

수신: 주식회사 골프존홀딩스 이사회 (코스닥: 121440)

참조: 장성원, 박영선, 김성한, 최태원, 정찬수, 김명진 이사

주소: 서울 강남구 영동대로 735(청담동)

2026년 8월 18일

올바른 일을 할 기회는 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 2026년 7월 22일 귀사 이사회에 지난 6월 29일부터 8월 5일까지 진행된 공개매수(결제일 8월 7일, 이하 "1차 공개매수")의 문제점을 지적하는 공개서한(이하 "1차 서한")을 발송한 바 있습니다(<https://www.tertoncapital.com/letters-and-materials>). 당사가 1차 서한에서 지적한 주요 문제는 다음과 같습니다.

- 귀사의 핵심 자산인 골프존카운티 지분의 적정 가치를 제대로 반영하지 못할 뿐만 아니라, 주당 장부가치 19,076원에도 훨씬 미치지 못하는 공개매수가격
- 골프존카운티 매각 절차가 진행되고 있는 상황에서, 공개매수 자금의 약 76%를 단기 차입금으로 조달한 거래자금 조달 구조
- 법무부 가이드라인에도 불구하고 후속 거래가격 등에 대해 아무런 언급을 하지 않은 이사회

한편, 당사는 1차 공개매수신고서에 중요사항 기재 누락 등이 있음을 지적하면서 금융감독원에 민원을 제기하기도 했습니다. 당사는 1차 서한에서 귀사 이사회에 7월 27일까지 답변을 요청한 바 있으나, 이사회는 아무런 답변을 하지 않았습니다. 대신 귀사 이사회는 지난 8월 3일 1차 공개매수에 관한 의견표명서를 공시하였으나, 후술하는 바와 같이 위 의견표명서는 진정한 의미의 이사회 의견표명서라고 보기 어렵습니다.

1차 서한을 발송하였던 때와 달리, 두 번째 서한을 발송하는 현재 언론은 귀사 주식에 대한 공개매수에 대해 높은 관심을 보이고 있습니다. 에스제이투자홀딩스 주식회사(이하 "SJ")는 2026년 8월 5일 종료된 1차 공개매수를 통해 목표 매수 물량의 약 63%만을 확보하는 데 그쳤습니다.¹ SJ가 매수하고자 하였던 주식의 37%가 응모되지 않았다는 사실은 소수주주들이 주당 6,700원이라는 가격에 대하여 내린 평가입니다. 그럼에도 SJ는 당사가 제기한 문제에 대한 실질적인 답변 없이 2026년 8월 10일 종전과 동일한 가격으로 다시 공개매수(이하 "2차 공개매수")를 개시하였습니다. 이후 귀사 주가의 증가는 매일 6,700원 이상을 기록하고 있습니다.² 시장 스스로 귀사 주식의 가치를 6,700원 이상으로 평가하는 상황에서 이를 하회하는 조건으로 공개매수에 응모할 합리적인 주주는 없습니다. 동일한 가격으로 다시 공개매수를 개시한 것은 소수주주들이 분명하게 표명한 의사를 전적으로 무시하는 것입니다.

¹ 응모주식 수 9,742,319주 및 매수예정주식 수 15,485,020주 (2026. 8. 7.자 에스제이투자홀딩스 공개매수결과보고서)

² 2026. 8. 10.부터 2026. 8. 14.까지 증가 각각 6,760원, 6,710원, 6,900원, 6,810원, 7,180원

당사는 귀사 이사회에 상법 제382조의3(이사의 충실의무)이 개정되면서 제1항이 “이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.”고 규정하고 있고, 같은 조 제2항이 “이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.”고 규정하고 있음을 다시 한번 상기시켜 드리고자 합니다. 이사가 회사뿐 아니라 전체 주주에 대해서도 충실의무를 부담한다는 점을 명문화한 것입니다. 그리고 당사는 아래 네 가지 측면에서 귀사 이사회가 이러한 충실의무를 위반하였다고 판단합니다.

1. **귀사 이사회는 공개매수 응모에 대해 중립적 입장을 표명하고 공개매수가격에 대한 판단을 유보하면서도 1차 공개매수에 찬성하였습니다.** 이사회는 “본 공개매수에 대하여 찬성한다”고 하면서도 ‘본 공개매수에 응할지 여부에 대해서는 중립적인 입장을 표명한다’고 하였고, 나아가 ‘공개매수가격이 회사의 현재 또는 미래 기업가치의 절대값은 아니라는 점을 감안하여 주기 바란다’는 취지로 기재하였습니다.³ 회사의 가치를 대변하지 못하는 가격은 적절한 가격이 아닙니다. 나아가 이사회는 위 의견표명서 어디에서도 공개매수가격이 적정하다고 직접적으로 판단한 바 없습니다. 이사회는 결론은 공개매수가격이 “합리성을 인정할 수 있는 수준”, “주주들에게 투자금 회수 기회를 제공하는 데 있어 참고할 수 있는 수준”, “소수주주의 권익을 특별히 해하는 수준은 아닌 것” 정도에 그칩니다.⁴ 이는 가격이 적정하다는 판단이 아니라, 소수주주가 입게 될 불이익이 이익을 제기할 만큼 심각하지 않다는 판단에 불과합니다. 소수주주들은 자신들이 어느 정도의 불이익까지 감수해도 괜찮은지를 가늠하는 이사회가 아니라, 공개매수가격이 적정한지를 판단해 주는 이사회를 가질 권리가 있습니다.
2. **귀사 이사회는 외부 전문기관의 가치평가가 적정하다고 결론지으면서도 그 구체적 내용을 전혀 공개하지 않았습니다.** 이사회는 ‘특별위원회가 외부 전문기관을 통해 주식가치 산정을 진행했고, 외부 전문기관은 부문별 가치합산법(SOTP), 유사거래사례비교법(GTM), 현금흐름할인법(DCF)을 적용하여 산정했으며, 그 결과 공개매수가격이 합리적이라고 판단하였다’는 취지로 밝혔으나, 가격 산정의 핵심이 되는 근거는 전혀 공개하지 않았습니다. 산정된 부문별 기업가치, 주요 자산의 평가액, 할인율 등이 공개된 바 없습니다. 무엇보다 이사회는 의견표명서는 물론, 1차 및 2차 공개매수신고서 어디에도 귀사의 핵심 자산인 골프존카운티의 지분 가치에 대한 언급이 없습니다. 소수주주들은 충분한 정보를 바탕으로 이번 거래의 적정성에 관한 판단을 내릴 수 있어야 하나, 충분한 정보를 제공받지 못하였습니다.
3. **귀사 이사회는 골프존카운티 매각에 관하여 침묵하고 있습니다.** 귀사 이사회는 8월 3일자 의견표명서에는 골프존카운티 매각에 관한 정보가 기재되어 있지 않습니다. 2차 공개매수신고서에는 ‘대상회사는 골프존카운티 매각 과정에 관여하지 않고 매각의 가능성을 예측할 수 없다’는 내용만 기재되었을 뿐이고, 골프존카운티의 또 다른 주주인 MBK파트너스와의 주주간계약의 내용이 추가되었으나,⁵ 이는 귀사의 사업보고서 등에서도 확인할 수 있는 내용입니다. 귀사는 MBK파트너스로부터 제3자 처분통지를 받는 경우 MBK파트너스에 골프존카운티 지분을 동일한 가격 및 조건으로 함께 매도할 것을 청구할 수 있

³ 2026. 8. 3.자 골프존홀딩스 공개매수에 관한 의견표명서 제2, 3면

⁴ 2026. 8. 3.자 골프존홀딩스 공개매수에 관한 의견표명서 제3면

⁵ 2026. 8. 10.자 에스제이투자홀딩스 공개매수신고서 제19, 20면

는 매도청구권(tag-along right) 등을 보유하고 있는바, 이러한 귀사의 지위를 고려하면 핵심 자산인 골프존카운티 매각에 관한 정보는 언론이 아닌 귀사의 공시를 통해 주주들에게 제공되었어야 합니다.

4. **귀사 이사회는 공개매수 개시 후 35일이 지나서야 의견을 표명하였고, 주주들에게 남은 시간은 단 이를 뿐이었습니다.** 이사회는 주주들이 공개적으로 의견 표명을 요구함에 따라 8월 3일 의견을 표명하였는데, 이는 1차 공개매수 개시 후 35일이 지난 시점, 즉 공개매수 종료일을 불과 이를 앞둔 시점이었습니다. 이틀은 소수주주가 충분한 정보를 바탕으로 공개매수 응모 여부에 대한 판단을 내리기에 결코 충분한 시간이 아닙니다.

이사회는 의견표명서에서 법무부의 「기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인」을 인용하면서, 향후 포괄적 주식교환 등 후속 절차가 이루어질 경우 소수주주가 이번 공개매수가격과 동등한 수준의 대가를 지급받을 수 있도록 모니터링할 예정이라고 밝혔습니다. 그러나 현재 공개매수가격인 6,700원이 적절한 가격이 아니므로, 공개매수가격과 동일한 가격으로 포괄적 주식교환 등이 이루어진다는 사정만으로 주주 보호가 충분히 이루어졌다고 평가할 수 없습니다. 소수주주를 위하여 직무를 충실히 수행하는 이사회라면, 적정 가격이라고 검증되었다고 보기 어려운 가격을 후속 절차의 기준으로 삼지 않을 것입니다.

이와 별도로, 귀사는 2026년 7월 29일 주식 담보제공계약 체결 지연공시를 이유로 불성실공시법인 지정예고를 받았습니다. 해당 담보제공계약 체결은 이번 공개매수 대금 지급에 관한 것입니다. 소수주주를 위하여 직무를 충실히 수행하는 이사회라면, 공시의 적정성이 문제되고 있는 상황에서 바로 그 공시와 관련된 공개매수가격을 소수주주들에게 수용하도록 요구하지 않을 것입니다.

골프존홀딩스의 자산은 그 가치를 평가하기 어렵지 않으므로, 계산은 결코 복잡하지 않습니다. 주당 6,700원은 SJ가 귀사의 가치를 약 2,588억 원으로 평가하고 있음을 의미합니다.⁶ 2026년도 반기보고서에 의하면 귀사의 주당 장부가치는 19,310원으로 파악되는데,⁷ 당사는 이 수치조차 공정가치를 저평가한 것이라고 판단합니다. 귀사 핵심 자산인 골프존카운티 지분은 매각 시 실현될 가치가 아닌 지분법에 따라 1,958억 원으로 평가되어 있으나,⁸ 1차 서한에서 상세히 설명드린 바와 같이 당사는 현재 진행 중인 매각 절차와 관련하여 언론에 보도된 약 2조 원의 기업가치를 기초로 귀사가 보유한 지분 가치를 약 4,000억 원으로 추정하고 있습니다.⁹ 또한 투자부동산은 원가를 기초로 약 3,160억 원으로 계상되어 있으나,¹⁰ 귀사의 2025년도 사업보고서는 독립기관이 평가한 공정가치를 5,675억 원으로 공시하고 있습니다.¹¹

이사회도 쉽게 확인할 수 있는 두 가지 항목만 조정하더라도 그 격차는 변명의 여지가 없을 정도로 벌어집니다. 귀사가 보유한 골프존카운티 지분을 매각 시 실현될 약 4,000억 원으로 평가하면 주당 약 5,300원이 추가됩니다.¹² 투자부동산을 귀사의 사업보고서에 공시된 공정가치 5,675억 원으로 평가하면 주당 약 6,500원이 추가됩니다.

⁶ 6,700원 x 유통주식수 38,624,742주

⁷ 지배기업 소유주지분 7,458억 6천만 원 / 유통주식수 38,624,742주 (골프존홀딩스 2026년도 반기보고서 제36면)

⁸ 골프존홀딩스 2026년도 반기보고서 제56면

⁹ 2026. 7. 22.자 1차 서한 각주 9 참조

¹⁰ 골프존홀딩스 2026년도 반기보고서 제57면

¹¹ 골프존홀딩스 2025년도 사업보고서 제84, 85면

¹² (4,000억 원 - 장부가액 1,958억 원) / 유통주식수 38,624,742주

니다.¹³ 주당 장부가치 19,310원에 위 각 금액을 더한 조정 주당순자산가치는 약 31,100원입니다. 현재 공개매수가격은 위 조정 주당순자산가치의 약 21.5%, 주당 장부가치의 약 34.7%에 불과합니다.

가장 보수적인 관점에서 보더라도 결론은 다르지 않습니다. 골프존카운티 지분을 지분법에 따른 장부가액 1,958억 원으로 평가하더라도, 위 장부가액에 별도재무제표상 귀사가 보유한 현금 및 현금성자산과 단기금융상품 합계 약 664억 원¹⁴만 더해도 총 2,622억 원이 되는데, 이는 앞서 본 공개매수가격을 기초로 산정한 귀사의 가치 약 2,588억 원을 상회합니다. **이 같은 보수적인 기준에서 보더라도 귀사가 보유한 나머지 자산, 즉 골프존커머스, 골프존 지분, 골프장 및 건물, 브랜드 로열티 등이 사실상 아무런 대가 없이 인수되는 셈입니다.** 언론에 보도되고 있는 가치를 기준으로 하면 골프존카운티 지분만으로도 공개매수가격을 기초로 한 귀사 가치의 약 1.5배에 이르므로, 위 보수적 기준은 실제 기업가치를 반영하는 것은 아닙니다.

시장가격에 대한 프리미엄을 근거로 6,700원을 정당화할 수도 없습니다. 한국의 지주회사들이 순자산가치 대비 큰 폭으로 할인되어 거래되는 것은 소수주주가 기업이 보유하는 자산 가치의 실현을 강제할 수 없기 때문입니다. 법무부 가이드라인의 취지에 비추어 보면, 자산 가치를 온전히 실현할 수 있는 지배주주 측 계열사가 공개매수를 진행하는 경우에는 소수주주가 포기하도록 요구받는 주식의 적정 가치가 기준이 되어야 합니다. 어느 경우든 주식이 공개매수가격을 상회하여 거래되고 있다는 사실은 공개매수가격이 적정하지 않다는 점에 대한 시장의 판단을 보여주는 것입니다.

이에 당사는 이사회에 다음 세 가지 사항을 요구하며, 그 결과를 2026년 8월 24일까지 공개하여 주실 것을 요청드립니다.

- 이사회가 주당 6,700원이 적정한 가격이라는 입장이라면, **외부 전문기관이 산정한 부문별 기업가치, 골프존카운티와 투자부동산을 비롯한 주요 자산별 평가액, 비교회사군, 적용된 할인율 등 해당 가격이 적정하다는 점을 뒷받침하는 구체적 근거를 밝혀주시기 바랍니다.** 이로써 소수주주들도 SJ 측과 동등한 수준의 정보를 바탕으로 공개매수 응모 여부를 결정할 수 있어야 합니다.
- 주주간계약에 따라 매도청구권 등을 보유하고 있는 주체로서, **골프존카운티 매각 절차에 관하여 현재까지의 진행 상황을 공개하고, 외부 전문기관을 통한 공개매수가격 평가 시 골프존카운티 지분 가치를 어떻게 평가하였는지 밝혀 주십시오.** 공개매수자는 귀사 계열회사의 완전자회사이자 최대주주의 특수관계인입니다. 이러한 관계에 비추어 보면, 골프존카운티 지분 가치에 대한 분석의 공개 없이 공개매수가격이 적정하다고 주장할 수는 없습니다.
- **2차 공개매수에 대한 이사회 의견을 35일이 지난 후가 아니라 즉시 표명하여 주십시오.** 주주들에게는 그 의견을 바탕으로 판단하고 행동할 시간이 필요합니다.

당사는 2차 공개매수에도 응할 의사가 없습니다. 또한 SJ가 공개매수 이후 주식의 포괄적 교환, 지배주주의 매도청구권 행사 등 후속 거래를 추진하는 경우, 주주들은 SJ가 일방적으로 정한 가격이 아니라 법원이 결정하는 공정한 가액을 받을 권리가 있음을 알려드립니다. 아울러 한국 자본시장법은 공개매수신고서 등에 중요사항에

¹³ (5,675억 원 - 장부가액 3,160억 원) / 유통주식수 38,624,742주

¹⁴ 골프존홀딩스 2026년도 반기보고서 제92면

Terton:

관한 기재 누락 등이 있어 응모주주가 손해를 입은 경우, 신고인과 그 특별관계자 등이 그 손해를 배상할 책임을 지도록 정하고 있음을 이사회에 상기시켜 드립니다.

당사는 귀사에 이사회 의사록 열람·등사를 청구하면서 2026년 8월 12일까지 그 가부에 대한 회신을 요청하였으나, 현재까지 이에 대한 확답을 제공받지 못하였습니다. 당사는 조속한 시일 내에 귀사 이사회 의사록에 대한 열람·등사가 가능할 수 있기를 바라고 있습니다. 그 밖에 당사는 소수주주가 귀사 주식에 대한 적정 가격을 지급받을 수 있도록 법적 조치를 포함하여 당사가 취할 수 있는 모든 수단을 강구할 것입니다.

만일 귀사 이사회 구성원들께서 골프존홀딩스의 주주인 당사와 같은 입장에 있었다면, 자신의 이익이 충실하게 대변되고 있다고 느끼셨겠습니까? 이사회가 올바른 일을 할 기회는 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.