

BOARD WE CAN BELIEVE IN

HOW TO RESTORE TRANSPARENCY

STOP
자사주
“셀프기부”

FLASHLIGHT CAPITAL

Flashlight Capital Partners (“FCP”) 소개

- 2021년에 KT&G 투자를 시작한 장기 투자가
- 2020년 설립, 싱가포르 소재 투자회사
- 사모펀드 투자접근 방식
 - ✓ ESG 개선을 통한 주주가치 창출 추구
- 이상현 대표: 20년 이상의 사모펀드 경험 보유
 - ✓ Carlyle Group 한국 대표, 서울 McKinsey & Company 컨설턴트
 - ✓ 서울대학교 학사, Harvard 경영대학원 경영학 석사

그동안 FCP 활동 내역

2022 (2022 4월 – 2023년 3월)

22년 4월	CEO 면담	기업가치 증대
5월	경영진 프레젠테이션	기업가치 증대
6월	경영진 미팅	기업가치 증대
6월	KT&G에 서한 발송	기업가치 증대
10월	주주제안 캠페인 공개 ¹	기업가치 증대
10월	이사회 서한 / 유튜브 영상 공개	기업가치 증대
12월	온라인 주주 설명회	기업가치 증대
12월	사장에 생방송 토론 신청 ²	기업가치 증대
12월	이사회 서한 발송	투명성 강화
23년 2월	정기주총 주주제안 접수	2023년 정기주총
3월	유튜브 영상 공개	2023년 정기주총
3월	온라인 주주 설명회	2023년 정기주총

2023 / 2024 (2023년 4월 – 2024년 3월)

23년 4월	이사회 서한 발송	투명성 강화
8월	KT&G와 면담	투명성 강화
9월	회계장부 열람, 등사 신청 (거절)	투명성 강화
10월	회계장부 열람, 등사 가처분 신청 ³	투명성 강화
12월	이사회 서한 / 유튜브 영상 공개	사장 후보 선정
24년 1월	이사회 서한 발송	사장 후보 선정
1월	임직원 제보 센터 개설 ⁴	투명성 강화
1월	자사주 기부 소제기 청구서 발송	참호파기
1월	가처분 결정 (상당부분 공개 인용)	투명성 강화
2월	대통령/국민연금 서한 발송	참호파기
2월	수출 수익성 정보 수령	투명성 강화
3월	온라인 주주 설명회	2024년 정기주총

- 20개 기관/명 이상의 주주 면담
- 보도자료 18개 배포 (국문 / 영문)

- 30 개 기관/명 이상의 주주 면담
- 보도자료 10개 배포 (국문 / 영문)

1: 2024년 4월 최초 면담 후 6개월 간 회사 응답을 기다린 후 캠페인 공개
2: KT&G가 거절함
3: 2023년 4월 IR 투명성 개선을 위한 서한 이후 KT&G의 자율적 공개를 6개월간 기다린 후 가처분 신청
4: 카카오톡 익명 채팅방 개설

FCP의 발표와 주가

주가

4%¹

- HNB 해외직접진출
- 잉여 현금 환원
- 비핵심 사업 정리
- 인삼 인적분할
- ESG 선진화

2022년 10월 26일

FCP 캠페인 공개
“이제 거버넌스입니다.”

5%²

- 배당금 확대
- 분기 배당 실시
- 자사주 매입 확대
- 모든 자사주 즉시 소각
- 사외이사 2인 추천

2023년 1월 19일

2023년 정기주주총회

10%¹

- ‘코리안 디스카운트’ 해소를 위한 정부의 밸류업 프로그램 발표 예고
- (저희도 그동안 거버넌스 개선에 대한 대중의 인식을 바꾸는데 일조했다고 믿고 있습니다.)

2024년 1월 17일

밸류업 프로그램

1: 발표 이후 2주간의 주가 변동 반영; 출처: 한국거래소

2: 2023년 1월 26일 KT&G의 인베스터데이 이후 주가가 급락하였기 때문에 1월 26일까지의 주가 변동분을 반영함 (다음 페이지 참조).

KT&G의 발표와 주가

2023년 1월 26일 (인베스터 데이)
'3조원 투자 발표'

- 투자 수익성 언급 없음
- KT&G 투자 실패의 역사¹
- 매출의 무려 27%에 달하는 현금이 운전자본으로 필요하다고 주장²

주가

-9%³

2023년 3월 28일 (정기주총)
'경영진 압승했습니다!'

- 자사주 소각 없음
- 자사주 매입 확대 없음
- 배당 확대 없음
- 주주 추천 이사회 후보 차단

-2%³

2023년 11월 13일 (밸류 데이)
'자사주 절반만 소각'

- 보유 자사주 15% 중 절반인 7.5%만 소각 계획
- 7조의 현금성 자산에도 불구하고 1.4조원 차입 조달 예정 (18 페이지 참조)

-4%³

1: 렌졸록 (2011-2021, 2,760억원 투자, 2023년까지 누적 손실 525억원; 코스모코스 (2011-2017, 1,430억원 투자), 2022년까지 누적 손실 866억원; 상상스테이 (메리어트 서울남대문, 2015, 1,120억원 투자), 2022년까지 누적 손실 357억원; 미국 수출 (2010-2021), 현재 영업정지 중. 누적 매출 1.9조원, 2022년까지 누적 손실 434억원. 1.5조원의 에스크로가 몰수된다면 누적 수익과 비슷한 규모의 손실 예상됨.
2: KT&G는 보유 현금 부족을 이유로 FCP가 요구한 배당 증가에 반대. 7조원이 넘는 현금성자산에도 불구하고 무려 매출의 27%가 운전자본으로 필요하다 주장. KT&G는 2023년 9월 회사채 발행.
3: 발표 이후 2주간의 주가 변동 반영; 출처: 한국거래소

2022년 수준을 밑도는 현 주가

KT&G 주가 (단위: 원)¹



1: 출처: 한국거래소 (2022년 9월 - 2024년 2월)
2: 2022년 10월 26일
3: 2023년 1월 19일
4: 2023년 1월 26일
5: 2023년 3월 28일
6: 2024년 11월 13일
7: 2024년 1월 17일

KT&G의 응답 패턴 “이 정도면 되겠지”

	FCP 요청	KT&G 초기 반응		그 후...	
2023 2024	자사주 즉시 소각 (15% 전량) ¹	No		절반만 소각 발표 (7.5%)	
	잉여현금을 이용한 배당 100% 증가 ¹	No		4% 증가	
	잉여현금을 이용한 1.2조 자사주 매입 ¹	No		3,000억원 매입	
	분기배당 실시 ¹	Yes		반기 배당 실시	
	회계장부 열람, 등사 신청 ² (궤련담배, HNB 수출 수익성)	No		법원결정 받고 나서야 제공	
	사장 선정 절차 정상화: 내부 세습 중지, 외부인에게 공정한 기회 부여 요구 ³	Yes		검증된 외부후보 탈락 시키고 내부자 후보로 선정	
	전현직 사장 및 이사회 의사결정 자사주 무상 처분 등에 대한 소제기 청구서 발송	No		(To be continued)	

1: <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20230310001084>
 2: <https://www.yna.co.kr/view/AKR20230419093100002>
 3: <https://news.tf.co.kr/read/economy/2060277.htm>

“이 정도”에서 멈출 수 없는 이유

1. KT&G는 저희의 주주캠페인에 대응하는 여러 안을 발표하며, 시장이 그것들을 진정한 변화의 움직임으로 여기길 바랬던 것 같습니다.
2. 하지만, 주가는 거짓말을 하지 않습니다. KT&G 주가는 2022년 FCP 캠페인 공개 직후보다 낮습니다. 또한, 그동안 경쟁사, 코스피보다 주가가 부진하며, 심각한 저평가 상태는 여전히 그대로입니다.
3. 근본 원인은 훨씬 더 깊은 곳에 있습니다. 거버넌스가 정상화 되지 않는 한, 주가는 앞으로도 계속 하락할 것입니다.

I. KT&G에 변화가 필요한 이유	8
II. 사장 후보에 대한 FCP의 입장	41
III. 사외이사 후보 제안	45
IV. 결 론	51
V. 별 첨	54

41% 할인된 주가

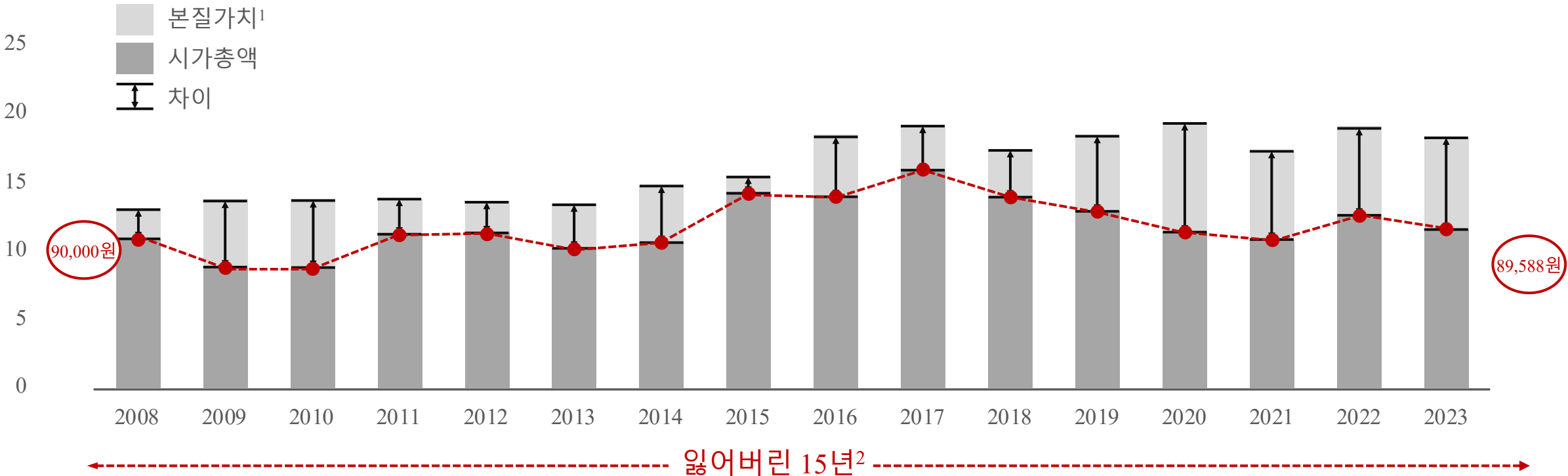
KT&G 주가 vs 동종업체

Ⓐ	본질 가치	20,435	
	현금 및 현금화가능자산	6,958	
	담배 부문 가치 ¹	11,301	→ 2023년 EBITDA에 9.6x 적용 동종업체 배수는 14 페이지 참조
	인삼 부문 가치 ²	1,981	
	비핵심 부문 가치 ³	195	
Ⓑ	시가총액 ⁴	11,989	
Ⓑ / Ⓐ	- 1 = 할인율	41% ⁵	주가 당장 1.7x 상승 여력 가능; 53 페이지 참조

1: 2023년 담배 부문 EBITDA에 동종업계 평균 9.6x 적용.
2: 2023년 인삼 부문 EBITDA에 동종업계 평균 12.0x 적용, 동종업계 리스트: Natl Beverage, A.G.BARR, Lotte Chilsung, Britvic PLC, Itoen, Arca Continental
3: KT&G 보유 상장사 영진약품 지분 가치 반영 (2024년 2월 29일 주가). 나머지 비핵심 부문 가치는 0으로 가정
4: 2024년 1~2월 평균 주가 기준
5: 작년보다 할인폭 하락 (작년 FCP 자료 기준 47%); KT&G 주가가 상승해서가 아니라 이익이 떨어짐에 따른 본질가치 하락이 원인임

오랫동안 계속되어 온 심각한 저평가

KT&G 주가와 본질가치의 차이¹ (조원)



1: 9 페이지의 분석 방법과 동일
2: 2008년 6월 18일 주가 90,000원, 2024년 1,2 월 평균주가 89,588원

동종업체 대비 낮은 투자수익율

TSR 비교 (%)

				Glass Lewis			
기간 ¹	KT&G	ISS 선정 동종업체 ²	Underperform Outperform	기간	KT&G	선정 동종업체 ⁴	Underperform Outperform
1 년	-2.0	5.2	UNDER	1 년	-2.0	12.0	UNDER
3 년	22.9	41.3	UNDER	3 년	22.9	58.5	UNDER
5 년	9.5	41.8	UNDER	5 년	9.5	50.6	UNDER
10 년	78.5	62.4	OUT	10 년	78.5	83.7	UNDER
백복인 사장 임기 ³	17.1	21.5	UNDER	백복인 사장 임기	17.1	44.9	UNDER

1: 2024년 1월 17일 기준, 1월 17일 정부는 ‘밸류업 프로그램’ 발표를 예고함.
2: 동종업체 리스트: PMI, Altria, BAT, JTI, Imperial Brands (ISS 선정, 2023년 3월 16일 발간 보고서), 출처: Capital IQ
3: 현 사장; 2015년 10월 7일 임기 시작
4: 동종업체 리스트 : PMI, Altria, BAT, JTI, Imperial Brands, ITC (Glass Lewis 선정, 2023년 3월 16일 발간 보고서), 출처: Capital IQ

KOSPI 보다도 낮은 투자수익율

TSR (%)			
기간 ¹	KT&G	코스피	Underperform Outperform
1 년	-2.0	2.4	UNDER
3 년	22.9	-21.1	OUT
5 년	9.5	15.6	UNDER
10 년	78.5	25.3	OUT
백복인 사장 임기 ²	17.1	21.4	UNDER

KT&G 최선호 구간
‘...과거 3년 코스피 떨어질 때 KT&G는 주가 올랐음’

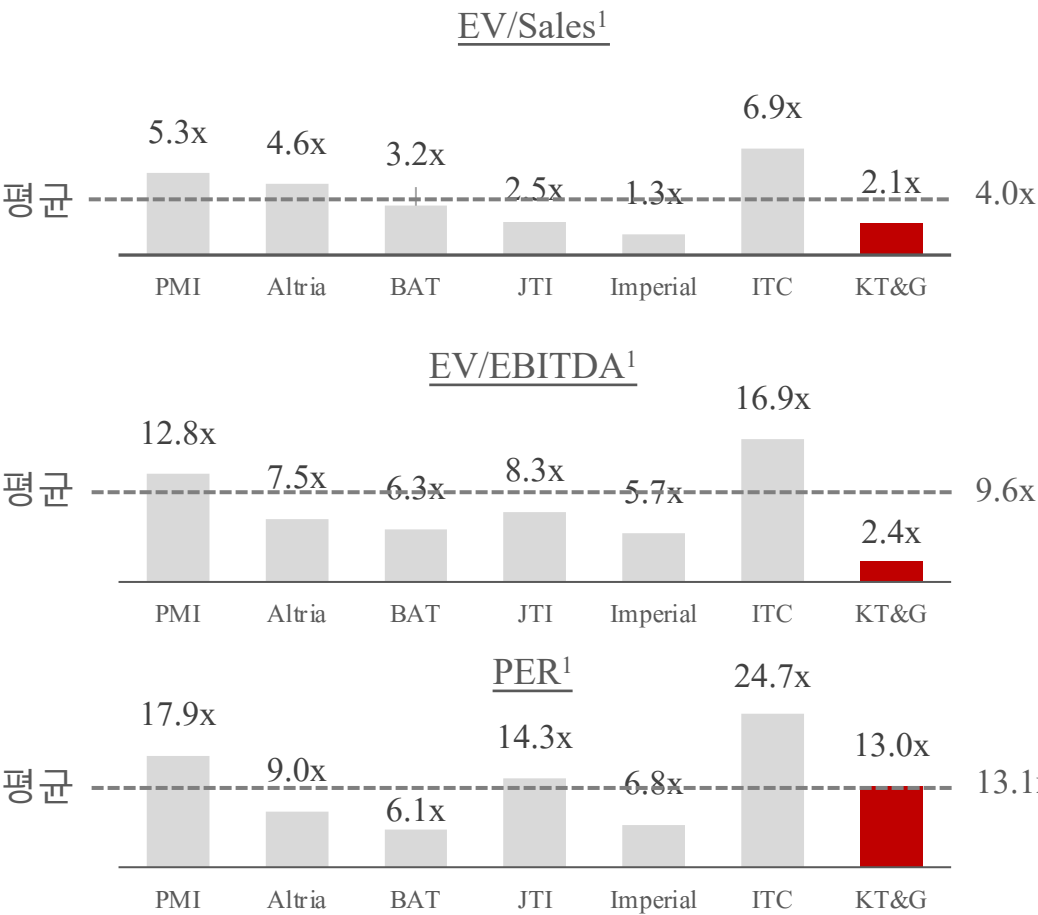
1: 2024년 1월 17일 기준, 1월 17일 정부는 ‘밸류업 프로그램’ 발표를 예고함.
2: 현 사장; 2015년 10월 7일 임기 시작
3: <https://www.asiae.co.kr/article/2024013009470171504>

SOTP¹로 본 KT&G 주가의 심각한 저평가

9 페이지에 나온 분석		SOTP, 동일 숫자 적용		
Ⓐ	본질 가치	20,435	시가총액 ²	11,989
	현금 및 현금화가능자산	6,958	현금 및 현금화가능자산	6,958
	담배 부문 가치	11,301	인삼 부문 가치 ³	1,981
	인삼 부문 가치	1,981	비핵심 부문 가치 ⁴	195
	비핵심 부문 가치	195	Ⓒ 잔여 가치: 담배 부문 본질 가치	2,855
Ⓑ	시가총액 ²	11,989	Ⓓ 담배 부문 EBITDA	1,180
Ⓑ / Ⓐ - 1 = 할인율	41% ⁵	Ⓒ / Ⓓ = EV / EBITDA	2.4x	

1: 부문 합, Sum of the parts
2: 2024년 1, 2 월 평균주가 기준
3: 2: 2023년 인삼 부문 EBITDA에 동종업계 평균 12.0x 적용, 동종업계 리스트: Simply Good Food, Natl Beverage, A.G.BARR, Lotte Chilsung, Britvic PLC, Itoen, Arca Continental
4: KT&G 보유 상장사 영진약품 지분 가치 반영 (2024년 2월 5일 주가). 나머지 비핵심 부문 가치는 0으로 가정
5: 2024년 1, 2월 평균 주가 기준
6: 작년보다 할인폭 하락 (작년 FCP 자료 기준 47%); KT&G 주가가 상승해서가 아니라 이익이 떨어짐에 따른 본질가치 하락이 원인임

KT&G: 2.4x EBITDA vs. 동종업체: 10x EBITDA



KT&G PER가 괜찮아 보이는 이유

지난 13년 (2008 - 2020) 간 주주를 굶기며 쌓아온 현금이 무려 시가총액의 58% 임. 이 현금이 “P” (시가총액)에 포함되어 있기 때문에 PER가 괜찮아 보임. PER는 극단적 순현금 상태인 KT&G와 같은 회사의 가치를 제대로 평가하지 못함.

KT&G는 글로벌 5대 담배 회사 중 유일한 순현금 상태임.

Net Debt (x EBITDA²)

- PMI = 3.1x
- BAT = 2.8x
- Imperial = 2.4x
- Altria = 1.8x
- JTI = 0.1x
- KT&G = (5.9x)

현금이 쌓이고 PER가 부풀려져 왔기에 KT&G의 비효율적 자본 배치 문제가 표면상 드러나지 않았음. 이러한 눈가림이 수년 간 지속되는 중.

1: 2024년 2월 29일 기준, KT&G 주가는 2024년 1,2 월 평균주가 기준. 출처: Capital IQ
2: Net Debt은 2024년 9월 30일 기준, 예외적으로 Altria는 2024년 12월 31일, BAT는 2024년 6월 30일 기준, EBITDA는 2023 회계연도 기준, 출처: Capital IQ

KT&G 주가는 도대체 왜 저평가인 걸까?

- 1 재무적, 사업적 중대 판단 미스
- 2 부적절한, 위험천만한 거버넌스

재무적, 사업적 중대 판단 미스

- 1 비효율적 자본 배치
- 2 급락하는 이익
- 3 수출담배 이익 파괴자
- 4 HNB수출 물음표 투성이
- 5 담배연기에 가려진 인삼

① 비효율적 자본 배치

Bloomberg:
현금 1.664조원

033780 KS Equit	90 Actions	97 Exp
3% ADJ	KT&G Corp	IFRS 16
1 Key Stats	1 I/S	3 B/S
11 BBG Adj Highlights	12 BBG GAAP Highlights	
In Billions of KRW	2023 Y	
12 Months Ending	12/31/2023	
Market Capitalization	9,803.2	
- Cash & Equivalents	1,664.2	
+ Preferred & Other	115.8	
+ Total Debt	605.4	
Enterprise Value	8,860.1	

사업보고서의 상세 내역¹

유동자산		
현금및현금성자산	5, 31, 32	1,031,953
기타금융자산	5, 31, 32, 33	294,103
당기손익-공		
매출채권및	비유동자산	
파생상품자산	장기타당금융자산	5, 31, 33
재고자산	장기예치금	31, 33
환불자산들	장기당기손익-공정가치금융자산	5, 31
미수입배소	부채	
선급금	장기매출채	
선급비용	기타포괄손익	
	유동부채	
	단기차입금	16, 31, 32, 33, 34
	유동성장기차입금	16, 31, 32, 33, 34
	매입채무및기타채무	17, 30, 31
	유동성리스부채	31, 34
	투자부동산	
	선수금	24
	유동성환불부채및충당부채	19, 33
	당기법인세부채	28
	미지급담배소비세 등	
	유동부채 합계	2,672,414
	비유동부채	
	장기차입금및사채	16, 31, 32, 33, 34
	장기매입채무및기타채무	17, 18, 30, 31
	장기리스부채	31, 34
	장기선수금	24
	순확정급여부채	18
	장기환불부채및충당부채	19, 33
	이연법인세부채	28
	비지배자분부채	31
	비유동부채 합계	805,103
	부채 총 계	3,477,517

순 금융자산 = 시가총액의 **58%**

시가총액	11,989
1. 자사주 (총 15%) ²	1,882
2. 연결 총 현금화가능자산 ³	2,331
3. 미 정부 예치금 ⁴	1,480
4. 투자부동산 ⁵	1,906
5. 차입부채	(605)
6. 순확정급여부채	(36)
순 현금 및 현금화가능자산 (1-6)	6,958

“13년 고난의 기간”동안 번 돈의 50%만을
주주에게 환원하며 쌓아온 자산⁶

1: <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20231114002901&dcmNo=9500357>

2: 2024년 1,2 월 평균주가 기준

3: 현금및현금성자산, 기타유동금융자산, 유동 당기손익-공정가치 의무 측정 금융자산, 비유동 기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산, 기타비유동금융자산, 비유동 당기손익-공정가치 의무 측정 금융자산

4: 25년간 미 정부에 예치 후 순차적 회수, 현재 몰수 위기에 처해 있음. 36 페이지 참조.

5: 투자부동산 공정가치, 출처: 사업보고서

6: 2008년 - 2020년

① 비효율적 자본 배치: 자산운용사 KT&G?

자본배치



2022
10월 “시총의 무려 58%에
해당하는 현금성자산...”

‘현금이 생각만큼 많지 않음. 우선, 매출의 27%는 운전자본이니 현금으로 필요하고, 1.5조는 에스크로고, 나머지는... 대부분 투자자산 등이니 현금이 아님.’¹

2022
12월 ...은 13년간 주주를
굶겨서 쌓은 돈.

‘지난 3년은 훌륭했는데... 더 이상 뭘 더 해야 하는지?’²
(그 전에 쌓인 현금은 언급 안함)

2023
1월 자사주는 전부 즉시
소각해야 (15%)

‘자사주 소각은 주가에 도움이 안됨’... ‘절반만 소각하겠음.’³

2023
3월 KT&G 는 글로벌 탑5 중에
유일하게 ‘순현금’ 상태

그럼 우리도 대출 받겠음 (3,000 억원 회사채 발행)⁴, 그리고 자산운용사처럼 투자를
계속하겠음 (총 4,520 억원의 자금을 39개의 사모펀드 및 부동산 펀드에 투자)⁵

1: 인베스터 데이 (2023년 1월 26일)

2: https://www.fntimes.com/html/view.php?ud=202211041355548792237391cf86_18

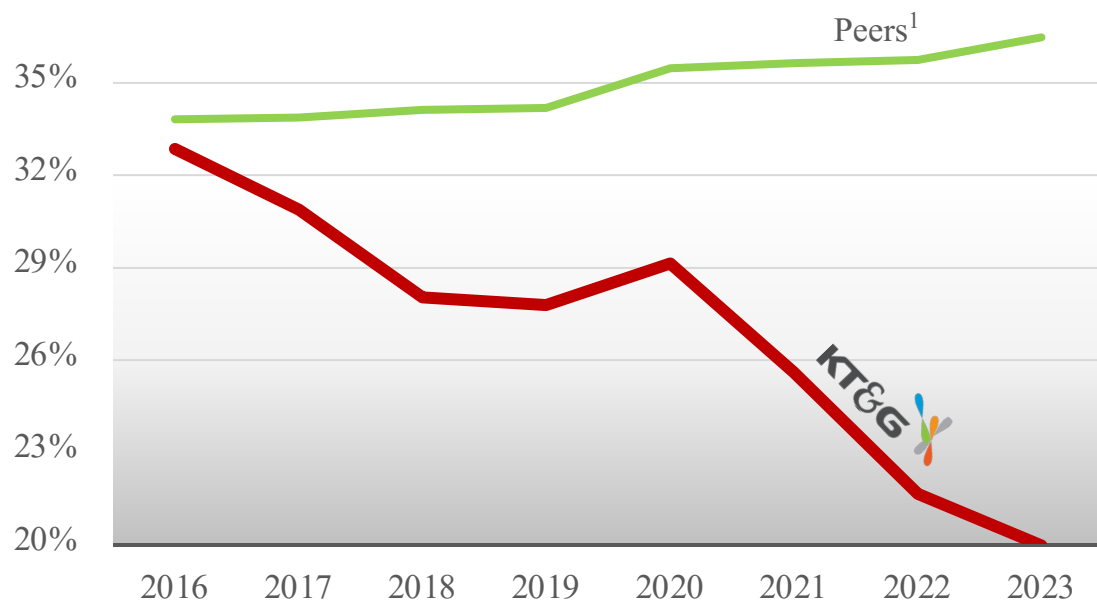
3: 인베스터 데이 (2023년 1월 26일), 밸류 데이 (2023년 11월 13일)

4: <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?repNo=20230901000378>

5: KT&G 2023년 3분기 사업보고서, 2007년 – 2022년

② 급락하는 이익

급속도로 추락 중인 KT&G 영업이익율...



영업이익 절대 금액 추락: 1.5조원 (2016) vs. 1.2조원 (2023)

... 이익 창출을 무시한 채 오로지 덩치 키우기

‘2023년 최대 매출 달성!’

Newswire PR; 2024년 2월 7일
(영업이익 9% 하락 YoY²)

‘2023년 3분기,
분기 최대매출 달성!’

Newswire PR; 2024년 11월 9일
(영업이익 8% 하락 YoY)

‘해외 담배 판매 수량
7.7% 성장’

23.4Q 실적 발표, 2024년 2월 7일
(수익성 언급 없음)

FCP의 수 차례 공식 요청에도 KT&G는 지역별, 제품별 수익성과 같은 기본 정보를 공개 거부. FCP는 장기간의 시간과 노력을 들여 해당 정보를 확보함. (26 페이지 참조).

1: 동종업체 리스트: PMI, BAT, Altria, JT, Imperial, ITC, 출처: Capital IQ

2: 2022년 1월 – 9월, 2023년 1월 – 9월

③ 수출담배: 이익 파괴자

‘수량’만 강조하는 해외 매출

초슬림 담배 세계 1위 에세, '누적 판매 9000억 개비' 돌파

머니투데이 | 이재윤 기자 2024.02.14 11:22



KT&G's Esse hits 900b mark in cigarette sales

Published : 2024-02-14 11:58:59

KT&G, South Korea's largest cigarette manufacturer, said Wednesday that its ultra-slim cigarette brand Esse achieved cumulative sales of over 900 billion cigarettes last year.

Since its launch in 1996, Esse has sold a total of 901.6 billion cigarettes, with 405.1 billion sold overseas. Last year alone, Esse sold 21.9 billion cigarettes at home and 28.9 billion cigarettes internationally.

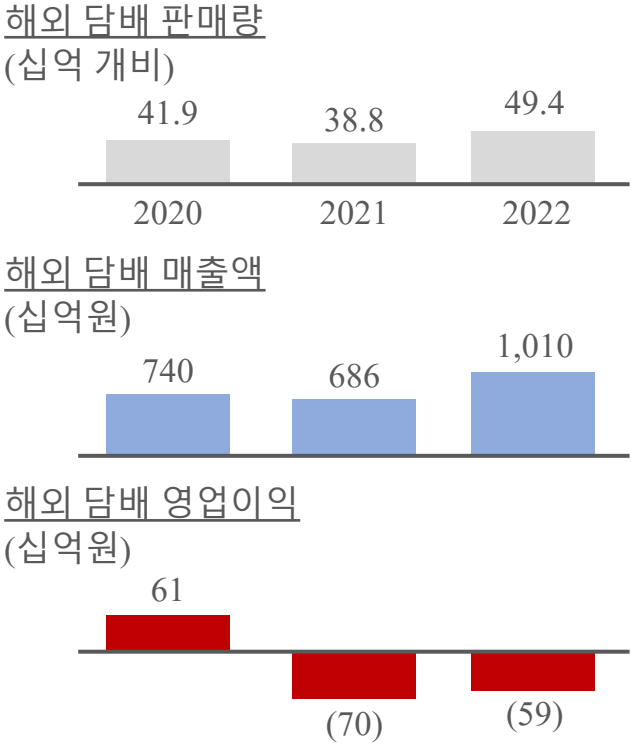
DealSite 산업 국제투자 인수합병 금융 증권 블록체인 오피니언 포럼영상 미디어&쇼킹

KT&G, 분기 최대 매출...해외판매 '쑥'

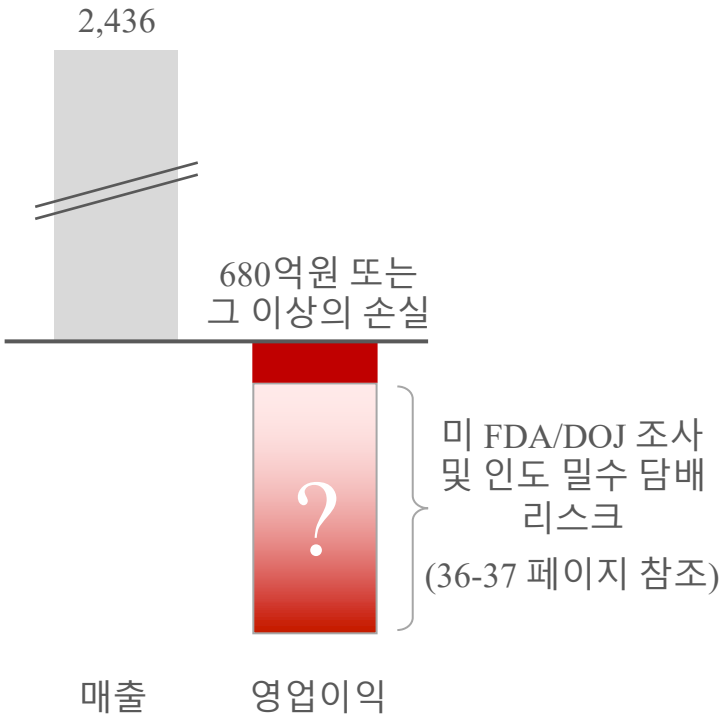
박성민 기자 2023.11.09 18:01:42

... 수익성 언급 전혀 없음

실속 없이 손실을 내고 있을 뿐 1



수출 담배 누적 매출 / 영업이익 (십억원; 2020 - 2022)



1: 회계장부 열람, 등사 자료(대전지방법원 2024. 1. 25.자 2023카합50428 결정), KT&G의 답변, 사업보고서, IR자료를 바탕으로 FCP가 가공, 추산한 수치로 실제 수치와 상이할 수 있음. KT&G 측은 회계장부 열람, 등사 청구에 따른 결정에 따라 수령한 자료가 영업비밀(부정경쟁방지법 제2조 제2호)이라고 주장하고 있어, 실제 수령한 자료의 수치는 공개하지 않음. 매출액, 판매량 정보는 KT&G의 IR 자료의 공시된 수치로 대체하여 표기함. FCP는 본 자료상 어떠한 오류, 누락 또는 본 자료를 사용하여 발생하는 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않음. FCP는 본 자료와 관련된 일체의 직접적, 간접적, 우발적, 징벌적 또는 필연적인 피해에 대하여 책임을 지지 않음. 또한 FCP는 이 후에 발생하는 새로운 사건으로 인해 발생할 변경을 업데이트할 의무를 지지 않음.

④ HNB 수출 (PMI) : 물음표 투성이

KT&G/PMI 15년간 글로벌 판매, 공급 계약¹

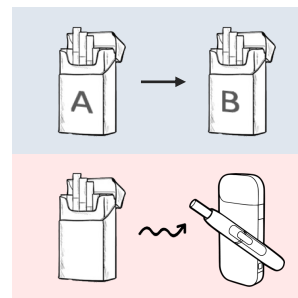
KT&G는 HNB 수출과 관련한 매출 이익, 설비 투자 조건 등을 전혀 공개하지 않았었음. 2월 28일 법원 결정에 따라 수령한 자료 내용은 매우 실망스러운 수준임. (28 페이지)

질문 1: 경쟁사인 PMI가 글로벌 시장에서 KT&G의 이익을 자신의 이익처럼 열심히 판매해 줄까?

KT&G HNB (lii)은 해외에서 PMI의 하위 브랜드로 판매 중. 15년 계약 중단 시 PMI가 lii 브랜드를 가져갈 가능성에 대한 제보.²

Question 2: PMI는 계약 기간 내 lii 브랜드의 독점 판매권을 가지고 있는데, lii 브랜드가 해외 시장에서 제대로 자리잡도록 과연 도와줄까?

소비자의 관점



궐련에서 다른 궐련 담배로

- 매우 쉬움; 취향의 문제

궐련에서 HNB로

- 완전히 새로운 경험
- 기기 구매 위한 5만-10만원의 지출 필요
- 제품소비는 기기를 따라 감

이미 한국 흡연자의 20%, 일본 흡연자의 40%가 이용⁴하는 등 HNB 시장은 급속도로 성장하는 중. HNB 보급률이 빠르게 확대되는 지금 KT&G에게 아래 세가지가 매우 중요함.

- a) 브랜드/기술의 홍보로 인지도 개선
- b) 잠재 소비자에게 쉽게 체험할 수 있는 기회 제공
- c) 누구나 쉽게 HNB 기기를 구매할 수 있는 판매처 확보

1: 2023년 1월, <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20230130800096>

2: 이는 FCP가 직원으로부터 제보 받은 내용으로 추가 확인이 필요함.

3: https://www.infostockdaily.co.kr/news/articleView.html?idxno=193801#google_vignette

④ HNB 수출 (PMI): 일본에서의 HNB 홍보 전무

일본은 세계 최대 HNB 시장으로 이미 흡연자의 40%가 HNB로 전환함.¹

IQOS가 시장을 주도하며 JTI, BAT와 경쟁²



- PMI는 일본 도심 내 핵심 입지에 7개의 쇼룸 운영 중. 소비자는 안락한 분위기에서 편안하게 체험 가능함.
- JTI의 Ploom도 여러 개의 쇼룸을 운영 중.

KT&G: 체험기회 “전혀 없음”



- 일본 내 KT&G 쇼룸 없음.
- PMI IQOS 쇼룸에서는 KT&G 제품을 전혀 홍보 안하고 있음.
- 소비자들은 KT&G 제품 체험 기회가 없기에, 귀련 담배에서 전환 시 PMI, JTI와 같은 경쟁업체를 선택할 수 밖에 없음
- 시장 점유율의 하락은 매출 감소로 이어지는 악순환 구축

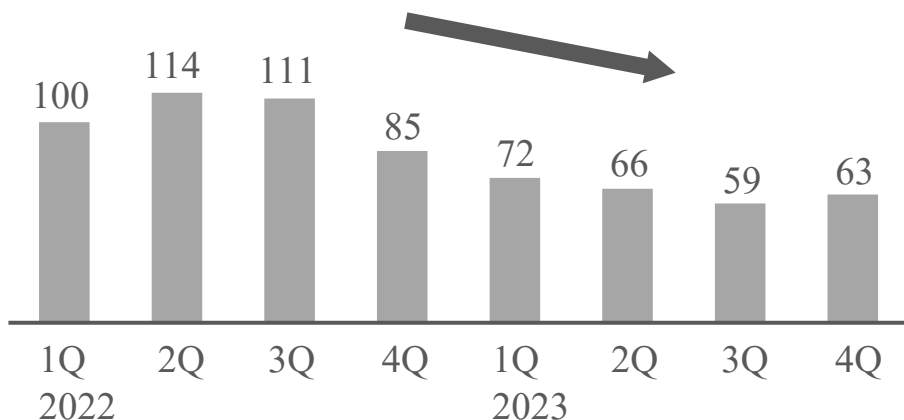
1: 출처: 하나증권 리포트 (2023년 8월 3일); https://www.hanaw.com/download/research/FileServer/WEB/global/company/2023/08/03/edit-JT_2Q23_Re.pdf

2: FCP 촬영 사진 및 IQOS 웹사이트

④ HNB 수출 (PMI): 구경조차 힘든 KT&G 제품

추락하는 매출, KT&G는 기저효과라고 하지만...

HNB 수출 매출¹
(십억원)



‘작년에 디바이스가 너무 많이 팔렸습니다. 선제적 디바이스 수출에 따른 기저효과일 뿐입니다.’ (KT&G, 2024년 2월)¹

FCP 직접 확인함: 파는 곳이 없음



- FCP는 2024년 2월 일본 내 41개의 매장을 방문했으나 37개의 매장에서는 KT&G 디바이스가 판매되지 않음. 심지어 il1 을 전시할 공간조차 없는 매장도 다수.
- PMI가 일본에서 의도적으로 KT&G HNB의 브랜드 죽이기 (de-marketing)를 하고 있지는 않은 지 의심됨.

1: KT&G 2023년 4분기 실적 발표 (2024년 2월 7일)

2: 港区芝 5-31-7, 港区芝 5-14-12, 港区芝 5-10-10, 港区芝 5-34-7, 港区芝 5-32-14, 港区芝 5-31-19, 港区芝浦 3-5-25, 渋谷区神宮前 1-19-11, 渋谷区神宮前 1-8-8, 渋谷区神宮前 3-25-5, 渋谷区神宮前 4-29-3, 渋谷区神宮前 5-2-14, 渋谷区神宮前 5-1-9, 渋谷区神宮前 5-46-3, 渋谷区神宮前 4-2-12, 渋谷区神宮前 6-9-1, 渋谷区神宮前 6-28-3, 港区北青山 3-8-9, 港区北青山 3-5-25, 千代田区丸の内 1-8-2, 港区芝浦 3-9-14, 港区麻布台 1-9-8, 渋谷区宇多川町 28-7, 渋谷区道玄坂 2-11-4, 渋谷区道玄坂 2-6-11, 渋谷区松濤 1-29-1, 渋谷区恵比寿南1-5, 渋谷区恵比寿西 1-3-7, 渋谷区恵比寿西 1-33-13, 渋谷区恵比寿西 2-20-9, 千代田区神田佐久間町 1-13, 港区三田 3-4-15, 千代田神田相生町 1 秋葉原センタープレイスビル, 千代田区内幸町 2-2-2, 中央区銀座 2-4-18, 渋谷区代官山町 19-7, 渋谷区代官山町 19-3, 渋谷区猿樂町 30-9, 渋谷区恵比寿南 3-2-17, 千葉県成田市三里塚 1-1, 大田区羽田空港 3-3-2

⑤ 담배연기에 가려진 인삼

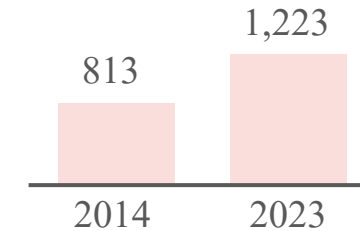


인삼은 국내 건강기능식품 중 가장 큰 비중을 차지함. 인삼공사의 정관장은 국내 1위 브랜드로 시장 점유율은 70% 수준임.

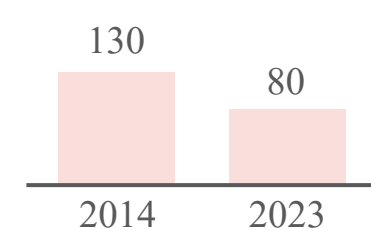
한국 인삼은 세계 최고 품질로 알려짐. FCP는 한국 인삼이 뉴질랜드의 마누카 꿀 (과거 마누카 꿀 회사는 EBITD의 30배에 거래된 적 있음¹), 또는 중국의 마오타이처럼 글로벌 프리미엄 브랜드로 인정 받을 수 있다고 믿음.

인삼공사는 KT&G의 100% 자회사임. 글로벌 브랜드로 성장하기 위해 소비재, 마케팅 전문가를 영입해야 함에도 퇴직을 앞둔 담배회사 임원을 인삼공사 경영진으로 발령. 과거 10년간의 CEO는 모두 KT&G 출신.

KGC 매출²
(십억원)



KGC 영업이익²
(십억원)



과거 인삼공사 CEO 약력

22년 3월 – 현재 KT&G, 남서울본부장
 18년 3월 – 22년 3월 KT&G, 윤리감사단장
 15년 10월 – 18년 3월 KT&G, 마케팅본부장
 14년 2월 – 15년 10월 KT&G, 영업본부장

“새로운 사장이 다 인삼에 대해 전혀 모르는 사람들이예요... 너무 답답해요.”

- 인삼공사 직원 제보

1: 2018년, Manuka Health New Zealand Limited는 말레이시아의 Hong Leong Financial Group Bhd에 \$265 million, EBITDA 30x에 거래 완료됨. 출처: Mergermarket

2: 2014년 한국인삼공사 감사보고서, 2023 4Q 실적발표 (2024년 2월 7일)

부적절하고, 위험천만한 거버넌스

- A 투명성에 대한 "본능적 거부반응"
- B 주가와 전혀 상관없는 사장 연봉
- C 참호파기 (자사주 셀프기부)
- D 이사회 ESG 감독 부재
- E 언론에 나온 여러 거버넌스 사건들

Ⓐ 투명성에 대한 본능적 거부반응

투명성 강화



2022 12월 PMI가 글로벌 진출에 엄청난 도움을 준다면서 왜 내용 공개를 안 하는지?¹

2023 4월 해외 담배, HNB의 수익성을 공개해야함. PMI, BAT는 훨씬 더 자세한 내용을 공개함.⁴

2023 10월 우리는 충분히 기다림. 회계장부 열람, 등사 가치분을 신청.

2024 1월 대전지법, 해외 수출 담배와 HNB의 수익성 자료를 FCP에 공개하라.



‘PMI와의 계약 때문에 HNB의 실적 공개 불가.’²
‘대신, 해외 HNB 스톡 수량은 64% 성장했다는 건 공개 가능.’³

‘글로벌 경쟁사 수준의 정보는 충분히 공개하고 있다고 생각함.’^{3,5}
‘해외 실적 정보는 정확이 파악하고 공개하는 것이 투자자 보호를 위해 바람직.’³

‘FCP는 회사 및 경영진을 압박하고, 경영권 분쟁으로 주식시장에 단기적인 주가 변동을 초래해서 이익을 얻으려는 부당한 목적으로 가치분 신청’⁶

- (2024년 1월 25일 법원 결정문) ‘회사에 대한 정보가 부족한 주주에게 적시에 필요한 정보 획득과 자료 수집을 위한 기회를 부여.... 회계장부 및 서류가 부존재한다는 KT&G의 주장은 받아들이지 아니한다.’
- 2024년 2월 7일, 2023 실적발표에서 KT&G는 급작스레 해외담배, HNB, 인삼 수익성 정보를 발표했으나 세 부문 합쳐 숫자 하나로 뭉뚱그려 발표함 (다음 페이지)
- 2월 28, KT&G는 FCP에 담배/HNB 수출 실적 정보 제공.
- 법원 결정에 따른 수익성 정보를 받기까지 총 409일 소요.

1: 2022년 12월 12일, FCP 이사회 서한 발송

2: <https://biz.chosun.com/distribution/food/2023/02/01/553D3NGWIVDY3C4F6NW52IT4UY/>

3: KT&G 2023년 1분기 실적 발표 (2023년 5월 11일)

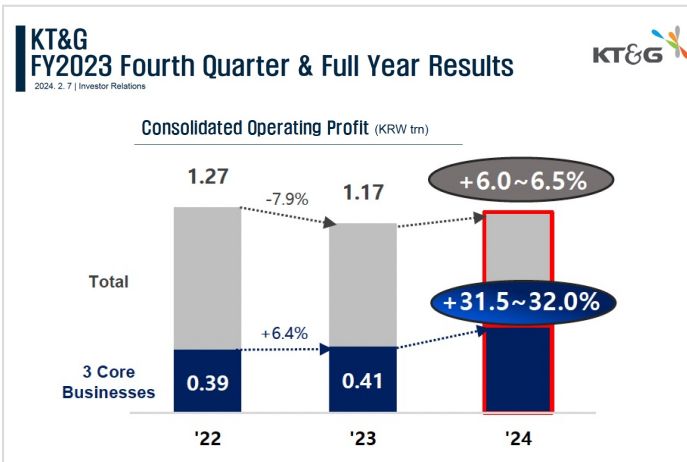
4: 2023년 4월 19일, FCP IR 투명성 개선에 대해 KT&G 사장에 서한 발송; <https://marketinsight.hankyung.com/article/202304199091r>

5: PMI. BAT는 지역별로 실적을 공개하고 있음.

6: KT&G 측 가치분 소송 답변서 (2023년 10월 24일)

Ⓐ 투명성에 대한 본능적 거부반응: 주주 혼돈 가중

최근 KT&G IR¹



2024년 2월, KT&G는 ‘3대 핵심 사업’ 수익성에 대한 힌트 공개. 3대 핵심 사업은 해외 담배, HNB, 인삼공사로 구성됨

.. 혼란만 가중

- ‘3대 핵심 사업’의 영업이익을 숫자 하나로 뭉뚱그려 놓으니 상세 내역을 전혀 알 수 없음.
- 심지어, 국내/해외 담배의 제조원가나 판관비가 어떻게 배분되는지에 대한 설명도 전혀 없음.
- 주주가 이용할 수 없는 무의미한 정보라고 판단됨.

우리가 믿는 것은 객관적 숫자 뿐

- 요약하자면, 왼쪽의 표는 근거 없는 장밋빛 미래만 제시함.
- FCP는 KT&G의 정보 공개 방식을 신뢰할 수 없고, 직접 분석한 자료를 공개할 예정임.
- 우리는 장밋빛 미래보다는 숫자를 더욱 신뢰함. KT&G는 수익성 자료 제공을 격하게 거부해 왔으나 법원의 결정을 통해 자료 수령.

Ⓐ 투명성에 대한 본능적 거부반응: 마침내 드러난 수익성

2024년 1월 25일, 법원은 KT&G에게 상당부분 열람, 등사 인용 결정을 내렸습니다.
FCP는 수령자료와 공시된 데이터들을 기반으로 아래와 같이 수익성을 산출했습니다.

A. 해외 궤련담배¹

	2020	2021	2022
판매 수량 (십억 개비)	41.9	38.8	49.4
매출 (십억원)	740	686	1,010
영업이익 (십억원)	61	(70)	(59)

- 2024년 2월 18일, 3개년 실적 자료 수령
- 매출, 원가, 판관비 및 비용 분배에 대한 수익성 분석은 수령 자료 및 KT&G의 답변 등에 기반하여 가공, 추산함
- 분석 결과엔 미 법무부, FDA 조사 및 밀수 담배에 대한 리스크 금액은 포함되지 않음 (20 페이지 참조)

B. HNB 수출 (PMI)²

	2020	2021	2022
판매 수량 (십억 개비)	N/A	37.2	57.0
매출 (십억원)	N/A	195	410
영업이익 (십억원)	(3)	(30)	(24)

- 매출엔 스틱, 디바이스, 카트리지 등이 포함 (상세 내역은 받지 못함)
- 매출, 원가, 판관비 및 비용 분배에 대한 수익성 분석은 수령 자료 및 KT&G의 답변 등에 기반하여 가공, 추산함
- 이 숫자들은 HNB에 들어가는 추가 투자금 1.2조원과 함께 고려되어야 함 (ROE)
- HNB 수출에 대한 더 자세한 내용은 24-26 페이지 참조

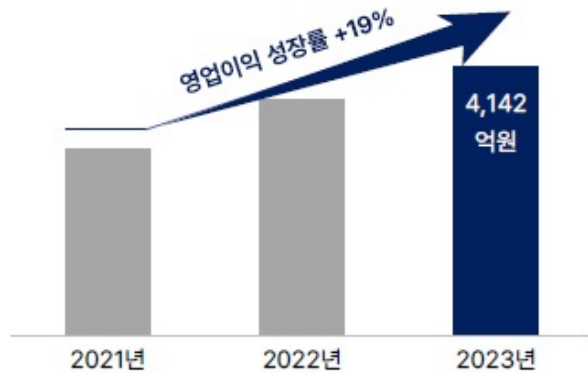
1:20 페이지 참조
2: 회계장부 열람, 등사 자료(대전지방법원 2024. 1. 25.자 2023카합50428 결정), KT&G의 답변, 사업보고서, IR자료를 바탕으로 FCP가 가공, 추산한 수치로 실제 수치와 상이할 수 있음. KT&G 측은 회계장부 열람, 등사 청구에 따른 결정에 따라 수령한 자료가 영업비밀(부정경쟁방지법 제2조 제2호)이라고 주장하고 있어, 실제 수령한 자료의 수치는 공개하지 않음. 매출액, 판매량 정보는 KT&G의 IR 자료의 공시된 수치로 대체하여 표기함. FCP는 본 자료상 어떠한 오류, 누락 또는 본 자료를 사용하여 발생하는 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않음. FCP는 본 자료와 관련된 일체의 직접적, 간접적, 우발적, 징벌적 또는 필연적인 피해에 대하여 책임을 지지 않음. 또한 FCP는 이 후에 발생하는 새로운 사건으로 인해 발생할 변경을 업데이트할 의무를 지지 않음.

㉠ 투명성에 대한 본능적 거부반응: 계속되는 ‘기이한 차트’

KT&G 정기주주총회 설명자료 中¹

3대 핵심 성장사업 수익성 강화

- NGP, 글로벌 CC, 건기식 중심의 성장전략 수립 및 실행으로 매출 성장 및 수익성 제고 ('21.3월 사업부문장 취임 후 이익 19% 성장)



* 글로벌 CC 및 해외 NGP 영업이익은 56% 증가

주주는 다시 한번 혼란 속으로...

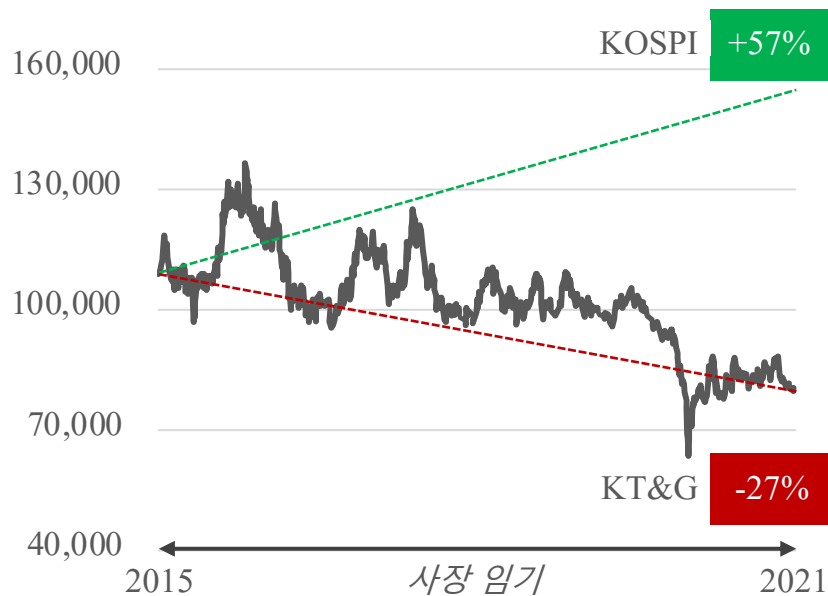
KT&G는 방경만 후보자를 사장 후보로 선정한 근거로 왼쪽의 그래프를 제시함. 왼쪽의 그래프는 그동안 KT&G가 주주들에게 정보를 숨기고 혼란을 가중시켜온 전형적인 방법임.

- 여러 사업을 합쳐서 표시해서, 사업별 이익 구분 불가
- 전체 영업이익이 떨어지는 와중에, 총괄부문장으로서 전체 사업이 아니라 몇몇 사업만의 성과만을 강조함
- 전체 비용이 어떻게 배분되었는지에 대한 설명 없음
- 그래프에 숫자가 없음

KT&G가 FCP의 수익성 분석 (28페이지) 에 동의하지 않는다면, 왼쪽처럼 알아볼 수 없는 정보로 주주의 혼란을 가중시키기 보다, **1:1토론으로 주주 앞에서 투명하게 공개하는 방법을 제안합니다.**

② 주가와 전혀 상관없는 사장 연봉

폭락한 KT&G 주가 vs. KOSPI



사상 최대 인센티브 지급

- 2021년 이사회는 사장에게 ‘장기 성과급’ 지급¹.
- 백복인 사장은 취임 이후 최대 연봉인 26억원 수령. 무려 ‘식품업계 연봉킹’ 등극².
- 사업보고서에 성과급 산정 기준은 TSR, ROE 등을 포함한 12개의 평가 기준을 ‘종합적으로 평가’ 했다고 함.³
- 과거 백복인 사장의 성과급은 100% 현금 지급.

설명을 거부한 이사회

- FCP는 이사회에 서한을 보내 성과급 산정 근거에 대해 설명을 요청했으나 거절함.⁴
- 또한, 소수주주권을 이용해 성과급 산정을 논의한 이사회 의사록을 요청했으나 ‘개인의 프라이버시’를 이유로 거절함.⁵

1: 3년 마다 장기 성과급 지급, 최근 지급 2021년

2: <http://www.4th.kr/news/articleView.html?idxno=2004060>

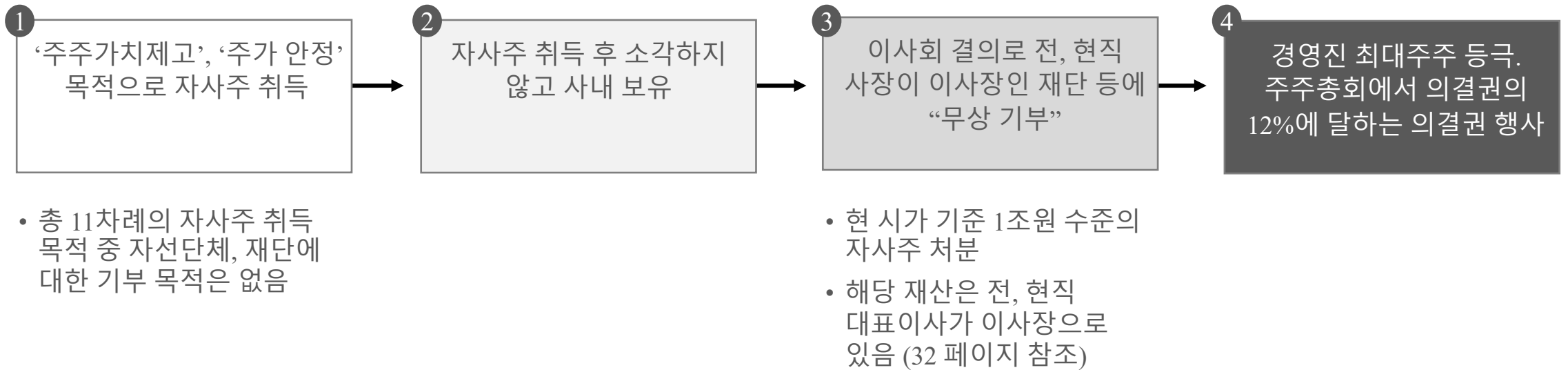
3: 이 외의 기준: 신성장 동력사업 가치창출, 그룹 인프라 혁신, ESG경영 고도화, 투명/윤리경영 기반 강화, 사업포트폴리오 관리, 전략브랜드 확보, 차세대담배 사업관리, 매출액, 국내M/S, 해외담배 매출액

4: FCP는 이사회 의사록을 열람, 등사청구함 (2022년 12월 12일)

5: KT&G의 회신 내용 (2023년 1월 12일)

㉔ 참호 파기: 자사주 기부로 경영권 공고화

18년간 경영진 참호 파기에 동원된 이사회 (2002 – 2019)¹

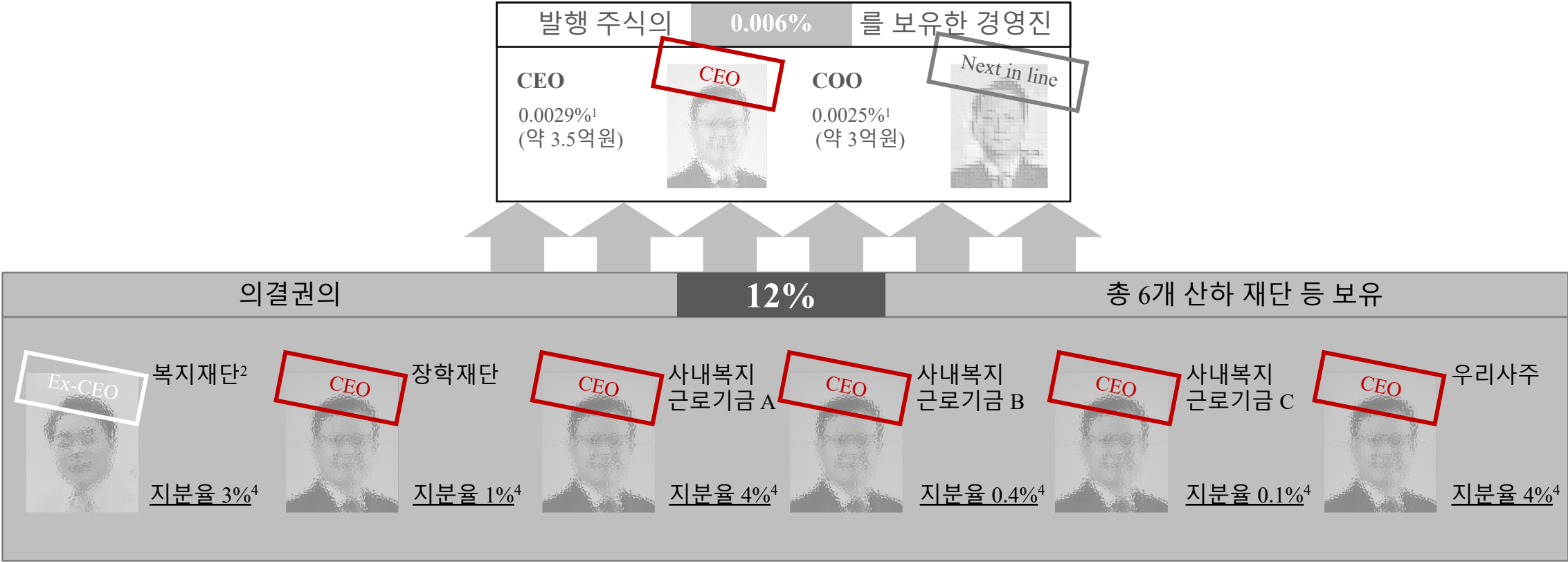


“한국에선, 이게 사기가 아닙니까?”

- 미국의 어느 한 KT&G 주요 주주

1: 출처: KT&G 자기주식 처분결과 보고서, 자기주식취득결정 공시 자료, 55 페이지 참조

③ 참호 파기: 경영진이 최대 주주로 등극



매년 최대주주로서 12%의 의결권 행사³, 이는 이번 주총에서도 마찬가지임.

1: 출처: 2023년 3분기 분기보고서
2: 민영진 사장은 뇌물 혐의로 검찰 수사가 시작된 2015년까지 KT&G 사장으로 근무했으며, 2015년 구속됨. <https://www.seoul.co.kr/news/newsView.php?id=20160106010014>
3: 2023년 말 기준; 출처: 주주명부

ⓒ 참호 파기: 가만히 보고만 있을 수는 없습니다

KT&G에 자발적 해결을 요청¹ (2024년 1월 10일)

- 상법상 주주는 회사에 손해를 끼친 행위에 대해 회사가 그 대상자를 고소하도록 청구 가능
- KT&G에 소제기 청구서 발송
- 청구 대상은 21명의 KT&G 전현직 임원
- 청구 요지: 22 건의 자사주 처분 건에 대하여 21명의 전현직 임직원이 선관주의 의무를 위반하여 회사에 1조원 가량의 손해를 끼침.²

KT&G 이사회는 단호히 거절 (2024년 2월 7일)

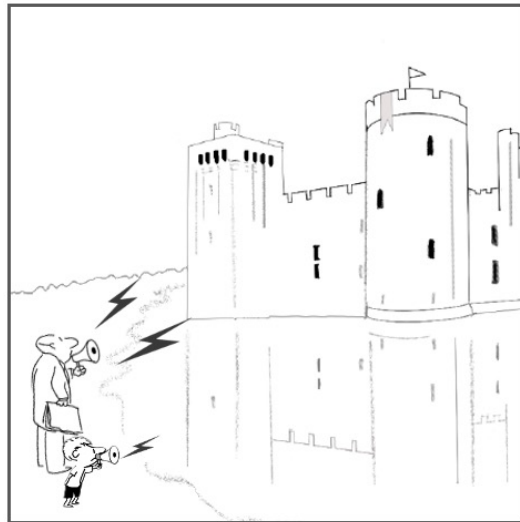
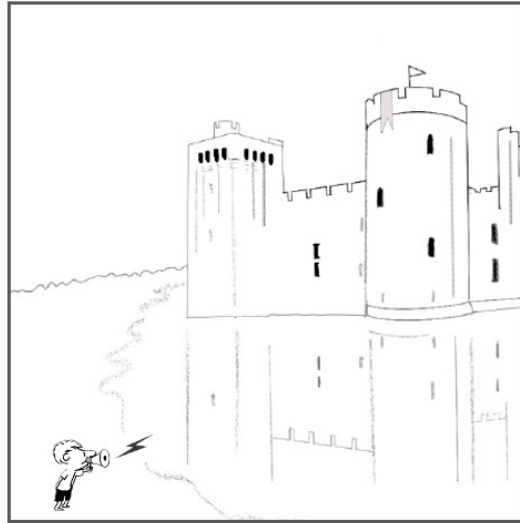
- ‘기업의 사회적 책임 이행일 뿐.’³
- FCP 의견:
 - a) 사회적 책임을 현금이 아닌 자사주로 하는 이유는?
 - b) 왜 제3의 재단(예를 들어 빌게이츠 재단)이 아니라 특수관계가 있는 곳에 기부하는지?
 - c) 여러 판례로 비추어 불법의 소지가 있다고 판단함 (56 페이지 참조)
- 현 이사회가 남은 자사주마저 전/현직 사장 재단에 넘길 가능성이 매우 큽니다.

FCP가 21명의 전현직 임원에 소송을 제기할 수 있게 되었음

- 상법상 주주는 회사가 먼저 회사에 끼친 손해를 회복할 수 있는 조치를 취하도록 해야함.
- 그러나 30일 동안 회사가 적절한 조치를 취하지 않는 경우 이를 청구했던 주주가 회사를 대신해 대상자에게 소송 제기 가능
- FCP는 향후 절차에 대해 검토 중에 있으며, 주주의 손해를 회복할 수 있는 조치를 고려 중

1: KT&G 자기주식 처분결과 보고서 공시 자료; 56 페이지 참조
2: 처분 자사주 수 x 소제기 청구서 발송 당시 주가, 56 페이지 참조
3: <https://www.yna.co.kr/view/AKR20240207154400030?input=1195m>

ⓒ 참호 파기: 이젠 “모든 주주”를 거부하는 경영진



④ 이사회의 ESG 감독 부재

멋지고 화려한 KT&G 리포트¹

‘지속가능성’을 중장기 성장 전략에 통합시켜 새로운 비전 방향성을 설정하고, 글로벌 성장의 기반이 될 ESG 경쟁력 강화를 위해 그룹 차원의 지속가능경영 목표를 수립하여 실행력을 높여나가고 있습니다.



보고서에는 “환경” 379회, “지속가능성” 77회, “ESG” 917회 언급.

인도네시아 투자

‘궤련담배 생산능력 확충 등을 위해 0.9조원 투자할 것 (인도네시아 포함)’²

- KT&G, 인베스터데이 (2023년 1월)

‘인도네시아 성인남자의 흡연율은 거의 70%로 세계에서 가장 높음. 인도네시아 청소년들의 흡연 연령은 계속해서 낮아지고 있음. 인도네시아에서는 담배를 한갑 당 1달러 미만으로 구입할 수 있는데 이는 세계에서 가장 낮은 수준임.’

인도네시아의 5대 사망 관련 질병은 모두 흡연과 관련 있으며, 흡연으로 인한 질병은 인도네시아 전체 만성질환의 21%를 차지함.’

- World Bank³

KT&G: ESG에 대한 속마음⁴

인도네시아 담배 공장 추가 투자에 대해서, ESG 관점에서 어떠한 분석을 했나요? 지속가능성, 건강에 관한 영향 등 투자의 긍정적 /부정적인 면을 검토하셨는지요?

...?

제 말씀은.. 재무적 관점만이 아니라요... 세계 어디 건 간에 궤련 담배 공장에 설비를 늘리는 것에 관해 어떤 요소들을 고려하셨나요?

음...

현지 판매량이 굉장히 좋은데... 수요에 맞출 수 밖에요

1: <https://www.ktng.com/ktngReport?cmsCd=CM0017>

2: 출처: KT&G 인베스터데이 (Jan 2023); <https://en.ktng.com/IrEvent?cmsCd=CM0068>

3: World Bank, <https://blogs.worldbank.org/health/world-no-tobacco-day-highlighting-indonesias-ominous-tobacco-use-and-disease-burden#>

4: 2023년 2월 컨퍼런스 콜 재구성

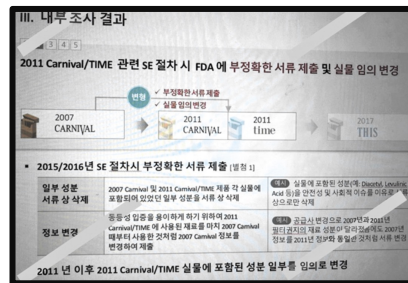
① 이사회 ESG 감독 부재: 미 법무부/FDA 조사

FDA 문서 부정 제출¹



기사에는 KT&G가 경영상 중대 실책으로 미 법무부와 FDA의 조사를 받고 있는 것으로 확인됨. KT&G 극비 보고서(2021)에 따르면 ‘안전 및 사회 이슈’를 이유로 유해 물질²을 FDA 보고서 서류 상으로만 삭제하고 실제 제품에선 제외하지 않은 것을 인정함.

기사에는 미 주 정부에 납부한 1.5조원의 장기예치금 회수에 문제가 생길 수 있다고 언급.



KT&G 대응

‘미국 정부의 포괄적 문서 제출 명령에 따라... 조사에 성실히 응하고 있으며, 법규 위반사항에 대한 통보나 제재를 받은 사실이 없다.’³

FCP 의견

- 2021년 KT&G는 미국 영업 정지 이유 대해 ‘규제 강화 및 경쟁 심화’로 공시함⁴. FCP는 미 법무부와 FDA 조사로 인한 영업 정지를 자발적 사업재검토로 포장하려 한 것은 아닌지 우려됨.
- FDA 제출 문서에 유해 성분을 누락하는 것은 심각한 처벌을 가져올 수 있음. 2012년, GlaxoSmithKline는 안전성 정보 보고 누락 등으로 30억 달러(약 4조원)의 과징금을 부과 받음.⁵
- 이 사건은 담배 밀수(다음 페이지 참조)와 함께 이사회 ESG 감독 부재 및 리스크 통제에 대한 감독이 작동하지 않은 대표적 사례임.

1: https://www.chosun.com/economy/economy_general/2024/01/17/ZN32H5EF4NDB7HOMYUDC4HYIGY/

2: 기사 상으로 두가지 성분이 제시됨 (더 있을 수 있음): 다이아세틸과 레볼린산임. 다이아세틸은 폐쇄성 세기관지염을 유발함. 폐의 가장 작은 세기관지가 염증을 일으켜 호흡이 곤란해 지는 질병으로 사망에 까지 이를 수 있음. 레볼린산은 담배 연기의 니코틴 전달을 증가 시키고, 니코틴과 신경수용체의 결합을 증가시키는 물질임

3: <https://www.yna.co.kr/view/AKR20240117047900030>

4: <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?repNo=20211214000395>

5: <https://www.justice.gov/opa/pr/glaxosmithkline-plead-guilty-and-pay-3-billion-resolve-fraud-allegations-and-failure-report>

④ 이사회의 ESG 감독 부재: 밀수 담배

‘인도 최대 밀수 담배’¹



"에세는 인도 최대 밀수 담배"

KT&G가 중동 지역에 매우 낮은 가격으로 판매한 담배들이 인도, 호주에 밀수된 것으로 의심됨. KT&G는 인도 유력 언론에게 ‘밀수의 배후’로 지목되었고, 인도 정부가 법적 책임을 물을 가능성도 있음.



KT&G 대응

‘제품이 정상적으로 공급된 이후의 유통 경로에 대해서는 알 수가 없다.’¹

FCP 의견

- KT&G의 대응은 비윤리적일 뿐 아니라 매우 무책임한 발언임.
- 제품이 불법 유통되지 않도록 수입상에 대한 적절한 실사를 하는 것은 KT&G의 의무임.
- ‘모르쇠’는 법정에서 통하지 않음. 2023년 4월, BAT는 자사 담배가 북한에 밀매되어 6억2,900만 달러의 벌금을 부과 받음.²
- 이전 페이지의 FDA 성분 누락 관련 조사와 같이 이사회의 심각한 ESG 감독 부재의 사례임.
- 신규 사장 후보 방경만 수석부사장은 ‘Mr. Esse / 에세남’으로 불리며 글로벌 본부장으로 재직 시절(2015–2021) 해외 수출 국가를 40여개에서 100여개로 크게 확대함.³

1: <https://www.hankyung.com/article/202402017542i>

2: <https://www.bbc.com/news/world-us-canada-65393223>

3: https://www.fntimes.com/html/view.php?ud=2024022310411664256febc6baa6_18

38

㉔ 언론에 나온 KT&G의 여러 거버넌스 사건들 (I & II)

1. 이사회 횡령 (외유성 호화 출장)

2024년 1월 25일 언론 보도¹

KT&G는 사외이사(및 배우자)가 ‘출장’을 명목으로 호화 여행을 즐기는 데 회삿돈을 씀. 최선호 여행지는 터키이고, 풍선 여행을 즐기기도 함.

KT&G 대응

‘사례는 과거 사안으로, 현직 사외이사와는 전혀 무관’²

진행 상황

경찰은 2월 19일, 현직 사외이사 및 임원(CEO, COO)를 대상으로 횡령혐의에 대한 수사를 개시.³

2. 국회의원 쪼개기 후원

2024년 1월 21일 언론 보도⁴

213명의 KT&G 임직원들이 쪼개기로 정치인들에게 불법 후원함. 로비 목적으로 의심됨.

KT&G 대응

‘해당 사안에 대해 알고 있는 바가 없다’⁴

진행 상황

시민사회 단체는 2월 6일 정치자금법 위반으로 회사 경영진을 서울중앙지검에 고발함.⁵

1: https://www.chosun.com/national/national_general/2024/01/24/RDX6FSO63FDTLFL2L7FVBQYKXQY/

2: <https://biz.chosun.com/distribution/food/2024/01/25/IUG46WPRANHSXKS5AGWFBYKGWY/>

3: <https://www.yna.co.kr/view/AKR20240219073751004?input=1195m>

4: <https://www.chosun.com/national/incident/2024/01/22/5E5I3F7JGVBJVFRUQK6XAVEH6U/>

5: <http://www.ikbc.co.kr/article/view/kbc202402070027>

㉔ 언론에 나온 KT&G의 여러 거버넌스 사건들 (III & IV)

3. 미국 법무부 조사 (“1.5조 예치금 회수 위기”)

2024년 1월 17일 언론 보도 ¹

- 2021년 KT&G는 이사회에 미국 내 FDA 성분 누락 서류 제출을 보고함.
- ‘안전 및 사회 이슈’를 이유로 유해 물질을 FDA 보고서 서류 상으로만 삭제.
- 미 주정부 예치금 1.5조원 회수 위기.

KT&G 대응

영업정지 원인에 대해 ‘미국의 궤련담배에 대한 규제강화, 시장 경쟁 심화 등에 따라 미국사업에 대한 재검토 필요 발생.’으로 공시함.²

FCP 의견

의도적 성분 누락은 ESG 측면에서 매우 심각한 윤리 위반 행위임.
영업 정지 이유에 대해 자발적 사업 재검토처럼 공시한 것도 비윤리적임.
GSK-FDA 사건처럼 조사 결과 심각한 손해를 초래할 수 있음(약 30억 달러)³.

4. 밀수에 이용된 것으로 의심되는 중동 수출

2024년 2월 4일 언론 보도 ⁴

- KT&G 에세는 인도 최대 밀수 담배.
- 국내의 절반 수준 가격에 중동으로 수출된 담배가 밀수에 이용된 것으로 추정.
- 인도 정부의 KT&G에 법적 조치 가능성.

KT&G 대응

‘제품이 정상적으로 공급된 이후의 유통 경로에 대해서는 알 수가 없다.’⁴

FCP 의견

‘모른다’는 KT&G의 답변은 무책임하고 비윤리적 대응임. (37 페이지 참조).

1: https://www.chosun.com/economy/economy_general/2024/01/17/ZN32H5EF4NDB7HOMYUDC4HYIGY/

2: <https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20211214000395>

3: <https://www.justice.gov/opa/pr/glaxosmithkline-plead-guilty-and-pay-3-billion-resolve-fraud-allegations-and-failure-report>

4: <https://www.hankyung.com/article/202402017542i>

I. KT&G에 변화가 필요한 이유	8
II. 사장 후보에 대한 FCP의 입장	41
III. 사외이사 후보 제안	45
IV. 결 론	51
V. 별 첨	54

사장 후보 선정 절차 (2024)

(2023년 12월 7일)

FCP, 사장 후보 선정 절차
정상화 요구
(공정, 상식, 투명)

FCP는 유튜브 영상¹과
보도자료를 통해 사장 후보 선정
절차에 외부 인사도 포함시키고,
주주 추천도 허용하도록 요구.



(2023년 12월 28일)

KT&G, 외부 인사를 사장
후보군에 포함하기로 결정

‘우리의 이번 결정은 오래 전부터
준비한 것으로 FCP의 요구와 관련
없음.’

(2024년 2월 8일)

검증된 사장 후보 지원자
이사회에 의해 조기 탈락

언론 보도에 따르면 이사회는
주주에게 공개하지 않은 채로
차석용² 후보자 조기 탈락 결정

(2024년 2월 22일)

방경만 수석부사장
최종 사장 후보로 선정

2월 16일, 4명의 쏫리스트 공개.
내부인사2명, 외부인사 2명으로
구성.

2월 22일, 이사회는 방경만
수석부사장을 최종 사장 후보로
선정했음을 공개.

1: https://youtu.be/21Uk4bg3tgM?si=fr9_h4EHKuNKar

2: 차석용 후보자는 전 LG생활건강 CEO로 재임 기간 동안 매출 6.5배, 영업이익 10배, 주가를 22.4배로 성장시킨 경영인임.

방경만 사장 후보자 약력

방경만 후보자 약력 (KT&G 보도자료)

- (2021 - 현재) 사내이사
- (2022 - 현재) 총괄부문장
- (2015 - 2020) 글로벌 본부장

이사회의 방경만 후보자 선정 근거

- ‘출시한 에세 체인지는 점유율 반등의 계기 마련’
- ‘진출 국가 수를 100여개 국가로 확대, 해외 공략 박차’
- ‘KT&G가 글로벌 탑 티어 기업으로 도약하는 데 있어 역량을 발휘할 최적의 후보로 판단’

추가로 고려해야 할 내용들

- (2020 - 2023) KT&G 영업이익 30% 하락¹
- 수출 담배는 심각하게 낮은 수익성을 기록하며 최근 680억원의 영업 손실 발생.²
- 미국법인은 FDA 성분 누락 자료 제출로 미 법무부 조사를 받는 중 (현재 영업 정지)³.
- PMI HNB 수출: 매출 감소, 손실 발생.⁴
- 횡령 혐의로 경찰 조사 중.
- (2011 - 2013) 민영진 전 사장 비서실장 (2015년 뇌물 혐의 구속, 현 KT&G 복지재단 이사장, 32 페이지 참조)

어록

- ‘자사주 소각이 주가에 미치는 영향은 제한적’⁵
- ‘(미성년자 흡연 문제에도 불구하고) 인도네시아 수요가 늘어나기 때문에 더 많은 담배를 판매할 예정.’⁶

1: 19 페이지 참조
2: 20 페이지 참조
3: 36 페이지 참조
4: 22, 23, 28 페이지 참조
5: 인베스터데이 (Jan 2023) 중 실제 발언
6: 2023년 2월 컨퍼런스 콜 재구성, 35 페이지 참조

차석용 후보자 약력

- LG생활건강 CEO/이사회 의장 (KRX: 051900) (04-22)
- 매출 6.5배, 영업이익 10.0배, 주가 2,237%⁴ 성장시킨 인물
- 한국 P&G (NYSE: PG) 사장
- P&G 쌍용제지 사장
- 해태제과 (KRX:101530) 사장
- 코넬 대학교 (MBA), 인디애나 대학교 로스쿨, 뉴욕 주립 대학교, AICPA 자격 취득¹

KT&G가 고용한 헤드헌팅 업체에서 추천
1월 말 “예비후보”에서 제거됨

이사회가 주도한 사장 후보 선정의 ‘독립/공정성’에 심각한 의문을 갖지 않을 수 없습니다.

I. KT&G에 변화가 필요한 이유 8

II. 사장 후보에 대한 FCP의 입장 41

III. 사외이사 후보 제안 45

IV. 결 론 51

V. 별 첨 54

변화가 필요한 이유

무조건적 투명성 거부

비효율적 자본 배치

이익은 줄고, 리스크는
커지는 사업 전략

주주의 손실로 이득을
보려는 경영진

수익창출의 동기 부재

담배 연기에 가린 인삼

자사주 기부로
"초대형 참호파기"

이사회 감독 부실

형식 논리 ESG

이사회에 대한 단 하나의 질문

질문 #1

정말, "독립적"인가?

다음 사례들을 보시고 판단하시기 바랍니다.

- 사장 연봉 산정 (문지마 연봉킹) 30 페이지
- 자사주 셀프기부를 합법이라 옹호 33 페이지
- ‘부부동반 외유성 호화 출장’ 경찰 조사 중 39 페이지
- ‘답정’ 사장 후보 선정 절차 42-44 페이지

저희는 현 이사회 독립성에 매우 심각한 의문을 갖고 있습니다.

주주의 시각을 갖춘, “진정한 사외이사”가 필요합니다.



손동환 후보자 약력



손동환 후보자는 KT&G의 최대주주 중소기업은행이 추천한 사외이사 후보입니다.

손동환 후보자는 25년 이상의 경험을 보유한 법률 전문가입니다. 후보자는 2021년 2월까지 서울중앙지법의 부장판사로 재직했습니다. 손 후보자는 과거 판사 재직 시절, 노조 와해 혐의로 삼성전자 고위 임원에 징역 1년 4개월을 선고하는 등, ‘엄정하고 양심적인 판결’을 내리는 판사로 유명합니다.

FCP는 CEO 인센티브, 재단 등에 무상 자사주 기부 등 KT&G의 각종 거버넌스 문제에 대해 상식적이고 공정한 판단을 할 수 있는 손동환 후보자가 KT&G 이사회에 진정한 독립성을 확보할 수 있는 이상적인 후보라고 판단합니다.

업무 경험¹

- 지방법원 부장판사 (2014 – 2021) / 재판연구관 (2012 – 2014) / 서울고등법원 (2010 – 2011) / 지방법원 판사 (2002-2010) / 공군법무관 (1999-2002)
- 현 성균관대학교 법학전문대학원 교수 (경제법, 2021 – 현재)

학력

서울대학교 법학 학사 / 서울대학교 법학 석사 / 케임브리지 대학교

**FCP는 주주총회에서 손동환 후보를 지지합니다.
FCP 후보는 사퇴했습니다.²**

1: <https://professor.skku.edu/researcher/professorList.do?mode=view&perId=LZStrPICQFgRg0g7gNgJwBoCYCcwogPYBEQB2AHgHLACCAvJUA%20&categoryId=G&jojikCode1=3115>

2: <https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4300630>

I. KT&G에 변화가 필요한 이유	8
II. 사장 후보에 대한 FCP의 입장	41
III. 사외이사 후보 제안	45
IV. 결 론	51
V. 별 첨	54

“반대”

- (#3-1) 대표이사 방경만 선임의 건
- (#3-2) 사외이사 임민규 선임의 건

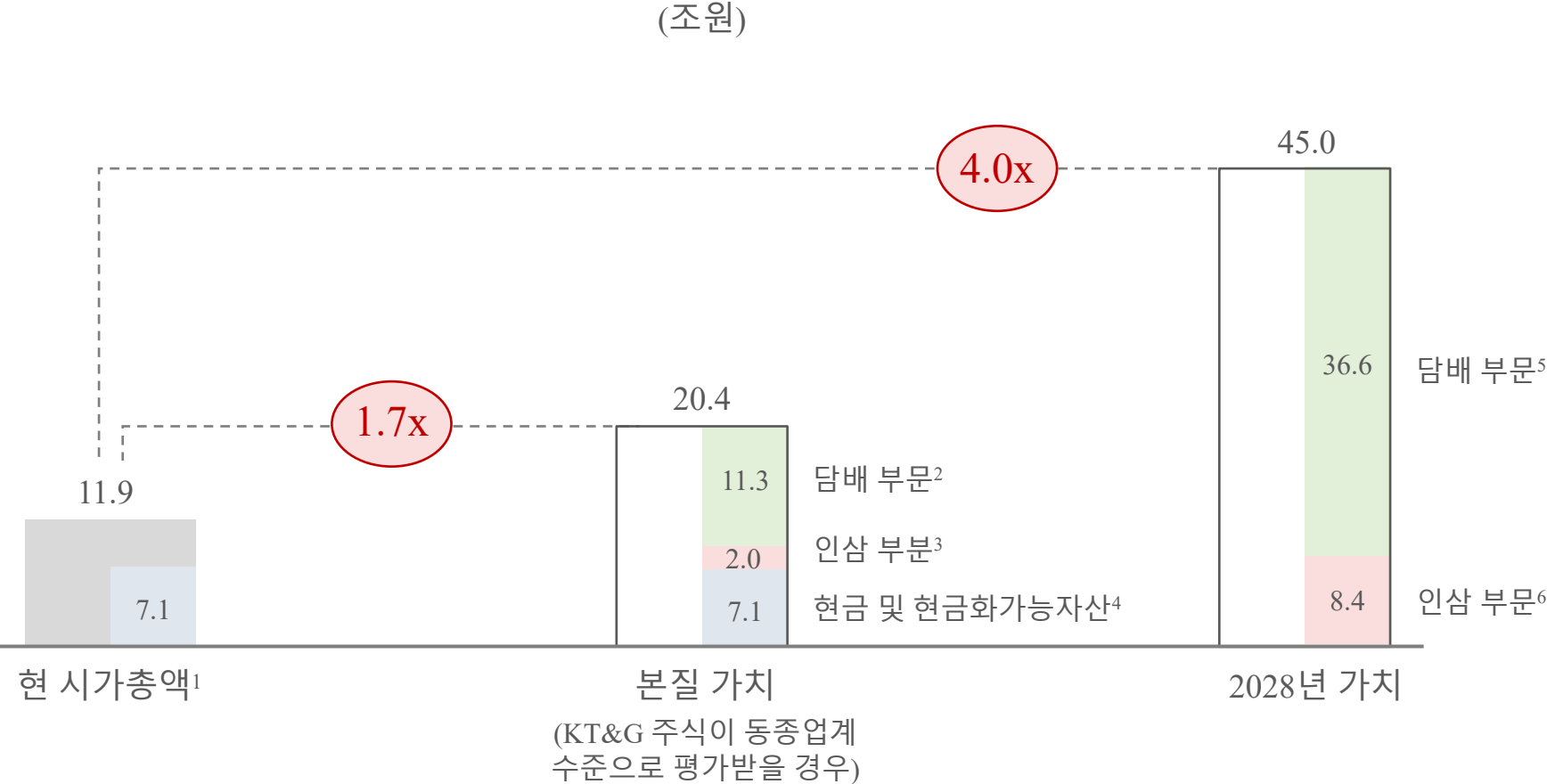
주가 하락
수익성 하락
자사주 추가 기부 가능성

“찬성”

(#3-3) 사외이사 손동환 선임의 건

주가 상승
수익성 개선
자사주 기부 금지

거버넌스가 개선되면 주가는 정상화될 수 있습니다



1: 2024년 1,2 월 평균주가
2: 2023년 담배 부문 EBITDA에 9.6x 적용, 9 페이지 참고
3: 2023년 인삼 부문 EBITDA에 12.0x 적용, 9 페이지 참고
4: 17 페이지 참조, 비핵심 부분 (영진약품 상장사 주식가치 포함), 9 페이지 참조
5: 2028년 담배 부문 EBITDA에 9.6x 적용, 58 페이지 참고
6: 2028년 담배 부문 EBITDA에 12.0x 적용, 58 페이지 참고

I. KT&G에 변화가 필요한 이유	8
II. 사장 후보에 대한 FCP의 입장	41
III. 사외이사 후보 제안	45
IV. 결 론	51

V. 별 첨	54
--------	----

경영진 및 이사회에 대한 소제기 청구서 상세 내용

사실 관계

- 발송일: 2024년 1월 10일
- 주요 내용: 21명의 개인이 경영진의 이익을 위해 회사 자산인 자사주를 불법적으로 처분하여 주주 및 회사에 손해를 끼침.
- 대상자 (전/현직)
 - 경영진: 민영진 (전 사장, 2010-2015), 백복인 (현 사장, 2015-현재), 김흥렬 (전 사내이사, 2016-2021), 김태섭 (CSO, 2016-2021), 강경보 (CFO, 2012-2019), 김용범 (CFO, 2019-현재)
 - 사외이사: 김원용 (2009-2015), 김득휘 (2010-2016), 조규하 (2010-2016), 김인호 (2012-2015), 손원익 (2012-2015), 송업교 (2014-2020), 박동열 (2014-2015), 이준규 (2014-2020), 최경원 (2015-2018), 손태규 (2015-2016), 윤해수 (2016-2022), 고상곤 (2016), 이은경 (2016-2022) 노준화 (2017-2020), 백종수 (2018-2024)
- 총 피해액: 약 1조원 (처분 자사주 수에 소제기 청구 당시 주가 적용)
- 처분 횟수: 22 회 (2002-2019)
 - 910,000 (2002) / 2,535,396 (2003) / 3,276,899 (2004) / 610,750 (2005) / 1,272,055 (2006) / 864,277 (2007) / 450,000 (2010) / 100,000 (2011) / 150,000 (2012) / 67,092 (2015) / 299,235 (2016) / 314,796 (2019)

근거법령

- 상법 399조 (이사의 회사에 대한 책임)
- 처분의 시기, 방법, 상대방의 선정 등을 고려했을 때 자사주 처분은 아래와 같은 결론이 도출됨:
 - A) 경영권을 공고히 하기 위함이며,
 - B) 주주나 회사의 이익과 무관함.

과거 판례

- 대법원 (2019. 5. 16. 2016다260455 판결) 배임: 회사에 도움이 안됨에도 협력사업비 명목으로 타사에 거액 기부.
- 대법원 (2005.6.10. 선고 2005도946) 배임: 대표이사 및 가족이 운영하는 재단 등에 거액 기부.
- 서울서부지방법원 (2005.6.29 선고 2006가합 8262) 처분 무효: 대주주의 경영권 확보를 위한 자사주 처분.
- 대법원 (1999.6.25. 99도1141) 배임: 대주주가 실질적으로 지배하는 ESOP에 자사주 취득 자금 지원.

KT&G, 투자 실패의 역사

1 트리삭티 (2011-2021, 2,760억원)

KT&G는 렌졸룩¹을 통해 인도네시아 담배회사 트리삭티를 2011~2021년 간 총 2,760억원에 인수.

- (렌졸룩) 누적 손실(2011-2023): (525억원)
- (트리삭티) 누적 이익(2011-2023): 770억원

3 상상스테이 (2015, 1,120억원)

2015년, 100% 지분의 자회사로 설립, 남대문이라는 우리나라의 "대표적 관광지" 앞에 위치한 메리어트 호텔 남대문을 소유하고 있음. 투입된 총 금액(2015~2021년) 1,120억원.

- 누적 손실 (2015-2023): (357억원)
- 2023년 300억원 유상증자

2 코스모코스 (2011-2017, 1,430억원)

KT&G는 2011~2017년에 걸쳐 국내 화장품 업체 코스모코스 (구 소망화장품)의 지분 99%를 총 1,430억원에 인수.

- 누적 손실 (2011-2023): (866억원)

4 미국 수출 (2010-2021, 1.5조원)

KT&G가 언제부터 미국에 궤련담배 수출했는지는 불분명, KT&G 사업보고서에 따르면 2010년에 미국 자회사 설립.

- 총 매출액 (2010-2023): 1.9조원
- 누적 손실 (2010-2023): (434억원)
- 장기에치금 1.5조원 (2022): 25년간 예치
- 미 법무부, FDA 조사 중이며 현재 영업 정지 상태임²

1: 렌졸룩은 트리삭티 지분 100% 소유한 싱가포르 소재 회사
2: 36 페이지 참조

5개년 추정

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR 18-23	CAGR 23-28
매출	4,472	4,963	5,302	5,457	5,823	5,857	5,569	6,465	7,843	9,692	12,339	6%	16%
담배	2,641	2,782	2,970	3,103	3,546	3,597	3,966	4,589	5,595	6,921	8,793	6%	20%
궐련담배	2,522	2,575	2,675	2,599	2,669	2,817	2,577	2,419	2,259	2,103	1,990	2%	-7%
HNB	120	207	295	504	876	779	1,388	2,170	3,336	4,817	6,803	45%	54%
인삼	1,382	1,469	1,415	1,378	1,396	1,394	1,603	1,876	2,248	2,772	3,546	0%	21%
기타 (부동산 등)	448	712	917	976	881	866						14%	
EBIT	1,253	1,380	1,481	1,294	1,268	1,167	1,440	1,878	2,480	3,235	4,346	-1%	30%
DA	152	185	203	217	217	241	207	233	259	275	281	10%	3%
EBITDA	1,405	1,565	1,684	1,511	1,485	1,408	1,647	2,111	2,738	3,510	4,628	0%	27%
HNB 매출 비중	5%	7%	10%	16%	25%	22%	35%	47%	60%	70%	77%		
EBITDA margin %	31%	32%	32%	28%	25%	24%	30%	33%	35%	36%	38%		

주요 가정

- 궐련 담배에서 HNB로 사업의 축 이동; HNB는 궐련담배보다 덜 해로운 대안으로 전세계적 트렌드임; KT&G는 HNB로 글로벌 플레이어가 될 수 있음.
- 국내 궐련 담배 가격 인상 없음;
- 해외 궐련 담배는 2023년 수준으로 가정
- 인삼 부문은 글로벌 소비재 전문가 CEO 선임을 통해 글로벌 기업으로 성장
- 비용 절감 가정 없음 (매출원가 연간 13%, 판관비 연간 9% 상승)
- 비핵심 사업: 보수적으로 매출 없음 가정 (부동산 부문 포함)

Disclaimer

This presentation is for discussion and general informational purposes only. It does not have regard to the specific investment objective, financial situation, suitability or the particular need of any specific person who may receive this presentation and should not be taken as advice on the merits of any investment decision. This presentation is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy interests in any fund, account or investment vehicle managed by Flashlight Capital Partners Pte Ltd (“FCP”) and is being provided for informational purposes only. This presentation is the copyright of FCP except where otherwise noted. FCP does not grant any intellectual property rights to the recipients of the presentation.

The views expressed herein represent the opinions of FCP and are based on publicly available information with respect to KT&G corporation (“KT&G” or the “Company”). Certain financial information and data used herein have been derived or obtained from public filings, including filings made by the Company with regulators, and other sources.

This presentation should not be construed as asking or soliciting shareholders of the Company to authorize FCP or any third party to exercise their voting rights on their behalf with respect to the proposals to be presented to shareholders of the Company at the general meeting of shareholders. FCP is by no means soliciting or requesting other shareholders to grant or deliver their proxies to FCP for the meeting. Shareholders shall exercise their voting rights independently based on their own independent judgement and decision-making processes.

FCP has not sought or obtained consent from any third party to use any statements or information indicated herein as having been obtained or derived from statements made or published by third parties. Any such statements or information should not be viewed as indicating the support of such third party for the views expressed herein. No warranty is made that data or information, whether derived or obtained from public filings or from any third party, are accurate.

No agreement, arrangement, commitment or understanding exists or shall be deemed to exist between or among FCP and any third party or parties by virtue of furnishing this presentation.

Except for the historical information contained herein, the matters addressed in this presentation are forward-looking statements that involve certain risks and uncertainties. You should be aware that actual results may differ materially from those contained in the forward-looking statements.

FCP shall not be responsible or have any liability for any misinformation contained in any third-party filing or third-party report relied upon in good faith by FCP that is incorporated into this presentation. There is no assurance or guarantee with respect to the prices at which any securities of the Company will trade, and such securities may not trade at prices that may be implied herein. The estimates, projections and pro forma information set forth herein are based on assumptions which FCP believes to be reasonable, but there can be no assurance or guarantee that actual results or performance of the Company will not differ, and such differences may be material. This presentation does not recommend the purchase or sale of any security.

FCP reserves the right to change any of its opinions expressed herein at any time as it deems appropriate. FCP disclaims any obligation to update the information contained herein.

All registered or unregistered service marks, trademarks and trade names referred to in this presentation are the property of their respective owners, and FCP’s use herein does not imply an affiliation with, or endorsement by, the owners of these service marks, trademarks and trade names.

Under no circumstances is this presentation to be used or considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security.