
6M	8.4%	-6.9%
1Y	23.5%	-38.0%

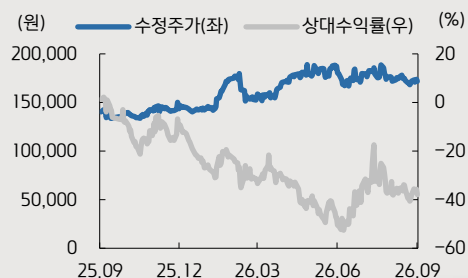
Company Data

발행주식수	103,810천주
일평균 거래량(3M)	259천주
외국인 지분율	51.1%
배당수익률(26E)	4.4%
BPS(26E)	92,628원
주요 주주	중소기업은행 9.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F
매출액	5,908.8	6,579.7	6,851.7	7,067.3
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,524.6	1,615.1
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,836.0	1,921.8
세전이익	1,565.8	1,455.3	1,694.0	1,695.7
순이익	1,165.0	1,102.3	1,261.0	1,266.7
지배주주지분순이익	1,165.7	1,090.1	1,265.5	1,266.7
EPS(원)	8,975	8,973	12,405	12,635
증감률(% YoY)	35.7	0.0	38.2	1.9
PER(배)	11.9	15.8	13.9	13.6
PBR(배)	1.45	1.81	1.86	1.81
EV/EBITDA(배)	9.1	10.6	10.0	9.7
영업이익률(%)	20.1	20.4	22.3	22.9
ROE(%)	12.7	11.8	13.5	13.4
순차입금비율(%)	-4.1	5.9	5.7	8.5

Price Trend



Company Update

KT&G (033780)

해외담배 질적 성장에 주목 (feat. 카자흐스탄)



KT&G의 해외담배 사업은 기존 국내법인 수출 중심에서 해외법인 현지생산 및 판매 비중이 확대하면서, 양적/질적 성장이 나타나고 있다. 특히, 카자흐스탄 시장에서의 성공적인 점유율 확대는 향후 동사의 직접사업이 다른 유라시아(Eurasia) 국가와 NGP 시장에서도 확대될 수 있음을 시사하고 있는 것으로 판단된다.

>>> 직접사업 전환으로 해외담배 질적 성장 본격화

2023년부터 KT&G의 전사 담배 판매량 성장률(NGP 포함)과 해외결련(CC) 판매량 성장률은 각각 +4~7%, +9~12% 수준에서 비교적 균등하게 움직이고 있다. 한편, KT&G의 전사 담배 영업이익 성장률은 '23년 -3% -> '24년 +10.5% -> '25년 +6.7% -> 1H26 +22.5%로 변화하였다. 달러 강세 수혜와 가격 인상 효과로 이익이 증가한 부분도 있겠지만, 작년부터 해외결련의 영업이익 성장률이 +50% 이상으로 확대된 점에 주목할 필요가 있다.

이처럼 영업이익 증가에서 해외결련 사업의 기여도가 확대된 이유는 해외담배 사업에서 직접사업의 비중이 확대되고 있기 때문이다. 동사는 전체 생산에서 국내 생산 비중을 낮추고, 해외 현지 생산 비중을 확대하여, 현지 시장침투율을 확대하고 비용 효율화 및 마진 믹스 개선을 진행하고 있다.

특히, '25년 3월부터 상업생산을 개시한 카자흐스탄에서는 시장침투율 확대를 통해, 시장점유율이 '22년 5.1% -> '25년 9.6%로 확대되며 BAT를 넘어 3위를 차지하였다. 이에 따라, 프리미엄 믹스 확대와 가격 주도권 확립에 따른 수입상 마진 내재화 및 공급가 인상을 바탕으로 카자흐스탄 판매법인은 '22~'25년 연평균 수량 +20%, 매출액 +70%, 영업이익 +90% 성장이라는 경이적인 질적성장을 기록하였다.

>>> 유라시아 지역 MS 확대와 해외 NGP 직접사업의 기회

첫째, 동사는 카자흐스탄 시장 내 유통 커버리지 비율을 '24년 50% -> '27년 80% 이상으로 확대하여 판매량을 늘릴 계획이다. 동사는 소비 트렌드를 선도하는 알마티를 포함한 남부 Top 2 도시에서 시장점유율이 2위권으로 올라섰기 때문에, 유통 커버리지 확대를 통한 시장점유율 상승이 용이할 것으로 기대되며, 정부의 지속적인 담배소비세 인상으로 가격 인상 효과도 누릴 것으로 판단된다. 특히, 동사가 강점을 가지고 있는 초슬림 담배의 수요가 올라가고 있는 점도 긍정적이다. 실제 100mm 초슬림이 전체 시장 수요에서 차지하는 비중은 '21년 23% -> '25년 32%로 확대되었고, 동사의 메인 브랜드인 ESSE가 해당 카테고리에서 차지하는 점유율은 26%까지 확대된 상황이다.

유라시아 지역
MS 확대와
NGP 직접사업의 기회
(계속)

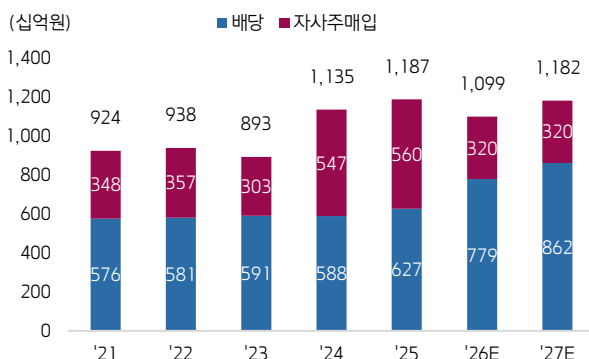
둘째, 인접국가 수출을 통한 판매량 증가가 기대된다. 현재 카자흐스탄의 인구는 2,050만명, 담배 시장 규모는 166억 개비 수준으로 각각 한국의 40%, 23% 수준에 불과하다(HnB 포함 기준). 하지만, **현재 카자흐스탄 생산량의 약 40%는 인접 5개국인 키르기스스탄, 러시아, 우즈베키스탄, 타지키스탄, 아르메니아로 수출되고 있다.** 카자흐스탄이 EAEU(유라시아경제연합: 러시아, 카자흐스탄, 벨로루시, 아르메니아, 키르기스스탄 5개국으로 구성)와 CIS 권역의 국가들과 **무관세 협정**을 맺고 있고, 현지 생산으로 리드타임이 줄면서 **유라시아 공급허브** 역할을 하게 되었기 때문이다. 특히, 지난 7월에는 EAEU와 몽골이 임시 무역협정을 체결하면서, 몽골 지역으로의 수출 확대도 기대가 되는 상황이다.

셋째, 올해부터 카자흐스탄 HnB(Heat not burn) 직접사업에 진출하여 신규 성장동력을 마련할 계획이다. 현재 카자흐스탄 HnB 시장규모는 22억본 수준에 불과하나('25년 기준), 20~30대를 중심으로 수요가 확대되며, 전년대비 +18% 성장하였다. 동사는 올해부터 3년간 PMI와 무연담배(Smoke-free) 파트너십이 Phase 2로 진입하면서, 판매수량 보증(3년간 160억본 → 110억본)이 줄어드는 대신 여러 포트폴리오 플랫폼들을 상업화할 권리를 갖게 되었다. 만약, **카자흐스탄 HnB 시장에서 직접사업이 성과를 거둔다면, 주변 유라시아 국가를 포함한 다른 국가에서도 HnB 직접사업 비중을 확대할 기회가 생길 것으로 기대된다.** 특히, HnB는 궐련(CC) 대비 소매가격에서 담배소비세가 차지하는 비중이 낮기 때문에 순매출단가가 상대적으로 높고, 직접사업이 기존 로열티 중심의 사업구조 대비 이익 기여도가 높기 때문에, 판매량 성장 대비 이익 성장속도가 가파르게 나타날 개연성이 높다.

투자의견 BUY,
목표주가 25만원 유지

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원을 유지한다. 동사는 글로벌 생산기지 다변화에 대한 투자가 마무리되면서, 중기적으로 해외담배 이익과 주주환원여력이 꾸준히 성장할 것으로 기대된다. 단기적으로는 자사주 매입과 현금배당 확대 중심의 새로운 주주환원정책 발표가 주가 흐름에 긍정적인 모멘텀이 될 것으로 판단된다.

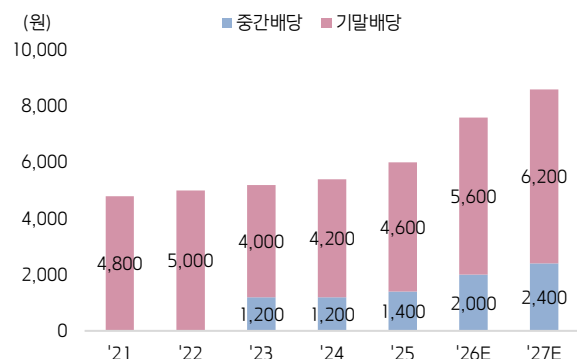
KT&G 주주환원규모 추이 및 전망



자료: 회사자료, 에프앤가이드, 키움증권 리서치

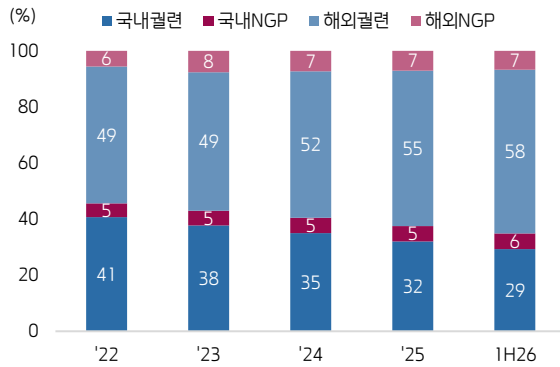
주: 1) 비핵심자산 유동화에 따른 추가 주주환원 가능성은 전망치 가정에서 배제

KT&G 주당 배당금(DPS) 추이 및 전망



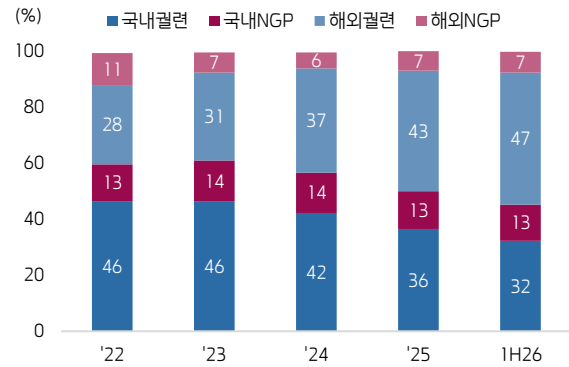
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 담배 판매량 Mix 추이



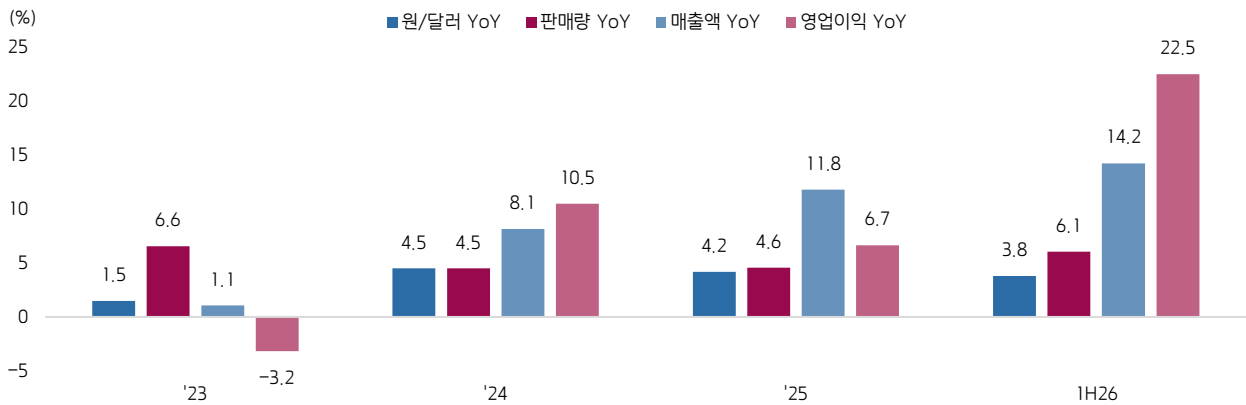
자료: 회사자료(반제품 제외 기준)

KT&G 담배 매출 Mix 추이



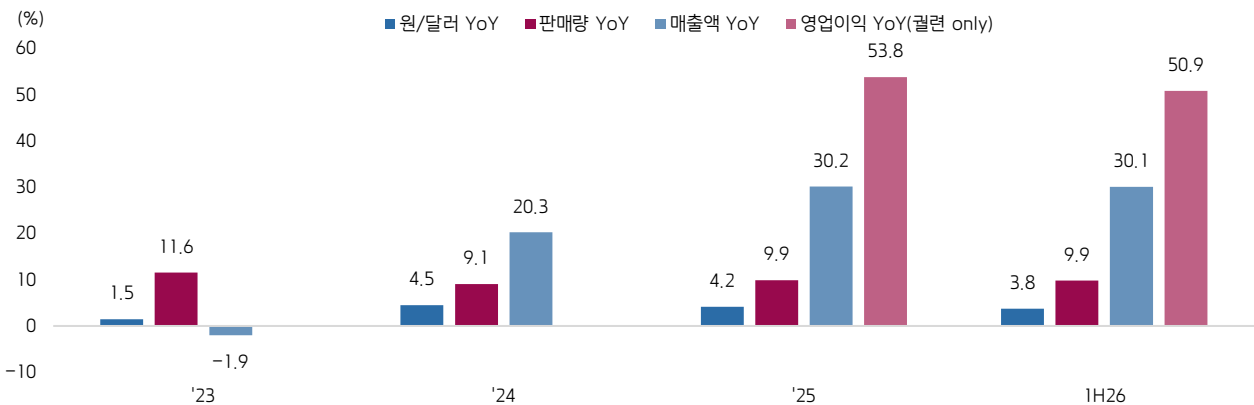
자료: 회사자료(반제품 제외 기준)

KT&G “담배” 실적 성장률 vs 원/달러 YoY 증감률



자료: 회사자료, 한국은행, 키움증권 리서치

KT&G “해외담배” 실적 성장률 vs 원/달러 YoY 증감률



자료: 회사자료, 한국은행, 키움증권 리서치

주: 1) 1H26 영업이익 성장률은 1Q26과 2Q26 영업이익 성장률을 단순 평균한 수치임

1) KT&G 카자흐스탄 법인 소개

젊은 인구와
성장성을 보유한
중앙아시아의
핵심 시장

카자흐스탄은 인구 약 2,050만 명, 1인당 GDP 약 1.4만 달러의 중앙아시아 최대 경제국으로, 러시아·중국 및 중앙아시아 주요 국가와 인접해 있어 유라시아 시장의 전략적 요충지로 평가된다. 담배 시장은 연간 약 166억 개비 규모(HnB 포함 기준)에 불과하나, 흡연에 대한 정부규제가 적고, 높은 출산율에 따른 인구 성장으로 중장기적으로 수량 성장이 지속될 것으로 기대된다.

특히, KT&G의 주력 제품인 100mm 초슬림 시장은 차별적인 성장세를 보이고 있다. 100mm 초슬림 판매량은 '21년 38억 개비에서 '25년 46억 개비로 증가했고, 전체 관련 시장 내 비중도 23%에서 32%까지 상승하였다. 경쟁구도는 JTI와 PMI가 각각 40%, 30%대의 점유율로 시장을 주도하고 있으며, KT&G가 최근 빠르게 점유율을 확대하며 3위 업체로 올라선 상황이다.

직접사업과
현지 생산을 기반으로
고성장 중인 KT&G

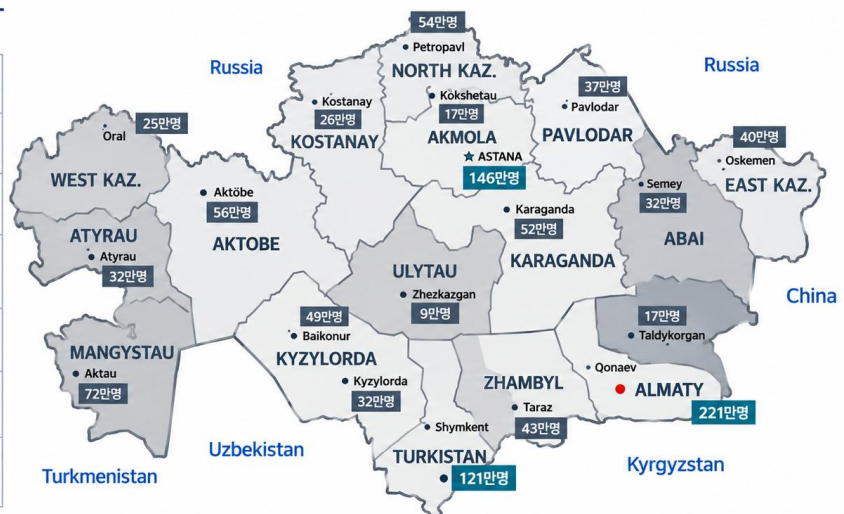
KT&G는 '23년 현지 판매법인을 설립하며 카자흐스탄에서 직접사업을 본격화하였다. 한국 대비 상대적으로 저렴한 가공비, 유통망 확대와 ESSE 중심의 초슬림 시장 공략에 힘입어 동사의 시장점유율은 '22년 5.1%에서 '25년 9.6%로 상승했고, 100mm 초슬림 시장에서는 26%의 점유율을 확보하였다.

특히 '22~'25년 판매량은 연평균 +20.4% 증가한 가운데, 수입상 마진 내재화에 가격인상과 제품 Mix 개선이 더해지면서 매출과 영업이익은 각각 연평균 +70.2%, +89.7% 성장하였다. '25년 3월부터는 현지 공장의 상업생산도 시작했으며, '26년 예상 생산량 33억 개비 중 약 40%를 러시아·우즈베키스탄 등 주변국에 수출하고 있다. 이처럼 카자흐스탄 사업은 내수시장 공략을 넘어 KT&G의 유라시아 직접사업과 현지생산 전략을 검증하는 핵심 거점으로 발전하고 있다.

카자흐스탄 일반 현황

카자흐스탄

인구	2,050만명
출산물	2.57명 ※ 출산물 5위
면적	272만 km ² ※ 세계 9위
수도	아스타나 ※ 2개 특별시 17개주
통화	텡게 (Tenge, T)
인플레이션	12% ※ 최근 3년 물가 약 40% 인상
인당 GDP	14,291\$ ※ 알마티 약 3.2만\$ ※ 한국의 약 90%



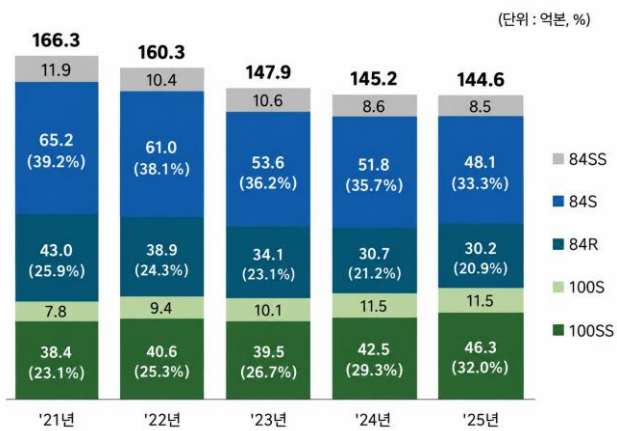
자료: 회사자료

KT&G 카자흐스탄 생산법인 방문



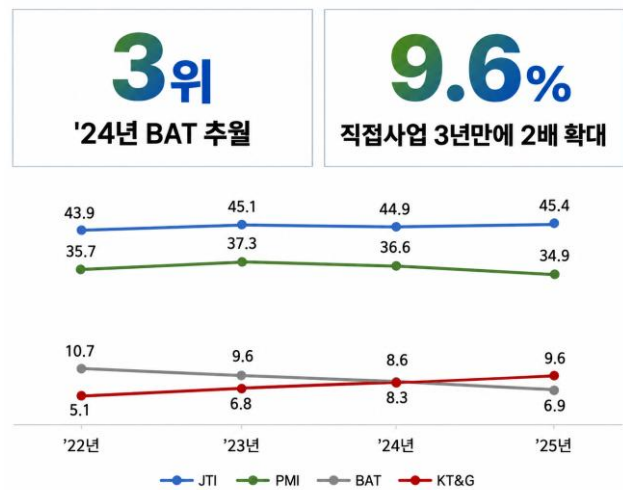
자료: 키움증권 리서치

카자흐스탄 타입별 결련 수요 비중 추이



자료: 회사자료

카자흐스탄 시장점유율 추이



자료: 회사자료

2) 유라시아 지역 MS 확대 기대

내수 매출 증가:

- ① 커버리지 비율 ↑
- ② 초슬림 수요 ↑
- ③ 가격 인상

KT&G는 카자흐스탄 시장 내 유통 커버리지 비율을 '24년 50% → '27년 80% 이상으로 확대하여 판매량을 늘릴 계획이다. 경쟁사와 달리 꺾린 신제품을 출시해왔으며, 올해 초에는 전국 6개 권역 유통사를 교체하고, 수입상 마진도 내재화하고 있다. 동사는 소비 트렌드를 선도하는 알마티를 포함한 남부 Top 2 도시에서 시장점유율이 2위권으로 올라섰기 때문에, 유통 커버리지 확대를 통한 시장점유율 상승이 용이할 것으로 기대된다.

특히, 동사가 강점을 가지고 있는 초슬림 담배의 수요가 올라가고 있는 점도 긍정적이다. 실제 100mm 초슬림이 전체 시장 수요에서 차지하는 비중은 '21년 23% → '25년 32%로 확대되었고, 동사의 메인 브랜드인 ESSE는 해당 카테고리에서 차지하는 점유율이 26%까지 확대되었고, 알마티에서 브랜드 기준 시장 점유율 1위에 올라섰다.

또한, 정부의 지속적인 담배소비세 인상으로 가격 인상 효과도 누릴 것으로 판단된다. 현재 카자흐스탄 정부의 계획에 따르면, '30년 담배소비세는 '25년 대비 +61% 증가할 것으로 전망된다. 따라서, 카자흐스탄의 담배 소매가격(현재 갑당 1,200~1,300 텡게 수준)도 점진적으로 인상될 것으로 전망된다.

수출 매출 증가 용이

또한, 인접국가 수출을 통한 판매량 증가도 기대된다. 현재 카자흐스탄의 인구는 2,050만명, 담배 시장 규모는 166억 개비 수준으로 각각 한국의 40%, 23% 수준에 불과하다(HnB 포함 기준). 하지만, 현재 카자흐스탄 생산량의 약 40%는 인접 5개국인 키르기스스탄, 러시아, 우즈베키스탄, 타지키스탄, 아르메니아로 수출되고 있다. 카자흐스탄이 EAEU와 CIS 권역의 국가들과 무관세 협정을 맺고 있고, 현지 생산으로 리드타임이 줄면서 유라시아 공급허브 역할을 하게 되었기 때문이다. 특히, 지난 7월에는 EAEU와 몽골이 임시 무역협정을 체결하면서, 몽골 지역으로의 수출 확대도 기대가 되는 상황이다.

Capa 확대 여력 충분

동사는 올해 카자흐스탄 공장에서 연간 33억 개비를 생산할 것으로 예상하고 있고, 현재 연간 Capa는 60억 개비 수준이다. 다만, 공장 내 유희부지에 추가 설비가 투입된다면, Capa는 최대 220억 개비까지 확대 가능하다. 따라서, 향후 내수와 수출 수요가 크게 확대된다면, 큰 투자 없이 추가적인 외형 성장이 가능할 것으로 전망된다.

카자흐스탄 생산법인 대표 생산 제품

대표 생산 제품

- 카자흐스탄 내수 외, 키르기스스탄 > 러시아 > 우즈베크, 타지키, 아르메니아 수출



'26년 출시 대표 신제품

- '26년 상반기 신제품 총 23종



자료: 회사자료

KT&G 카자흐스탄 유통 커버리지 확장 계획

	2024년	2025년	2026년 (전망)	2027년 (전망)
유통 커버리지	전국 50%	전국 60%	전국 70%	전국 80%+
상위 SKU 진열	10개 SKU / 7,000점	15개 SKU / 11,000점	15개 SKU / 14,000점	20개 SKU / 16,000점
실행 단계	권역 진입	M/S 9.6% 달성	유통사 교체 완료	침투율 확대

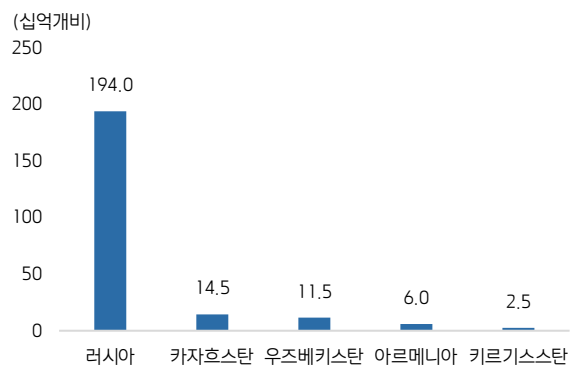
자료: 회사자료

카자흐스탄 현지 유통 채널 내 KT&G 담배 매대 (우측 2개열이 KT&G 매대)



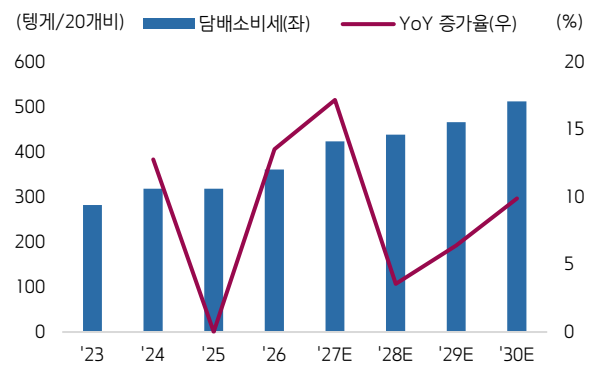
자료: 키움증권 리서치

주요 유라시아 국가 궤련담배(CC) 시장 규모 추정



자료: 회사자료, PMI, Imperial Brands, WCO, 언론보도, 키움증권 리서치

카자흐스탄 담배소비세 추이 및 전망



자료: 카자흐스탄 정부 공식 포털(GOV.KZ), 키움증권 리서치

3) 해외 NGP 직접사업의 기회

해외 NGP
직접사업 본격화 시작

KT&G는 올해부터 카자흐스탄 HnB 직접사업에 진출하여 신규 성장동력을 마련할 계획이다.

현재 카자흐스탄 HnB 시장규모는 22억본 수준에 불과하나('25년 기준), 20~30대를 중심으로 수요가 확대되며, 전년대비 +18% 성장하였다. 카자흐스탄 HnB 시장은 전체에서 알마티와 아스타나 City가 차지하는 비중이 72% 수준이고, 동사가 기존에 보유한 HnB 제품 포트폴리오와 궤련(CC) 유통망을 활용할 수 있는 이점이 있기 때문에, KT&G는 HnB 신제품 출시 이후 시장점유율 확대가 용이할 것으로 판단된다.

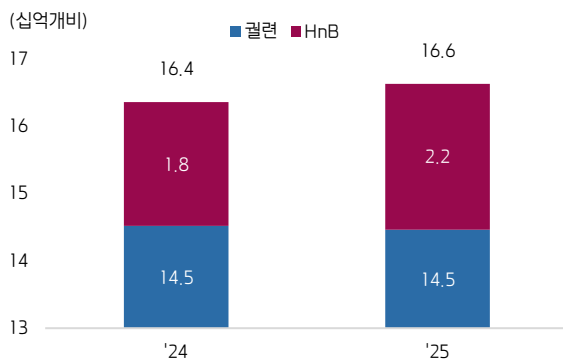
동사는 올해부터 3년간 PMI와 무연담배(Smoke-free) 파트너십이 Phase 2로 진입하면서, 판매수량보증(3년간 160억본 → 110억본)이 줄어드는 대신 여러 포트폴리오 플랫폼들을 상업화할 권리를 갖게 되었다. 만약, 카자흐스탄 HnB 시장에서 직접사업이 성과를 거둔다면, 주변 유라시아 국가를 포함한 다른 국가에서도 HnB 직접사업 비중을 확대할 기회가 생길 것으로 기대된다.

해외 NGP의
이익 기여도
높아질 전망

특히, HnB는 궤련(CC) 대비 소매가격에서 담배소비세가 차지하는 비중이 낮기 때문에 순매출단가와 갑당 이익 기여도가 높을 수밖에 없다. 현재 카자흐스탄의 HnB 세금(225 텡게/갑)은 궤련 대비 62% 수준에 불과하기 때문에, HnB의 순매출단가가 궤련 대비 약 12% 정도 높을 것으로 추산된다.

또한, 직접사업이 기존 로열티 중심의 사업구조 대비 이익 기여도도 높은 편이다. 기존 로열티 중심의 사업구조는 생산/유통/마케팅 등을 필립모리스가 담당하였기 때문에, KT&G가 전체 밸류체인에서 차지하는 비중이 낮았었다. 하지만, 카자흐스탄을 중심으로 성장성이 높은 HnB의 직접사업이 확대된다면, 동사의 이익 성장 모멘텀이 더욱 확대될 것으로 기대된다.

카자흐스탄 궤련 & HnB 시장규모 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

PMI와 무연담배 파트너십 Phase 2 진입

정정 신고(보고)		
정정일자	2025-12-12	
1. 정정관련 공시서류	투자판단 관련 주요경영사항	
2. 정정관련 공시서류제출일	2023-01-30	
3. 정정사유	계약 2구간 개시에 따른 주요조건 안내	
4. 정정사항		
정정항목	정정전	정정후
2. 주요내용	6. 주요계약조건: PMI와 KT&G는 이러한 보증사항이 계약기간 전반에 걸쳐 증가할 것으로 보고 있으며, 총 160억본에 달하는 수량 보증으로 첫 3년 구간을 시작합니다.	6. 주요계약조건: KT&G는 KT&G의 여러 포트폴리오 플랫폼들을 상업화할 권리를 갖게 됩니다. 두번째 3년 구간은 110억본의 수량보증으로 시작합니다.

자료: 금융감독원 전자공시시스템

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 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	1,853	1,593	6,580	6,852	7,067
(YoY)	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.3%	9.9%	1.4%	-7.0%	11.4%	4.1%	3.1%
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,219	1,251	1,105	4,367	4,730	4,926
(YoY)	15.4%	10.2%	17.6%	4.4%	17.0%	11.7%	1.5%	4.6%	11.8%	8.3%	4.1%
국내	512	548	615	504	493	579	568	523	2,179	2,164	2,130
(YoY)	-0.2%	-3.1%	4.7%	-6.9%	-3.7%	5.7%	-7.6%	3.7%	-1.3%	-0.7%	-1.5%
NGP	139	140	168	140	140	167	157	155	587	619	636
(YoY)	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	1.4%	18.9%	-6.6%	10.4%	5.1%	5.4%	2.7%
판매량(십억본)	1.53	1.53	1.82	1.51	1.60	1.85	1.78	1.74	6.39	6.97	7.24
(YoY)	7.0%	0.0%	11.4%	-3.1%	4.6%	20.9%	-2.3%	15.1%	3.9%	9.0%	3.9%
퀄런	374	408	447	364	353	413	411	368	1,592	1,544	1,494
(YoY)	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-5.5%	1.1%	-8.0%	1.1%	-3.5%	-3.0%	-3.2%
총 수요(십억본)	12.8	14.7	15.5	13.2	12.1	14.5	14.0	13.4	56.1	54.0	52.0
(YoY)	-8.2%	-4.8%	1.3%	-9.3%	-5.2%	-1.2%	-9.6%	1.2%	-5.1%	-3.9%	-3.7%
시장점유율	68.4%	66.8%	68.9%	64.7%	68.8%	67.2%	69.2%	65.0%	67.3%	67.5%	67.8%
판매량(십억본)	8.7	9.8	10.7	8.5	8.3	9.7	9.7	8.7	37.8	36.4	35.3
(YoY)	-4.8%	-5.1%	3.5%	-11.6%	-4.7%	-0.6%	-9.2%	1.7%	-4.4%	-3.5%	-3.2%
해외	470	525	635	551	660	634	700	581	2,181	2,575	2,804
NGP	21	56	111	116	101	76	90	90	303	357	360
(YoY)	-55.6%	-7.3%	202.7%	41.4%	390.7%	35.9%	-18.8%	-22.1%	34.6%	17.8%	0.9%
퀄런	449	469	524	435	560	558	610	491	1,878	2,218	2,444
(YoY)	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	18.9%	16.4%	12.8%	29.5%	18.1%	10.2%
판매량(십억본)	15.7	16.7	18.4	14.4	18.0	17.9	19.8	16.0	65.2	71.7	75.9
(YoY)	22.8%	9.2%	12.9%	0.8%	15.0%	7.3%	7.4%	10.6%	11.1%	9.9%	5.9%
달러 ASP(달러/갑)	0.395	0.400	0.411	0.417	0.425	0.415	0.429	0.427	0.405	0.424	0.447
원/달러	1,451	1,404	1,385	1,448	1,462	1,501	1,440	1,440	1,421	1,461	1,440
매출 증감률											
국내 NGP	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	1.4%	18.9%	-6.6%	10.4%	5.1%	5.4%	2.7%
국내 퀄런	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-5.5%	1.1%	-8.0%	1.1%	-3.5%	-3.0%	-3.2%
해외 퀄런	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	18.9%	16.4%	12.8%	29.5%	18.1%	10.2%
판매량 증감률											
국내 NGP	7.0%	0.0%	11.4%	-3.1%	4.6%	20.9%	-2.3%	15.1%	3.9%	9.0%	3.9%
국내 퀄런	-4.8%	-5.1%	3.5%	-11.6%	-4.7%	-0.6%	-9.2%	1.7%	-4.4%	-3.5%	-3.2%
해외 퀄런	22.8%	9.2%	12.9%	0.8%	15.0%	7.3%	7.4%	10.6%	11.1%	9.9%	5.9%
건기식	314	221	360	242	333	224	367	251	1,137	1,175	1,195
(YoY)	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	5.8%	1.5%	2.1%	3.7%	-12.6%	3.3%	1.7%
국내	245	162	305	174	265	174	308	177	885	925	925
(YoY)	0.6%	-6.3%	-4.9%	-7.8%	8.4%	7.8%	1.0%	2.0%	-4.3%	4.5%	0.0%
해외	70	59	55	68	67	50	60	74	252	250	270
부동산	100	144	146	323	117	158	146	145	713	566	566
기타	88	93	89	93	98	101	89	93	363	381	381
영업이익	286	350	465	243	365	414	463	283	1,344	1,525	1,615
(YoY)	20.7%	8.7%	11.4%	14.3%	27.7%	18.5%	-0.6%	16.5%	13.0%	13.5%	5.9%
(OPM)	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	24.4%	25.0%	17.8%	20.4%	22.3%	22.9%
담배	253	322	372	205	322	383	375	258	1,151	1,337	1,425
(OPM)	25.6%	29.5%	30.2%	19.4%	27.8%	31.4%	29.9%	23.3%	26.4%	28.3%	28.9%
건기식	18	6	72	7	28	10	73	13	103	123	125
(OPM)	5.8%	2.8%	19.9%	3.1%	8.4%	4.5%	19.8%	5.0%	9.1%	10.5%	10.5%
부동산	10	18	21	32	14	21	14	14	81	63	63
기타	4	4	1	-1	1	2	1	-1	8	3	3
세전이익	337	189	544	385	508	489	372	325	1,455	1,694	1,696
순이익	258	144	419	282	378	362	278	243	1,102	1,261	1,267
(지배)순이익	256	143	419	272	381	364	278	243	1,090	1,265	1,267
(YoY)	-10.7%	-54.2%	73.8%	-16.4%	48.9%	154.2%	-33.8%	-10.6%	-6.5%	16.1%	0.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,908.8	6,579.7	6,851.7	7,067.3	7,289.6
매출원가	3,006.8	3,435.3	3,470.7	3,544.7	3,656.2
매출총이익	2,902.0	3,144.4	3,380.9	3,522.6	3,633.4
판매비	1,713.2	1,800.7	1,856.4	1,907.5	1,923.8
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,524.6	1,615.1	1,709.6
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,836.0	1,921.8	2,012.2
영업외손익	377.0	111.6	169.5	80.6	59.1
이자수익	115.6	109.9	86.9	68.0	46.5
이자비용	42.1	74.3	69.5	69.5	69.5
외환관련이익	469.1	182.4	220.0	150.0	150.0
외환관련손실	105.4	223.7	150.0	150.0	150.0
종속 및 관계기업손익	19.2	39.3	39.3	39.3	39.3
기타	-79.4	78.0	42.8	42.8	42.8
법인세차감전이익	1,565.8	1,455.3	1,694.0	1,695.7	1,768.7
법인세비용	393.7	352.2	433.0	429.0	447.5
계속사업순이익	1,172.1	1,103.1	1,261.0	1,266.7	1,321.2
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,261.0	1,266.7	1,321.2
지배주주순이익	1,165.7	1,090.1	1,265.5	1,266.7	1,321.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.8	11.4	4.1	3.1	3.1
영업이익 증감율	1.8	13.0	13.5	5.9	5.9
EBITDA 증감율	0.2	15.2	14.7	4.7	4.7
지배주주순이익 증감율	29.1	-6.5	16.1	0.1	4.3
EPS 증감율	35.7	0.0	38.2	1.9	6.2
매출총이익율(%)	49.1	47.8	49.3	49.8	49.8
영업이익률(%)	20.1	20.4	22.3	22.9	23.5
EBITDA Margin(%)	23.5	24.3	26.8	27.2	27.6
지배주주순이익률(%)	19.7	16.6	18.5	17.9	18.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	822.3	582.9	1,398.2	1,261.1	1,308.7
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,261.0	1,266.7	1,321.2
비현금항목의 가감	349.1	670.6	722.7	714.0	728.4
유형자산감가상각비	219.1	260.4	280.1	275.6	271.8
무형자산감가상각비	31.2	32.3	31.3	31.1	30.9
지분법평가손익	-19.2	-39.8	-39.3	-39.3	-39.3
기타	118.0	417.7	450.6	446.6	465.0
영업활동자산부채증감	-365.4	-803.7	-152.5	-290.5	-293.5
매출채권및기타채권의감소	-97.3	-195.1	47.9	-66.4	-68.5
재고자산의감소	-175.5	-165.9	-40.3	-104.6	-107.9
매입채무및기타채무의증가	32.9	-164.3	13.5	10.7	11.1
기타	-125.5	-278.4	-173.6	-130.2	-128.2
기타현금흐름	-326.4	-386.3	-433.0	-429.1	-447.4
투자활동 현금흐름	-529.7	101.1	-332.0	-350.8	-372.4
유형자산의 취득	-767.5	-639.5	-250.0	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	21.4	263.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.7	-31.3	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-132.3	-259.3	-172.3	-172.3	-172.3
단기금융자산의감소(증가)	-82.4	390.5	0.0	0.0	0.0
기타	458.8	377.1	120.3	101.5	79.9
재무활동 현금흐름	-293.4	-947.9	-1,110.5	-1,200.3	-1,287.1
차입금의 증가(감소)	907.6	315.8	-67.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	-8.9	-8.8
자기주식처분(취득)	-546.8	-560.1	-320.0	-320.0	-320.0
배당금지급	-586.6	-603.8	-627.4	-775.3	-862.1
기타	-67.6	-99.8	-96.1	-96.1	-96.2
기타현금흐름	104.9	41.5	-15.9	20.5	43.4
현금 및 현금성자산의 순증가	104.0	-222.5	-60.2	-269.5	-307.3
기초현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	913.5	853.3	583.7
기말현금 및 현금성자산	1,136.0	913.5	853.3	583.7	276.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,176.3	7,026.2	6,958.3	6,859.8	6,728.9
현금 및 현금성자산	1,136.0	913.5	853.3	583.7	276.4
단기금융자산	778.5	388.0	388.0	388.0	388.0
매출채권 및 기타채권	1,895.5	2,158.9	2,111.0	2,177.4	2,245.9
재고자산	3,101.3	3,284.8	3,325.0	3,429.7	3,537.6
기타유동자산	265.0	281.0	281.0	281.0	281.0
비유동자산	6,748.9	7,162.9	7,343.0	7,528.0	7,716.9
투자자산	2,852.3	3,150.8	3,362.4	3,573.9	3,785.5
유형자산	2,664.4	2,823.0	2,792.9	2,767.3	2,745.5
무형자산	179.7	170.9	169.6	168.5	167.6
기타비유동자산	1,052.5	1,018.2	1,018.1	1,018.3	1,018.3
자산총계	13,925.2	14,189.1	14,301.3	14,387.8	14,445.8
유동부채	3,142.9	3,236.8	3,183.4	3,194.1	3,205.2
매입채무 및 기타채무	2,335.5	2,151.6	2,165.2	2,175.9	2,187.0
단기금융부채	472.3	780.7	713.7	713.7	713.7
기타유동부채	335.1	304.5	304.5	304.5	304.5
비유동부채	1,423.9	1,616.1	1,616.1	1,616.1	1,616.1
장기금융부채	1,056.9	1,068.9	1,068.9	1,068.9	1,068.9
기타비유동부채	367.0	547.2	547.2	547.2	547.2
부채총계	4,566.8	4,853.0	4,799.5	4,810.2	4,821.3
자본지분	9,239.2	9,279.6	9,449.7	9,525.4	9,572.4
자본금	955.0	955.0	955.0	946.1	937.3
자본잉여금	535.0	537.5	537.5	537.5	537.5
기타자본	-1,030.5	-835.3	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-3.5	70.4	70.4	70.4	70.4
이익잉여금	8,783.2	8,552.0	7,886.9	7,971.4	8,027.2
비자본지분	119.3	56.6	52.1	52.1	52.1
자본총계	9,358.5	9,336.2	9,501.8	9,577.5	9,624.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	8,975	8,973	12,405	12,635	13,416
BPS	73,700	78,656	92,628	95,019	97,204
CFPS	11,657	14,594	19,445	19,758	20,813
DPS	5,400	6,000	7,600	8,600	9,600
주가배수(배)					
PER	11.9	15.8	13.9	13.6	12.8
PER(최고)	14.1	16.8	15.5		
PER(최저)	9.3	10.5	11.2		
PBR	1.45	1.81	1.86	1.81	1.77
PBR(최고)	1.72	1.91	2.08		
PBR(최저)	1.13	1.20	1.51		
PSR	2.35	2.62	2.56	2.44	2.32
PCFR	9.2	9.7	8.8	8.7	8.3
EV/EBITDA	9.1	10.6	10.0	9.7	9.5
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	50.5	56.9	61.5	68.1	71.6
배당수익률(% ,보통주,현금)	5.0	4.2	4.4	5.0	5.6
ROA	8.7	7.8	8.9	8.8	9.2
ROE	12.7	11.8	13.5	13.4	13.8
ROIC	17.5	15.9	17.4	18.4	19.1
매출채권회전율	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
부채비율	48.8	52.0	50.5	50.2	50.1
순차입금비용	-4.1	5.9	5.7	8.5	11.6
이자보상배율	28.2	18.1	21.9	23.2	24.6
총차입금	1,529.3	1,849.7	1,782.7	1,782.7	1,782.7
순차입금	-385.2	548.1	541.4	810.9	1,118.2
NOPLAT	1,389.5	1,600.4	1,836.0	1,921.8	2,012.2
FCF	17.0	50.0	1,013.7	942.6	1,006.3

Compliance Notice

- 당사는 9월 18일 현재 'KT&G' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 박상준 애널리스트는 KT&G의 카자흐스탄 사업장 탐방에 9월 15일부터 18일까지 KT&G의 비용(항공비, 숙박비, 식사, 교통비 등)을 통해 참석한 사실이 있으며, 기타 다른 특별한 이해 관계는 없음을 고지합니다.

고지사항

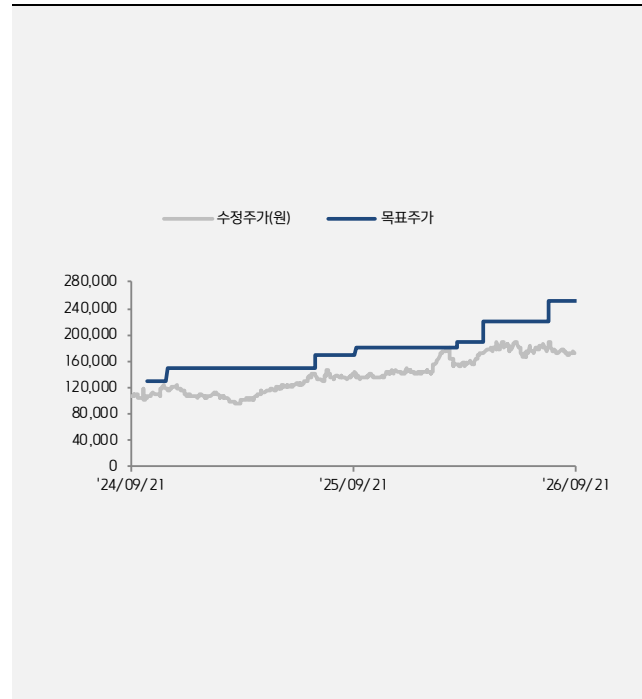
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가대 상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
KT&G (033780)	2024-10-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.14	-14.15
	2024-11-08	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-13.62	-5.38
	2024-11-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.94	-17.73
	2025-01-21	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.42	-17.73
	2025-04-22	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-27.63	-17.73
	2025-07-21	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-21.48	-17.35
	2025-08-08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-20.15	-13.41
	2025-08-26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-20.02	-13.41
	2025-09-24	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.32	-21.83
	2025-10-22	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.43	-21.83
	2025-11-07	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.00	-20.72
	2025-11-19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-22.06	-16.67
	2026-01-19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-18.61	-0.17
	2026-03-10	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-15.85	-8.95
	2026-04-22	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.90	-14.09
	2026-05-19	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.51	-14.09
	2026-07-10	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.69	-14.09
	2026-07-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.60	-14.09
	2026-08-07	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-29.96	-24.48
	2026-09-21	BUY(Maintain)	250,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

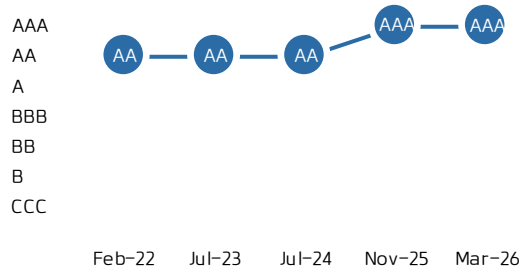
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

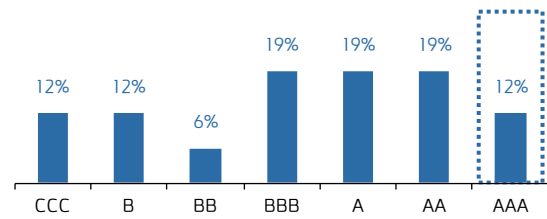
매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 담배 기업 16개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	6.3	4.1		
환경	5.7	2.2	24.0%	▲1.3
물부족	6.1	1.5	12.0%	▲2.6
사회	5.4	3.0	12.0%	▲0.2
제품 안전과 품질	5.9	3.6	43.0%	▲1.1
공급망 근로기준	6.1	3.1	20.0%	▲3.0
화학적 안정성	7.9	4.0	16.0%	
지배구조	0.8	3.4	7.0%	▼1.7
기업 지배구조	7.2	5.9	33.0%	▼0.5
기업 활동	8.4	6.5		▼0.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사(담배)	물부족	화학적 안정성	공급망 근로기준	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
KT&G Corporation	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ●	AAA
ITC LIMITED	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ●	AA
SMOORE INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	N/A	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ●	BBB
RLX Technology Inc	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ●	BB
GODFREY PHILLIPS INDIA LIMITED	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ●	B
PT Gudang Garam Tbk	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ● ● ● ● ●	● ● ● ●	CCC

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치