

Morning Meeting Notes

2026-09-22



What's Inside

KT&G(BUY/250,000원) 카자흐스탄 탐방 후기
[중국주식] China Issue - 미·중 정상회담: 패자 없는 이벤트가 될 것

주식시장

국내 증시는 업종별 회비 엇갈리며 상승 마감. 유가 하락과 직전주 미 증시 메모리 중목 강세에 힘입어 반도체 대형주 반도체 장비주 강세. 다만 프랑스 재정 우려 여파로 주요국 국채 금리가 상승하면서 증시 전반에 대한 투자심리 회복은 제한적. 이에 광동신, 전선, 태양광, 2차전지, 철강, 조선, 방산, 자동차 등 다수 업종 하락
미국 증시는 상승 마감. 우엔 총회를 계기로 미국과 이란의 대면 협상 기대가 커지면서 지정학적 리스크 완화 기대가 위험선호 심리를 자극. 이에 국제유가, 미국채 중장기 금리는 하락. AI 관련 불확실성 해소 기대도 반도체 및 AI 투심에 긍정적으로 작용. 업종별로 통신서비스, 기술주, 임의소비재, 부동산이 강세를 보인 반면 에너지 업종은 약세. 특징적으로는 AMD가 +9.95% 급등하면서 시가총액이 1조달러를 돌파했으며, 메타가 AI 어플 뮤즈 출시 영향으로 +11.43% 급등함

금리&환율

국고채 금리는 혼조 마감. 국고채는 5년물 입찰에 따른 수급 부담이 약세 요인으로 작용. 다만 국제유가가 하락하고, 달러-원 환율이 안정된 흐름을 보이면서 장기 구간 약세 압력을 상당 부분 상쇄
미국채 금리는 혼조 마감. 미-이란 협상 기대에 따른 국제유가 급락에 장기물 금리는 하락했으나, 위험선호 심리와 시가코 연은 총재의 매파적 발언 영향으로 단기물 금리는 상승
원/달러 환율은 전장 대비 2.30원 내린 1,381.00원에 마감. 이날 원/달러는 수출업체 네고물량 출회와 외인 국내주식 순매도세라는 양방향 수급에 영향받아 등락을 반복하는 모습
달러인덱스는 100.43으로 상승. 위험선호 심리 확산에 미국 단기물 금리가 상승한 가운데, 연은 총재들의 매파적 발언이 이어지며 달러는 강세

주요 뉴스

베센트, 중국은 대이란 제재에 적극적이라 평가
베센트 재무장관은 항공 서비스 제공업체에 대한 2차 제재에 따라 23일부터 모든 이란 항공사 운항이 중단될 것이라고 경고. 또한 중국 당국자들이 이란에 대한 미국의 대이란 경제 압박에 적극적으로 관여중이라 평가

New Publications

[증권] Keep Calm and Carry On(2026-09-11)
[인터넷/SW] SW/서비스의 겨울, AI인프라/네오클라우드의 봄(2026-09-02)
[자동차/반도체소부장/로보틱스] 중국 WRC 2026 방문 후기 및 투자 활용법 - 이제 그만 출주고 일할 시간(2026-08-26)
[미국주식] Data Center Asia 2026 참가기 - 800VDC, 전력의 대전환(2026-08-11)
[채권/크레디] Fixed Income Monthly - 수요측 물가압력 다각도로 점검 결과 = 동결(2026-08-07)
[선진국 전략] 미국 장단기 전략 - 1Q27 S&P 500 Target 9,000pt(2026-07-03)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 일본 기업 방문 후기 - Bottleneck 해소에는 시간 필요(2026-06-24)
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 대만 Computex 방문 후기 - Agentic AI가 AX 견인(2026-06-10)
[경제] 2026년 하반기 경제 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide With Us(2026-06-02)
[주식전략] 2026년 하반기 주식전략 전망: AI 압축 포트폴리오로 돌파하라(2026-05-29)

Rating, Target Price Changes

현대제철	BUY	36,500 원	▷ BUY	46,700 원	(2026-09-21)
한국전력	BUY	53,000 원	▷ BUY	43,000 원	(2026-09-18)
HL D&I	BUY	4,200 원	▷ BUY	3,400 원	(2026-09-18)
보로노이	신규		▷ BUY	230,000 원	(2026-09-18)
HLB이노베이션	BUY	34,500 원	▷ BUY	24,300 원	(2026-09-18)
한솔케미칼	BUY	410,000 원	▷ BUY	325,000 원	(2026-09-18)
롯데칠성	BUY	170,000 원	▷ BUY	140,000 원	(2026-09-14)
삼성증권	신규		▷ BUY	146,000 원	(2026-09-11)
한국금융지주	신규		▷ BUY	312,000 원	(2026-09-11)
키움증권	신규		▷ BUY	434,000 원	(2026-09-11)
미래에셋증권	신규		▷ BUY	42,000 원	(2026-09-11)
와이씨	BUY	19,000 원	▷ BUY	16,000 원	(2026-09-11)
CJ프레시웨이	BUY	41,000 원	▷ BUY	35,000 원	(2026-09-11)
클리오	BUY	14,000 원	▷ BUY	17,000 원	(2026-09-09)
유한양행	BUY	120,000 원	▷ BUY	110,000 원	(2026-09-08)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	1,116,053	삼성전자	1,138,105
SK스퀘어	121,877	SK하이닉스	180,949
삼성전자우	119,981	삼성전기	129,209
이슈페타시스	39,676	KODEX 200	97,547
하나미이크론	36,830	KODEX 레버리지	94,739

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-671,314	NAVER	-39,183
현대차	-51,608	KODEX 인버스	-34,830
대한광통신	-45,567	현대차	-31,982
두산에너지솔루션	-41,757	LG에너지솔루션	-27,853
한화시스템	-40,283	네오사피엔스	-23,530

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	7,007.72	+1.65	+4.64
대형주	7,678.29	+1.84	+4.90
중형주	4,083.01	-0.55	+1.87
소형주	2,385.15	-0.60	+1.53
KOSDAQ	836.27	+1.11	+2.82

투자자별 매매동향	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
KOSPI	-31,850	185	15,190
순매수	-191,160	-180,188	60,473

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	279,243	346,893	272,548

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	169.97	-0.99	+12.04
금융	1,127.10	+1.95	+3.23
운수장비	4,609.98	-1.48	-8.57
유통	617.79	+2.47	+0.49
음식료	4,695.38	-0.02	-7.28
의약품	15,215.88	+0.47	-8.95
전기전자	115,814.50	+2.39	+8.50
철강금속	6,721.64	-1.58	-4.61
화학	4,689.09	-0.06	-0.34
유틸리티	991.08	+0.42	-2.01
통신	599.95	-0.67	-7.85

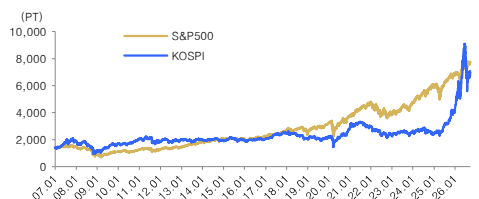
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,764.80	+1.49	+1.46
NASDAQ	27,122.09	+2.26	+4.40
일본	65,018.95	+0.00	-0.78
중국	3,949.91	+0.97	+1.75
독일	25,304.06	+0.00	-3.07

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	4.06	+2.10	+22.00
국고채 (10년)	4.46	-0.90	+12.20
은행채AAA (3년)	4.40	+2.70	+24.10
미국국채 (2년)	4.75	+0.30	+51.55
미국국채 (10년)	4.95	-4.40	+25.50

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,381.00	-0.17	-0.10
원/백 엔	873.20	-1.21	+0.23
원/위안	205.40	-0.66	-0.21
달러/유로	1.15	-0.19	-1.70
위안/달러	6.70	-0.03	-0.40
엔/달러	157.35	+0.30	-1.09
Dollar Index	100.42	+0.21	+1.44

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	95.78	-4.51	+12.67
금 (usd/oz)	4,397.12	-0.63	-6.40
BDI	3,399.00	+0.86	+19.64
천연가스(NYMEX)	2.84	-2.61	+1.94

KOSPI, S&P 추이



본 조사회적표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

KT&G (033780)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

KT&G 카자흐스탄 탐방 후기

BUY

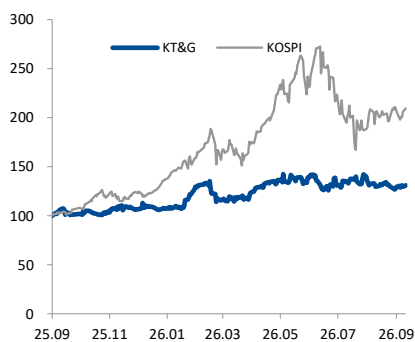
TP 250,000원

현재주가 (9/21)	173,800원		
상승여력	43.8%		
시가총액	18,042십억원		
발행주식수	103,810천주		
자본금/액면가	955십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	189,000원/133,600원		
일평균 거래대금 (60일)	45십억원		
외국인 지분율	51.13%		
주요주주 지분율			
중소기업은행	9.16%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	0.9	-3.4	10.3
상대주가(%p)	-0.5	24.7	-9.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	12,892	14,059	250,000
After	12,892	14,059	250,000
Consensus	12,536	13,375	241,538
Cons. 차이	2.8%	5.1%	3.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

KT&G 카자흐스탄 법인 탐방 후기

- 지난 9/16일 동사는 KT&G의 카자흐스탄 알마티 지역의 생산/판매 법인 탐방을 진행하였다. 카자흐스탄은 유라시아 권역의 생산·수출 Hub이자 현지 직접 사업의 주요 성장 거점으로 자리잡고 있다. 이번 탐방을 통해, 해외 관련 사업의 Q 성장과, ASP 상승, 현지 생산 확대 따른 원가 효율화가 동시에 진행되고 있음을 확인할 수 있었다.

- **Why 카자흐스탄?** - ① 유라시아 지역의 수요 확대에 대응하는 안정적인 생산·수출 거점 확보 ② 물류 경로 단축 및 재고 최적화 ③ 관세 혜택을 활용한 현지 생산의 경제성 확보가 핵심

- **[생산 법인: Make More]**: 카자흐스탄 공장 2023년 3월 상업 생산 개시하였으며, 최대 가동 기준 CAPA는 60억 개비 수준, 2026년 기준 연간 생산량 약 33억 개비로 예상된다. 향후 유라시아 수요 대응 위한 추가 증설 공간도 확보하고 있다. 생산량 증가에 따른 가동률 상승과, 현지 생산 통한 관세·물류비 절감·재고 최적화 효과가 가시화되며 수익성 개선도 본격화될 것으로 전망한다.

- **[판매 법인: Sell More]**: 카자흐스탄 직접 영업 전환 후 시장점유율은 2022년 5%에서 2025년 9.8%까지 상승했다. 유통 커버리지 역시 2024년 약 50%에서 2026년 70%까지 확대될 전망이며, 2027년에는 전국의 80% 이상을 목표로 하고 있다. 여기에 100mm 초슬림 수요 확대와 Premium segment 중심의 Mix 개선이 더해지며 향후 Q 성장과 P 상승이 동반되는 구조가 지속 가능할 것으로 전망한다.

주가전망 및 Valuation

- KT&G에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원 유지

- KT&G ①해외 관련 중심의 본업 여전히 견조. 해외 지역 저변 확대 및 지역 내 판매량 지속 확대. 이에 더하여 가격 인상, 프리미엄 Mix 개선 효과 또한 가시화되는 중 ② 기말 배당금 인상 검토 및 하반기 추가적인 자사주 매입/소각 예상됨에 따라 하반기 신규 주주 환원 정책 또한 기대 가능

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	5,909	1,189	1,166	1,439	8,975	35.7	11.9	1.5	9.1	12.7	5.0
2025	6,580	1,344	1,090	1,636	8,973	-0.0	15.8	1.8	10.6	11.8	4.2
2026F	7,045	1,579	1,387	1,986	12,892	43.7	13.3	1.9	8.9	14.7	4.4
2027F	7,300	1,651	1,460	2,072	14,059	9.1	12.2	1.7	8.3	14.7	5.0
2028F	7,520	1,717	1,513	2,124	14,578	3.7	11.8	1.6	7.9	14.3	5.3

* K-IFRS 연결 기준

KT&G 카자흐스탄 탐방 후기

글로벌 궐련 수요 감소에도 성장하는 KT&G의 해외 궐련

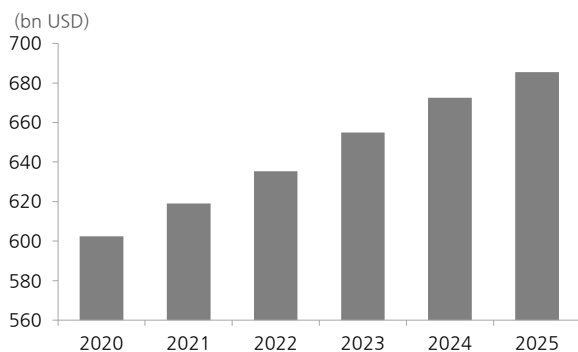
글로벌 CC(일반 궐련)
수요 감소에도
성장하는 KT&G 해외 궐련

시장 조사 기관인 Euromonitor에 따르면 지난 6년 간 전세계 글로벌 궐련 시장의 규모(금액 기준)는 매년 성장을 지속한 반면, 글로벌 궐련 판매량은 점진적으로 축소되고 있다. 이는, 각국(선진국 중심)의 정부의 흡연 규제 강화에 따른 신규 흡연 인구의 감소에 더불어 기존 일반 궐련 흡연자의 비연소 제품(HNB, 베이프, 니코틴 파우치 등)으로의 전환 빨라지고 있기 때문이다. 이처럼 글로벌 궐련 볼륨은 매년 조금씩 감소 중이지만, 글로벌 담배 회사들은 가격/믹스 개선, 생산 효율화와 비용 절감, 신흥국 성장, 포트폴리오 전환을 통한 성장을 도모하고 있다. 반면, KT&G의 해외 궐련 사업은 ASP와 Q(판매량)이 동반 성장하고 있는데, 최근 해외 궐련 판매량 확대가 본격화된 가운데, 전략적 가격 인상 및 고단가 시장 비중 확대를 통한 ASP 역시 동반 상승하고 있는 것이다.

KT&G 해외 생산 거점 확대
Q 성장의 지속성 높인다

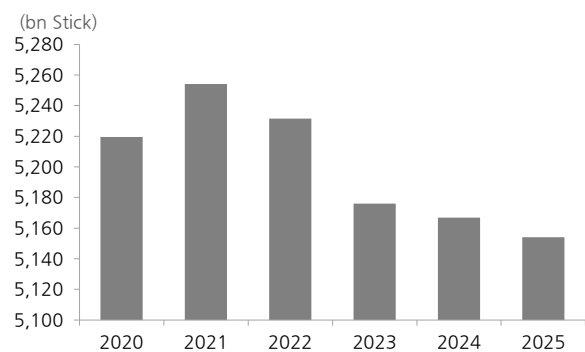
해외 생산 거점 확대는 이러한 Q(판매량) 성장의 지속 가능성을 높이는 핵심 축으로 작용하고 있다. KT&G는 글로벌 5각 생산 체제(한국·인나·러시아·튀르키예·카자흐스탄)를 구축하며 CAPA 확대를 지속하고 있다. 생산 거점 현지화는 단순 CAPA 증설을 넘어 관세·물류비 절감·리드타임 단축·신제품 개발 속도 개선 등으로 이어지고 있으며, 특히, 이번 탐방을 통해 다녀온 카자흐스탄 법인은 유라시아 권역의 생산·수출 Hub로 자리매김하며 KT&G 해외 궐련의 Q 성장과 수익성 개선에 기여할 전망이다.

〈그림1〉 전세계 궐련 시장 규모(금액) 추이



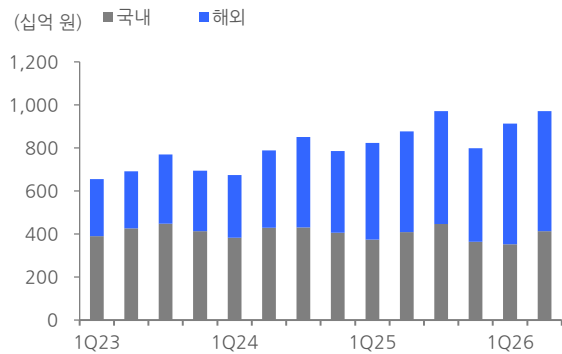
자료 : Euromonitor, 현대차증권

〈그림2〉 전세계 궐련 시장 규모(수량) 추이



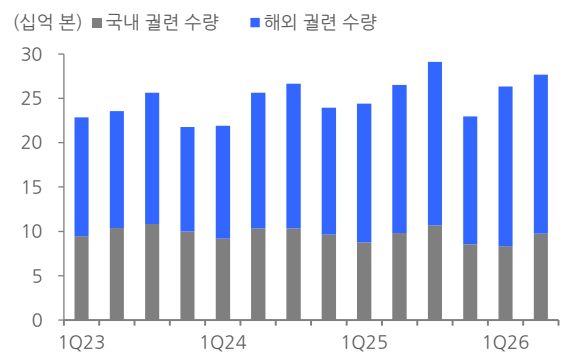
자료 : Euromonitor, 현대차증권

〈그림3〉KT&G 궤련 매출액 추이



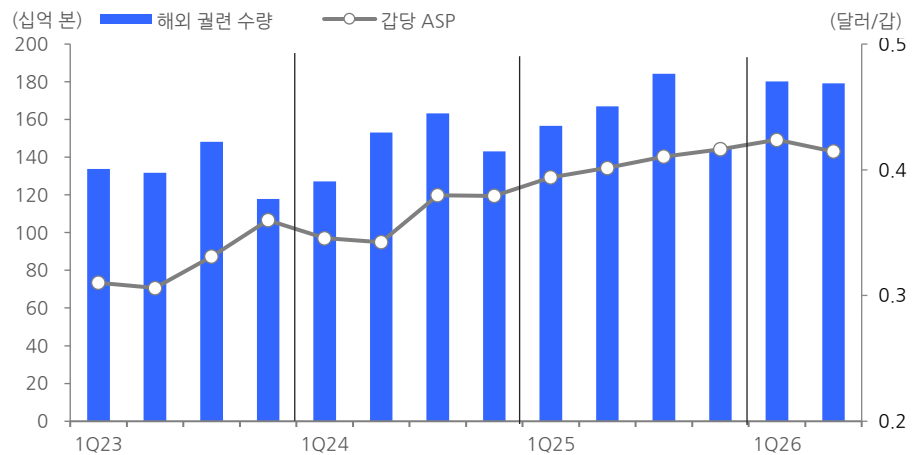
자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림4〉KT&G 궤련 수량 추이



자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림5〉KT&G 해외 궤련 수량 및 갑당 ASP 추이: P, Q의 동반 성장



자료 : KT&G, 현대차증권

〈표1〉KT&G 해외 생산 법인

유형	명칭	CAPA	완공 시기	면적 (㎡)	생산라인 수
해외 제조법인	러시아 공장	연간 110 억 개비	2010 년	103,237	5
	카자흐스탄 공장	연간 60 억 개비	2025 년	200,000	3
	인니 1 공장	연간 100 억 개비	2011 년	177,736	16
	인니 2 공장	연간 250 억 개비	2026 년	95,935	8
	인니 3 공장	연간 1,032 t	2025 년	20,000	4
	튀르키예 공장	연간 120 억 개비	2008 년	149,999	4

자료 : KT&G, 현대차증권

왜 카자흐스탄인가? 유라시아 생산·수출 Hub 구축

카자흐스탄 공장은 앞서 언급한 KT&G의 글로벌 생산 체제 구축의 일환으로 2023년 1월 이사회 승인 및 제조 법인 설립이 이루어졌다. 카자흐스탄 생산 법인은 알마티 주에 위치하고 있으며, 2023년 10월 착공 이후 2025년 3월 상업 생산을 개시하였다.

Why 카자흐스탄?

①지정학적 리스크 대응

②물류 Lead Time 및

재고 최적화

③관세 혜택 활용한
경제적 생산 체계 구축

KT&G가 카자흐스탄에 생산 거점을 설립하게 된 배경은 크게 세 가지로 말할 수 있다.

①첫 번째는 지정학적 리스크에 대한 대처이다. 우크라이나 전쟁 이후 유라시아 공급망의 변동성이 확대됨에 따라, 유라시아 권역 내 주요 시장이자 KT&G의 제품에 대한 수요가 확대되고 있는 유라시아 지역에 대한 공급 안정성을 확보하기 위해 카자흐스탄에 생산 거점을 구축했다. 현재 카자흐스탄 생산 법인의 인접 5개국향 수출 비중은 약 40% 수준이다. ②두 번째는 물류 경로 단축과 재고 최적화이다. 기존 한국 공장에서 유라시아 지역으로 제품을 공급할 경우 해상 및 내륙 운송을 거쳐 약 23~35일 정도가 소요됐다면, 카자흐스탄 현지 생산 이후 운송 리드 타임은 당일~10일 정도로 대폭 축소되었다. 재고 측면에서도 완제품 재고를 2개월 이상 축소할 수 있으며, 현재 카자흐스탄의 완제품 재고는 0.5개월 수준으로 유지하고 있다. ③세 번째는 관세 혜택을 활용한 경제적 생산 체계 구축이다. 카자흐스탄은 EAEU 회원국으로 러시아·키르기스스탄·벨라루스·아르메니아 등 역내 무관세 공급이 가능하다. 우즈베키스탄과 같은 비 EAEU 국가도 별도 협정을 통한 관세 혜택을 받을 수 있다. 원부자재 측면에서도 재료품 조달 비용을 절감할 수 있다는 것이 특징이다.

〈그림6〉 카자흐스탄 주요 도시 인구 및 인접 국가



자료 : KT&G, 현대차증권

①생산 법인 탐방 후기: 2026년 연간 생산량 33억 개비 예상, 경제성도 지속 확대 중

2026년 연간 생산량:
약 33억 개비
향후 추가 CAPA 확대 가능

카자흐스탄 공장은 2025년 상업 생산 개시 이후 빠르게 생산 안정화 단계에 진입했다. 1년 만에 주요 설비의 안정화가 상당 부분 완료됨에 따라, 2026년 연간 생산량은 약 33억 개비로 예상되며, 24시간 연중 무휴 최대 가동 기준 CAPA는 약 60억 개비 수준이다. 증장기 증설 여력도 충분하다. 현재 3대의 제조 설비를 운영 중이나, 일반 쉘린 기준 추가 설비 설치가 가능한 공간을 확보하고 있으며, 향후 NGP 생산 설비 또한 현지화 할 수 있는 별도 공간 또한 확보함에 따라, 향후 의사 결정에 따른 설비 증설이 가능하다. 이에 따라, 단기적으로는 기존 설비의 가동률 상승, 증장기적으로 유라시아 수요 확대 대응한 추가 CAPA 확보가 가능한 구조다.

관세 절감으로 인한
현지 생산의 경제성
지속 확대 중

현지 생산의 경제성은 2026년 더욱 가속화되고 있다. 신규 공장 가동 초기에는 감가상각비 증가를 관세 절감으로 상쇄하는 수준이었다면, 2026년에는 생산량이 증가함에 따라 관세 절감에 따른 효과가 지난해 대비 2배 증가할 것으로 예상된다. 카자흐스탄 공장은 가동률이 상승할수록 관세 절감, 운송 리드 타임 축소에 따른 물류비 절감, 재고 축소 등에 따른 고정비 부담 완화 효과가 가시화되며 증장기 해외 쉘린 수익성 개선에 기여 가능할 것으로 기대된다.

<그림7> KT&G 카자흐스탄 생산 법인 전경



자료 : KT&G, 현대차증권

<그림8> KT&G 카자흐스탄 생산 법인 전경



자료 : KT&G, 현대차증권

②판매 법인 탐방 후기: 유통망 확대 및 제품 경쟁력으로 M/S 지속 확대 중

현지 시장 내 KT&G의
시장점유율 9.6%, No.3

카자흐스탄 생산 법인의 추가적인 수익성 개선을 위해서는 현지 및 인접국의 수요의 지속 확대를 통한 가동률 상승이 기반이 되어야 한다. 판매 법인 탐방을 통해서도 현지 M/S 및 유통 커버리지 상승세를 확인할 수 있었다. KT&G의 카자흐스탄 시장 점유율은 판매 법인 전환 초기인 2022년 약 5% 수준에서 2025년 8월 약 10%로 상승했으며, 현지 POS Sell out 데이터 기준으로는 약 15% 수준까지 상승한 것으로 파악된다. KT&G는 카자흐스탄 지역 판매 법인을 설립하고 직접 사업으로 전환함에 따라 유통 커버리지를 전국으로 확장(기존 알마티 중심 → 6개 권역)하였으며, 2026년은 특히 전국의 유통 커버리지의 70% 수준까지 커버가 가능해질 것으로 전망된다. 2027년에는 전국의 유통 커버리지 80% 이상 커버를 목표로 하고 있으며, 점포 내 SKU 확대를 통한 추가적인 성장을 타겟하고 있다.

100mm 초슬림 시장
성장 지속되고 있어
긍정적

또한, 카자흐스탄 시장 내 100mm Super Slim 카테고리의 수요 확대도 동사에게 긍정적인 요인이다. KT&G가 강점을 보이는 100mm 초슬림 껴린 수요 비중은 21년 23.1%에서 25년 32.0%으로 확대되었으며, 이에 따라, KT&G의 ESSE 점유율 또한 동반 상승하고 있다. 카자흐스탄의 100mm 초슬림 껴린 시장 내 KT&G의 점유율은 약 26% 수준이며, 현지 젊은 층의 수요가 확대되고 있다는 점이 고무적이다.

ASP 상승도
동반되고 있음

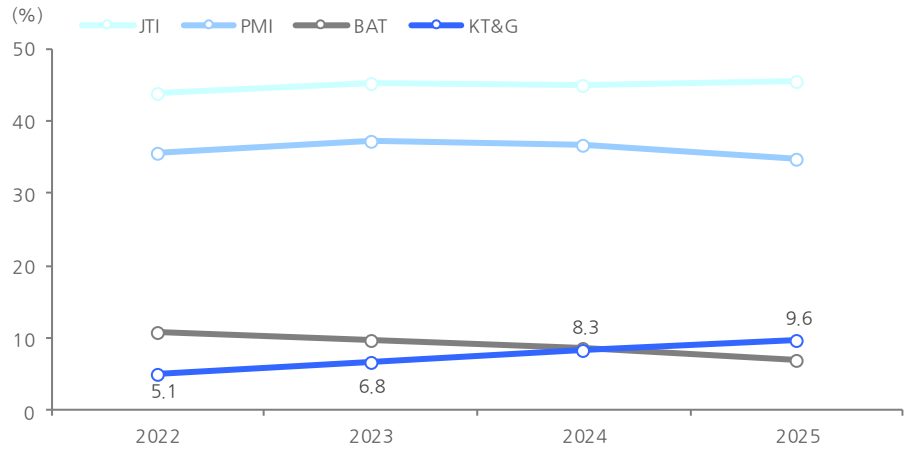
카자흐스탄 지역은 판매량 성장에 힘입어 ASP 상승도 함께 나타나고 있다. 최근 담배세 및 물가 상승을 반영하여 주요 사업자들은 지속적으로 가격 인상을 단행하고 있다. KT&G 또한 가격 인상 단행 및 ESSE를 중심으로 Premium Segment에 집중하고 있으며, 수입상 마진 내재화를 통해 22년 대비 현재 ASP를 2.5배 상승시켰다. 이처럼 카자흐스탄 법인은 지속적인 판매량 성장과 더불어 가격 인상, 제품 Mix 개선에 따른 ASP 상승이 동시에 나타남에 따라 해외 껴린 실적 기여도가 확대되고 있다.

〈표2〉KT&G 카자흐스탄 유통 커버리지 확장 추이 및 전망

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

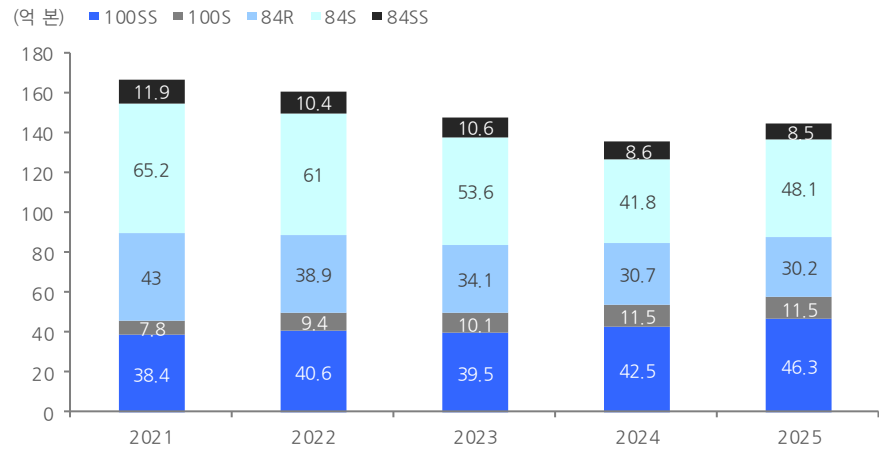
자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림9〉 KT&G 카자흐스탄 내 M/S 추이: 2025년 M/S 3위(9.6%)



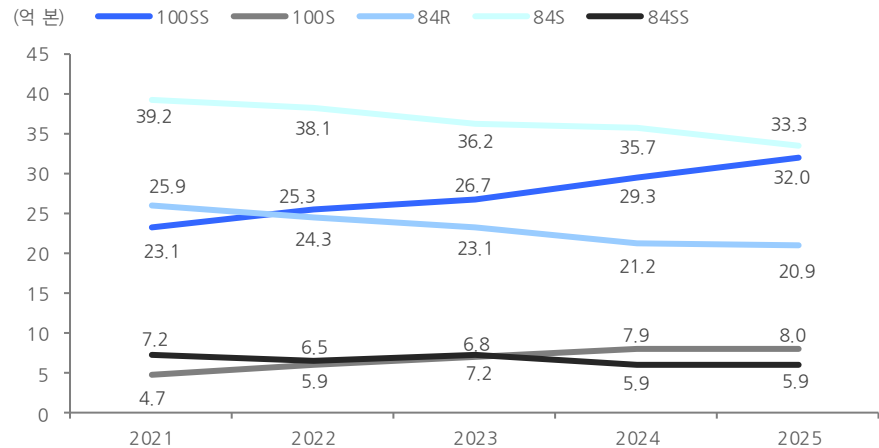
자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림10〉 카자흐스탄 타입 별 궤련 수요 추이: 100 초슬림 수요 지속 증가 중



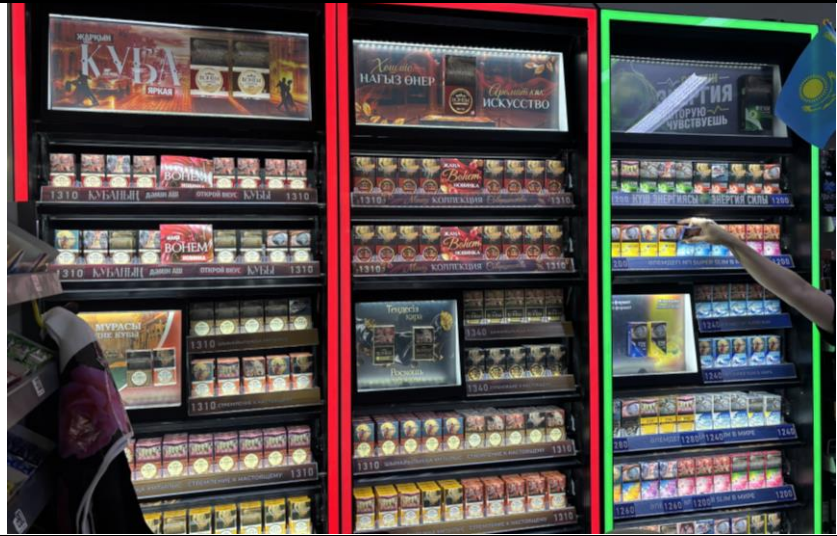
자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림11〉 카자흐스탄 타입 별 궤련 수요 비중 추이: 100 초슬림 내 KT&G M/S 26%



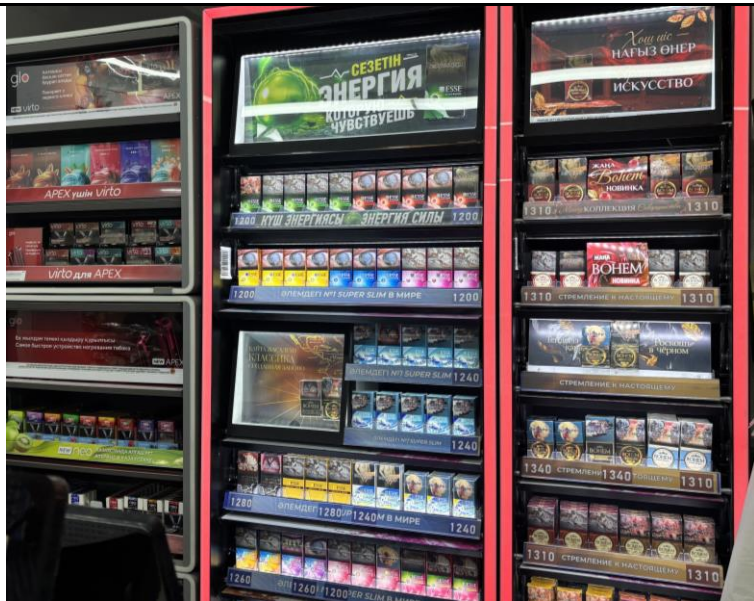
자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림12〉 카자흐스탄 알마티 Prime Market KT&G 궐련 판매 매대



자료 : KT&G, 현대차증권

〈그림13〉 카자흐스탄 알마티 FRESHKA KT&G 궐련 판매 매대



자료 : KT&G, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q24	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,713.8	1,703.6	1,701.6	1,990.6	1,649.1	5,908.8	6,579.7	7,044.8
YoY(%)	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.3%	9.9%	9.0%	-3.8%	0.8%	11.4%	7.1%
1. 담배	988.1	1,090.5	1,232.3	1,056.3	1,155.9	1,218.5	1,367.8	1,130.5	3,906.3	4,367.2	4,872.7
YoY(%)	15.4%	10.2%	17.6%	4.4%	17.0%	11.7%	11.0%	7.0%	8.1%	11.8%	11.6%
1-1. 국내	512.1	548.4	614.9	504.0	493.3	579.4	613.8	503.1	2,208.2	2,179.4	2,189.6
YoY(%)	-0.2%	-3.1%	4.7%	-6.9%	-3.7%	5.7%	-0.2%	-0.2%	0.5%	-1.3%	0.5%
궤련	373.6	408.3	446.6	363.6	352.9	412.8	438.0	357.2	1,649.2	1,592.1	1,560.8
NGP	138.5	140.1	168.3	140.4	140.4	166.6	175.9	145.9	559.0	587.3	628.8
1-2. 해외	469.6	525.1	635.0	550.8	660.2	633.8	749.9	625.9	1,675.0	2,180.5	2,669.8
YoY(%)	38.9%	25.2%	39.2%	19.4%	40.6%	20.7%	18.1%	13.6%	20.3%	30.2%	22.4%
궤련	449.1	469.1	524.2	435.3	559.6	557.7	632.2	501.2	1,450.1	1,877.7	2,250.8
NGP	20.5	56.0	110.8	115.5	100.6	76.1	117.7	124.6	224.9	302.8	419.1
1-3 반제품	6.4	17.1	-17.5	1.5	2.4	17.8	4.0	1.6	23.1	7.5	25.7
2. 건기식	314.4	220.6	359.8	242.2	332.6	223.8	367.0	248.0	1,301.6	1,137.0	1,171.4
YoY(%)	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	5.8%	1.5%	2.0%	2.4%	-6.6%	-12.6%	3.0%
3. 부동산	100.4	143.7	146.1	322.4	116.9	158.3	160.0	170.0	361.3	712.6	605.2
YoY(%)	122.1%	78.5%	48.3%	135.2%	16.4%	10.2%	9.5%	-47.3%	-34.3%	97.2%	-15.1%
4. 기타	88.2	93.1	88.7	92.9	98.2	101.0	95.8	100.5	339.6	362.9	395.5
YoY(%)	7.5%	5.5%	5.3%	9.3%	11.3%	8.5%	8.0%	8.2%	10.8%	6.9%	9.0%
영업이익	285.6	349.9	465.3	242.9	364.5	414.5	527.9	272.5	1,188.8	1,343.7	1,579.4
OPM(%)	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	24.4%	26.5%	16.5%	20.1%	20.4%	22.4%
YoY(%)	20.7%	8.7%	11.4%	14.3%	27.7%	18.5%	13.5%	12.2%	1.8%	13.0%	17.5%
1. 담배	252.9	321.9	371.8	204.7	321.6	382.5	429.5	244.2	1,081.5	1,151.3	1,377.8
OPM(%)	25.6%	29.5%	30.2%	19.4%	27.8%	31.4%	31.4%	21.6%	27.7%	26.4%	28.3%
YoY(%)	22.4%	1.7%	11.0%	-8.4%	27.2%	18.8%	15.5%	19.3%	10.7%	6.5%	19.7%
2. 건기식	18.2	6.2	71.5	7.0	27.9	10.0	74.5	9.2	96.4	102.9	121.6
OPM(%)	5.8%	2.8%	19.9%	2.9%	8.4%	4.5%	20.3%	3.7%	7.4%	9.1%	10.4%
YoY(%)	-20.9%	흑전	3.9%	25.0%	53.3%	61.3%	4.2%	31.1%	-17.7%	6.7%	18.2%
세전이익	335.2	187.5	547.3	384.6	508.0	488.9	577.0	291.6	1,558.7	1,454.5	1,865.5
세전이익(%)	22.5%	12.1%	30.0%	22.4%	29.8%	28.7%	29.0%	17.7%	26.4%	22.1%	26.5%
YoY(%)	-8.3%	-56.5%	72.7%	-13.7%	51.6%	160.8%	5.4%	-24.2%	25.6%	-6.7%	28.3%
지배주주순이익	255.6	143.3	419.3	271.9	380.5	364.3	436.1	205.9	1,165.7	1,090.1	1,386.8
순이익(%)	17.1%	9.3%	22.9%	15.9%	22.3%	21.4%	21.9%	12.5%	19.7%	16.6%	19.7%
%YoY	-10.7%	-54.2%	73.8%	-16.4%	48.9%	154.1%	4.0%	-24.3%	29.1%	-6.5%	27.2%

자료: KT&G, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,909	6,580	7,045	7,300	7,520
증가율 (%)	0.8	11.4	7.1	3.6	3.0
매출원가	3,007	3,435	3,636	3,746	3,851
매출원가율 (%)	50.9	52.2	51.6	51.3	51.2
매출총이익	2,902	3,144	3,409	3,555	3,668
매출이익률 (%)	49.1	47.8	48.4	48.7	48.8
증가율 (%)	3.3	8.3	8.4	4.3	3.2
판매관리비	1,713	1,801	1,830	1,904	1,952
판매비율 (%)	29.0	27.4	26.0	26.1	26.0
EBITDA	1,439	1,636	1,986	2,072	2,124
EBITDA 이익률 (%)	24.4	24.9	28.2	28.4	28.2
증가율 (%)	2.2	13.7	21.4	4.3	2.5
영업이익	1,189	1,344	1,579	1,651	1,717
영업이익률 (%)	20.1	20.4	22.4	22.6	22.8
증가율 (%)	1.9	13.0	17.5	4.6	4.0
영업외손익	357	73	242	258	256
금융수익	165	148	121	132	133
금융비용	92	110	101	100	101
기타영업외손익	284	35	222	226	224
종속/관계기업관련손익	19	39	45	34	35
세전계속사업이익	1,566	1,455	1,866	1,943	2,008
세전계속사업이익률	26.5	22.1	26.5	26.6	26.7
증가율 (%)	25.5	-7.1	28.2	4.1	3.3
법인세비용	394	352	477	479	489
계속사업이익	1,172	1,103	1,389	1,464	1,518
중단사업이익	-7	-1	-0	0	0
당기순이익	1,165	1,102	1,388	1,464	1,518
당기순이익률 (%)	19.7	16.7	19.7	20.1	20.2
증가율 (%)	26.4	-5.4	26.0	5.5	3.7
지배주주지분 순이익	1,166	1,090	1,387	1,460	1,513
비지배주주지분 순이익	-1	12	1	5	5
기타포괄이익	30	109	92	0	0
총포괄이익	1,195	1,212	1,480	1,464	1,518

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	822	583	1,248	1,569	1,472
당기순이익	1,165	1,102	1,388	1,464	1,518
유형자산 상각비	219	260	375	388	374
무형자산 상각비	31	32	32	33	33
외환손익	-327	47	-134	0	0
운전자본의 감소(증가)	-365	-804	-383	-169	-274
기타	99	-54	-30	-147	-179
투자활동으로인한현금흐름	-530	101	-417	-225	-182
투자자산의 감소(증가)	-123	-180	181	-90	-81
유형자산의 감소	21	264	5	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-768	-640	-312	-300	-300
기타	340	657	-291	165	199
재무활동으로인한현금흐름	-293	-948	-885	-1,012	-1,040
차입금의 증가(감소)	56	-108	1	0	0
사채의증가(감소)	513	113	25	-150	0
자본의 증가	1	3	1	0	0
배당금	-587	-604	-685	-799	-903
기타	-276	-352	-227	-63	-137
기타현금흐름	105	41	95	0	0
현금의증가(감소)	104	-222	41	331	251
기초현금	1,032	1,136	914	955	1,286
기말현금	1,136	914	955	1,286	1,537

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,176	7,026	7,401	7,957	8,412
현금성자산	1,136	914	955	1,286	1,537
단기투자자산	484	302	290	300	310
매출채권	1,363	1,537	1,522	1,576	1,625
재고자산	3,101	3,285	3,161	3,273	3,375
기타유동자산	797	898	853	900	945
비유동자산	6,749	7,163	7,033	7,038	7,044
유형자산	2,664	2,823	2,875	2,786	2,712
무형자산	180	171	173	176	175
투자자산	2,852	3,151	3,003	3,093	3,174
기타비유동자산	1,053	1,018	982	983	983
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,925	14,189	14,435	14,995	15,456
유동부채	3,143	3,237	3,155	3,180	3,009
단기차입금	288	333	225	235	185
매입채무	352	328	321	324	334
유동성장기부채	157	424	424	414	389
기타유동부채	2,346	2,152	2,185	2,207	2,101
비유동부채	1,424	1,616	1,625	1,495	1,513
사채	808	924	958	808	808
장기차입금	214	106	107	107	107
장기금융부채	7	6	6	6	6
기타비유동부채	395	580	554	574	592
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,567	4,853	4,780	4,676	4,522
지배주주지분	9,239	9,279	9,601	10,260	10,871
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	535	538	539	539	539
자본조정 등	-1,031	-835	-640	-640	-640
기타포괄이익누계액	-3	70	147	147	147
이익잉여금	8,783	8,552	8,599	9,259	9,870
비지배주주지분	119	57	54	59	64
자본총계	9,358	9,336	9,655	10,319	10,935

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	8,969	9,074	12,905	14,104	14,627
EPS(지배순이익 기준)	8,975	8,973	12,892	14,059	14,578
BPS(자본총계 기준)	74,651	79,136	93,002	99,405	105,332
BPS(지배지분 기준)	73,700	78,656	92,477	98,836	104,715
DPS	5,400	6,000	7,500	8,500	9,000
P/E(당기순이익 기준)	11.9	15.7	13.3	12.2	11.8
P/E(지배순이익 기준)	11.9	15.8	13.3	12.2	11.8
P/B(자본총계 기준)	1.4	1.8	1.8	1.7	1.6
P/B(지배지분 기준)	1.5	1.8	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(Reported)	9.1	10.6	8.9	8.3	7.9
배당수익률	5.0	4.2	4.4	5.0	5.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	32.7	1.2	42.2	9.3	3.7
EPS(지배순이익 기준)	35.7	-0.0	43.7	9.1	3.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.5	11.8	14.6	14.7	14.3
ROE(지배순이익 기준)	12.7	11.8	14.7	14.7	14.3
ROA	8.7	7.8	9.7	9.9	10.0
안정성 (%)					
부채비율	48.8	52.0	49.5	45.3	41.4
순차입금비용	순현금	5.6	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	28.2	18.1	21.2	26.2	27.7

China Issue

미·중 정상회담: 패자 없는 이벤트가 될 것

미·중 정상회담 전 양국의 온도차

-9월 23일부터 개최되는 정상회담을 앞두고, 양국은 지난주 후반까지 온도차가 존재
-미국의 언론 매체들이 시진핑 주석의 방미는 확정사실로 간주해 양국의 정상회담에서 다룰
예상 주제들에 대한 보도했던 반면, 중국 정부는 18일 오후까지 불확정적인 입장을 보이다
19일에야 19일부터 23일까지 허리띠 부총리가 이끄는 대표단의 방미 사실을 발표함
-즉, 양국이 정상회담 직전까지 입장차이를 좁히기 위해 치열하게 협상했음을 추정할 수 있음

무엇을 협상했고, 발표할 것인가?

양국간의 예상되는 협상 주제는 AI 및 기술 경쟁, 희토류 및 핵심광물 수출 통제, 관세 및 무역 협
상 연장 세가지라고 할 수 있고 대만 문제는 협상에서 배제했을 가능성도 있음

-미·중 양국의 AI 및 기술 경쟁 합의: 엔비디아, OpenAI, 테슬라, 구글 등 미국 빅테크 기업들의 수
장들도 이번 정상회담에 동참이 예상되지만 트럼프 정부 역시 AI속도조절론에 회의적인만큼 중국
의 Open Weight 모델에 대한 기술 위협 및 규제 논의, AI기술 표준 디커플링, AI 안보사고 메커니
즘 개설 등에 대한 적극적 논의보다는 양국 대화채널 구축 수준의 합의도출이 예상됨 그리고, 미국
의 대중국 AI반도체 수출 제한과 같은 핵심 레드라인에 큰 변화를 기대하기 어려울 전망

-미국의 희토류 및 핵심 광물 공급 확보: 중국의 희토류 및 핵심 광물의 대미 공급망 확보는 미국
의 협상 성과가 될 요인 중 하나로 이번 정상회담 전 다시 한번 미국이 중국으로부터 강력하게 요
구하는 것으로 알려짐. 이점을 반증하듯 중·미 관계악화로 일본에 희토류 수출을 억제했던 중국이
8월 일본에 희토류 자석 수출을 풀어준 배경도 미국의 공급망 관련 요구를 받아들인 것으로 추정

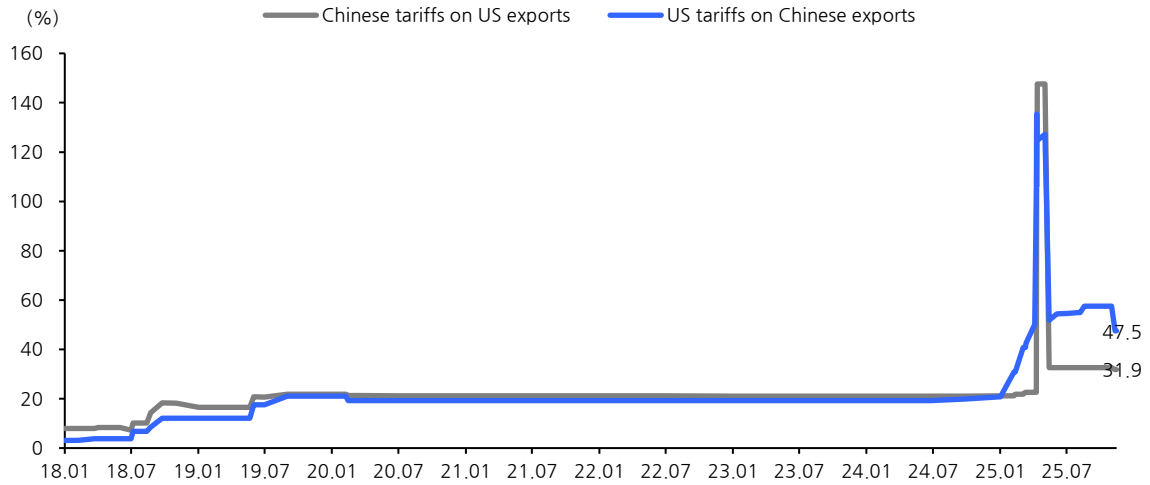
-중국의 관세 장기 유예 및 대만 문제: 미국의 대중 관세 유예 기간인 11월이 다가옴에 따라 미국
은 6개월 단위 연장을, 중국은 1년 이상의 연장을 원하며 합의 중인 것으로 알려짐. 중국은 긍정적
협상 결과를 끌어내기 위해 9월 중 대두 100만톤 추가 주문 및 미국산 LNG를 20년간 연 50만톤
수입 계약을 체결한 것으로 알려짐. 양국의 협상 결과가 긍정적이라면 관세 유예기간이 1년 이상
으로 발표될 것이며, 중국이 민감한 대만 문제는 아예 언급되지 않을 가능성이 높음

정리 및 결론

-이번 정상회담에서 시장의 예상 외의 서프라이즈는 기대하기 어려운 상황
-미·중 양국 정부가 서로 원하는 요구사항들이 명확하고, 정상회담 개최가 성사되었다는 점 자체가
요구사항들을 상대방으로부터 관철시킬 가능성이 높다고 판단
-즉, 양국 관계의 불확실성이 당분간 각국의 경제 및 증시에 리스크 요인으로 부각되지 않을 가능
성이 높은 점은 긍정적이라고 예상됨

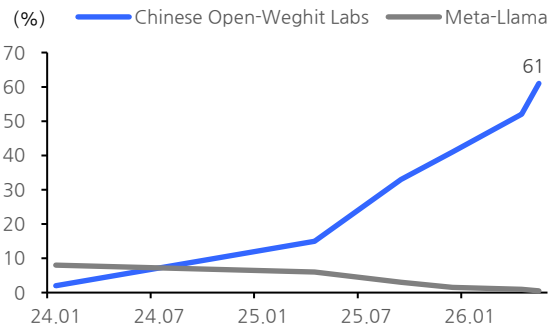
Analyst 여태경 Tk.yeo@hmsec.com

〈그림1〉 미·중 상호 관세 추이



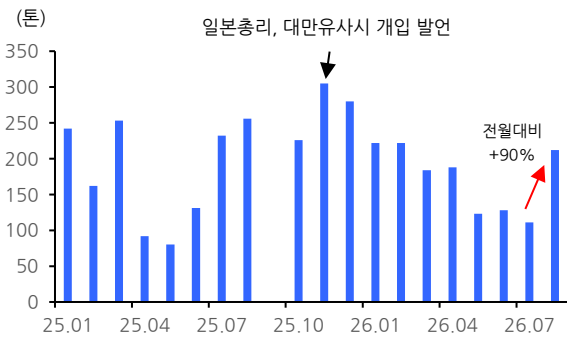
자료: UN Comtrade, PPIE, 현대차증권

〈그림2〉 OpenRouter에서 Token소비량 점유율 추이



자료: OpenRouter, Wing.VC재인용, 현대차증권

〈그림3〉 중국의 대일 희토류 영구자석 월별 수출량

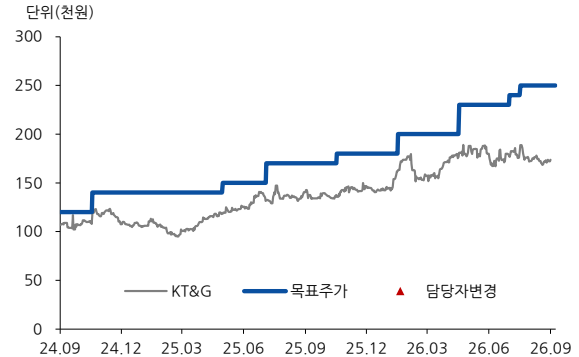


자료: 해관총서, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.09	BUY	120,000	-10.43	-2.58
2024.11.08	BUY	140,000	-22.39	-11.86
2025.05.08	AFTER 6M	140,000	-16.21	-14.50
2025.05.21	BUY	150,000	-14.53	-6.20
2025.07.25	BUY	170,000	-19.85	-13.41
2025.11.07	BUY	180,000	-19.73	-10.11
2026.02.06	BUY	200,000	-17.54	-10.15
2026.05.08	BUY	230,000	-22.23	-17.83
2026.07.22	BUY	240,000	-24.85	-22.58
2026.08.07	BUY	250,000	-30.36	-25.72
2026.09.22	BUY	250,000		

▶ 최근 2년간 KT&G 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성과 관련하여 당사의 애널리스트 하회지는 KT&G의 탐방행사에 KT&G의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.