2026. 11. 16.

Asset Value Investors Limited
영국 런던 캐번디시 스퀘어 2
우편번호 W1G 0PU

전화: 020 7659 4800
웹사이트: www.assetvalueinvestors.com

(주)다우기술
대한민국 경기도 성남시 수정구 금토로 69
다우디지털스퀘어 4 층

수신 이사회 의장 겸 대표이사 김윤덕
다우기술 이사회 귀중
(부사장 신상범, 독립이사 홍은주·김동현)

다우기술 이사회에 보내는 공개서한: 중앙일보 투자 결정에 대한 AVI 의 우려

Asset Value Investors(이하 "AVI" 또는 "당사")는 고객 펀드를 대신하여, 귀사의 발행주식 총수의 약 2.2%에 해당하는 963,700 주를 운용하고 있습니다. 당사는 가장 최근인 지난 9 월을 포함하여 그간 경영진과 이어온 건설적인 소통을 높이 평가합니다. 이에 당사는, 주주들의 질의에 대해 귀사가 지난 10 월 30 일자 공통 서면 회신을 통해 답변한 바 있는 당사의 10 월 21 일자 서한의 연장선상에서, 동일한 취지와 목적을 가지고 본 서한을 발송하는 바입니다.

다우기술, (주)사람인, 그리고 CJ(주) 등으로 구성된 컨소시엄이 우선협상대상자로 선정된 이후[1], 귀사의 이사회는 1,900 억 원의 취득 가액으로 중앙일보의 신주 38,000,000 주를 인수하기로 결의했습니다.[2]

당사는 본 투자에 반대합니다. 본 투자를 강행할 경우 주주 자본이 크게 훼손될 위험이 있다고 판단합니다.

당사의 반대 이유는 명확합니다. 인수 가격은 높은데 실제 부담할 총비용은 아직 파악되지 않았으며, 다우기술 입장에서 일관된 전략적 근거도 없고, 이미 큰 폭의 할인 평가를 받고 있는 귀사의 구조를 더욱 복잡하게 만들며, 동일한 자본을 더 효과적으로 활용할 수 있는 대안이 존재한다는 점에서 다우기술이 자본을 투입할 때 충족해야 할 기준 중 그 어느 하나도 충족하지 못합니다.

당사는 먼저 이사회에 비공개로 이러한 우려를 전달한 바 있습니다. 귀사는 10 월 30 일에 답변을 보내왔으나, 당사는 해당 답변이 당사가 제기한 우려의 본질적인 핵심에는 답하지 않았다고 판단합니다. 이에 본건 투자가 다우기술의 모든 주주에게 중대한 사안인 점을 고려하여, 다른 주주들과 시장 참여자들이 본건 투자를 평가하고 이사회가 거래 종결 전에 이러한 우려 사항에 대해 대응할 수 있도록 하기 위하여 당사의 우려 사항을 공개합니다.

<u>이사회가 아직 정당성을 입증하지 못한 가격</u>

[1] 다우기술 / 투자판단관련주요경영사항, 2026 년 10 월 20 일.

[2] 다우기술/ 타법인주식및출자증권취득결정, 2026 년 11 월 4 일; 중앙일보 주요사항보고서(유상증자결정): 2026 년 11 월 4 일 중앙일보 이사회는 제 3 자 배정 방식로 주당 5,000 원에 총 104,000,001 주의 신주를 발행하기로 결의하였으며, 이 중 38,000,000 주는 다우기술, 14,287,991 주는 사람인, 37,086,640 주는 CJ, 14,625,370 주는 ㈜신세계에 배정되었습니다. 본 거래의 납입일(종결일)은 2026 년 12 월 23 일로 예정되어 있습니다.

컨소시엄은 다우기술의 1,900 억 원의 인수약정액을 포함하여 총 5,200 억 원 규모의 조건부 신주인수계약을 체결했습니다. 이번 신주 인수로 납입되는 자금은 기존 주주에게 지급되는 것이 아니라 중앙일보에 직접 유입되는 것이지만, 다우기술이 투입하는 자본에 대한 투자 위험은 여전히 다우기술의 주주들이 부담하게 됩니다.

신주 인수 가격의 적정성은 중앙일보의 저조한 수익성과 악화되고 있는 재무상태에 비추어 평가되어야 합니다. 중앙일보의 2025 년 영업이익은 175 억 원, 영업이익률은 5.5%에 그쳤으며, 2026 년 상반기에는 약 920 억 원의 당기순손실을 기록했습니다. 해당 6 개월 동안 자본총계는 1,200 억 원에서 290 억 원으로 감소하였고, 2026 년 6 월 기준 유동부채는 유동자산을 2,300 억 원 초과하였습니다. 이러한 수치는 중앙일보가 추가적인 손실을 흡수할 수 있는 여력이 제한적임을 보여주며, 신주 인수 대금 중 얼마가 재무구조 개선에 사용되어야 하는지, 그리고 새로 투입되는 자본에 대한 적정 수익을 뒷받침할 만큼의 이익과 현금흐름을 창출할 수 있는지에 대해서도 의문이 제기됩니다.

이러한 상황에서, 이사회는 합의된 신주 인수 가격이 적정하다고 판단한 산정 근거를 설명해야 합니다.

특히 이사회는 신주 인수 가격의 산정에 적용한 가치평가 방법과 가정, 해당 인수 가격이 전제하는 투자 후 지분가치, 그리고 투입 자본의 기대수익률, 최소수익률, 투자회수 기간을 공개해야 합니다.

이사회는 또한 입찰 조건이나 부담하는 의무에 중대한 차이가 있었다면 이를 포함하여, 컨소시엄의 신주 인수 금액 5,200 억 원이 언론에 보도된 경쟁 입찰가 3,000 억~4,000 억 원을 크게 상회하게 된 이유를 설명해야 합니다[3]. 보도에 따르면, 입찰 평가는 입찰 가격뿐만 아니라 자금 조달 능력, 재무구조 개선 및 고용 안정성도 고려하였으나, 그중에서도 입찰 가격 차이가 결정적인 요인으로 작용한 것으로 전해집니다[4]. 단순히 경쟁 후보보다 훨씬 더 많은 자본을 투입하여 낙찰 받았다는 사실만으로 다우기술의 주주들을 위한 가치가 창출된다고 볼 수는 없습니다.

<u>다우기술의 전략적 투자근거 부재</u>

다우기술은 투자자들에게 3,790 억 원 규모의 죽전 데이터센터와 2027 년 6 월부터 7 년간 적용되는 네이버 클라우드와의 코로케이션 계약을 기반으로, 향후 이익 성장을 데이터센터 부문이 견인할 것이라고 밝혀왔습니다.

신문 사업은 그러한 공표된 전략과도, 다우기술의 금융 IT, 메시징, 혹은 그룹웨어 사업과도 아무런 관련이 없습니다.당사는 귀사의 최근 답변에도 여전히 납득하기 어렵습니다. 귀사는 신주 인수 이후 중앙일보의 재무상태가 개선되고 전략적 정합성이 있을 것이라는 기대에 근거하여 투자 결정을 내린것으로 보입니다. 이는 단순한 기대와 약속에 불과하며, 귀사는 지금까지 그 어느 쪽에 대해서도 그 판단을 뒷받침할 만한 실질적이고 타당한 근거를 제시하지 못했습니다.[5] 또한 신문 소유 규제에 따라 대기업집단은 일반일간신문사 지분의 50%를 초과하여 보유할 수 없으므로, 다우기술은 향후 추가자금이 필요한 경우 그에 따른 책임을 부담하면서 CJ 와 경영권을 공유하게 됩니다. 저희는, 그룹 차원의 목표에 기여하는 것과 별개로 본건 투자가 다우기술 주주들에게 어떻게 적정한 수익을 제공할 것인지에 대한 충분한 설명을 듣지 못했습니다. 사업 다각화 자체만으로 주주가치가 창출된다고 볼 수는 없습니다.

<u>좁혀지지 않고 더 확대되는 할인 폭</u>

---

[3] 출처: https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-10-20/struggling-korea-newspaper-joongang-ilbo-closer-to-finding-buyer

[4] https://www.yna.co.kr/view/AKR20261019144551008

[5] 한국기업거버넌스포럼 역시 2026 년 10 월 14 일 자로 발표한 논평을 통해 그 전략적 타당성에 대해 의문을 제기한 바 있습니다. https://kcgf.kr/53/?q=YToxOntzOjEyOiJrZXl3b3JkX3R5cGUiO3M6MzoiYWxsIjt9&bmode=view&idx=175088443&t=board

10 월 30 일 주가를 기준으로 적용할 경우, 다우기술의 주가는 순자산가치(NAV) 대비 62% 할인된 수준이었습니다. 키움증권 지분의 시장가치만 해도 2 조 6,000 억 원에 이르며, 이는 다우기술 시가총액의 183%에 해당합니다.

이러한 할인율은 다우기술이 보유한 자산의 질보다는 자본배분과 복잡한 중간지주회사 구조에 대한 투자자들의 우려를 반영한다고 판단합니다. 향후 얼마나 많은 추가 자금이 필요할지도 불확실한 적자 신문사를 공동으로 경영하는 구조가 더해지면 이러한 우려는 더욱 확고해지고, 할인율도 한층 더 커질 것으로 예상합니다.

다우기술의 자사주가 더 나은 투자처입니다

다우기술 주가가 약 62% 할인된 수준에서, 자사주를 매입해 소각하면 거래비용을 제외하고 매입에 투입하는 1,000 원당 추정 순자산가치(NAV) 약 2,630 원에 해당하는 주식을 소각할 수 있습니다. 이는 약 +163%의 즉각적인 투자수익률(ROI)에 해당합니다. 워크아웃이 진행 중인 신문사에 대한 투자는 이에 상응하는 위험 조정 수익률을 제공할 수 있다고 보기 어렵습니다.

투자 규모 또한 중요합니다. 다우기술의 투자금은 전체 투자금액의 36.5%에 해당하는 1,900 억 원으로, 이는 다우기술의 시가총액의 약 14%에 해당하는 규모이며[6], 사람인의 투자금액까지 합할 경우 다우그룹의 총 투자금액은 약 2,614 억 원에 이릅니다.

지난 9 월, 경영진은 데이터센터가 가동을 개시한 이후 자사주 매입을 검토하겠다는 입장을 밝힌 바 있습니다. 현시점에서 자기주식 매입에 투입할 수 없는 자금이라면, 워크아웃 중인 신문사에 대한 투자에도 사용되어서는 안 된다는 것이 저희의 입장입니다.

이사회 의무 및 당사의 요구 사항

이사는 상법 제 382 조 및 민법 제 681 조에 따라 다우기술에 대한 선량한 관리자의 주의의무를 부담하며, 상법 제 382 조의 3 에 따라 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 합니다. 본건 투자는 그룹 차원의 목표와 별개로, 다우기술과 그 전체 주주의 이익에 부합한다는 관점에서 정당화되어야 합니다. 사람인이 다우기술과 함께 투자하는 만큼, 두 상장사 간의 투자 비용, 지분 및 위험의 배분 역시 각 회사의 소수주주들에게 공평해야 합니다.

귀사는 당사의 주주 서한에 대한 답변을 통해 독립된 외부 전문기관의 가치평가와 법률자문을 받았으며, 독립이사를 포함한 이사회가 해당 자료를 바탕으로 본건 거래를 심의하고 있다고 밝혔습니다.

이에 당사는 이사회에 다음 사항을 요청드립니다.

1. 투자 추진 근거 및 이사회의 독립적인 검토 결과를 설명해주십시오: 귀사는 공통 서면 회신에서 대규모 자본이 투입되는 점을 고려하여, 독립이사진을 포함한 이사회가 경영상 필요성, 외부 전문기관의 가치평가 결과, 재무 및 법무 검토 보고, 그리고 주주 서한에서 제기된 쟁점과 우려 사항을 사전에 제공받아 본건 거래를 면밀하게 심의 중이라고 밝힌 바 있습니다. 이에 당사는 이사회가 이번 투자를 검토하게 된 배경과 실제로 추진하기로 한 이유를 설명하고, 해당 검토의 주요 결과와 그 결과가 이사회의 최종 의사결정에 어떻게 반영되었는지 구체적으로 공개할 것을 요청드립니다. 특히 이사회는 다음 사항을 명확히 설명해야 합니다.

[6] 출처: AVI, Capital IQ (2026 년 10 월 30 일 기준)

- **가치평가**
  - 이사회가 의사결정의 근거로 삼은 독립된 외부 전문기관의 가치평가 내용에 관하여, 평가기관의 명칭, 주요 가정, 가치평가 방법 및 결론을 공개하고, 그 결론이 합의된 신주 인수 가격의 타당성을 어떻게 뒷받침하는지, 특히 경쟁 입찰가 대비 프리미엄을 제시한 근거;
  - 귀사와 사람인의 각 투자 금액을 결정한 근거 및 이사회가 이번 투자에서 기대되는 경제적 이익과 위험이 양사에 공평하게 배분되었는지를 검토하였는지 여부;
  - 이사회가 주주의 이익을 보호할 의무를 포함한 상법 제 382 조의 3 에 따른 충실의무를 고려하여, 이번 투자로 귀사에 귀속되는 경제적 이익과 부담하는 위험을 독립적으로 평가하였는지 여부;
  - 귀사와 사람인의 투자가 전부 또는 일부라도 그룹 차원에서 중앙일보 경영권을 확보하려는 목적을 갖고 있는지 여부 및 이사회가 최대주주인 (주)다우데이타와 그 상위 주주인 김익래 전 회장 및 그 일가를 포함한 지배주주 측의 이해관계와 귀사 일반주주의 이해관계 사이에 발생할 수 있는 충돌을 어떻게 검토하였는지; 및
  - 중앙일보가 계열사의 채무를 보증하기 위해 제공한 지급보증이 신주 인수거래 종결 이후에도 존속하는지 여부와 해당 보증에 따른 채무가 현실화될 경우 중앙일보의 재무 상태와 귀사의 투자가치에 미칠 잠재적 영향에 대한 이사회의 검토 결과.
- **재무 및 법무 검토**: 재무 검토의 결과와 법률 자문의 범위를 공개하고, 해당 자문에 상법 제 382 조의 3 에 따른 이사의 충실의무에 대한 검토가 포함되었는지 여부.
- **독립이사의 검토 및 평가**: 독립이사들이 이러한 자료들과 주주들이 제기한 우려 사항들을 어떻게 평가했으며, 반대 의견이 존재했을 경우 그 주요 내용.

2. 특별위원회를 설치하여 거래 종결 전에 독립적인 검토를 실시해 주십시오: 본건 거래는 부적절한 자본 배분으로 인한 주주 가치가 훼손될 수 있다는 우려와 함께, 그룹 차원의 이해관계와 귀사의 일반 주주의 이익이 충돌한 가능성도 제기합니다. 이에 당사는 법무부 가이드라인에서 제시한 바에 따라, 이사회가 독립이사로 구성되고 독립적인 외부 자문인의 지원을 받는 특별위원회를 설치할 것을 요청드립니다. 특별위원회는 거래 목적의 정당성, 거래조건의 공정성 및 의사결정 과정의 적절성을 기준으로, 위 제 1 항에 열거된 사항들에 대한 이사회의 검토 내용을 포함하여, 본건 투자를 독립적으로 재검토해야 합니다. 또한 특별위원회는 거래 종결까지 남아있는 모든 주요 의사결정 사항을 검토하고, 귀사가 거래를 종결하기 전에 그 검토 결과와 권고 사항을 이사회에 보고하여야 합니다. 당사는 특별위원회의 외부 자문인 후보를 추천할 의향이 있습니다.

당사는 이사회가 늦어도 11 월 30 일까지 본 서한에서 제기한 우려 사항에 대하여 공개적으로 답변해주시기를 요청드리며, 어떠한 구속력이 있는 약정을 체결하기 전에 독립이사를 포함한 이사회와 본 사안을 논의할 수 있는 기회가 마련되기를 바랍니다.

감사합니다.

Asset Value Investors Limited





Joe Bauernfreund
최고경영자

Ross McGarry, CFA
선임 투자 애널리스트

면책 조항

본 서한은 공개된 정보를 바탕으로 작성된 당사의 견해를 담고 있습니다. AVI 는 제 3 자로부터 취득한 정보의 정확성이나 완전성에 대해 어떠한 진술이나 보증도 하지 않습니다. 본 서한은 투자 자문이나 증권의 매수 또는 매도에 관한 청약이나 권유에 해당하지 아니하며, 본 서한의 어떠한 내용도 이와 관련된 계약, 약정 또는 투자 결정의 근거로 삼거나 이에 의존하여서는 안 됩니다. 본 서한에 포함된 정보는 서한 작성일 현재의 상황을 고려하여 해석되어야 합니다. 당사는 이후의 상황 변화를 반영하여 본 서한을 갱신할 의무를 부담하지 않습니다. 본 서한에 기재된 수치는 반올림된 근사치입니다. AVI 는 별도의 통지 없이 언제든지 보유 지분을 늘리거나 줄일 수 있습니다. 본 서한의 국문 번역본은 참고용으로만 제공되며, 영문본과 국문번역본의 내용이 일치하지 않는 경우 영문본이 우선합니다.