

안녕하세요 머스트자산운용 입니다.

당사는 6월 13일에 공시된 파마리서치(이하 "회사")의 "회사분할결정" 에 대해 6월 16일에 당사의 의견을 공개적으로 회사에 전달한 바 있습니다. 이후의 추가적인 의견을 담아 두 번째 레터를 공개적으로 보냅니다.

[회사의 답변에 대한 의견]

회사는 6월 23일 회사의 홈페이지에 올린 글을 통해 '분할을 선택한 이유는 본업과 신규 투자 및 전략적 M&A 활동 등을 기능적으로 분리하여 각 영역의 전문성과 효율성을 극대화하기 위함'이라고 밝혔습니다. 하지만, 당사는 위 목적을 동일하게 달성할 수 있으면서 동시에 대주주와 소액주주의 이해관계를 일치시킬 수 있고, 또 절차적으로 훨씬 간편한 형태가 '자회사 중복상장이 없는 물적분할' 이라고 생각합니다.

관련되어 공개적으로 다시 질문을 드립니다.

- 1) 대주주 개인의 자금을 사용하지 않고, 대주주의 기업에 대한 지배력을 크게 상승시킬 수 있다는 점을 제외하고, 인적분할+현물출자에 의한 지주회사 구조가 자회사 중복상장이 없는 물적분할 구조에 비해 더 나은 점이 있는지요?
- 2) 그리고 회사는 인적분할 후 현물출자 유상증자 인적분할 과정에서 모든 주주에게 동일한 조건의 참여 기회를 제공할 것이기에 문제가 없다고 밝혔습니다. 하지만, 당사의 생각은 크게 다릅니다. 한국의 수많은 유사 사례들 중 거의 모든 사례에서 모든 주주에게 동일한 기회를 제공했음에도 불구하고 대주주의 압도적 참여 비율의 결과를 가져왔습니다. 형식적으로 공평해 보이는 참여 기회임에도 왜 이런 결과가 이어진다고 생각하시는지요? 그리고 회사는 이렇게 예상되는 결과에 대해 어떻게 생각하시는지요? 혹은 회사는 예외적으로 비교적 공평한 결과를 가져올 수 있는 특별한 계획이 있으신지요?

그리고, 회사는 며칠 전 해외투자자들을 대상으로 하는 컨콜에서 1) & 2)와 유사 질문에 대해 회사는 모두에게 동일한 기회를 주기 때문에 모두 참여하면 100% 자회사 구조가 되니 우려할 필요가 없다고 언급하였습니다. 공개매수를 100% 대상으로 진행하실 예정이신지요? 그렇다면 처음부터 100% 자회사인 물적분할을 하는 것이 더 효율적인 것 아

닌지요? 만약 100% 미만의 공개매수를 진행하시는 것이라면 혹시라도 오해했을 일부 참석자를 위해 답변을 정정해주시길 바랍니다. 한국의 유사 사례에 익숙한 국내 투자자의 경우에는 오해의 가능성이 낮겠지만, 그렇지 못하고 중복상장을 잘 상상하지 못하는 해외투자자의 경우에는 오해할 수 있지 않을까 우려됩니다. 회사의 외국인 투자자 비중은 약 15% 이상입니다.

현재까지의 회사의 구조 혹은 100% 물적분할(중복 상장을 하지 않는다는 약속) 후의 지주회사 구조는 대주주와 소액주주의 이해관계가 일치되는 구조입니다. 반면 지금의 인적분할과 현물출자를 통해 지주회사로 전환된 후의 구조는 필연적으로 대주주는 대부분의 소액주주와 다르게 모회사에 집중된 지분을 가진 구조로 귀결될 것이기 때문에, 주주간 이해관계가 불일치된 - 소위 중복상장되어 거버넌스 안 좋은 - 회사의 모습으로 악화됩니다. 과정상의 형식적 정당성과 별개로 귀납적으로 거의 모든 사례에서 그러해 왔다는 사실은 변명할 수 없는 논리적 진실입니다. 많은 언론과 투자 커뮤니티에서 지적하듯이 그럼에도 불구하고 이 선택을 하는 이유는 대주주의 지배력 지분율을 지금의 약 30%에서 크게 증가시키기 위함이라고 당사는 생각합니다.

[6월 13일 두가지 공시. 좋은 거버넌스와 안 좋은 거버넌스]

당사는 투자회사로서, 대주주가 지분율을 확대하고 싶은 회사에 투자하는 것을 선호합니다. 그리고 그러한 대주주의 이해관계와 마음가짐을 존중합니다. 파마리서치는 대주주 개인의 자금의 사용 없이 대주주의 지분율을 높이는 두 가지를 6월 13일에 공시하였습니다. 하나는 1) “기보유 자사주 119,952주 소각” 이고, 다른 하나는 2) “인적분할과 현물출자” 입니다.

1)을 통해 대주주는 지분율 30.48%에서 30.80%으로 상승하였습니다. 2)를 통해 대주주의 모회사의 지분율은 30.48%에서 크게 상승할 예정입니다. 2)의 결과는 귀납적 사고로 합리적으로 예측할 수 있습니다.

1)은 2)와 다르게 대주주와 소액주주 모두의 지분율이 비례적으로 같이 상승합니다. 반면, 2)는 1)과 다르게 소액주주까지 지분율이 함께 상승하지 않습니다.

또한 한 번 더 언급 드리자면, 1)과 다르게 2)는 필연적으로 모회사 자회사 모두 상장되고 양사의 주주구성이 “다른” 이해관계 불일치의 중복상장 회사가 되는 치명적인 단점이 있습니다.

그래서 자본시장에서는 1)을 추구하는 회사를 거버넌스가 좋은 회사라고 평가하고, 2)를 추구하는 회사를 거버넌스가 안 좋은 회사라고 평가합니다. 지금은 파마리서치의 경영진과 이사회 결의된 인적분할+현물출자에 대해 금융당국과 자본시장 그리고 전체주주의 의견을 청취하고 소통하는 시기이기에 이와 같이 적극적으로 애정 어린 의견을 드리니, 부디 좋은 거버넌스 회사가 되는 방향의 선택을 해주시길 부탁드립니다.

[CVC 캐피탈]

CVC캐피탈(이하 "CVC")은 Polish Company의 이름으로 회사의 약 10.06% 지분율을 보유 중인 주요 주주입니다. 그리고 회사 본업의 글로벌 성장을 도와줄 수 있는 검증된 능력이 있는 주주이기도 합니다. 하지만, 회사의 다른 소액주주와 "다른 이해관계"를 가졌을 수 있기에 관련된 몇 가지 공개 질의를 드립니다.

CVC는 보통주가 아닌 전환상환우선주 주주이지만 의결권을 보유하고 있습니다. 그리고 공시된 일부 주주간 계약(대주주-CVC) 내용에 의하면 대주주와 CVC는 의결권 공동 행사를 하고 있고, 투자한 24년 10월로부터 3년간 양도가 제한됩니다. 또한 CVC는 회사의 이사회에 참여하고 있습니다.

1) CVC는 회사의 이번 인적분할 공시와 이후의 현물출자 절차에 대해 사전 혹은 사후에 동의하였나요?

2) CVC가 인적분할을 통해 분할되어 소유할 우선주 중 사업회사 우선주를 공개매수 형태의 현물출자에 청약을 하는 것은 대주주와 맺은 주주간 계약서에 의해 제한 되나요?

3) CVC는 보통주가 아닌 우선주이기에 1년 후 전환권과 3년 후 상환권을 가지고 있습니다. 10% 이상의 주요주주이자 이사회 구성원으로서, 그리고 대주주와 의결권 공동 행사 계약된 주주로서 향후의 전환권과 상환권 행사 계획을 밝혀주십시오. 특히 상환권은 소액주주와 이해관계가 크게 불일치하는 권리이기에 상환조건과 그 계획에 대해서 필히 구체적으로 밝혀주십시오. 분할 후 모회사의 주가는 크게 내리고 자회사의 주가는 크게 오르는 변동성이 예상되는 상황인데 상승을 누릴 수 있는 전환권과 하락을 방어할 수 있는 상환권을 둘 다 보유하고 있기 때문입니다.

4) 마지막으로 인적분할 비율이 크게 이슈가 되고 있습니다. 순자산 비율에 의해 기계적으로 결정되고 지주회사에 보다 많은 현금을 배분하는 것이 합리적이기에 어쩔 수 없는 결정이라고 회사는 설명하고 있습니다. 하지만, 74.3%의 높은 분할비율이 되는 지주회사의 순자산의 50%는 CVC가 투자한 현금을 그대로 가져간 자산입니다. 투자를 집행한 9개월 전 지주회사 전환 및 승계계획에 대해 필히 체크하고 소통하였을 CVC의 투자자금

이 공교롭게도 이례적인 분할비율의 결과적이고 결정적인 원인이 되었습니다. 공교로운 원인에 대한 책임감으로 이례적인 분할비율과 중복상장의 문제점이 드러난 이번 인적분할+현물출자의 문제점이 없어질 수 있도록 10% 이상의 의결권을 가진 주요주주로서 역할을 진심으로 부탁드립니다.

[잃어버린 32%를 위해]

다음으로 회사의 의결권 있는 모든 주주와 자본시장을 애정하시는 분들에게 드리는 말씀입니다.

우선 6월 16일 첫 번째 레터 이후 여러 응원의 글 그리고 좋은 말씀 해주셔서 진심으로 감사드립니다. 계속된 응원과 가르침 부탁드립니다. 다만 한가지만 의견 드리겠습니다.

저는 분할 여부에 대한 주주의 이해관계를 판단할 때, 분할 이후 합산 시가총액이 분할 전 시가총액 보다 더 클지 아닐지로 생각하지 않습니다. 분할이 된다면 혹은 안된다면 (철회 혹은 미통과) 그 때 각각의 시가총액을 비교해서 이해관계를 판단하는 게 합리적이라고 생각합니다.

쉽게 설명드리면, 단기-중기에 파마리서치의 주가가 오른다면 이는 인적분할+현물출자가 주주가치에 도움이 되어서 “그래서” 오르는 것이 아닌, “그럼에도 불구하고” 펀더멘털이 보다 더 좋아서 오르는 것이라고 당사는 판단 중입니다.

회사의 분할 공시 직후 나온 유명 외국계 증권사의 보고서의 내용을 공유드립니다. “회사의 본업 성장 모멘텀 보다 거버넌스 악화(red flags)가 보다 더 중대하다(overweigh)” 라는 주제로 회사의 펀더멘털 예상치를 전혀 하향 조정하지 않은 상태에서 회사의 적정가치 평가값을 무려 32% 하향(PER 멀티플을 25배에서 17배로 하향 조정)” 하였습니다.

당사는 회사의 보통주 기준 약 1.2% 지분율을 보유한 주주로서 주가가 건강히 우상향하는 것이 좋습니다. 하지만, 주가의 우상향이 분할과 현물출자 그리고 중복상장의 미화로 작용하여 주주들의 업사이드 가치가 32% 사라지는 결과가 되지 않기를 희망합니다.

주주분들과 많은 이해관계자분들의 응원과 가르침을 진심으로 부탁드립니다.

마지막으로, 회사와 CVC캐피탈에게는 7월 1일을 시한으로 공개적인 답변을 주실 것을 부탁드립니다.

감사합니다.

머스트자산운용 김두용 드림.

연락처

심혜섭 변호사

Office: 02-6925-5090

Mobile: 010-8845-3602

Email: hssimlaw@gmail.com