



KT&G (033780)

안정적이어 보이지만 파격적인 행보의 연속

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

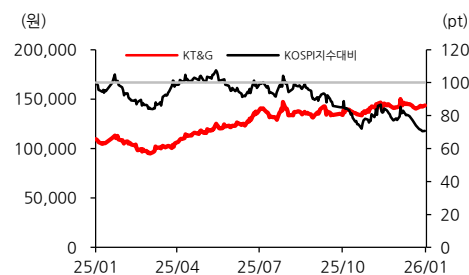
현재 주가(1/13)	142,300원
상승여력	▲26.5%
시가총액	167,881억원
발행주식수	117,977천주
52 주 최고가 / 최저가	150,000 / 95,000원
90 일 일평균 거래대금	391.17억원
외국인 지분율	43.2%
주주 구성	
자사주 (외 1 인)	12.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
FirstEagleInvestmentManagem	8.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.5	6.2	4.3	30.0
상대수익률(KOSPI)	-12.1	-24.7	-43.4	-58.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,909	6,583	6,702	7,093
영업이익	1,189	1,346	1,486	1,607
EBITDA	1,439	1,638	1,793	1,911
지배주주순이익	1,166	1,024	1,120	1,212
EPS	9,299	9,897	11,148	12,339
순차입금	-57	980	950	772
PER	11.5	11.7	12.8	11.5
PBR	1.5	1.5	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.3	9.2	9.9	9.2
배당수익률	5.0	6.0	5.1	5.2
ROE	12.7	11.2	12.4	13.0

주가 추이



연내 국내 궤련 담배 가격 인상 가능성이 높습니다. 이를 배제하더라도 해외 궤련 매출 성장, HNB 사업 구조 변화, 니코틴과우치 사업 개시 등 그 어느 때보다 파격적 행보가 기대되는 2026 년입니다.

기대치에 부합할 4분기

2025년 4분기 KT&G의 연결 매출액은 1조 7,170억원(+10.3% YoY, -6.0% QoQ), 영업이익은 2,450억원(+15.3% YoY, -47.3% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(2,466억원)에 부합할 전망이다. 1) 지난 2025년 10월 추석 연휴 가수요분이 2025년 3분기 중에 출고되었던 영향으로 4분기 출고량은 -2.7% YoY, 2025년 1분기에 이어 이번 4분기에도 희망퇴직 비용이 반영되어 국내 궤련 사업 실적은 종전 추정치를 하회한 것으로 추정한다. 2) 서초 부지 개발 실적이 반영되며 부동산 실적은 종전 추정치를 상회한 것으로 추정한다. 3) 해외 궤련 담배의 경우 일부 지역 재고 조정 영향으로 판매량은 전년 수준이었으나 ASP 중심의 성장 지속, 4) 건기식은 예상대로 부진했던 것으로 파악된다.

해외 궤련 판매 확대의 초입

2025년 4월 완공된 카자흐스탄 공장의 초기 가동률은 70%대로 파악된다. 아직 초기지만 안정화 이후로는 인접 국가로의 수출 확대 그리고 제조 원가 절감이 기대된다. 주력 법인 중 하나인 인도네시아 신공장도 2026년 중 완공 예정이다. 카자흐스탄과 인도네시아 신공장 모두 최종 CAPA는 100억 개비를 초과하는 수준으로 해외 생산 비중 확대를 계기로 KT&G의 해외 사업 확대가 본격화될 가능성이 높다.

투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지

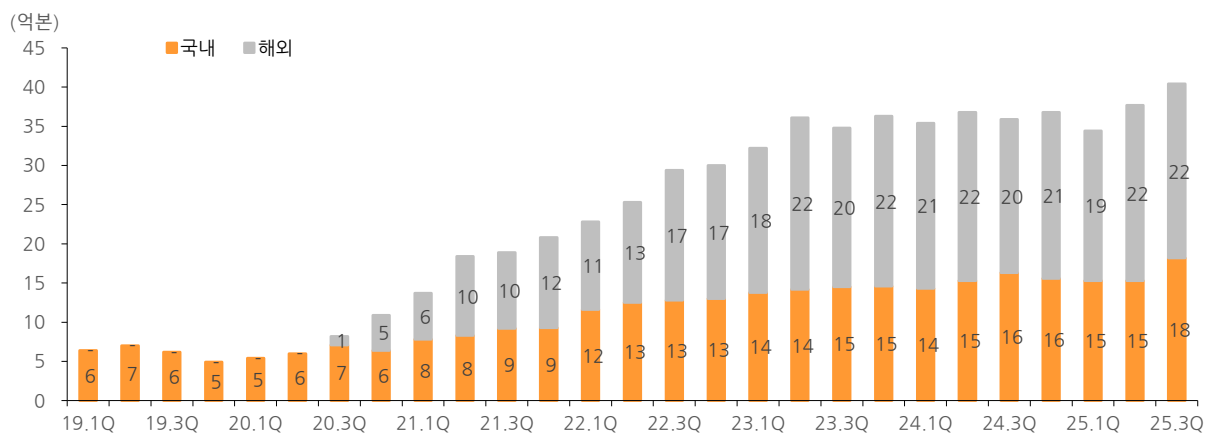
2026년부터 PMI와 계약 2구간에 진입한다. 계약 2구간부터는 KT&G가 두각을 나타내고 있는 국가에 한해 HNB 포트폴리오의 직접 전개가 시작될 예정이다. 디바이스 공급망 이슈로 신규 플랫폼 출시 일정에 다소 차질을 빚었으나 현재 기준 공급망 문제는 완전히 해결되어 연내 신규 플랫폼 출시 가능성이 높다. 또한 지난해 인수한 ASF의 니코틴과우치 신규 국가 확장도 연내 이뤄질 예정이다. 국내 궤련 담배 사업을 중심으로 극적인 포트폴리오 재편이 이뤄지는 중이다. 안정적인 재무구조와 높은 현금 창출력을 바탕으로 Peer group 상위 수준의 주주 환원이 기대되는 점 역시 긍정적이다.

[표1] PMI와의 장기공급계약 세부 내용

계약상대방	Philip Morris Products S.A.
계약기간	15년(2023.01.30 ~ 2038.01.29) - 3년 주기로 성과검토 및 수량이 확정되는 보증이 연계되어있음 - 두번째 3년 구간은 110억본의 수량보증으로 시작해 첫번째 3년 구간의 160억본 수량보증 보다 감소하나 - KT&G가 KT&G의 여러 포트폴리오 플랫폼들을 상업화할 권리를 갖게 되는 것으로 변경
매출발생구조	① 공급상품에 대한 상품 매출 ② 공급상품 판매분에 대한 로열티 ③ 계약 상대방이 대체 생산한 상품 판매분에 대한 로열티

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] KT&G의 NGP 스틱 판매량 추이



자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[표2] Altria와 니코틴파우치 기업 ASF 인수

취득대상	Another Snus Factory International Holding Company AB(스웨덴)
취득금액	1,605억원
취득지분비율	51%(24,771주)
취득구조	- 니코틴파우치 기업인 ASF 지분 인수를 위해 Altria사와 공동투자계약을 통한 특수목적법인(SPC) 설립 - 동 법인(SPC)이 ASF AB사 및 ASF AS사 지분을 인수 - 2025년 말 기준, 모든 거래 절차 종결. 최종적으로, KT&G가 지분 51%, Altria사는 49%를 보유할 예정 - 공동투자계약에 따라 KT&G는 SPC에 대한 단독지배력을 보유하지 않아 공동기업투자로 분류되어 2026년 1분기 실적부터 반영 예정
계약내용	- 당사와 Altria사 간 공동투자계약에 의거, 당사는 발행회사 지분에 대한 콜옵션, Altria사는 풋옵션 보유 - 콜옵션: KT&G는 Altria사 보유 주식의 전부에 대해, Altria사로부터 이를 매수할 수 있는 권리를 보유 - 풋옵션: Altria사는 Altria사 보유 주식의 전부 또는 일부에 대해, KT&G에게 이를 매도할 수 있는 권리를 보유

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[표1] KT&G 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,717	1,590	1,601	1,869	1,642	5,909	6,583	6,702
담배	988	1,091	1,232	1,068	1,090	1,169	1,269	1,111	3,906	4,379	4,640
NGP	159	196	279	239	211	222	231	226	784	873	891
국내	139	140	168	133	146	150	163	144	559	580	603
해외	21	56	111	105	66	72	68	82	225	293	288
퀄런	823	877	971	812	872	941	1,033	881	3,099	3,483	3,726
국내	374	408	447	391	361	395	427	382	1,649	1,619	1,565
해외	449	469	524	421	512	546	605	499	1,450	1,864	2,162
반제품	6	17	-18	17	6	7	5	4	23	23	23
건기식	314	221	360	280	313	235	369	302	1,302	1,175	1,220
국내	247	162	305	173	240	167	305	178	925	887	890
해외	67	59	55	107	74	68	65	124	377	289	330
부동산	100	144	146	276	88	92	132	126	361	667	437
기타	88	93	89	92	98	104	99	103	340	362	404
YoY (%)	15.4	8.7	11.6	10.3	6.6	3.4	2.3	-4.3	0.8	11.4	1.8
담배	15.3	10.2	17.6	5.6	10.3	7.2	3.0	4.0	8.1	12.1	6.0
NGP	-9.8	-0.8	44.5	10.3	32.8	13.2	-17.1	-5.4	0.6	11.4	2.0
국내	6.5	2.0	7.5	-1.1	5.1	7.3	-3.1	7.7	7.6	3.8	3.8
해외	-55.6	-7.3	202.7	29.1	219.8	28.0	-38.2	-22.0	-13.5	30.2	-1.6
퀄런	21.9	11.3	14.1	3.3	6.1	7.2	6.4	8.4	10.3	12.4	7.0
국내	-2.4	-4.8	3.6	-3.8	-3.4	-3.3	-4.4	-2.3	-1.7	-1.8	-3.4
해외	53.9	30.6	24.9	11.0	13.9	16.3	15.5	18.4	28.0	28.5	16.0
반제품	12.5	319.5	-540.0	84.0	1.0	-60.0	-130.0	-73.8	3.6	0.1	0.0
건기식	1.9	-16.8	-11.3	-13.0	-0.3	6.6	2.6	7.9	-6.6	-9.7	3.8
국내	1.5	-6.3	-4.9	-8.2	-3.0	3.5	0.0	3.0	-12.4	-4.2	0.4
해외	3.5	-36.3	-35.4	-19.8	9.5	15.0	17.3	15.8	11.7	-23.4	14.5
부동산	122.1	78.5	48.3	101.6	-12.4	-35.9	-10.0	-54.4	-34.3	84.5	-34.4
기타	7.6	5.2	5.3	8.3	11.3	11.9	11.8	11.6	10.7	6.6	11.7
영업이익	286	350	465	245	328	368	513	277	1,189	1,346	1,486
담배 및 기타	257	326	373	224	289	354	420	258	1,097	1,180	1,321
건기식	18	6	72	6	21	1	74	11	96	102	107
부동산	10	18	21	15	17	13	20	8	-5	64	58
YoY (%)	20.7	8.7	11.4	15.3	14.7	5.1	10.3	13.2	1.8	13.2	10.4
담배 및 기타	21.8	1.8	11.0	-2.5	12.6	8.5	12.5	15.1	11.7	7.6	11.9
건기식	-20.9	흑전	3.9	0.1	16.6	-82.1	2.9	105.0	-17.2	5.3	5.8
부동산	300.0	510.3	63.0	흑전	63.2	-27.1	-4.1	-47.1	적전	흑전	-9.9
영업이익률(%)	19.2	22.6	25.5	14.3	20.6	23.0	27.4	16.9	20.1	20.4	22.2
담배 및 기타	23.9	27.5	28.2	19.3	24.4	27.8	30.7	21.2	25.8	24.9	26.2
건기식	5.8	2.8	19.9	2.0	6.8	0.5	19.9	3.8	7.4	8.6	8.8
부동산	10.4	12.3	14.2	5.6	19.3	14.0	15.1	6.5	-1.2	9.6	13.2

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,863	5,909	6,583	6,702	7,093
매출총이익	2,808	2,902	3,156	3,345	3,554
영업이익	1,167	1,189	1,346	1,486	1,607
EBITDA	1,408	1,439	1,638	1,793	1,911
순이자손익	52	92	50	33	44
외화관련손익	24	364	-108	60	-42
지분법손익	10	19	35	27	32
세전계속사업손익	1,248	1,566	1,351	1,497	1,620
당기순이익	922	1,165	1,026	1,118	1,211
지배주주순이익	903	1,166	1,024	1,120	1,212
증가율(%)					
매출액	0.2	0.8	11.4	1.8	5.8
영업이익	-7.9	1.8	13.2	10.4	8.1
EBITDA	-5.7	2.2	13.8	9.5	6.6
순이익	-8.3	26.3	-11.9	9.0	8.3
이익률(%)					
매출총이익률	47.9	49.1	47.9	49.9	50.1
영업이익률	19.9	20.1	20.4	22.2	22.6
EBITDA 이익률	24.0	24.4	24.9	26.8	26.9
세전이익률	21.3	26.5	20.5	22.3	22.8
순이익률	15.7	19.7	15.6	16.7	17.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	1,266	822	1,139	1,514	1,590
당기순이익	922	1,165	1,026	1,118	1,211
자산상각비	241	250	292	307	305
운전자본증감	185	-365	-81	87	-185
매출채권 감소(증가)	-45	-97	-201	93	-124
재고자산 감소(증가)	19	-176	214	125	-168
매입채무 증가(감소)	338	33	-160	-102	137
투자현금흐름	-848	-530	-474	-449	-373
유형자산처분(취득)	-466	-746	-592	-267	-240
무형자산 감소(증가)	-40	-28	-35	-47	-48
투자자산 감소(증가)	45	122	-78	-51	-1
재무현금흐름	-776	-293	-605	-1,185	-1,090
차입금의 증가(감소)	329	883	675	-150	-50
자본의 증가(감소)	-1,079	-1,133	-1,217	-1,035	-1,040
배당금의 지급	-776	-587	-588	-725	-730
총현금흐름	1,461	1,514	1,578	1,427	1,774
(-)운전자본증감(감소)	30	458	446	-87	185
(-)설비투자	473	768	592	267	240
(+)자산매각	-32	-6	-34	-47	-48
Free Cash Flow	926	282	505	1,200	1,302
(-)기타투자	174	-215	-596	84	85
잉여현금	753	497	1,101	1,115	1,217
NOPLAT	869	890	1,024	1,112	1,203
(+) Dep	241	250	292	307	305
(-)운전자본투자	30	458	446	-87	185
(-)Capex	473	768	592	267	240
OpFCF	608	-85	278	1,240	1,083

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,418	7,176	7,204	6,906	7,366
현금성자산	1,393	1,619	1,242	1,123	1,251
매출채권	1,772	1,895	2,133	2,040	2,164
재고자산	2,764	3,101	2,881	2,755	2,923
비유동자산	6,354	6,749	7,076	7,196	7,297
투자자산	4,083	3,905	3,911	4,023	4,139
유형자산	2,096	2,664	2,985	2,973	2,937
무형자산	175	180	180	200	221
자산총계	12,772	13,925	14,281	14,102	14,663
유동부채	2,672	3,143	3,727	3,634	3,782
매입채무	2,323	2,336	2,358	2,256	2,393
유동성이자부채	108	505	1,131	1,131	1,131
비유동부채	805	1,424	1,509	1,339	1,269
비유동이자부채	515	1,057	1,092	942	892
부채총계	3,478	4,567	5,237	4,973	5,051
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	536	536	536
이익잉여금	8,979	8,783	8,415	8,500	8,982
자본조정	-1,294	-1,034	-907	-907	-907
자기주식	-1,237	-1,031	-1,164	-1,474	-1,784
자본총계	9,295	9,358	9,044	9,129	9,612

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,745	9,299	9,897	11,148	12,339
BPS	68,557	73,700	76,423	78,619	84,408
DPS	5,200	5,400	7,000	7,200	7,400
CFPS	10,917	12,077	13,406	12,447	15,782
ROA(%)	7.2	8.7	7.3	7.9	8.4
ROE(%)	9.8	12.7	11.2	12.4	13.0
ROIC(%)	12.0	11.4	12.0	12.5	13.3
Multiples(x, %)					
PER	12.9	11.5	11.7	12.8	11.5
PBR	1.3	1.5	1.5	1.8	1.7
PSR	2.0	2.3	2.1	2.4	2.3
PCR	8.0	8.9	8.6	11.4	9.0
EV/EBITDA	7.7	9.3	9.2	9.9	9.2
배당수익률	6.0	5.0	6.0	5.1	5.2
안정성(%)					
부채비율	37.4	48.8	57.9	54.5	52.6
Net debt/Equity	-8.3	-0.6	10.8	10.4	8.0
Net debt/EBITDA	-54.6	-4.0	59.8	53.0	40.4
유동비율	240.2	228.3	193.3	190.0	194.8
이자보상배율(배)	25.5	28.2	18.4	17.4	20.2
자산구조(%)					
투하자본	57.5	59.9	63.2	63.4	63.1
현금+투자자산	42.5	40.1	36.8	36.6	36.9
자본구조(%)					
차입금	6.3	14.3	19.7	18.5	17.4
자기자본	93.7	85.7	80.3	81.5	82.6

[Compliance Notice]

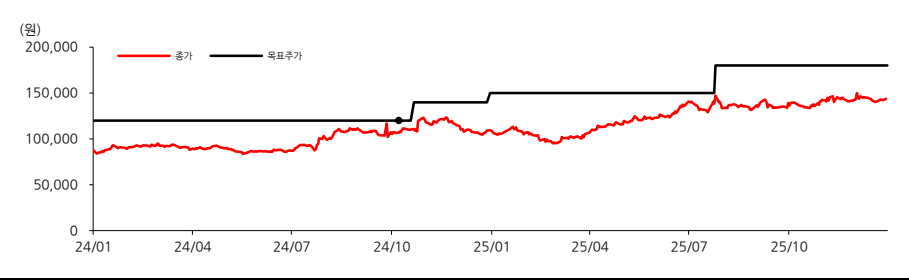
(공표일: 2026년 01월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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

[KT&G 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2024.02.08	2024.04.19	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		120,000	120,000	140,000	140,000	140,000
일시	2024.12.27	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.28	2025.04.21	2025.05.09
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일시	2025.07.07	2025.08.08	2025.09.24	2025.10.14	2026.01.14	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	150,000	180,000	180,000	180,000	180,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.08	Buy	120,000	-20.73	-2.58
2024.11.04	Buy	140,000	-18.18	-11.86
2025.01.13	Buy	150,000	-23.06	-6.20
2025.08.08	Buy	180,000		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자 의견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%