meritz Securities

KT&G 033780

Analyst 김정욱 6414@meritz.co.kr
RA 황홍진 hongjin.hwang@meritz.co.kr

Company Insight 2026. 9. 18



이 보고서는 요약본입니다

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
해외궐련 성장과 강화될 주주환원, 두 가지 핵심 축



KT&G (033780) 유라시아 정복(征服)의 전진기지, 카자흐스탄을 가다

Analyst **김정욱**
6414@meritz.co.kr

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 20만㎡·연면적 5.2만㎡에 3개 라인, 설비 능력 약 60억 개비 규모로 '25년 2분기 상업 생산에 진입. 생산의 40.3%가 키르기스·러시아·우즈벡·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 신제품 23종을 카자흐 공장에서 개발 · 생산
- 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

- 해외궐련은 판가 인상과 판매량 증가가 함께 반영되고, 달러 강세에 따른 환효과가 더해져 두 자리 수 성장 지속 예상. 국내궐련은 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

(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

KT&G(033780)

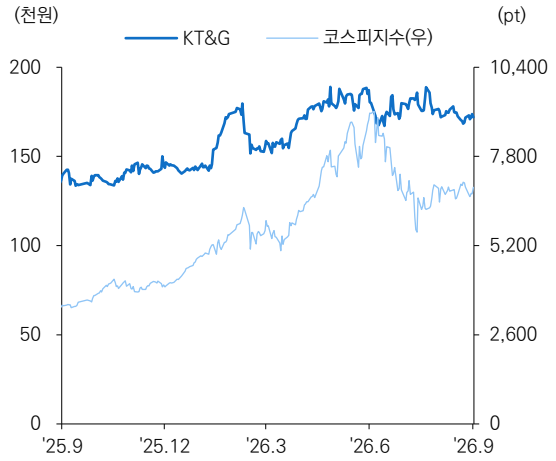
KOSPI	6,894.23pt
시가총액	178,554억원
발행주식수	10,381만주
유동주식비율	85.53%
외국인비중	51.14%
52주 최고/최저가	189,000원/133,600원
평균거래대금	455.9억원

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

KT&G(033780)

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 정확하게 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

