

[보도자료]

“코스피 상승의 핵심 동력이었던 ‘이사의 주주충실의무’ 무력화 우려”

밸류파트너스자산운용, 이마트-신세계푸드 거래 관련 ‘10대 쟁점’ 공개 제기

“MOM 절차 없는 이해상충거래는 일반주주 재산 헐값이전... 한국 자본시장 신뢰 훼손”

밸류파트너스자산운용은 7일, 이마트와 신세계푸드 포괄적 주식교환 거래와 관련해 “2025년 상법 개정으로 도입된 ‘이사의 주주충실의무’의 취지를 사실상 무력화하려는 시도가 나타나고 있다”며 공개적으로 문제를 제기했다.

회사는 이날 ‘신세계푸드 거래 관련 10대 쟁점’ 자료를 통해 ▲지배주주와 일반주주 간 이해상충 문제 ▲공정가격 논란 ▲소수주주 다수결(MOM·Majority of Minority) 절차 부재 ▲이사회 독립성 문제 ▲주식매수청구권 가격협의절차 및 가격의 불공정성 등을 집중적으로 비판했다.

특히 밸류파트너스는 “최근 코스피 상승의 핵심 동력 중 하나는 상법 개정을 통한 이사의 주주충실의무 강화와 일반주주 보호 기대감이었다”며 “만약 이번과 같은 거래에서 그 원칙이 무력화된다면 한국 자본시장 전체의 신뢰가 다시 훼손될 수 있다”고 주장했다.

회사는 “일반주주는 특혜를 요구하는 것이 아니라 단지 ‘동일한 1주의 가치’를 요구하는 것”이라며 “지배주주와 일반주주 간 이해상충 거래에서 공정한 절차(entire fairness)가 작동하지 않는다면 이는 결국 일반주주의 재산이 지배주주에게 이전되는 결과로 귀결된다”고 강조했다.

또한 이번 거래 구조에 대해 “청산가치에도 미치지 못하는 가격에서 자사주 매입·소각이라는 가장 단순하고 확실한 주주가치 제고 수단은 외면한 채 거래를 추진하고 있다”고 비판했다.

밸류파트너스는 특히 미국 사례와의 비교를 통해 한국 시장의 제도적 후퇴 가능성을 경고했다. 회사는 최근 더블유게임즈가 미국 나스닥 상장 자회사 [DoubleDown Interactive](#)를 완전자회사화하는 과정에서 소수주주 다수결(MOM) 절차를 명시적으로 포함한 점을 언급하며, “경제적 실질이 동일한 이해상충 거래라면 한국에서도 동일한 절차가 적용되어야 한다”고 주장했다.

아울러 밸류파트너스는 최근 대법원 판결(2025다219931)도 언급했다. 해당 판결은 이해관계가 있는 대주주의 의결권 행사를 제한하면서 사실상 소수주주 의사의 중요성을 인정한 사례로 평가받고 있다. 회사 측은 “상법 개정 이후에는 이러한 원칙이 임원 보수뿐 아니라 합병·포괄적 주식교환 등 이해상충 거래 전반으로 확대 적용되는 것이 합리적”이라고 설명했다.

또한 회사는 “본 거래 직전 공개매수 당시 일반주주 71% 이상이 응하지 않았다는 사실 자체가 가격의 불공정성을 보여준다”며 “그럼에도 유사한 가격으로 다시 거래를 추진하는 것은 시장의 반대 의사를 무시하는 것”이라고 주장했다.

특히 회사는 회계법인 평가 결과에 따르면 신세계푸드의 수익가치(DCF 기준)가 최대 30만 원 수준까지 제시됐음에도 실제 거래가격은 약 5만 원 수준에 불과하다는 점도 강조했다. 밸류파트너스는 “이는 수익가치 기준으로 1/6 수준에도 미치지 못하는 가격”이라며 “절차적 공정성과 실질적 공정성 모두 훼손된 사례”라고 밝혔다.

밸류파트너스는 마지막으로 “한국 자본시장이 선진시장으로 도약하기 위해서는 ‘코리아 디스카운트’를 유발해온 지배주주 중심 의사결정 구조를 바꿔야 한다”며 “이번 거래가 향후 한국 자본시장에서 이사의 주주충실의무가 실제로 작동하는지를 보여주는 중대한 시험대가 될 것”이라고 덧붙였다.

첨부-신세계푸드 주주 의견- 쟁점 10가지(밸류파트너스자산운용)

본 주주는 2026년 4월 20일 주주서신을 통해, 본 거래가 ① 주주 간 이해상충 거래에 해당한다는 점, ② 이사회 이사들의 독립성이 결여되어 있고 특별위원회의 전문성 또한 부족하다는 점, ③ 이사의 주주충실의무의 본질이 엄격히 지켜져야 한다는 점을 지적하며, 다음과 같은 사항을 요구하였습니다.

- 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 투명하게 공시할 것

이사의 주주충실의무가 법제화된 지금, 이사회가 다시 한 번 ‘형식적 합법성’ 뒤에 숨는다면 이는 법의 취지를 무력화하는 행위입니다.

신세계푸드의 일반주주는 특혜를 요구하지 않습니다. 단지 대주주와 동일한 1주의 가치

를 요구할 뿐입니다. 2025년 7월 상법 개정으로 이사의 주주충실의무가 법제화되었음에도 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.

참고자료2: 주주서한(2026년4월20일)

추가적으로 우리는 쟁점 10가지를 다음과 같이 제기하고 해소절차 등을 요구합니다.

쟁점# 1 공개매수 가격의 공정성에 대한 검증, 의견표명, 공정한 가격으로 추가적인 공개매수 요구 부재

이마트에서 PBR 0.5배 수준 가격으로 상장폐지를 위해 공개매수를 신고했을 때, 신세계푸드 이사들은 이것이 폐쇄기업화를 위한 거래이며 계열회사간 거래이므로 이해상충 소지가 있음에도 불구하고 공개매수 가격의 공정성에 대한 검증과 의견표명을 하지 않은 것으로 보입니다.

그 이후, 포괄적 주식교환을 검토하는 과정에서 신세계푸드가 고용한 회계법인이 신세계푸드의 공정가치를 공개매수 가격의 약 2.5~4배로 추정했고 공개매수도 이마트가 목표로 했던 양의 ¼ 수준만 일반주주들이 응했음에도 불구하고 신세계푸드 이사들은 이마트에게 공정한 가격으로 추가적인 공개매수를 요구하지 않은 것으로 보입니다. 이렇게 공개매수 가격이 낮다면 대상회사의 이사들은 일반주주를 보호하기 위해 공정 가격등에 대한 의견 표명 후, 추가적인 공개매수를 요구했어야 그나마 주주충실 의무를 위해 취선에 가까운 노력을 다했다고 볼 수 있을 것입니다. 이것은 이사의 행위규범에 대한 법무부의 가이드라인에서도 적극적으로 고려가 필요하다고 언급된 부분입니다.

쟁점#2 주식매수청구권가격은 주주와 협의로 결정하라는 법령, 주주와 협의 없이 결정함
본 거래 주식매수청구권 가격은 주주와 협의로 결정하라는 법령에 따라 일반주주와 협의하는 절차를 요구하고 있습니다. 따라서 관련 절차를 공개적으로 거칠 것을 요구합니다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 관련 조항은 다음과 같습니다.

제165조의5(주식매수청구권의 특례)

② 제1항의 청구를 받으면 해당 법인은 매수청구기간이 종료하는 날부터 1개월 이내에 해당 주식을 매수하여야 한다.

③ 제2항에 따른 **주식의 매수가격은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정**한다. 다만, 협의를 이루어지지 아니하는 경우의 매수가격은 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액으로 하며, 해당 법인이나 매수를 청구한 주주가 그 매수가격에 대하여도 반대하면 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있다.

쟁점#3 주식매수청구권은 '공정한 가격'이 전제될 때에만 의미

신세계푸드 공시를 검토하면서 가장 납득하기 어려운 지점은 가치평가와 실제 적용된 가격 사이의 괴리입니다. 회사가 의뢰한 회계법인들의 평가 결과를 보면, 어떠한 평가 방법을 적용하더라도 신세계푸드의 최소 주당 가치는 약 9만~10만 원 수준 이상으로 제시되고 있습니다.

그럼에도 불구하고 회사는 이마트 역시 저평가되어 있으므로 교환비율 자체에는 문제가 없으며, 주주충실의무에도 위배되지 않는다는 논리를 내세우고 있습니다. 그러나 이는 본질을 회피한 주장입니다. 저평가된 자산끼리 교환한다고 해서 공정성이 자동으로 확보되는 것은 아닙니다.

더욱 심각한 문제는 반대주주의 주식매수청구권과 관련된 부분입니다. 회사는 본건 주식교환에 반대하는 경우 주식매수청구권을 행사하여 주식을 현금화할 수 있는 대안이 있는 점을 고려할 때, 주주의 이익이 침해될 우려가 있다고 보기 어렵다고 기재하고 있습니다.

그러나 이는 **형식적 권리의 존재를 실질적 보호로 오인한 주장**입니다. 객관적 평가상 최소 9만 원 이상의 가치가 있는 주식을 약 5만 원 수준의 가격으로 매수청구가격을 산정해 놓고, 이를 '주주의 보호 장치'라고 주장하는 것은 논리적으로 성립하기 어렵습니다.

주식매수청구권은 '공정한 가격'이 전제될 때에만 의미가 있습니다. 만약 주주가 자신의 지분을 내재가치 대비 현저히 할인된 가격으로 매도할 수밖에 없다면, 이는 선택권이 아니라 사실상 강요에 가깝습니다.

결국, 최소 9만 원 이상의 가치를 가진 주식을 5만 원에 처분해야 하는 구조를 만들어 놓고도 "주주의 이익이 침해될 우려가 없다"고 판단하는 것은, 주주충실의무의 핵심인 절차적·실질적 공정성(entire fairness)을 충족했다고 보기 어렵습니다.

이는 단순한 가격 논쟁이 아니라, **지배주주와 일반주주 간 이해상충 상황에서 이사회가**

누구의 이익을 기준으로 의사결정을 했는지에 대한 근본적인 질문입니다.

쟁점#4 주식매수청구권 가격의 불공정성

만약 이마트가 더 높은 가격으로 공개매수하는 것을 거부해서 신세계푸드 일반주주들을 보호하는데 기여하지 못한다면 신세계푸드 이사들이 공정가격으로 아니면 최소한 청산가치로 주식매수청구를 행사할 수 있도록 해줘야 한다고 봅니다.

신세계푸드는 최근 급식사업을 PBR 4배에 약 1,200억원에 매각한 것을 포함해서 '25년 말 기준 약 1,600억원의 현금 및 단기금융상품을 보유하고 있었습니다. 거기다가 신세계 그룹이라는 든든한 모회사 그룹도 있습니다.

따라서 신세계푸드는 충분히 포괄적 주식교환을 반대하는 일반주주들에게 공정가격으로 주식을 매수해줄 수 있습니다. 이런 노력도 전혀 없이 PBR 0.5배 수준으로만 주식매수청구 가격을 제시하는 것은 무책임한 것으로 보입니다.

쟁점#5 자사주 매입소각시 주가 주당가치에 수렴, 해당 내용 전문가 대상 공개조사 제안

자본배분의 기본 원칙은 명확합니다. 주가가 주당가치 대비 현저히 저평가되어 있을 때 자사주를 매입하는 것은 가장 단순하면서도 가장 확실한 주주가치 창출 수단입니다. 특히 현재와 같이 주가가 청산가치에도 미치지 못하는 수준이라면, 자사주 매입 및 소각은 선택이 아니라 사실상 최우선적으로 고려되어야 할 합리적 결정입니다. 이는 자본시장 참여자라면 누구나 이해하고 있는 기본적인 원칙입니다.

지금과 같이 청산가치의 절반 수준에서 거래되고 있는 상황에서 자사주 매입 및 소각을 실행한다면, 시장가격은 자연스럽게 주당가치에 수렴하게 될 것이며, 궁극적으로 그 주당가치는 주당수익가치에 근접해 갈 것입니다.

특히 주주 간 이해상충 거래와 관련된 절차 및 경영 의사결정은 단순한 경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)이 아니라, 엄격한 공정성 기준(entire fairness standard)에 따라 이루어져야 합니다.

또한 당사는, 회사 측이 "주가가 내재가치를 반영하도록 하는 절차"인 자사주 매입·소각 요구를 거절하는 입장을 표명한 것과 관련하여, 과연 해당 절차가 실제로 시장가격에 기업가치를 적절히 반영시키는지에 대한 공개적인 의견 수렴이 필요하다고 판단합니다.

이에 본 사안에 대한 시장의 객관적 판단을 확인하기 위해, 펀드매니저 및 자본시장 전

문가들을 대상으로 한 공개 설문조사를 제안드립니다. 해당 조사 결과를 투명하게 공개함으로써, 본 거래 및 관련 의사결정의 공정성과 적절성에 대해 시장 참여자들이 어떠한 판단을 내리는지 확인할 필요가 있습니다.

아울러, 실제로 공개 설문조사를 실시하고 그 결과를 외부에 투명하게 공유해 주실 것을 정중히 요청드립니다.

쟁점#6 이사의 주주충실의무의 본질에 충실하지 않을 경우, 그 결과는 결국 지배주주에 의한 일반주주 재산의 약탈로 귀결

1. 자사주 매입·소각이라는 가장 단순하면서도 확실한 주주가치 제고 수단을 실행하지 않고,
2. 이사의 주주충실의무가 요구하는 공정한 절차(entire fairness standard)의 핵심 요소 중 하나인 MOM(Majority of Minority, 소수주주 다수결) 승인 절차도 거치지 않은 채 거래를 추진함으로써,

본 건은 일반주주와 지배주주 간 이해상충 상황에서 공정성이 심각하게 훼손된 구조를 초래하고 있습니다.

이는 마치 하나의 사과를 나누는 과정에서, 지배주주가 이를 1/6과 5/6으로 나눈 뒤 스스로 더 큰 몫인 5/6을 먼저 취하고, 일반주주는 선택권 없이 나머지 1/6만을 받아들일 수밖에 없는 상황과 같습니다. 이러한 결과는 절차적 공정성과 실질적 공정성을 모두 요구하는 주주충실의무의 본질에 정면으로 배치됩니다.

참고로 수익가치 산정(이익접근법, DCF)에 따르면,

이마트 측 자문 회계법인인 한올회계법인은 176,080원~309,854원을,

신세계푸드 측 자문 회계법인인 회계법인 숲은 128,787원~191,035원을 각각 제시하고 있습니다.

특히 수익가치 상단인 309,854원은 합병가격 50,191원 대비 약 6.2배에 달하는 수준으로, 본 합병가격이 현저히 저평가되어 있음을 명확히 보여줍니다. 이는 수익가치의 1/6에도 미치지 못하는 가격에 일반주주의 재산이 지배주주에게 이전되는 것과 다름없는 결과입니다.

결국, 공정한 분배의 최소 원칙인 '한 사람이 나누고 다른 사람이 먼저 선택하는 구조'조차 작동하지 않은 채 거래가 진행되었고, 그 결과 지배주주에게 유리한 방향으로 가치 이전이 이루어진 것으로 평가할 수밖에 없습니다.

쟁점#7 가치산정 주요변수 세부내용 공시해야

해당 수익가치 산정은 가정에 따라 결과가 크게 달라질 수 있는 만큼, 그 과정과 전제가 충분히 투명하게 공개되어야 합니다. 특히 미래현금흐름의 핵심 변수인 매출 성장률, 영업이익률, 운전자본 및 자본적 지출(CAPEX), 할인율, 잔존가치(영구성장률 및 산정 방식) 등에 대한 구체적 가정과 산출 근거를 상세히 공시할 필요가 있습니다.

이와 같은 핵심 가정이 불투명한 상태에서는 수익가치 평가의 객관성과 신뢰성을 확보하기 어렵습니다. 더 나아가, 회사 측 자문 회계법인이 아닌 독립적인 일반주주 측 전문가가 동일한 기준으로 평가할 경우, 주당 가치가 40만 원 이상으로 산정될 가능성도 충분히 존재합니다.

쟁점#8, 본 거래 전 주주간 이해상충거래인 공개매수에서 일반주주 71% 반대

본 거래 전 공개매수(기간 2025년12월15일~2026년1월5일, 매수가격: 주당 48,120원)에서 일반주주는 71%이상이 반대했습니다. 이는 공개매수 가격이 가치 대비 크게 낮았다는 것을 의미합니다. 주주간 이해상충이 존재했던 공개매수 일반주주의 과반을 훨씬 넘는 71% 이상이 반대했습니다. 이는 MOM에서 부결되었다는 것을 의미합니다. 그러나 그 후 진행하고 있는 본 거래(주식교환)를 공개매수와 유사한 50,191원, 청산가치의 약 절반가격, 수익가치(DCF) 산정가치(범위 중 높은)의 1/6도 안되는 가격으로 진행하는 것은 엄격한 절차적 공정성원칙 절차를 무시하여, 일반주주의 재산을 지배주주가 약탈해 가는 것과 같습니다.

쟁점#9, 소수주주 다수결절차를 거쳐서 진행해야 하는 이유 두가지

소수주주 다수결(Majority of the Minority, MOM) 절차를 반드시 거쳐야 하는 이유는 크게 두 가지입니다.

첫째, 이사의 주주충실의무는 본 거래와 같은 주주 간 이해상충 거래에 있어, 이해상충을 해소하는 절차를 전제로 거래를 진행할 것을 요구합니다. 그리고 그 핵심적인 해소 수단 중 하나가 바로 소수주주 다수결(Majority of the Minority, MOM) 절차입니다.

둘째, 대법원은 지난 4월 2일, 한국 기업 지배구조 역사에 이정표가 될 의미 있는 판결(2025다219931)을 선고하였습니다. 주주인 대표이사가 이사들의 연봉 총액을 인상하는 방식으로 자신의 보수를 올리는 행위가 위법하다고 판단하였습니다. 지분 76%를 보유한 대표이사는 특별이해관계에 해당함에도 불구하고 의결권을 행사한 점이 상법 제368조

제3항이 금지하는 이해충돌에 해당한다고 보았습니다. 대법원은 의결권 행사가 제한되는 주주의 주식 수는 정족수 계산의 기초가 되는 '발행주식의 총수'에서도 제외되어야 한다는 점을 명확히 하였습니다. 상법상 주주총회 결의는 발행주식 총수의 4분의 1 이상의 찬성을 요하는데(제368조 제1항), 이해관계가 있는 주주를 제외하고 이를 산정할 경우, 결국 소수주주들의 의사가 결정적인 역할을 하게 됩니다. 이는 다수 지분을 가진 주주의 이해충돌 사안에서 사실상 소수주주 다수결 제도(Majority of the Minority, MOM)가 작동하게 되는 결과를 의미합니다.

이번 판결은 상법 개정 이전인 2024년 3월 정기 주주총회와 관련된 사안이므로 주주총회 실의무에 관한 개정 내용은 반영되지 않았습니다. 그러나 이후 개정된 상법까지 함께 고려할 경우, 임원 보수뿐만 아니라 합병, 영업양도 등 다양한 이해충돌 사안에도 이번 판결의 취지가 확장 적용해야 합리적이라고 판단됩니다. 따라서 주주간 이해상충이 존재하는 본거래도 소수주주 다수결(Majority of the Minority, MOM) 절차를 거쳐야 합니다.

쟁점#10 소수주주 다수결절차 미국 vs. 한국, 동일한 주식=동일한 충실의무=동일한 절차

지난해 이사의 주주충실의무를 포함하는 상법 개정이 이루어진 상황에서, 더블유게임즈-더블다운인터랙티브 합병 절차와 동일하게, 한국의 이마트-신세계푸드 거래에서도 소수주주 다수결(MOM, Majority of Minority) 절차가 반드시 포함되어야 합니다.

주주 간 이해상충이 존재하는 상황에서 일반주주를 보호하기 위한 이사의 주주충실의무의 본질은 미국과 한국에서 다를 수 없으며, 동일한 기준으로 적용되어야 합니다.

상장사인 더블유게임즈는 2026년 4월 28일, 미국 나스닥에 상장된 자회사 더블다운인터랙티브의 소수주주 지분을 취득하여 완전 자회사화하는 합병을 공시하였습니다. 이와 함께 자회사 이사회에 전달한 제안서에서, 소수주주 다수결(MOM) 절차를 명시적으로 포함하고 있음을 밝힌 바 있습니다.

경제적 실체상 주주 간 이해상충이 존재하는 동일한 유형의 거래에서, 한국 모회사인 더블유게임즈가 미국 상장 자회사에 대해 적용하는 소수주주 다수결 절차는, 이마트-신세계푸드 거래에도 동일하게 적용되어야 합니다.

(참고자료1: 위 내용은 더블유게임즈가 자회사 이사회에 전달한 제안서를 기반으로 하며, 소수주주 다수결 절차 관련 부분은 아래 참고내용에서 노란색으로 강조되어 있습니다.)

참고자료1) 제안서

Dear Members of the Board:

DoubleU Games Co., Ltd. ("DoubleU Games" or "we") hereby submits a proposal for a transaction pursuant to which DoubleU Games would acquire, through a comprehensive share exchange under Korean law, all outstanding common shares of DoubleDown Interactive Co., Ltd. ("DDI") not presently owned by DoubleU Games (including those represented by ADSs), representing approximately 32.95% of DDI's outstanding common shares. Under the terms of our proposal, the holders of ADSs of DDI other than DoubleU Games would be entitled to receive \$11.25 in cash for each ADS (the "Transaction"). Each ADS represents one-twentieth (1/20) of one DDI common share. The offer price equals the 52-week high price of DDI's ADSs on the NASDAQ Global Select Market and represents;

- a premium of approximately 22.4% over the DDI ADS closing price on April 27, 2026;
- A 26.9% premium to the volume-weighted average price of the Common Stock over the last 30 trading days through March 16, 2026; and
- A 27.1% premium to the volume-weighted average price of the Common Stock traded during 2026.

We believe the proposed Transaction offers DDI's public ADS holders immediate, certain cash value at a meaningful premium—a compelling outcome given current market volatility across the gaming sector. We anticipate that DDI's Board of Directors will form a special committee of independent directors to consider our proposal. DoubleU Games will not proceed without the recommendation of such special committee, acting independently and in accordance with its fiduciary duties and the execution of a mutually agreed definitive agreement.

As DDI's controlling shareholder and long-term partner of over a decade, DoubleU Games does not anticipate extensive pre-signing due diligence and expects a confirmatory review only. The Transaction will be fully funded through available cash and committed financing and will not be subject to any financing condition. We anticipate timely receipt of all applicable regulatory approvals and do not expect the Transaction to require any shareholder approval of DoubleU Games other than as required under applicable Korean law. We further expect to obtain all customary regulatory approvals applicable to cross-border going-private transactions of this nature in a timely manner.

DoubleU Games currently holds approximately 67.1% of DDI's outstanding common shares and, in that capacity, intends to vote in favor of the Transaction. DoubleU Games

will not support any alternative transaction involving DDI—including any competing sale, merger, or comparable corporate event—and has no intention to reduce its shareholding.

Please note that this letter is a non-binding expression of interest, and DoubleU Games reserves the right to amend or withdraw it at any time. No obligations will arise until a definitive agreement is executed. The Transaction will be subject to customary closing conditions, including: (i) **the affirmative vote of at least 95% of DDI's outstanding common shares, including a majority of votes cast by shareholders other than DoubleU Games;** and (ii) receipt of all required regulatory clearances.

In accordance with our Schedule 13D obligations, we intend to disclose this proposal publicly upon delivery and will file this letter with the U.S. Securities and Exchange Commission. DoubleU Games has engaged Paul Hastings LLP and Kim & Chang as its U.S. and Korean legal advisors, respectively, in connection with the Transaction. We are available to discuss any aspects of this proposal at your convenience.

Sincerely,

참고자료 2) 주주서한

주주서한

2026.4.20(월)

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 내재가치보다 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 나눈 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(사모펀드 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 제시하고 있습니다.

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

수익가치 상단인 309,854원은 합병가격 50,191원 대비 약 6.2배에 달하는 수준으로, 합병가격이 현저히 저평가되어 있음이 명확히 드러납니다. 이는 수익가치의 1/6에도 미치지 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 것입니다.

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.

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

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

신세계푸드의 일반주주는 특혜를 요구하지 않습니다. 단지 대주주와 동일한 1주의 가치를 요구할 뿐입니다. 2025년 7월 상법 개정으로 이사의 주주충실의무가 법제화되었음에도 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

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

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

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

* 5월 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 지원한 것으로 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-