



# KT&G (033780)

[Rival Match: KT&G vs PMI] 너에게 난 나에게 넌

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

## Buy (유지)

목표주가(유지): 120,000원

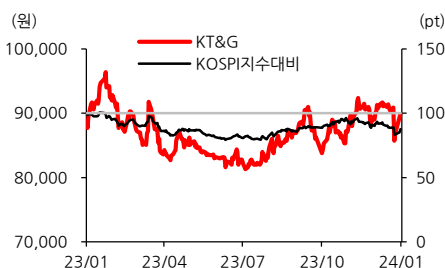
현재 주가(1/4)	90,400 원
상승여력	▲32.7%
시가총액	120,976 억원
발행주식수	133,822 천주
52 주 최고가 / 최저가	96,400 / 81,300 원
90 일 일평균 거래대금	228.59 억원
외국인 지분율	42.7%
주주 구성	
자사주 (외 1 인)	15.7%
FirstEagleInvestmentManagementLLC(외 1 인)	7.3%
중소기업은행 (외 1 인)	7.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	4.2	8.6	1.1
상대수익률(KOSPI)	-3.5	-1.6	8.4	-16.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,851	5,864	6,383	6,788
영업이익	1,268	1,149	1,268	1,390
EBITDA	1,493	1,393	1,571	1,771
지배주주순이익	1,016	907	969	1,063
EPS	7,399	7,799	8,536	9,674
순차입금	-1,423	-862	-291	190
PER	12.4	10.8	10.6	9.3
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.5	7.7	7.5	6.9
배당수익률	5.5	6.2	6.0	6.2
ROE	11.0	9.8	10.4	10.9

### 주가 추이



KT&G의 해외 판로 확대를 위해 선제 되어야 할 생산/규제/소비자 사후관리 문제를 고려하였을 때, PMI가 바라는 연기 없는 세상을 만들기 위해 KT&G와 PMI는 서로 포기할 수 없는 경쟁자이자 파트너입니다. KT&G의 PMI의 현재와 향후 전략에 대해 비교 분석해 보았습니다.

### KT&G의 현재와 미래

한국 무연담배 시장은 2017년 이후 지속적으로 확대되는 추세다. 2023년 처음으로 KT&G의 시장점유율이 소폭 하락하였으나 2024년부터는 시장 성장과 점유율 확대가 다시 이어질 전망이다. 무연담배 매출 증가로 2022년 처음으로 2조원을 돌파한 KT&G의 내수 매출은 전사 실적의 하단을 지지해 갈 전망이다.

### PMI의 현재와 미래

2023년 3분기 누적 기준 PMI 전체 매출액의 35.4%가 무연담배다. 2025년까지 50% 초과 달성이 목표다. 이를 위해 IQOS로 대변되는 HNB(Heat Not Burn, 무연담배의 일종)뿐만 아니라 Nicotine Pouches 등으로 카테고리를 확장할 계획이다. 중국을 제외하고 아직까지 IQOS가 상업화되지 않은 지역의 비중은 35%로 추산된다. 이 중 시장 규모가 가장 큰 국가는 인도네시아지만 PMI가 미국에서 유일하게 연초담배 사업을 하지 않고 있어 성장성 및 실적 기여도에 대한 기대는 인도네시아 못지않게 미국도 높다. 현재 미국 2개 주에서 IQOS3가 판매되고 있으며 ILUMA의 PMTA는 10월에 제출되어 2024년 하반기 이후 출시가 예상된다.

### 너에게 난 나에게 넌

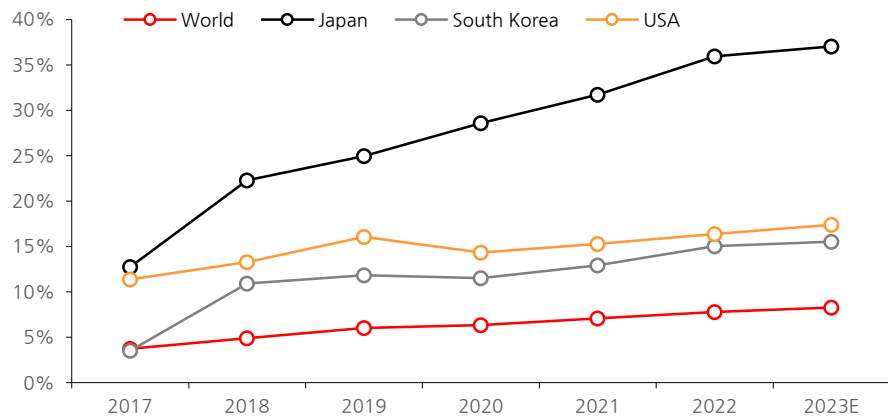
PMI는 Vaping, Nicotine Pouches 등으로도 무연 담배의 영역을 확대하며 자사 HNB 디바이스는 IQOS ILUMA로 집중할 계획이다. 동시에 KT&G의 lii, FIIT 해외 판매 확대로 더 많은 연초 담배 흡연자들을 무연 담배로 전환시킬 계획이다. 현재 KT&G의 HNB 제품은 PMI를 통해 31개 국가에 출시되어 있다. 31개 국가 중 일부 국가에만 KT&G의 기술력이 집약된 릴 하이브리드가 판매되고 있어 향후 릴 하이브리드의 해외 판매 확대로 기진출국 내 추가 성장과 KT&G의 해외 스톡 수익 증가가 예상된다.

## >> KT&G의 현재와 미래

### 한국 시장 제패하는 KT&G

2023년 한국의 무연담배(Smoke-Free Products) 시장 침투율은 19.1%(+2.1%p YoY), KT&G의 시장점유율은 46.7%(-0.7%p YoY)로 추정한다. 위 수치는 CVS POS DATA를 기반으로 한 추정치이며 전체 Retail Values를 기준으로 한 시장조사기관 Euromonitor의 한국 무연담배 시장 침투율은 15.5%(+0.5%p YoY)다. 집계 기준에 따라 일부 차이는 있지만 공통적으로 한국의 무연담배 시장 침투율은 2017년 이후 지속적으로 확대되고 있다.

[그림1] 주요 국가들의 무연담배 시장 침투율

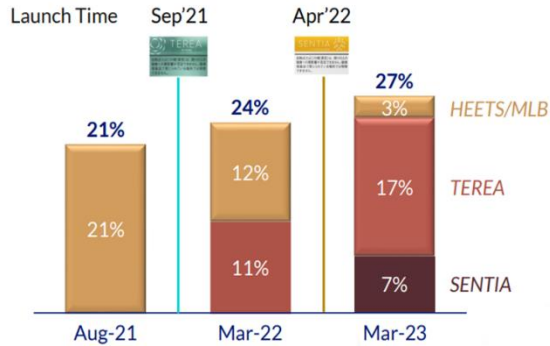


자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

2023년, PMI가 한국에서 5년 만에 새로운 플랫폼(IQOS ILUMA)을 출시했다. 이 영향으로 무연담배 출시 후 처음으로 KT&G의 무연담배 시장점유율이 전년 대비 하락했다. PMI의 새로운 플랫폼은 기존의 히팅 블레이드 타입이 아닌 스마트 코어 인덕션 시스템으로 초창기 플랫폼과 호환이 불가하다. 현재 한국에서는 IQOS3 등의 기존 디바이스 판매는 중단되었으나 기존 디바이스에 호환되는 스틱(HEETS)은 일부 제품만 단종되어 여전히 판매되고 있다. 하지만 IQOS ILUMA가 먼저 출시(2021년 9월)된 일본에서는 2024년 1월부터 기존 디바이스에 호환되는 스틱의 제품 공급을 중단한다고 발표했다. PMI가 일본에서처럼 기존 플랫폼 단종으로 객단가가 높은 디바이스와 스틱으로의 이전을 공략하는 바, 한국 소비자에게 보다 다양한 선택지를 제시할 수 있는 KT&G의 무연담배 점유율은 다시 확대되어갈 전망이다.

주요 무연 담배 시장의 성장 속도를 감안했을 때 한국의 무연담배 침투율은 최소 30%에 도달하는 시기까지 매년 1~2%p 확대될 것으로 기대한다. 무연담배 시장 확대와 점유율 상승 그리고 글로벌 상위 업체들이 사실상 포기한 연초담배 점유율 확대도 지속되며 2022년 처음으로 2조원을 돌파한 KT&G의 내수 매출은 전사 실적의 하단을 지지해갈 전망이다.

[그림2] PMI의 일본 HTU 점유율 및 믹스 변화



주: HTU=Heated Tobacco Units

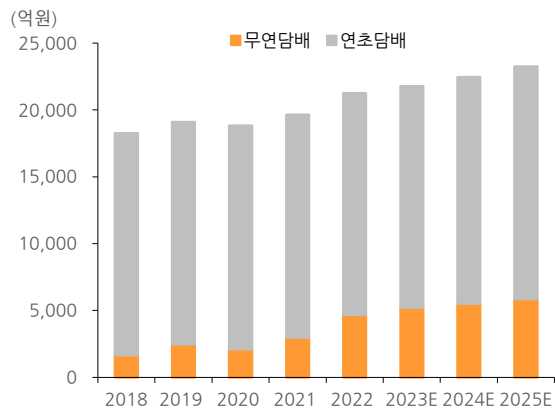
자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] PMI IQOS 변천사



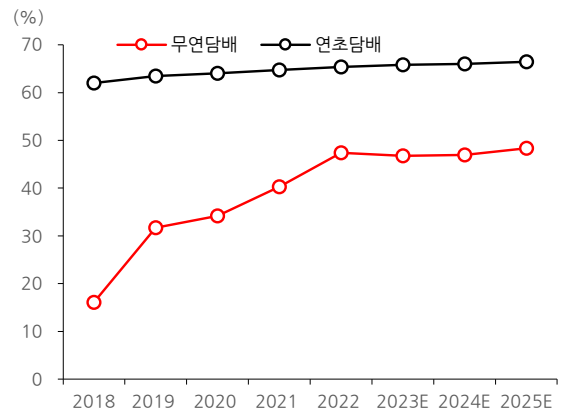
자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] KT&amp;G 내수 매출액 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] KT&amp;G 내수 시장점유율 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

## >> PMI의 현재와 미래

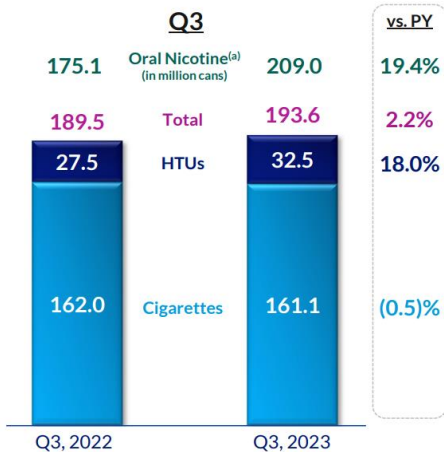
### 카테고리/지역 확장에

#### 힘쓸 PMI

PMI의 무연담배는 현재 80여개 시장에 진출해있으며, 2025년까지 무연 제품의 순수익이 전체의 50%를 초과하는 것이 중장기 목표치다. 2023년 2분기 말 기준으로 50%가 넘는 시장은 23개(일본, 그리스, 이탈리아, 폴란드, 덴마크, 체코, 루마니아 등)이며, 3분기 누적 기준 전체 매출액에서 무연 제품 매출액이 차지하는 비중은 35.4%이다.

PMI는 2024~2026년 연초담배(Combustible) 시장 감소에도 무연담배(Smoke-Free Products) 시장 성장으로 전체 총 수요는 증가할 것으로 전망하고 있다. 무연담배 중 가장 높은 성장률을 기록할 것으로 기대되는 카테고리로는 니코틴파우치(Nicotine Pouches)를 꼽았다. PMI는 현재 IQOS로 대변되는 HNB(Heat Not Burn) 뿐만 아니라 Nicotine Pouches 등으로 카테고리를 확장하며 무연담배 시장 확대를 지속할 계획이다.

[그림6] PMI 3Q23 실적



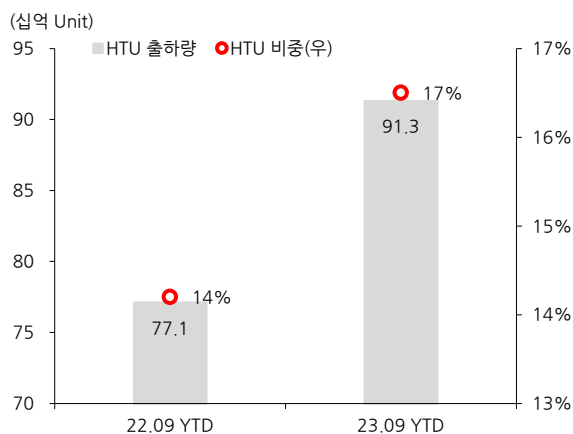
주1: HTU=Heated Tobacco Units, 주2: 단위는 십억개비  
자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] PMI 3Q23 누적 실적



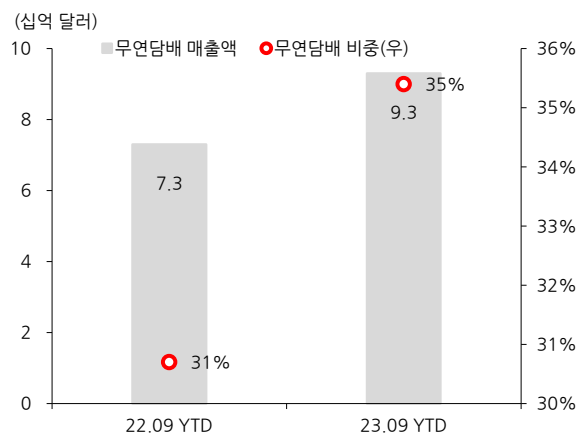
주1: HTU=Heated Tobacco Units, 주2: 단위는 십억개비  
자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] PMI HTU 출하량 비중



주: HTU=Heated Tobacco Units  
자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] PMI 무연 담배 매출액 비중



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] PMI의 시장 전망

Total Industry	Volume(stick units)		Retail Value	
	2023 Est.	2024~26 CAGR Est.	2023 Est.	2024~26 CAGR Est.
Total Nicotine	3.2tn	~ -2% to stable	~ \$475bn	~ 3 to 5%
Combustible	2.8tn	~ -4 to -2%	~ \$410bn	~ 1 to 3%
Smoke-Free Products	0.4tn	~ 10 to 15%	~ \$65bn	~ 15 to 20%
-Heat-Not-Burn	-	~ 15 to 20%	-	~ 20 to 25%
-E-Vapor	-	~ 10 to 15%	-	~ 10 to 15%
-Nicotine Pouches	-	~ 30 to 35%	-	~ 35 to 40%

주1: 전카테고리 중국 제외, 주2: E-Vapor는 Open tank system은 제외

자료: PMI, Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

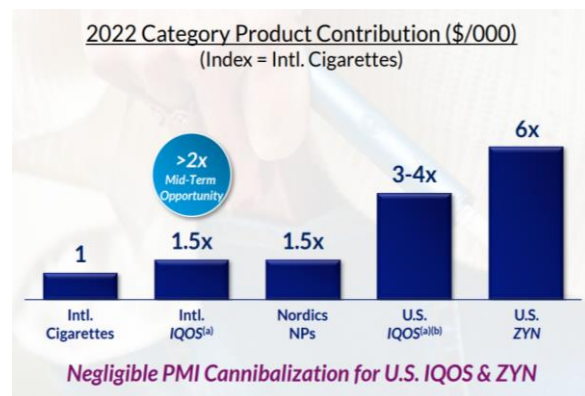
참고로 중국 제외 글로벌 니코틴파우치 시장에서 PMI의 시장점유율은 36%(2022년 기준), 미국 점유율은 76%(3Q23 기준)로 집계된다. 향후에는 대표 브랜드인 ZYN을 유럽 11개 국가, 미주 5개 국가, CIS&MEA 13개 국가 등으로 추가 출시할 계획이다.

[그림11] PMI의 Multicategory 전략



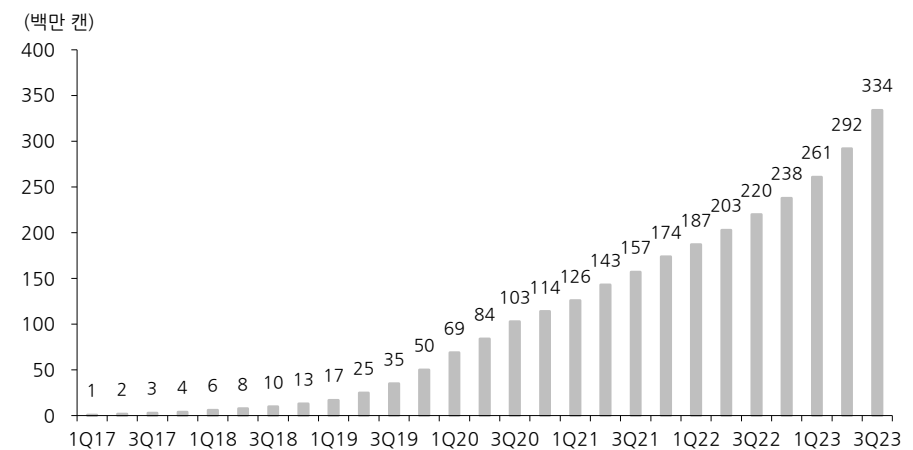
자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] PMI의 1,000개비당 마진 차이 비교



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

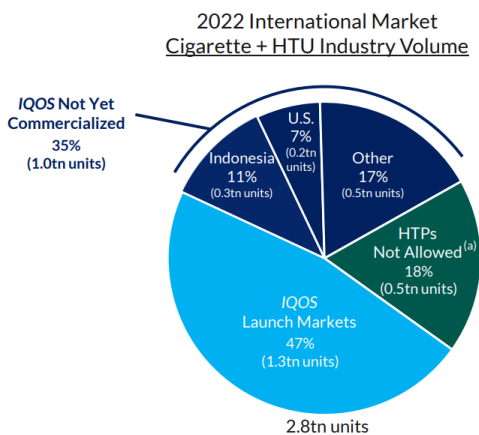
[그림13] 미국 ZYN 출하량 추이



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

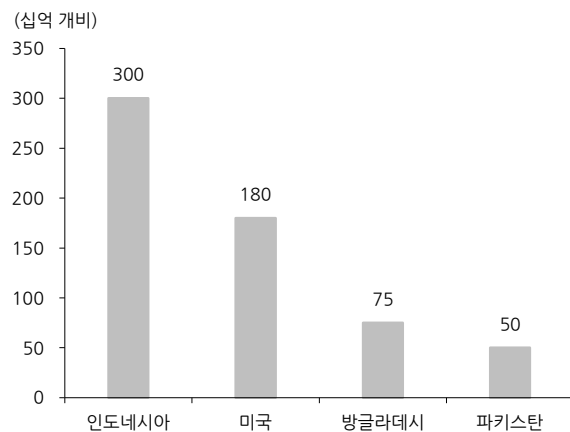
또한 중국을 제외하고 IQOS가 아직 상업화되지 않은 지역의 비중은 35%로 추산된다. 해당 지역 중 시장 규모 상위 국가는 인도네시아, 미국, 방글라데시, 파키스탄 순으로 위 4개 국가가 IQOS가 아직 상업화되지 않은 지역 내 63% 비중을 차지하고 있다. 시장 규모로는 인도네시아가 잠재력이 가장 높다. 하지만 PMI가 유일하게 미국에서 연초담배 사업을 하지 않고 있어 잠식 효과 감안 시 미국 시장에서의 성장성 및 실적 기여도를 인도네시아 못지않게 높게 평가하고 있다. PMI는 미국 2개 주에서 IQOS 3(블레이드 타입의 구식 모델)를 출시하였으며, ILUMA의 PMTA는 10월에 제출되어 2024년 하반기 이후 출시가 예상된다. 참고로 PMI는 IQOS ILUMA 미국 런칭 후 5년 내 MS 10%를 목표로 하고 있다.

[그림14] IQOS가 상업화된 국가와 그렇지 않은 국가



주1: 중국을 제외한 시장 자료, 주2: 연초담배와 HTU를 합산한 수치  
 주3: 'Not Allowed' 국가는 터키, 인도, 베트남, 브라질, 아르헨티나 등  
 자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] IQOS가 상업화되지 않은 국가 중 상위국 시장 규모



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터



## >> KT&G 와 PMI 의 시너지

PMI는 무연 담배 시장 확대를 목표로 한 Multi-Category를 갖추기 위해 투자도, 협력도 아끼지 않는 모습이다. PMI는 2020년 KT&G와 해외 판매 계약을, 2023년 1월 30일에는 15년 장기 계약을 새롭게 체결하였다. 2022년 11월, 2023년 2월 두차례에 걸쳐 Swedish Match 지분 100%를 인수했다. PMI는 자사 HNB 디바이스는 IQOS ILUMA로 집중하되 TEREA, DELIA, LEVIA 등 신규 스틱 출시로 업셀링 전략을 이어갈 계획이다. 동시에 KT&G의 리오(디바이스), FIIT(스틱) 해외 판매 확대를 통해 더 많은 연초 담배 흡연자들을 무연 담배로 전환시킬 계획이다.

KT&G의 HNB 제품은 PMI를 통해 현재 31개 국가에 출시되어 있다. 2022년까지는 진출 국가 확대가 두드러졌으나 2023년부터는 기진출국에서의 점유율 확대가 이어질 전망이다. 31개 국가 중 일부 국가에만 KT&G의 기술력이 집약된 릴 하이브리드가 출시되어 있는 것으로 파악된다. 향후 릴 하이브리드의 해외 판매 확대가 기진출국 내 추가 성장과 해외 스틱 수익 증가로 기여될 것으로 기대한다.

[그림16] 2023년 1월 30일 공시된 KT&G 투자 판단 관련 주요 경영 사항

계약 상대방	Philip Morris Products S.A.
계약 체결일	15년(2023.01.30 ~ 2038.01.29)
계약 제품	KT&G의 무연제품 디바이스 및 소모품(스틱 등) 일체
계약 지역	한국을 제외한 전세계 시장
주요 계약 조건	본계약은 2038년 1월 29일까지 15년에 걸친 계약이며, 변화하는 시장상황에 탄력적으로 대응하기 위하여 3년 주기로 성과검토 및 수량이 확정되는 보증이 연계되어 있음 PMI와 KT&G는 이러한 보증사항이 계약기간 전반에 걸쳐 증가할 것으로 보고 있으며, 총 160억분에 달하는 수량 보증으로 첫 3년 구간 시작
매출 발생 구조	① 공급상품에 대한 상품 매출 ② 공급상품 판매분에 대한 로열티 ③ 계약 상대방이 대체 생산한 상품 판매분에 대한 로열티
KT&G 자체 추정 성장성	향후 15년 해외 NGP 사업 추정 연평균 매출액 성장률: 20.6% 향후 15년 해외 NGP 사업 추정 연평균 스틱매출수량 성장률: 24.0%

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] PMI의 HNB 대표 플랫폼 IQOS ILUMA(1)



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] PMI의 HNB 대표 플랫폼 IQOS ILUMA(2)

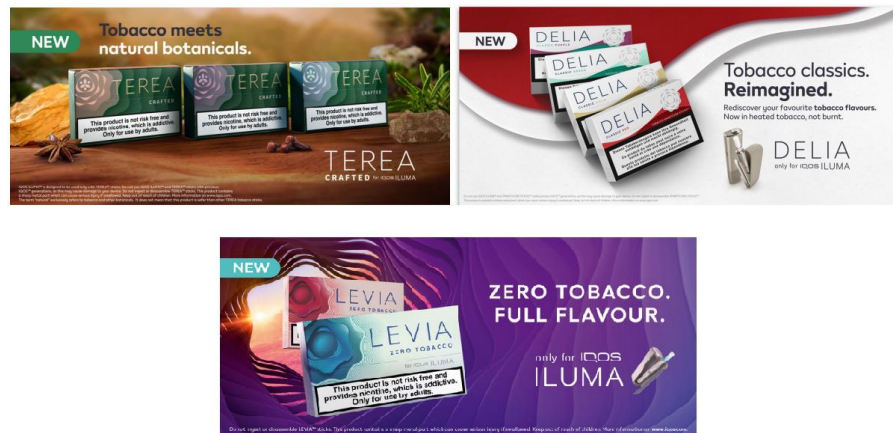
### IQOS ILUMA: Next Generation of IQOS

- IQOS ILUMA: Pleasure simplified
- New internal heating technology
  - Based on Smartcore™ induction
- Same great taste
- Premium design and customization for enhanced lifestyle appeal, advanced features
- 3 device designs covering 3 price points
- New broad range of consumables
- Addresses consumer feedback on IQOS blade heating product
- Robust and reliable, superior satisfaction
- Simple and Intuitive:
  - No cleaning and simple use
  - Self-activation & stick recognition
- Less explanation needed, positive for:
  - Time and cost of acquisition
  - After-care and retention
- Supports easier switching, higher conversion for legal-age smokers



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] IQOS ILUMA에 호환되는 다양한 스틱 출시



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] PMI의 HNB 전략

## Enhancing IQOS Portfolio to Switch More Adult Smokers

- Multi-tier IQOS device and HTU portfolio, with broad consumables selection
- Superior tobacco taste, with further innovation:
  - TEREA CRAFTED: curated collection of tobacco flavors
  - DELIA: essence of taste at more affordable price
- Expanding device and consumables portfolio to switch more adult smokers:
  - BONDS and BLENDS
  - Licensed products *lii* and *FIIT*



자료: PMI, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] KT&G 가 현재 판매중인 HNB 디바이스 라인업



하이브리드 3.0



에이플 프리미엄



에이플

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

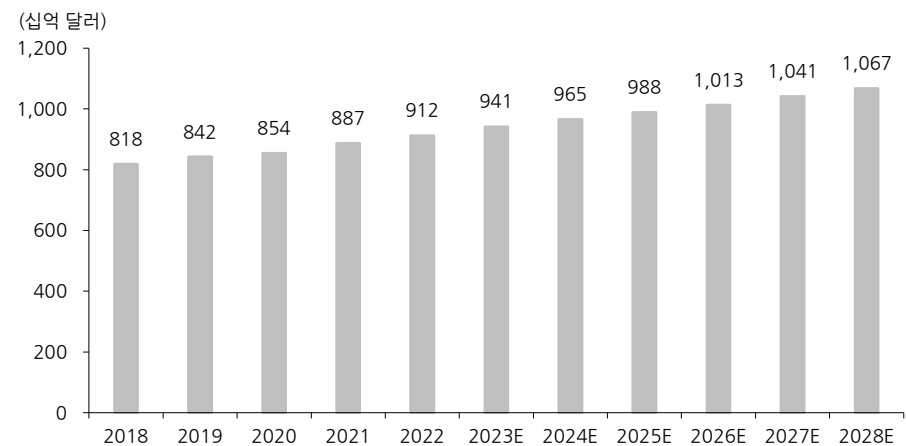


## >> 시장 분석 및 전망

글로벌 담배(Tobacco Products) 시장은 2018~2028년 연평균 성장률 +2.7%로 전망된다. 판매량은 -0.3%로 예상되는 반면 평균 판매 단가는 +1.7%로 예상되고 있다. 이와 같은 맥락으로 인당 평균 판매량은 점진적 하락세가 이어지는 반면 개비당 평균 가격은 점진적 상승세가 이어지고 있다.

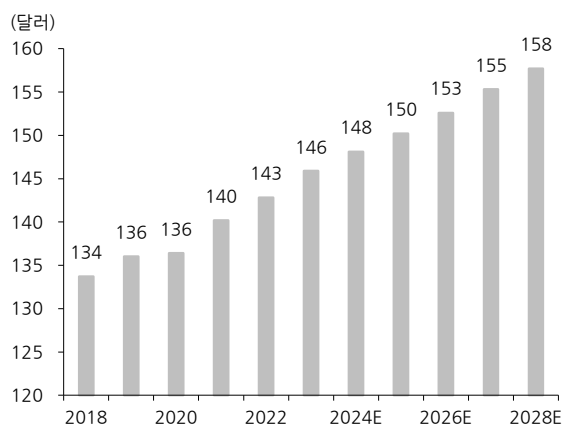
지역별로는 아시아 담배 시장이 4,494억 달러로 가장 큰 시장이다. 하지만 국영기업(中国烟草)이 전매하고 있는 중국 시장을 제외하면 아시아 담배 시장은 1,617억 달러에 불과해 유럽, 미주 다음으로 큰 시장이 중국을 제외한 아시아 시장이다.

[그림22] 금액 기준 글로벌 담배 시장 규모



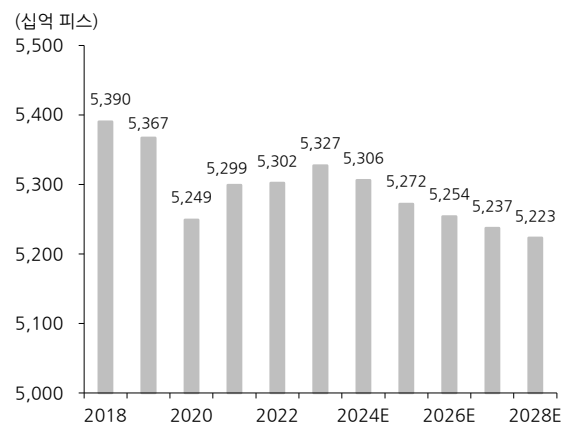
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 글로벌 인당 평균 담배 소비 금액



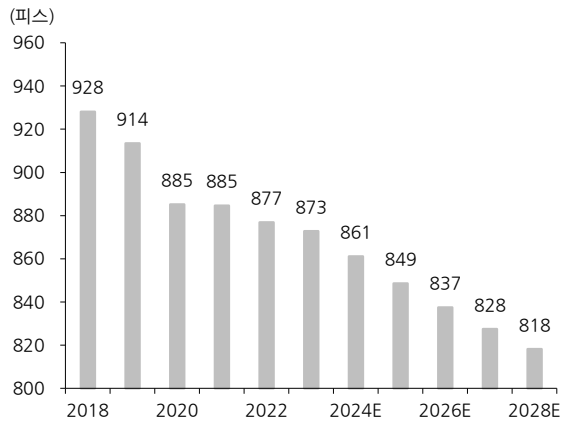
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 수량 기준 글로벌 담배 시장 규모



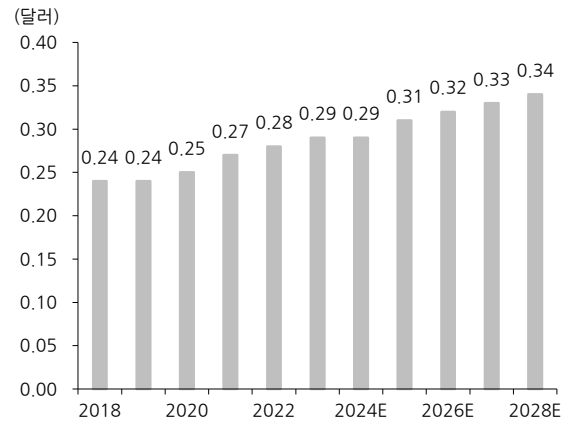
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 글로벌 인당 담배 판매량



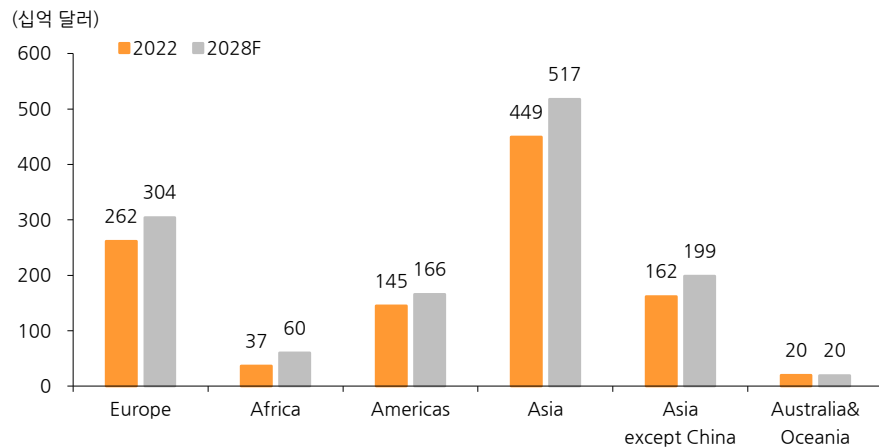
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 글로벌 담배 개비당 평균 가격



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 지역별 담배 시장 규모 및 전망치



자료: 한화투자증권 리서치센터

담배 산업은 수십년간 규제 강화 산업으로 여겨져 왔다. 흡연에 대한 직접적 규제, 세금 인상을 통한 간접적 규제가 잇따랐다. 이에 담배 시장은 장기간 위축되는 분위기였으나 니코틴 전달 방식을 달리해 유해성을 낮춘 위험저감담배(Risk-Reduced Products)가 잇따라 출시되며 담배 시장 총수요의 감소 폭은 둔화 혹은 성장 전환할 전망이다. 시판되고 있는 위험저감담배의 종류는 크게 두 가지 이다.

첫 번째는 베이핑(Vaping)제품이다. Vaping은 액체를 가열하여 담배처럼 파울 수 있는 에어로졸을 생성하는 전자 장치이다. 첫 시판 제품은 2004년 중국에서 출시된 제품이었으며 현재 대표 브랜드는 BAT의 Vype와 Vuse, JT의 Logic and Ploom이다. 두 번째는 가열식 담배(Heated Tobacco)다. 최초의 가열식 담배는 1980년대 후반에 출시되었으나 글로벌 담배 업체들이 연초담배에 준하는 니코틴 전달, 맛 등을 구현해 내며 2000년대 들어 다시 주목받고 있다. 현재 대표 브랜드는 PMI의 IQOS, KT&G의 lil, BAT의 GLO다.

### >> KT&G 실적 전망 및 Valuation

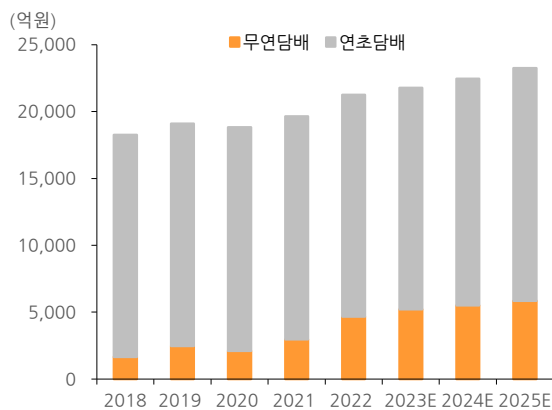
투자의견 BUY,  
목표주가 120,000원 유지

2023년 KT&G의 연결 매출액은 5조 8,642억원(+0.2% YoY), 영업이익은 1조 1,4694억원(-9.3 % YoY)으로 추정한다. 성장도 없고, 이익도 부진했던 듯 보이지만 2022년 1) PMI의 공급망 차질로 KT&G 해외 디바이스 매출이 급증했던 영향, 2) 수원 사업 및 과천 상상 PFV 준공 등에 의한 기저 영향을 감안하면 3) 해외 스틱 판매량은 90억 개비(+58.5% YoY), 해외 일반담배 판매량은 550억 개비(+11.4% YoY), 4) 해외 건기식 매출액은 3,096억원(+8.7% YoY)으로 핵심 사업 성과의 선전이 희석된 한해였다고 판단한다.

2024년 KT&G의 연결 매출액은 6조 3,830억원(+8.8% YoY), 영업이익은 1조 2,681억원(+10.3% YoY)으로 추정한다. 해외 스틱 판매량은 128억 개비(+42.2% YoY), 해외 일반담배 판매량은 619억 개비(+12.5% YoY), 해외 건기식 매출액은 3,549억원(+14.6% YoY)으로 가정하였다. 해외 스틱은 기진출 국가 내 진출 도시, SKU 확대, 해외 일반담배는 중동, 인니, 신시장 중심으로, 해외 건기식 매출액은 중국 법인 중심으로 성장할 것으로 기대한다. 2022~2023년 실적 변동성이 컸던 부동산 손익은 2024년 수도권 유희부지 개발 사업 수익 인식 개시로 2024년 대비 증익이 예상된다.

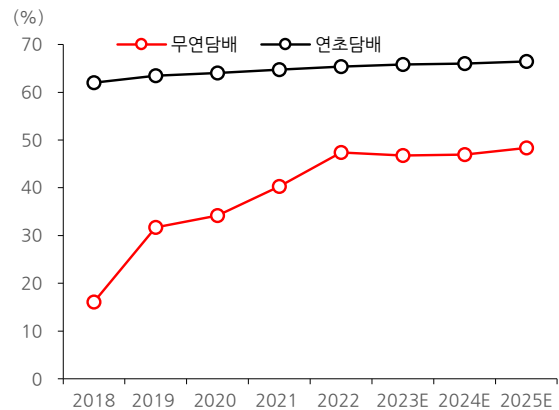
투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지한다. 목표주가 120,000원은 2024년 EPS에 해외 Peer Group PER을 Target Multiple로 적용한 수치다. KT&G는 지난 11월 투자자들과 함께한 Value Day에서 2024~2026년간 총 1.8조원 배당, 1조원 자사주 매입, 약 15%(신규 취득분 약 7.5%, 기존 보유분 약 7.5%)의 자사주 소각 계획을 발표하였다. 또한 NGP 생산 기지 다변화 및 CAPA 확대를 위해 한국 생산기지 확장(~2024년), 카자흐스탄 생산기지 건설(~2025년), 동유럽 생산 거점 확보(2025년~) 그리고 해외 일반담배 생산 체제 구축을 계획 중이라 발표했다. 글로벌 기업 수준의 주주환원 정책과 중장기 성장을 위한 투자 확대로 안정적인 고배당주 이상의 매력에 부각되어갈 전망이다. 조정시 마다 매수 접근이 유효하다 판단한다.

[그림28] KT&G 내수 매출액 추이



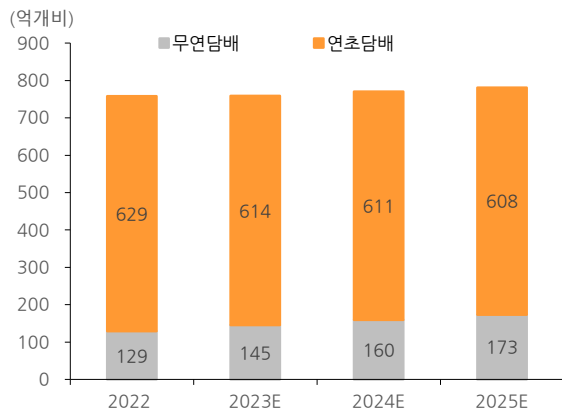
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] KT&G 내수 시장점유율 추이



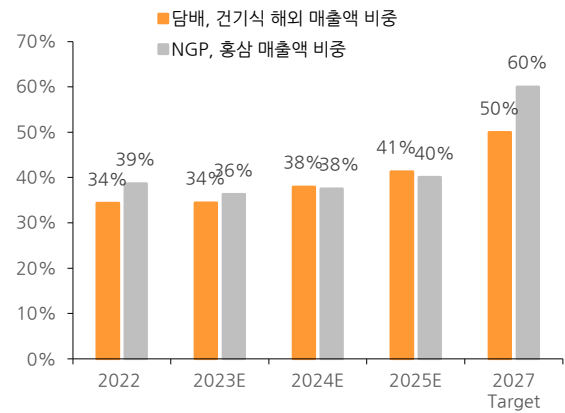
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 내수 담배 시장 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림31] KT&amp;G 주요 사업부 해외 매출 비중 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림32] KT&amp;G 해외 NGP 사업 투자 계획



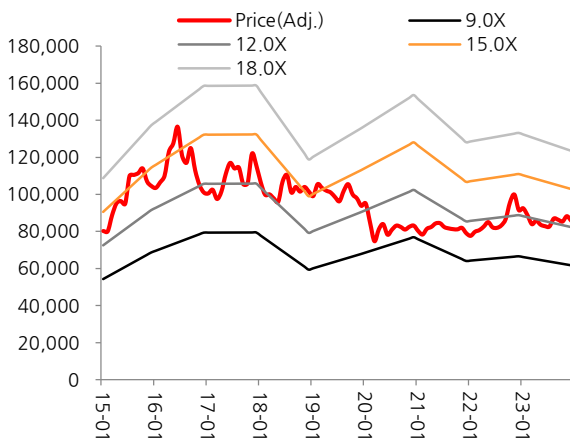
주: 2027년까지 생산능력 4.3배 증가, 해외 생산 비중 0%→46%로 확대 목표  
 자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] KT&amp;G 글로벌 연초담배 사업 투자 계획



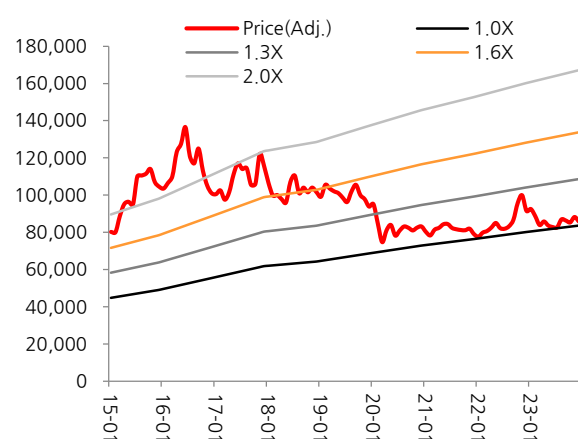
주: 2027년까지 생산능력 1.3배 증가, 해외 생산 비중 50% 이상으로 확대 목표  
 자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] KT&amp;G PER Band Chart



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] KT&amp;G PBR Band Chart



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

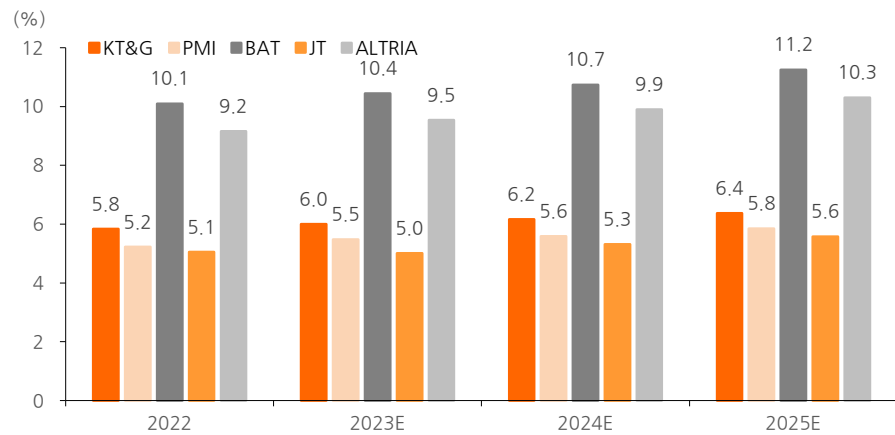
[표1] KT&amp;G의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,396</b>	<b>1,336</b>	<b>1,690</b>	<b>1,443</b>	<b>1,583</b>	<b>1,513</b>	<b>1,759</b>	<b>1,527</b>	<b>5,864</b>	<b>6,383</b>	<b>6,788</b>
담배	858	888	973	875	972	988	1,066	942	3,594	3,968	4,401
NGP	200	190	195	194	260	230	240	217	778	948	1,161
국내	128	124	136	133	136	131	144	141	520	552	585
해외	72	66	59	61	125	98	96	77	258	396	576
꿀련	655	692	770	676	708	752	817	719	2,792	2,997	3,216
국내	390	427	448	392	401	439	456	399	1,657	1,695	1,740
해외	265	266	322	283	308	314	361	320	1,136	1,302	1,476
반제품	3	6	8	6	3	6	8	6	23	23	23
건기식	384	261	413	293	404	279	450	313	1,351	1,446	1,560
국내	320	194	350	177	331	205	371	185	1,041	1,091	1,149
해외	64	67	63	116	73	74	79	129	310	355	411
부동산	84	114	225	187	130	165	156	174	609	625	445
개발	37	44	100	121	74	80	85	98	303	337	254
임대	18	18	17	18	19	18	17	18	70	72	74
자회사	29	52	108	48	37	67	54	58	236	216	118
기타	70	73	79	88	78	81	88	97	310	344	383
제약	54	57	59	64	58	62	64	69	234	253	273
화장품	16	16	20	23	19	20	24	28	76	91	109
<b>YoY (%)</b>	<b>-0.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>4.0</b>	<b>2.6</b>	<b>13.5</b>	<b>13.3</b>	<b>4.1</b>	<b>5.8</b>	<b>0.2</b>	<b>8.8</b>	<b>6.4</b>
담배	3.6	-5.7	3.1	1.7	13.3	11.2	9.6	7.6	0.6	10.4	10.9
NGP	-2.8	-17.7	-16.1	-6.7	30.5	20.8	23.4	12.0	-11.2	21.7	22.5
국내	20.9	6.0	12.5	8.2	6.1	6.1	6.1	6.1	11.7	6.1	6.1
해외	-27.9	-42.1	-47.1	-28.0	74.1	48.4	63.6	24.7	-37.1	53.4	45.5
꿀련	6.6	-1.7	9.3	4.4	8.2	8.7	6.1	6.5	4.6	7.3	7.3
국내	0.5	-2.0	-0.3	1.4	2.8	2.8	1.8	1.8	-0.2	2.3	2.7
해외	17.1	-1.3	26.3	8.9	16.1	18.2	12.2	12.9	12.4	14.7	13.3
반제품	-61.4	-2.8	6.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	-17.0	0.5	0.5
건기식	-3.2	-2.2	-8.2	6.4	5.2	6.9	9.0	6.8	-2.7	7.0	7.9
국내	-5.3	-10.1	-6.5	1.0	3.5	5.5	6.0	4.0	-5.7	4.8	5.3
해외	8.7	31.4	-16.2	15.8	13.8	11.0	25.8	11.1	8.7	14.6	15.8
부동산	-24.4	-21.3	40.3	-2.6	54.6	45.2	-30.8	-6.7	0.3	2.6	-28.7
개발	-43.6	-53.7	-1.6	-1.9	100.8	80.1	-15.8	-18.8	-21.7	11.2	-24.7
임대	1.7	3.5	-6.1	1.5	2.3	2.3	2.3	2.3	0.1	2.3	2.3
자회사	3.6	63.1	167.4	-5.6	28.8	29.8	-50.0	20.8	56.8	-8.5	-45.3
기타	5.1	13.1	11.7	11.0	10.8	10.7	11.0	11.2	10.3	10.9	11.2
제약	3.6	9.4	8.8	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.5	8.0	8.0
화장품	10.3	28.1	21.2	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	19.7	20.0	20.0
<b>영업이익</b>	<b>317</b>	<b>246</b>	<b>407</b>	<b>180</b>	<b>348</b>	<b>286</b>	<b>400</b>	<b>234</b>	<b>1,149</b>	<b>1,268</b>	<b>1,390</b>
담배 및 기타	237	243	270	183	257	255	286	202	933	1,000	1,126
건기식	55	-11	61	-5	58	-12	73	-4	100	115	132
부동산	24	11	76	2	33	43	41	36	114	153	132
<b>YoY (%)</b>	<b>-4.9</b>	<b>-24.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-10.6</b>	<b>10.0</b>	<b>16.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>29.9</b>	<b>-9.3</b>	<b>10.3</b>	<b>9.6</b>
담배 및 기타	-8.3	-18.2	1.6	2.6	8.5	5.1	5.9	10.1	-6.6	7.2	12.6
건기식	70.8	적지	-14.5	적지	5.4	적지	19.9	적지	13.6	15.3	14.8
부동산	-42.5	-73.5	10.4	-92.6	36.1	293.5	-45.8	1,646.9	-37.1	35.1	-13.9

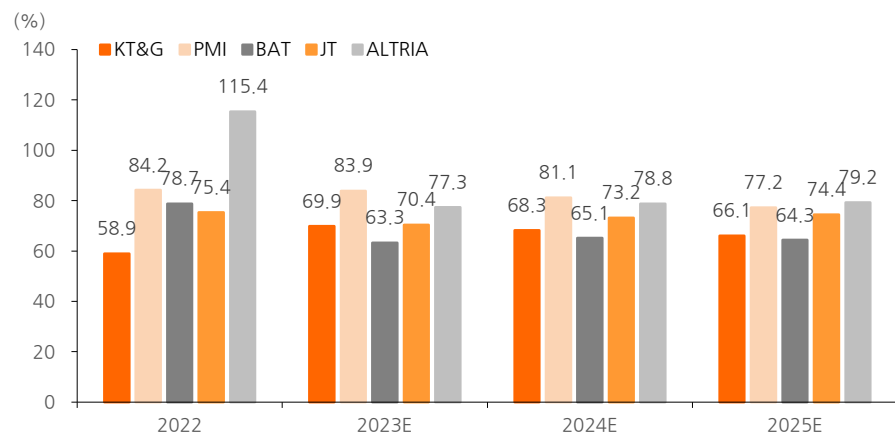
자료: KT&amp;G, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 국내외 담배 기업 배당수익률 추이



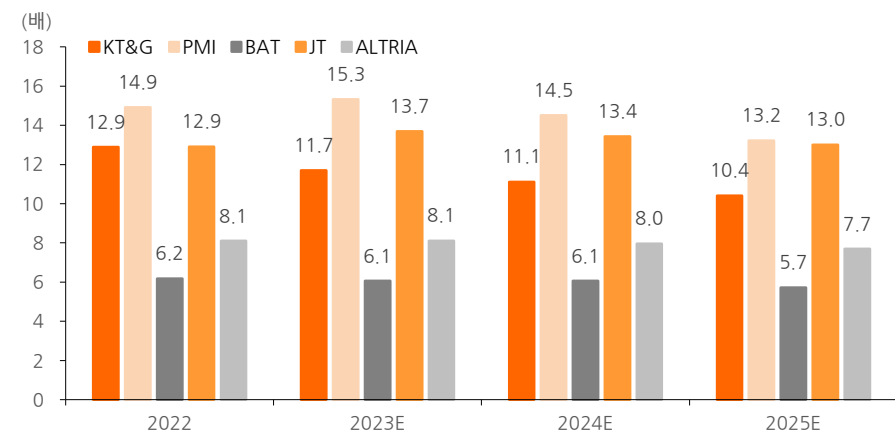
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 국내외 담배 기업 배당성장 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 국내외 담배 기업 PER 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,228	5,851	5,864	6,383	6,788
매출총이익	2,878	2,960	2,884	3,258	3,507
영업이익	1,338	1,268	1,149	1,268	1,390
EBITDA	1,556	1,493	1,393	1,571	1,771
순이자손익	20	29	32	22	31
외화관련손익	129	105	116	101	106
지분법손익	12	30	14	22	18
세전계속사업손익	1,440	1,430	1,311	1,402	1,540
당기순이익	972	1,005	938	1,009	1,109
지배주주순이익	977	1,016	907	969	1,063
증가율(%)					
매출액	3.4	11.9	0.2	8.8	6.4
영업이익	-9.2	-5.3	-9.3	10.3	9.6
EBITDA	-7.2	-4.0	-6.7	12.8	12.7
순이익	-17.1	3.5	-6.7	7.6	9.9
이익률(%)					
매출총이익률	55.0	50.6	49.2	51.0	51.7
영업이익률	25.6	21.7	19.6	19.9	20.5
EBITDA 이익률	29.8	25.5	23.8	24.6	26.1
세전이익률	27.5	24.4	22.4	22.0	22.7
순이익률	18.6	17.2	16.0	15.8	16.3

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	1,420	888	1,256	1,438	1,650
당기순이익	972	1,005	938	1,009	1,109
자산상각비	217	225	243	303	381
운전자본증감	222	-321	341	-136	-100
매출채권 감소(증가)	202	-510	-307	-139	-87
재고자산 감소(증가)	66	-98	481	-127	-92
매입채무 증가(감소)	48	545	58	147	96
투자현금흐름	-798	548	-561	-1,072	-1,184
유형자산처분(취득)	-219	-238	-389	-909	-1,010
무형자산 감소(증가)	-44	-41	-41	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-89	583	199	23	23
재무현금흐름	-948	-932	-740	-979	-956
차입금의 증가(감소)	-3	12	297	-41	-9
자본의 증가(감소)	-944	-933	-884	-938	-947
배당금의 지급	-596	-576	-581	-605	-613
총현금흐름	1,610	1,631	1,288	1,574	1,750
(-)운전자본증감(감소)	-278	-435	-87	136	100
(-)설비투자	224	241	398	918	1,018
(+)자산매각	-38	-37	-32	-29	-29
Free Cash Flow	1,626	1,787	945	491	603
(-)기타투자	502	512	75	149	160
잉여현금	1,124	1,275	870	342	443
NOPLAT	952	899	828	913	1,001
(+) Dep	217	225	243	303	381
(-)운전자본투자	-278	-435	-87	136	100
(-)Capex	224	241	398	918	1,018
OpFCF	1,223	1,319	761	163	263

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,256	6,510	6,238	5,916	5,631
현금성자산	1,421	1,644	1,403	791	301
매출채권	1,321	1,786	2,050	2,189	2,277
재고자산	2,375	2,576	2,171	2,297	2,389
비유동자산	5,381	5,792	6,359	7,170	8,011
투자자산	3,495	3,787	4,200	4,371	4,548
유형자산	1,741	1,837	1,980	2,609	3,263
무형자산	146	168	179	190	200
자산총계	11,637	12,302	12,596	13,085	13,643
유동부채	2,064	2,527	2,600	2,745	2,840
매입채무	1,684	2,172	2,290	2,437	2,533
유동성이자부채	96	93	110	100	90
비유동부채	364	416	748	727	739
비유동이자부채	91	128	431	400	401
부채총계	2,428	2,943	3,348	3,472	3,579
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	533	533	534	534	534
이익잉여금	8,638	9,131	9,249	9,614	10,064
자본조정	-968	-1,304	-1,607	-1,607	-1,607
자기주식	-880	-1,237	-1,540	-1,873	-2,206
자본총계	9,209	9,359	9,249	9,613	10,064

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,118	7,399	7,799	8,536	9,674
BPS	66,710	67,853	66,509	69,166	72,445
DPS	4,800	5,000	5,200	5,400	5,600
CFPS	11,730	11,878	9,382	11,463	12,746
ROA(%)	8.5	8.5	7.3	7.5	8.0
ROE(%)	10.7	11.0	9.8	10.4	10.9
ROIC(%)	13.5	12.6	11.5	11.8	11.6
Multiples(x, %)					
PER	11.1	12.4	10.8	10.6	9.3
PBR	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
PSR	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
PCR	6.7	7.7	8.9	7.9	7.1
EV/EBITDA	6.2	7.5	7.7	7.5	6.9
배당수익률	6.1	5.5	6.2	6.0	6.2
안정성(%)					
부채비율	26.4	31.4	36.2	36.1	35.6
Net debt/Equity	-13.4	-15.2	-9.3	-3.0	1.9
Net debt/EBITDA	-79.4	-95.3	-61.9	-18.5	10.7
유동비율	303.1	257.6	239.9	215.5	198.3
이자보상배율(배)	75.0	36.5	19.7	17.7	20.8
자산구조(%)					
투하자본	59.4	56.6	56.5	61.3	65.1
현금+투자자산	40.6	43.4	43.5	38.7	34.9
자본구조(%)					
차입금	2.0	2.3	5.5	4.9	4.7
자기자본	98.0	97.7	94.5	95.1	95.3

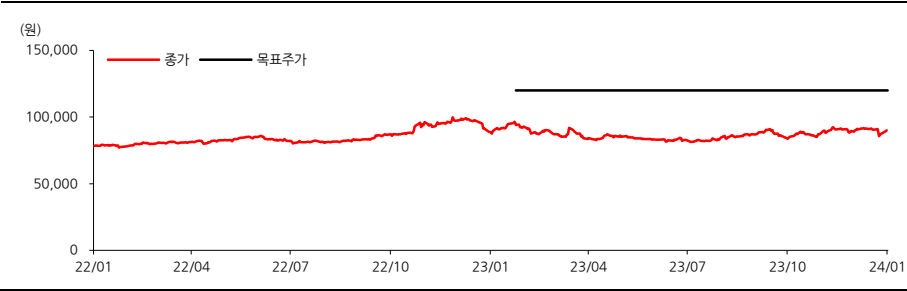
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 1월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ KT&G 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2023.01.27	2023.01.27	2023.01.31	2023.04.17	2023.07.06
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.01.05					
투자의견	Buy					
목표가격	120,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.27	Buy	120,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%