

안녕하세요. 머스트자산운용입니다.

당사는 상장사 리파인(이하 “회사”)의 지분 약 10.21%를 보유한 주주로서 작년 4월 9일 발행 결의된 교환사채(EB)를 중심으로, 새로운 대주주와 경영진에 의한 주주가치 훼손과 거버넌스의 문제점을 개선하고자 다양한 노력을 하고 있습니다. 그 연장선에서 3월 31일로 예정된 주주총회의 안건과 며칠 전 공시된 회사의 25년말 재무제표에 대해 공개적으로 의견을 개진하고 질의를 하고자 합니다.

[현금배당]

우선, 25년에도 약 189억원의 영업이익을 기록하여, 24년의 약 205억에 비해서는 다소 감소하였지만 안정적인 사업모델과 수익성을 보여주신 임직원분들께 감사드립니다. 이를 기반으로 약 45억원의 현금배당을 결정해주신 경영진분들께도 감사드립니다. 약 2천억원의 여유 현금과 이익이 계속 현금으로 쌓여가는 회사의 재무 현황을 감안하면 보다 많은 현금 배당(혹은 자사주 매입-소각)을 결정해주시는 것도 주주가치와 ROE 중심 경영 측면에서 더 나은 결정이라는 생각도 있지만, 21년 상장 이후 단 한번의 배당도 하지 않았던 회사에서 처음으로 배당 결의가 되었다는 점에서 그 결정에 주주로서 응원드립니다.

[자본준비금 감소의 필요성]

다만, 한가지 질의 사항이 있습니다.

당사는 작년 3분기에 임시주주총회를 통해 자본준비금 감소의 건을 안건 상정한 바 있습니다. 하지만 회사 대주주인 리얼티파인(831만주)의 반대에 의해 안건은 부결되었습니다. 다른 주주 중 반대 의결한 주주는 불과 6만주 뿐이었기에 사실상 대주주만의 반대에 의해서 부결된 셈입니다.

만약 해당 안건이 통과되었다면, 올해 받게 되는 45억원의 배당은 주주에게 비과세 배당이 되었을텐데, 부결되어 과세 배당이 되었습니다. 이로서 대부분의 개인 주주들은 최대 50%의 세금을 부담하게 되었습니다. 이러한 세금 부담은 내년 이후 이어질 현금 배당에서 계속 이어지는 부담입니다.

질의1) 작년의 반대 결정은 어떠한 이유 때문인지 다시 한번 질의 드립니다.

질의2) 질의1의 답변이 어려우시다면, 지금이라도 가장 빠른 일정으로 자본준비금 감소의 건을 안건 상정하고 찬성해주시길 요청드립니다. 실무적으로 필요하시다면 약 10% 주주로서 적극 도움을 드리겠습니다.

[당기순이익 감소의 원인 : 교환사채 회계처리]

회사의 당기순이익은 전년과 유사한 영업이익과 달리 24년에 비해 1/2 이하(206억원 -> 91억원)로 감소했습니다. 이유는 금융비용으로 약 89억원의 금융부채손실이 회계상 손익계산서에 잡혔기 때문입니다. 현금성 지출이 없는 단지 회계상 비용이기는 합니다만, 이 회계처리를 기반으로 교환사채와 관련된 무거운 질의를 드리고자 합니다.

우선, 회사의 반기보고서(25.06), 분기보고서(25.09), 사업보고서(25.12)에 관련된 설명이 자세하지 않아 회계처리 원칙을 명확히 이해하기는 어렵습니다. 하지만, 작년 7월 22일 교환사채를 조기 행사 결정하면서 회사와 회사의 대주주인 리얼티파인(교환사채 소유자)은 언론을 통해 “주가 상승에 의한 파생상품 평가손실에 대한 걱정으로 조기 행사를 결정했다”라고 주장한 바 있습니다.

이 주장이 맞다면 25년말 사업보고서에 잡힌 금융부채손실 약 89억원은 교환사채의 발행 후 주가 상승에 의한 파생상품 평가손실에 의한 계정이라고 생각됩니다.

하지만, 당사는 이 회계처리 방식이 맞는지 의문입니다.

당사는 현재 회사가 최대주주에게 처분한 대규모 자기주식을 다시 회사로 돌려 놓고(교환사채 발행무효 소송), 교환사채 발행에 따른 회사의 손해의 책임을 이사들에게 묻기 위한 소송(주주대표소송)을 진행중입니다. 그런데 위 소송들에서 회사와 이사들은 아래와 같이 자기주식 교환사채 발행 당시 최대주주가 1회 이자만 지급 받고 교환권을 조기 행사할 것이 이미 예정된 상황이었고 이러한 사실을 잘 알고 있었다고 설명하였습니다.

피고 리파인의 2025. 4. 9.자 이사회 결의 당시 피고 리얼티파인은 1회차 이자 수령 시점에 교환권을 행사하기로 내부적으로 논의가 된 상태였습니다. 이에 따라 피고 리얼티파인은 **2025. 7. 18.** 이 사건 교환사채에 대한 이자 530,483,244원을 수령한 뒤 **2025. 7. 22.** 교환권을 행사하여 이 사건 자기주식 2,410,953주를 취득하게 되었습니다.

<2025가합101564 사건의 2025. 11. 28.자 회사측 답변서 내용>

더욱이 리얼티파인은 애초부터 리파인에 자금을 지원할 생각으로 이 사건 교환사채를 인수한 것이고 만기상환을 요구할 계획은 없었습니다. 따라서 리파인은 이 사건 교환사채의 교환가액이 기준가액(시가)의 110%로 설정된 점, 곧 교환권이 행사될 예정이므로 일시적으로 이자를 지급하여도 자기주식 처분이익을 고려하면 회사에 이득이 된다는 점을 고려하여 통상적인 자금조달에 소요되는 시장금리 수준의 이자율을 이 사건 교환사채의 표면이자율로 결정한 것입니다.

더욱이 리얼티파인은 이 사건 교환사채를 제3자에게 매각하거나 만기상환을 요구할 계획이 애초부터 없었으며, 처음부터 교환권을 행사할 것을 전제로 교환사채를 인수한 것입니다. 이는 LS증권이 작성한 투자제안서를 통해서도 명확히 확인되는 사실입니다(갑 제20호증 제7면).

<2025가합101615 사건의 2026. 1. 7.자 이사들 준비서면 내용>

당사는 법원에 제출된 위 준비서면을 접하고 혼란스러웠습니다.

첫째, 교환권 행사 시점에 언론을 통해 밝힌 조기 행사 사유와 완전히 다른 답변이기 때문입니다.

둘째, 당사는 7월 18일 지분공시를 하였고 7월 21일까지 비공개 레터 등으로 회사와 소통하였고 7월 21일에 임시주주총회 주주제안을 하였는데, 대단히 공교롭게도 7월 22일에 문제의 교환사채가 행사 결정되었기 때문입니다.

하지만, 가장 공적으로 무거운 답변일 법원에 제출한 답변을 진실로 가정하고 회계처리에 대한 질의를 하겠습니다.

당사는 국내 대형 회계법인의 감사본부와 심리실의 검토를 통해, 교환사채 발행시 발행조건과 당시 교환권 조기 행사가 확정되어 있었다면, 시가 변동에 의한 파생상품손실을 손익계산서에 반영해서는 안된다는 확인을 받았습니다.

이를 기반으로 공개적인 질의를 드립니다.

질의1) 교환사채 발행 이후 약 3개월만에 조기 행사한 사유는 a) 파생상품평가손실에 대한 걱정 때문인가요? 아니면 b) 발행 시점부터 7월에 조기 행사하기로 계획되었기 때문인가요?

질의2) 만약 b)가 맞다면, 25년 손익계산서 중 89억원의 금융부채손실이 손익계산서에 잡힌 배경 및 그 회계처리가 적절하다는 근거를 설명 부탁드립니다.

조기 행사 계획이 있었음을 발행 당시 공시에 누락하고, 이를 감사하는 회계법인에게도 알리지 않아 회계처리가 잘못된 것인지,

아니면 공시에는 누락되었지만 회계법인에게는 공유가 되었는데 회계법인이 이를 반영하지 못한 것인지요?

아니면 대단히 혹시 법원에 진실되지 않게 준비서면을 제출한 것인지요?

[이사 선임 안건]

당사는 문제의 교환사채 발행을 찬성 의결하여, 리파인에는 손해를, 리얼티파인에는 이익이 되는 결정을 하여 상장사 리파인의 주주들에게 큰 손해를 끼친 현승윤, 조주영, 성익환, 박수진, 윤승현 총 5명의 이사에 대한 재선임 안건에 대해서는 강력한 반대 의견입니다. 향후에도 리파인과 리얼티파인의 이해관계가 충돌할 때 리파인을 위해 의사결정할 것으로 기대할 수 없는 후보들이기 때문입니다.

마지막으로, 앞서 말씀드린 바와 같이, 당사는 약 10%의 주주로서 회사와 전체 주주의 이익을 회복시키기 위해 아래와 같은 주주권 행사를 이어가고 있음을 다른 전체 주주분들께 공유드립니다.

1. 서울동부지방법원 2025가합101564 교환사채발행무효등 (최대주주에게 처분된 13.9% 자기주식을 회사로 다시 회복시키기 위한 소송) 사건은 소장 제출 후 회사측이 답변서를, 저희가 반박 준비서면을 제출한 후 지난 2026. 2. 19. 변론기일을 지정해 줄 것을 재판부에 신청한 상태입니다.

2. 서울동부지방법원 2025가합101615 주주대표소송 (교환사채 발행으로 회사가 입은 손해를 이사들에게 배상 청구하는 소송) 사건은 소장 제출 후 상대방 이사들이 답변서 및 준비서면을 제출한 후 아직 변론기일이 지정되지 않은 상태입니다.

국내 자본시장에서 많은 비용과 시간 그리고 노력이 드는 위와 같은 소송을 하는 것은 쉽지 않고, 그렇기에 유의미한 판례 결과가 드문 것도 사실입니다. 하지만 당사는 자본시장의 혜택을 많이 받은 투자회사로서 유의미한 결과를 위해 최선을 다하겠습니다. 그리고 그 결과의 혜택이 전체 주주에게 돌아갈 수 있도록 하겠습니다. 많은 응원 부탁드립니다.

감사합니다.

머스트자산운용 드림.

연락처

안진호 변호사

Office : 02-6956-6023

Mobile : 010-4020-2146

Email : jhahn@labpartners.co.kr