

담배: 완벽한 대안

- ✧ 대안(1) 불안정한 시장 속 국내외 담배 제조사 주가 상승
- ✧ 대안(2) 글로벌 흡연율 하락 속 차세대 담배 등장과 성장
- ✧ 주요 담배 제조사별 차세대 담배 전략 및 계획 점검
- ✧ 추천종목: KT&G(목표주가 11만원→15만원 상향)



2024.08.29

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 음식료·미디어 RA
02-709-2886
rlarla6019@ds-sec.co.kr

Con- tents



산업분석	04
불안정한 시장 속 국내외 담배 업체 주가 상승	04
글로벌 흡연율 하락 속 다양한 대안 등장	05
차세대 담배 시장 확대에 따른 Q 증가와 수익성 개선	07
주요 담배 제조사별 차세대 담배 전략 및 계획	14
참고(1) KT&G의 일반 궐련 해외 실적 호조	24
참고(2) 잎담배 원가 부담	26
투자전략 및 밸류에이션	27
기업분석	30
KT&G(033780) 완벽한 대안	31

[담배·음식료]

담배: 완벽한 대안

대안(1) 불안정한 시장 속 글로벌 담배 제조사 주가 상승

최근 KT&G를 포함해 글로벌 담배 업체들의 주가가 일제히 상승 중이다. 이는 1)불안정한 주식 시장과 금리 인하 기대감 속 방어주 및 배당주 매력 부각, 2)KT&G와 필립모리스(PMI)의 담배 실적 반등, 3)글로벌 담배 시장 속 차세대 담배의 성장과 수익 기여 등이 기인한 영향으로 판단한다. 8/27 종가 기준 YTD 수익률은 PMI(29%), KT&G(26%), BAT(20%), JTI(14%)를 기록했다.

대안(2) 글로벌 흡연을 하락 속 차세대 담배 등장과 성장

글로벌 담배 규제와 흡연을 하락으로 시장 축소가 불가피한 상황에서 담배 제조사들의 장기 성장성에 대한 우려는 여전하다. 다만 가열담배(궐련형 전자담배), 액상형 전자담배, 구강형 무연담배 등 다양한 차세대 담배 제품을 통해 흡연자에게는 다양한 대안을 제시하고 제조사들은 성장 동력을 얻고 있다.

실제로 PMI의 전체 담배 실적에서 무연담배 매출 비중은 20년 23.8%→23년 36.5%까지 확대됐고 BAT의 경우 신규 카테고리의 매출 비중은 20년 5.7%→23년 12.3%, KT&G는 담배 중 NGP 매출 비중이 20년 9.4%→23년 21.5%로 성장했다. 또한 차세대 담배시장으로 자원을 집중하며 경쟁이 치열해지는 한편 규모의 경제를 갖춰가며 수익성 개선에도 기여하고 있다.

주요 담배 제조사별 차세대 담배 전략 및 계획 점검

PMI를 선두로 주요 담배 제조사들은 제품 포트폴리오 확대, 진출 국가 확대를 통해 차세대 담배 매출 비중을 지속 확대해 나갈 것으로 기대된다. PMI는 2030년까지 담배 매출에서 무연 담배의 비중을 2/3이상으로 확대할 것이며, BAT는 담배 중 차세대 담배 매출 비중을 2035년 50%이상, KT&G는 27년 35%까지 확대할 목표이다. 특히 KT&G의 해외 NGP 사업은 PMI와 협력해 경쟁사 대비 빠르게 진출 국가를 확대하고 성장, 수익 기여 시점에 도달했다. KT&G의 NGP 매출은 진출 국가와 신규 플랫폼 확대, 국내외 CAPA 확대로 성장할 것이다.

추천종목: KT&G(목표주가 11만원→15만원 상향)

최근 KT&G를 비롯해 글로벌 담배 제조회사들의 주가 상승으로 PER 밸류에이션은 다소 높아졌다. 24년 예상 실적 기준 PER은 PMI 19.1배, BAT 7.7배, JTI 15.1배, KT&G 13.6배이며 배당수익률은 각각 4.3%, 8.5%, 4.8%, 4.9% 이다. 이중 PMI와 KT&G는 24년 상반기 담배 부문에서 전년비 수익성 개선이 나타났고 무연담배 성장률이 가파르다는 측면에서 경쟁사대비 매력이 높다. 또한 KT&G는 지속적으로 주주가치 제고를 위한 노력을 진행 중이며 24~26년 2.8조원의 주주환원 계획 등을 감안했을 때 기업가치 상승도 기대된다.

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 음식료·미디어 RA

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2024.08.29

비중확대 (유지)

추천 종목

KT&G 033780

투자 의견(유지)	BUY
목표주가(상향)	150,000원
상승여력	36.6%

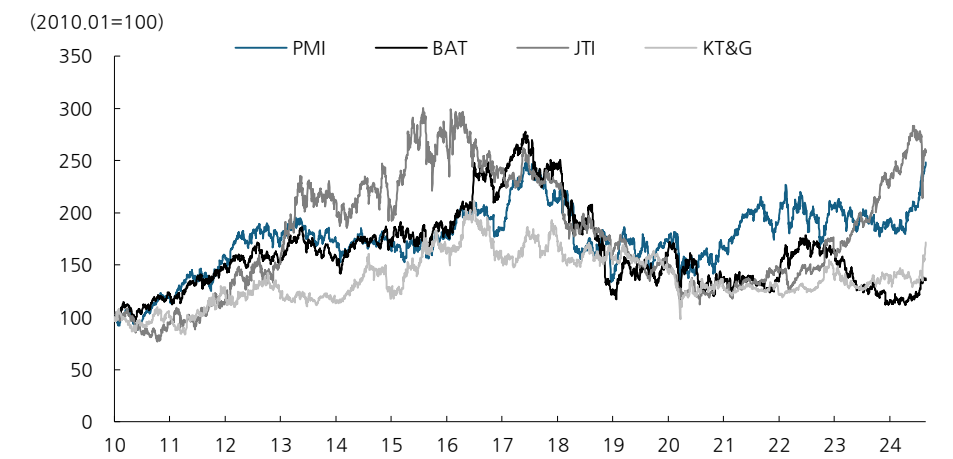
산업분석

불안정한 시장 속 국내외 담배 업체 주가 상승

국내외 주요 담배 제조사 주가 상승

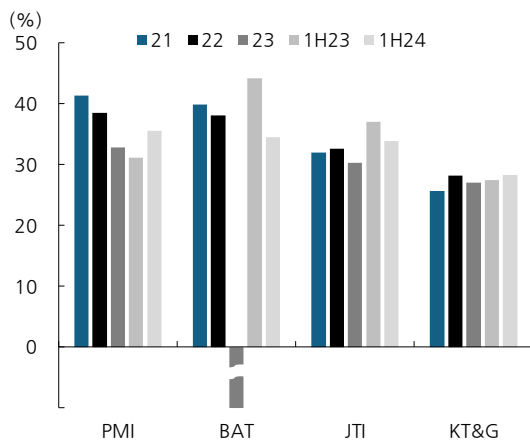
최근 KT&G 뿐만 아니라 글로벌 담배업체의 주가가 일제히 상승 중이다. 8/27 종가 기준 주요 담배 제조사의 YTD 수익률은 PMI(30%), KT&G(28%), BAT(21%), JTI(14%)를 기록했다. 최근 주가 조정을 받은 일본의 JTI를 제외하고 나머지 세 기업은 모두 최근 3개월 수익이 반등하기 시작했다. 이는 1)불안정한 시장 속 금리 인하에 대한 기대감이 커지며 배당주 매력 부각, 2)KT&G와 필립모리스의 실적 컨센상회, 3)전자 담배 실적 확대와 수익 기여 등이 기인한 것으로 판단한다.

그림1 주요 담배 회사 주가 추이



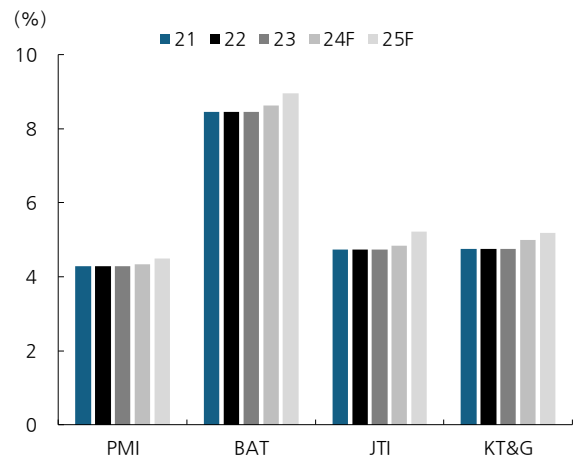
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 주요 담배 제조사의 담배 영업이익률 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림3 주요 담배 제조사별 배당수익률



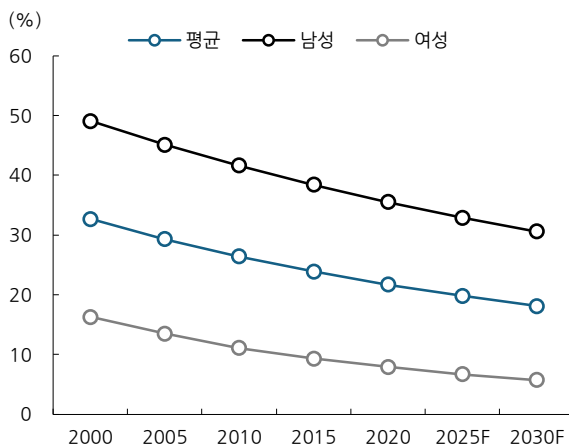
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

글로벌 흡연율 하락 속 다양한 대안 등장

글로벌 흡연율 하락 속 담배 성장성 우려

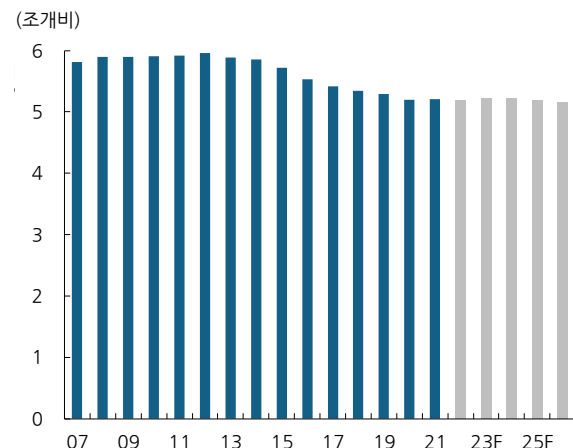
글로벌 흡연율이 하락하며 시장이 지속 축소될 것으로 전망하는 상황에서 담배 제조사들의 장기 성장성에 대한 우려는 여전하다. 세계보건기구(WHO)에 따르면 글로벌 15세 이상 인구 흡연율은 2015년 23.9%→2020년 21.7%로 하락했고 2030년 흡연율은 18.1%로 전망했다. WHO의 담배규제기본협약(FCTC)에서는 전 세계적인 차원에서 담배 공급과 수요 감소를 위해 가격정책과 비가격정책을 함께 이행하도록 권고하고 있다. 유로모니터는 전 세계 일반 궐련 판매량이 12년 5.96억개비에서 21년 5.28억개비로 감소했고 이러한 감소 추세가 지속될 것으로 전망했다.

그림4 글로벌 흡연율 추이 및 전망(15세 이상 인구)



자료: WHO, DS투자증권 리서치센터

그림5 전 세계 일반담배 총 판매량



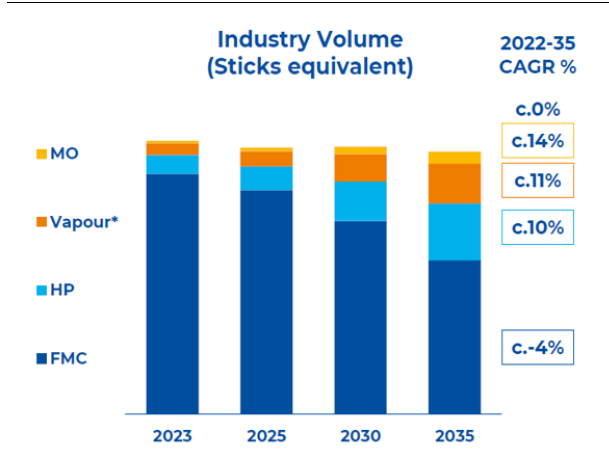
자료: 유로모니터, 보건복지부, DS투자증권 리서치센터

담배 제조사들은 일반 궐련 의 대안으로 차세대 담배 출시하며 성장 동력 마련

이에 주요 담배 제조회사들은 가열담배(궐련형 전자담배), 액상형 전자담배, 구강형 무연담배 등 다양한 차세대 담배 제품을 출시하며 담배 없는 세상을 준비하고 있다. 특히 궐련형 전자담배의 경우 PMI의 아이코스(IQOS) 제품이 15년 출시된 후 다양한 제조사들의 제품이 등장하며 시장이 확대되고 있다. 유로모니터에 따르면 글로벌 궐련형 전자담배 총매출액은 16년 14억달러에서 21년 288억달러로 5년동안 20배 이상 성장했고 22년 313억달러에서 27년 663억달러로 연평균 16% 성장할 것으로 전망했다. 이외에도 액상형 전자담배 역시 2008년부터 시장 규모가 확대돼 21년 228억 달러까지 매출이 증가한 것으로 파악된다.

이에 따라 담배 제조회사들의 담배 판매량은 일반 궐련이 줄어들었으나 차세대 담배들이 성장하며 방어하고 있다. 특히 KT&G의 경우 일반 담배와 전자 담배 모두 판매량이 증가하며 주요 담배 제조회사들 중 차별화된 성장을 보이고 있다. 또한 최근 차세대 담배가 담배 회사들의 수익성 개선에도 기여하고 있어 긍정적이다.

그림6 글로벌 담배 시장 규모 전망

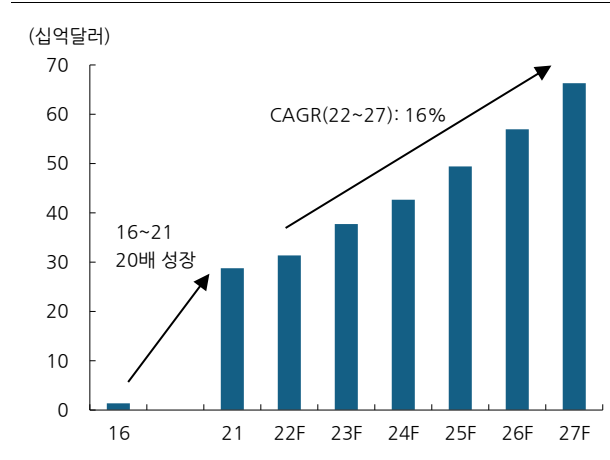


자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

주: 23년 BAT기준 Top 49 시장 기준 전망

주: FMC(Factory-made cigarettes, 일반궐련), HP(Heated Products, 궐련형 전자담배), Vapour(액상형 전자담배), MO(Modern Oral, 구강형 무연담배)

그림7 글로벌 궐련형 전자담배 시장 규모 전망



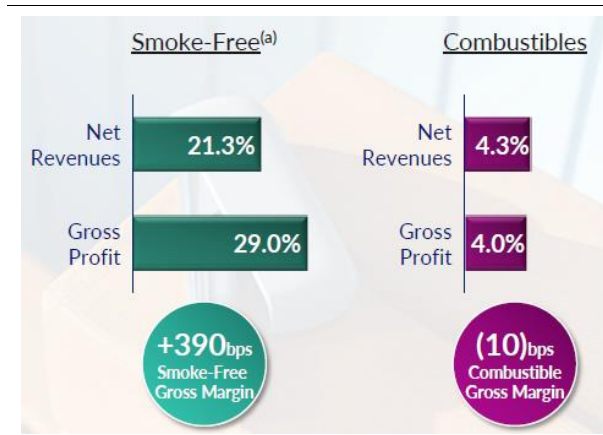
자료: KT&G, 유로모니터, DS투자증권 리서치센터

표1 글로벌 담배 제조사 연간 판매량(일반 궐련)

(십억개비)	17	18	19	20	21	22	23	YoY	CAGR (17~23)
China National Tobacco Corp	2,368.9	2,322.8	2,354.9	2,382.2	2,413.9	2,428.2	2,437.5	0.4	0.5
Philip Morris International	761.9	740.3	706.7	628.5	624.9	621.9	612.9	-1.4	-3.6
British American Tobacco	714.0	708.0	677.0	648.3	637.0	605.0	555.0	-8.3	-4.1
Japan Tobacco	491.4	509.6	521.3	504.4	522.9	519.4	531.3	2.3	1.3
Imperial Brands PLC	265.2	255.5	244.2	239.1	231.9	220.9	198.0	-10.4	-4.8
KT&G	87.9	72.6	69.1	76.8	79.9	90.5	93.8	3.7	1.1
Sampoerna	101.3	101.4	98.5	79.5	82.8	86.8	83.4	-3.9	-3.2
Altria Group	116.6	109.8	101.8	101.4	93.8	84.7	76.3	-9.9	-6.8
ITC					76.2	74.5	74.3	-0.3	n/a

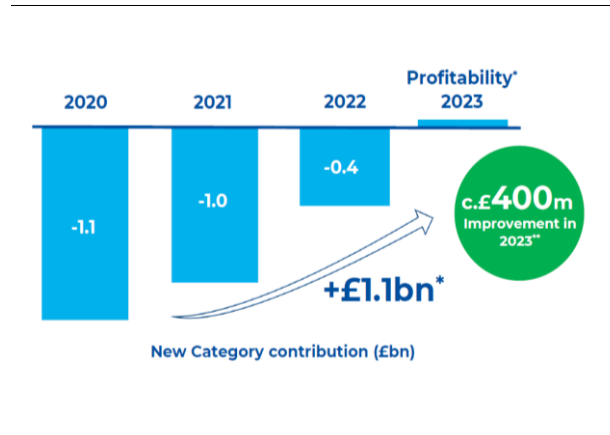
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 PMI 24년 상반기 담배 종류별 수익성 개선



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림9 BAT의 연간 신규 카테고리 수익기여도



자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

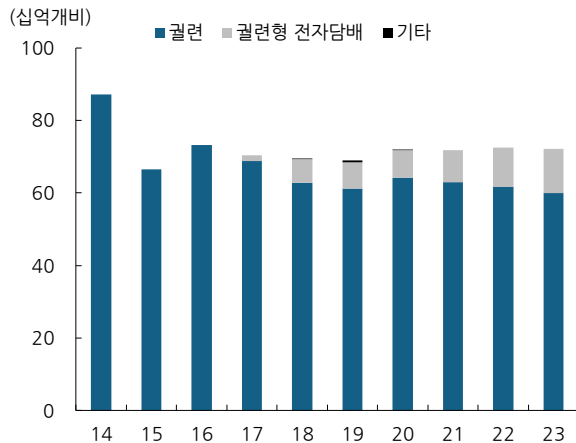
차세대 담배 시장 확대에 따른 Q 증가와 수익성 개선

1) 국내 궐련형 전자담배 시장 규모 및 현황

국내 전자담배 침투율은
23년 기준 16.9%
CVS 점유율은 2Q24 21%

국내 궐련형 전자담배(이하 전자담배)의 담배 시장 내 비중은 지속 상승 중이다. 기획재정부에 따르면 23년 국내 전체 담배 판매량은 721.7억개비(-0.6% YoY) 였으며 이중 전자담배 판매량은 121억개비(+12.6% YoY)를 기록했다. 일반 궐련은 전년 비 -2.9% 감소했는데 1)전자 담배 침투율 증가, 2)면세 담배 판매량 증가에 기인했다. 전자담배가 국내 전체 담배 판매량에서 차지하는 비중은 17년 2.2%→19년 10.5%→22년 14.8%→23년 16.9%로 확대됐다. KT&G에 따르면 CVS 내 전자담배 시장 침투율은 22년 17.1%→23년 19.3%→2Q24 21%로 지속 확대되고 있다.

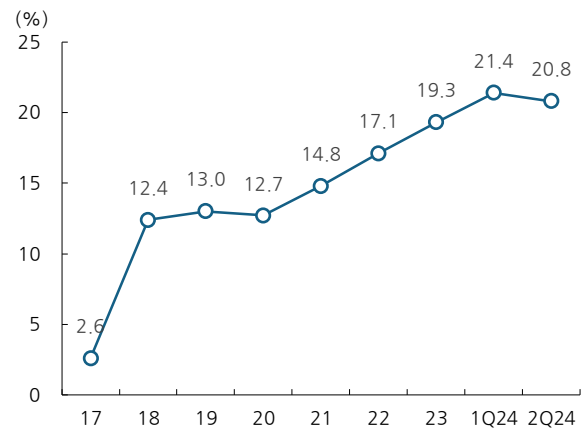
그림10 국내 연도별 담배 판매량



자료: 기획재정부, DS투자증권 리서치센터

주: 궐련형 전자담배는 히츠(PM), 네오스틱(BAT코리아), 핏·믹스(KT&G)를 포함

그림11 국내 CVS 궐련형 전자담배 시장 침투율



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

주: CVS POS Data 기준

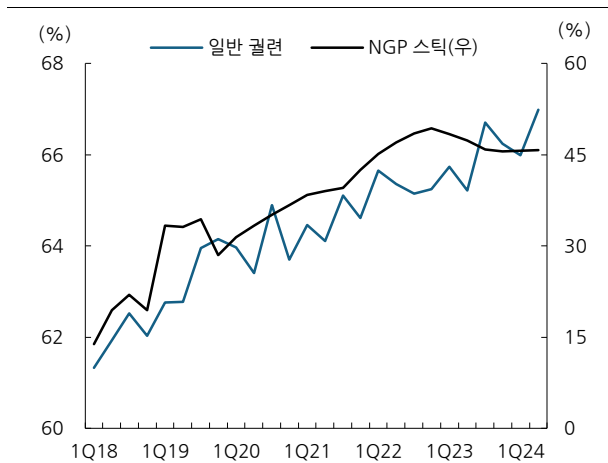
KT&G의 점유율 제품 경쟁력 기반해 상승

KT&G는 일반 궐련과 전자담배의 제품 경쟁력을 강화하며 국내 시장 점유율을 높여가고 있다. 우선 KT&G의 일반 궐련 점유율은 2017년 전자 담배 시장이 생긴 후 지속적으로 상승 중인데 17년 60.5%→20년 64%→23년 66%→2Q24 67%를 기록했다. 국내 궐련 총 수요는 감소하고 있지만 초슬림 담배 브랜드 에쎄(ESSE) 강화와 꾸준한 신제품 출시로 점유율이 상승하며 판매량 감소를 방어하고 있다. 한편 전자담배의 점유율은 최근 경쟁사의 저가 모델 출시 및 공격적인 프로모션으로 23년 점유율이 하락했으나 여전히 시장 지위 1등을 유지하고 있고 24년 들어 전분기 대비 점유율이 상승하고 있다. 전자 담배 내 KT&G의 점유율은 18년 18.9%→20년 34.3%→23년 46.6%→2Q24 45.8%를 기록 중이다. 릴 하이브리드, 릴 에이블, 릴 솔리드 등 다양한 플랫폼과 스틱의 신제품을 출시하며 제품 경쟁력에 기반한 시장 점유율 확대 및 스틱 판매량 증가가 나타나고 있다.

KT&G의 국내 담배판매량
(일반궐련+NGP스틱)은
19년이후 증가세
NGP 신제품 꾸준히 출시

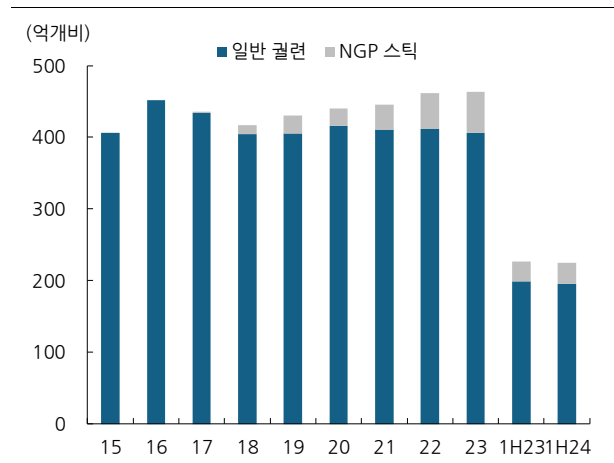
이에 따라 KT&G의 국내 담배 판매량도 증가했다. 17년 5월 필립모리스의 아이코스가 한국에 출시되며 궐련형 전자담배 시장 확장 초기 KT&G의 국내 담배 판매량(일반 궐련+NGP 스틱)도 감소했다. 그러나 17년 11월 빠르게 릴을 출시해 시장 점유율을 확대했고 18년 말부터 국내 담배 판매량도 증가하기 시작했다. 23년 KT&G의 국내 담배 판매량은 464억개비였으며 이중 일반 궐련은 407억개비, NGP 스틱은 57억개비로 12%의 비중을 차지했다. 다만 24년은 담배 총수요 감소에 따라 KT&G의 상반기 국내 담배 판매량이 225억개비(-1% YoY)를 기록했고 이중 일반 궐련 195억개비(-2% YoY), NGP 스틱은 30억개비(+6% YoY)를 차지했다.

그림12 KT&G 국내 점유율 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림13 KT&G 국내 담배 판매량 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림14 KT&G의 NGP 제품들



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표2 KT&G 전자담배 플랫폼(출시 시간순서)

플랫폼	릴 솔로 1.0(단종)	릴 2(릴 플러스)(단종)	릴 미니(단종)	릴 하이브리드
사진				
스틱	릴 핏	릴 핏	릴 핏	릴 믹스
배터리	2900 mAh	2900 mAh	900 mAh	2950 mAh
출시가격	110,000	110,000	110,000	110,000
출시일자	2017.11.20	2018.05.23	2018.10.03	2018.12.12
특징	연사 가능	듀얼 히팅 시스템 화이트닝 클린 하든 LED(작동 시 LED)	기존 릴 기능과 크게 변경 없이 디자인을 변경한 모델 소형화로 한번 충전당 개비 축소	연사 가능 LED 기능 지원
플랫폼	릴 베이퍼(단종)	릴 하이브리드 2.0	릴 솔리드 2.0	릴 하이브리드 EZ
사진				
스틱	릴 시드	릴 믹스	릴 핏	릴 믹스
배터리	230 mAh	2950 mAh	2950 mAh	2900 mAh
출시가격	40,000	110,000	110,000	58,000
출시일자	2019.05.17	2020.02.10	2020.09.09	2022.05.16
특징	첫 CSV 전자담배 쿨의 경쟁 상품으로 출시 19년 말 정부 규제 단종	전면 디스플레이에서 예열 시간, 잔량 확인 등 기능. 스마트온 기능 (스틱을 꼽을 시 바로 예열) OLED 기능 지원	서라운드 히팅 시스템 한 번 충전에 30 개비 흡연 가능 스타일러 데코를 통해 커스터마이징 가능	릴 하이브리드 2.0의 보급형 디스플레이와 고속충전 미지원 카트리지 삽입부 개선
플랫폼	릴 에이블	릴 에이블 프리미엄	릴 하이브리드 3.0	릴 에이블 2.0
사진				
스틱	릴 에이블 전용 스틱(구 에임)	릴 에이블 전용 스틱(구 에임)	릴 믹스	릴 에이블 전용 스틱(구 에임)
배터리	2950 mAh	3150 mAh	2841 mAh	3330 mAh
출시가격	110,000	167,000	88,000	88,000
출시일자	2022.11.16	2022.11.16	2023.07.24	2024.06.26
특징	인덕션 히팅 시스템 smart AI 기술 적용 3 가지 스틱 사용 가능 (리얼, 그레놀라, 베이퍼 스틱)	앱 연동 후 디바이스 관리 가능 릴 에이블과 기본 기능은 유사	3 가지 흡연 모드 지원 (스탠다드, 클래식, 캐주얼) 일시 정지 기능, PD 충전 가능 재사용 스틱 작동 정지 기능	2 가지 흡연모드 지원 (밸런스, 클래식) 일시정지, 고속충전 기능

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

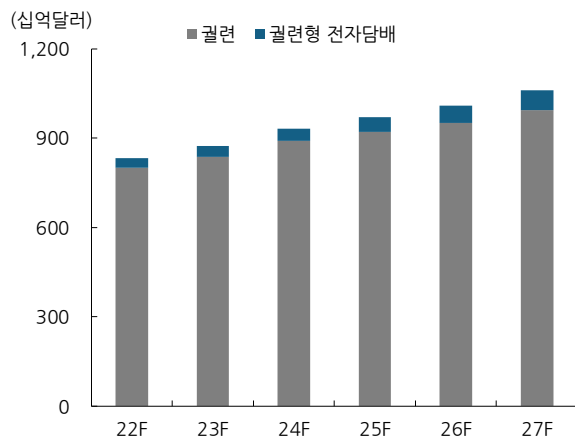
주: 출시가격은 프로모션 적용 전 가격,

2) 해외 궐련형 전자담배 시장 규모 및 현황

글로벌 전자담배 시장도
침투율 높아가며 성장 중

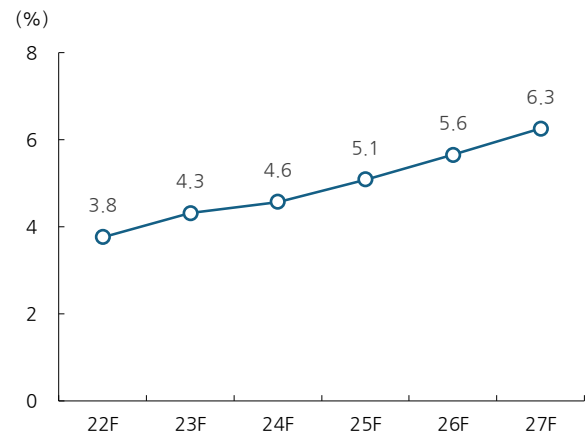
글로벌 전자담배도 침투율을 높여가며 성장하고 있다. 유로모니터에 따르면 전세계 일반 궐련 판매량은 2012년 5.96조개비에서 2021년 5.28조개비로 감소했으며 이러한 감소세가 지속될 것이라 전망했다. 한편 전자 담배 소매판매액은 22년 313억 달러로 시장내 비중이 3.8%에 달하는 것으로 추정된다. 유로모니터는 27년까지 전자담배 시장 매출이 연평균 16.2% 성장해 663억 달러, 시장 내 비중이 6.3%까지 확대될 것이라 전망했다. 동기간 일반 궐련이 연평균 4.4% 성장할 것으로 전망되는 것 대비 높은 성장률이다. 전세계 10억명 이상의 흡연자가 다양한 규제와 건강에 대한 관심 증대로 궐련형 전자담배 수요가 증가하고 있고, 주요 담배 제조사들이 적극적으로 전자 담배 신제품을 출시하며 시장을 키워가고 있기 때문이다. 글로벌 1위 전자담배 시장인 일본의 경우 전자담배 침투율이 30%에 달하고 있다.

그림15 글로벌 담배 시장 규모 전망



자료: KT&G, 유로모니터, DS투자증권 리서치센터

그림16 궐련형 전자담배 비중 전망



자료: KT&G, 유로모니터, DS투자증권 리서치센터

글로벌 담배 제조사의 실적
에서 차세대 담배 제품
비중도 지속 확대

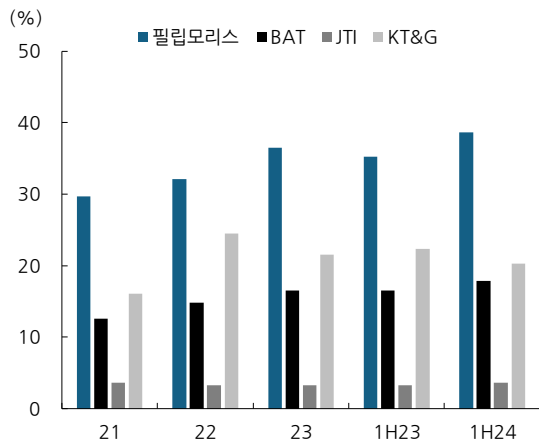
주요 글로벌 제조사의 실적에서 전자담배 등 차세대 담배가 차지하는 비중도 커지고 있다. 글로벌 무연 담배 시장이 커지며 주요 담배 제조회사들은 점차 기존 궐련에서 차세대 제품으로 비중을 옮기며 경쟁도 치열해지고 있는 것이다. 담배 제조회사들이 전자담배 관련 R&D, 인수, 마케팅 비용 등의 자원을 집중하고 있다. PMI의 전체 담배 실적에서 무연담배 매출 비중은 20년 23.8%→23년 36.5%까지 확대됐고 스틱 판매 비중은 동기간 10.8%→17%로 확대됐다. BAT의 경우 신규 카테고리의 매출 비중은 20년 5.7%→23년 12.3%, 스틱 판매 비중은 1.7%→4.1%로 확대됐다. JTI의 위험저감제품 매출 비중은 21년 3.6%→23년 3.3%, 스틱 판매 비중은 1.3%→1.6%로 확대됐다. KT&G의 경우 NGP 매출 비중은 20년 9.4%→23년 21.5%, 스틱 판매 비중은 동기간 3.8%→13%로 가장 가파르게 확대됐다.

표3 주요 담배 제조회사별 일반 담배와 전자 담배 관련 실적

(개별 단위)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
PMI(백만달러)								
매출액	29,625.0	29,805.0	28,694.0	31,405.0	31,762.0	35,174.0	16,986.0	18,261.0
1)일반 담배(Combustible Tobacco)	25,529.0	24,218.0	21,867.0	22,067.0	21,572.0	22,334.0	11,000.0	11,200.0
2)전자 담배(Smoke-free incl. V&H)	4,096.0	5,587.0	6,827.0	9,338.0	10,190.0	12,840.0	5,986.0	7,061.0
영업이익	11,377.0	10,531.0	11,668.0	12,975.0	12,246.0	11,556.0	5,297.0	6,489.0
OPM(%)	38.4	35.3	40.7	41.3	38.6	32.9	31.2	35.5
담배 판매량(십억개비)								
1)일반 담배(Combustible Tobacco)	740.3	706.7	628.5	624.9	621.9	612.9	300.7	300.8
2)전자 담배(HTU)	41.4	59.7	76.1	95.0	109.2	125.3	58.8	68.7
BAT(백만파운드)								
매출액	24,492.0	25,337.0	25,355.0	25,201.0	27,655.0	27,283.0	13,441.0	12,340.0
1)일반 담배		23,001.0	22,752.0	22,029.0	23,030.0	22,108.0	10,967.0	9,856.0
2)전자 담배(Non-Combustibles, HP 포함)		2,336.0	2,603.0	3,172.0	4,103.0	4,510.0	2,227.0	2,206.0
3)기타		540.0	421.0	483.0	522.0	665.0	247.0	278.0
영업이익	9,313.0	9,016.0	9,962.0	10,234.0	10,523.0	-15,751.0	5,935.0	4,258.0
OPM(%)	38.0	35.6	39.3	40.6	38.1	-57.7	44.2	34.5
담배 판매량(십억개비)								
1)일반 담배	708.0	677.0	649.0	656.1	629.0	578.7	298.1	259.9
2)전자 담배(Heated Products)	701.0	668.0	638.0	637.0	605.0	555.0	286.0	250.0
	7.0	9.0	11.0	19.1	24.0	23.7	12.1	9.9
JTI(십억엔)								
매출액	1,788.1	1,821.9	1,766.5	2,002.0	2,315.2	2,478.6	1,217.2	1,391.8
1)일반 담배				1,929.8	2,239.8	2,397.0	1,177.7	1,341.1
2)전자 담배(RRP-related revenue)				72.2	75.4	81.6	39.5	50.7
영업이익	593.5	528.0	509.0	639.2	754.0	749.8	450.2	472.1
OPM(%)	33.2	29.0	28.8	31.9	32.6	30.3	37.0	33.9
담배 판매량(십억개비)								
1)일반 담배(Combustibles volume)	509.6	521.3	504.4	530.0	527.3	540.1	269.4	274.8
2)전자 담배(RRP volume)				522.9	519.4	531.3	265.2	269.6
				7.1	7.9	8.8	4.2	5.2
KT&G(십억원)								
매출액	2,641.2	2,782.4	2,970.2	3,132.2	3,573.7	3,619.0	1,745.7	1,846.5
1)일반 담배	2,159.4	2,143.1	2,275.0	2,342.4	2,669.5	2,817.4	1,346.8	1,462.7
2)전자 담배(NGP)	164.8	226.5	279.3	504.0	876.2	779.4	389.6	374.0
영업이익	958.4	974.8	1,051.4	804.7	1,008.9	977.0	479.2	523.0
OPM(%)	36.3	35.0	35.4	25.7	28.2	27.0	27.5	28.3
담배 판매량(십억개비)								
1)일반 담배	73.9	71.6	79.8	87.1	101.3	107.8	532.4	547.5
2)전자 담배(NGP)	72.6	69.1	76.8	79.9	90.5	93.8	46.4	47.5
	1.3	2.5	3.1	7.2	10.8	14.0	6.9	7.2

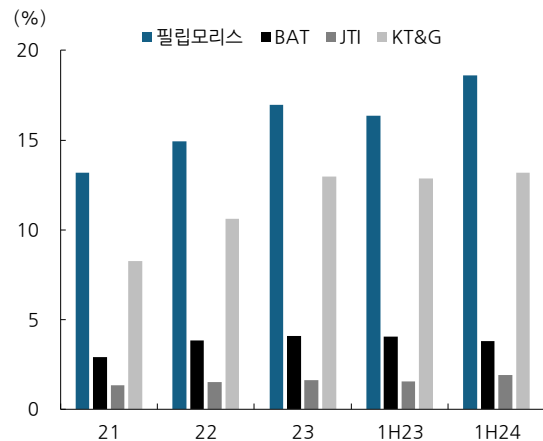
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림17 주요 담배 제조회사별 담배 매출 중 전자담배 비중



자료: 필립모리스, DS투자증권 리서치센터

그림18 주요 담배 제조회사별 담배 판매량 중 전자담배 비중

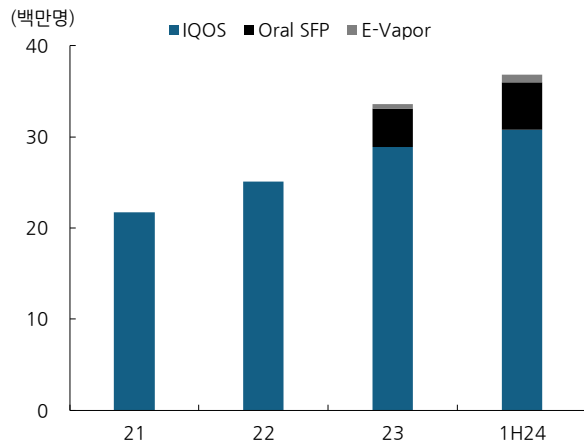


자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

**무연담배 사용자 증가
PMI는 글로벌 진출 국가
확대하며 시장 키우는 중**

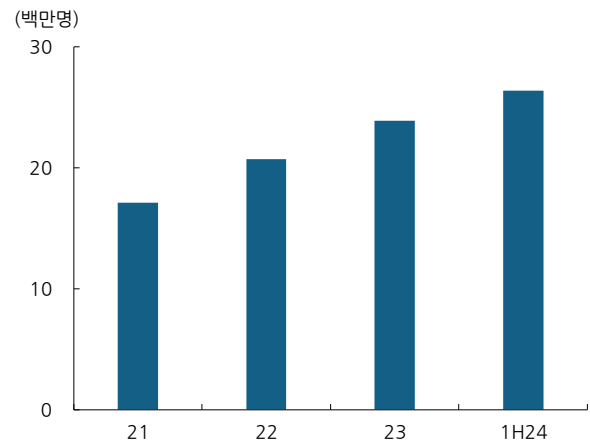
한편 무연담배 사용자 수도 지속해서 증가하고 있다. PMI의 아이코스 사용자 수는 21년 2,170만명에서 24년 상반기 3,080만명으로 증가했고 구강 무연담배와 전자 담배를 포함하면 24년 상반기 기준 3,680만명에 달한다. BAT의 경우 무연담배 사용자 수는 21년 1,710만명에서 24년 상반기 2,640만명으로 증가했다. 담배 제조사들은 점점 더 많은 국가에 진출해 사용자 수를 늘려갈 계획이다. 실제로 PMI의 진출 국가는 21년 71개에서 24년 상반기 90개로 늘었고 25년까지 100개를 목표하고 있다.

그림19 PMI의 무연담배 사용자 수



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림20 BAT의 무연담배 사용자 수



자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

**최근 무연담배 중
니코틴 파우치 제품 인기
상승, 실적 견인**

또한 주요 담배 제조사들은 흡연 없는 세상에 대한 준비로 쉐련형 전자 담배 외에도 니코틴 파우치, 액상형 전자 담배 등 다양한 무연 담배 제품을 출시하고 있다. 특히 최근 미국에서 PMI의 니코틴 파우치 제품 진(Zyn)이 틱톡 등 동영상 플랫폼에서 유행으로 번지며 품귀현상이 나타나는 등 니코틴 파우치의 성장이 가파른 것으로 나타났다. 실제로 PMI의 진 판매량은 1H24 2.9억캔으로 전년동기대비 64% 증가했으며 미국 내 생산 CAPA를 확대하고 있다.

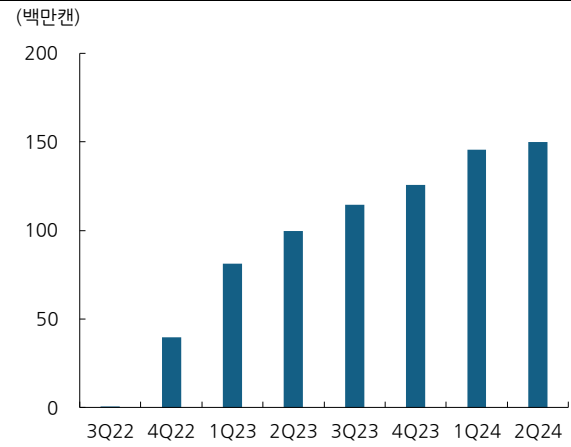
니코틴 파우치는 기존의 머금는 담배(snus)와 제품 모양과 사용법이 유사한데 스너스는 성인 손톱 크기의 파우치에 담배 가루가 들어 있는 반면 니코틴 파우치는 니코틴 파우더를 뭉쳐 파우치에 넣어놓은 담뱃잎이 들어가지 않는다. 한편 스너스는 담뱃잎을 연소하는 것이 아니므로 담배 연기가 발생하지 않아 간접흡연 피해가 없고 사용자는 호흡기계 질환 발생 가능성이 낮아 북유럽 국가를 중심으로 널리 사용되고 있다. 니코틴 파우치도 잇몸과 입술사이의 공간에 끼워 넣으면 혈류를 통해 니코틴이 천천히 방출되는 방식으로 스너스와 유사한 강점을 가지고 있다.

그림21 PMI의 니코틴파우치 제품 ZYN



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림22 PMI의 Zyn 판매량



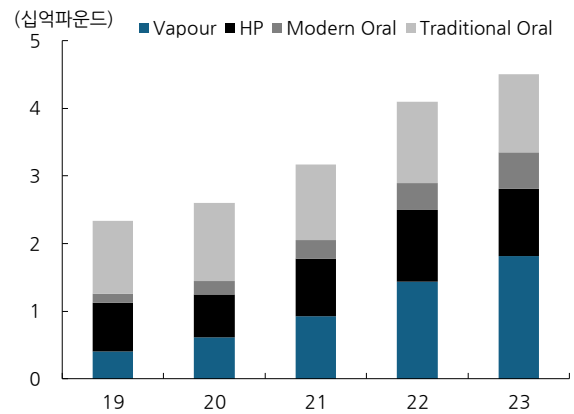
자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림23 BAT의 니코틴파우치 제품 VELO



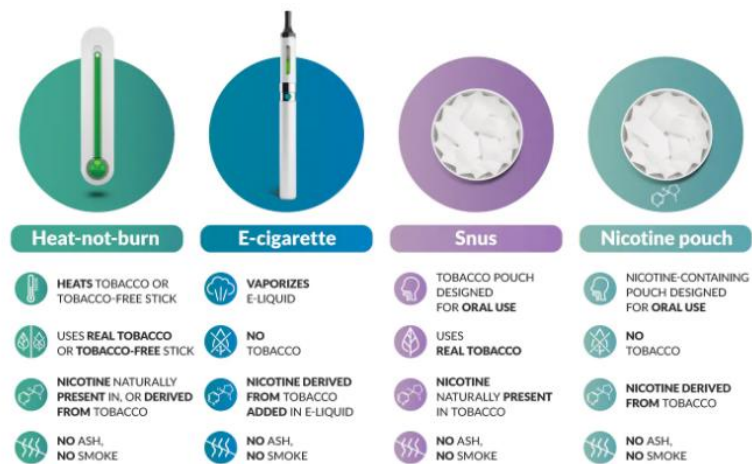
자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

그림24 BAT의 비궤련 매출액 추이



자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

그림25 무연담배 종류별 특징



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

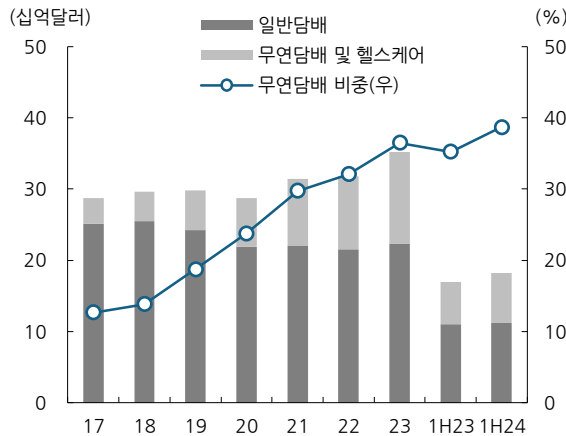
주요 담배 제조사별 차세대 담배 전략 및 계획

1) Philip Morris International (PM US)

PMI의 무연 담배 비중
2030년까지 2/3이상 목표
다양한 무연 담배
포트폴리오 확보

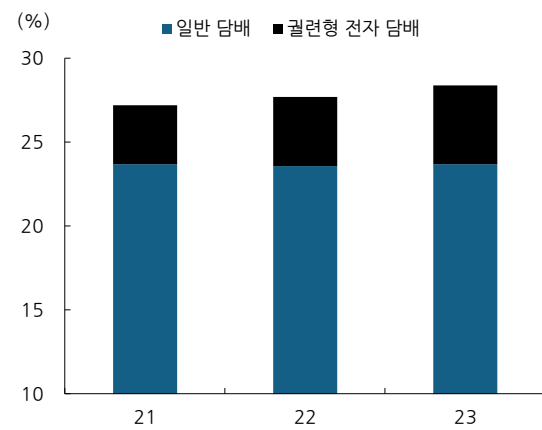
PMI는 담배 연기 없는 미래를 목표로 무연담배 시장 성장을 주도하고 있다. 2030년까지 PMI는 담배 매출에서 무연 담배의 비중을 2/3이상으로 확대할 계획이다. 23년 기준 무연 담배 매출 비중은 36.4%, 판매량 비중은 18.6%에 달했다. PMI는 아이코스과 같은 궤련형 전자 담배부터 니코틴 파우치(Zyn), 액상형 전자 담배 등 다양한 무연 담배 포트폴리오를 보유하고 다양한 맛과 기능을 제공하며 점유율이 상승하고 있다. 또한 진출 국가를 확대하는 한편 다양한 가격대의 제품으로 중/저소득층을 대상으로도 판매를 늘려가고 있다.

그림26 PMI 담배 부문 실적 추이



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림27 PMI의 글로벌 담배 시장 점유율 추이



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림28 PMI 무연 담배 포트폴리오



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

진출 국가 확대와 점유율 상승으로 성장

국가별로는 글로벌 전자 담배 시장이 가장 큰 일본에서의 점유율이 29%대를 시현 하며 상승하고 있다. 또한 이외에도 유럽을 비롯한 글로벌 시장에서 필립모리스의 점유율 상승이 가파르다. 아이코스과 ZYN의 성장과 멀티 카테고리, 일반 담배의 가격 효과 등으로 수익성 개선도 나타나고 있다. 또한 무연 담배의 마진도 개선되며 연결 실적 성장을 견인하고 있다. 24년 상반기 기준 일반 담배의 GPM은 전년비 -0.1%p 하락했지만 무연 담배에서 3.9%p 개선되면서 GP 개선이 나타났다. 일반 담배는 2분기 실적 개선이 나타났다.

그림29 핵심 시장과 유럽에서 높은 성장을 보이는 PMI HTU Offtake Share(2Q24)



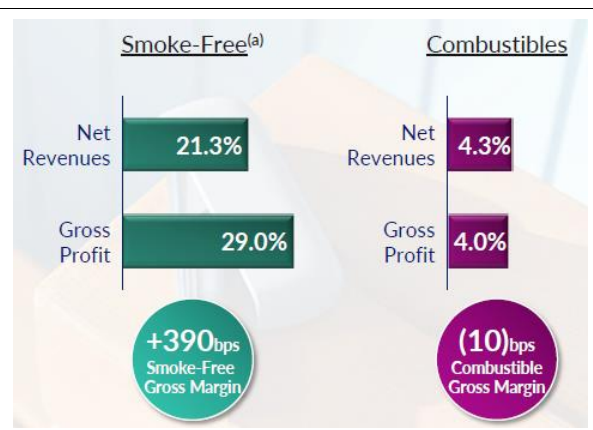
자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림30 PMI의 일본 점유율 추이



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림31 PMI 24년 상반기 담배 종류별 수익성 개선



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

표4 PMI 실적 테이블

(백만달러, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
매출액	29,625.0	29,805.0	28,694.0	31,405.0	31,762.0	35,174.0	16,986.0	18,261.0
YoY	3.1%	0.6%	-3.7%	9.4%	1.1%	10.7%		7.5%
사업부별								
일반 담배(Combustible Tobacco)	25,529.0	24,218.0	21,867.0	22,067.0	21,572.0	22,334.0	11,000.0	11,200.0
YoY	1.7%	-5.1%	-9.7%	0.9%	-2.2%	3.5%		1.8%
전자 담배(Smoke-free incl. W&H)	4,096.0	5,587.0	6,827.0	9,338.0	10,190.0	12,840.0	5,986.0	7,061.0
YoY	12.5%	36.4%	22.2%	36.8%	9.1%	26.0%		18.0%
지역별								
EUROPE					12,869.0	13,598.0	6,642.0	7,180.0
YoY						5.7%		8.1%
SSEA, CIS & MEA					10,467.0	10,629.0	5,145.0	5,429.0
YoY						1.5%		5.5%
EA, AU AND PMI DF					5,936.0	6,201.0	3,200.0	3,357.0
YoY						4.5%		4.9%
AMERICAS(ZYN 포함)					2,219.0	4,440.0	1,837.0	2,125.0
YoY						100.1%		15.7%
WELLNESS AND HEALTHCARE					271.0	306.0	162.0	170.0
YoY						12.9%		4.9%
담배 판매량(십억개비)	781.7	766.4	704.6	719.9	731.1	738.2	298.1	259.9
YoY	-2.1%	-2.0%	-8.1%	2.2%	1.6%	1.0%		-12.8%
1)일반 담배	740.3	706.7	628.5	624.9	621.9	612.9	286.0	250.0
YoY	-2.8%	-4.5%	-11.1%	-0.6%	-0.5%	-1.4%		-12.6%
2)전자 담배(Heated Products)	41.4	59.7	76.1	95.0	109.2	125.3	12.1	9.9
YoY	14.2%	44.2%	27.6%	24.8%	14.9%	14.7%		-18.2%
매출원가	10,758.0	10,513.0	9,569.0	10,030.0	11,402.0	12,893.0	6,266.0	6,540.0
YoY	3.1%	-2.3%	-9.0%	4.8%	13.7%	13.1%		4.4%
매출원가율	36.3%	35.3%	33.3%	31.9%	35.9%	36.7%	36.9%	35.8%
매출총이익	18,867.0	19,292.0	19,125.0	21,375.0	20,360.0	22,281.0	10,720.0	11,721.0
YoY	3.0%	2.3%	-0.9%	11.8%	-4.7%	9.4%		9.3%
매출총이익률	63.7%	64.7%	66.7%	68.1%	64.1%	63.3%	63.1%	64.2%
영업이익	11,377.0	10,531.0	11,668.0	12,975.0	12,246.0	11,556.0	5,297.0	6,489.0
YoY	-1.8%	-7.4%	10.8%	11.2%	-5.6%	-5.6%		22.5%
영업이익이익률	38.4%	35.3%	40.7%	41.3%	38.6%	32.9%	31.2%	35.5%
지역별								
EUROPE					5,802.0	6,012.0	2,834.0	3,116.0
YoY						3.6%		10.0%
영업이익률					45.1%	44.2%	42.7%	43.4%
SSEA, CIS & MEA					3,864.0	3,047.0	1,614.0	1,663.0
YoY						-21.1%		3.0%
영업이익률					36.9%	28.7%	31.4%	30.6%
EA, AU AND PMI DF					2,424.0	2,481.0	1,194.0	1,516.0
YoY						2.4%		27.0%
영업이익률					40.8%	40.0%	37.3%	45.2%
AMERICAS(ZYN 포함)					414.0	886.0	426.0	282.0
YoY						114.0%		-33.8%
영업이익률					18.7%	20.0%	23.2%	13.3%
WELLNESS AND HEALTHCARE					-258.0	-870.0	-771.0	-88.0
YoY						237.2%		-88.6%
영업이익률					-95.2%	-284.3%	-475.9%	-51.8%

자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

2) British American Tobacco (BATS LN)

BAT의 차세대 담배 비중
2035년 50%이상 목표
23년 부터 수익기여 시작

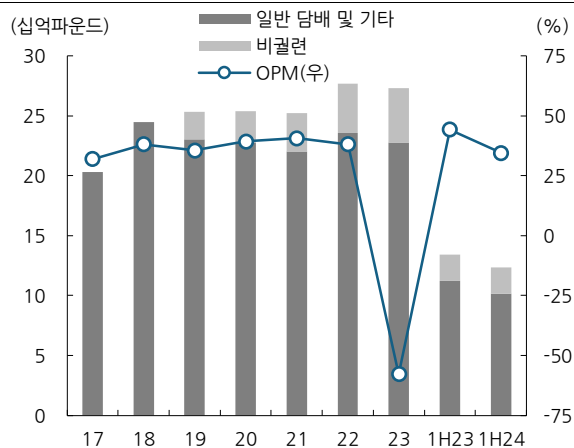
BAT는 2025년까지 신규 카테고리 제품 매출을 50억 파운드로 늘리고, 2035년까지 전체 매출에서 신규 카테고리 제품을 포함한 비 궤련형 담배 매출 비중을 50%로 확대할 목표를 가지고 있다. 23년 기준 신규 카테고리의 매출은 33억 파운드로 전체의 12%에 달했고 궤련형 전자담배 스틱의 판매량 비중은 2% 수준이었다. 또한 23년 연간 비 궤련형 전자담배의 매출 비중은 16.5%에 달했다. 또한 BAT는 신규 카테고리의 수익성이 23년 흑자로 돌아서며 실적 개선에 기여하고 있다고 밝혔는데 규모의 경제 달성과 가격 전략, 이미 수익 구조를 달성한 Vuse와 Velo의 성장 덕분이다.

그림32 BAT 담배 포트폴리오



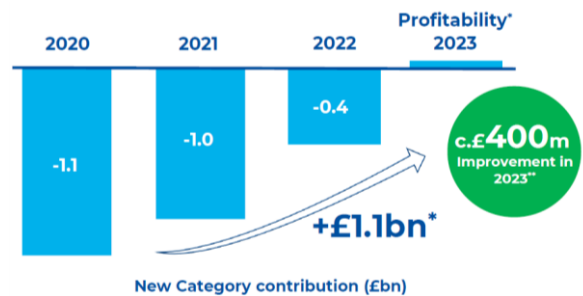
자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

그림33 BAT 실적 추이



자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

그림34 BAT의 신규 카테고리 수익 기여 확대



자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

표5 BAT 실적 테이블

(백만파운드, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
매출액	24,492.0	25,877.0	25,776.0	25,684.0	27,655.0	27,283.0	13,441.0	12,340.0
YoY	25.2%	5.7%	-0.4%	-0.4%	7.7%	-1.3%		-8.2%
사업부별								
일반 담배(Combustible Tobacco)		23,001.0	22,752.0	22,029.0	23,030.0	22,108.0	10,967.0	9,856.0
YoY			-1.1%	-3.2%	4.5%	-4.0%		-10.1%
전자 담배(Non-Combustibles, HP 포함)		2,336.0	2,603.0	3,172.0	4,103.0	4,510.0	2,227.0	2,206.0
YoY			11.4%	21.9%	29.4%	9.9%		-0.9%
New Categories		1,255.0	1,443.0	2,054.0	2,894.0	3,347.0	1,656.0	1,651.0
YoY			15.0%	42.3%	40.9%	15.7%		-0.3%
기타		540.0	421.0	483.0	522.0	665.0	247.0	278.0
YoY			-22.0%	14.7%	8.1%	27.4%		12.6%
지역별								
US	9,495.0	10,373.0	11,473.0	11,691.0	12,639.0	11,994.0	5,910.0	5,378.0
YoY	128.2%	9.2%	10.6%	1.9%	8.1%	-5.1%		-9.0%
AME					9,287.0	9,791.0	4,730.0	4,376.0
YoY						5.4%		-7.5%
APMEA					5,729.0	5,498.0	2,801.0	2,586.0
YoY						-4.0%		-7.7%
담배 판매량(십억개비)	708.0	677.0	649.0	656.1	629.0	578.7	298.1	259.9
YoY	3.2%	-4.4%	-4.1%	1.1%	-4.1%	-8.0%		-12.8%
1) 일반 담배	701.0	668.0	638.0	637.0	605.0	555.0	286.0	250.0
YoY		-4.7%	-4.5%	-0.2%	-5.0%	-8.3%		-12.6%
2) 전자 담배(Heated Products)	7.0	9.0	11.0	19.1	24.0	23.7	12.1	9.9
YoY		28.6%	22.2%	73.6%	25.7%	-1.3%		-18.2%
매출원가	4,664.0	4,599.0	4,583.0	4,542.0	4,781.0	4,545.0	2,251.0	2,304.0
YoY	3.2%	-1.4%	-0.3%	-0.9%	5.3%	-4.9%		2.4%
매출총이익률	19.0%	17.8%	17.8%	17.7%	17.3%	16.7%	16.7%	18.7%
매출총이익	19,828.0	21,278.0	21,193.0	21,142.0	22,874.0	22,738.0	11,190.0	10,036.0
YoY	31.8%	7.3%	-0.4%	-0.2%	8.2%	-0.6%		-10.3%
매출총이익률	81.0%	82.2%	82.2%	82.3%	82.7%	83.3%	83.3%	81.3%
영업이익	9,313.0	9,016.0	9,962.0	10,234.0	10,523.0	-15,751.0	5,935.0	4,258.0
YoY	45.2%	-3.2%	10.5%	2.7%	2.8%	적진		-28.3%
영업이익이익률	38.0%	34.8%	38.6%	39.8%	38.1%	-57.7%	44.2%	34.5%
지역별								
US	4,006.0	4,410.0	4,975.0	5,566.0	6,205.0	-20,781.0	3,168.0	1,775.0
YoY	245.6%	10.1%	12.8%	11.9%	11.5%	적진		-44.0%
영업이익률	42.2%	42.5%	43.4%	47.6%	49.1%	-173.3%	53.6%	33.0%
AME					2,926.0	3,194.0	1,767.0	1,473.0
YoY						9.2%		-16.6%
영업이익률					31.5%	32.6%	37.4%	33.7%
APMEA					1,392.0	1,836.0	1,000.0	1,010.0
YoY						31.9%		1.0%
영업이익률					24.3%	33.4%	35.7%	39.1%

자료: BAT, DS투자증권 리서치센터

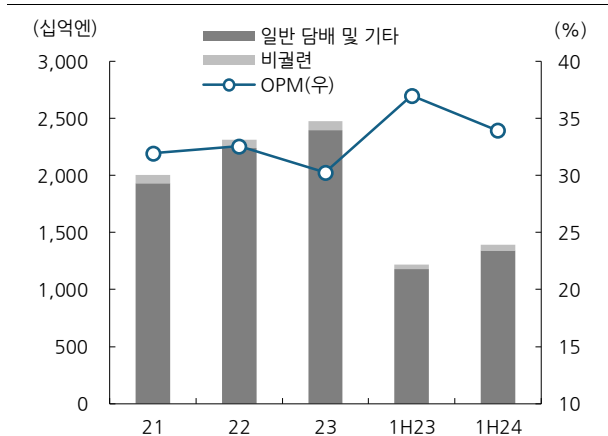
주: New Categories 안에는 Vapour, HP, Modern oral 브랜드

3) Japan Tobacco Inc(2914 JP)

JTI의 RRP 매출 25년
23년 대비 2배 확대 목표
28년 BEP 목표

JTI는 2025년까지 RRP(Reduced Risk Products) 매출을 23년 816억엔에서 26년까지 2배로 늘리고 Ploom X의 진출 국가를 23년 13개국에서 26년 40개국 이상으로 늘릴 계획이다. 또한 28년까지 주요 시장의 HTS(HEATED TOBACCO STICKS) 시장에서 현재 8%대 점유율에서 미드틴 이상의 점유율을 가져가는 것을 목표로 하며 28년까지 RRP 사업이 외형 성장과 생산성 향상으로 BEP에 도달하는 것을 목표로 삼았다. Ploom X의 시장 점유율은 일본 내에서 상승 중이다. 소비자들의 기기 퀄리티에 대한 인식과 맛과 브랜드력을 보유한 Camel과 MEVIUS 스틱에 기반해 점유율이 상승 중이다. 2Q24기준 Ploom의 일본 궐련형 전자 담배 내 점유율은 11.4%로 파악된다. 2023년은 Ploom X의 해외 확장의 원년이나 반도체 칩 이슈로 하반기부터 재개 24년 4월 기준 15개 국가에서 판매되었고 점유율도 늘어나는 중이다. 우선 대도시에 집중하고 24년 말 28개국, 26년 40개국 이상으로 글로벌 시장의 80% 수준까지 확대될 것으로 전망한다.

그림35 JTI 실적 추이



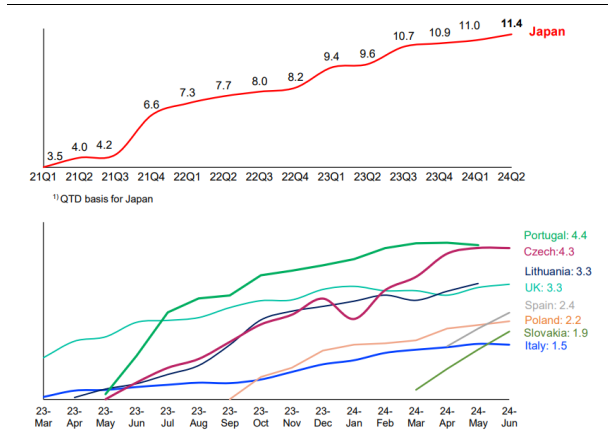
자료: JTI, DS투자증권 리서치센터

그림36 JTI 제품 포트폴리오



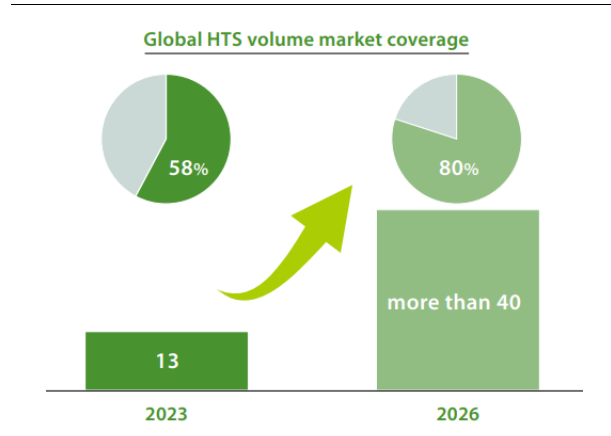
자료: JTI, DS투자증권 리서치센터

그림37 JTI의 Ploom 국가별 HTS 시장 내 점유율



자료: JTI, DS투자증권 리서치센터

그림38 JTI의 Ploom 시장 커버리지



자료: JTI, DS투자증권 리서치센터

표6 JTI 실적 테이블

(십억엔, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H23	1H24
매출액	2,216.0	2,175.6	2,092.6	2,324.8	2,657.8	2,841.1	1,392.8	1,569.9
YoY	3.6%	-1.8%	-3.8%	11.1%	14.3%	6.9%		12.7%
사업부별								
1.담배	1,933.8	1,922.4	1,861.8	2,095.1	2,417.4	2,590.9	1,217.2	1,391.8
YoY	3.7%	-0.6%	-3.2%	12.5%	15.4%	7.2%		
1)일반 담배(Combustible Tobacco)				1,929.8	2,239.8	2,397.0	1,177.7	1,341.1
YoY					16.1%	7.0%		13.9%
2)전자 담배(RRP-related revenue)				72.2	75.4	81.6	39.5	50.7
YoY					4.4%	8.2%		28.4%
2.가공식품	161.4	158.6	149.3	147.2	155.5	153.9	73.4	73.8
YoY	-1.1%	-1.7%	-5.8%	-1.4%	5.6%	-1.1%		0.5%
3.제약	114.0	88.5	79.0	80.4	82.9	94.9	47.7	44.1
YoY	8.9%	-22.3%	-10.8%	1.8%	3.1%	14.4%		-7.5%
4.기타	6.8	6.1	2.5	2.1	2.0	1.4		
YoY	-8.7%	-9.9%	-59.7%	-16.0%	-4.9%	-27.2%		
지역별								
Japan	1,393.9	1,386.3	1,364.7	1,593.5	1,952.5	2,155.7		
YoY	6.5%	-0.5%	-1.6%	16.8%	22.5%	10.4%		
Overseas	822.1	789.3	727.8	731.3	705.4	685.4		
YoY	-1.1%	-4.0%	-7.8%	0.5%	-3.6%	-2.8%		
담배 판매량(십억개비)	509.6	521.3	504.4	530.0	527.3	540.1	269.4	274.8
YoY	3.7%	2.3%	-3.2%	5.1%	-0.5%	2.4%		2.0%
1)일반 담배(Combustibles volume)	509.6	521.3	504.4	522.9	519.4	531.3	265.2	269.6
YoY	3.7%	2.3%	-3.2%	3.7%	-0.7%	2.3%		1.7%
2)전자 담배(RRP volume)				7.1	7.9	8.8	4.2	5.2
YoY					11.3%	11.4%		23.8%
매출원가	933.0	942.3	898.0	956.9	1,091.0	1,226.0	563.8	682.3
YoY	10.6%	1.0%	-4.7%	6.6%	14.0%	12.4%		21.0%
매출원가율	42.1%	43.3%	42.9%	41.2%	41.0%	43.2%	40.5%	43.5%
매출총이익	1,282.9	1,233.3	1,194.6	1,368.0	1,566.8	1,615.1	829.0	887.6
YoY	-1.0%	-3.9%	-3.1%	14.5%	14.5%	3.1%		7.1%
매출총이익률	57.9%	56.7%	57.1%	58.8%	59.0%	56.8%	59.5%	56.5%
영업이익	565.0	502.4	469.1	499.0	653.6	672.4	413.6	432.7
YoY	0.7%	-11.1%	-6.6%	6.4%	31.0%	2.9%		4.6%
영업이익이익률	25.5%	23.1%	22.4%	21.5%	24.6%	23.7%	29.7%	27.6%
사업부별								
1.담배	532.0	445.0	448.3	522.4	679.4	677.1	450.2	472.1
YoY	-1.7%	-16.4%	0.7%	16.5%	30.0%	-0.3%		4.9%
영업이익률	27.5%	23.1%	24.1%	24.9%	28.1%	26.1%	37.0%	33.9%
2.가공식품	2.9	5.5	-0.8	2.9	4.2	7.7	2.9	4.4
YoY	-45.7%	89.4%	-115.1%	-450.2%	42.5%	84.4%		51.7%
영업이익률	1.8%	3.5%	-0.6%	2.0%	2.7%	5.0%	4.0%	6.0%
3.제약	26.3	72.7	16.5	11.3	11.1	17.4	10.0	4.0
YoY	9.1%	176.4%	-77.3%	-31.5%	-1.3%	56.2%		-60.0%
영업이익률	23.1%	82.1%	20.9%	14.0%	13.4%	18.3%	21.0%	9.1%
4.기타/조정	3.8	-20.8	5.1	-37.6	-41.1	-29.8	-49.5	-47.8

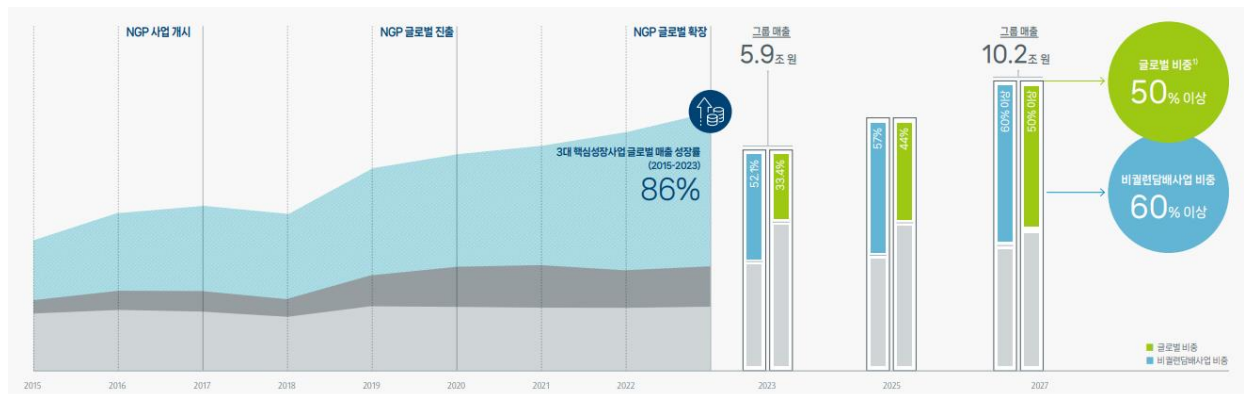
자료: JTI, DS투자증권 리서치센터

4)KT&G(033780 KS)

KT&G의 NGP 매출 27년
담배의 35% 목표
해외는 PMI와 함께 진출

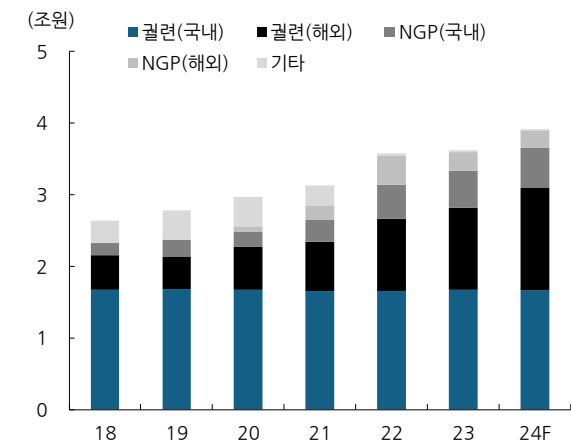
KT&G는 NGP(Next Generation Products) 매출이 2027년 2.08조원으로 전체 담배 매출의 35%로 확대될 것으로 전망했다. 23년 1월 발표한 중장기 미래 성장 전략에 따르면 KT&G그룹 전체 매출은 22년 5.9조원에서 27년 10.2조원으로 성장할 것이며 이중 3대 핵심사업의 매출은 27년 8조원으로 전망했다. 3대 핵심사업은 궐련형 전자담배와 같은 NGP(Next Generation Products)와 KGC(한국인삼공사)를 중심으로 한 건강기능식품(건기식), 해외 일반 궐련 판매 사업이다. 부동산을 제외한 글로벌 사업 매출 비중이 50% 이상으로 전망했으며 주요 성장동력은 NGP사업이다. 23년과 NGP 매출은 23년 7,794억원(-11% YoY)으로 디바이스 기저 효과가 작용했는데 스틱 판매량은 139.6억개비(+30% YoY)로 증가했고 24년 상반기 NGP매출은 374억원(-4% YoY), 스틱 판매량은 72억개비(+5% YoY)를 기록했다.

그림39 KT&G 그룹 매출 실적 및 목표



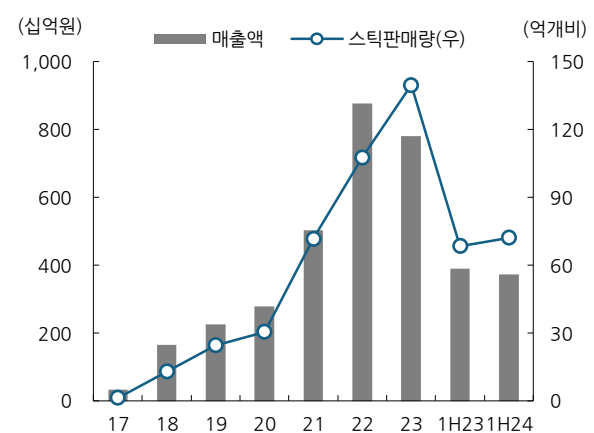
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터, 주: 부동산 제외

그림40 KT&G 담배 매출액 추이 및 전망



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림41 KT&G의 국내외 NGP 매출과 스틱 판매량 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

해외 판매량 성장 PMI와 협력

KT&G의 해외 NGP매출은 PMI(Philip Morris International)와 협력해 성장 중이다. 20년 글로벌 시장 진출을 위해 MOU를 맺은 후 진출 국가를 빠르게 확대해왔다. KT&G 전자담배 해외 진출 국가 수는 20년 3개→21년 23개→22년 31개→24년 33개로 확대됐으며 KT&G의 글로벌 NGP 스틱 판매량도 20년 5.6억개비→23년 888억개비로 고성장 중이다.

PMI와 15년 계약 연장 미국 신규 진출 준비

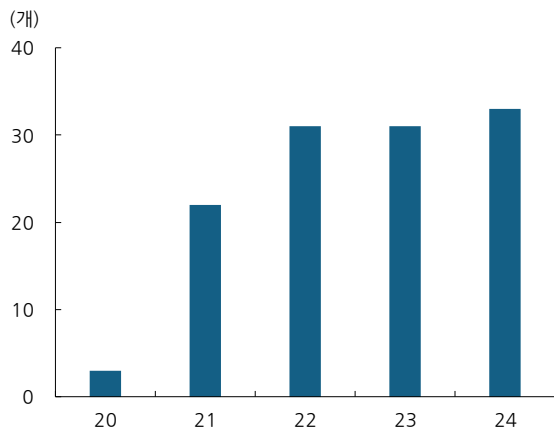
이렇듯 긍정적인 3년간의 성과로 23년 1월 KT&G와 PMI는 판매공급계약을 15년 연장했다. 23년 1월 30일부터 38년 1월 29일까지 PMI는 KT&G의 무연제품 디바 이스 및 소모품을 한국을 제외한 전세계 시장에서 판매한다. 3년을 주기로 성과 검토 및 수량이 확정되는 보증이 연계되어 있는데 첫 3년 기간에는 160억분을 최소 수량으로 확정했다. KT&G 전자담배 스틱 해외 판매량이 23년 82.5억본에 달해 초과 달성할 것으로 예상된다. KT&G는 PMI향 공급상품에 대한 상품 매출과 공급상품 판매분에 대한 로열티, PMI가 생산한 상품 판매에 대한 로열티를 매출로 인식한다. 직접 진출할 때보다 시장 진입 비용과 마케팅 비용 없이 빠르게 해외 국가를 확대할 수 있다는 장점이 있다. KT&G는 PMI와의 15년 계약에 따라 NGP사업 매출 성장률은 연평균 20.6%, 스틱 매출수량 성장률은 24%로 전망했다. 또한 지난 7월 KT&G와 PMI는 미국에 새로운 KT&G의 HNB제품을 출시 준비 협정을 맺었다.

표7 KT&G 글로벌 NGP 실적 전망

	2020	2021	2022	2023	2037F
매출액	69.6	194.7	410.3	260.1	6,813.9
YoY		179.8%	110.7%	-36.6%	22~37 CAGR 21%
스티크 판매량	5.6	37.2	57.6	82.5	1,436.4
YoY		565.5%	54.7%	43.2%	22~37 CAGR 24%

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림42 KT&G 전자담배 해외 진출국가 수



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림43 KT&G와 PMI의 미국 신규 플랫폼 진출 준비

KT&G-PMI 양해각서 체결 ('24년 7월)

『KT&G 신규 HNB 제품 미국 PMTA 제출 준비』 협정

· 미국 규제 심사 제출 관련 협력의지 확인

- (대상) PMI에 의해 미국시장 출시 결정될 새로운 KT&G HNB(NGP) 제품
- (계획) 신규 NGP 제품을 미국 외 시장에 선 출시 후 MoU에 따라 PMTA 제출 노력
※ PMTA : Pre-Market Tobacco product Application, 신규담배제품 시판전 판매허가

· 미국 시장의 중요성 인지

- (시장규모) 성인 흡연자 약 3,100만명, 관련시장 규모 약 1,800억본에 달하는 핵심시장²⁾
- ➡ 과학적으로 입증된 NGP 제품으로 성인흡연자들에게 더 나은 선택을 제공한다라는 전략적 비전의 고도화

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

글로벌 NGP 사업 확대 위한 CAPA 투자

KT&G의 NGP 사업 역시 외형 성장 뿐만 아니라 수익성 개선이 나타나고 있다. 동사의 글로벌 NGP사업은 해외 진출 2년 차에 흑자전환한 이후 영업이익 규모를 확대하고 있는 것으로 알려졌다. 2020년 KT&G는 릴 솔리드 1세대, 릴 하이브리드 2세대로 해외 시장에 진출, 현재 릴 솔리드는 2세대를 거쳐 Ez 모델로 전환 중에 있고 2024년에는 릴 솔리드 3세대 모델과 릴 하이브리드 3세대 모델로 전환하고 있다. 또한 중장기적으로 50개 이상의 국가에 진출할 목표를 가지고 글로벌 시장에서 우위를 선점하기 위해 해외 생산거점을 확보할 계획이다. 그 일환으로 2023년 10월, 유라시아 생산혁신 거점 마련을 위한 카자흐스탄 신공장 착공에 들어갔다.

그림44 KT&G의 NGP 성장 전략



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림45 KT&G의 NGP 사업 투자 계획

NGP사업 투자 계획

KT&G는 글로벌 NGP 시장에서 우위를 선점하기 위해 자체 생산능력 확대를 위한 해외 생산거점 확보에 투자하고 있습니다. 2023년~2027년 집행 예정인 성장투자를 통해 지속적으로 확대되는 수요에 부응하는 생산능력 향상과 생산 글로벌 생산거점 다변화 등의 효과가 기대됩니다.



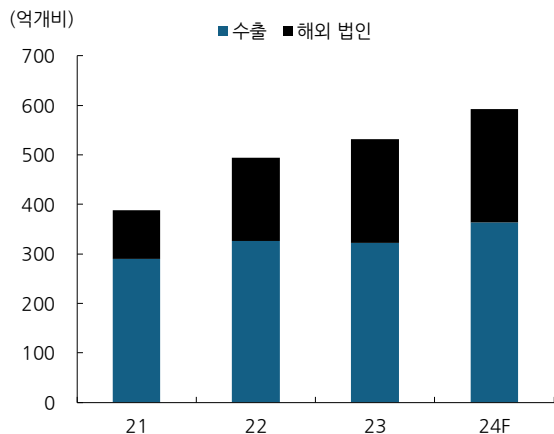
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

참고(1) KT&G의 일반 궐련 해외 실적 호조

인도네시아, 러시아+CIS, 신시장 등으로 일반 담배 실적 확대

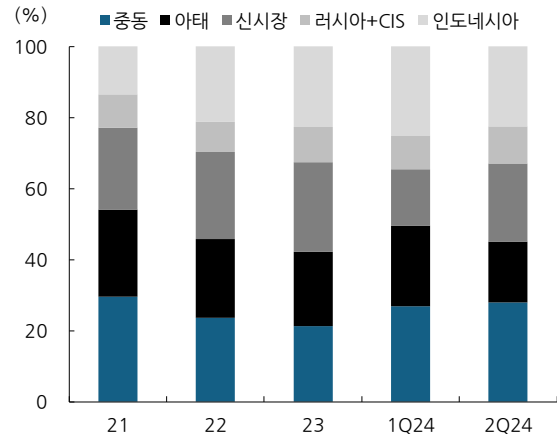
한편 최근 KT&G는 NGP외에도 글로벌 CC의 성장으로 외형 성장 및 수익성 개선이 나타나고 있다. KT&G의 일반 궐련 해외 판매량은 20년 352억개비→23년 531억개비로 CAGR 15% 성장했고 동기간 해외 매출액은 6,028억원→1.1조원으로 CAGR 24% 성장했다. 24년 상반기 해외 판매량은 280억개비로 +6% YoY 증가했는데 2분기에만 +16% YoY 증가했으며 CC 판매량 중 해외 비중은 20년 46%→23년 57%→1H24 59%까지 확대되었다. 해외 판매량의 권역별 비중은 23년 기준 중동(21.2%), 아태(21%), 신시장(25.3%), 러시아+CIS(9.9%), 인도네시아(22.6%)로 최근 인도네시아와 러시아+CIS, 신시장의 성장률이 높은 상황이다. KT&G는 글로벌 CC 사업의 확대를 위해 유라시아 및 아태 지역에 CIC(Company in company) 체제를 도입하고 24년 4월 인도네시아 2,3공장 건립을 시작했으며 27년까지 해외 생산 비중을 50%로 늘릴 계획이다.

그림46 KT&G 일반 궐련 해외 판매량



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림47 KT&G 권역별 수량 비중



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림48 KT&G의 글로벌 CC사업 투자계획

글로벌 CC사업 투자 계획

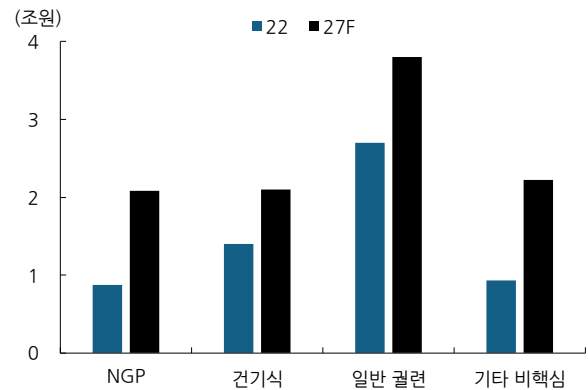
KT&G 글로벌 CC사업은 해외 시장에서 차별화된 역량 확보를 위해 글로벌 생산체계 구축 및 해외 생산비중 확대를 위한 투자에 집중하고 있습니다.

투자 기대효과 (2023-2027)



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림49 KT&G의 장기 성장 전망



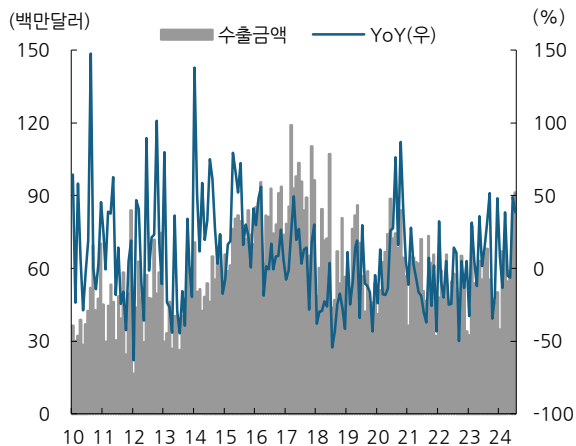
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

표8 담배/맥주 수출입 실적 추이

품목	담배 수출						맥주 수출입					
	금액(천 달러)			YoY(%)			금액(천 달러)			YoY(%)		
	전체			전체			수출			수입		
		UAE	미국 외		UAE	미국 외			일본			일본
2019	715,470	102,708	547,677	-9.7	-36.3	-4.4	145,917	278,978	39,754	-6.3	-9.9	-49.2
2020	803,706	222,992	423,274	12.3	117.1	-22.7	70,127	226,405	5,669	-51.9	-18.8	-85.7
2021	692,537	163,914	402,428	-13.8	-26.5	-4.9	59,580	223,173	6,874	-15.0	-1.4	21.3
2022	626,941	163,406	463,527	-9.5	-0.3	15.2	69,901	195,081	14,484	17.3	-12.6	110.7
2023	667,924	162,795	505,129	6.5	-0.4	9.0	76,357	218,195	55,515	9.2	11.8	283.3
1Q22	158,621	40,148	118,470	-4.2	22.4	23.3	16,579	57,900	2,667	55.8	22.5	53.5
2Q22	166,486	37,224	129,262	-15.2	-6.7	13.2	15,896	38,401	2,595	-5.6	-35.2	51.7
3Q22	145,862	40,692	105,170	-14.5	-7.3	5.1	23,196	55,629	5,011	39.4	-7.9	223.1
4Q22	155,972	45,342	110,625	-2.5	-4.2	20.1	14,205	43,151	4,211	-8.1	-23.3	124.7
1Q23	163,862	41,381	122,481	3.3	3.1	3.4	20,039	56,256	6,626	20.9	-2.8	148.4
2Q23	176,020	41,041	134,979	5.7	10.3	4.4	17,165	53,509	9,323	8.0	39.3	259.3
3Q23	189,217	72,511	116,706	29.7	78.2	11.0	21,785	60,030	20,016	-6.1	7.9	299.4
4Q23	138,825	7,862	130,963	-11.0	-82.7	18.4	17,368	48,400	19,550	22.3	12.2	364.3
1Q24	176,437	49,001	127,436	7.7	18.4	4.0	17,078	45,154	14,926	-14.8	-19.7	125.3
2Q24	196,167	57,705	138,462	11.4	40.6	2.6	19,391	54,981	17,344	13.0	2.8	86.0
23/01	32,355	6,684	25,671	-32.7	-49.4	-26.4	5,918	16,903	2,004	-0.5	-7.6	314.9
23/02	77,622	27,690	49,932	31.5	49.9	23.1	7,656	16,827	1,684	77.2	7.3	147.3
23/03	53,885	7,007	46,878	4.7	-17.2	9.0	6,465	22,526	2,938	2.4	-5.8	95.5
23/04	57,580	11,239	46,341	-12.2	-43.3	1.2	5,922	17,223	3,074	27.2	71.7	866.7
23/05	63,034	20,900	42,134	35.8	171.2	8.9	4,997	17,188	1,689	-19.8	18.8	52.0
23/06	55,406	8,902	46,504	1.7	-8.2	3.9	6,246	19,098	4,560	24.7	37.4	291.1
23/07	65,886	27,470	38,416	14.2	25.6	7.2	6,076	20,521	6,775	-28.4	30.4	281.9
23/08	67,932	30,092	37,840	31.6	101.9	3.0	7,651	22,670	7,479	-14.6	15.7	393.3
23/09	55,399	14,949	40,450	51.7	281.2	24.1	8,058	16,839	5,762	39.4	-17.0	234.8
23/10	42,751	7,862	34,889	-34.4	-64.5	-18.9	5,933	17,348	6,139	14.3	23.6	377.4
23/11	45,871	0	45,871	-19.4	-100.0	36.0	5,965	18,350	8,193	13.6	14.8	408.6
23/12	50,203	0	50,203	48.3	n/a	48.3	5,470	12,702	5,218	45.4	-3.3	297.1
24/01	34,828	0	34,828	7.6	-100.0	35.7	4,561	13,629	4,773	-22.9	-19.4	138.2
24/02	67,060	17,885	49,175	-13.6	-35.4	-1.5	5,012	16,204	6,365	-34.5	-3.7	278.0
24/03	74,549	31,116	43,433	38.3	344.1	-7.3	7,505	15,321	3,788	16.1	-32.0	28.9
24/04	54,650	6,772	47,878	-5.1	-39.7	3.3	6,089	18,576	5,935	2.8	7.9	93.1
24/05	59,009	18,711	40,298	-6.4	-10.5	-4.4	6,782	17,792	5,297	35.7	3.5	213.6
24/06	82,502	32,222	50,280	48.9	262.0	8.1	6,520	18,613	6,112	4.4	-2.5	34.0
24/07	91,317	30,309	61,007	38.6	10.3	58.8	7,950	19,424	5,500	30.8	-5.3	-18.8

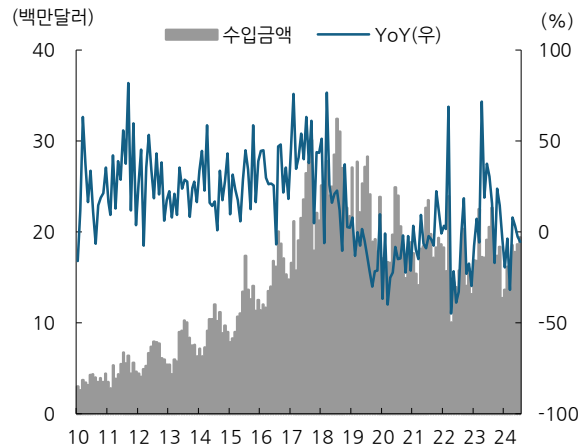
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림50 국내 담배 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림51 국내 맥주 수입 금액 추이



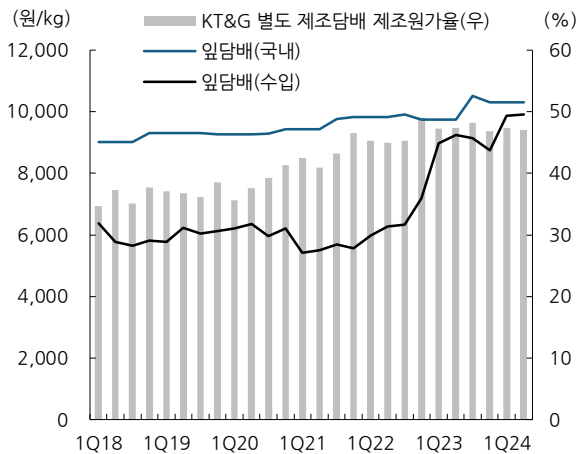
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

참고(2) 잎담배 원가 부담

글로벌 잎담배 원가 부담은 점차 완화될 전망

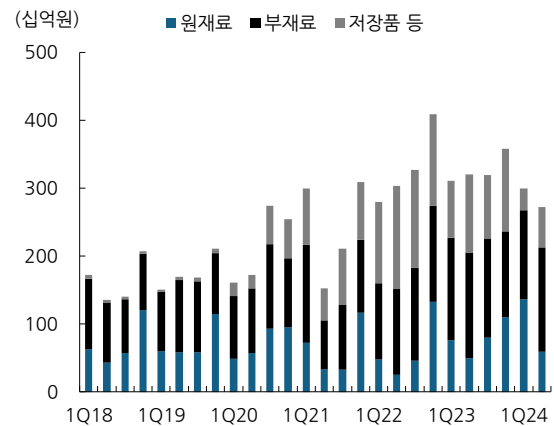
글로벌 잎담배는 22년부터 상승하기 시작해 원가 부담으로 작용했다. 주요 생산국인 미국, 브라질과 탄자니아, 인도 등 국가에서 폭염과 홍수 등의 영향으로 작황이 부진했기 때문이다. 잎담배는 수확 후 1년의 후숙 기간을 거친 뒤 수입되는데 올해의 작황이 내년 시장에 영향을 미친다. 다만 최근 수입 잎담배 가격이 유지되기 시작했고 가격 상승률이 둔화되며 원가 부담은 하반기~내년 갈수록 전년동기와 유사하거나 완화될 것으로 전망한다. 또한 궤련형 전자 담배의 경우 일반 궤련대비 잎담배 투입 비중이 낮기 때문에 전자담배 판매량의 증가는 원가 부담 완화로 기여할 전망이다. 실제로 KT&G의 별도 기준 제조담배 제조원가율은 18~20년 37%대를 유지했는데 이후 21년 43%, 22년 46%, 23년 47%까지 상승했는데 24년은 유사한 수준으로 유지되고 있다.

그림52 잎담배 가격 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림53 KT&G 원재료 매입액 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

표9 글로벌 잎담배 생산량 추이 및 전망

(million green kgs)	21	22	23	24F	25P
All Tobacco Types	4,864	4,661	5,221	5,166	5,603
Flue-cured	3,598	3,490	3,919	3,778	4,121
North & Central America + Caribbean	156	144	156	172	172
South America	658	596	634	543	708
Europe + CIS	112	93	87	97	98
Africa + Middle East	356	360	506	426	522
Asia + Oceania	2,315	2,297	2,536	2,540	2,622
Burley	398	354	443	472	555
Oriental	153	116	110	103	112
Dark Air-Cured	114	115	114	106	120
Others	601	586	635	707	695

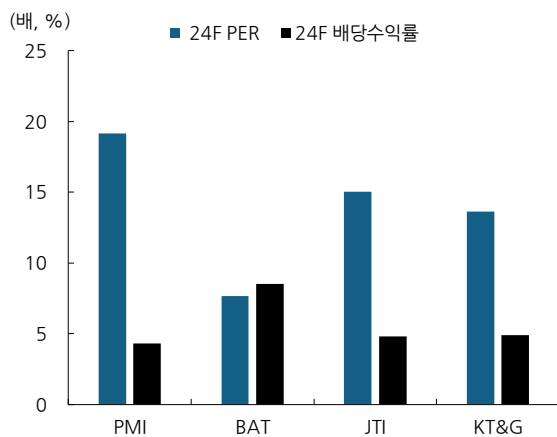
자료: Universal Leaf Tobacco Company, DS투자증권 리서치센터, 주: 24년 8월 전망

투자전략 및 밸류에이션

글로벌 담배 제조회사
평균 24F PER은 14배
KT&G 13배로 매력적

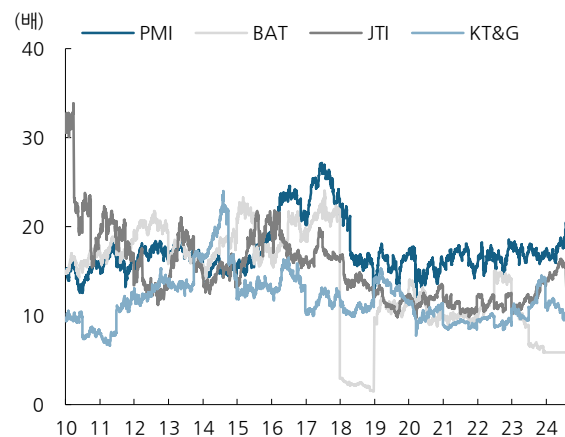
최근 KT&G를 비롯해 글로벌 담배 제조회사들의 주가 상승으로 PER 밸류에이션은 다소 높아졌다. 24년 예상 실적 기준 PER은 PMI 19.1배, BAT 7.7배, JTI 15.1배, KT&G 13.6배이며 배당수익률은 각각 4.3%, 8.5%, 4.8%, 4.9% 이다. 이중 PMI와 KT&G는 24년 상반기 담배 부문에서 전년비 수익성 개선이 나타나고 있고 무연담배 성장률이 가파르다는 측면에서 경쟁사대비 매력력이 높다. 또한 KT&G는 지속적으로 주주가치 제고를 위한 노력을 진행 중인데 24~26년 2.8조원의 주주환원(배당 1.8조원+자사주매입 1조원), 3년간 발행 주식 총수의 15% 소각(신규 취득 자사주 7.5%+기존 보유 자사주 7.5%)하는 등 기업 가치 상승이 기대된다. 경쟁사 PMI의 밸류에이션 상승에 따라 KT&G 역시 목표배수를 상향(11배→15배)하며 목표주가도 상향(11만원→15만원) 조정한다.

그림54 피어 PER 및 배당수익률 비교



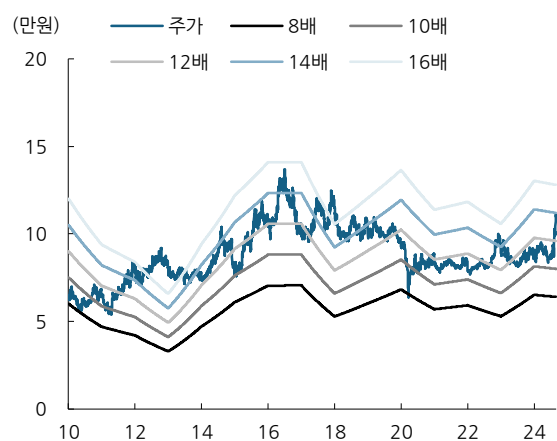
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림55 주요 담배 제조회사 PER추이



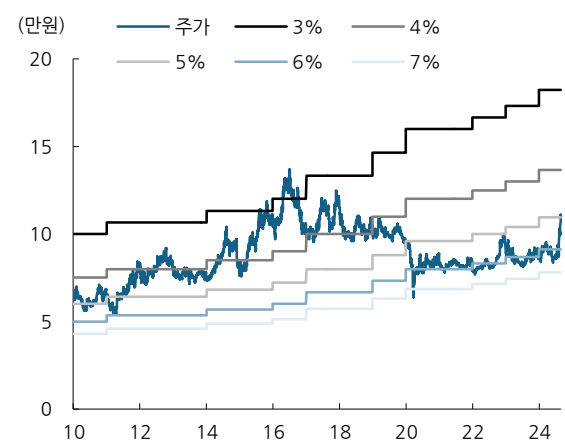
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림56 KT&G PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림57 KT&G 배당수익률 밴드차트



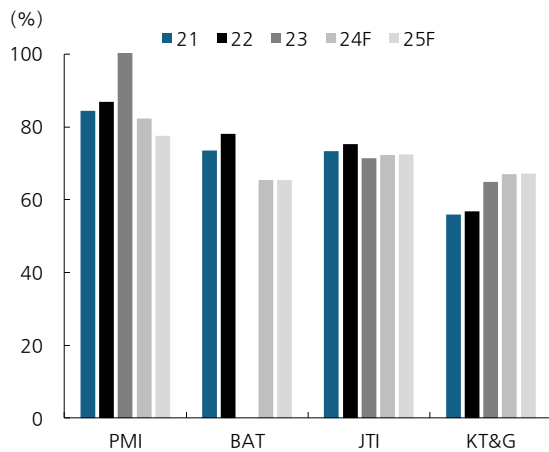
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

표10 시기별 KT&G 주주환원 정책 비교

구분	2018~2020	2021~2023	2024~2026
총 주주환원 금액	1.87조원	2.75조원	2.8조원
총주주환원율	59.5%	93%	
배당금	1.65조원	1.75조원	1.8조원
자사주매입	0.22조원	1조원	1조원
자사주소각		발행주식 총 수의 2.5%	발행주식 총 수의 15%
비고		23년 중간배당 최초 실시	

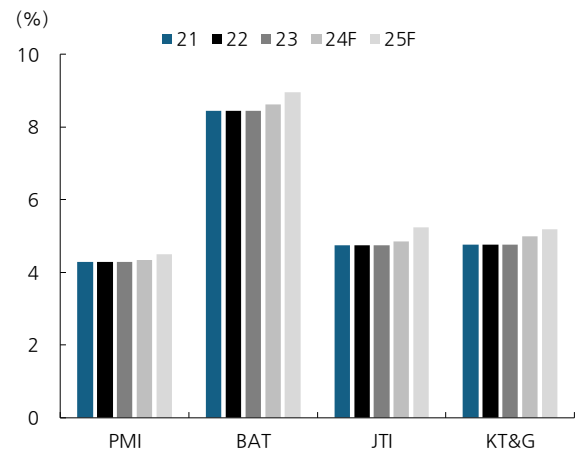
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림58 피어 배당성향



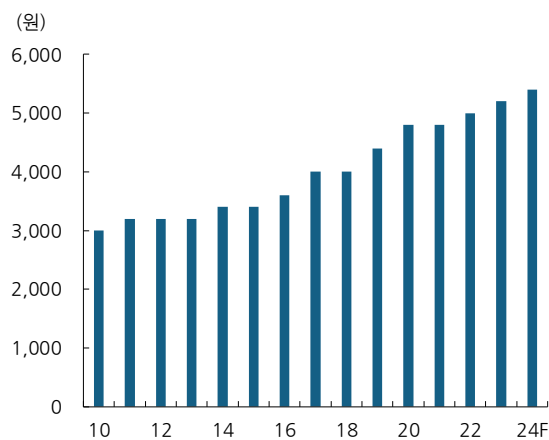
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림59 피어 배당수익률



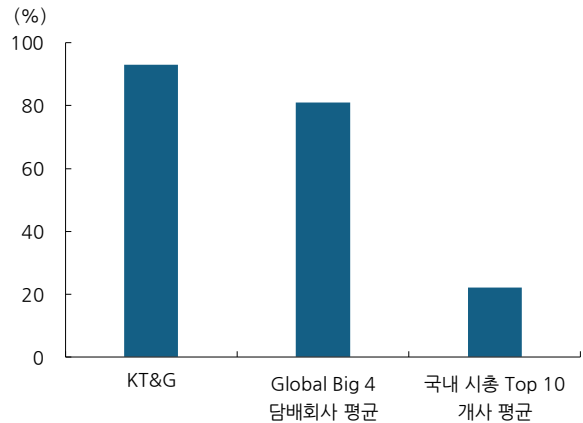
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림60 KT&G 주당 배당금 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림61 20~23년 총 주주환원율 비교



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

주: 타사 20~22 3개년 총 주주환원율 적용

주: 총주주환원율=(배당지급액+자사주 매입액)/당기순이익

표11 담배 밸류에이션 비교

(십억원, 배)		PMI	알트리아	BAT	JTI	임페리얼	KT&G
국가		US	US	GB	JN	GB	SK
주가	원	163,628	70,860	49,353	38,865	38,081	109,800
시가총액	십억원	254,409	120,902	109,385	77,731	32,376	14,309
매출액	2021	35,967	24,178	40,457	24,241	25,590	5,228
	2022	41,048	26,736	44,041	26,174	26,934	5,851
	2023	45,961	26,789	44,343	26,455	29,175	5,863
	2024F	51,185	27,042	46,193	28,045	16,758	5,885
	2025F	54,715	27,030	48,594	26,749	17,035	6,194
영업이익	2021	14,860	13,239	16,150	5,162	4,861	1,338
	2022	15,826	15,403	16,905	6,357	4,274	1,268
	2023	15,100	15,088	-25,573	6,184	5,491	1,167
	2024F	19,494	16,407	20,803	6,467	6,729	1,169
	2025F	21,285	16,168	21,167	6,763	7,039	1,268
순이익	2021	10,432	2,835	10,713	3,529	4,379	977
	2022	11,693	7,449	10,616	4,360	2,501	1,016
	2023	10,209	10,623	-23,351	4,491	3,757	903
	2024F	13,377	11,702	13,901	4,528	4,450	991
	2025F	14,978	11,833	14,217	4,869	4,594	1,004
GPM	2021	68.1	66.3	82.3	58.8	36.4	55.0
	2022	64.1	68.9	82.7	59.0	35.7	50.6
	2023	63.3	69.7	83.3	56.8	37.0	47.9
	2024F	64.3	70.1	83.0	58.0	71.0	49.2
	2025F	64.4	70.6	83.0	57.6	71.5	50.6
OPM	2021	41.3	54.8	39.9	21.3	19.0	25.6
	2022	38.6	57.6	38.4	24.3	15.9	21.7
	2023	32.9	56.3	-57.7	23.4	18.8	19.9
	2024F	38.1	60.7	45.0	23.1	40.2	19.9
	2025F	38.9	59.8	43.6	25.3	41.3	20.5
NPM	2021	29.0	11.7	26.5	14.6	17.1	18.7
	2022	28.5	27.9	24.1	16.7	9.3	17.4
	2023	22.2	39.7	-52.7	17.0	12.9	15.4
	2024F	26.1	43.3	30.1	16.1	26.6	16.8
	2025F	27.4	43.8	29.3	18.2	27.0	16.2
PER	2021	15.8	10.3	9.2	12.2	5.2	9.5
	2022	16.4	9.4	11.2	10.7	11.2	10.7
	2023	16.8	8.1	n/a	13.4	6.6	11.0
	2024F	19.1	10.4	7.7	15.1	7.4	13.6
	2025F	17.4	10.0	7.4	14.0	6.8	13.2
PBR	2021	n/a	n/a	1.0	1.5	2.8	1.0
	2022	n/a	n/a	1.0	1.3	2.6	1.1
	2023	n/a	n/a	1.0	1.7	2.5	1.1
	2024F	n/a	n/a	1.2	1.9	3.3	1.5
	2025F	n/a	n/a	1.2	1.8	3.1	1.4
EV/EBIT	2021	13.3	9.5	9.9	9.0	7.7	5.3
	2022	16.3	8.8	10.8	7.7	9.9	7.0
	2023	16.7	8.1	n/a	10.1	7.0	7.6
	2024F	16.5	9.2	8.2	12.1	7.7	12.0
	2025F	15.1	9.4	8.1	11.5	7.3	11.1
ROE	2021	n/a	n/a	11.6	14.1	41.8	11.3
	2022	n/a	n/a	12.1	14.5	28.5	10.8
	2023	n/a	n/a	-15.3	13.1	33.4	9.7
	2024F	-95.3	-229.3	14.9	12.8	40.2	10.8
	2025F	-131.6	-221.8	14.9	13.3	45.8	10.8

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2024.08.27 기준

Company Analysis

·KT&G 033780

완벽한 대안



KT&G033780

완벽한 대안

NGP와 수출 담배 호조로 담배 실적 개선

KT&G의 24년 실적은 연결기준 매출액 5조 9,953억원(+2.3% YoY), 영업이익 1조 1,757억원(+1% YoY, OPM 19.6%)으로 전망한다. 건기식 채널 조정과 해외 사업 마케팅 비용 증가, 부동산 사업 구조 개편에 따른 실적 부진에도 본업인 담배 부문은 해외 궤련과 국내외 NGP 사업 호조에 따른 실적 성장이 나타날 전망이다. 24년 상반기에도 담배 부문 매출은 +6% YoY, 영업이익은 +9% YoY 증가했는데 국내외 NGP 스틱 판매량 증가와 해외 일반 궤련 실적 호조가 외형 성장 및 수익성 개선을 견인했다. 특히 2Q24 해외 일반 궤련 매출은 3,591억원(+35% YoY)을 기록하며 실적 성장이 나타났다. 하반기에도 담배 사업은 견조한 성장 추세를 이어갈 전망이다. 1)NGP는 국내 침투율 상승 속 동사의 신제품 릴레이블 2.0 등을 통한 점유율 상승과 해외 진출 국가 확대, 2)해외 일반 궤련은 인도네시아 및 러시아 등과 신시장 확대에 따른 성장이 기대된다.

KT&G의 NGP 사업 국내외 차별적 성장 전망

글로벌 담배 시장은 흡연율이 하락하며 일반 궤련 시장은 감소하고 있지만 이를 대체할 무연 담배 시장은 지속 성장하고 있다. KT&G는 경쟁력 있는 플랫폼 개발 및 적극적인 신제품 출시로 NGP 판매량을 지속 확대하고 있다. 특히 해외 NGP사업은 PMI와 연계해 진출 국가를 빠르게 확대하고 비용 부담을 줄여 경쟁사 대비 빠르게 해외 실적이 확대되고 비교적 높은 수익성을 단기간에 달성한 것으로 파악된다. 동사의 NGP 매출은 23년 7,794억원에서 27년 2.08조원으로 전체 담배 매출의 35%까지 확대될 것으로 전망했다. 이를 위해 한국 생산기지 확장, 25년 카자흐스탄 신공장 착공 등 CAPA 투자를 진행 중이다.

투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 상향

목표주가 상향은 목표배수를 기존 11배에서 15배로 상향한데 기인한다. 목표배수는 글로벌 경쟁사이자 NGP 해외 판매 협력사 PMI의 24년 예상 PER 19배를 20% 할인해 적용했다. 동사는 흡연율 하락과 소비트렌드 변화 속 NGP라는 대안을 통해 장기적인 실적 성장과 수익성 개선이 기대되고, 불안정한 주식 시장에서 배당과 주주가치 제고 확대를 통한 매력적인 투자 대안 역할도 하고 있다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	5,228	5,851	5,863	5,995	6,548
영업이익	1,338	1,268	1,167	1,176	1,401
영업이익률(%)	25.6	21.7	19.9	19.6	21.4
세전이익	1,440	1,430	1,248	1,417	1,642
지배주주지분순이익	977	1,016	903	1,042	1,176
EPS(원)	7,118	8,736	8,002	8,959	10,108
증감률(%)	-16.6	22.7	-8.4	12.0	12.8
ROE(%)	10.7	11.0	9.8	11.1	11.9
PER(배)	11.1	10.5	10.9	12.3	10.9
PBR(배)	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.5	7.7	10.2	8.6

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 음식료·미디어 RA

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2024.08.29

매수(유지)

목표주가(상향)	150,000원
현재주가(08/28)	109,800원
상승여력	36.6%

Stock Data

KOSPI	2,689.8pt
시가총액(보통주)	14,309십억원
발행주식수	130,322천주
액면가	5,000원
자본금	955십억원
60일 평균거래량	318천주
60일 평균거래대금	29,637백만원
외국인 지분율	44.9%
52주 최고가	113,500원
52주 최저가	83,500원
주요주주	
자사주(의 1인)	14.3%
First Eagle Investment Management	7.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	17.1	18.6
3M	27.5	28.7
6M	19.3	17.9

주가차트

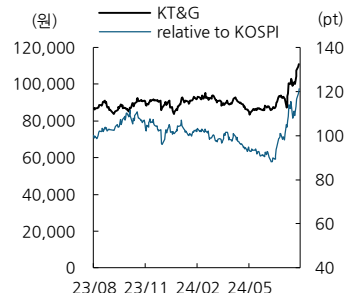
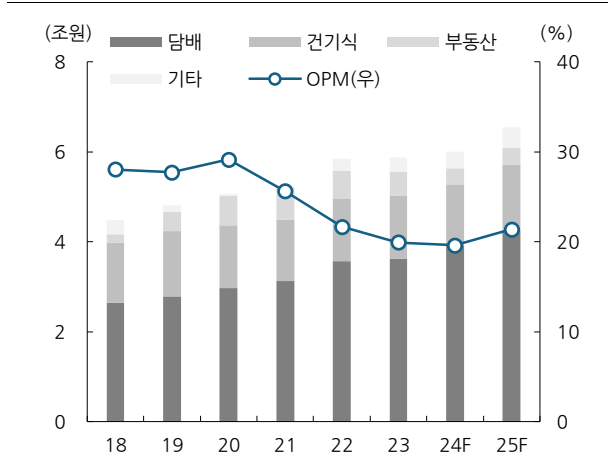


표12 KT&G 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,395.7	1,336.0	1,689.5	1,441.4	1,292.3	1,423.8	1,671.5	1,607.8	5,851.4	5,862.6	5,995.3	6,548.3
YoY	-0.5%	-5.7%	4.0%	2.5%	-7.4%	6.6%	-1.1%	11.5%	11.9%	0.2%	2.3%	9.2%
1. 담배	857.6	888.1	972.7	900.6	856.6	989.9	1,060.6	1,010.2	3,573.7	3,619.0	3,917.4	4,250.3
YoY	3.6%	-5.7%	3.1%	4.7%	-0.1%	11.5%	9.0%	12.2%	14.1%	1.3%	8.2%	8.5%
1-1. NGP	199.6	190.0	194.8	195.0	176.3	197.7	211.9	215.5	876.2	779.4	801.4	839.3
YoY	-2.8%	-17.7%	-16.1%	-6.1%	-11.7%	4.0%	8.8%	10.5%	73.8%	-11.0%	2.8%	4.7%
1)국내	127.9	123.9	135.9	131.7	130.1	137.3	147.5	146.6	465.9	519.4	561.6	569.2
YoY	20.9%	6.0%	12.5%	7.5%	1.7%	10.9%	8.6%	11.3%	50.6%	11.5%	8.1%	1.4%
2)해외	71.7	66.2	58.9	63.3	46.2	60.4	64.3	68.9	410.3	260.1	239.8	270.1
YoY	-27.9%	-42.1%	-47.1%	-25.7%	-35.6%	-8.7%	9.2%	8.8%	110.7%	-36.6%	-7.8%	12.6%
1-2. 궐련	654.8	692.0	769.7	700.9	674.7	788.0	843.0	791.4	2,669.5	2,817.4	3,097.1	3,397.8
YoY	6.6%	-1.7%	9.3%	8.3%	3.0%	13.9%	9.5%	12.9%	14.0%	5.5%	9.9%	9.7%
1)국내	389.7	426.6	448.1	413.6	382.9	428.9	441.9	410.8	1,659.3	1,678.0	1,664.5	1,646.3
YoY	0.5%	-2.0%	-0.3%	7.0%	-1.7%	0.5%	-1.4%	-0.7%	0.2%	1.1%	-0.8%	-1.1%
2)해외	265.1	265.5	321.6	287.3	291.8	359.1	401.2	380.6	1,010.2	1,139.5	1,432.6	1,751.6
YoY	17.1%	-1.3%	26.3%	10.4%	10.1%	35.3%	24.7%	32.5%	47.0%	12.8%	25.7%	22.3%
1-3. 반제품	3.2	6.0	8.2	4.8	5.6	4.1	5.7	3.4	28.0	22.2	18.8	13.2
YoY	-61.4%	-2.8%	6.5%	-17.2%	75.0%	-31.9%	-30.0%	-30.0%	-90.2%	-20.6%	-15.4%	-30.0%
2. 건기식	384.1	260.8	412.8	336.1	308.4	265.1	396.7	381.6	1,388.9	1,393.8	1,351.8	1,461.3
YoY	-3.2%	-2.2%	-8.2%	21.9%	-19.7%	1.6%	-3.9%	13.5%	2.1%	0.4%	-3.0%	8.1%
2-1. 국내	320.2	193.9	349.9	192.5	243.3	172.5	314.9	202.1	1,103.9	1,056.5	932.8	979.5
YoY	-5.3%	-10.1%	-6.5%	9.6%	-24.0%	-11.0%	-10.0%	5.0%	-0.7%	-4.3%	-11.7%	5.0%
2-2. 해외	63.9	66.9	62.9	143.6	65.1	92.6	81.8	179.5	285.0	337.3	419.0	481.8
YoY	8.7%	31.4%	-16.2%	43.3%	1.9%	38.4%	30.0%	25.0%	14.2%	18.4%	24.2%	15.0%
3. 부동산	83.9	113.7	224.9	130.4	45.2	80.5	117.9	114.0	607.2	552.9	357.6	380.3
YoY	-24.4%	-21.3%	40.3%	-31.9%	-46.1%	-29.2%	-47.6%	-12.6%	-15.4%	-8.9%	-35.3%	6.4%
4. 기타	70.1	73.4	79.1	84.1	82.1	88.3	96.3	101.9	281.4	306.7	368.6	456.4
YoY	5.1%	13.1%	11.7%	6.5%	17.1%	20.3%	21.8%	21.2%	1519%	9.0%	20.2%	23.8%
영업이익	316.5	246.1	406.7	198.0	236.6	322.0	366.5	250.7	1,267.7	1,167.3	1,175.7	1,400.9
YoY	-4.9%	-24.9%	0.3%	-1.7%	-25.3%	30.8%	-9.9%	26.6%	-5.3%	-7.9%	0.7%	19.2%
영업이익률	22.7%	18.4%	24.1%	13.7%	18.3%	22.6%	21.9%	15.6%	21.7%	19.9%	19.6%	21.4%
1. 담배	236.6	242.6	269.4	228.4	206.6	316.4	307.6	242.5	1,008.9	977.0	1,073.0	1,275.1
YoY	-8.9%	-19.1%	0.6%	25.9%	-12.7%	30.4%	14.2%	6.2%	25.4%	-3.2%	9.8%	18.8%
영업이익률	27.6%	27.3%	27.7%	25.4%	24.1%	32.0%	29.0%	24.0%	28.2%	27.0%	27.4%	30.0%
2. 건기식	55.0	-10.7	60.7	11.4	23.0	-1.5	51.6	9.5	87.7	116.4	82.6	98.2
YoY	70.8%	적지	-14.5%	흑전	-58.2%	적지	-15.0%	-16.3%	-29.0%	32.7%	-29.0%	18.8%
영업이익률	14.3%	-4.1%	14.7%	3.4%	7.5%	-0.6%	13.0%	2.5%	6.3%	8.4%	6.1%	6.7%
3. 부동산	24.2	14.2	76.3	-45.6	2.6	2.9	4.1	-4.6	180.5	69.1	5.1	7.6
YoY	-42.5%	-65.8%	10.4%	적전	-89.3%	-79.6%	-94.6%	적지	-41.8%	-61.7%	-92.7%	50.2%
영업이익률	28.8%	12.5%	33.9%	-35.0%	5.8%	3.6%	3.5%	-4.0%	29.7%	12.5%	1.4%	2.0%
4. 기타	0.7	0.0	0.3	3.0	4.4	3.7	3.2	3.2	-9.5	4.0	14.5	20.1
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	528.6%	흑전	961.0%	7.7%	적전	흑전	262.8%	38.2%
영업이익률	1.0%	0.0%	0.4%	3.6%	5.4%	4.2%	3.3%	3.2%	-3.4%	1.3%	3.9%	4.4%
순이익	274.2	201.9	333.3	112.9	285.6	312.8	302.8	145.9	1,005.3	922.4	1,047.1	1,194.0
YoY	4.1%	-40.4%	-28.0%	흑전	4.2%	54.9%	-9.1%	29.2%	3.5%	-8.3%	13.5%	14.0%
순이익률	19.6%	15.1%	19.7%	7.8%	22.1%	22.0%	18.1%	9.1%	17.2%	15.7%	17.5%	18.2%

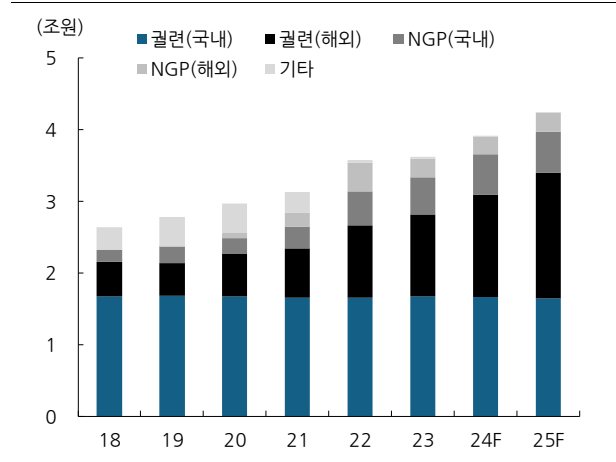
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 추정

그림62 KT&G 실적 추이 및 전망



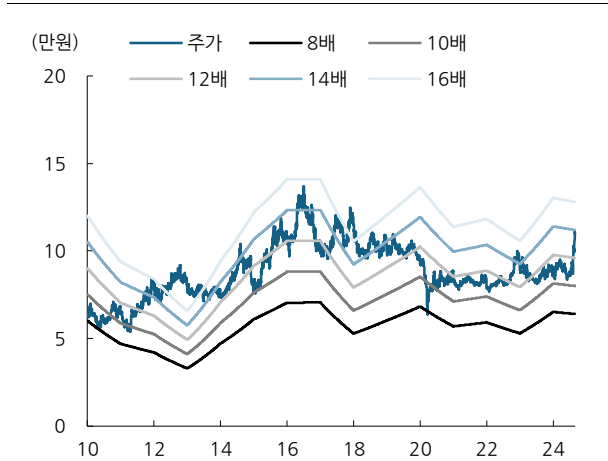
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림63 담배 사업부문 매출액 추이 및 전망



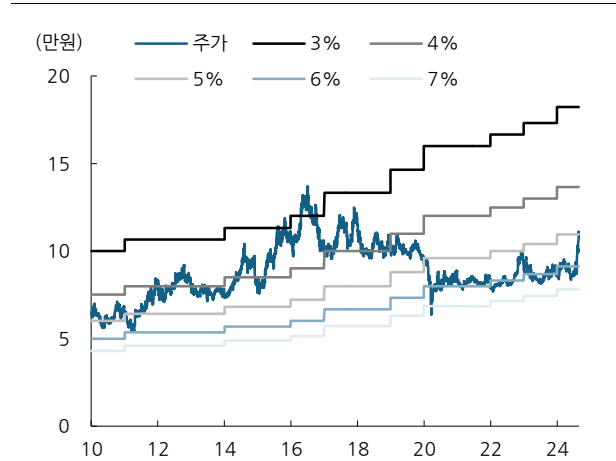
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림64 KT&G PER 밴드 차트



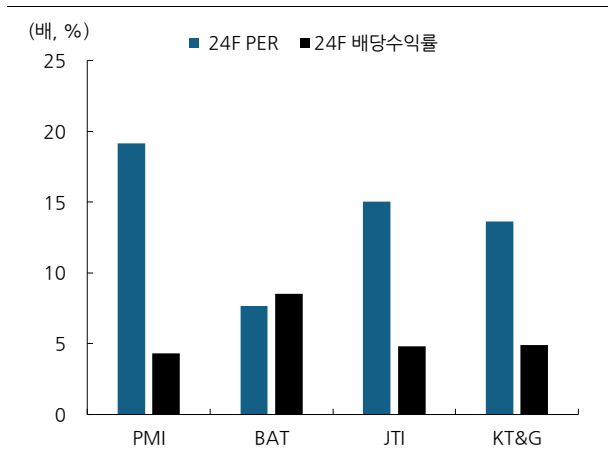
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림65 KT&G 배당수익률 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림66 피어 PER 및 배당수익률 비교



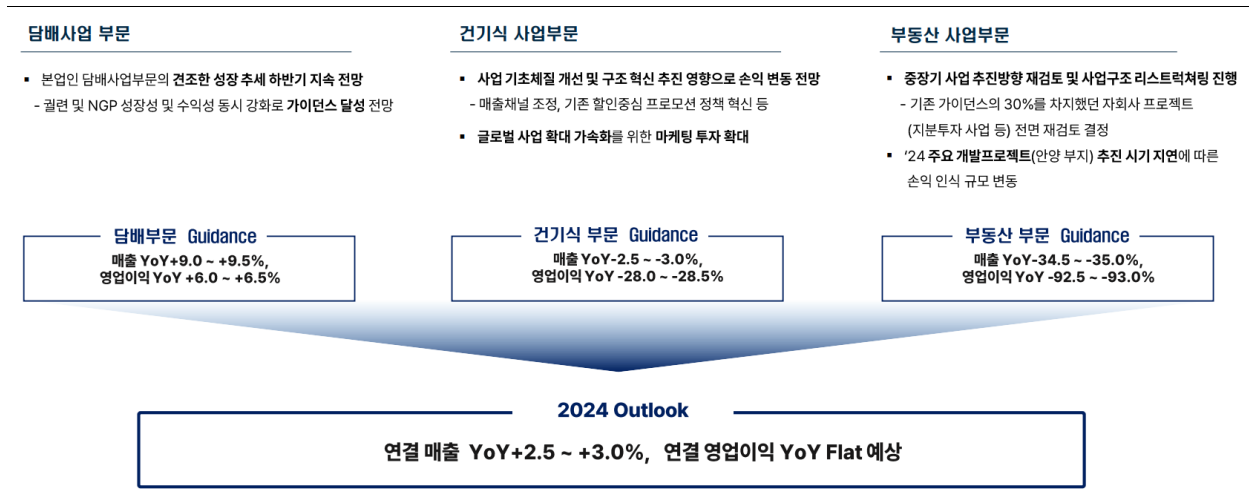
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림67 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원) *자사주 제외	9,846
2024F EPS	8,959
2025F EPS	10,108
Target PER (배)	15.0
Historical PER(20~23)	11.4
PMI Fwd PER	19.0
목표주가 (원)	150,000
현재주가 (원)	109,800
상승여력	36.6%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 주: 현재주가는 2024.08.28 종가

그림68 KT&G 24년 실적 전망



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

표13 시기별 KT&G 주주환원 정책 비교

구분	2018~2020	2021~2023	2024~2026
총 주주환원 금액	1.87조원	2.75조원	2.8조원
총주주환원율	59.5%	93%	
배당금	1.65조원	1.75조원	1.8조원
자사주매입	0.22조원	1조원	1조원
자사주소각		발행주식 총 수의 2.5%	발행주식 총 수의 15%
비고		23년 중간배당 최초 실시	

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림69 KT&G의 NGP 성장 전략



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

[KT&G 033780]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	6,256	6,510	6,418	6,640	7,496	매출액	5,228	5,851	5,863	5,995	6,548
현금 및 현금성자산	947	1,401	1,032	517	851	매출원가	2,350	2,891	3,054	2,982	3,542
매출채권 및 기타채권	1,321	1,786	1,772	2,291	2,503	매출총이익	2,878	2,960	2,808	3,013	3,006
재고자산	2,375	2,576	2,764	2,947	3,220	판매비 및 관리비	1,540	1,693	1,641	1,837	1,605
기타	1,613	747	851	885	921	영업이익	1,338	1,268	1,167	1,176	1,401
비유동자산	5,381	5,792	6,354	7,032	7,590	(EBITDA)	1,556	1,493	1,408	1,383	1,670
관계기업투자등	776	842	1,129	1,175	1,223	금융손익	149	134	76	32	18
유형자산	1,741	1,837	2,096	2,583	2,950	이자비용	18	35	46	24	40
무형자산	146	168	175	200	219	관계기업등 투자손익	12	30	10	6	6
자산총계	11,637	12,302	12,772	13,672	15,086	기타영업외손익	-60	-2	-4	203	217
유동부채	2,064	2,527	2,672	3,143	4,011	세전계속사업이익	1,440	1,430	1,248	1,417	1,642
매입채무 및 기타채무	1,684	2,172	2,323	2,784	3,042	계속사업법인세비용	415	416	319	366	448
단기금융부채	96	93	108	108	708	계속사업이익	1,024	1,014	930	1,051	1,194
기타유동부채	284	262	241	251	261	중단사업이익	-52	-9	-7	0	0
비유동부채	364	416	805	814	824	당기순이익	972	1,005	922	1,051	1,194
장기금융부채	91	128	515	515	515	지배주주	977	1,016	903	1,042	1,176
기타비유동부채	274	288	290	299	309	총포괄이익	884	1,005	922	1,051	1,194
부채총계	2,428	2,943	3,478	3,957	4,835	매출총이익률 (%)	55.0	50.6	47.9	50.3	45.9
지배주주지분	9,159	9,316	9,174	9,594	10,130	영업이익률 (%)	25.6	21.7	19.9	19.6	21.4
자본금	955	955	955	955	955	EBITDA마진률 (%)	29.8	25.5	24.0	23.1	25.5
자본잉여금	533	533	534	534	534	당기순이익률 (%)	18.6	17.2	15.7	17.5	18.2
이익잉여금	8,638	9,131	8,979	9,430	9,966	ROA (%)	8.5	8.5	7.2	7.9	8.2
비지배주주지분(연결)	50	43	121	121	121	ROE (%)	10.7	11.0	9.8	11.1	11.9
자본총계	9,209	9,359	9,295	9,715	10,251	ROIC (%)	13.5	12.6	12.0	11.1	11.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,420	888	283	969	1,210	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	972	1,005	922	1,051	1,194	P/E	11.1	10.5	10.9	12.3	10.9
비현금수익비용가감	639	625	-639	171	254	P/B	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5
유형자산감가상각비	203	203	211	197	256	P/S	2.1	2.1	2.0	2.5	2.2
무형자산상각비	14	22	30	10	13	EV/EBITDA	6.2	7.5	7.7	10.2	8.6
기타현금수익비용	422	94	-1,184	-49	-27	P/CF	6.7	7.7	41.0	12.0	10.1
영업활동 자산부채변동	222	-321	0	-252	-238	배당수익률 (%)	6.1	5.5	6.0	4.9	5.1
매출채권 감소(증가)	202	-510	-45	-519	-213	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	66	-98	19	-183	-273	매출액	3.4	11.9	0.2	2.3	9.2
매입채무 증가(감소)	48	545	338	460	258	영업이익	-9.2	-5.3	-7.9	0.7	19.2
기타자산 부채변동	-94	-257	-312	-10	-10	세전이익	-10.3	-0.7	-12.7	13.5	15.9
투자활동 현금	-798	548	-661	-894	-836	당기순이익	-17.1	3.5	-8.3	13.9	13.6
유형자산처분(취득)	-219	-238	-467	-684	-623	EPS	-16.6	22.7	-8.4	12.0	12.8
무형자산 감소(증가)	-44	-41	-40	-35	-32	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-168	591	-147	-54	-57	부채비율	26.4	31.4	37.4	40.7	47.2
기타투자활동	-367	235	-8	-120	-125	유동비율	303.1	257.6	240.2	211.3	186.9
재무활동 현금	-948	-932	8	-591	-40	순차입금/자기자본(x)	-13.4	-15.2	-8.3	-2.8	-0.2
차입금의 증가(감소)	-3	11	729	0	600	영업이익/금융비용(x)	75.0	36.5	25.5	49.2	34.9
자본의 증가(감소)	-944	-933	-720	-591	-640	총차입금 (십억원)	187	221	623	623	1,223
배당금의 지급	596	576	721	591	640	순차입금 (십억원)	-1,234	-1,423	-770	-269	-18
기타재무활동	0	-10	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-307	454	-369	-515	334	EPS	7,118	8,736	8,002	8,959	10,108
기초현금	1,254	947	1,401	1,032	517	BPS	66,710	67,853	68,557	71,694	75,700
기말현금	947	1,401	1,032	517	851	SPS	38,082	42,620	43,809	44,800	48,933
NOPLAT	952	899	869	872	1,019	CFPS	11,730	11,878	2,118	9,125	10,824
FCF	1,035	1,858	-377	75	374	DPS	4,800	5,000	5,240	5,400	5,600

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

KT&G (033780) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-04-21	담당자변경					
2023-04-21	매수	110,000	-20.4	-13.5		
2023-05-30	매수	110,000	-20.0	-13.5		
2023-07-19	매수	110,000	-19.5	-13.5		
2023-10-18	매수	110,000	-17.9	0.9		
2023-11-20	매수	110,000	-17.7	0.9		
2024-01-23	매수	110,000	-17.4	0.9		
2024-04-15	매수	110,000	-17.6	0.9		
2024-08-29	매수	150,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.