

수신: 1. 주식회사 케이티앤지 이사회 의장 김명철
서울 강남구 영동대로 416 KT&G 타워 20 층
2. 주식회사 케이티앤지 대표이사 백복인
서울 강남구 영동대로 416 KT&G 타워 20 층

2022. 10. 31.

발신: 주식회사 안다자산운용
ESG 투자본부 대표 박철홍

이메일: esg@changektng.com

주소: 서울 강남구 도산대로 318, 9 층

제목: 변화를 위한 제안

1. 주식회사 케이티앤지(이하 "회사")와 귀 이사회의 무궁한 발전을 기원합니다.
2. 당사는 안다 ESG 일반사모투자신탁 제 1 호 및 역외일임펀드를 통하여 회사의 주식을 보유하고 있습니다.
3. 당사는 회사가 대한민국을 대표하는 세계적인 수준의 회사임을 믿어 의심치 않습니다. 그러나 회사의 기업가치에 대한 시장의 평가는 회사의 명성에 걸맞지 않게 너무 저평가되어 있는 상황입니다. 회사의 주가는 2007 년도 수준에 머물고 있으며, 물가 상승율을 고려하면, 2007 년보다도 30% 할인된 가격에 거래되고 있습니다.
4. 이에 저희는 회사의 장기적인 발전을 원하는 주주로서 회사의 진정한 가치가 빛을 발할 수 있도록 아래와 같이 회사의 변화를 제안합니다 (더 상세한 내용은 changektng.com 을 방문하시어 presentation 자료를 참고하여 주시기 바랍니다).

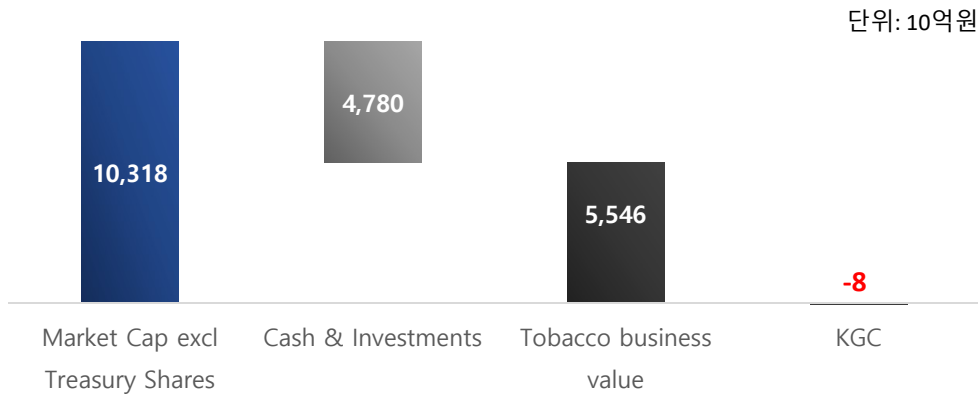
한국인삼공사의 분리상장 방안 제안

5. 당사는 수개월에 걸쳐 회사의 기업가치를 분석해 보았습니다. 당사가 분석한 바로는 회사의 담배사업부문의 기업가치는 약 2.7 조원 정도이며 이는 담배사업부문 2021 년 EBITDA (약 9,400 억원)의 약 2.9 배 수준입니다. 그런데 회사의 경쟁사인 필립모리스 인터내셔널("PMI")와 브리티쉬아메리칸토바코("BAT")의 경우는 EV/EBITDA 배수로 약 9.5 배 정도가 됩니다. 이는 한국 담배시장의 60%를 점유하고 있고, 매년 1 조원 가까이 영업이익을 내고 있는 회사의 명성에 걸맞지 않는 초라한 성적표입니다.

담배사업부문의 가치는 회사의 시가총액 약 10.3 조원(자기주식 제외)에서 회사의 현금성 자산 및 투자부동산 가치 약 4.8 조원과 약 2.8 조원으로 평가한 (주)한국인삼공사(이하 "KCG")의 지분가치를 공제하여 산정한 것입니다. KGC 의 지분가치는 KGC 의 2021 년 EBITDA 약 1,800 억원에 글로벌 건강기능식품회사의 평균 배수 약 15 배를 곱하여 산정한 것입니다.



한편, 현재 국내 필수소비재 산업의 평균 EV/EBITDA 배수는 약 5.9 배인데, 회사의 담배사업 부분의 EV/EBITDA 의 배수가 5.9 배로 인정된다고 가정하면, 회사의 담배사업부분의 기업가치는 약 5.5 조원이 되며, 그 경우 현재 회사의 시가총액에서 KGC의 지분가치는 -8 억원으로 평가됩니다.



당사는 적어도 담배사업부분의 EV/EBITDA 배수가 동종업계 평균인 9.8 배 수준으로 인정받는 것이 타당하다고 보며, 그렇다면 약 3 조원에 육박하는 KGC의 지분가치가 회사의 현재 시가총액에 전혀 반영이 되어 있지 않은 것으로 판단됩니다. 참고로 회사의 재무제표상 기재된 KGC 지분의 장부가액은 7,620 억원인데, 장부가액조차도 시장에서 인정받지 못하고 있는 것입니다. 따라서 당사는 KGC의 진정한 가치를 찾기 위해서 KGC를 회사에서 분리하여 상장할 것을 제안 드립니다.

좀더 구체적으로 말씀을 드리면, 회사를 기존 사업부문과 인삼사업부문으로 나누고, 인삼사업부문을 분할하여 분할신설 지주회사("KGC Holdco")를 설립하고, KGC Holdco가 KGC 지분 100%를 보유하는 방안입니다. 이에 따라 회사의 기존 주주들은 분할비율만큼 KGC Holdco의 주식을 보유하게 됩니다. 그리고 종국적으로 KGC Holdco와 KGC가 합병을 하는 방안입니다(상세내용은 첨부 '인적분할 후 재무정보'와 '인적분할 절차'를 참고하시기 바랍니다).

회사 순자산 가치와 회사 보유 KGC 지분의 장부가치에 따라 분할비율을 계산하면, KGC Holdco의 분할비율은 0.0855가 됩니다. 당사가 분석하기에, 현재 회사의 주가를 기준으로 보면, KGC Holdco의 재상장시 주가는 약 180,000 원 이상이 될 것으로 예상됩니다(KGC

Holdco 주가 180,000 원 기준 KGC Holdco 시가총액은 약 2.1 조원 정도임). 즉, 현재 회사의 주가에 전혀 반영되어 있지 아니한 KGC 의 가치를 새로이 인정받게 됩니다. 나아가 당사가 아래에서 제시하는 KGC 의 성장 방안에 따르면 KGC 의 기업가치는 2027 년에 약 18 조원에 달할 것으로 예상됩니다.

	분할존속회사 (KT&G)	분할신설회사 (KGC Holdco)
분할비율	0.9145	0.0855
발행주식수	125,549,981	11,742,516
시초가	분할로 인한 거래정지일 종가의 50~200%에서 동시호가로 결정. 예) 90,000원을 기준으로 45,000원에서 180,000원 사이에서 시초가 형성	
기대효과	KGC의 real value인 2.8조를 고려하면 시초가가 180,000 이상으로 형성될 것임	

분할 후 KGC 성장 방안 제안

- 한편, 인적 분할 이후에도 KGC Holdco 의 주가가 계속 상승하는 것은 어렵다는 의견이 있을 수 있습니다. 그러나 당사는 아래에서 설명 드리는 바와 같이 분할 이후에도 KGC 가 계속 성장할 수 있는 방안을 제안 드립니다.

당사가 자체적으로 분석한바, KGC 의 브랜드 이미지는 너무 old 해서 KGC 의 상품이 MZ 세대를 비롯한 젊은 소비자층으로부터 외면을 당하고 있다고 판단하고 있습니다. 당사는 대한민국을 대표하는 인삼제품 이미지를 rebranding 하면, 국내의 젊은 층으로부터 뿐만 아니라 미국/유럽 등 해외에서도 각광을 받는 KGC 브랜드로 거듭날 수 있다고 믿습니다.

첫째로, 당사는 KGC 가 인삼을 바탕으로 한 에너지드링크 사업에 진출할 것을 제안 드립니다. 국내 에너지드링크 시장은 1 조원 정도로 추산되나, 해외 에너지드링크 시장은 70 조원 규모로 연평균 7%씩 성장하는 것으로 파악됩니다. 또한, 현재 에너지드링크 시장은 유기농 원료를 기반으로 한 건강식 에너지드링크 종류로 발전하고 있습니다. 이에 KGC 가 인삼을 원료로 한 유기농 에너지드링크 사업분야에 진출한다면, 빠른 시간 안에 글로벌 시장에서 한국 및 아시아를 대표하는 유기농 에너지드링크 회사로 입지를 굳힐 수 있을 것이라고 확신합니다.

특히, KGC 가 그 동안의 old 한 이미지를 탈피하여, Red Bull 이나 Monster Energy 와 같은 젊은 브랜드로 거듭난다면, 2027 년까지 에너지드링크 글로벌 시장에서 3-5%의 시장점유율을 확보할 수 있을 것입니다. 국내 에너지드링크 시장에서도 30% 이상의 점유율은 쉽게 가져갈 수 있을 것입니다. 당사의 projection 에 따르면, KGC 가 에너지드링크 사업에 진출하여 위 시장점유율을 달성한다면 2027 년까지 매출 5 조원 (기업가치는 18 조원 수준) 규모로 성장할 것으로 예상됩니다. 참고로 영국 패션브랜드인 Burberry 나 미국 남성 화장품 회사인 Old

Spice 의 경우에도 rebranding 을 통하여 기존의 전통적이고 올드한 이미지에서 힙한 이미지로 바뀌어 젊은 세대에게도 인기 있는 브랜드로 탈바꿈하였습니다.

두번째로, KGC 의 rebranding 을 위하여 젊고 감각 있는 글로벌 마케팅 전문가와 consumer product 전문가를 회사의 경영진으로 충원할 것을 제안 드립니다. 아래 표에서 보시는 바와 같이 현재 KGC의 경영진 및 이사회에는 마케팅 전문가나 글로벌 시장 전문가가 전혀 없는 것이 큰 문제입니다. 이를 개선하기 위하여 당사는 유능하고 감각 있는 글로벌 마케팅 전문가를 이사진으로 추천하고자 합니다.

직위	임원명	선임일	주요경력
대표이사	허철호	2022.03.29	전 - KT&G 남서울본부장
기타 비상무	김용범	2020.03.31	현 - KT&G 재무실장 전 - KT&G IR 부장
	이용규	2021.03.19	현 - KT&G 성장투자실장 전 - KT&G 성장투자부장
	민기철	2021.03.19	현 - KT&G 경영관리실장 전 - KT&G 인니경영관리실장
사외이사	김한주	2022.03.29	변호사
감사	이정진	2021.04.07	현 - KT&G 감사단장 전 - KT&G 북서울본부 본부장

담배사업 성장 방안 제안

- 당사는 회사가 담배사업에 집중하여, 전자담배인 HNB 의 타격감을 높이는 기술개발과 함께 독성물질 제거 비율을 더 높일 수 있도록 연구개발에 집중투자 할 것을 제안 드립니다. 이를 위하여 회사보유 현금성 자산 2.2조원 중 5,000 억원을 2027년까지 R&D와 CAPEX에 투자하고, 2030년까지 궐련형 담배 대비 HNB의 매출비중을 100%까지 높일 것을 제안합니다.

보도자료에 의하면 영국은 2030까지 궐련형 담배의 판매를 제한할 계획이며, 이러한 움직임은 곧 유럽을 비롯하여 전세계로 확산될 가능성이 높습니다. 국내 보건당국도 언제 동일한 규제를 도입할지 알 수 없습니다. 이러한 규제의 불확실성 속에서 담배회사로 계속 성장하기 위하여는 독성물질 배출이 거의 0에 가까운 전자담배의 개발이 필요합니다. 특히 글로벌 시장 확대를 위하여 미국 FDA에 MRTP(Modified Risk Tobacco Product) 승인을 얻기 위한 투자와 노력이 필요한 시점입니다.

경영진 성과보수구조 개선 제안

- 당사는 회사의 기업가치가 현저히 저평가되어 있는 주요 원인이 회사 경영진과 일반 주주들의 이해관계가 일치하지 않기 때문이라고 보고 있습니다. 이에 당사는 회사 경영진의 성과보수를 회사의 주가에 비례하여 지급하는 방안을 제안 드립니다. 즉, 회사 주가의 상승율이

나 stock performance 에 따라 보너스를 지급하고, 해당 보너스도 스톡옵션이나 회사의 자기 주식으로 지급하는 방안을 제안 드립니다.

사외이사 추가 증원 제안

- 또한 회사의 현 이사회 구성을 살펴보면, 회사 이사 중에 마케팅 전문가나 글로벌 소비자 시장 전문가가 전혀 없고 여성 이사의 수도 글로벌 기준에 비추어 매우 낮은 수준입니다. 따라서 당사는 2023 년 정기주주총회에서 이사 정원을 현재 8 인에서 10 인으로 증원할 것을 제안 드리고 마케팅 및 글로벌 소비자 시장 전문가와 여성 이사를 사외이사로 총원하는 방안을 논의 드리고 싶습니다.

배당성향 증대 제안

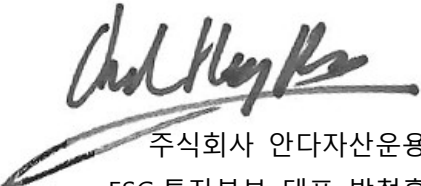
- 당사가 분석하기에, 회사는 별도기준으로 현금성 자산을 약 2.2 조원 보유하고 있으며, 잉여 현금흐름이 매년 1 조원 정도입니다. 당사는 회사가 2021. 11. 4. 발표한 2023 년까지 약 2 조 7,500 억원을 사용하는 주주환원정책에 추가하여, 회사 보유 현금성 자산 중 1.5 조원을 2025 년 정기주주총회까지 3 년간 추가배당 및 자사주 매입에 사용할 것을 제안 드립니다. 회사의 잉여현금흐름 규모를 고려하면 회사가 보유한 위 현금성 자산은 주주들에게 환원되더라도 회사의 성장을 위한 R&D 나 capex 지출에 전혀 무리가 없는 수준입니다. 또한 회사의 글로벌 경쟁사들의 배당성향은 거의 80% 이상을 유지하고 있는바, 자사주매입부분을 제외하고 순수 배당성향을 80% 이상으로 올려주시기를 요청 드립니다.

자사주 소각 제안

- 현재 회사는 회사 발행주식의 12.6%에 해당하는 자기주식 약 1,731 만주를 보유하고 있습니다. 귀 이사회도 회사가 자사주를 매입한 목적이 주주환원정책에 따른 것임은 인지하고 계실 것입니다. 그런데 그 목적을 완전하게 달성하기 위하여는 이를 소각하여 종국적으로 회사의 ROE 를 높여야 하는 것입니다. 이에 당사는 회사가 보유한 자기주식 전체를 소각할 것을 요청 드립니다.

당사는 회사의 만성적인 주주가치 저평가 문제 해소와 KGC 분리 상장 방안에 대하여 귀 이사회와 건설적인 방향으로 논의를 하기를 바라며, 주주들의 목소리를 전달하고자 합니다. 당사는 언제든지 귀 이사회와 대화를 할 준비가 되어 있으며, 가능한 빠른 시일안에 발전적인 논의가 이루어질 수 있기를 바랍니다.

감사합니다.


주식회사 안다자산운용
ESG 투자본부 대표 박철홍

인적분할 후 재무정보

회사의 인적분할 후 재무정보는 아래와 같습니다

- KT&G의 인적분할이 한국법에 따라 적격분할로 분류된다는 점을 감안할 때 새로운 KGC Holdco는 KGC 지분 100%를 보유한 지주회사가 됩니다.
- 분할신설회사의 분할비율은 0.0855로 이루어질 예정입니다. 즉, KT&G의 주식 1,000주를 가진 주주는 분할 후, KT Co 주식 915주와 KGC Holdco 주식 85주를 보유하게 된다는 것입니다.
- 앞서 말했듯이 KGC 장부가액은 7,600억원에 불과합니다. 기업분할을 통해 재상장하면, 현재 3조원에 달하는 기업 가치를 쉽게 인정받을 수 있으리라 생각합니다.

	KT Co	KGC Holdco
분할비율	0.9145	0.0855*
발행주식수	125,549,981	11,742,516**
시초가	분할로 인한 거래정지일 종가의 50~200%에서 동시호가로 결정. 예)90,000원을 기준으로 45,000원에서 180,000원 사이에서 시초가 형성	
기대효과	KGC의 real value인 2.8조를 고려하면 시초가가 180,000 이상으로 형성될 것임	

백만원	분할 전	분할 후	
	KT&G***	분할존속회사 KT Co	분할신설회사 KGC Holdco
자산	9,906,216	9,219,350	762,130
유동자산	3,965,688	3,965,688	0
당좌자산	3,095,846	3,095,846	0
재고자산	869,842	869,842	0
비유동자산	5,940,527	5,253,661	762,130
투자자산	4,509,802	3,822,936	762,130
유형자산	1,081,246	1,081,246	0
무형자산	112,106	112,106	0
기타비유동자산	237,374	237,374	0
부채	1,875,439	1,875,439	0
유동부채	1,800,401	1,800,401	0
비유동부채	75,037	75,037	0
자본	8,030,777	7,343,911	762,130
자본금	954,959	873,283	81,677
기타자본잉여금	3,582	3,582	680,453
자기주식	-879,982	-804,718	0
자본조정	0	-680,453	0
자기주식처분이익	528,894	528,894	0
적립금	6,824,155	6,824,155	0
이익잉여금(결손금)	599,168	599,168	0
자본과부채총계	9,906,216	9,219,350	762,130

* 분할신설회사순자산/분할전회사순자산

**유동주식수 확보를 위해 액면분할 제안 예정(1/5 수준)

***2Q2022 별도 기준

인적분할 절차

인적분할 절차를 설명 드립니다

- KGC Holdco의 인적분할 절차는 6-8개월 정도에 완성가능 합니다.
- 당 펀드의 분할계획상 분할 신설회사인 KGC Holdco의 이사회는 기존 KGC 이사들이 겸직을 하는 것을 원칙으로 합니다.
- 다만, 기존 KGC의 이사들 대부분이 KT&G의 직원으로 구성되어 있고, 마케팅이나 소비재 부문 글로벌 시장 전문가가 없는 것이 문제 입니다.
- 이를 개선하기 위하여 당 펀드는 마케팅 및 글로벌 시장 전문가를 사내 이사 또는 사외이사로 추가 추천할 계획 입니다.

분할신설회사 이사회 구성 (안)

직위	임원명	선임일	주요경력
대표이사	허철호	2022.03.29	전 - KT&G 남서울본부장
기타 비상무	김용범	2020.03.31	현 - KT&G 재무실장 전 - KT&G IR부장
	이웅규	2021.03.19	현 - KT&G 성장투자실장 전 - KT&G 성장투자부장
	민기철	2021.03.19	현 - KT&G 경영관리실장 전 - KT&G 인니경영관리실장
사외이사	김한주	2022.03.29	변호사
감사	이정진	2021.04.07	현 - KT&G 감사단장 전 - KT&G 북서울본부 본부장

Source: DART

절차	일정 (안)
KGC Holdco 분할계획안 주주총회 주주제안	2023. 2. 14
주주총회 승인	2023. 3. 29
분할주총 결의 거래소, 금융위 신고·공시 및 보고	2023. 3. 30
채권자 이의제출 공고 및 최고	2023. 4. 12
채권자 이의제출기간 종료	2023. 5. 15
증권신고서 제출	2023. 5. 30
투자설명서 제출	2023. 6. 13
주식병합 및 구주권 제출 공고	2023. 6. 15
매매거래정지 시작	2023. 7. 17
구주권제출기간 종료	2023. 7. 18
분할기일	2023. 7. 19
분할보고주주총회 같은 이사회 결의	2023. 7. 20
분할등기 및 신설등기	2023. 7. 21
변경상장 및 재상장	2023. 8. 18