

iM증권 리서치본부

[음식료·담배]

Market-weight

iM증권

2024.09.03

In-Depth Report

[글로벌 담배산업]

담배업체에 관심이 지속되는 이유

Feat. 기초체력, 주주환원, 신성장동력, 시장 추가확대

[음식료·담배]
이경신 2122-9211
Ks.lee@hi-ib.com

[RA]
이윤경 2122-9183
lyk9507@hi-ib.com





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	4
II . Intro. 글로벌 담배업체 증가흐름	5
III. 1H24 업체별 영업실적 Review	6
IV. 일반궐련, 여전히 훌륭한 Cash Cow	7
V. 높은 현금창출 기반, 두드러진 주주환원	13
VI. 중장기 영업실적 성장동력 구축: 신규 담배·니코틴 제품으로의 확장	19
VII. 추가 시장, 제품 확대에 대한 기회: 미국	29

[기업분석]

KT&G (033780)	40
---------------	----

[Appendix]

Philip Morris International (PM-US)	46
Altria (MO-US)	49
British American Tobacco (BATS-LN)	52
JAPAN TOBACCO (2914-JP)	55



[산업분석]

I . Summary	4
II . Intro. 글로벌 담배업체 추가흐름	5
III. 1H24 업체별 영업실적 Review	6
IV. 일반궐련, 여전히 훌륭한 Cash Cow	7
V. 높은 현금창출 기반, 두드러진 주주환원	13
VI. 중장기 영업실적 성장동력 구축: 신규 담배·니코틴 제품으로의 확장	19
VII. 추가 시장, 제품 확대에 대한 기회: 미국	29

Summary

일반궐련, 여전히 훌륭한 Cash Cow

- 글로벌 5개 담배 제조업체의 일반궐련 매출액 비중은 전사대비 48.5~91.2%, 이익비중은 이보다 높은 수준
- 평균 일반궐련 OPM은 지역별 세금 반영 등 이슈를 제외 시 45~55%, 신사업 및 주주환원의 동력

높은 현금창출 기반, 두드러진 주주환원

- 23년 연간 순손실을 기록한 BAT를 제외할 경우 글로벌 담배 4개사 평균 주주환원율 92% 수준
- 이는 동일기간 기준 MSCI World F&B+Tobacco Index (66.4%) 및 MSCI US Staples (64.8%), KOSPI 음식료품 (19.6%)를 상회

중장기 영업실적 성장동력 구축: 신규 담배·니코틴 제품으로의 확장

- 궐련형 전자담배: 14년 PMI의 IQOS로 시작, 글로벌 담배제조사가 주력으로 하는 차세대 담배 시장
- 니코틴 파우치: 정제 니코틴 및 향료, 부재료를 넣은 셀룰로스 파우치를 빨이나 윗입술에 넣어서 이용, 니코틴을 몸에 흡수. 최근 미국 중심 확대 가속도

추가 시장, 제품 확대에 대한 기회: 미국

- 최근 미국은 FDA 허가를 받지 않은 니코틴 대체물질을 포함한 불법 vape 제품이 주를 이루는 시장으로 변질, 합법적 제품에 대한 시장공급 필요성 대두
- 기존 궐련담배 이상의 새로운 형태의 니코틴제품 수요 확대 예상, 합법적 제품 및 카테고리별 라인업을 갖춘 글로벌 담배 제조사에 (+)효과 기대

글로벌 담배업종에 대한 관심 지속 가능성, KT&G 목표주가 상향조정

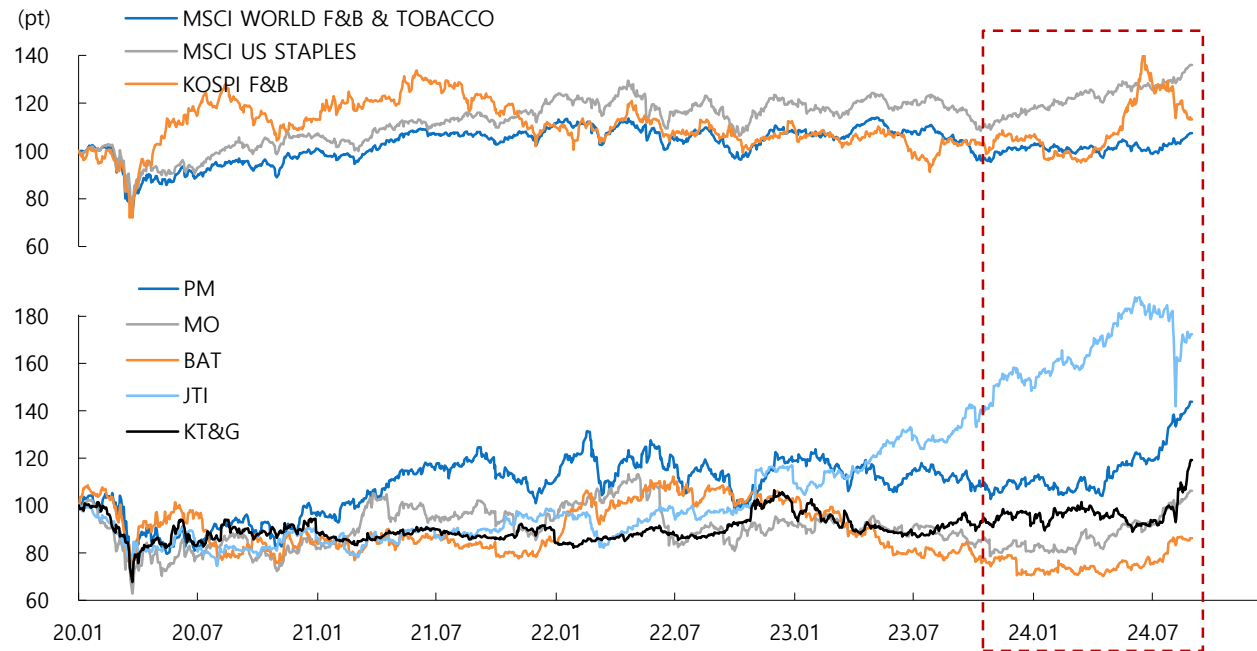
- KT&G 목표주가를 기존 11만원에서 14만원으로 상향조정, 글로벌 담배제조업체 또한 지속적인 주가상승세 시현 가능성 염두

Thanks to 기초체력, 주주환원, 신성장동력, 시장확대

- 24년 연초대비 글로벌 담배 제조기업 5개 (PMI, Altria, BAT, JTI, KT&G)의 주가상승률은 단순 산술평균시 25.5%
MSCI World F&B and Tobacco 수익률 (5.2%) 및 여타 지표대비 아웃퍼폼을 지속하는 중

- 1) 대내외 불확실성이 확대되는 상황에서, 방어주에 대한 기대는 글로벌 담배 관련주에 기회 → 견고한 펀더멘털에서 기인한 높은 현금창출력
- 2) 일부 일회성 요인을 제외할 경우 재무적으로 안정적인 상황이 지속 높은 주주환원을 유지로 이어짐
- 3) 최근 신규 담배·니코틴사업이 글로벌 담배 기업별 신성장동력으로 자리매김. 추가 성장 기대가 가능한 산업으로 탈바꿈
- 4) FDA의 합법적 제품 중심 규제 완화를 포함한 미국 시장 내 신규 담배·니코틴시장 흐름 등을 감안, 글로벌 담배업체에 추가성장 기회 존재

<그림1> 글로벌 담배 제조기업 5개업체 주가 및 MSCI World F&B+Tobacco, US staple, KOSPI F&B 비교



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

1H24 글로벌 담배업체: 경기 흐름과 다른 호실적 기록

- 글로벌 경기둔화 및 소비악화 영향에 따른 전반적인 식품업계의 영업실적 축소 흐름과 상반된 견조한 성과 시현. 대부분 컨센서스 상회
- 일반궐련 및 HNB 스틱을 포함 시 총 수량 증가세 확인, 신규 담배·니코틴제품 호조 + 가격 인상효과 지속
- 배당 및 자사주매입 등 주주환원 정책 발표

<표1> 글로벌 담배 5개업체 1H24 영업실적 요약

업체		1H24	1H23	YoY (% , %p)	실적 요약
PMI	(십억달러)				
	매출액	18.3	17.0	7.5%	2Q24 컨센서스대비 매출액, EPS 부합. 전년동기 영업권 손상 6.7억달러 반영 등 기저효과로 영업이익 ↑
	영업이익	6.5	5.3	22.5%	가열담배 출하량 +13.1% YoY, 담배 출하량 +0.4% YoY, 무연제품 판매량 +23.5% YoY
	OPM %	35.5%	31.2%	4.4%	Zyn 브랜드 강세에 따라 니코틴 파우치 판매량 +50.6% YoY 24년 조정 EPS성장률 전망 +9~11% YoY에서 +11~13% YoY로 상향. 3Q23~ 분기 DPS 1.3달러 유지
ALTRIA	(십억달러)				
	매출액	10.0	10.2	-2.0%	2Q24 컨센서스대비 매출액, EPS 부합. 구강용제품 Skoal 브랜드 손상 및 비용 증가 등 영향으로 영업이익 감소
	영업이익	5.2	5.7	-8.0%	경제악화 및 불법 전자담배 제품 증가에 따라 미국 담배 출하량 -13% YoY, 다만 Oral 제품 매출액 증가
	OPM %	52.1%	55.5%	-3.4%	24년 조정EPS +2.5~4.0% YoY 전망 3Q24 분기배당금 1.02달러, 연간DPS 4.08달러로 상향. 24년 자사주 총 34억달러 매입 계획 (1H24 24억달러 매입)
BAT	(십억파운드)				
	매출액	12.3	13.4	-8.2%	1H24 컨센서스대비 매출액 부합, EPS +21.8%
	영업이익	4.3	5.9	-28.3%	러시아와 벨라루스 매출액 미반영 관련 기저부담 및 미국 도매업체의 재고이동에 따라 매출액 감소
	OPM %	34.5%	44.2%	-9.7%	24년 글로벌 담배산업 볼륨 -3% YoY 전망 New Category 성장 기반 매출액 낮은 한자릿수 성장 전망 24년 7억파운드, 25년 9억파운드 자사주 매입 계획
JTI	(십억엔)				
	매출액	1,569.9	1,392.8	12.7%	1H24 컨센서스대비 매출액, 영업이익 부합
	영업이익	428.7	410.0	4.6%	판매량 기준 가연담배 +1.7% YoY, RRP +25.5% YoY, 특히 일본에서 Ploom 제품 +36% YoY
	OPM %	27.3%	29.4%	-2.1%	글로벌 담배 총판매량 아시아 -1.2%, 서유럽 -2.8%, EMA +5.1% YoY, 신시장 부각 24년 매출액 +9.4% YoY 전망 DPS 2H24 97엔, 24년 194엔 예상
KT&G	(십억원)				
	매출액	2,716.0	2,731.7	-0.6%	2Q24 컨센서스대비 매출액 부합, 영업이익 +18.4%
	영업이익	558.6	562.7	-0.7%	국내외 NGP스틱 개선, 국내 일반담배 m/s 증가, 해외 담배 수출/법인 물량, 가격 개선
	OPM %	20.6%	20.6%	0.0%	건기식 국내 정제, 해외 마케팅비용 확대, 부동산 조정. 24년 건기식, 부동산 영업이익 가이던스 하향조정 24년 가이던스 매출액 +10% YoY, 영업이익 +6% YoY → 2.5%, flat으로 조정. 단 담배사업부분 기존 눈높이 유지 1H24 반기배당금 주당 1,200원, 2H24 내 3,500억원 자사주 소각 예정

자료: Bloomberg, iM투자증권 리서치본부

일반궐련, 글로벌 담배 제조업체별 Cash Cow 담당

- 글로벌 5개 담배 제조업체의 일반궐련 매출액 비중은 전사대비 48.4~91.2% 차지, 이익비중은 이보다 높은 수준
- 평균 일반궐련 OPM은 지역별 세금 반영 등 이슈를 제외 시 45~55% 수준, 신사업 및 주주환원의 동력

<표2> 글로벌 담배 제조기업 5개업체 카테고리별 매출액 및 영업이익 비중

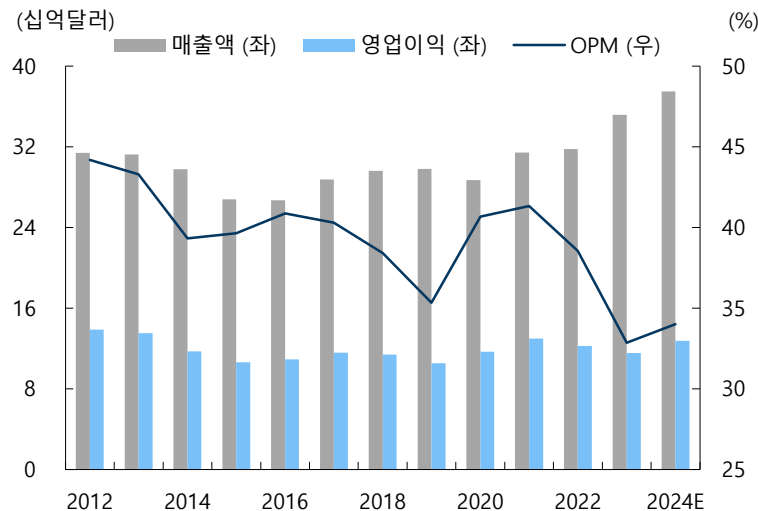
(%)	PMI	Altria	BAT	JTI	KT&G
매출액	<p>Smoke-free 36.5% Combustible Tobacco 63.5%</p>	<p>Smokeable products 88.9% Oral Tobacco 10.9% Others 0.2%</p>	<p>Combustibles 81.0% New Categories 12.3% Traditional Oral 4.3% Others 2.4%</p>	<p>Tobacco 91.2% Processed Food 5.4% Pharmaceuticals 3.3% Others 0.1%</p>	<p>일반궐련 48.4% NGP 13.3% 건기식 23.7% 부동산 9.4% 기타 5.2%</p>
영업이익		<p>Smokeable products 92.4% Oral Tobacco 14.9% Others -0.6%</p>		<p>Tobacco 96.4% Processed Food 2.5% Pharmaceuticals 1.1%</p>	<p>담배 83.7% 건기식 10.0% 부동산 6.0% 기타 0.3%</p>

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부
주: 23년 영업실적 기준

일반궤련 1. PMI

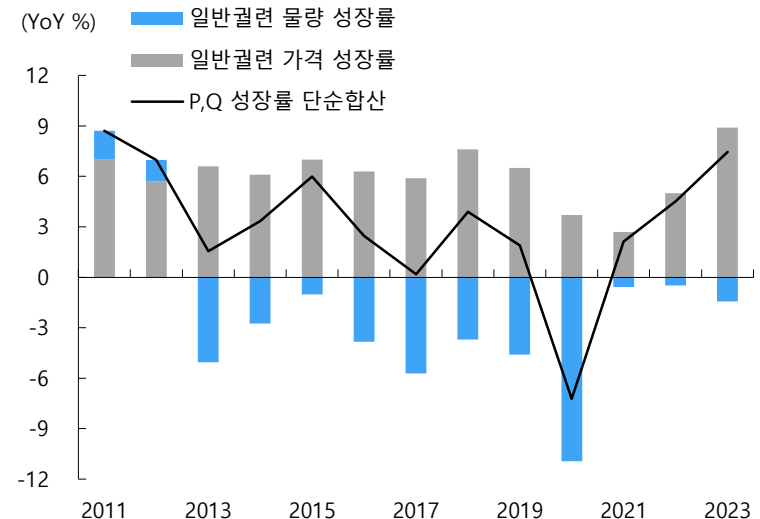
- 23년 기준 매출액의 63.5%가 궤련제품으로 구성, 글로벌 일반궤련 기준 M/S 23.6% (2Q24)
- 글로벌 수요 감소 영향과 여타 신규 담배·니코틴시장으로의 수요 이전에 따라 일반궤련 물량 감소 흐름
*신규사업 이전 (15년)대비 23년 일반궤련 물량 -27.9% YoY, 단 가격인상으로 상쇄
- 궤련형 전자담배 사업 이전 (~2013년) 5년 평균 OPM 42% 수준
최근 신규사업 확대로 마진레벨은 이전대비 하락했으나, 이익 금액 측면에서의 성장세 지속
- 일반궤련의 Cash cow 역할 지속, 신성장동력 외형 확장 기반
- 22~23년 러-우 전쟁 및 공급망 이슈, IQOS ILUMA 초기비용 반영으로 영업이익이 축소되었으나 최근 재성장세

<그림2> PMI 전사 영업실적 추이: 이익성장 > 신사업관련 마진하락



자료 : Philip Morris International, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 Bloomberg Consensus 추정치

<그림3> 일반궤련 물량 감소에도 가격효과 유의미

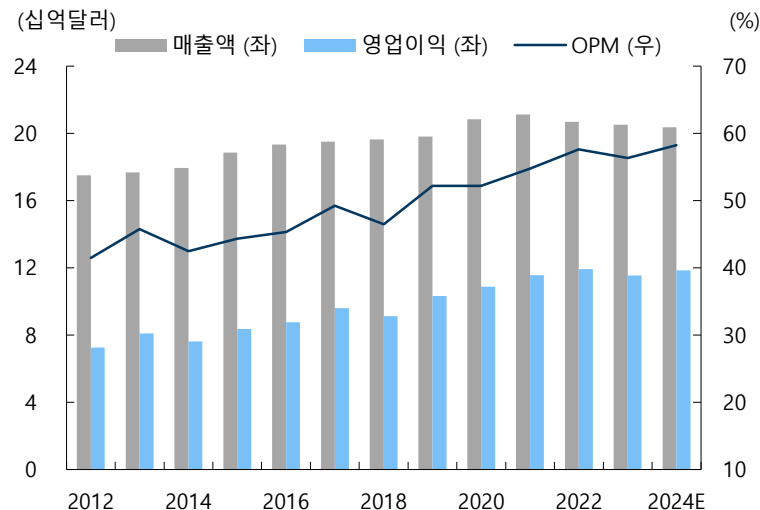


자료 : Philip Morris International, Bloomberg, iM증권 리서치본부

일반궤련 2. Altria

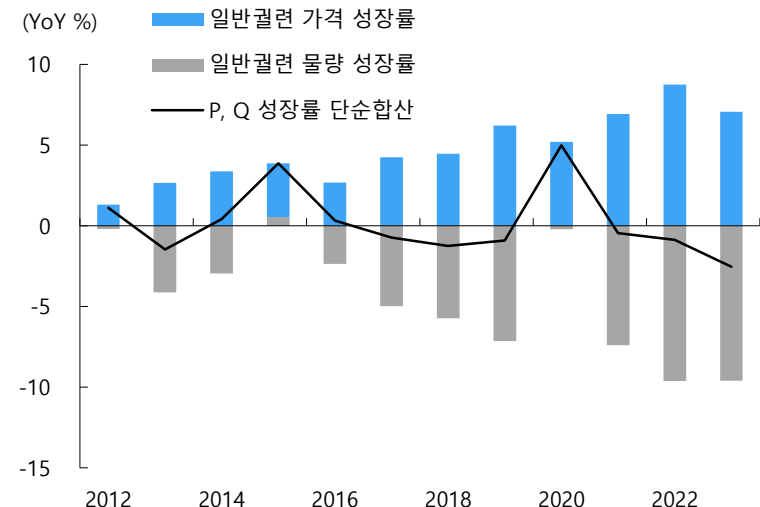
- 23년 기준 매출액의 88.9%가 궤련제품으로 구성
- 단 지역 포트폴리오가 미국 100%로 한정, 미국 일반궤련 시장 내 점유율 47% 수준
- 미국 내 궤련 수요 감소 영향으로 지속적인 가격인상 효과 반영에도 불구하고, 외형 정체와 관련한 사업 축소요인 존재
- 단 비용절감을 통해 마진레벨을 확대하면서 일반궤련의 Cash cow 역할 지속
- 여타 담배, 니코틴 신사업에도 영업이익 내 궤련담배 비중은 23년 기준 92.4% → 신사업 지원 및 주주환원 가능한 구조 창출

<그림4> Altria 전사 영업실적 추이: 비용절감을 통한 마진 확대



자료 : Altria, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 Bloomberg Consensus 추정치

<그림5> 미국 내 궤련산업 감소영향으로 지속적 가격효과에도 (-)

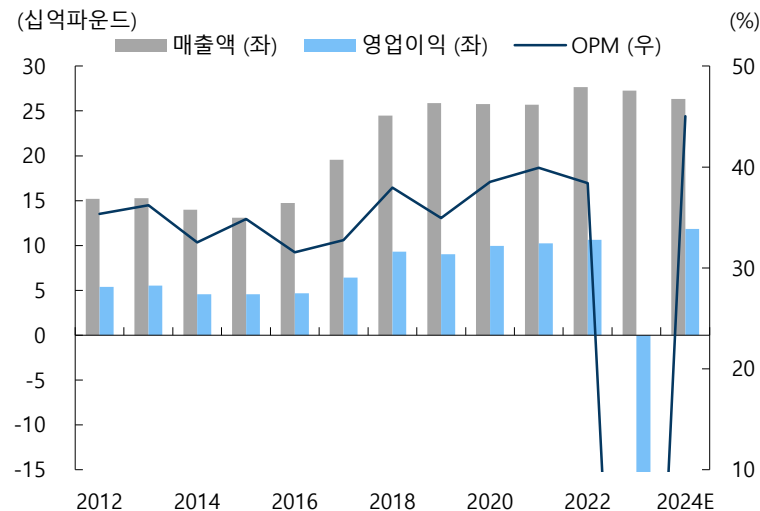


자료 : Altria, Bloomberg, iM증권 리서치본부

일반궐련 3. BAT

- 23년 기준 매출액의 81.0%가 궐련제품으로 구성, 글로벌 일반궐련 기준 M/S 45.7% (1H24)
- 글로벌 궐련 수요 감소 영향과 여타 궐련·니코틴으로의 수요 이전에 따라 물량 감소, 특히 미국시장의 부진 영향 반영
*미국시장 M/S 30%, 전체 매출액 내 비중 44%
- 23년 12월, 30년간 미국 내 궐련 브랜드 일부에 대해 잔존가치 중장기 상각 계획 발표, 315억달러의 무형자산 손상비용 반영 예정
*23년 반영 시작, 1H24 상각비 반영으로 OPM 10%p 수준 하락효과 발생
- 단 지속적인 가격인상 효과로 물량관련 (-)영향 상쇄, 높은 GPM에 따라 상각 반영에도 여타업체대비 두드러진 마진레벨 부각
- 일반궐련의 Cash cow 역할 지속, 신성장동력 외형 확장 기반

<그림6> BAT 전사 영업실적 추이: 상각비용 발생으로 이익 조정

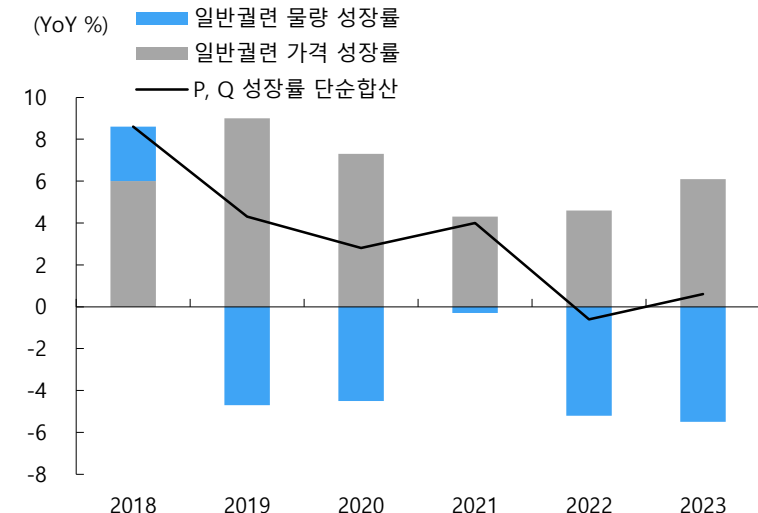


자료 : British American Tobacco, Bloomberg, iM증권 리서치본부

주1: 24년은 Bloomberg Consensus 추정치

주2: 23년 273억파운드 손상차손 인식, 조정시 영업이익 12.5억파운드 (OPM 45.7%)

<그림7> 일반궐련 물량 감소에도 가격효과 유의미



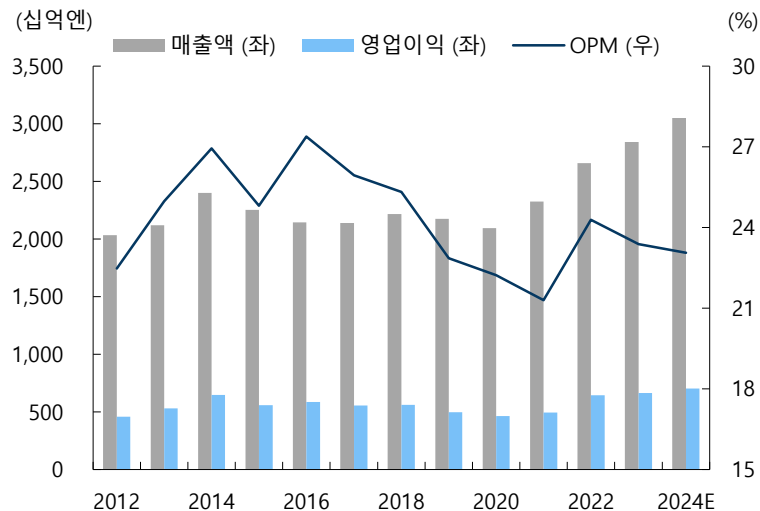
자료 : British American Tobacco, Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 2020년~물량 및 가격 내 OTP (Other Tobacco Products, make-your-own and roll-your-own) 포함

일반궐련 4. JTI

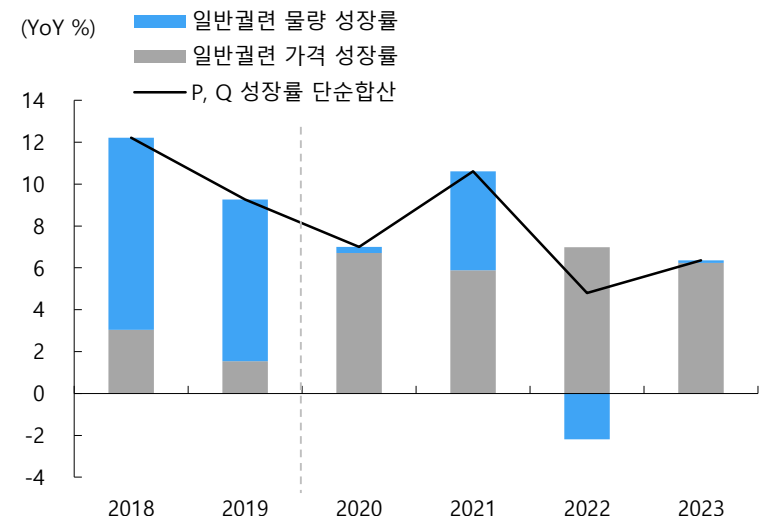
- 23년 기준 궐련제품의 매출액 비중 91.2%, 영업이익 기준 96.4% 수준 (RRP 포함, 28년 BEP 목표)
- 일본 내수시장 점유율 42%이나 시장정체. 상황 타개를 위해 해외부분 확대, 물량 및 가격성장으로 개선
- 해외 일반궐련의 경우 여타업체대비 M&A를 통한 글로벌 지배력 확보가 두드러짐
- 24년 8월, 미국 Vector Group (미국 내 M/S 5.5% 수준) 인수 발표, 총 인수금액 24억달러 예상 (인수 후 VGR 상장폐지)
- Vector Group 인수 후 미국 시장 내 점유율 2.3% → 8.0% 로 개선 가능할 전망, Combustibles의 ROI 개선에 기여할 것으로 예상

<그림8> JTI 전사 영업실적 추이



자료 : Japan Tobacco Inc, Bloomberg, iM증권 리서치본부
 주: 24년은 Bloomberg Consensus 추정치

<그림9> 일반궐련 물량 감소에도 가격효과 유의미

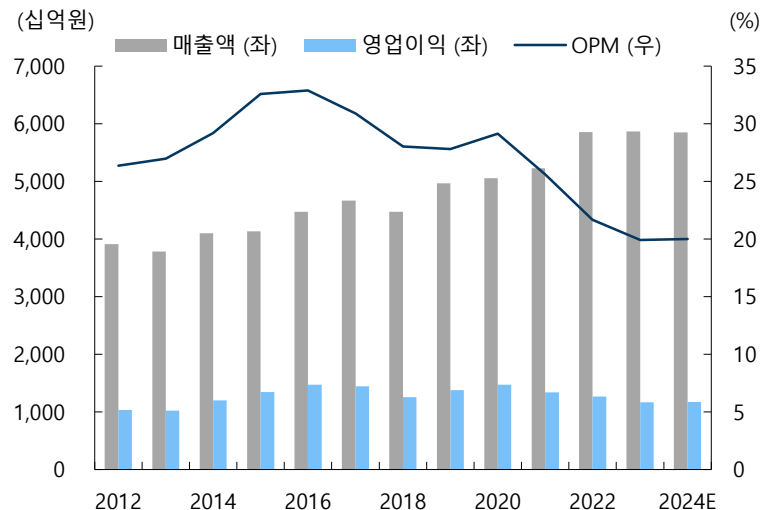


자료 : Japan Tobacco Inc, Bloomberg, iM증권 리서치본부
 주: 18~19년은 해외사업 기준, 20년 이후 전체 담배사업

일반궤련 5. KT&G

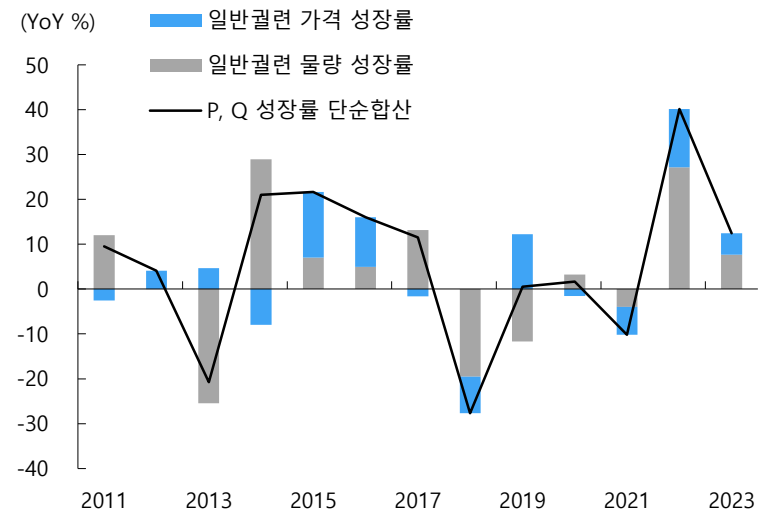
- 23년 기준 매출액의 48.4%가 궤련제품으로 구성, 국내 일반궤련 기준 M/S 67.0% (2Q24)로 내수시장 내 높은 지배력 부각
- 글로벌 궤련 수요 감소 흐름에도 수출지역 다변화 및 인니, 러시아 등 해외법인의 견조한 영업실적 성장기조 유지
- 일부 수출시기 관련 이슈 제외 시 수출궤련 가격 및 물량 성장세
 - * 관련 변동성 및 사업 리스크를 축소하기 위해 재무 건전성 관련 기준 추가, 과거대비 변동폭 축소
- 여타 사업부문에서의 영업실적 등락을 제외 시 안정적인 흐름, 일반궤련의 Cash cow 역할 지속에 따라 신성장동력 외형 확장 기반
- 궤련형 전자담배 사업 이전 (~18년) 5년 평균 국내·외 일반궤련 OPM 43% 수준

<그림10> KT&G 비궤련부문 제외시 안정적인 궤련부문 이익성장



자료 : KT&G, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 iM증권 추정치

<그림11> 수출시기 관련 등 등락 제외 시 해외기반 P, Q 개선흐름



자료 : KT&G, iM증권 리서치본부

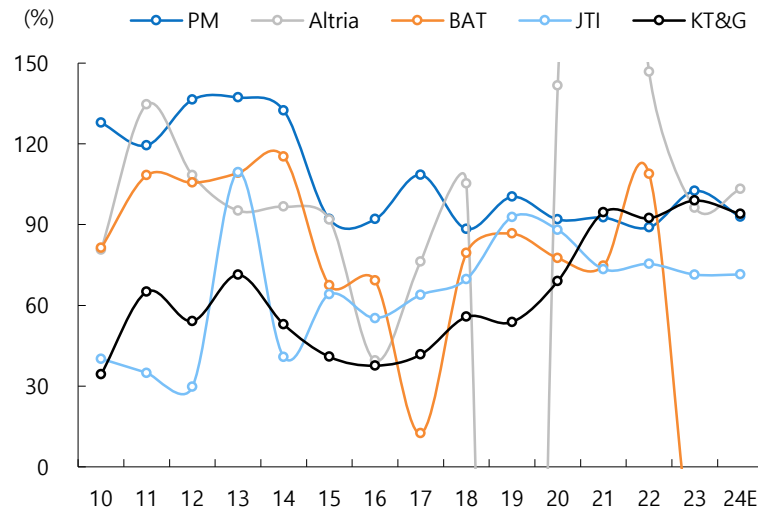
불확실한 대외변수 + Value up 분위기 속 두드러진 주주환원율 부각

– 23년 연간 순손실을 기록한 BAT를 제외할 경우 글로벌 담배 4개사의 평균 주주환원율 92% 수준

*BAT의 경우 23년 과징금 및 자산 상각으로 순이익은 적자를 시현했으나, 자사주매입 1.1억파운드 및 배당 5.27억파운드 진행

– 이는 동일기간 기준 MSCI World Food Beverage & Tobacco Index (66.4%) 및 MSCI US Consumer staples (64.8%), KOSPI 음식료품 (19.6%)를 상회하는 수준

<그림12> 글로벌 5개사 주주환원율 시계열

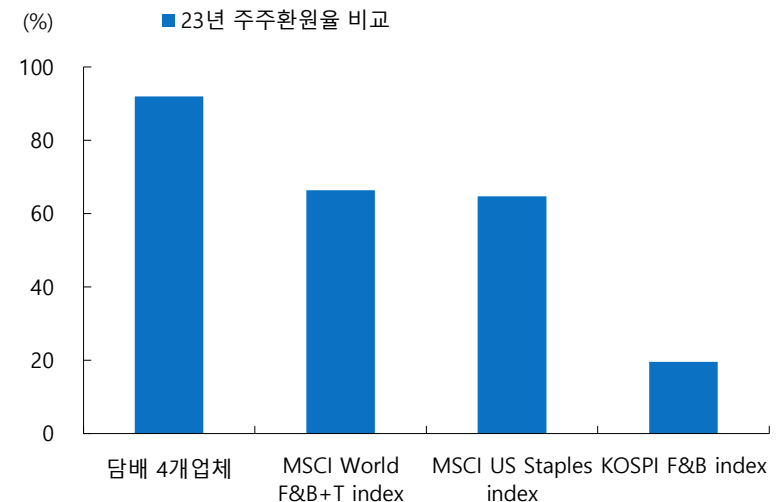


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 24년의 경우 KT&G 환원율은 iM증권 추정치

여타업체의 경우 Bloomberg Consensus (23년말 주식수 기준)

<그림13> 상대적으로 높은 주주환원율 부각

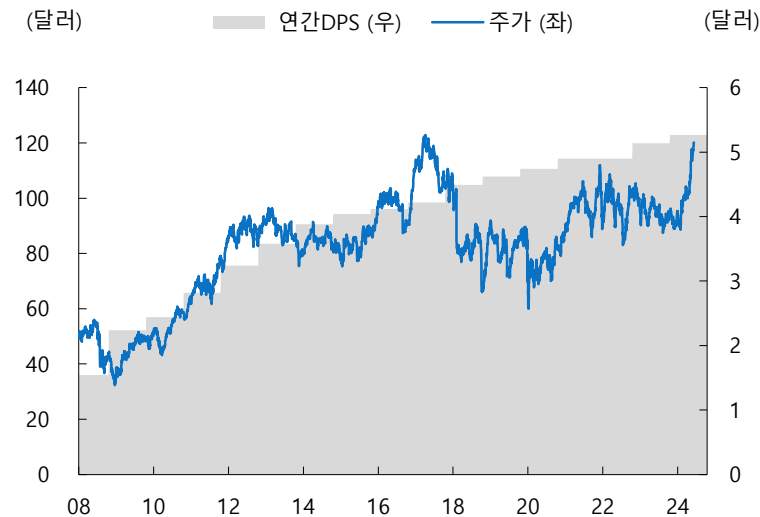


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주주환원 1. PMI

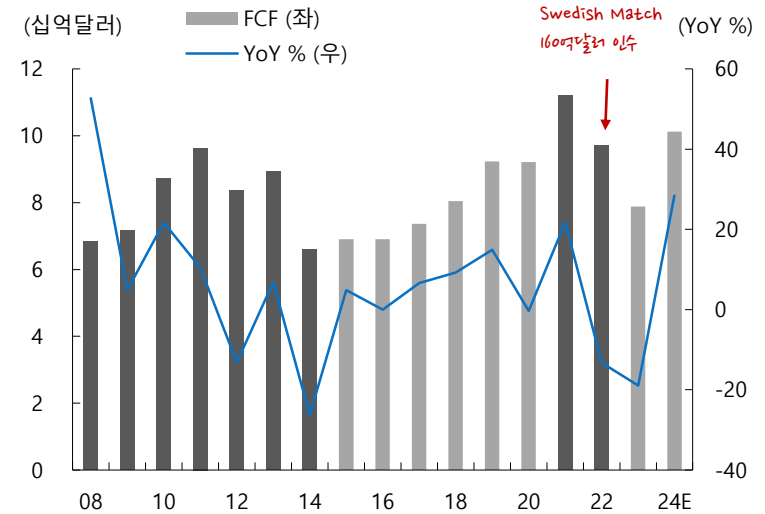
- 24년 분기 주당 배당금 1.3달러 결정 (연간 5.2달러)
- Target payout ratio 75% 이상
- 24년 주식 매입 계획 없음 (No share repurchases in 24)
- *과거 06~14, 21~22년 매입 진행

<그림15> 주당 배당금 및 주가 비교



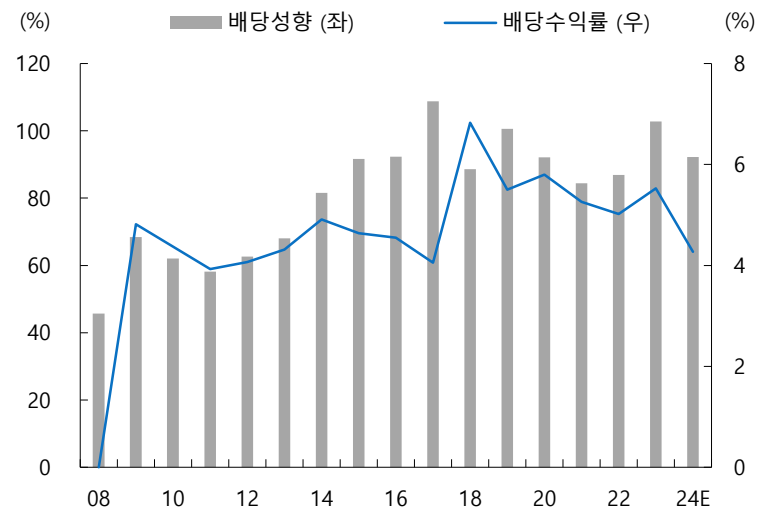
자료 : Philip Morris International, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 8/30 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

<그림14> 잉여현금흐름 추이



자료 : Philip Morris International, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림16> 배당성향 및 배당수익률 추이

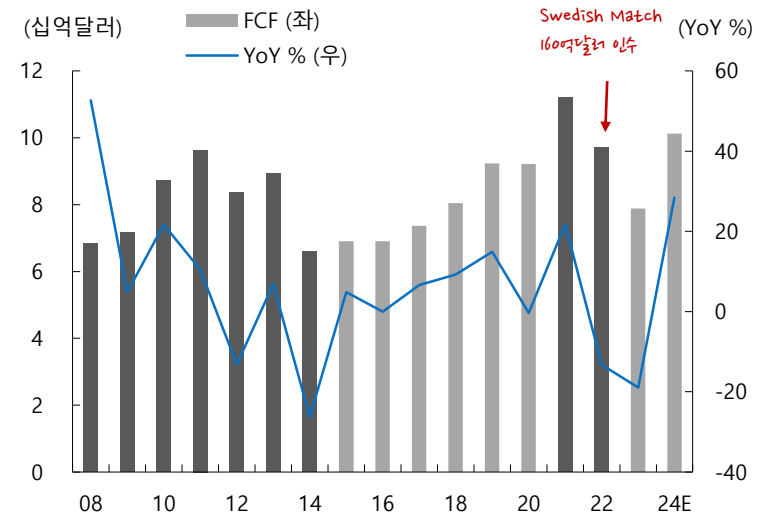


자료 : Philip Morris International, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 8/30 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

주주환원 2. Altria

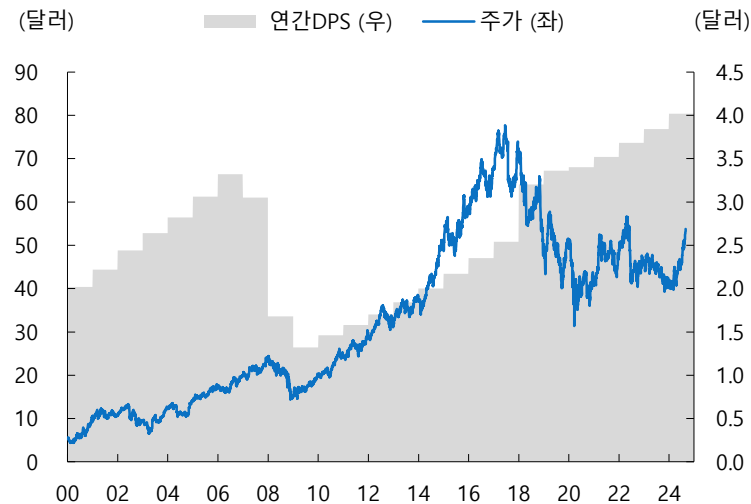
- 23년 3월 향후 5년간 배당금 +mid single 수준 인상 유지 언급 (Investor Day)
- 2Q24 17억달러 배당 지급, 1H24 34억달러 배당 지급
- 1H24 자사주 24억달러 매입
*20년 제외시 매년 매입 진행
- 24년 12월 31일까지 자사주 9.9억달러 추가 매입 예정

<그림17> 잉여현금흐름 추이



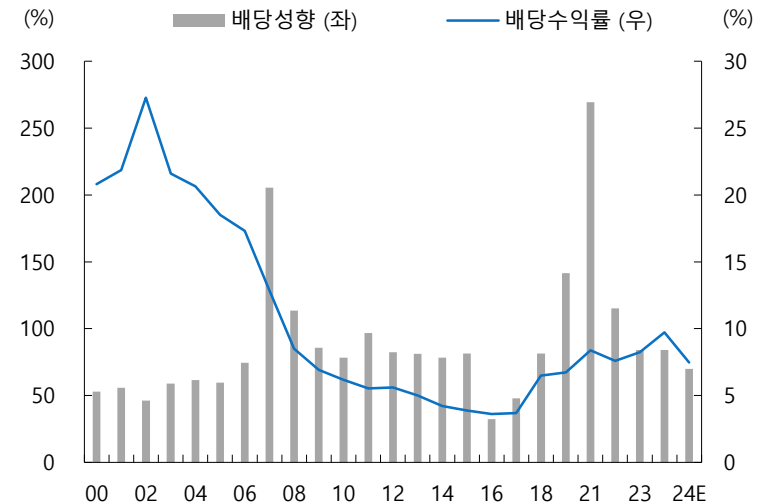
자료 : Altria, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림18> 주당 배당금 및 주가 비교



자료 : Altria, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 8/30 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

<그림19> 배당성향 및 배당수익률 추이

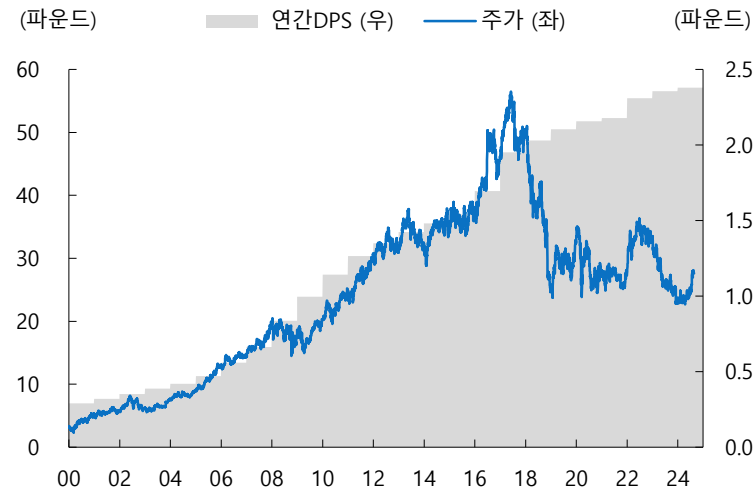


자료 : Altria, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 8/30 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

주주환원 3. BAT

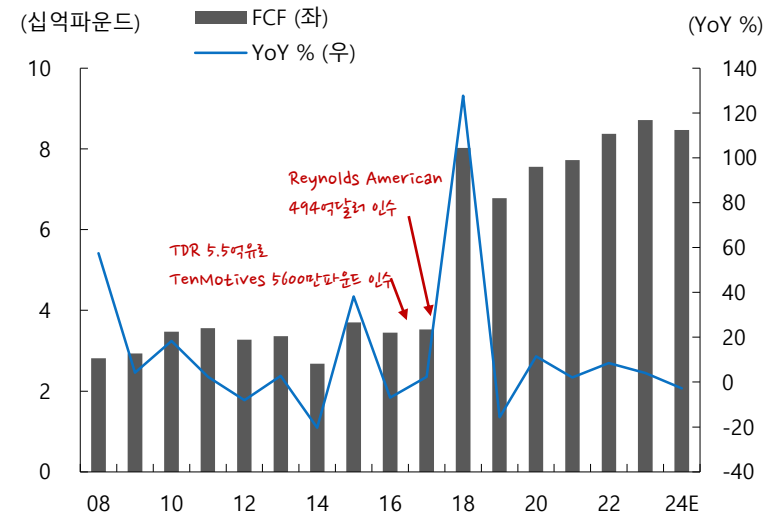
- 24년 7억파운드, 25년 9억파운드 자사주 매입 계획
- 매년 자사주 매입 진행 중 (<그림22>참고)

<그림21> 주당 배당금 및 주가 비교



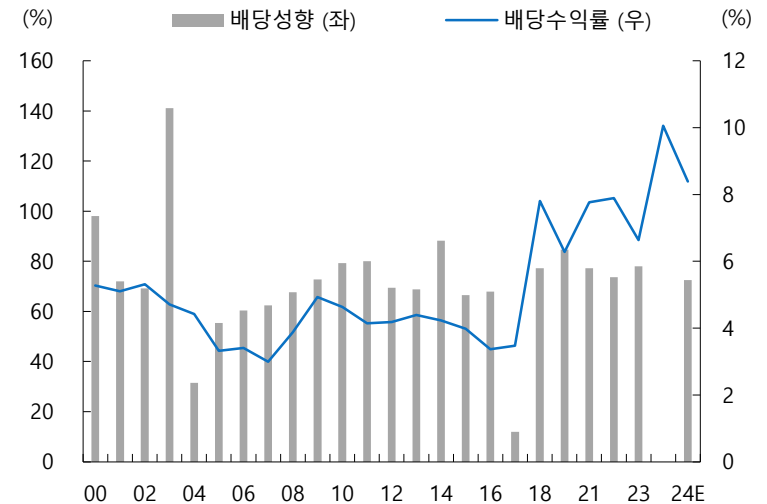
자료 : British American Tobacco, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 8/30 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

<그림20> 잉여현금흐름 추이



자료 : British American Tobacco, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림22> 배당성향 및 배당수익률 추이

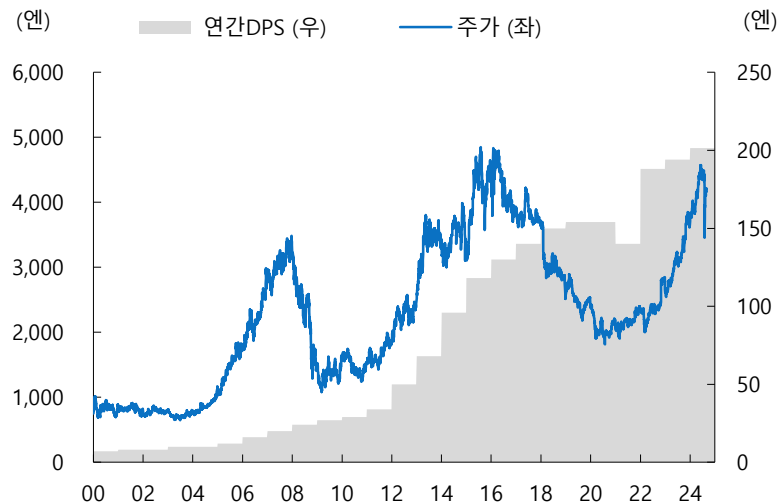


자료 : British American Tobacco, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 8/30 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준. 배당성향 음수일 경우 미기입

주주환원 4. JTI

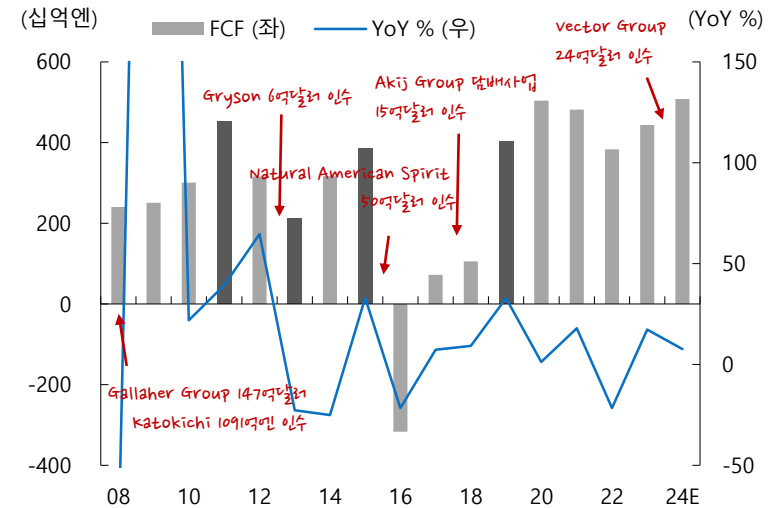
- 24년 연간 DPS 194엔 언급
- 21년 제외 시 상장 이후 배당금 확대기조 유지
(21년 -9.1%, 22년 +34.3% YoY 고려시 2년 CAGR +10.5%)
- 과거 11년, 15년, 19년 자사주 매입 진행
- 이외의 경우 사업 확장에 현금사용

<그림24> 주당 배당금 및 주가 비교



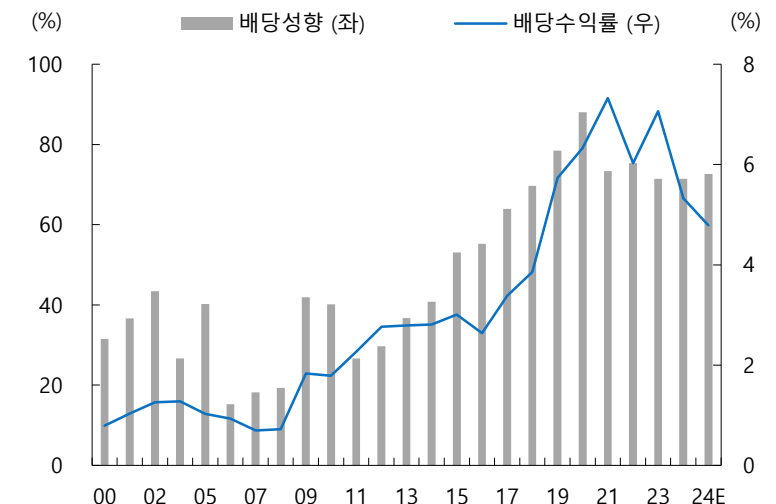
자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부
주: 24년은 9/2 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

<그림23> 잉여현금흐름 추이



자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부
주: FCF 산출법 관련 회계기준 상이, Bloomberg 수치와 일부 차이 존재

<그림25> 배당성향 및 배당수익률 추이



자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부
주: 24년은 9/2 주가 및 DPS 블룸버그 컨센서스 기준

주주환원 5. KT&G

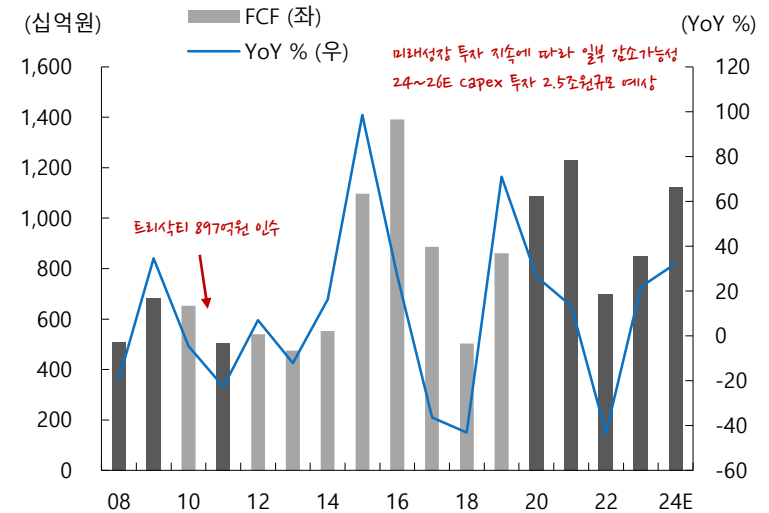
- 23년 11월 Value Day에서 24~26년 3년간 주주환원 계획 발표, 배당 1.8조원, 자사주 매입 1조원 규모 등 총 2.75조원 시행 및 발행주식총수대비 15% 자사주 소각 계획
- 24년 반기 주당 배당금 1,200원
전년대비 24년 연간 주당 배당금 증액 언급
- 2H24 자사주 3,500억원 매입 및 소각 예정 (2.7% 수준)
- 24년 총 자사주 6,650억원 매입 및 소각 계획
- 밸류업 프로그램에 동참, 2H24 내 기업가치 제고계획 공시예정

<그림27> 주당 배당금 및 주가 비교



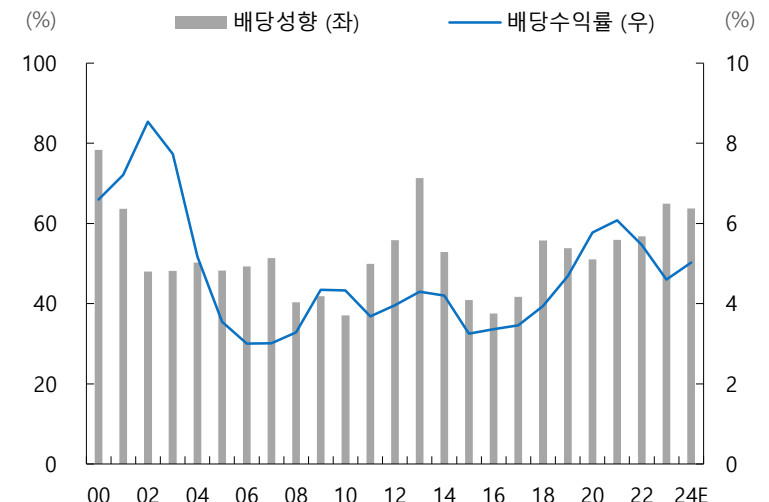
자료 : KT&G, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 9/2 주가 및 DPS 추정치 기준

<그림26> 잉여현금흐름 추이



자료 : KT&G, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림28> 배당성향 및 배당수익률 추이



자료 : KT&G, Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 24년은 9/2 주가 및 DPS 추정치 기준

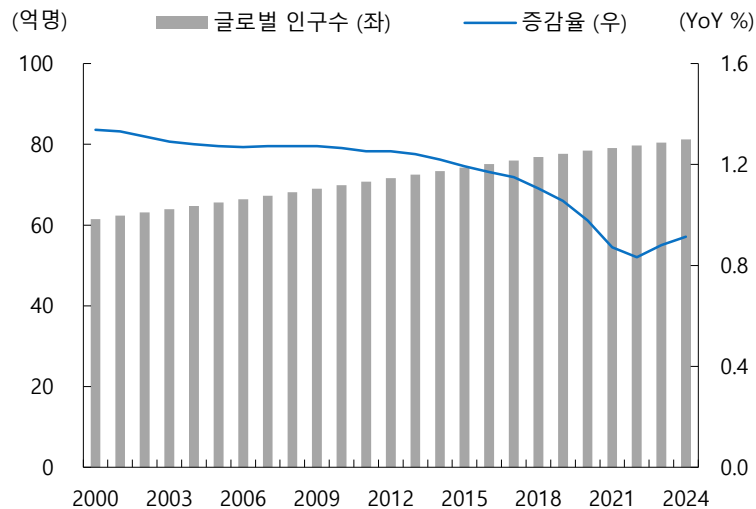
1. 글로벌 담배업체 비즈니스 추가 확장 전략

- 일반궐련

- 1) 수출확대: 추가 성장이 가능한 지역 (중동, 아시아, 아프리카 등) 진출, M/S 확보
- 2) M&A: 해외지역 내 현지 담배제조업체 인수로 확장전략
높은 자본력으로 현지시장 시장점유율 확보, 기존 채널을 통한 빠른 추가 침투 가능
 - 1999년~ BAT, JTI 등을 시작으로 추가 대형화 → PMI, Altria, BAT의 경우 최근 궐련담배에서 담배·니코틴 업체로 확장
 - JTI의 경우 최근까지 일반궐련업체 인수 지속 (18년 러시아, 그리스, 방글라데시 / 24년 미국 Vector Group)

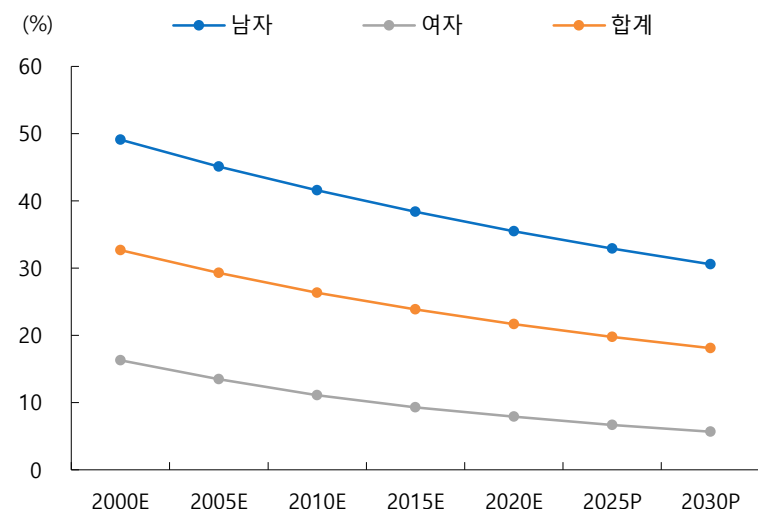
- 신규 담배·니코틴 제품으로 확장: 궐련형 전자담배 / Vapor / 니코틴 파우치 + alpha

<그림29> 글로벌 인구수 정체, 일반궐련 국한 시 흡연가능인구 제한



자료 : United Nations, iM증권 리서치본부

<그림30> 15세 이상 글로벌 흡연율 추이 하락세



자료 : World Health Organization (WHO), iM증권 리서치본부

VI. 중장기 영업실적 성장동력 구축: 신규 담배·니코틴 제품으로의 확장

PMI	분류	인수시기	피인수대상	투자금액	비고
	관련담배	2005	PT HM Sampoerna Tbk	n/a	인도네시아 관련제조업체
	관련담배	2005	de Tabaco SA (Coltabaco)	n/a	콜롬비아 관련제조업체
	관련담배	2007	Rothmans, Benson & Hedges	19억달러	캐나다 관련제조업체
	관련담배	2008	Lakson Tobacco Co. Ltd.	3.4억달러	파키스탄 관련제조업체, 자본 50.21% 인수해 자본 97%로 확대
	비담배	2021	Fertin Pharma	8.2억달러	덴마크 제약 및 웰빙제품 제조업체 (의료용 겸 제조)
	비담배	2021	OtiTopic	n/a	미국 흡입용 의약품 개발업체
	비담배	2021	Vectura	10억파운드	영국 흡입용 의약품 개발업체
	니코틴제품	2022	Swedish Match AB	160억달러	스웨덴 니코틴파우치 제조업체 (ZYN)
	관련담배	2024	Eastern Company	n/a	이집트 관련제조업체, 향후 HNB 제조까지 고려, 자본 14.7% 인수
Altria	분류	인수시기	피인수대상	투자금액	비고
	니코틴제품	2008	UST	104억달러	우연담배 제조업체 (Skool moist snuff brands)
	니코틴제품	2014	Green Smoke 전자담배 사업	1.1억달러	이스라엘 액상형 전자담배업체
	관련담배	2017	Sherman Group Holdings 및 회사사 Ni	n/a	미국 고급 담배 및 시가 제조업체
	니코틴제품	2018	JUUL Labs	128억달러	미국 액상형 전자담배업체, 자본 35% 인수
	비담배	2018	Cronos Group	18억달러	캐나다 대마초 회사, 자본 45% 인수
	니코틴제품	2019	Burger Söhne	3.72억달러	니코틴파우치 제조업체 (Burger's On!), 자본 80% 인수
	니코틴제품	2023	NIJOY holdings	27.5억달러	미국 액상형 전자담배업체, 자본 35% 인수
BAT	분류	인수시기	피인수대상	투자금액	비고
	관련담배	1999	Rothmans International	75.5억달러	영국 관련제조업체
	관련담배	2000	Imperial Tobacco	n/a	캐나다 관련제조업체
	관련담배	2009	PT Bentoel Internasional Investama Tbl	4.94억달러	인도네시아 관련제조업체
	관련담배	2011	Protabaco	4.52억달러	콜롬비아 관련제조업체
	니코틴제품	2012	CN Creative	n/a	영국 스타트업
	관련담배	2015	TDR	5.5억유로	크로아티아 관련제조업체
	니코틴제품	2015	CHIC	n/a	폴란드 액상형 전자담배업체, 15년 폴란드 m/s 65%
	니코틴제품	2016	TenMotives	n/a	영국 액상형 전자담배업체
	니코틴제품	2017	VIP	1,190만파운드	영국 액상형 전자담배업체
	니코틴제품	2017	TWISP	n/a	남아프리카공화국 액상형 전자담배업체
	관련/니코틴제품	2017	Reynolds American Inc.	494억달러	미국 관련담배 및 액상형 전자담배업체 (Vuse)
	니코틴제품	2019	VapeWild	4,800만달러	미국 액상형 전자담배업체 자본 60%
	니코틴제품	2019	Ayr Ltd	800만파운드	영국 소수지분
	니코틴제품	2020	Dryft Sciences, LLC		미국 니코틴 파우치업체 제품 인수, BAT Modern Oral 포트폴리오 +24
JTI	분류	인수시기	피인수대상	투자금액	비고
	관련담배	1999	RJ.Reynolds	80억달러	RJ.Reynolds의 비미국지역 담배사업 인수로 JTI 시작
	관련담배	2007	Gallaher Group Plc	97억파운드	영국 관련제조, 니코틴파우치 (Nordic Spirit), 액상담배 (Logic)
	비담배	2008	Katokichi Co., Ltd	1,091억엔	일본 냉동식품 제조업체
	비담배	2008	Fuji Foods Corporation	n/a	일본 조미료 제조업체 자본 대부분 인수
	관련형전자담배	2010	Ploom	n/a	미국 Ploom 자본 27% 인수
	관련담배	2012	Gryson NV	6억달러	벨기에 잎담배제조 회사
	관련담배	2012	Nakhla	n/a	이집트 물담배 제조회사
	니코틴제품	2014	Zandera Ltd	n/a	영국 액상형 전자담배업체 (E-Lites)
	관련형전자담배	2015	Ploom	n/a	Ploom 지적재산권 인수
	니코틴제품	2015	Logic Technology Development LLC	n/a	미국 액상형 전자담배업체
	관련담배	2016	Natural American Spirit	50억달러	미국 외 지역 담배사업 인수
	관련담배	2017	Ethiopia National Tobacco Enterprise	4.34억달러	Ethiopia NTE 자본 30% 인수해 총 자본 70% 이상 보유
	관련담배	2017	Mighty Corporation	9.36억달러	필리핀 관련제조업체의 담배사업 관련 자산 인수 (2위업체)
	관련담배	2018	Donskoy Tabak	900억루블	러시아 관련제조업체 Donskoy Tabak 100% 자본 (4위업체)
	관련담배	2018	SEKAP	n/a	그리스 협동 관련제조업체 SEKAP 자본 94.97%
	관련담배	2018	United Dhaka Tobacco Co (Akij Group)	14.76억달러	방글라데시 관련제조업체 (2위업체)
	관련담배	2024	Vector Group	24억달러	미국 관련제조업체 (4위업체)
KT&G	분류	인수시기	피인수대상	투자금액	비고
	비담배	2011	머센스	300억원	신약개발 벤처기업
	관련담배	2011	Trisakti	897억원	인도네시아 관련제조업체
Imperial Brands	분류	인수시기	피인수대상	투자금액	비고
	관련담배	2002	Reemtsma	n/a	독일 관련제조업체
	니코틴제품	2005	Skruf	n/a	스웨덴 snus 제조업체 인수, 구강 니코틴 공급 분야 진출
	관련/니코틴제품	2015	Reynolds American Inc.의 자산	71억달러	Kool, Salem, Winston 등의 일부 담배 브랜드와 blue 전자담배 인수
	니코틴제품	2023	TJP	n/a	캐나다 제조업체 TJP의 니코틴파우치 브랜드 인수

PMI: 글로벌 관련담배 지배력 확장 → 관련형 전자담배 → 니코틴 제품으로 확장

Altria: 글로벌 관련담배 지배력 확장 → 미국사업으로 한정 → 니코틴 제품 확장

BAT: 글로벌 관련담배 지배력 확장 → 관련형 전자담배/니코틴 제품으로 확장

JTI: 글로벌 관련담배 지배력 확장, 최근까지 인수 지속 + RRP 제품 확장

KT&G: 글로벌 관련담배 지배력 확장 → 관련형 전자담배로 확장

2. 껌련형 전자담배 + 그 이상의 담배·니코틴 시장으로 확장

1) 껌련형 전자담배

- 담뱃잎이 포함된 전용 스틱을 전용 기기에 꽂아 가열하여 증기를 흡입하는 방식의 전자담배
- 미국 FDA, 독일 연방위해평가원, 일본 후생노동성 등에서 유해물질이 기존 껌련대비 덜 배출된다는 결과 발표
- 14년 PMI의 IQOS로 시작, 글로벌 담배제조사가 주력으로 하는 차세대 담배 시장

2) 니코틴 파우치 (nicopods, tobacco-free snus)

- 담뱃잎에서 추출한 정제 니코틴 및 향료, 부재료를 셀룰로스 파우치에 담음
- 뱀이나 잇입술에 넣어서 이용, 잇몸의 혈류를 통해 니코틴을 몸에 흡수시키는 원리
- 한 제품당 15개의 파우치가 들어있으며, 약 20분~1시간에 걸쳐 니코틴이 천천히 흡수
- 니코틴 강도, 맛 등이 제품별로 다양, 캔을 오픈하지 않은 상태에서 1년까지 보관가능

3) Vape

- 디바이스를 이용해 니코틴이 포함된 용액을 가열시키고, 만들어진 기체를 흡입하는 형태
- 04년 중국에서 처음 만들어진 이후 글로벌로 확대
- 최근 미국 내 FDA 허가를 받지 않은 중국산 불법 제품이 난립하면서 관련 제품 압수 조치 시작, 추가 규제 가능성 언급
 - * 현재 미국 vape시장 내 40~50%가 불법 제품

글로벌 담배업체별 신규 담배·니코틴시장 진출 브랜드

<표3> 글로벌 담배업체의 카테고리별 브랜드 라인업

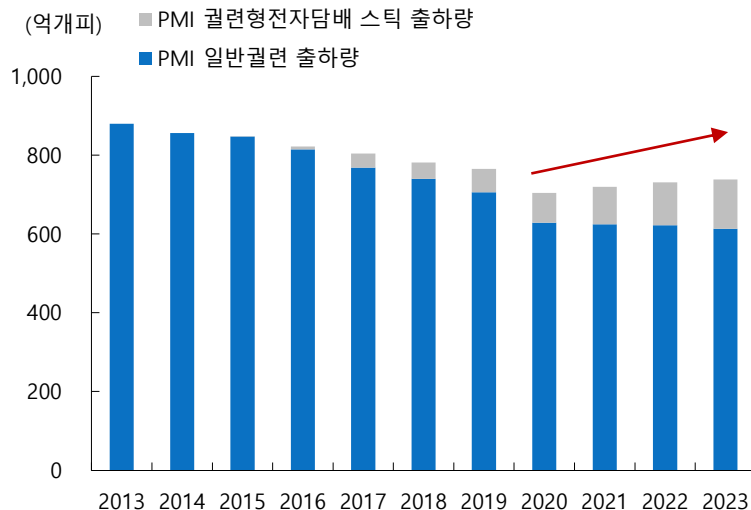
	PMI	Altria	BAT	JTI	IM	KT&G
궐련형전자담배 - 디바이스	IQOS, IQOS ILUMA 	(JTI 협업)	glo 	Ploom 	Pulze 	lii SOLID, AIBLE, HYBRID 
- 스틱	HEETS 		neo 	evo 	iD 	fiit 
니코틴파우치	ZYN 	on! 	Velo 	Nordic Spirit 	skruf, zone 	
Vapor	VEEV 	NJOY 	Vuse 	Logic 	Blu 	lii AIBLE - AllIM Vapor Stick 

자료: 각사 자료, iM투자증권 리서치본부

3. Beyond Cigarette, 궤련형 전자담배

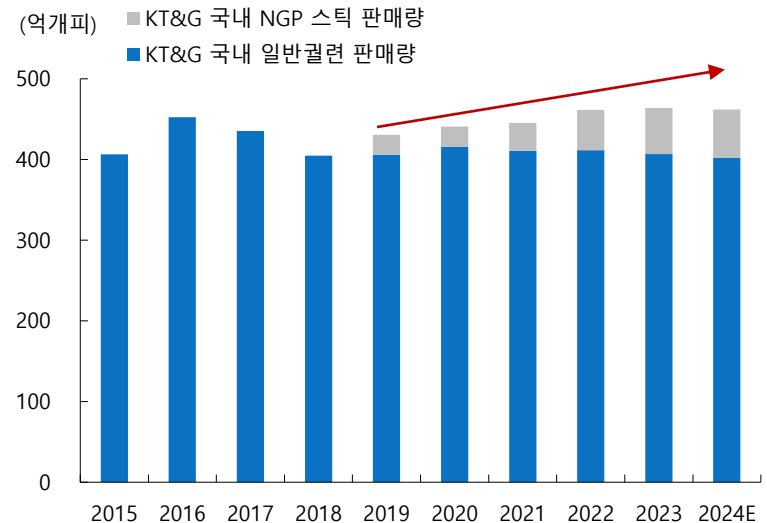
- 글로벌 궤련형 전자담배는 14년 PMI의 IQOS를 시작으로 시장 형성 (관련 투자는 08년부터 진행)
- 일반궤련의 글로벌 감소 흐름에도 불구하고, 시장의 빠른 성장에 따라 합산 시장 감소폭 둔화
각종 규제에 대한 리스크 요인을 축소하며 총 시장의 성장세를 이끌어내고 있음
- PMI: 13년 이후 글로벌 일반궤련 출하량 하락세 지속, 13~20년 평균 -4.7% YoY
→ 15년 IQOS 출시 후 전용 스틱 성장, 21년 이후 총 (일반궤련+HNB스틱) 출하량 성장 전환, (+) 성장세 지속
- KT&G: 가격인상관련 판매량 등락 (15~16년)을 제외 시 내수시장의 지속적인 일반담배 총수요 감소
→ 19년 5월 III 브랜드 출시 후 전용 스틱시장 성장, 지속적인 판매량 성장 흐름 유지
- 일반궤련대비 낮은 마진율에도 이익규모 및 장기 궤련시장 흐름을 감안한다면 기업별 이익구조 개선에 기여

<그림31> PMI: 궤련형 전자담배 스틱으로 일반궤련 감소세 방어



자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

<그림32> KT&G: 국내외 일반궤련 + 스틱 성장

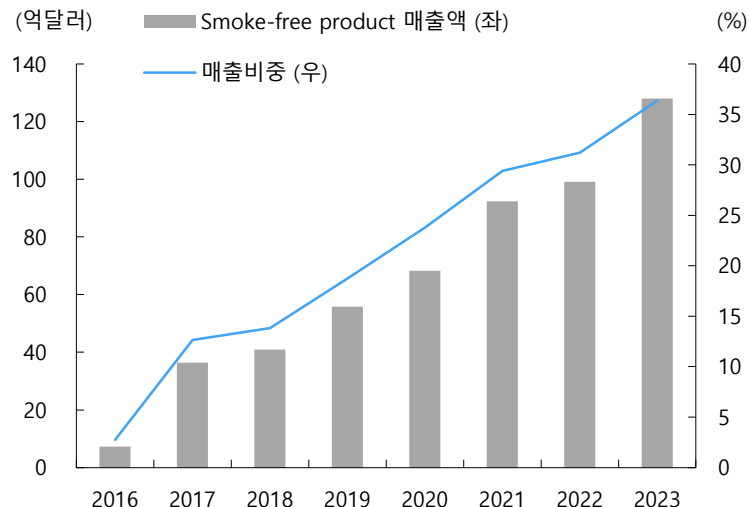


자료 : KT&G, iM증권 리서치본부

필련형 전자담배 1. PMI

- 14년 11월, PMI는 일본 나고야와 이탈리아 밀라노의 시범 시장에서 최초의 가열식 담배 제품인 IQOS 및 스틱 공식 출시
*08~23년 누적 투자금액 125억달러, 현재 50개 공장 중 16개에서 smoke-free products 생산
- 2Q24 기준 PMI의 무연 제품은 글로벌 90개 시장에서 판매 중
전체 IQOS 사용자 수는 23년말 2,860만명 (+14.9% YoY) 추정, 일반필련에서 73%가 IQOS로 전환해 금연한 것으로 판단
- 23년 글로벌 필련형 전자담배 스틱 점유율 73%로 추정, 4Q23 순매출액 기준 프리미엄 니코틴 1위 브랜드로 등극
- 20년 1월 KT&G와 III 해외시장 진출 관련 계약 체결, 23년말 기준 30개 이상 글로벌 시장 내 추가 점유율 확보
- IQOS를 보완하기 위해 여러 가격대의 제품 출시, 열에 대한 저항이 높고 안전한 대안에 지속적으로 투자 계획
- 2H25 IQOS ILUMA FDA 승인 예상, 미국시장 내 확대를 위한 준비 중

<그림33> PMI 필련형 전자담배, 23년 전사 매출비중 35%까지 확대



자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부
주: 21년~ 여타 Smoke-free제품 매출액 일부 포함

<그림34> IQOS ILUMA 모델

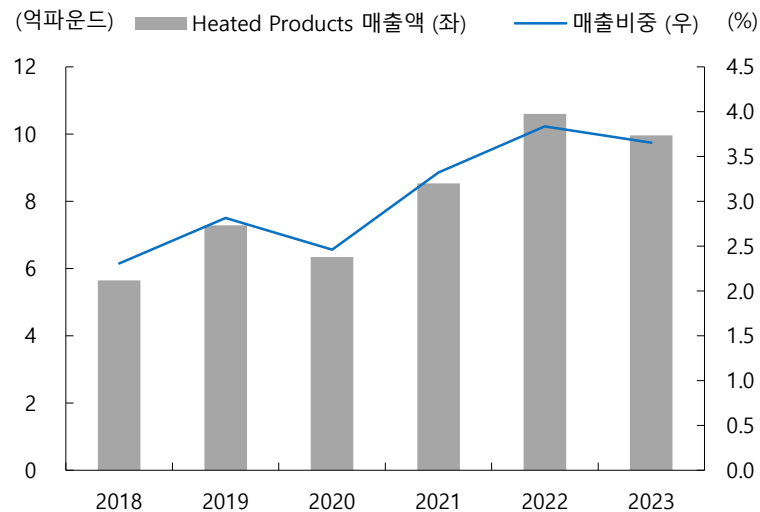


자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

궐련형 전자담배 2. BAT

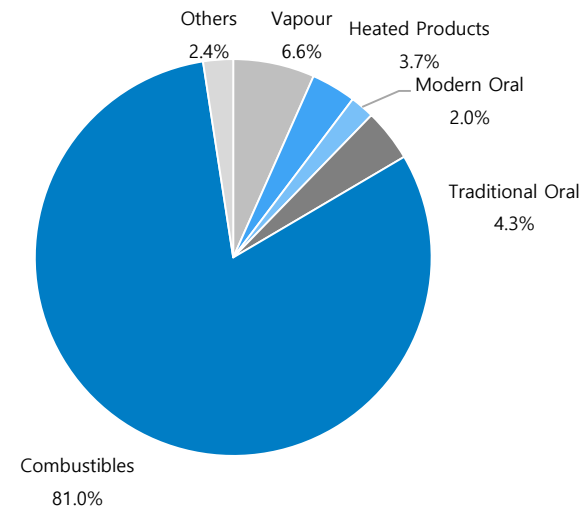
- 16년 첫 출시, 현재 31개 시장에서 판매 중, 23년기준 글로벌 궐련형 전자담배 스틱 점유율 14% 추정
- glo의 소비자수는 23년말 기준 전년동기대비 200만 명 증가한 880만 명에 도달한 것으로 판단
- glo Pro (19년 출시), glo Hyper (20년 출시), Hyper+ slim (20년 출시), glo Hyper X2 (22년 출시) 모델 보유
- 단 BAT의 경우 신규 카테고리 (Vapor, 니코틴 파우치, 궐련형 전자담배) 중 궐련형 전자담배의 매출 비중이 16% 수준으로 낮음
- 향후 계획은 신규 카테고리 전반으로 언급함
25년까지 신규카테고리 매출액 50억파운드, 30년까지 5000만명의 고객 확보 (러시아, 벨라루스 제외)
장기계획 (~35년) 매출액의 50%를 Non-Combustibles로 채울 계획 (현재 Combustibles 81%)

<그림35> BAT 궐련형 전자담배 매출액: 동종업체대비 낮은 수준



자료 : British American Tobacco, iM증권 리서치본부

<그림36> 궐련형 전자담배 매출비중 3.7%, 상대적으로 Vapor 주력

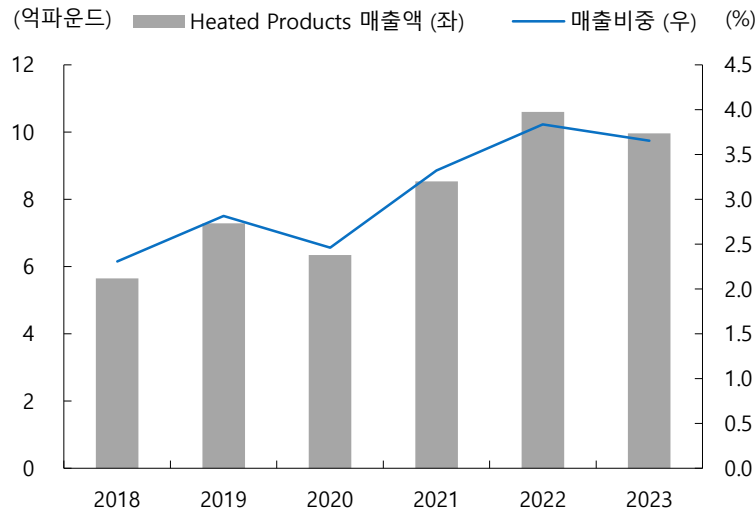


자료 : British American Tobacco, iM증권 리서치본부

궐련형 전자담배 3. JTI

- 15년 Ploom 특허와 상표 인수해 16년 일본시장에 첫 출시
- 2Q24 기준 Ploom 21개 시장 진출 (26년 40개국 타겟), 23년 기준 글로벌 궐련형 전자담배 스틱 점유율 5% 추정
- 향후 성장성을 감안, 지속적인 성장을 위해 전략적 투자를 가속화하여 가연담배 다음의 이익 성장 동력으로 구축할 계획 언급
- Ploom X 판매지역 확장목적 자금조달, 글로벌 점유율 확대를 위해 마케팅에 집중, 26년까지 관련 매출액은 23년대비 2.5배 성장 기대
- 28년까지 주요 HTS 시장에서 시장점유율 10%대 중반 수준까지 확대 목표 및 궐련형 전자담배 (RRP) 사업부문 BEP 도달 목표
*RRP 매출액: 소모품, 디바이스, 관련 액세서리 등 포함
- Altria와 JV 협업으로 Ploom X 판매 예정, FDA PMTA 시기 감안 1H25 예상

<그림37> JTI 궐련형 전자담배 매출액: 일본 중심, 추가성장 계획 중



자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부

<그림38> Ploom X 모델

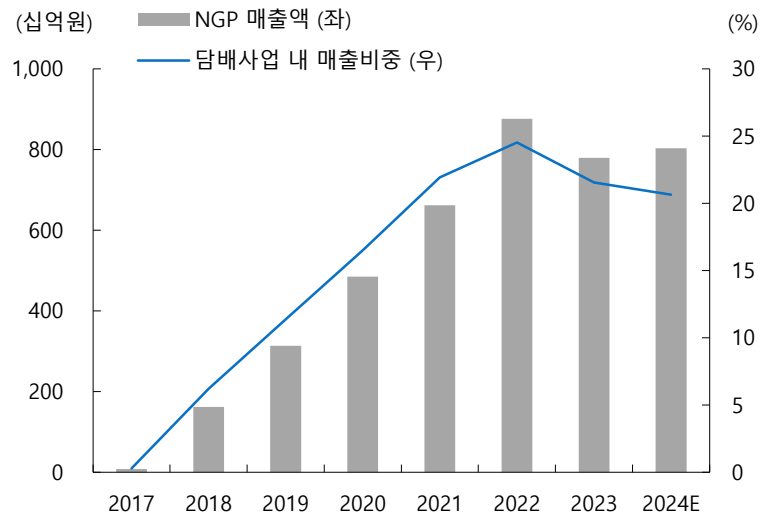


자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부

궐련형 전자담배 3. KT&G

- 17년 국내 차세대 담배시장 최초 진출, 23년 기준 글로벌 궐련형 전자담배 스틱 점유율 8% 추정 (2Q24 국내 점유율 45.8%)
- 20년 1월 PMI와 전략적 제휴를 통한 해외 공급·판매 계약 체결, 글로벌 시장에 III 브랜드 빠른 침투 시현
- 20년 8월 러시아에 최초 진출 후 2Q24 기준 33개국에서 제품 출시
현재까지 진출한 국가의 궐련형 전자담배 시장이 90% 수준임을 감안, 기진출국 내에서의 추가 지배력 확보 기대
- 23년 1월 한국 제외 글로벌 시장에서 PMI와의 15년 판매 관련 장기 계약 체결
- 25년 III 브랜드 확장을 통해 NGP 매출액 1.5조원 이상, 글로벌 진출국가 50개 이상, 국내 점유율 60% 상회 목표
이에 따라 국내 및 글로벌 스틱 생산기지 확충 목적 투자 진행 중, 최근 PMI와 협업으로 미국 내 PMTA, MRTP 인가획득 추진 언급

<그림39> KT&G 궐련형 전자담배: 담배카테고리 내 20% 수준



자료 : KT&G, iM증권 리서치본부
주1: NGP 매출액 내 스틱, 디바이스 포함

<그림40> 릴 에이블 2.0 모델

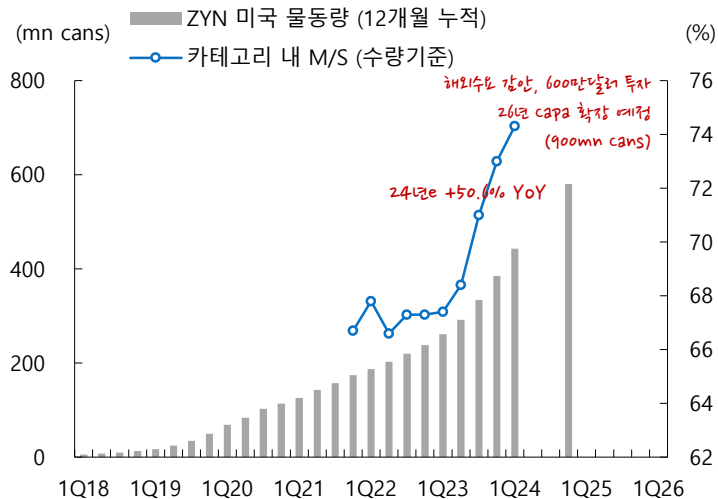


자료 : KT&G, iM증권 리서치본부

4. 'the ZYNdemic' and 'Zynfluencers'

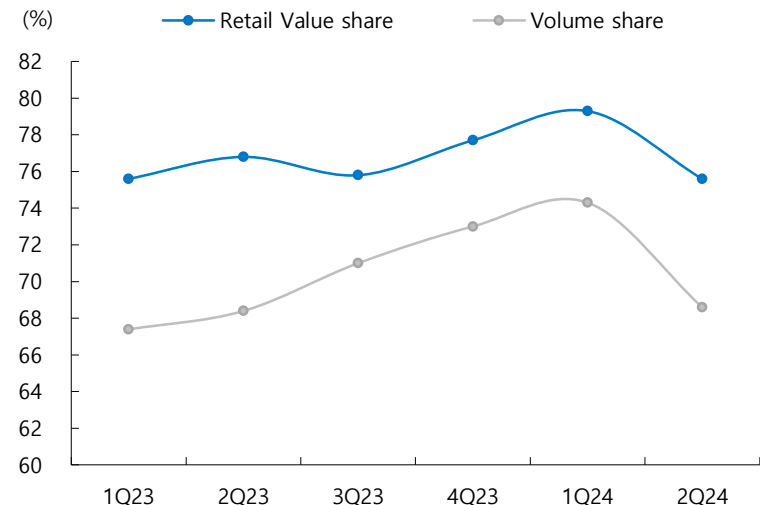
- PMI, 22년 말 Swedish Match 완전흡수합병 (인수금액 160억달러)으로 니코틴 파우치 형태의 ZYN 내재화
- 제품당 15개의 파우치가 들어있으며, 니코틴 파우치를 잇몸이나 뺨 안쪽에 넣으면 약 20분~1시간에 걸쳐 니코틴이 흡수되는 형태
- 캔당 가격은 5~6달러 수준으로, 미국 내 기존 궤련담배 (갑당 7~14달러)대비 저렴, 미국 내 온·오프라인에서 만21세 이상 구입 가능
- Zynfluencers: 최근 인스타그램, 틱톡 등 SNS 소셜 미디어 채널 내에서 빠르게 확산되면서 높은 성장세를 보이는 중
니코틴에 기반한 식욕억제효과까지 더해지면서 'Ozempic (세마글루타이드, 비만약)'의 이름을 따 'O-Zyn-pic'으로 명명하기도 함
- 현재 미국 켄터키주의 Owensboro 단일공장에서 생산. 시장수요를 감당하기 어려운 수준 → 25년 최대 9억캔으로 생산 capa 확대
콜로라도에 신규공장 투자 계획, 25년말 시생산 목표

<그림41> ZYN: 미국내 고성장세 구간



자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

<그림42> 미국내 ZYN 시장점유율

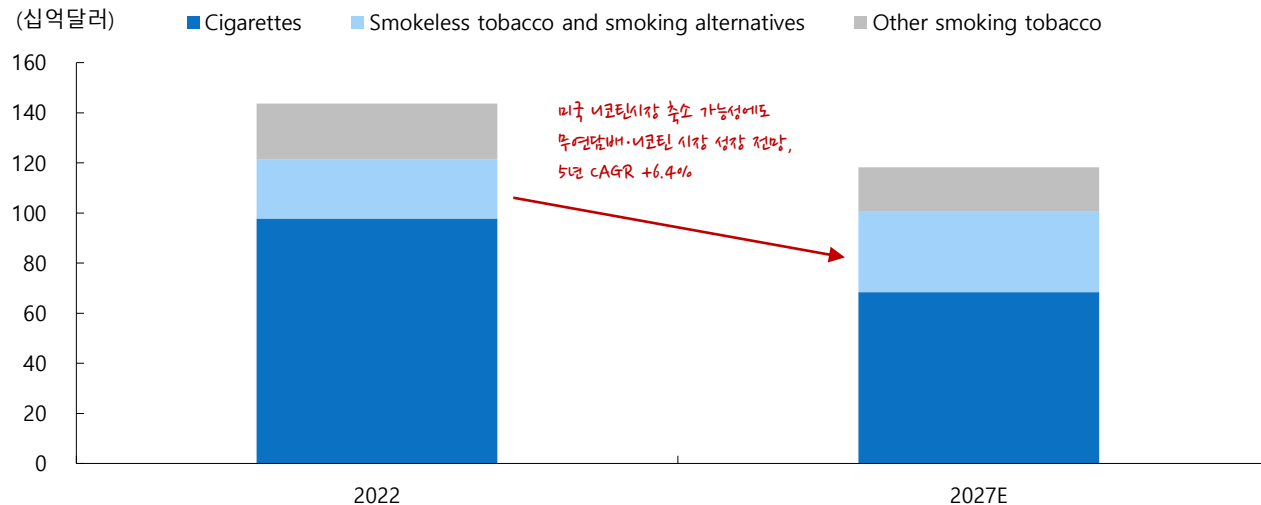


자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

1. 규제의 나라 미국에서의 기회

- 아직 미국 내에서 궤련형 전자담배 시장이 열리지 않은 상황
 - * 25년 Altria와 JV 협업으로 JTI의 PloomX 판매 예정
- FDA 허가를 받지 않은 니코틴 대체물질을 포함한 불법 vape 제품이 주를 이루는 시장으로 변질
- 압수만으로는 부족한 상황 → 합법적인 제품에 대한 시장공급 필요성 대두
- 미국시장 내 기존 궤련담배 이상의 새로운 형태의 니코틴제품 수요 확대 예상
 - 합법적 제품 및 카테고리별 라인업을 갖춘 글로벌 담배 제조사에 (+)효과 기대 가능

<그림43> 미국 니코틴시장 규모: 27년E 일반궤련 시장 축소 ↔ 무연담배·니코틴시장 성장 전망



자료: Euromonitor, iM증권 리서치본부

주: Smokeless tobacco and smoking alternatives 내 chewing tobacco, moist snuff, e-vapor, HTU, oral nicotine 등 포함

2. 신규 담배·니코틴 관련 글로벌 업체의 미국시장 대응 현황

<표4> 글로벌 담배업체의 카테고리별 미국시장 대응 전략

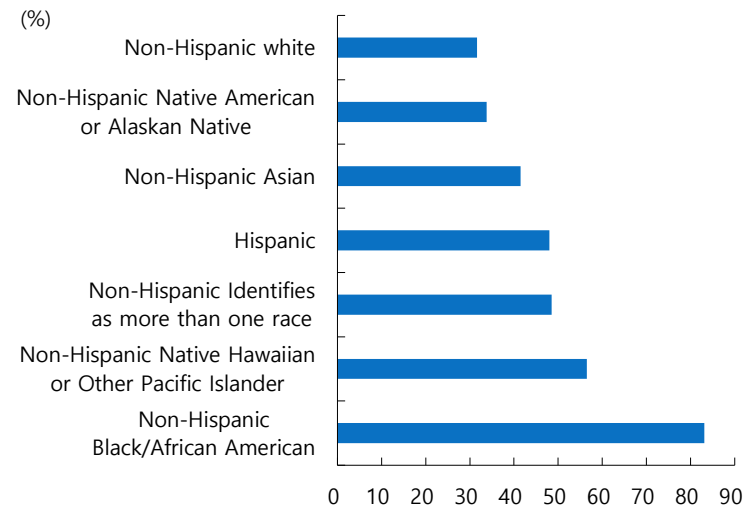
업체	카테고리	내용
PMI	니코틴파우치	ZYN 내재화로 기존의 IQOS 중심 포트폴리오에서 다각화
	궤련형 전자담배	19년 4월 FDA에서 처음으로 궤련형 전자담배 제품에 대한 판매허가를 받았으나, BAT와 특허침해 소송으로 수입금지 및 판매제한 24년 2월 관련 특허권 분쟁이 합의로 마무리, 현재 FDA 허가 신청을 시작으로 IQOS ILUMA 미국 내 론칭 계획 발표 2Q24 영업실적 발표에서 텍사스주 오스틴을 파일럿으로 IQOS 3 system (22년 3월 허가)을 준비 중이며, 4Q24 시작관련 계획 언급 PMI에 따르면 2H25 FDA 승인 예상, 25년 이후 IQOS ILUMA 진입 가능성 24년 7월, 미국 미시시피주정부가 IQOS에 대해 담배세 미적용 시행 스틱 또한 갑당 0.25달러 (일반담배 0.68달러 대비 37%)로 궤련대비 낮은 수준 과세
Altria	Vape	NJOY (24년 6월 스타트업 인수, FDA PMTA로 인수총액 \$3.25bn) 24년 6월, Altria의 NJOY의 멘솔 가향제품 4종 미국 판매 승인 '성인 흡연자들이 덜 유해한 제품으로 완전히 전환함으로써 얻을 수 있는 이점에 대한 청소년에 미치는 위험을 능가한다'
	궤련형 전자담배	FDA 판매허가시 (1H25 예상) JV 협업으로 JT의 PloomX 판매 예정
BAT	Vape	기존 FDA 허가제품인 Vibe, Ciro 이외 24년 7월 Vuse Alto 승인
KT&G	궤련형 전자담배	lii + PMI 협력 2Q24 영업실적 발표에서 PMI과 신규 NGP 규제심사 협력의지 확인 및 NGP를 통한 미국 재진출 검토 언급

자료: 각사 자료, iM투자증권 리서치본부

3. 미국 범용 담배시장, 정치적 이슈와 연관한 글로벌업체에의 (+)효과 기대

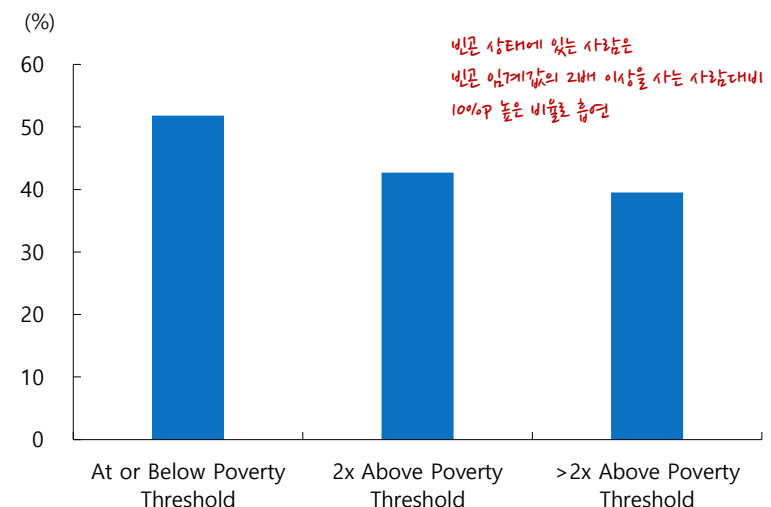
- 22년 4월 28일 FDA가 미성년자의 흡연 및 질병·사망을 축소 목적으로 멘솔 및 가향담배 금지관련 조항 제안
- 24년 4월 26일 바이든 대통령, 멘솔담배 금지계획 반복 결정: 흑인 유권자의 반발과 관련한 정치적 위험 고려
- 멘솔담배: 미국 내 판매되는 담배의 1/3 이상 차지, 주로 흑인 및 히스패닉 중심 사용 경향
 - * 일부 흑인 커뮤니티에서 이러한 금지조치에 따라 담배의 불법시장 확대 우려 및 경찰의 인종적 프로파일링을 언급하며 반대

<그림44> 19~20년 흡연인구 중 인종별 멘솔담배 선호도



자료 : National Survey on Drug Use and Health, iM증권 리서치본부

<그림45> 20년 흡연인구 중 빈곤수준별 멘솔담배 선호도

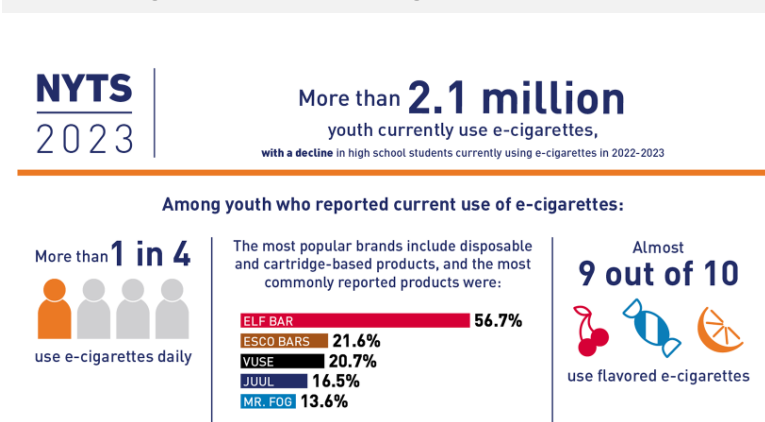


자료 : National Survey on Drug Use and Health, iM증권 리서치본부
주: 가구 소득이 26만달러인 4인가족을 빈곤 임계값으로 간주

11월 미국 대선까지 고려해본다면,

- 24년 11월 미국 대선 결과에 따라 2가지 측면의 담배 섹터에 영향을 미칠 가능성 염두
- 1) 멘솔담배 금지계획 지연 가능성 (Bloomberg에 따르면 관련 법안을 통과시킬 가능성을 트럼프, 해리스 각각 30% 60%로 추정)
 - 미국 진출한 글로벌 담배제조업체에 긍정적
- 2) 일회용 e-vapor 등을 포함한 불법 불연성제품관련 법을 더욱 타이트하게 할 가능성 존재
 - * 대부분 중국에서 생산되는 일회용 전자담배 (vapor)이며, FDA 허가를 받지 않은 불법제품. 글로벌 담배회사 영업실적에 타격
 - * 중국 전자담배 수출시장 280억달러 규모, 수출시장 내 미국 점유율 2/3 수준 육박
 - * 최근 미국 내 불법 불연성제품에 대한 규제가 높아지는 상황을 고려한다면 미국 두 대선후보자 모두 추가적인 법제화 가능성
 - 미국 기진출 업체 뿐 아니라 미국 일반유통시장 익스포저가 없으나 차세대 담배 포트폴리오를 갖춘 글로벌 담배제조업체에 긍정적

<그림46> 청소년 전자담배 제품 사용 조사 결과



FDA's Tobacco Products Enforcement Priorities

Enforcing against unauthorized ENDS products, including unauthorized products popular with youth, are among our highest enforcement priorities.

A new tobacco product must have FDA authorization before it can be legally marketed, and generally, products without authorization are at risk of enforcement action.

FDA has not adopted a broad policy of enforcement discretion regarding tobacco products without marketing authorization. For the vast majority of unauthorized e-cigarettes on the market today, the pendency of an application does not create a legal safe harbor to sell that product. There are a few tobacco products that have received a marketing denial order (MDO) that are under further agency review and for which FDA has stated the Agency does not intend to pursue enforcement action during the pendency of the re-review. In addition, in a very limited number of instances, some courts have granted stays of MDOs pending judicial review in order to maintain the status quo, or FDA has administratively stayed MDOs. In those particular instances, FDA does not intend to take enforcement action.

The decision whether to take enforcement action will be made on a case-by-case basis, taking into account youth use and other risk factors. Before taking any such action, the Agency intends to follow its usual compliance and enforcement practices and will generally issue a warning letter before initiating enforcement action (such as civil money penalties, seizure, or injunction) and afford the recipient an opportunity to respond (although there is no legal requirement that FDA send a warning letter before the agency can initiate an enforcement action).

Valuation

<표5> 글로벌 담배업체 Valuation

	종가	시가총액	수익률 (%)						PER (X)			D.Yield
	(달러)	(십억달러)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	2023	2024C	2025C	(%)
PHILIP MORRIS INT'L	123	191.7	0.6	2.6	5.0	21.6	37.2	31.0	21.4	19.3	17.5	4.2%
ALTRIA GROUP	54	91.7	0.8	2.5	7.5	16.3	31.6	33.3	14.6	10.5	10.1	7.6%
BRITISH AMERICAN TOBACCO	37	82.5	0.7	2.5	1.4	17.4	21.5	23.5	n/a	7.8	7.5	8.3%
JAPAN TOBACCO	29	57.1	(0.3)	0.9	0.9	(5.9)	8.0	15.0	14.9	15.0	14.0	4.6%
KT&G	80	10.5	(0.7)	(1.8)	16.7	28.6	15.5	23.6	11.8	13.1	12.6	1.1%

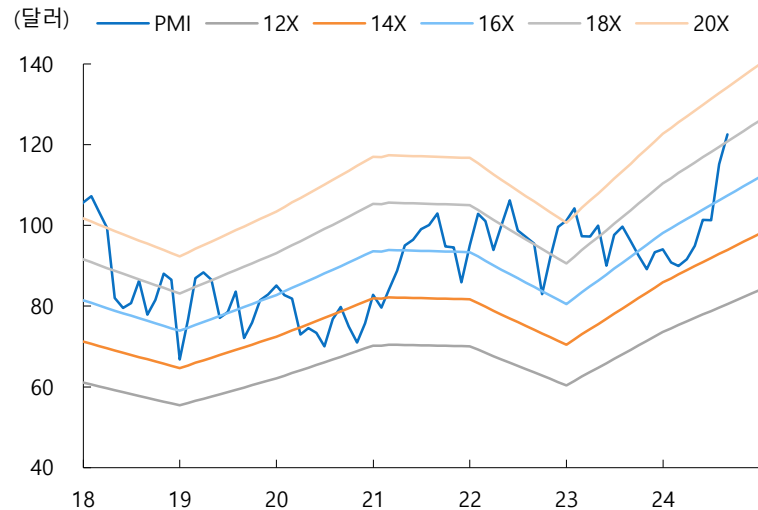
자료: 각사 자료, iM투자증권 리서치본부

주: PMI, Altria, BAT는 8/30 주가, JTI와 KT&G는 9/2 주가 기준

Valuation 1. PMI

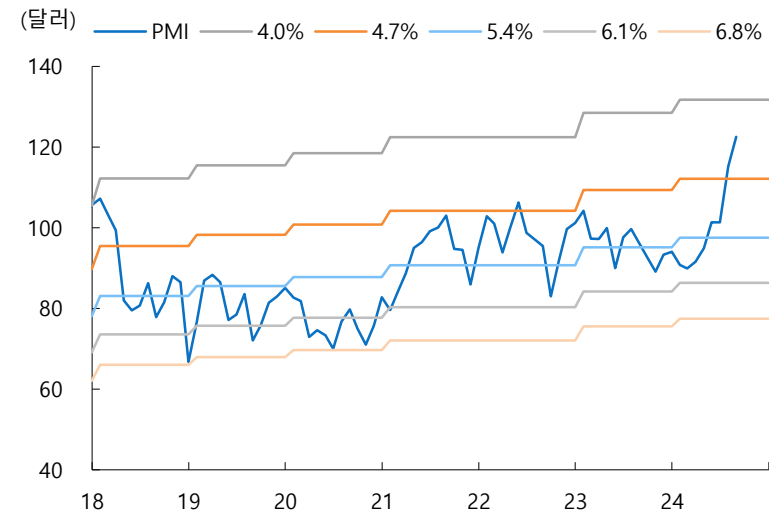
- 최근 10년간 Fwd P/E 13~23X에 거래, 여타업체대비 프리미엄 수준 유지
- 이는 1) 낮은 미국 규제 리스크 부각 및 2) 궤련형전자담배, 니코틴파우치 등 신성장동력의 부문별 높은 지배력에서 기인

<그림47> PMI 12M Fwd P/E 밴드



자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

<그림48> PMI P/Dividend 밴드

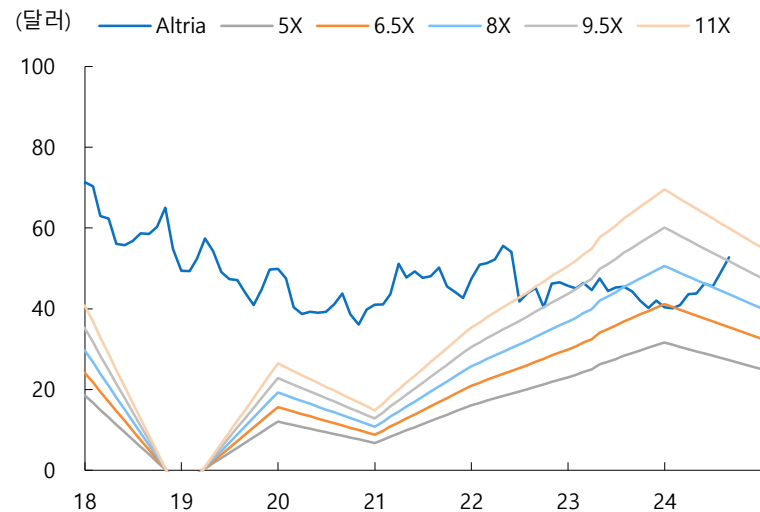


자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

Valuation 2. Altria

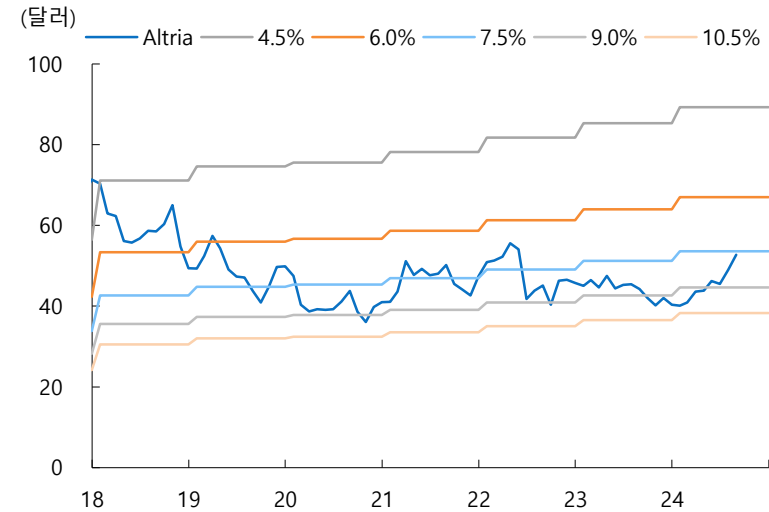
- 최근 avg. P/E 지속 하향조정. 이는 1) 미국 담배 판매량 감소 및 2) 규제관련 불확실성 반영, 3) JUUL 인수실패 등에서 기인함
- Cronos (대마초사업)에 일부 프리미엄
- 최근 NJOY (Vapor)의 FDA 승인 긍정적

<그림49> Altria 12M Fwd P/E 밴드



자료 : Altria, iM증권 리서치본부

<그림50> Altria P/Dividend 밴드

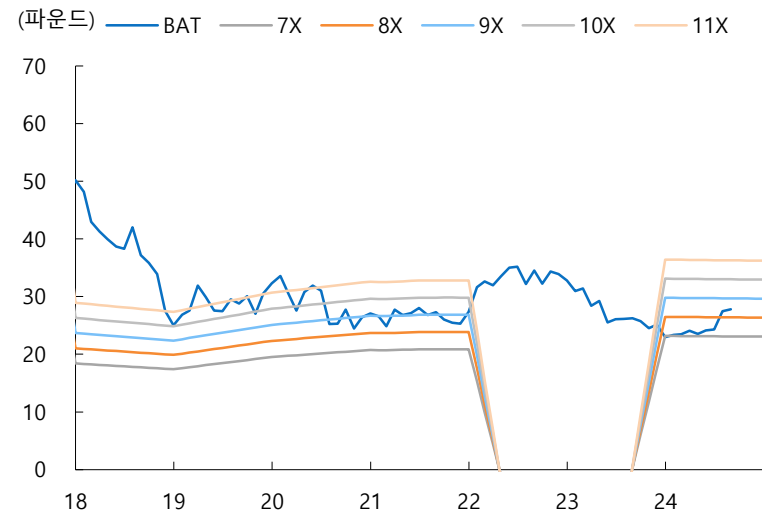


자료 : Altria, iM증권 리서치본부

Valuation 3. BAT

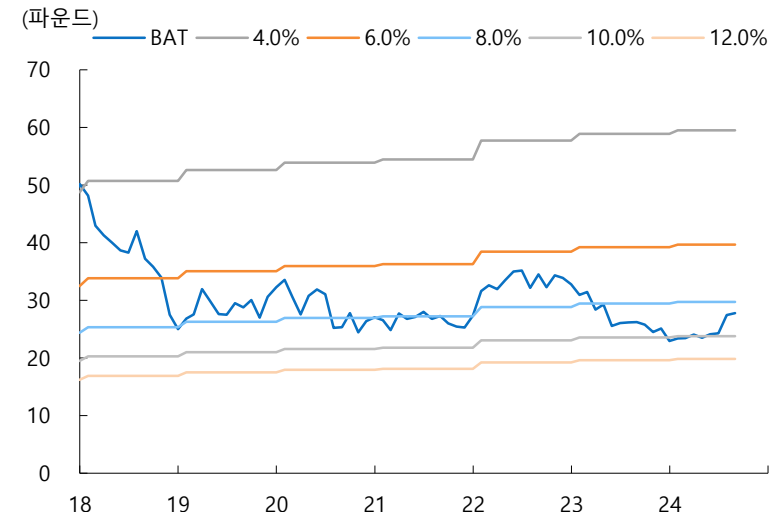
- 동종업체대비 신규 담배·니코틴사업에 대한 낮은 성과, 미국 포함 기존 궤련담배 수량감소로 여타업체대비 낮은 밸류에이션 흐름
- 미국 등 궤련담배 브랜드 상각과 관련한 주가 (-)영향 반영
- 현재 글로벌 담배기업 중 가장 높은 배당수익률

<그림51> BAT 12M Fwd P/E 밴드



자료 : British American Tobacco, iM증권 리서치본부

<그림52> BAT P/Dividend 밴드

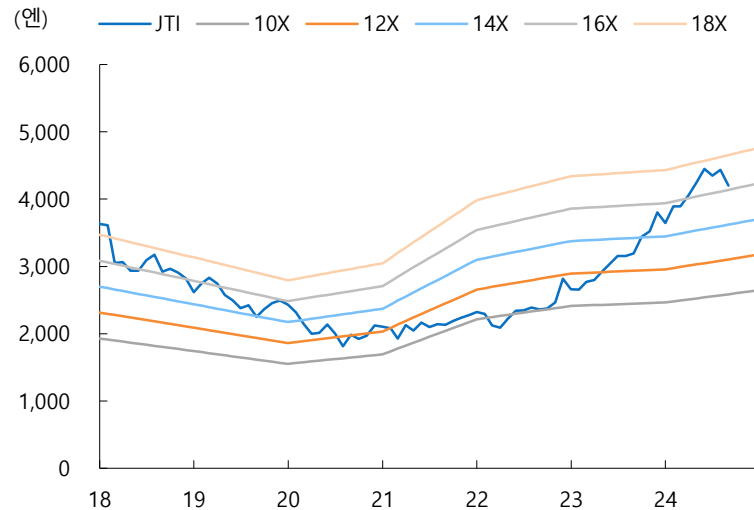


자료 : British American Tobacco, iM증권 리서치본부

Valuation 4. JTI

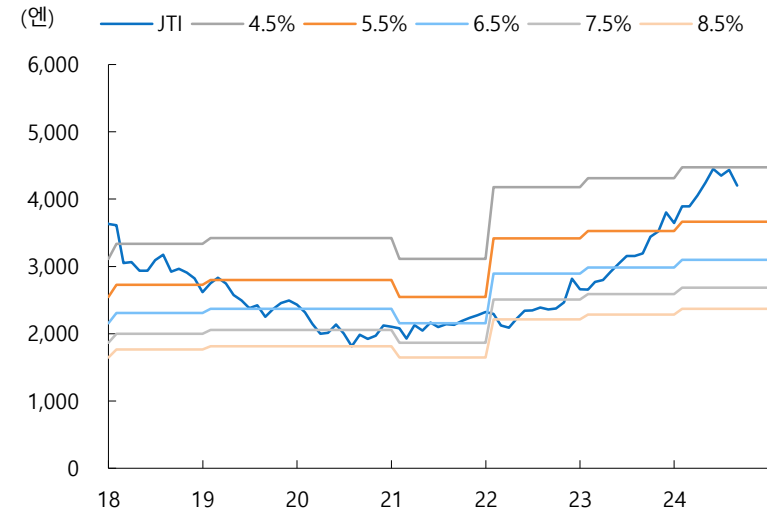
- 1H24까지 우호적인 환율 부각 및 일본시장 내 유의미한 궤련형 전자담배 점유율 지속
- 신시장 내 MS 확장흐름 등에 따라 영업실적 견고, 글로벌 담배기업 P/E 평균 수준 유지
- 최근 Vector Group 인수 및 환율 (-)영향으로 일부 조정을 보였으나 일부 회복흐름, 22년 이후 견조한 주가 우상향 방향성 지속

<그림53> JTI 12M Fwd P/E 밴드



자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부

<그림54> JTI P/Dividend 밴드

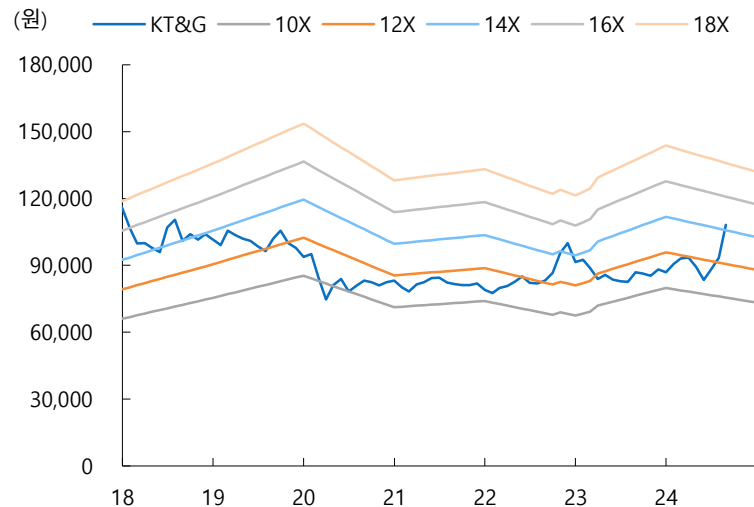


자료 : Japan Tobacco Inc, iM증권 리서치본부

Valuation 5. KT&G

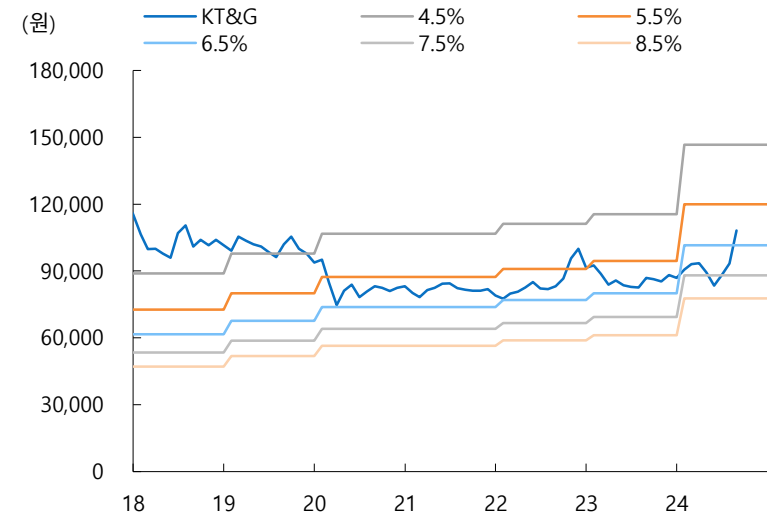
- 2Q24 영업실적 호조 및 24년 주주환원 구체화, 중장기 비핵심사업 무계중심 축소 등 부각
- 쉐련형 전자담배 등 시장변화 대응 유의미함에 따라 글로벌 담배기업 P/E 평균수준 유지

<그림55> KT&G 12M Fwd P/E 밴드



자료 : KT&G, iM증권 리서치본부 추정

<그림56> KT&G P/Dividend 밴드



자료 : KT&G, iM증권 리서치본부 추정



[기업분석]

KT&G (033780)

KT&G(033780)

주가상승 동력을 모두 갖춘 시점

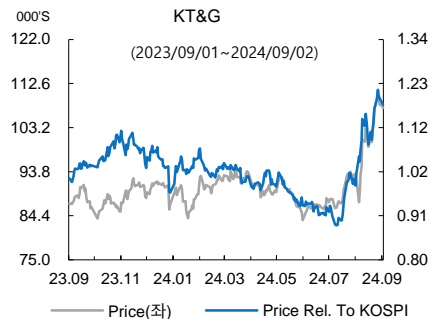
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000원(상향)
증가(2024.09.02)	107,400원
상승여력	30.4 %

Stock Indicator

자본금	955십억원
발행주식수	13,032만주
시가총액	13,997십억원
외국인지분율	44.7%
52주 주가	83,500~111,000원
60일평균거래량	320,103주
60일평균거래대금	30.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.7	28.6	15.5	23.4
상대수익률	16.6	26.9	14.0	18.9



[투자포인트]

- 국내 궤련 및 NGP 시장지배력 견고, 해외 궤련, NGP 성장세
- 24년 8월 부동산 등 비핵심부문에 대한 비중 축소 발표 (ROE관점 신규사업 자본투자 관련 재검토)
자본 효율 및 영업실적 변동성 최소화, 주요 비즈니스 중심 포트폴리오 변화 긍정적
- 24~26년 3년간 주주환원계획, 배당 1.8조원 및 자사주매입 1조원 규모
- PMI와 NGP 미국 PMTA 제출 등 협력을 위한 업무협약 체결
향후 미국에 출시할 NGP의 규제심사 관련 협력의지 확인. 미국 내 신규 담배·니코틴시장 진출 가능성 확대
- KT&G에 대한 BUY 투자의견 유지, 목표주가 기존 11만원 → 14만원으로 상향조정
핵심 영업실적 기반 기초체력 확인, 주주환원 장기흐름 긍정적. 여기에 글로벌시장 내 KT&G NGP 지위와 향후 미국시장 진출가능성 까지 고려한다면 중장기 영업실적 추정치 상향조정 가능성 충분
현재 글로벌 담배 제조업체가 가진 프리미엄 요소를 모두 갖춘 상황으로 판단

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	5,863	5,848	6,098	6,272
영업이익(십억원)	1,167	1,177	1,249	1,283
순이익(십억원)	903	1,041	956	980
EPS(원)	6,615	7,777	7,140	7,324
BPS(원)	68,557	70,436	71,678	73,105
PER(배)	13.1	13.8	15.0	14.7
PBR(배)	1.3	1.5	1.5	1.5
ROE(%)	9.8	11.2	10.0	10.1
배당수익률(%)	4.6	5.0	5.0	5.0
EV/EBITDA(배)	7.4	8.6	8.6	8.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

KT&G(033780)

<표1> KT&G 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
KT&G 연결 매출액	1,395.7	1,336.0	1,689.5	1,441.4	1,292.3	1,423.7	1,684.5	1,447.3	5,862.7	5,847.8	6,097.7
KT&G 개별	821.0	882.6	976.1	906.9	791.8	944.1	1,004.9	909.3	3,586.7	3,650.1	3,808.7
담배 내수	517.6	550.4	584.0	545.2	512.9	566.2	590.7	555.2	2,197.3	2,225.0	2,225.6
담배 수출	212.1	229.2	233.6	173.7	197.6	256.4	270.3	230.0	848.7	954.3	998.5
부동산 / 기타	91.3	103.0	158.4	188.1	81.3	121.5	143.8	124.2	540.8	470.8	584.5
KGC	362.3	232.6	374.0	254.5	265.3	229.4	366.8	253.9	1,223.4	1,115.4	1,165.9
인삼 내수	320.2	193.9	349.9	186.3	243.3	172.5	330.7	178.8	1,050.3	925.3	951.1
인삼 수출	42.1	38.7	24.1	68.2	22.0	56.9	36.2	75.0	173.1	190.1	214.8
기타 및 조정	212.4	220.8	339.4	280.0	235.2	250.3	312.8	284.1	1,052.6	1,082.3	1,123.1
YoY %	-0.5%	-5.7%	4.0%	2.5%	-7.4%	6.6%	-0.3%	0.4%	0.2%	-0.3%	4.3%
KT&G 개별	-2.8%	-8.7%	0.6%	-0.6%	-3.6%	7.0%	2.9%	0.3%	-2.9%	1.8%	4.3%
담배 내수	4.8%	-0.3%	2.4%	7.1%	-0.9%	2.9%	1.1%	1.8%	3.4%	1.3%	0.0%
담배 수출	-10.4%	-11.4%	-2.5%	-23.9%	-6.8%	11.8%	15.7%	32.4%	-11.9%	12.4%	4.6%
부동산 / 기타	-20.3%	-33.8%	-1.4%	7.2%	-11.0%	18.0%	-9.2%	-34.0%	-10.8%	-12.9%	24.2%
KGC	-3.2%	-5.6%	-12.8%	-0.7%	-26.8%	-1.4%	-1.9%	-0.2%	-6.3%	-8.8%	4.5%
인삼 내수	-5.3%	-10.1%	-7.5%	6.8%	-24.0%	-11.0%	-5.5%	-4.0%	-5.1%	-11.9%	2.8%
인삼 수출	17.1%	26.0%	-52.5%	-16.8%	-47.7%	47.0%	50.0%	10.0%	-13.2%	9.8%	13.0%
기타 및 조정	15.7%	7.8%	50.7%	17.8%	10.7%	13.3%	-7.8%	1.5%	23.7%	2.8%	3.8%
KT&G 연결 영업이익	316.6	246.1	406.7	198.0	236.6	322.0	385.4	233.7	1,167.3	1,177.6	1,248.5
KT&G 개별	230.3	243.8	293.9	163.8	208.7	281.6	321.6	236.4	931.7	1,048.2	1,081.3
KGC	50.1	(11.5)	58.6	(17.2)	14.9	(3.6)	53.2	(12.7)	80.0	51.8	63.1
기타 및 조정	36.2	13.8	54.2	51.4	13.0	44.0	10.6	9.9	155.6	77.6	104.1
YoY %	-4.9%	-24.9%	0.3%	-1.8%	-25.3%	30.8%	-5.2%	18.0%	-7.9%	0.9%	6.0%
KT&G 개별	-15.5%	-22.0%	-4.5%	-27.9%	-9.4%	15.5%	9.4%	44.4%	-16.8%	12.5%	3.2%
KGC	46.3%	-480.3%	-21.6%	적축	-70.3%	흑전	-9.2%	적축	-5.6%	-35.3%	21.8%
OPM %	22.7%	18.4%	24.1%	13.7%	18.3%	22.6%	22.9%	16.1%	19.9%	20.1%	20.5%
KT&G 개별	28.0%	27.6%	30.1%	18.1%	26.4%	29.8%	32.0%	26.0%	26.0%	28.7%	28.4%
KGC	13.8%	-4.9%	15.7%	-6.8%	5.6%	-1.6%	14.5%	-5.0%	6.5%	4.6%	5.4%

자료 : KT&G, iM증권 리서치본부 추정

KT&G(033780)

<표2> KT&G 목표주가: 가정변경에 따라 110,000원 → 140,000원으로 변경

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	5,862.6	5,847.8	6,097.7	6,272.3	6,416.0	6,566.8
YoY %		-0.3%	4.3%	2.9%	2.3%	2.3%
당기순이익	922.4	1,046.0	955.5	980.2	997.7	1,016.0
YoY %		13.4%	-8.6%	2.6%	1.8%	1.8%
Margin (%)	15.7%	17.9%	15.7%	15.6%	15.5%	15.5%
보통주 배당액	590.8	767.7	767.7	767.7	767.7	767.7
Payout ratio (%)	64.1%	73.4%	80.3%	78.3%	76.9%	75.6%
자본총계 (기초)	9,358.6	9,294.9	9,551.7	9,718.0	9,908.9	10,117.3
growth (%)		-0.7%	2.8%	1.7%	2.0%	2.1%
ROE (%)		11.2%	10.1%	10.2%	10.2%	10.1%
COE (%)		5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
ROE-COE (%)		5.9%	4.8%	4.9%	4.8%	4.8%
Residual Income		549.8	454.2	467.6	475.6	483.3
NPV of RI	1,589.7					
NPV of CV	6,743.8					
RI	495.4					
ROIC (%)	5.3%					
COE (%)	5.3%					
Terminal Growth	2.5%					
CV	9,311.6					
자본총계 (기초)	9,358.6					
Equity Value	17,692.0					
주식수 (천주)	130,322.5					
주당가치 (원)	135,756					
Target Price (원)	140,000					
Upside (%)	30.4%					

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		6,418	6,630	6,513	6,620
현금 및 현금성자산		1,032	1,137	693	511
단기금융자산		696	790	896	1,017
매출채권		1,772	1,767	1,843	1,896
재고자산		2,764	2,757	2,875	2,957
비유동자산		6,354	5,859	6,226	6,376
유형자산		2,096	1,400	1,565	1,514
무형자산		175	175	175	175
자산총계		12,772	12,489	12,739	12,996
유동부채		2,672	2,552	2,636	2,702
매입채무		261	37	-2	-68
단기차입금		62	72	72	72
유동성장기부채		46	21	21	21
비유동부채		805	385	385	385
사채		323	-	-	-
장기차입금		147	50	50	50
부채총계		3,478	2,937	3,021	3,087
지배주주지분		9,174	9,426	9,592	9,783
자본금		955	955	955	955
자본잉여금		534	534	534	534
이익잉여금		8,979	9,252	9,440	9,652
기타자본항목		-1,237	-1,237	-1,237	-1,237
비지배주주지분		121	126	126	126
자본총계		9,295	9,552	9,718	9,909

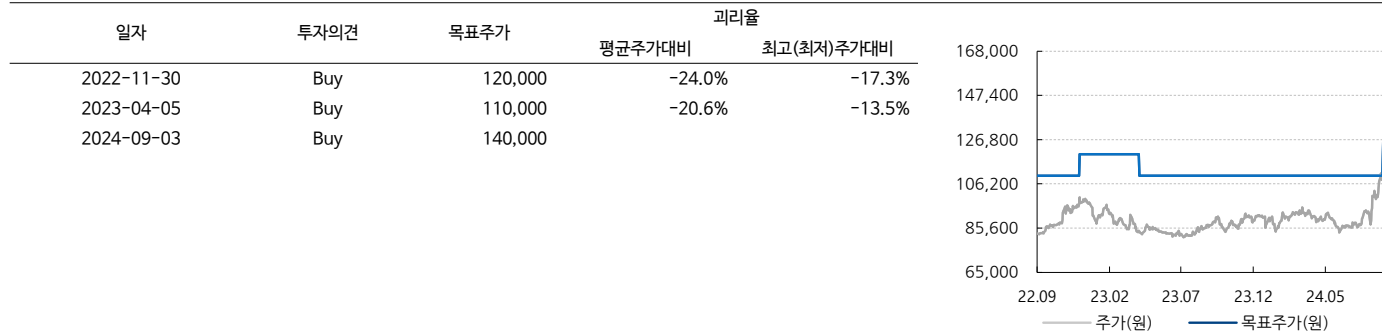
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		1,266	971	998	1,101
당기순이익		922	1,046	956	980
유형자산감가상각비		211	216	175	218
무형자산상각비		30	30	30	30
지분법관련손실(이익)		10	10	6	6
투자활동 현금흐름		-848	-363	-378	-392
유형자산의 처분(취득)		-473	-174	-176	-176
무형자산의 처분(취득)		0	1	1	1
금융상품의 증감		-83	-94	-106	-121
재무활동 현금흐름		-776	-1,075	-817	-817
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		329	-323	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-776	-591	-768	-768
현금및현금성자산의증감		-369	105	-444	-182
기초현금및현금성자산		1,401	1,032	1,137	693
기말현금및현금성자산		1,032	1,137	693	511

자료 : KT&G, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		5,863	5,848	6,098	6,272
증가율 (%)		0.2	-0.3	4.3	2.9
매출원가		3,054	2,915	3,026	3,112
매출총이익		2,808	2,933	3,072	3,160
판매비와관리비		1,641	1,755	1,823	1,877
연구개발비		51	51	53	54
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		1,167	1,177	1,249	1,283
증가율 (%)		-7.9	0.8	6.1	2.7
영업이익률 (%)		19.9	20.1	20.5	20.5
이자수익		75	42	20	20
이자비용		46	16	8	8
지분법이익(손실)		10	10	6	6
기타영업외손익		0	149	-	-
세전계속사업이익		1,248	1,415	1,327	1,361
법인세비용		319	375	372	381
세전계속이익률 (%)		21.3	24.2	21.8	21.7
당기순이익		922	1,046	956	980
순이익률 (%)		15.7	17.9	15.7	15.6
지배주주귀속 순이익		903	1,041	956	980
기타포괄이익		-22	-22	-22	-22
총포괄이익		901	1,024	934	959
지배주주귀속총포괄이익		901	1,024	934	959

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)					
EPS		6,615	7,777	7,140	7,324
BPS		68,557	70,436	71,678	73,105
CFPS		8,382	9,617	8,676	9,180
DPS		5,200	6,600	6,600	6,600
Valuation (배)					
PER		13.1	13.8	15.0	14.7
PBR		1.3	1.5	1.5	1.5
PCR		10.4	11.2	12.4	11.7
EV/EBITDA		7.4	8.6	8.6	8.2
Key Financial Ratio (%)					
ROE		9.8	11.2	10.0	10.1
EBITDA이익률		24.0	24.3	23.8	24.4
부채비율		37.4	30.7	31.1	31.2
순부채비율		-12.4	-18.7	-14.9	-14.0
매출채권회전율(x)		3.3	3.3	3.4	3.4
재고자산회전율(x)		2.2	2.1	2.2	2.2

KT&G 투자의견 및 목표주가 변동추이

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2024-06-30기준]

매수
92.8%

중립(보유)
6.6%

매도
0.6%



[Appendix]

Philip Morris International (PM-US)

Altria (MO-US)

British American Tobacco (BATS-LN)

JAPAN TOBACCO (2914-JP)

PHILIP MORRIS INTL (PM-US)

Delivering a Smoke-free Future

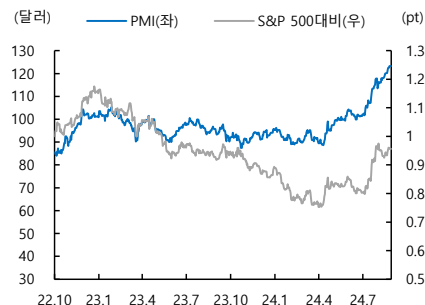
Not Rated

블룸버그 최고 목표가	USD 134.00
블룸버그 최저 목표가	USD 95.00
종가(2024/08/30)	USD 123.29

Stock Indicator

거래소	NYSE
발행주식수	1,554.8백만주
시가총액	191.7십억USD
결산월	12월
52주 최고가	USD 123.45
52주 최저가	USD 87.23

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	21.6	37.2	28.9
상대수익률	-0.9	13.6	24.8	3.0



[투자포인트]

- 필립모리스는 2008년에 알트리아에서 분사한 해외시장 중심의 담배 제조업체로 미국 제외 180여개의 해외시장에서 담배를 제조 및 판매 중. 전세계 판매 상위 15개의 담배 브랜드 가운데 세계 1위 '말보로'를 포함한 6개의 브랜드와 궤련형 전자담배 브랜드 아이코스를 보유
- 여타 담배업체대비 Valuation 할증 구간. 이는 1) 미국 규제 리스크관련 영향이 낮고 2) 궤련형전자담배, 니코틴파우치, Vapor 등 신성장동력이 갖춰져 있기 때문
- 22년말 흡수합병한 Swedish Match로 미국 니코틴시장 내 지배력 확보
- 미국 궤련형전자담배의 경우 2H24 IQOS 3 System을 시작으로 ILUMA 진입 계획

결산(12월)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액(십억달러)	28.7	31.4	31.8	35.2
영업이익(십억달러)	11.7	13.0	12.2	11.6
순이익(십억달러)	8.1	9.1	9.0	7.8
EPS(달러)	5.2	5.8	5.8	5.0
BPS(달러)	-8.1	-6.5	-5.8	-7.2
PER(x)	15.7	15.8	16.4	16.8
PBR(x)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	3.4	3.7	4.0	2.4
EV/EBITDA(x)	12.1	12.2	14.6	13.9

주: US-GAAP

PHILIP MORRIS INTL (PM-US)

<표 1> PMI 영업실적 추이 및 컨센서스

(억달러)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	26.8	26.7	28.7	29.6	29.8	28.7	31.4	31.8	35.2	37.5	40.1
YoY %	-10.0%	-0.4%	7.7%	3.1%	0.6%	-3.7%	9.4%	1.1%	10.7%	6.6%	6.9%
Cigarette	26.7	25.9	25.0	25.5	24.2	21.9	22.1	21.6	22.3		
YoY %	-10.2%	-2.9%	-3.8%	2.3%	-5.1%	-9.7%	0.9%	-2.2%	3.5%		
Europe							8.8	7.7	8.0		
SSEA, CIS & MEA							8.7	9.2	9.3		
EA, AU, PMI DF							2.9	2.8	2.7		
Americas							1.7	1.8	1.9		
Swedish Match								0.1	0.4		
Smoke-free Products	0.1	0.7	3.8	4.1	5.6	6.8	9.3	10.2	12.8		
YoY %	n/a	1019.7%	413.3%	8.0%	36.4%	22.2%	36.8%	9.1%	26.0%		
Europe							4.4	5.2	5.6		
SSEA, CIS & MEA							1.1	1.3	1.3		
EA, AU, PMI DF							3.6	3.1	3.5		
Americas							0.1	0.1	0.1		
Swedish Match								0.2	2.1		
Others, adj.							(0.5)	0.4	(1.4)		
(백만유닛)											
Global Shipment Volume	847,270	814,822	768,244	739,732	705,685	628,530	624,900	621,900	612,904		
Cigarette	846,870	807,422	732,044	698,332	645,985	552,430	529,900	512,700	487,608		
HTU	400	7,400	36,200	41,400	59,700	76,100	95,000	109,200	125,296		
YoY %	-1.0%	-3.8%	-5.7%	-3.7%	-4.6%	-10.9%	-0.6%	-0.5%	-1.4%		
Cigarette	-1.1%	-4.7%	-9.3%	-4.6%	-7.5%	-14.5%	-4.1%	-3.2%	-4.9%		
HTU	n/a	1750.0%	389.2%	14.4%	44.2%	27.5%	24.8%	14.9%	14.7%		
(백만캔)											
Oral Product Shipment Volume							7.3	113.2	799.3		
YoY %							n/a	1450.7%	606.1%		
Nicotine Pouches							1.1	42.5	421.1		
Snus							6.2	54.8	240.4		
Moist Snuff								16.0	133.7		
Others									4.2		
영업이익	10.6	10.9	11.6	11.4	10.5	11.7	13.0	12.2	11.6	12.7	14.3
YoY %	-9.2%	2.6%	6.2%	-1.8%	-7.4%	10.8%	11.2%	-5.6%	-5.6%	10.3%	12.0%
OPM %	39.6%	40.9%	40.3%	38.4%	35.3%	40.7%	41.3%	38.6%	32.9%	34.0%	35.6%

자료 : Philip Morris International, Bloomberg, iM증권 리서치본부

연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억달러)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
유동자산	21.5	17.7	19.6	19.8
현금 및 현금성자산	7.3	4.5	3.2	3.1
매출채권	2.9	3.1	3.9	3.5
비유동자산	23.3	23.6	42.1	45.5
유형자산	7.1	6.7	7.3	8.1
무형자산	8.0	9.5	26.4	26.6
자산총계	44.8	41.3	61.7	65.3
유동부채	19.6	19.3	27.3	26.4
비유동부채	35.8	30.2	40.7	48.4
부채총계	55.4	49.5	68.0	74.8
지배주주지분	-12.6	-10.1	-9.0	-11.2
자본금	2.1	2.2	2.2	2.3
이익잉여금	31.6	33.1	34.3	34.1
자본총계	-10.6	-8.2	-6.3	-9.4

현금흐름표

(십억달러)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동현금흐름	9.8	12.0	10.8	9.2
당기순이익	8.1	9.1	9.0	7.8
유무형자산감가상각비	1.0	1.0	1.2	2.1
비현금항목	0.6	0.5	0.4	0.6
투자활동현금흐름	-1.2	-2.4	-15.7	-3.6
유무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0
유무형자산의 취득	-0.6	-0.7	-1.1	-1.3
기타투자활동	-0.5	0.5	-0.6	-2.2
재무활동현금흐름	-8.5	-12.0	3.8	-5.6
부채의 증감	-0.4	-3.0	12.7	2.8
자본의 증감	0.0	-0.8	-0.2	0.0
배당금지급	-7.4	-7.6	-7.8	-8.0
기타재무활동	-0.8	-0.6	-0.9	-0.4
현금및현금성자산의 증감	0.4	-2.8	-1.3	-0.1
기초현금및현금성자산	6.9	7.3	4.5	3.2
기말현금및현금성자산	7.3	4.5	3.2	3.1
잉여현금흐름	9.2	11.2	9.7	7.9

자료 : Philip Morris International, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서

(십억달러, %)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	28.7	31.4	31.8	35.2
매출원가	9.6	10.0	11.4	12.9
매출총이익	19.1	21.4	20.4	22.3
판매비와 관리비	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	12.9	14.2	13.7	13.9
영업이익	11.7	13.0	12.2	11.6
영업이익률(%)	40.7	41.3	38.6	32.9
세전계속사업이익	11.0	12.2	11.6	10.5
법인세비용	2.4	2.7	2.2	2.3
당기순이익	8.1	9.1	9.0	7.8
성장률(YoY)				
매출액	-3.7	9.4	1.1	10.7
영업이익	10.8	11.2	-5.6	-5.6
순이익	12.1	13.1	-0.7	-13.6

주요투자지표

	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
주당지표 (달러)				
EPS	5.2	5.8	5.8	5.0
BPS	-8.1	-6.5	-5.8	-7.2
CFPS	6.3	7.7	7.0	5.9
DPS	4.7	4.9	4.9	5.1
Valuation (x)				
PER	15.7	15.8	16.4	16.8
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	13.1	12.4	14.5	15.9
EV/EBITDA	12.1	12.2	14.6	13.9
Key Financial Ratio (%)				
ROE	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA 이익률	44.9	45.3	43.1	39.5
부채비율	-521.6	-603.0	-1077.4	-791.3
순부채비율	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율(x)	3.9	3.0	3.4	3.4
재고자산회전율(x)	1.0	1.1	1.2	1.2

Altria (MO-US)

Moving Beyond Smoking

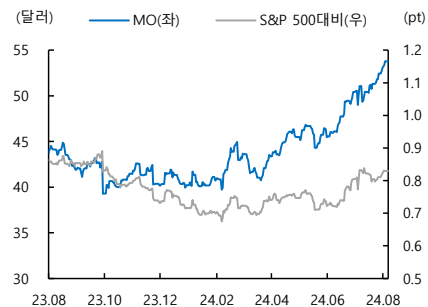
Not Rated

블룸버그 최고 목표가	USD 73.00
블룸버그 최저 목표가	USD 39.00
종가(2024/08/30)	USD 53.77

Stock Indicator

거래소	NYSE
발행주식수	1,706.2백만주
시가총액	91.7십억USD
결산월	12월
52주 최고가	USD 53.82
52주 최저가	USD 39.07

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	16.3	31.6	21.9
상대수익률	-0.3	8.6	19.7	-2.5



[투자포인트]

- 알트리아 그룹은 Philip Morris USA, US Smokeless Tobacco Company, John Middleton, Helix Innovations, NJOY를 계열사로 두고 있는 미국의 담배제조 및 판매업체. 제품 포트폴리오는 일반담배와 구강담배제품, 액상 전자담배, 니코틴파우치로 구성
- 미국 담배시장의 높은 규제강도에 따른 리스크가 높은 상황. PMI대비 신규 담배·니코틴사업이 뒤쳐져 있다는 점 또한 Valuation 할인요인으로 작용
- 단 1) Coronos Group (대마초사업) 등으로 여타할로 모색 및 2) 최근 NJOY (vapor) 일부 제품의 FDA 승인 등을 긍정적으로 해석할 수 있음
- 23년 Investor Day를 통해 5년간 DPS 인상계획 발표 (+mid single)

결산(12월)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액(십억달러)	20.8	21.1	20.7	20.5
영업이익(십억달러)	10.9	11.6	11.9	11.5
순이익(십억달러)	4.5	2.5	5.8	8.1
EPS(달러)	2.4	1.3	3.2	4.6
BPS(달러)	1.5	-0.9	-2.2	-2.0
PER(x)	9.4	10.3	9.4	8.1
PBR(x)	26.8	-	-	-
ROE(%)	98.6	-	-	-
배당수익률(%)	3.4	3.7	4.0	2.4
EV/EBITDA(x)	9.1	9.3	8.6	7.9

주: US-GAAP

Altria (MO-US)

<표 1> Altria 영업실적 추이 및 컨센서스											
(십억달러)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	18.9	19.3	19.5	19.6	19.8	20.8	21.1	20.7	20.5	20.4	20.3
YoY %	5.1%	2.6%	0.8%	0.7%	0.9%	5.3%	1.3%	-2.0%	-0.9%	-0.7%	-0.1%
Smokeable products			22.6	22.3	22.0	23.1	22.9	22.5	21.8		
Oral tobacco products			2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7		
All other			0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.0	0.1		
Excise taxes on products			(6.1)	(5.7)	(5.3)	(5.3)	(4.9)	(4.4)	(4.0)		
(백만개피)											
Smokeable products			118,148	111,392	103,450	103,225	95,596	86,409	78,116		
YoY %			n/a	-5.7%	-7.1%	-0.2%	-7.4%	-9.6%	-9.6%		
Cigarettes			116,606	109,791	101,799	101,425	93,793	84,678	76,336		
Cigars			1,542	1,601	1,651	1,800	1,803	1,731	1,780		
(백만캔)											
Oral tobacco products			773.5	832.6	809.7	819.6	820.3	800.6	782.9		
YoY %			n/a	7.6%	-2.8%	1.2%	0.1%	-2.4%	-2.2%		
Copenhagen			531.6	531.7	522.2	522.4	503.6	470.6	440.1		
Skoal			241.9	231.1	217.8	208.5	197.4	179.4	163.1		
on!			0.0	0.0	0.0	0.0	48.4	82.5	114.3		
Other			0.0	69.8	69.7	88.7	70.9	68.1	65.4		
영업이익	8.4	8.8	9.6	9.1	10.3	10.9	11.6	11.9	11.5	11.8	11.8
YoY %	9.7%	4.8%	9.5%	-5.0%	13.3%	5.3%	6.3%	3.1%	-3.1%	2.6%	0.0%
Smokeable products			8.4	8.4	9.0	10.0	10.4	10.7	10.7		
Oral tobacco products			1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.6	1.7		
All other			0.1	(0.4)	(0.0)	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.1)		
기타 (상각, 비용 등)			(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.8)		
OPM %	44.3%	45.3%	49.2%	46.4%	52.2%	52.2%	54.8%	57.6%	56.3%	58.2%	58.2%
Smokeable products			37.2%	37.7%	41.0%	43.2%	45.5%	47.6%	49.0%		
Oral tobacco products			60.6%	63.3%	66.8%	67.8%	63.6%	63.3%	64.6%		

자료 : Altria, Bloomberg, iM증권 리서치본부

연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억달러)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
유동자산	7.1	6.1	7.2	5.6
현금 및 현금성자산	4.9	4.5	4.0	3.7
매출채권	0.1	0.0	0.0	0.1
비유동자산	40.3	33.4	29.7	33.0
유형자산	2.0	1.6	1.6	1.7
무형자산	17.8	17.5	17.6	20.5
자산총계	47.4	39.5	37.0	38.6
유동부채	9.1	8.6	8.6	11.3
비유동부채	35.4	32.6	32.3	30.7
부채총계	44.4	41.1	40.9	42.1
지배주주지분	2.8	-1.6	-4.0	-3.5
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8
이익잉여금	34.7	30.7	29.8	31.1
자본총계	3.0	-1.6	-3.9	-3.5

현금흐름표

(십억달러)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동현금흐름	8.4	8.4	8.3	9.3
당기순이익	4.5	2.5	5.8	8.1
유무형자산감가상각비	0.3	0.2	0.2	0.3
비현금항목	3.4	5.7	2.9	0.9
투자활동현금흐름	-0.1	1.2	0.8	-1.3
유무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0
유무형자산의 취득	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타투자활동	0.1	0.2	0.0	0.0
재무활동현금흐름	-5.4	-10.0	-9.5	-8.4
부채의 증감	1.0	-1.7	-1.1	-0.6
자본의 증감	0.0	-1.7	-1.8	-1.0
배당금지급	-6.3	-6.4	-6.6	-6.8
기타재무활동	-0.1	-0.2	0.0	0.0
현금및현금성자산의 증감	2.8	-0.4	-0.5	-0.3
기초현금및현금성자산	2.1	4.9	4.5	4.0
기말현금및현금성자산	4.9	4.5	4.0	3.7
잉여현금흐름	8.2	8.2	8.1	9.1

자료 : Altria, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서

(십억달러, %)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	20.8	21.1	20.7	20.5
매출원가	7.8	7.1	6.4	6.2
매출총이익	13.0	14.0	14.2	14.3
판매비와 관리비	2.1	2.4	2.3	2.6
EBITDA	11.1	11.8	12.1	11.8
영업이익	10.9	11.6	11.9	11.5
영업이익률(%)	52.2	54.8	57.6	56.3
세전계속사업이익	6.9	3.8	7.4	10.9
법인세비용	2.4	1.3	1.6	2.8
당기순이익	4.5	2.5	5.8	8.1
성장률(YoY)				
매출액	5.3	1.3	-2.0	-0.9
영업이익	5.3	6.3	3.1	-3.1
순이익	흑전	-44.6	132.9	41.0

주요투자지표

	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
주당지표 (달러)				
EPS	2.4	1.3	3.2	4.6
BPS	1.5	-0.9	-2.2	-2.0
CFPS	4.5	4.6	4.6	5.2
DPS	3.4	3.5	3.7	3.8
Valuation (x)				
PER	9.4	10.3	9.4	8.1
PBR	26.8	-	-	-
PCR	9.1	10.4	10.0	7.7
EV/EBITDA	9.1	9.3	8.6	7.9
Key Financial Ratio (%)				
ROE	98.6			
EBITDA 이익률	53.4	55.9	58.7	57.6
부채비율	1499.1	-2561.0	-1042.0	-1205.2
순부채비율	827.2	-	-	-
매입채무회전율(x)	21.9	15.3	12.8	11.0
재고자산회전율(x)	3.7	4.5	5.4	5.2

British American Tobacco (BATS-LN)

A Better Tomorrow, Building a Smokeless World

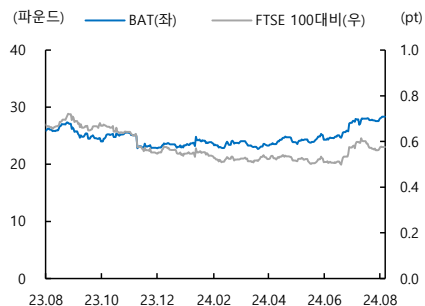
Not Rated

블룸버그 최고 목표가	GBX 4,400.00
블룸버그 최저 목표가	GBX 2,500.00
종가(2024/08/30)	GBX 2,836.00

Stock Indicator

거래소	London
발행주식수	2,216.1 백만주
시가총액	62.8 십억GBP
결산월	12월
52주 최고가	GBX 2,846.00
52주 최저가	GBX 2,233.00

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	17.4	21.5	8.7
상대수익률	-0.7	16.0	11.4	-3.1



[투자포인트]

- BAT는 약 180개국에서 사업을 영위 중인 영국의 담배업체로, 일반담배인 Dunhill, Kent 등의 브랜드와 궤련형 전자담배 glo, 액상형 전자담배 Vuse, 니코틴파우치 Velo, 전통 구강제품 등 5개의 카테고리의 사업을 영위. 지역별 매출액은 미국 44%, 미주/유럽 36%, APAC/중동/아프리카 20% 수준
- 미국시장 익스포저에 따른 리스크 및 상대적으로 약한 신규 성장동력에 따라 Valuation 할인적용
- 높은 GPM, 저변확대 목적 비용지출이 여타업체대비 용이
- 매년 자사주 매입 진행 중
23년~ 미국 궤련브랜드 상각으로 회계비용처리 발생에도, 24년 7억파운드, 25년 8억파운드 수준 매입 계획

결산(12월)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액(십억파운드)	25.8	25.7	27.7	27.3
영업이익(십억파운드)	9.9	10.3	10.6	-15.7
순이익(십억파운드)	6.4	6.8	6.7	-14.4
EPS(파운드)	2.8	3.0	2.9	-6.5
BPS(파운드)	27.3	28.5	33.0	22.8
PER(x)	9.7	9.2	11.2	-
PBR(x)	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	10.1	10.6	9.5	-23.1
배당수익률(%)	3.4	3.7	4.0	2.4
EV/EBITDA(x)	9.0	8.9	9.6	6.8

주: US-GAAP

BRITISH AMERICA TOBACCO (BATS-LN)

<표 1> BAT 영업실적 추이 및 컨센서스

(십억파운드)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	13.1	14.8	19.6	24.5	25.9	25.8	25.7	27.7	27.3	26.3	27.7
YoY %	-6.2%	12.6%	32.6%	25.2%	5.7%	-0.4%	-0.4%	7.7%	-1.3%	-3.5%	5.2%
Total Combustibles	0.0	0.0	17.4	21.8	23.0	22.8	22.0	23.0	22.1	0.0	0.0
YoY %	0.0%	0.0%	0.0%	25.2%	5.7%	-1.1%	-3.2%	4.5%	-4.0%	0.0%	0.0%
Total Non-Combustibles	0.0	0.0	0.8	1.8	2.3	2.3	3.2	4.1	4.5	0.0	0.0
YoY %	0.0%	0.0%	0.0%	135.6%	29.8%	-0.1%	36.0%	29.4%	9.9%	0.0%	0.0%
Vapour	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	0.6	0.9	1.4	1.8	0.0	0.0
Heated Products	0.0	0.0	0.2	0.6	0.7	0.4	0.9	1.1	1.0	0.0	0.0
Modern Oral	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.0	0.0
Traditional Oral	0.0	0.0	0.4	0.9	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	0.0	0.0
(십억개피)											
Total Combustibles											
Cigarettes				701	667	638	637	605	555		
YoY %				2.6%	-4.9%	-4.3%	-0.2%	-5.0%	-8.3%		
RYO MYO				22	20	20	18	16	15		
YoY %				-6.2%	-7.5%	-1.7%	-10.0%	-11.1%	-6.3%		
Total Non-Combustibles											
Vapour (백만유닛)				189	226	344	535	612	654		
YoY %				100.0%	19.8%	51.9%	55.5%	14.4%	6.9%		
Heated Products (십억개피)				7	9	11	19	24	24		
YoY %				217.0%	32.2%	18.9%	73.6%	25.7%	-1.3%		
Modern Oral (백만파우치)				415	1,194	1,934	3,296	4,010	5,360		
YoY %				10528.8%	188.0%	62.0%	70.4%	21.7%	33.7%		
Traditional Oral (십억개피)				9	9	8	8	7	7		
YoY %				n/a	-6.0%	-9.0%	0.0%	-7.5%	-10.8%		
영업이익	4.6	4.7	6.4	9.3	9.0	9.9	10.3	10.6	(15.7)	11.9	12.1
YoY %	0.5%	1.9%	37.7%	45.1%	-2.8%	9.9%	3.2%	3.5%	적전	흑전	1.8%
OPM %	34.9%	31.5%	32.7%	38.0%	34.9%	38.5%	39.9%	38.4%	-57.7%	45.0%	43.6%

자료 : British American Tobacco, Bloomberg, iM증권 리서치본부

연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억파운드)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
유동자산	13.6	12.8	15.4	14.2
현금 및 현금성자산	3.1	2.8	3.4	4.7
매출채권	2.8	3.0	2.6	2.9
비유동자산	124.1	124.6	138.1	104.5
유형자산	5.1	5.0	4.9	4.6
무형자산	115.3	115.6	129.1	95.6
자산총계	137.7	137.4	153.5	118.7
유동부채	15.5	15.1	17.9	15.7
비유동부채	59.3	54.8	60.0	50.1
부채총계	74.7	70.0	77.8	65.8
지배주주지분	62.7	67.1	75.4	52.6
자본금	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	42.0	44.2	44.1	24.5
자본총계	63.0	67.4	75.7	52.9

현금흐름표

(십억파운드)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동현금흐름	8.1	8.2	8.9	9.2
당기순이익	6.4	6.8	6.7	-14.4
유무형자산감가상각비	1.5	1.1	1.3	28.6
비현금항목	0.5	0.3	1.3	-5.4
투자활동현금흐름	-0.8	-1.2	-0.8	-0.4
유무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.1
유무형자산의 취득	-0.8	-0.7	-0.7	-0.6
기타투자활동	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	-6.1	-7.2	-7.3	-7.6
부채의 증감	-1.0	-4.0	0.0	-1.8
자본의 증감	0.0	-0.1	-2.1	-0.1
배당금지급	-4.7	-4.9	-4.9	-5.1
기타재무활동	-0.4	1.8	-0.3	-0.6
현금및현금성자산의 증감	0.6	-0.3	0.6	1.2
기초현금및현금성자산	2.5	3.1	2.8	3.4
기말현금및현금성자산	3.1	2.8	3.4	4.7
잉여현금흐름	7.6	7.7	8.4	8.7

자료 : British American Tobacco, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서

(십억파운드, %)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	25.8	25.7	27.7	27.3
매출원가	4.6	4.5	4.8	4.5
매출총이익	21.2	21.1	22.9	22.7
판매비와 관리비	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	11.4	11.3	11.9	12.9
영업이익	9.9	10.3	10.6	-15.7
영업이익률(%)	38.5	39.9	38.4	-57.7
세전계속사업이익	8.7	9.2	9.3	-17.1
법인세비용	2.1	2.2	2.5	-2.9
당기순이익	6.4	6.8	6.7	-14.4
성장률(YoY)				
매출액	5.3	1.3	-2.0	-0.9
영업이익	5.3	6.3	3.1	-3.1
순이익	흑전	-44.6	132.9	41.0

주요투자지표

	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
주당지표 (파운드)				
EPS	2.8	3.0	2.9	-6.5
BPS	27.3	28.5	33.0	22.8
CFPS	3.5	3.6	3.9	4.1
DPS	2.2	2.2	2.3	2.4
Valuation (x)				
PER	9.7	9.2	11.2	-
PBR	1.0	1.0	1.0	1.0
PCR	7.7	7.6	8.3	5.6
EV/EBITDA	9.0	8.9	9.6	6.8
Key Financial Ratio				
ROE	10.1	10.6	9.5	-23.1
EBITDA 이익률	44.2	44.1	43.1	47.2
부채비율	118.7	103.8	102.8	124.3
순부채비율	64.5	54.0	51.7	65.1
매입채무회전율(x)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율(x)	0.8	0.8	0.9	0.9

JAPAN TOBACCO (2914-JP)

Fulfilling Moments, Enriching Life

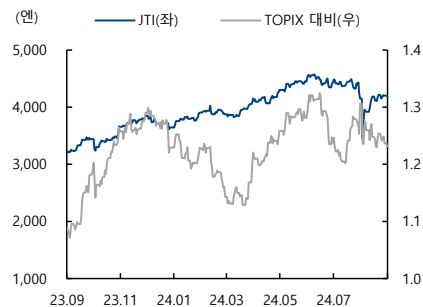
Not Rated

블룸버그 최고 목표가	JPY 5,450.00
블룸버그 최저 목표가	JPY 3,600.00
종가(2024/09/02)	JPY 4,190.00

Stock Indicator

거래소	Tokyo
발행주식수	2,000.0백만주
시가총액	8,380.0십억JPY
결산월	12월
52주 최고가	JPY 4,622.00
52주 최저가	JPY 3,197.00

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	-5.9	8.0	30.9
상대수익률	-5.7	-3.9	7.8	13.2



[투자포인트]

- JTI는 약 130개국 이상에서 사업을 영위 중인 일본의 담배업체로, 담배 브랜드 Winston, Mevius, Camel, LD를 보유. 2011년에 Ploom을 인수하며 궤련형 전자담배 시장에 진출했으며, 뒤이어 2015년 액상담배 업체인 Logic 인수, 2018년에 니코틴 파우치 업체인 Nordic Spirit을 인수해 Reduced-Risk Product 사업의 매출규모 확대를 추진 중
- Altria와 협업을 통해 Ploom X 미국진출 예정, FDA PMTA 시기 감안시 25년 예상
- Vector Group 인수, 완료시 M/S 8%로 개선. 미국 내 저가 포지셔닝 궤련담배 지배력 강화로 인플레이션 구간에서의 소비자 확보 측면 긍정적
- 장기 배당금 확대기조 유지

결산(12월)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액(십억엔)	2,092.6	2,324.8	2,657.8	2,841.1
영업이익(십억엔)	465.0	495.0	645.6	664.1
순이익(십억엔)	310.3	338.5	442.7	482.3
EPS(JPY)	174.9	190.8	249.5	271.7
BPS(JPY)	1,421.9	1,583.1	1,994.8	2,157.5
PER(x)	12.0	12.2	10.7	13.4
PBR(x)	1.5	1.5	1.3	1.7
ROE(%)	12.0	12.7	13.9	13.1
배당수익률(%)	3.4	3.7	4.0	2.4
EV/EBITDA(x)	6.7	6.5	5.9	8.0

주: US-GAAP

JAPAN TOBACCO (2914-JP)

<표1> JTI 영업실적 추이 및 컨센서스											
(십억엔)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,252.9	2,143.3	2,139.7	2,216.0	2,175.6	2,092.6	2,324.8	2,657.8	2,841.1	3,049.9	2,909.0
YoY %	-6.1%	-4.9%	-0.2%	3.6%	-1.8%	-3.8%	11.1%	14.3%	6.9%	7.3%	-4.6%
Tobacco	1,994.5	1,883.4	1,864.4	1,933.7	1,922.4	1,861.8	2,095.1	2,417.4	2,590.9		
YoY %	-1.0%	-5.6%	-1.0%	3.7%	-0.6%	-3.2%	12.5%	15.4%	7.2%		
RRP							72.2	75.4	81.6		
International	1,317.2	1,199.2	1,237.6	1,312.3	1,310.9	1,306.2	1,535.7				
Japan	677.3	684.2	626.8	621.4	611.5	555.6	559.4				
Pharmaceuticals	75.6	87.2	104.7	114.0	88.5	79.0	80.4	82.9	94.9		
Processed Food	165.8	164.1	163.1	161.4	158.6	149.3	147.2	155.5	153.9		
Other, adj.	17.0	8.6	7.5	6.9	6.1	2.5	2.1	2.0	1.4		
(십억개피)											
Tobacco	503.2	504.8	491.4	509.5	521.3	504.4	522.4	527.3	540.1		
YoY %	-1.4%	0.3%	-2.7%	3.7%	2.3%	-3.2%	3.6%	0.9%	2.4%		
RRP							7.1	7.9	8.8		
International	393.9	398.7	398.5	427.6	445.8	435.7	460.2				
Japan	109.3	106.1	92.9	81.9	75.5	68.7	62.2				
영업이익	558.8	586.8	554.9	561.1	497.3	465.0	495.0	645.6	664.1	703.3	735.5
YoY %	-13.6%	5.0%	-5.4%	1.1%	-11.4%	-6.5%	6.5%	30.4%	2.9%	5.9%	4.6%
OPM %	24.8%	27.4%	25.9%	25.3%	22.9%	22.2%	21.3%	24.3%	23.4%	23.1%	25.3%
Tobacco	648.5	596.4	583.6	593.5	445.0	448.2	520.0	679.4	677.1		
OPM %	32.5%	31.7%	31.3%	30.7%	23.1%	24.1%	24.8%	28.1%	26.1%		
International	394.4	336.2	351.3	384.5	274.0	296.4	394.5				
Japan	254.1	260.2	232.3	209.0	171.0	151.8	125.5				
Pharmaceuticals	(2.3)	9.7	24.1	28.4	72.7	16.5	11.3	11.1	17.4		
Processed Food	2.7	5.0	5.4	4.1	5.5	(0.8)	2.9	4.2	7.7		

자료 : Japan Tobacco Inc, Bloomberg, iM증권 리서치본부

연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억엔)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
유동자산	2003.9	2321.3	2723.6	3259.6
현금 및 현금성자산	538.8	721.7	866.9	1040.2
매출채권	402.8	444.7	468.0	521.9
비유동자산	3377.5	3452.9	3824.5	4022.5
유형자산	759.3	755.8	776.0	821.5
무형자산	2273.0	2368.1	2692.5	2823.4
자산총계	5381.4	5774.2	6548.1	7282.1
유동부채	1323.8	1500.3	1562.7	1927.3
비유동부채	1458.1	1387.8	1368.7	1442.3
부채총계	2781.9	2888.1	2931.3	3369.6
지배주주지분	2522.8	2809.3	3540.4	3830.2
자본금	836.4	836.4	836.4	836.5
이익잉여금	2783.7	2863.8	3089.9	3192.3
자본총계	2599.5	2886.1	3616.8	3912.5

현금흐름표

(십억엔)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동현금흐름	519.8	598.9	483.8	567.0
당기순이익	310.3	338.5	442.7	482.3
유무형자산감가상각비	179.7	187.1	199.7	179.7
비현금항목	6.6	-4.1	-59.7	11.4
투자활동현금흐름	5.4	-97.5	-101.8	-126.1
유무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0
유무형자산의 취득	-108.6	-102.9	-99.4	-121.2
기타투자활동	0.5	-1.5	6.2	2.7
재무활동현금흐름	-297.4	-353.1	-306.2	-270.5
부채의 증감	-19.8	-99.3	-50.8	99.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-273.1	-251.9	-266.2	-367.3
기타재무활동	-4.4	-1.9	10.8	-2.2
현금및현금성자산의 증감	181.7	182.9	145.2	173.3
기초현금및현금성자산	357.2	538.8	721.7	866.9
기말현금및현금성자산	538.8	721.7	866.9	1040.2
잉여현금흐름	434.5	512.6	402.4	472.2

자료 : Japan Tobacco Inc, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서

(십억엔, %)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	2092.6	2324.8	2657.8	2841.1
매출원가	898.0	956.9	1091.0	1226.0
매출총이익	1194.6	1368.0	1566.8	1615.1
판매비와 관리비	620.0	714.6	756.5	801.1
EBITDA	644.7	682.1	845.2	843.7
영업이익	465.0	495.0	645.6	664.1
영업이익률(%)	22.2	21.3	24.3	23.4
세전계속사업이익	420.1	472.4	593.5	621.6
법인세비용	108.0	132.2	149.3	136.3
당기순이익	310.3	338.5	442.7	482.3
성장률(YoY)				
매출액	-3.8	11.1	14.3	6.9
영업이익	-6.5	6.5	30.4	2.9
순이익	-10.9	9.1	30.8	8.9

주요투자지표

	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
주당지표 (엔)				
EPS	174.9	190.8	249.5	271.7
BPS	1421.9	1583.1	1994.8	2157.5
CFPS	293.0	337.5	272.6	319.4
DPS	154.0	140.0	188.0	194.0
Valuation (x)				
PER	12.0	12.2	10.7	13.4
PBR	1.5	1.5	1.3	1.7
PCR	7.2	6.9	9.8	11.4
EV/EBITDA	6.7	6.5	5.9	8.0
Key Financial Ratio				
ROE	12.0	12.7	13.9	13.1
EBITDA 이익률	30.8	29.3	31.8	29.7
부채비율	107.0	100.1	81.0	86.1
순부채비율	18.7	8.9	4.2	4.1
매입채무회전율(x)	3.3	3.9	4.5	4.8
재고자산회전율(x)	1.5	1.7	1.7	1.6

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급공시 2024-06-30기준]

매수
92.8%

중립(보유)
6.6%

매도
0.6%