



## Delivered Electronically

수신: 김명철 의장님, 케이티앤지 이사회

참조: 백중수 이사님 / 고윤성 이사님 / 임민규 이사님 / 손관수 이사님 / 이지희 이사님 / 백복인 이사님 / 방경만 이사님

2022년 10월 26일

존경하는 김명철 의장님, 그리고 케이티앤지 이사 여러분,

저희 플래쉬라이트 캐피탈 파트너스는 거버넌스를 통한 가치 창출을 핵심전략으로 활동하는 펀드이며, 케이티앤지의 주주입니다.

저희는 케이티앤지("회사")가 140년간 역사를 통해 쌓아온 성과에 대해서 큰 존경심을 가지고 있습니다. 그러나 회사는 주식시장에서 본질가치에 비해 50% 할인되어 거래되고 있고, 주가는 15년 전보다 낮은 수준입니다.<sup>1</sup> 현재 케이티앤지의 주가는 담배 및 인삼 시장에서 케이티앤지의 시장 지배력과 위상을 전혀 반영하지 못하고 있습니다.

저희는 회사에 대한 수년간의 분석을 통해 케이티앤지의 주가를 정상화하고, 케이티앤지의 보다 나은 미래로 나아가게 도울 수 있는 제안을 준비했습니다. 그리고, 이미 올 4월부터 최고경영진과 협의를 이어가고 있었습니다. 5월 10일 백복인 사장님, 방경만 수석부사장님, 김진한 실장님께 두시간의 프레젠테이션을 포함, 서울과 싱가포르에서 총 네 번의 미팅을 통해 저희의 다섯가지 제안을 깊이 있게 공유했으며, 수 차례 이메일로 의사를 교환했습니다. 하지만 현재까지 저희 제안에 대한 구체적 실행 계획 등 의미 있는 답변을 받지 못했습니다. 저희의 제안을 이사회와 공유하기 위해서는 이렇게 직접 연락을 드리는 것이 필요하다는 결론에 다다랐습니다.

저희 플래쉬라이트 캐피탈 파트너스는 회사와 협력적 동반자로서 변화를 일으키는 것을 투자원칙으로 삼고 있습니다. 이번에 저희의 제안들의 실행 또한 케이티앤지와 함께 협력할 수 있기를 기대하고 있습니다. 저희의 제안을 검토 부탁드립니다.

---

<sup>1</sup> 2022년 8월 평균 단가

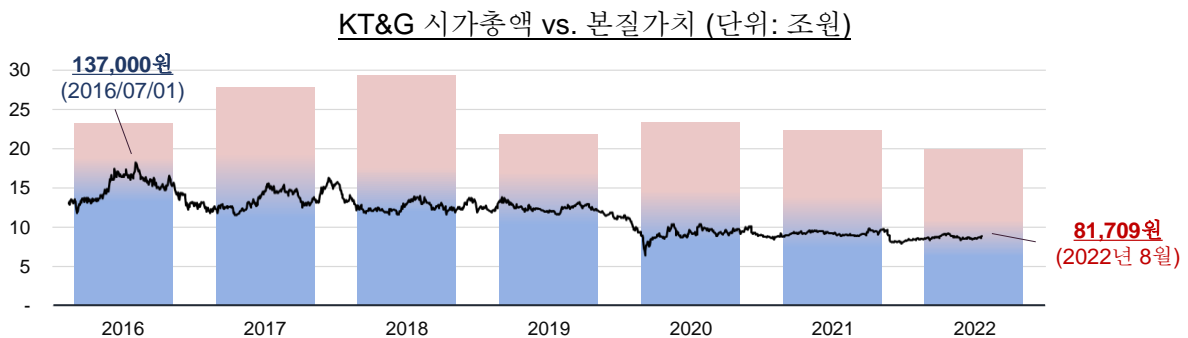
## 케이티앤지의 잠재력

케이티앤지는 잘 아시다시피 140년 역사의 뿌리 깊은 회사입니다. 1883년 국영담배회사로 시작해서 2002년에 민영화된 이후로 뚜렷한 지배주주가 없는 회사가 되었습니다. 축적된 노하우와 강력한 브랜드 파워를 기반으로 국내 담배와 인삼 시장에서 막강한 시장 점유율을 가지고 있음을 고려하면, 케이티앤지의 주가는 다른 회사에 비해 프리미엄을 받아 마땅합니다.

그런데, 현 주가는 동종업계와 비교했을 때 터무니없이 낮은 수준입니다. 그 동안의 막대한 현금 축적에도 불구하고 무려 15년전 보다도 낮고, 과거 15년 간의 KOSPI 시장의 성장률을 크게 하회합니다. 케이티앤지의 담배와 인삼 사업, 그리고 현금성 자산을 합해보면 현 시총의 두 배에 달합니다. 다시 말해 아래 계산처럼, **현 주가는 무려 50% 할인된 가격입니다.**<sup>2</sup> 사실, 현금성 자산과 인삼공사 가치만 해도 시총을 넘어서기 때문에, 본업인 담배사업은 오히려 마이너스로 주가에 반영되어 있는 형편입니다. 이를 “마이너스 EV (기업가치)”라 하는데, 코스피 시총 33번째의 국가대표급 회사로서, 주가가 더 이상 하락할 여력조차 없는, 경악을 금치 못할 상황입니다.<sup>3</sup>

케이티앤지의 본질가치 (조원)		현 주가가 말해주는 담배사업 가치 (조원)	
(a) 담배사업	11.5	(a) 케이티앤지 시가총액	9.8
(b) 인삼공사	3.7	(b) 인삼공사	3.7
(c) 현금 및 기타	6.4	(c) 현금 및 기타	6.4
본질가치 (=a+b+c)	21.6	기업가치 (=a-b-c)	(0.3)
케이티앤지 시가총액	9.8		
시가총액 / 본질가치	45%		

2016년 이래 주가는 줄곧 내리막길을 걸으며, 본질가치의 격차는 점점 커져 왔습니다.



이렇게 비정상적으로 낮은 주가는 바로 “주인 없는 회사”라 불리는 케이티앤지의 독특한 거버넌스 때문이라고 생각합니다. 케이티앤지는 다른 회사들과 달리, 성장이나 수익성에는 영관심이 없는, 마치 아직도 국영기업인 듯한 정체성의 혼란을 겪고 있는 것처럼 보입니다.

다행히도, 사업전망은 매우 밝습니다. 담배와 인삼 시장의 성장성은 견고하며, 특히 담배산업의 경우 HNB 라는 전대미문의 기술혁신으로 변모하고 있습니다. 그리고, 케이티앤지는 두 사업 모두에서 막강한 시장 지배력을 갖고 있습니다.

<sup>2</sup> 출처: 케이티앤지 사업보고서, 블룸버그. 연결기준 순현금에 한국인삼공사는 인적분할을 고려, 포함하지 않았습니다. 케이티앤지의 시총은 2022년 8월 평균가치를 적용하였으며, 전체 주식수에서 자사주는 제외했습니다. 담배사업의 가치는 동종업계의 평균 EV/EBITDA 배수를 반영하였으며, 인삼공사의 가치는 프리미엄 식품업계의 실제사례의 거래 배수에 약 30%를 디스카운트하여 보수적으로 반영하였습니다.

<sup>3</sup> 2022년 8월 31일 현재

케이티엔지의 주가는 정상화될 수 있습니다. 단, 깊은 저평가의 수렁에서 건져 올리고 주가 상승 잠재력을 최대한으로 끌어 내기 위해서는, 한두가지 미봉책이 아니라 근본적, 총체적 해결책이 필요합니다.

## 다섯가지 제안

케이티엔지와 업계를 다년간 분석한 후, 아래와 같은 제안들을 준비했습니다. 이 제안들이 실행된다면, 단기적으로 두 배, 장기적으로 다섯 배 이상의 주가 상승이 가능하다는 것이 저희의 결론입니다.

1. **“릴”을 글로벌 브랜드로:** 앞으로 5년 안에 쉐넬형 전자담배 (HNB)를 전체 담배매출의 절반 이상으로 끌어올리는 중장기계획을 발표할 것을 요구합니다. HNB는 이미 세계적으로 입증된, 마치 자동차업계의 전기차와 같은 고성장 상품입니다. 필립모리스의 아이코스를 제치고 우리나라 1위 HNB가 된 “릴”을 글로벌 브랜드로 육성하면, 케이티엔지의 담배 부문 EBITDA는 세 배 이상으로 커질 수 있습니다.
2. **인삼공사의 분리 상장:** 한국인삼공사를 담배회사로부터 독립시켜 세계무대로 진출하도록 도와줘야 합니다. 건강식품인 인삼이 담배 밑에 자회사로 있다는 것 자체가 말이 안됩니다. 또한, 인삼은 명실공히 대한민국을 상징하는 대표 상품임에도 불구하고, 정관장 브랜드는 해외에서 거의 알려져 있지 않습니다. 세계적 노령화 트렌드와 이에 따른 건강식품산업의 성장성을 고려할 때, 바로 지금이 인삼이 세계무대에 등판할 완벽한 타이밍입니다. 담배회사로부터 분리 후 별도 상장된다면, 주식시장에서 그 가치를 제대로 인정받을 뿐 아니라, 세계로 나아가 5년안에 EBITDA를 네 배 이상으로 키울 수 있다고 생각합니다.

상법상 인적분할은 주총 승인 사항입니다. 주주들이 동의한다면, 인삼공사는 실질적 상장회사로서 그 주식이 현 주주들에게 나눠지게 됩니다.

3. **비핵심 사업 정리:** 시너지가 전혀 없는 무려 아홉 개의 비핵심 사업은 시급히 정리되어야 합니다. 특히, 소비재 브랜드가 부동산 개발사업을 병행한다는 것은 세계적으로 매우 드문 기이한 현상입니다. 비핵심사업의 정리는 2조원이 넘는 현금을 확보할 수 있을 것으로 예상합니다만, 무엇보다도 경영진으로 하여금 본업인 담배, 인삼 사업에 전력을 다하게 하는 큰 의미가 있습니다.
4. **주주환원정책 확대:** 케이티엔지는 세계 5대 담배회사 중 유일하게 현금성 자산이 차입금보다 많은 “순현금” 상태의 회사입니다. 지난 수년간 현금흐름을 주주들에 돌려주지 않고 낮은 금리의 이자수익을 받아 왔기 때문입니다. 이제 그만 비핵심 사업의 가치를 포함한 6조원이 넘는 잉여현금을 주주들에게 환원할 것을 요구합니다. 주주환원을 현 수준의 세 배로 높이더라도, 매년 1조가 넘는 새로운 현금흐름이 있기에, 순현금 상태를 유지하면서도 미래를 위한 투자를 계속할 수 있습니다.
5. **행동으로 보여주는 ESG:** 주주가 추천하는 사외이사를 이사회에 선임하며, 경영진에게 스톡옵션을 부여함으로 거버넌스 (G)의 원칙, “주주와 경영진의 이해일치”를 실현할 수 있습니다. 매출의 절반 이상을 HNB로 대체하는 세계최초의 담배회사가 됨으로써, 세계인의 건강/환경 (E)에 공헌할 수 있습니다. 마지막으로, 사회 (S)는 인삼공사의 세계화를 통해 가능합니다. 전국의 인삼 농가에 이보다 더 직접적이고 큰 지원은 없습니다.



[www.FlashlightCap.com](http://www.FlashlightCap.com)에 방문하시면 저희가 경영진에 발표한 프레젠테이션 자료 및 다섯가지 제안을 상세히 설명한 동영상 또한 시청하실 수 있습니다. 하지만, 저희가 직접 만나 뵙고 저희의 생각을 말씀드리는 것이 가장 효과적인 방법이라고 생각하며, 가까운 시일에 미팅을 요청합니다.

올해로 민영화 20 주년을 맞은 케이티앤지가 부디 세계가 부러워하는 “글로벌 케이티앤지”로 거듭나기를 기원합니다.

답변을 기다리고 있겠습니다.

감사합니다.

플래쉬라이트 캐피탈 파트너스 / Agnes

대표이사

이상현 드림

[shlee@flashlightcap.com](mailto:shlee@flashlightcap.com)

A handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, connected strokes, positioned above a horizontal line.



첨부: 주주제안 프레젠테이션