

수신: 주식회사 골프존홀딩스 이사회 (코스닥: 121440)

참조: 장성원, 박영선, 김성한, 최태원, 정찬수, 김명진 이사

주소: 서울 강남구 영동대로 735(청담동)

2026년 7월 22일

아직 올바른 일을 할 시간은 남아 있습니다.

주식회사 골프존홀딩스 이사회(이하 "이사회") 여러분께,

터톤 캐피탈(Terton Capital, 이하 "당사")은 미국에 기반을 두고 있는 투자 펀드이자 주식회사 골프존홀딩스(이하 "골프존홀딩스" 또는 "귀사")의 주주입니다. 당사는 김 회장 일가의 기업가적 유산과 귀사가 구축해 온 자산, 즉 귀사의 핵심 자산인 주식회사 골프존카운티(이하 "골프존카운티")의 실질 지분 약 31.58%,¹ 주식회사 골프존(이하 "골프존")의 지분, 가치 있는 골프장 및 본사 부동산 등에 대해 깊은 경의를 표합니다. 이러한 자산들이야말로 당사를 비롯하여 많은 해외 및 국내 투자자들이 귀사의 주식을 보유하게 된 핵심적인 이유입니다.

그렇기 때문에 당사는 지난 6월 29일 발표된 공개매수 소식에 큰 실망을 금할 수 없었습니다. 이번 공개매수는 2026년 4월 8일 설립된 특수목적법인(SPV)이자 귀사의 전 대표이사 김원일 씨의 개인 투자회사인 원앤파트너스 유한회사가 100% 지분을 보유한 에스제이투자홀딩스 주식회사(이하 "SJ")²가 귀사의 자사주와 김원일(최대주주) 및 김영찬(김원일의 특수관계인) 보유 주식을 제외한 나머지 보통주 15,485,020주³ 전량을 주당 6,700원에 매수할 것이라는 내용입니다. 그런데 위 가격은 귀사의 주당 장부가치 19,076원⁴에 훨씬 못 미치는 수준이고, 당사는 위 주당 장부가치조차 저평가된 수치라고 판단합니다. 골프존카운티의 지분은 매각 시 실현될 가치가 아닌 지분법으로 평가되어 있고, 투자부동산은 원가로 계상되어 있으나 사업보고서상 독립기관에 의해 평가된 공정가치는 약 5,675억 원으로, 장부금액 약 3,170억 원을 크게 상회합니다.⁵ 이와 같은 투자부동산 가치의 격차만 해도 약 2,500억 원에 달하며, 이는 장부가치에 반영되지 않은 주당 약 6,500원의 추가 가치를 의미합니다.⁶

사실관계를 살펴보겠습니다. 자사주를 제외하면 지배주주 일가 및 특별관계인은 귀사의 지분 약 61.4% (23,715,193주)를 보유하고 있습니다.⁷ 2018년경부터 MBK 파트너스가 경영권을 행사해 온 골프존카운티는 현재 매각 절차가 진행 중입니다. 신뢰도 있는 언론 매체인 더벨, 서울경제 등의 보도에 의하면, 지난 5월 29일 골프존카운티 매각 예비입찰이 마감되었고, 입찰자들은 비밀유지계약(NDA)을 체결하고 기업가치 약 2조 원을 기준으로 한 투자설명서(IM)를 수령한 것으로 알려져 있습니다.⁸ 언론 보도에 따른 가치평가와 당사가 추정된 골

¹ 골프존홀딩스 2026년 1분기 분기보고서(2026. 5. 15.) 50면 등

² 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 4면 등

³ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 18, 19면 [15,485,020주 = 발행주식총수 42,836,818주 - (자기주식 4,212,076주 + 최대주주 김원일 보유주식 18,578,526주 + 최대주주의 특수관계인 김영찬 보유주식 4,561,196주)]

⁴ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 31, 32면

⁵ 골프존홀딩스 2025년 사업보고서(2026. 3. 19.) 83, 84면

⁶ 2,500억 원 / 유통주식수 38,624,742주(= 발행주식총수 42,836,818주 - 자기주식 4,212,076주)

⁷ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 7, 8면

⁸ 더벨 "MBK, 골프존카운티 LOI 접수 마감... 빅딜 성사 '주목'"(2026. 6. 4.), 서울경제 "골프존카운티 예비입찰 29일 마감"(2026. 5. 14.)

프존카운티의 순부채를 기반으로 계산하면, 골프존홀딩스가 보유한 골프존카운티의 실질 지분의 가치는 약 4,000억 원에 달합니다.⁹

SJ는 이번 공개매수 자금을 조달하기 위해 250억 원의 자기자금을 투입하고, NH투자증권으로부터 약 803억 원을 차입했습니다. 이는 필요한 자금의 약 76%가 부채로 조달되었음을 의미합니다. 또한 해당 차입의 만기는 차입일 (2026. 8. 3.)로부터 불과 10개월 뒤인 2027년 6월경까지입니다.¹⁰ 이러한 조건은 다음과 같은 점을 시사합니다.

- **SJ는 골프존카운티 지분의 전체 가치를 독점할 수 있는 위치에 있게 됩니다.** 골프존카운티 지분의 가치가 현재 진행 중인 매각, MBK 파트너스 측과의 동반매각요청권 행사, 귀사의 상장폐지 후 현금화, 자산 수준의 매각 등 어떠한 방식으로 실현되든 간에, 소수주주들이 골프존카운티 지분에 대해 갖는 실질 가치는 약 1,600억 원에 이릅니다.¹¹ 이는 이미 이번 공개매수 대상 주식의 대가로 지급되는 총액인 1,037억 원을 크게 상회합니다. 이는 결국 SJ가 가치가 상당한 부동산, 골프존 지분 등 귀사의 다른 자산을 사실상 무상으로 인수하게 된다는 것을 의미합니다.
- **SJ는 1달러짜리 자산을 35센트에 매수한다고 생각하는 것으로 보입니다.** 일반적인 거래에서 차입자가 적정가치로 자산을 매입하기 위해 소요 자금의 약 76%를 부채로 조달하는 경우나, 대주가 상장폐지가 예정되어 유동성이 없어지게 될 주식을 담보의 일부로 취급하여 차입금을 제공하는 경우는 극히 이례적입니다. 이는 차입자와 대주 양측 모두 매수자산의 가치가 공개매수 가격이 시사하는 가치보다 훨씬 더 크다는 점을 확신하고 있지 않다면 성립하기 어려운 거래입니다. 더욱이 귀사의 별도재무제표 기준 재무상태는 차입금을 상환하기에 충분해 보이지 않습니다.¹² 차입금의 상환은 궁극적으로 자회사의 배당금, 자산 매각 또는 귀사의 기초자산을 담보로 한 차환(리파이낸싱)에 상당 부분 의존할 수밖에 없을 것입니다. 이는 결과적으로 현재 소수주주들이 약 40%의 경제적 지분을 보유하고 있는 귀사 자산의 가치가 소수주주의 주주 지위를 박탈하는 이번 거래의 자금 조달을 직간접적으로 지원하는 데 사용될 수 있음을 의미합니다.

이에 대해 SJ 측은 공개매수가격은 57.5%의 프리미엄을 제공하는 것이며, 이는 2023년 이후 주식 거래 가격 중 가장 높은 수준이라고 주장할 것입니다. 그러나 SJ 스스로 공개매수신고서에서 인정한 바와 같이, 귀사의 침체된 주가는 다각화 목적으로 추진하였던 일부 사업의 시너지 창출 지연, 중복 상장으로 인한 지주회사 할인, 유동성 저하 등에 기인합니다.¹³ 이러한 요인들은 모두 지배주주 일가가 선출한 이사회가 내린 결정과 이사회가 조성한 구조적 환경의 결과물입니다. 스스로의 선택으로 인해 낮아진 주가를, 소수주주가 수용해야 할 적절한 기준이라고 주장할 수는 없습니다. 귀사의 핵심 자산에 대한 매각 예비입찰 마감일로부터 불과 한 달 만에 제안된 프리미엄 57.5%는 거래의 적정성을 입증하는 증거가 아니라, 오히려 의도적인 '타이밍 맞추기'의 정황을 뒷받침합니다.

⁹ 보도된 기업가치 약 2조 원에서 골프존카운티의 순부채 7,278억 원을 차감한 후, 회사의 2026년 1분기 분기보고서에 기재된 실질 지분율 31.58%를 곱하여 추정한 수치임. 골프존카운티의 순부채는 2025년 연결재무제표를 바탕으로 단기차입금 300억 원, 유동성장기부채 1,846억 원, 장기차입금 5,917억 원을 더한 금액에서 현금 및 현금성자산 765억 원, 단기금융자산 20억 원을 차감하여 계산하였음.

¹⁰ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 42, 43면

¹¹ 소수주주의 지분율 약 40.09%(= 15,485,020주/유통주식수 38,624,742주×100) × 골프존카운티 추정 지분가치 4,000억 원

¹² 골프존홀딩스 2026년 1분기 분기보고서(2026. 5. 15.) 별도재무제표 기준 (단기차입금 180억 원, 장기차입금 340억 원 및 이에 대응되는 현금 및 현금성자산 244억 원, 단기금융자산 453억 원)

¹³ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 16~19면

당사는 이번 과정에서 최근 개정된 상법 제382조의3에 명시된 '이사의 전체 주주에 대한 충실의무'와 조화되기 어려운 문제도 있다고 봅니다.

1. 공개매수신고서에 따르면 감사위원회 위원 중 한 명이 SJ의 특별관계자로 분류되어 있습니다.¹⁴ 귀사의 사외이사 겸 감사위원회 위원 중 한 명이 지배주주 일가와 함께 특별관계자에 해당하는 것으로 공시되어 있습니다. 법령에 따라 특별관계자로 분류된 것이므로, 해당 이사의 부적절함을 문제 삼는 것은 아닙니다. 그러나 한국 상장회사의 감사위원회는 지배주주 일가로부터 독립성을 행사하도록 설계된 내부 기구여야 합니다. 그리고 이번 거래에서 지배주주 일가를 견제할 수 있는 유일한 기구이기도 합니다. 그럼에도 불구하고 귀사의 감사위원회 위원 3명 중 1명이 공식적으로 SJ의 특별관계자로 분류되어 있고, 이번 공개매수와 관련하여 별도의 특별위원회 구성이나 독립적인 공정성 평가 또한 확인되지 않는바, **이번 공개매수에 관하여 독립적인 검토가 이루어진 바 없는 것으로 판단됩니다.**
2. 공개매수가격의 정당성을 다른 순수 지주회사들의 주가순자산비율(PBR) 배수로 정당화하는 것은 순환논리입니다.¹⁵ 비교 대상인 12개 유사 기업의 평균 PBR은 0.33배에 머무는바, 이러한 지주회사 할인이 발생하는 이유는 한국 지주회사의 소수주주들이 기초자산 가치에 접근할 수 없기 때문입니다. 이러한 할인은 지배주주 일가 옆에서 아무런 권한이 없는 소수주주로 존재하는 것에 대해 시장이 부여한 불이익입니다. 만약 SJ가 구상 중인 비상장화 거래를 완료하고 귀사의 지분 100%를 소유하게 된다면, 이러한 지주회사 할인은 더 이상 SJ에게 동일하게 적용되지 않습니다. 지배주주 일가는 단순히 장부가치의 0.35배가 아니라, 그 이면에 있는 기초 순자산 가치 전체에 접근하고 이를 실현할 수 있는 위치에 서게 됩니다. **최근 논의되고 있는 법률 개정안 역시 이러한 우려를 반영하고 있습니다.** 지난 7월 15일 이재명 대통령이 관계 당국에 추진을 촉구한 상속세 및 증여세법 개정안(일명 '주가 누르기 방지법')에 따르면, 장부가치의 0.8배 미만으로 거래되는 상장주식은 상속세 및 증여세 산정 시 자산 및 수익 가치를 고려한 방식으로 평가하되, 순자산가치의 최소 80%를 하한선으로 하도록 정하고 있습니다.¹⁶ **비록 위 법안은 공개매수가격에 대한 기준을 제시하는 것은 아니지만, 큰 폭으로 할인된 시장 가격이 지배주주 지분의 실질 가치를 충분히 반영하지 못할 수 있다는 정책적 판단에 기초하고 있다는 점이 고려되어야 합니다.** SJ는 비교 대상 12개 지주회사가 장부가치의 0.21배에서 0.48배 사이에서 거래된다는 점을 들면서 다른 지주회사에서 발생하는 할인을 근거로 소수주주들에게 장부가치의 0.35배가 적절한 가격이라며 이를 수용할 것을 요구하고 있습니다. **그러나 이사회가 이번 거래를 평가할 때 동일한 할인을 겪고 있는 지주회사들의 PBR 배수가 아닌 순자산 가치를 바탕으로 평가해야 합니다.**
3. 전체 주주의 돈으로 매입한 귀사의 자사주가 이제는 오직 지배주주 일가만을 위해 기여하고 있습니다. 2023년부터 2025년까지 지배주주 일가가 선출한 이사회는 200억 원 규모의 자사주 매입을 승인했고, 그 결과 발행주식수의 약 9.8%에 달하는 420만 주 이상의 자사주가 매입되었습니다. 그러나 이 중 단 한 주도 소각

¹⁴ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 5면, 골프존홀딩스 2026년 1분기 분기보고서(2026. 5. 15.) 158, 159면 등

¹⁵ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 34면 등

¹⁶ 이소영 의원이 발의하여 국회 계류 중인 상속세 및 증여세법 개정안으로, 장부가치의 0.8배 미만으로 거래되는 상장법인의 주식에 대해 상속·증여세를 부과할 때 비상장법인 주식 평가방법을 적용하되, 순자산가치의 최소 80%를 하한선으로 하는 내용임. 2026년 7월 15일 금융위원회 업무보고에서 신속한 법안 통과를 촉구한다는 이재명 대통령의 발언이 포함되었음.

되지 않았습니다. 자사주는 의결권이 없는바, 소수주주들이 약 40%의 경제적 지분을 가진 법인 자금으로 집행된 위 자사주 매입은 지배주주 일가에게 아무런 비용 부담 없이 그들의 실질 의결권을 55.4%에서 61.4%로 확대시켜 주었습니다. 이제 위 자사주는 이번 공개매수 대상에서 제외되어, SJ가 지분 100%를 확보하기 위해 매입해야 하는 유통주식수를 줄여주는 역할을 하고 있습니다. 귀사의 장부가치를 기준으로 보면, 이는 소수주주들이 자금 조달을 도왔으나 전혀 환원받지 못하는 약 800억 원 규모의 지분 가치에 해당합니다.¹⁷ **소각되지 않고 남아 있는 자사주는 주주에게 자본을 환원하는 것이 아니라, 귀사 경영권과 가치를 지배주주에게 이전하는 결과를 낳을 수 있습니다.**

당사의 주장에 더하여, 이를 뒷받침하는 법무부 가이드라인도 존재합니다. 지난 2월 법무부가 발간한 '기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인'은 이번 공개매수와 동일한 지배주주 측에 의한 상장폐지 목적의 공개매수 사안을 다루고 있고, 상법 제382조의3에 따라 공개매수 대상회사 이사들이 소수주주를 보호하기 위해 조치를 취해야 할 필요성과 법적 근거가 존재함을 명시하고 있습니다.¹⁸

이번 거래는 해당 가이드라인에서 소수주주의 이익 침해 가능성이 높은 상황으로 언급된 요건을 두루 갖추고 있습니다. 공개매수인은 귀사의 계열사이자 최대주주의 특별관계자이고, 공개매수신고서에는 공개매수 후 소수주주 축출 거래가 계획되어 있음이 명시되어 있습니다. 일정 요건이 충족되면 가능한 신속하게 상장폐지 및 100% 지분 확보를 추진할 것이라고 밝히고 있습니다. 가이드라인은 특히 두 가지 위험을 경고하고 있는데, 이번 거래는 두 위험을 모두 내포하고 있습니다. 첫째, 공개매수 가격보다 낮은 가격으로 후속 축출 거래가 이루어질 위험입니다. SJ는 공개매수에 응하지 않은 주주들을 축출할 때 적용할 가격이나 가격 산정 기준을 전혀 공개하지 않았는바, 해당 위험은 이번 거래에서 구체화될 가능성이 높다고 보여집니다. 제시된 유일한 기준은 "6,700원을 초과하지 않는"과 같은 상한선뿐인데, 위 상한선조차 이번 공개매수 대상에서 이미 제외된 주식들에 대해서만 명시되어 있습니다. 하한선 없는 상한선 설정은 가이드라인이 명백히 경고하고 있는 위험을 보여줍니다. 둘째, 지배주주가 우월한 정보력을 이용하여 자산이 저평가된 시기에 맞춰 공개매수를 제안한 위험입니다. 실제로 이번 공개매수신고는 골프존카운티에 대한 예비입찰이 마감된 지 불과 한 달 만에 이루어졌습니다.

가이드라인은 이러한 상황에서 공개매수 대상회사 이사회가 고려해야 할 조치들을 다음과 같이 제시하고 있습니다. **즉각적인 이사회 소집, 자본시장법 제138조에 따라 공개매수가격 및 구조의 적정성에 관한 의견서 제출 적극 검토, 지배주주로부터 독립된 특별위원회 구성, 독립된 외부 전문가에게 가치평가 의뢰, 후속 축출 거래 시 적용되는 가격에 대한 면밀한 검토 등입니다(가이드라인 27~28면).** 현재 공개매수 기간의 절반이 지났으나, 이사회가 위와 같은 조치를 거친 사정은 확인되지 않습니다.

이에 당사는 이사회에 다음 세 가지 사항을 요구하는 바이고, 그 결과를 2026년 7월 27일까지 공개해 줄 것을 요청드립니다.

- 자본시장법 제138조에 따라 이번 공개매수에 대해 이유를 명시한 의견서를 공시하십시오. 독립적인 법률 및 금융 전문가의 조력을 받는 사외이사로 구성된 특별위원회를 구성하십시오. 6,700원이라는 가격이 SJ

¹⁷ 자기주식수 4,212,076주 × 19,076원(2026. 6. 29.자 공개매수신고서 31, 32면)

¹⁸ 법무부, 기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인(2026. 2.) 24~28면

와 관계없는 일반 주주들에게 공정한지 여부를 밝히십시오. 만일 이사회가 공개매수 가격이 공정하다고 결론지을 수 없다면, 주주들에게 공개매수에 응하지 말 것을 권고해야 합니다.

- 골프존카운티 매각 절차와 관련하여 이사회가 파악하고 있는 정보를 주주들에게 투명하게 공개하십시오. 여기에는 최근 예비입찰 단계에서 접수된 잠정 가치평가를 고려할 때, 귀사가 보유한 골프존카운티 지분이 주당 6,700원이라는 공개매수가를 상회하는 가치를 보유하고 있음을 시사하는지가 포함되어야 합니다. 이로써 소수주주들도 SJ와 동일한 정보를 바탕으로 공개매수 참여 여부를 결정할 수 있어야 합니다.
- 공개매수 이후 상법 제360조의24에 따른 지배주주 주식매도청구권 또는 주식의 포괄적 교환을 통한 잔여 주식 매입 조치 과정이 독립적인 가치평가 없이는 주당 6,700원 이하의 가격으로 진행되지 않을 것임을 확약하십시오. SJ의 공개매수신고서는 오직 이번 공개매수에서 제외된 주식에 대해서만 6,700원의 상한선을 약속했을 뿐, 공개매수에 응하지 않은 주주들을 축출할 때 가격에 대해서는 밝히고 있지 않습니다.¹⁹

당사는 공시된 자료와 언론 보도를 바탕으로 분석한 내용을 다른 주주들 및 한국거래소와 공유하는 방안을 검토할 예정입니다. 또한 향후 주식 교환 시 주식매수청구권 행사 및 상법 제382조의3에 따른 권리 주장을 포함하여 당사가 행사할 수 있는 모든 법적 권리를 행사할 수 있음을 밝혀 둡니다. 당사가 해당 사안을 얼마나 엄중하게 바라보고 있는지 이해하여 주시기를 바랍니다. 아직 올바른 일을 할 시간은 남아 있습니다.

라이언 A. 엘버트

터톤 캐피탈 매니징 멤버

Disclaimer

본 자료는 한국 자본시장법, 미국 증권법 또는 기타 다른 관할권의 법령상 증권의 매수 또는 인수에 대한 청약의 권유를 구성하지 아니하며, 본 자료의 어떠한 내용도 본 자료와 관련된 계약, 약정 또는 투자결정의 근거가 되거나 그와 관련하여 신뢰될 수 있는 자료는 아닙니다. 당사는 본 자료에 들어 있는 정보들의 정확성과 진실성, 완전성에 대하여 어떠한 진술 및 보장을 제공하지 않으며, 수신인은 본 자료에 포함된 정보나 의견의 공정성, 정확성 또는 완결성에 관하여 신뢰를 하여서는 아니 됩니다. 본 자료는 장래에 관한 예측을 반영하는 정보를 포함하고 있을 수 있는 바, 이러한 예측정보는 당사가 통제할 수 없는 미래에 관한 가정들에 근거한 것으로서, 관련 예측정보에 의하여 예정된 바와 중대하게 다른 결과가 초래될 위험 및 불확실성이 존재합니다. 본 자료에 포함된 정보는 본 자료 제공 당시의 상황에 따라 해석되어야 하며, 당사는 본 자료 제공 이후에 발생하는 새로운 사항을 반영하여 업데이트할 의무를 부담하지 않습니다. 본 자료의 전부 또는 일부는 무단으로 분리되거나, 재생산되거나, 재분배되어서는 아니 됩니다.

¹⁹ 2026. 6. 29.자 공개매수신고서 16면 이하 등