

주주서한

2026.4.20

(월)요일

수신자 : (주)신세계푸드 경영진 및 이사회 이사님들

서울특별시 성동구 성수일로 56, BY센터

발신자 : 밸류파트너스자산운용(주)

서울특별시 영등포구 국제금융로8길 27-9, 410호

신세계푸드 경영진 및 이사회 이사님들께,

안녕하십니까?

밸류파트너스자산운용은 펀드·일임·자문 계좌 등을 통해 신세계푸드에 투자해 온 주주입니다.

이재명 대통령은 “1주를 가진 주주든, 100주를 가진 주주든 그들이 가진 1주의 가치는 동일하게 보장받아야 합니다”라고 강조한 바 있습니다. 이 발언은 단순한 선언이 아니라 주식회사의 가장 기본적인 원칙을 재확인한 것입니다.

대주주의 1주와 일반주주의 1주는 본질적으로 동일한 가치를 가져야 하며, 거래 과정에서 발생할 수 있는 지배주주와 일반주주 간 이해상충은 반드시 해소된 상태에서 진행되어야 합니다.

1. 본 거래는 주주간 이해상충 거래

본 거래는 지배주주와 일반주주 간의 이해상충이 발생하는 거래입니다. 정용진 회장은 모회사 이마트 지분 28.85%를 보유하고 있으며, 이마트는 신세계푸드의 유효지분 71.18%를 보유하고 있습니다. 이러한 소유구조 하에서 신세계푸드 일반주주의 지분이 내

재가치보다 낮은 가격으로 합병될 경우, 그 손실은 일반주주에게 전가되고, 반대로 그 이익은 지배주주에게 귀속되는 결과를 초래하게 됩니다.

2. 이사회 이사 독립성 결여 및 특별위원회 전문성 결여

또한 신세계푸드 이사회 이사들과 특별위원회 위원들은 실질적으로 지배주주에 의해 선임되어 독립성이 결여되어 있습니다. 아울러 이사회 내 특별위원회 위원들의 전문성 역시 부족한 상황입니다. 각 위원의 전문 분야를 살펴보면, 천홍욱은 관세, 김영기는 조세, 한주훈은 경영 분야이지만 노사관계에 치우쳐 있어, 본 건과 같은 기업가치 및 공정성 판단에 필요한 재무·평가·자본시장 전문성이 충분하다고 보기 어렵습니다.

성명	전문 영역	주된 직업	주요 경력
천홍욱	관세	-	1982 27회 행정고시 합격 ~2010 관세청 기획조정관 2010 관세청 서울본부세관 세관장 2012 관세청 심사정책국 국장 2013 관세청 차장 2016 관세청 청장
김영기	조세	세무법인 티앤피 대표세무사	2013 국세청 조사국장 세무법인 티앤피 대표세무사(現) (주)오리온홀딩스 사외이사
한주훈	경영	KAIST 경영대학 부교수	2020 경영노사관계대학 부교수 KAIST 경영대학 부교수(現)

3. 이사의 주주충실의무 본질 지켜야

이사의 주주충실의무의 본질인 절차적 공정성이 엄격히 준수되는 미국과 달리, 한국에서 본 거래와 같이 진행된다면 이는 마치 하나의 사과를 지배주주가 1/6과 5/6으로 나누

뒤, 스스로 더 큰 몫인 5/6을 먼저 가져가는 것과 같은 명백히 불공정한 결과로 귀결됩니다.

이번 거래는 신세계푸드의 2025년 말 기준 청산가치(주당 94,692원)의 약 절반 수준에서 이루어짐으로써, 일반주주의 재산이 지배주주에게 이전되는 결과를 초래하고 있으며, 이사회 결의를 통해 이를 정당화하고 있습니다.

더욱이 2025년 하반기, 신세계푸드는 급식사업을 약 PBR 4배 수준에 외부에 매각한 바 있어, 동일 회사 내 자산에 대해 상반된 가치 기준이 적용되고 있다는 점에서도 이번 거래의 공정성에 심각한 의문이 제기됩니다.

또한 신세계푸드는 약 500억 원 규모의 화장품 ODM 투자(참고1 참조)를 단행한 직후 공개매수와 합병 절차에 착수함으로써, 해당 투자에 따른 성과와 위험을 일반주주가 충분히 확인하고 공유할 기회조차 갖지 못하게 했습니다.

이 과정에서 지배주주에게는 프리미엄이 제공된 반면, 일반주주는 대규모 지분 희석과 주가 하락을 감내해야 하는 불리한 상황에 놓였습니다.

신세계푸드의 영업 및 재무상태 역시 견조한 수준입니다. 2025년 말 기준 자산 8,135억 원, 부채 4,556억 원, 자본 3,579억 원을 기록하고 있습니다. 또한 현금 및 금융자산(사모 펀드 투자 500억 원 포함)에서 이자비용이 발생하는 금융부채를 차감한 순현금성자산은 약 200억 원 수준으로 파악됩니다.

이처럼 충분한 재무 여력을 보유하고 있음에도 불구하고, 경영진과 이사회는 주당가치 제고를 위한 자사주 매입·소각을 즉각 실행하지 않고 있습니다. 특히 현재 보유 중인 금융자산만으로도 충분히 실행 가능한 상황인 만큼, 시장주가가 내재가치를 반영하도록 하는 자사주 매입·소각은 선택이 아닌 의무입니다.

신세계푸드의 합병 진행가격 50,191원은 다음과 같은 측면에서 현저히 저평가된 수준입니다.

1. 2025년 말 기준 주당 순자산가치 94,692원의 약 0.53배에 불과하여, 사실상 청산가치의 절반 수준에서 거래가 이루어지고 있습니다.
2. 수익가치 산정(이익접근법, DCF)에 따르면,

이마트 측 자문 회계법인인 한울회계법인은 176,080원 ~ 309,854원을,
신세계푸드 측 자문 회계법인인 회계법인 숲은 128,787원 ~ 191,035원을 각각 제
시하고 있습니다.

이와 같은 평가 범위를 고려할 때, 현재 합병가격은 합리적 가치 범위의 하단을 크게 하
회하는 수준으로, 일반주주에게 현저히 불리한 조건이라 할 수 있습니다.

**수익가치 상단인 309,854원은 합병가격 50,191원 대비 약 6.2배에 달하는 수준으로, 합
병가격이 현저히 저평가되어 있음이 명확히 드러납니다. 이는 수익가치의 1/6에도 미치
지 못하는 가격에 일반주주의 재산이 지배주주에게 이전되는 것과 다름없습니다. 이러한
결과는 절차적 공정성이 지켜지지 않았기 때문입니다. 두 사람이 사과 하나를 공정하게
나누는 방식, 즉 한 사람이 자르고 다른 사람이 먼저 선택하는 원칙이 적용되지 않은 것
입니다.**

**그 결과, 하나의 사과를 지배주주가 1/6과 5/6으로 나눈 뒤 지배주주가 먼저 더 큰 몫
(5/6)을 가져가는 것과 같은 불공정한 상황이 발생한 것입니다.**

4. 주주 요구사항들

우리는 다음을 요구합니다.

- 1) 포괄적 주식교환을 진행하기에 앞서, 주당가치 제고를 위한 자사주 매입소각을
즉각 실행할 것(주당 내재가치가 충분히 반영될 때까지)**
- 2) 주주총회에서 MOM(Majority of Minority) 절차, 즉 이해관계가 없는 일반주주
다수의 동의 절차를 반드시 거칠 것**
- 3) 모든 가치평가 관련 가정사항, 비교기업, 미래현금흐름(매출 성장율과 영업이익률,
운전자본 및 자본적 지출), 할인율, 잔존가치(영구가치 성장률, 계산방식) 등을 투
명하게 공시할 것**

이사의 주주충실의무가 법제화된 지금, 이사회가 다시 한 번 '형식적 합법성' 뒤에 숨는
다면 이는 법의 취지를 무력화하는 행위입니다.

신세계푸드의 일반주주는 특혜를 요구하지 않습니다. 단지 대주주와 동일한 1주의 가치
를 요구할 뿐입니다. 2025년 7월 상법 개정으로 이사의 주주충실의무가 법제화되었음에
도 불구하고, 지배주주가 일반주주의 재산을 사실상 빼앗아가는 주주 간 이해상충 거래

(합병)가 그대로 용인된다면, 이는 법의 실패이자 국가 신뢰의 훼손입니다.

이사의 주주충실의무의 본질은 주주 간 이해상충이 발생하는 경우, 공정한 절차(Entire Fairness Rule)를 엄격히 준수하도록 하는 데 있습니다.

참고1: ODM화장품 500억원 투자 (2025년 10월2일 공시, 취득예정일 10월15일)

* 국내 화장품 ODM 4 위 업체인 씨앤씨인터내셔널(코스닥 상장사)의 실질적인 최대주주(41.2%)가된 뷰티시너지 2025 사모투자 합자회사의 지분 36.9%를 신세계푸드가 취득.앵커투자자가 된 것으로 추정

* '25 년 8 월말 뷰티시너지는 씨앤씨인터내셔널 기존 최대주주 일가가 보유한 주식의 약 1/3을 당시 시가보다 약 60% 높은 70,000 원에 매입.

그 후, 9 월 1 일 씨앤씨인터내셔널은 뷰티시너지 앞으로 당시 발행주식수의 36%나 되는 제3자배정 유상증자 결정을 공시하고 당시 시가보다 낮은 수준인 40,100 원에 진행

*물론 이사회 결의일인 5 월 22 일을 기산일로 가중산술평균주가와 최근일 주가 중 낮은 주가를 적용함. 법적으로는 문제없겠으나 당시 기준 최근 2 년내 가장 낮은 주가 수준대에서 진행한 것임

* 5 월 말에 유상증자 결정 공시 이후 주가는 19% 하락으로 소수주주들이 환영하지 않은 거래

* EV/EBITDA 약 12-13 배에 매수

* 결론은 최대주주에게만 매우 높은 프리미엄을 제공하고 대규모 유상증자로 지분희석 및 주가 급락을 야기한 사모펀드를 신세계푸드가 앵커투자자로서 지원한것으로 보임. 지배주주에게만 좋은 위 거래들은 정부와 금융당국이 하지 말라는 행위들임

*또한 신세계푸드 주주는 화장품 ODM 투자하자마자 상장폐지 당하게 됨

참고2: 2026년1월23일 뉴스(<https://www.inews24.com/view/1930871>)

수익성 중심 경영 전략-노브랜드버거·베이커리로 '승부수'

- 비수익 사업 정리: 수익성이 낮거나 장기 적자 사업을 철수/매각

급식사업부 매각 (아워홈), 노브랜드 피자 사업 철수, 미국 대체육 자회사 베러푸즈 정리 (지속 적자로 완전자본잠식), 스무디킹 운영 종료 등.

- 수익성·성장 중심 사업에 집중

노브랜드버거: 창업 비용을 낮춘 콤팩트 매장 모델 도입, 출점 속도 가속화 및 점포 수 증가, 배달 부담 완화, 재료 지원 등 가맹점 경쟁력 강화 계획

베이커리 사업: 전국 직영 공장 기반 고품질 제품 생산, 이마트·카페 채널 공급 확대, 냉동 샌드위치 등 신성장 제품 매출 크게 증가 (전년 대비 약 132% 성장)

- 핵심 경영 방향

외형 확대보단 수익성 개선 중심으로 사업 재편하고, 성장성이 높은 외식·프랜차이즈·식품 부문에서 핵심 경쟁력 강화에 집중한다는 전략

-끝-

밸류파트너스자산운용
대표이사 윤종엽, 김봉기

