안녕하세요 머스트자산운용 입니다.

당사는 자본시장의 애정 어린 참여자로서, 상장사 리파인(이하 "회사")의 최대주주인 (주) 리얼티파인과 회사의 현재 경영진 및 이사회 분들, 그리고 올해 4월 9일 교환사채 발행 이사회 결의를 찬성 의결하신 여섯 분의 이사님들께 당사의 의견을 공개적으로 전달하고자 합니다. 9월 24일 임시주주총회를 앞둔 회사의 다른 모든 주주분들께서도 글 원문 전체를 잘 읽어주시면 감사드리겠습니다.

당사는 2021년 회사가 자본시장에 상장한 직후부터 회사의 매력적인 사업 모델에 대해 많은 관심을 가지고 폭넓고 깊이 있는 리서치를 해 온 오랜 주주입니다. 그리고 올해 들어 대주주 및 경영진의 변경 등을 보며 회사 변화에 대한 기대감, 투자적인 매력, 그리고 자본시장에서의 뜻한 바가 있어 회사에 대한 지분율을 보다 더 확대하였습니다. 당사는 7월 18일 첫 대량보유 지분공시를 하였고 이후 추가 취득을 통해 현재는 약 10.0%의 지분을 보유 중입니다.

[회사 측의 소통 부재]

당사는 언론과 공시에 나왔듯이 주주로서 회사에 임시주주총회 소집을 요청하였습니다. 주주총회의 안건은 "자본준비금 감소에 의한 이익잉여금 전입의 건" 으로, 그 장점의 크기에 대한 논의는 있을 수 있겠습니다만, 반대되는 단점은 단언컨대 사실상 없다고 판단되는 안건입니다. 7월 21일 회사에 임시주주총회 소집 요청 문서를 공식적으로 발송하였고 21일과 22일 회사로부터 잘 수신하였다는 답변을 받았습니다. 하지만 소통이 잘 시작되었다고 생각한 22일 오후 "문제의 교환사채"에 대한 교환신청이 이루어졌다는 공시를 확인하고 크게 실망할 수밖에 없었습니다. 이는 1) 대주주의 지분율을 34.1%에서 48.0%로 크게 증가시켜 임시주주총회의 의결권 구조를 크게 변형시키는 선택이자, 2) 교환사채의 법적 문제를 덮으려는 의도를 엿볼 수 있는 선택이자, 3) 교환사채 발행에 의한 문제점과 피해사항들을 효율적으로 원상 복구하는 길을 차단해버리는 선택이기 때문입니다. 이에 당사는 다음 날인 7월 23일 법원에 임시주주총회 소집허가를 신청하여 법원의 결정으로 임시주주총회를 소집하는 길을 선택하였습니다.

이후 법원에 의해 첫 심문기일이 8월 20일로 잡혔고, 그 이전에 회사와 소통을 다시 한번 하기 위해 8월 13일에 임시주주총회 소집 요청 배경 설명, 주주총회 안건에 대한 내용과 배경 설명, 그리고 문제의 교환사채의 문제점에 대한 당사의 생각 그리고 질의사항 등을 문서("비공개 레터")로 정리하여 회사에 보내 드렸습니다. 하지만 이번에도 어떠한

답변과 소통도 없이 바로 다음 날인 8월 14일 임시주주총회 소집 공고를 공시를 통해 확인하게 되었습니다. 외관상 당사가 요청한 주주총회를 열어준 모습이지만, 실질은 법원의 결정을 통해 열리는 주주총회를 원치 않아 선택한 것으로 이해할 수밖에 없는 회사의 선택이라고 판단됩니다. 회사 측은 법원에 관련된 답변서 제출 또한 하지 않았습니다. 따라서 당사는 9월 24일 임시주주총회를 앞두고, 지금까지의 비공개 소통 노력을 대신하여 공개 레터 형식으로 회사 측과 일반 주주를 포함한 회사의 전체 주주분들께 당사의 생각을 설명 드리고 질의사항을 전달하고자 합니다.

[회사의 걱정 자기자본과 ROE]

우선 당사가 제안한 이번 임시주주총회의 안건인 '자본준비금 감소에 의한 이익잉여금 전입의 건'은 경영상 가장 중요한 지표인 ROE를 현재의 10%대에서 40~50% 이상으로 상향시키기 위한 경영적인 변화의 출발을 위한 안건으로서, 그동안의 부족한 주주환원과 과도한 유보로 인해 회사의 자본이 걱정 자기자본에 비해 비효율적으로 커지면서 ROE와 주당가치를 악화시키는 문제점에 대해 전체 주주분들께 발제하기 위함입니다. 올해 새롭게 대주주가 PEF로 변경되었고 경영진과 이사회 모두 대주주의 영향력 하에서 새롭게 구성되었기에 질의 드립니다.

"회사 경영진 및 이사회 분들이 판단하시는 ROE 최적화를 위한 회사의 걱정 자기자본은 얼마인가요?"

회사의 대주주와 경영진분들 모두가 잘 아시듯이, 회사는 혁신적이고 효율적인 사업형태를 갖추고, 관련 시장에서 압도적인 해자를 구축하여 대단히 꾸준하게 이익을 창출할 수 있는 단단한 사업 모델을 가지고 있는 매력적인 회사입니다. 자본적 재투자가 거의 필요 없고, 순이익이 거의 그대로 현금으로 계속 쌓일 수 있는 회사이기에 더욱 매력적인 회사입니다.

실제 회사는 상장 이후 매년 200억 원 이상의 순이익을 기록했고, 사업적 재투자가 거의 필요 없기에 그 순이익 이상의 현금을 쌓아갈 수 있었습니다. 25년 1분기 보고서 기준 1350억 원 이상의 현금이 있고 계속 더 쌓이는 중입니다.

재투자를 하지 않아도 계속 순이익을 지속할 수 있는 매우 매력적인 회사를 경영적으로 꽃피우기 위해서는, 자본의 효율적 배분을 통해 ROE(자기자본순이익률, 순이익/자기자본)를 극대화하는 것입니다. 유명한 투자자인 워런 버핏도 한 가지 경영 지표만 선택하라면 ROE를 선택하라고 언급한 바 있고, 회사의 대주주인 PEF 사모펀드 업에서는 ROE와 주당가치의 상향을 경영-유능함의 지표로 사용하고 있습니다.

그렇기에 당사는 회사가 이미 과도하게 쌓인 현금과 자산 그리고 향후에도 계속 쌓이게 될 추가적인 이익에 의한 현금을 감안할 때 매우 적극적인 주주환원이 필요하고, 이러한 자본의 효율적 배분을 통해 ROE와 주당가치의 상향을 이끄는 경영적 선택이 필요하다고 판단합니다.

- 당사는 회사가 자기자본 500억 원만 있어도 현재 사업의 건강한 유지와 지속가능한 순이익 창출이 가능하다고 판단합니다.
- 만약 약 380억 원에 해당하는 사옥에 대해 통상적인 담보 차입까지 선택한다면 적정 자기자본은 500억 원이 아닌 300~400억 원 수준으로 내릴 수 있다고 판단합니다.
- 그렇기에 회사가 적정 자기자본의 경영을 선택한다면, ROE는 현재의 10%대에서 최소 40%에서 50% 이상까지 상향될 수 있고, 이는 한국 자본시장에서 매우 독보적인 경영 지표가 될 것입니다.
- 실제 회사는 상장 이후 약 3년간 사옥 신축을 제외하고 사업을 위한 자본적 지출이 거의 필요 없었습니다. 24년말 사업보고서를 보면, 공모자금의 단 24%만 운영자금으로 사용했고 "당초 계획보다 보수적으로 공모자금을 사용했습니다. (중략) 향후 자금 집행 시 공모자금 사용 목적에 부합하여 사용할 계획입니다" 라고 기술되어 있을 정도입니다.
- 참고로 당사는 회사에 대한 오랜 폭넓은 리서치를 통해 회사의 유관 사업으로서 규모 있는 M&A 등의 후보가 사실상 없는 것으로 파악하고 있습니다.

[임시주주총회 안건]

"회사의 경영진 및 이사회 분들은 9월 24일로 예정된 주주총회에서 당사가 제안한 안건에 대해 찬성하십니까?"

앞서 설명드린 바와 같이 회사는 적정 자기자본과 ROE 상향을 위해 적극적인 주주환원이 필요합니다. 따라서 당사는 자본준비금 감소에 의한 이익잉여금 전입 안건을 제안하였습니다.

- 이번 안건이 통과되면 회사는 최소 수백억 원의 배당가능이익을 추가로 확대할 수 있습니다. 현재의 배당가능이익이 약 1천억 원 이상으로 작지 않지만 회사의 적정 자기자본을 고려하면 배당가능이익을 더 확대할 필요가 있습니다.
- 따라서 당사는 이번 주주총회에서 전입 가능한 최대금액을 실행하는 것이 현명한 선택이라고 생각합니다. 당사는 관련된 그 계산과 논리를 가지고 있으니 회사 측에서 다른 의견이 있으시다면 사전에 충분한 논의를 할 의향이 있습니다.
- 장점이 선명한 이번 안건은 연결된 단점이 없기 때문에, 이번 안건은 주주로서

찬성하지 않을 이유가 떠오르지 않는 안건이라고 생각합니다. 참고로 이 안건은 배당 등의 실행이 아닌 향후 배당 등을 위한 준비에만 해당하는 안건입니다.

회사 측은 당사의 임시주주총회 요청 문서를 수신한 다음날 교환사채 교환신청을 통해 의결권을 34.1%에서 48.0%로 확대하면서 주주총회에서 제대로 된 논의가 이루어질지 걱정되는 선택을 한 바 있습니다. 따라서 전혀 반대할 이유가 없는 안건에 대해서도 혹시라도 다른 이유로 반대하지 않을까 걱정도 됩니다. 그렇기에 임시주주총회 이전에 주주 제안 안건에 대한 찬성 의견을 질의 드립니다. 혹시라도 반대 의견이 있다면 전체 주주에게 설득력 있게 설명해주시길 부탁드립니다.

[문제의 25.04.09 발행 교환사채]

당사는 25년 4월 9일 발행된 회사의 교환사채(EB)는 한국 자본시장에 있어서는 안 될 사태였다고 생각합니다. 대주주가 아닌 모든 일반 주주들에게 구체적이고 큰 재산상의 피해를 입혔고, 발행의 취지, 세부내용 등에서도 큰 문제가 있다고 판단합니다. 따라서 교환사채 발행은 무효화하는 것이 원칙이고, 이를 인수한 대주주는 반환처리 등의 방식으로 피해를 원상 복구하는 것이 맞고, 현재의 이사분들은 이를 요구하는 것이 맞다고 판단합니다. 백번 양보하더라도 일반 주주가 피해본 재산상의 가치를 어떠한 방식으로라도 복원-복구하기 위해 대주주 측은 노력해야 한다고 생각합니다.

우선, 발행 필요성 자체가 문제입니다.

앞서 논의된 대로 회사는 ROE 최적화를 위해 자기자본을 얼마나 감소시키는 것이 적절한지에 대한 논의가 필요한 상황입니다. 그런데 약 355억 원의 교환사채 발행을 통해 회사는 사실상 유휴 현금이 현재의 1천억 원 이상에서 수백억 원이 더 증가하게 되었고 ROE는 더욱 낮아지게 되었습니다. 좋은 거버넌스의 회사였다면 약 13.9%의 자사주가 소각되어 주당 가치가 상승하였을 텐데, 회사는 자사주를 교환대상으로 하는 교환사채 발행 및 뒤이은 교환 신청으로 인해 그만큼 주식 수가 증가하여 주당 가치가 낮아지게 된 점도 있습니다. 즉, 이 발행은 매우 강하게 설득력 있는 급한 자금 조달 목적이 없다면 주요 경영 지표를 하향시킨 경영적으로 유능하지 못한 선택입니다.

실제 회사는 매우 급한 일정으로 이 교환사채를 발행하였습니다. 회사는 25년 4월 2일 대주주가 변경되었고 그날 대주주 측 인력 위주로 신규 이사회 구성이 변경되었습니다.

1) 그 당일인 4월 2일 이사회를 통해 신탁 계약된 자사주를 중도해지한 후 2) 일주일 뒤인 4월 9일 이사회 결의를 통해 교환사채 발행을 하여 그 자사주를 신규 대주주에게 사

실상 양도하였습니다. 즉, 소위 경영권을 확보한 후 첫날부터 적극적으로 행한 일이 이 교환사채 발행입니다.

이렇게까지 급하게 진행한 교환사채의 발행 사유로서 공시에 기재된 자금의 구체적 사용 목적은 상당히 설득력이 없는 내용입니다. A) 355억 원이 왜 필요했는지에 대한 설명이 부족하며, B) 355억 원이 필요하다고 하더라도 현재 보유한 1천억 원 이상의 현금과 계속 쌓이는 이익과 현금이 있음에도 추가 발행이 필요했는지에 대한 설명은 더욱 부족합니다 C) 순수 채권 발행 혹은 사옥 담보 대출 등 다른 자금 조달이 아닌 자사주를 교환대상으로 하는 교환사채 발행이 왜 필요한지를 납득할 수 없고, D) 기재된 항목들과 그 숫자들이 회사의 실질적인 사업 현황과 유리된 내용이라 회사 내용을 잘 알수록 슝쓸할 수밖에 없는 내용이기도 합니다.

따라서 당사는 문제의 교환사채의 발행 목적과 배경은, 신규 대주주가 신규 이사회를 구성한 뒤 신규 대주주 스스로가 유리하게 지분을 확보하기 위한 것이었다고 합리적으로 의심합니다.

[리파인 회사는 주식별로 가치와 값이 다른가요?]

회사의 대주주인 (주)리얼티파인은 아래의 1)과 2)의 거래를 통해 총 약 48.0%의 지분을 취득하였습니다.

1) 25년 4월 2일 지분율 약 34.1%을 주당 27,159원에 기존 대주주 등으로부터 취득하였습니다.

2) 25년 4월 9일 교환사채 발행과 추후 교환신청을 통해 자사주 약 13.9%를 주당 14,709원에 취득하였습니다.

- 회사의 전체 주주에게 재산권이 있는 2)의 자사주가 1)과 같은 가액으로 매각되었다면 약 300억 원의 차이가 생깁니다. 즉 1)의 거래가 합리적이었다면 2)의 거래는 약 300억 원 싸게 팔린 것입니다.

- 놀랍게도 '2)의 거래'는 '1)의 거래'의 '매수자'가 선임한 이사들이 '1)의 거래 1주일 뒤'에 이사회 결의로서 결정한 거래입니다.

- 회사의 대주주인 (주)리얼티파인은 스톤브릿지캐피탈과 LS증권이 설립한 PEF의 회사입니다. 즉 수익자 LP에게 27,159원이 합리적 가액이고 향후 수익을 낼 수 있는 거래가액이라는 설명을 제도적으로 오랜 기간 한 거래가 1)의 거래였을 것입니다. 그런데 불과 1주

일 뒤에 사실상 같은 주체로 구성된 이사회에서 그 가액의 약 54% 뿐인 가액으로 2)의 거래를 이사회 결의하는 것이 한국 자본시장에 있을 수 있는 일인가 의심됩니다.

- 리파인 회사가 신규 대주주를 맞이한 이후로 주식별로 다른 가액으로 거래가 된 이유가 무엇인지 설득력 있는 설명을 부탁드립니다. 만약 교환사채의 교환가액 산정 공식 규정만을 근거로 적법성을 답하신다면, 왜 교환사채를 굳이 선택했는지에 대한 설명도 함께 부탁드립니다.

[사채이자율 6.0%과 106억]

당사는 교환사채의 사채이자율이 6.0%으로 기재된 것을 보고 눈을 의심하지 않을 수 없었습니다. 자사주를 교환대상으로 하는 교환사채의 사채이자율은 보통 0%이고, 기초자산 교환권의 가치가 있기에 논리적으로도 회사의 채권 조달 가능 금리보다 낮아야 합니다. 더욱이 회사는 재무구조가 매우 안정적이고 현금, 사옥 등 낮은 금리로 조달 가능한 자산도 많습니다. 그러나 문제의 4월 9일 교환사채는 믿을 수 없는 숫자인 6.0%의 이자율로 발행되었습니다. 이는 만기 5년 동안 총 약 106억 원에 해당하는 금액이기도 합니다.

왜 이런 법률적, 도덕적, 합리적, 경영적으로 문제가 있는 숫자가 선택되었을까에 대한 답은 금방 찾게 되었습니다. 교환사채 발행 12일 뒤인 4월 21일 공시된 (주)리얼티파인의 자금 조달 금리가 5.89%로 기재된 것을 확인했기 때문입니다. 즉, 대주주의 자금 조달 비용을 지원하기 위해 회사가 5.89% 보다 0.11% 높은 6.0%의 이자를 무리해서 부담한 것입니다.

4월 9일 이사회 결의를 찬성 의결한 여섯 분의 이사분들께 질의 드립니다. 이자율이 6.0%로 결정했어야 할 이유와 배경에 대해 설득력 있는 설명을 부탁드립니다.

[교환사채 교환 실행]

앞서 설명드린 대로 당사의 주주권 행사가 시작되고 임시주주총회 소집 청구 문서를 수신한 다음 날인 7월 22일 교환사채는 만기 전에 교환 신청되었습니다. 이로써 교환사채의 발행취소 혹은 그에 준하는 복원이 어려워졌습니다. 당사는 이와 같은 선택을 한 회사와 대주주 측에 강한 실망감을 가짐과 동시에 주주로서 법률적 조치의 필요성을 느낍니다.

그리고 교환사채의 조기 교환 신청 필요성에 대해 회사의 대주주인 스톤브릿지캐피탈-LS 증권 컨소시엄 측은 7월 말 언론 인터뷰를 통해, 교환사채 조기 교환 신청에 대해 '주가 상승에 따른 파생상품부채 손실이 리파인 손익계산서에 미치는 부정적 영향'을 이유로

설명한 바 있습니다. 우선 교환사채 발행 시점에는 그 부정적 영향을 몰랐던 것인지, 그리고 알았다면 부정적 영향의 원인이 되는 주가 상승이 교환사채 만기 5년간 없을 것으로 판단했던 것인지 묻지 않을 수 없습니다. 교환신청을 한 날의 종가는 대주주가 인수한 가액의 불과 약 2/3 었을 뿐이었기 때문입니다.

또한 이번 파생상품부채 손실은 오직 회계 장부상의 손실이고 회사의 단단한 재무제표를 감안할 때 커버가능한 수준으로서 현재 한국 자본시장의 이해도 레벨에서 이를 걱정할 주주는 거의 없을 것입니다. 그렇기에 회사의 교환신청 사유에 대한 설명을 더욱 순수하게 수용-이해하기 어렵습니다. 참고로 당사는 당시부터 대형 회계법인을 통해 파생상품부채 시뮬레이션 상세 자료를 가지고 있습니다.

글이 길어졌습시다만, 당사는 지분율 약 10%를 보유한 주주로서,

1) 교환사채 문제를 포함하여, ROE 최적화된 자본배치를 위한 경영 방안에 대해 전문적인 사모펀드 경영진인 현재의 대주주 및 경영진과 이사회 멤버분의 답변을 부탁드립니다.

2) 본 레터의 회사 측의 답변으로서 충분한 설득이 어려운 경우, 교환사채 발행으로 인한 대주주가 아닌 전체 주주의 경제적 피해를 복원시키기 위한 주주권 행사 및 법률적 조치를 추가로 진행하겠습니다.

1), 2)의 건강한 논의와 소통을 위해 회사의 대주주 및 경영진 그리고 이사회 멤버분들은 임시주주총회일 1주일 전인 9월 17일까지 공개적인 답변과 의견을 내어주시길 부탁드립니다.

감사합니다.

머스트자산운용 드림.

연락처

안진호 변호사

Office : 02-6956-6023

Mobile : 010-4020-2146

Email : jhahn@labpartners.co.kr