

Delivered Electronically

수신: ㈜에스원 이사회 귀하

참조: 이재훈, 정해린, 하나오카 타쿠로, 김송범, 이만우, 한승희, 임지원, 노나카 타카히로, 마츠이 히로미치

2026년 6월 23일

존경하는 이재훈 의장님, 그리고 에스원 이사 여러분,

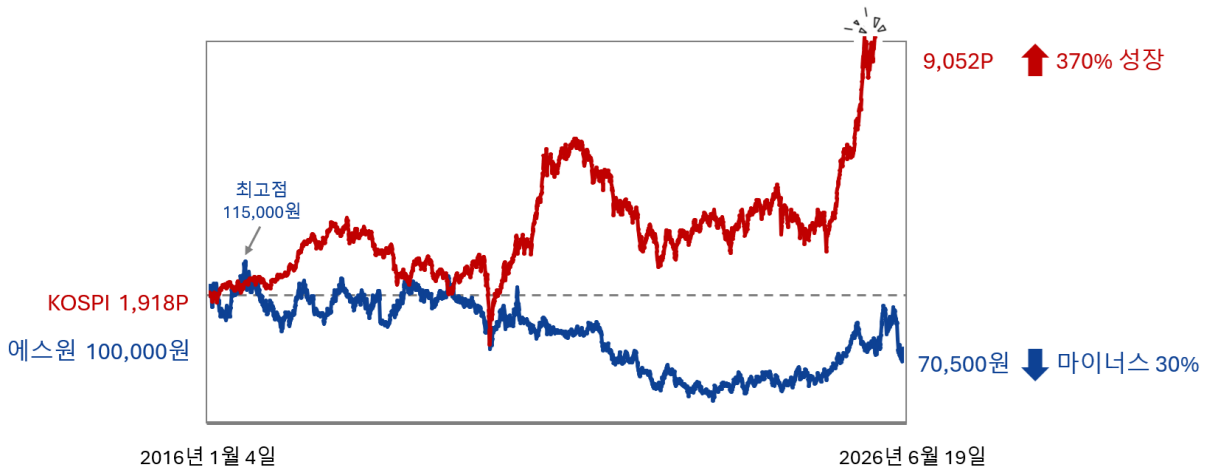
저희 플래쉬라이트 캐피탈 파트너스는 거버넌스를 통한 가치 창출을 핵심전략으로 하는, 에스원의 주주입니다.

현재 에스원

에스원은 1977년 설립 이래 대한민국 보안 산업을 개척해 온 회사로, 시장점유율 1위, 100만 가업자를 보유한 명실상부 업계 1위 회사입니다.

그러나 현재 자본시장은 에스원의 가치를 인정하지 않고 있습니다. 에스원의 EV/EBITDA는 2위 업체 SK 설더스 거래 배수의 절반에도 미치지 못합니다. 업계 1위가 2위 밸류에이션의 절반에도 못 미치는 현실은 믿기 힘들 정도입니다. 지난 10년간 코스피가 약 370% 상승하는 동안 에스원의 주가는 30% 하락했습니다. ‘잃어버린 10년’입니다.

10 개년 에스원 주가 vs. 코스피



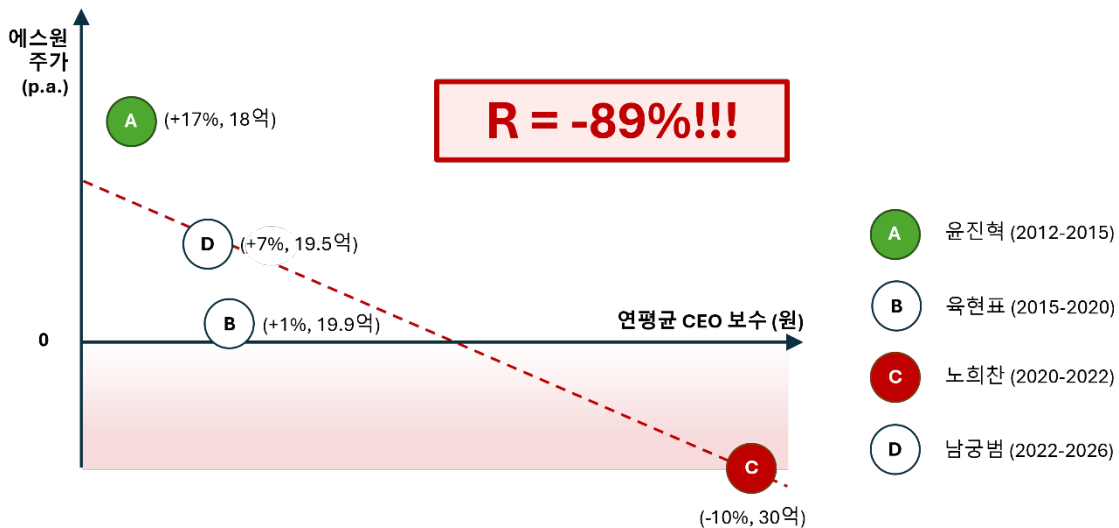
저희는 에스원 저평가의 근본 원인이 사업 경쟁력 이전에 거버넌스의 문제라는 결론에 이르렀습니다. 최고 의사결정 기구인 이사회와 만나 열린 마음으로 이사회의 생각을 들어보고, 또한 저희의 분석과 제안을 공유하고자 지난 5월 12일에 미팅을 요청 드렸으나 긍정적 답을 받지 못해 대신 이렇게 서신을 드립니다.

대한민국 상법은 이사회가 전체 주주의 이익을 공평하게 대우할 것을 규정하고 있습니다. 그럼에도 지금까지 공시된 자료를 살펴보면, 귀사 이사회는 약 20% 지분에 불과한 삼성그룹의 이익을 우선, 나머지 80% 주주의 이익은 충분히 살피지 않았다는 우려를 하지 않을 수 없습니다.

단적인 예가 대표이사의 선임과 보상입니다. 지난 25년간 에스원의 대표이사들은 예외 없이 보안업 경험이 없는 삼성그룹 출신 인사들이었으며, 그 선임 과정에서 주주가 검증할 수 있는 절차나 기록은 충분히 공개되지 않았습니다. 실제, 올해 주총에서 이사회가 추천한 정해린 신입사장은 전에 단체급식사업체 출신입니다. 미래기술이 집약되어 있는 보안업과 조리업이 어떤 관계가 있을지 의문입니다. 이사회가 실제 다른 후보를 만나 인터뷰는 해보았는지, 그리고 다양한 후보들 중에 어떠한 기준으로 주주들에게 정해린 님을 최종 사장 후보로 추천하게 되었는지 궁금합니다. 이에 대해 설명을 부탁드립니다.

대표이사의 평가 및 보상시스템에 대해서도 큰 우려를 갖고 있습니다. 지금까지 에스원의 사업보고서를 분석해보면, CEO가 주가를 하락시킬수록 오히려 더 큰 보수를 받은 것으로 확인됩니다. 주가와 보상이 정반대로 연동되는 구조로, 전 세계에 이런 보상시스템을 가진 회사가 또 있는지 의문입니다.

CEO 임기 내 연평균 주가 및 보수¹



끊임없이 내려오는 보안업과 무관한 CEO들, 주가에 반비례한 보상시스템을 직접 목격해 온 에스원 임직원들의 마음속에 어떤 조직문화가 자리 잡았을지 우려스럽습니다. 이사 여러분께서도 잘 아시다시피, 에스원은 장기간 시장점유율이 감소했고, 수익성 또한 경쟁사 대비 악화되어 왔습니다. 상황이 이러할진대, 심기일전하겠다는 자세는 커녕 영업보고서에 CEO가 올해도 흑자가 어디냐는 듯 자축하는 모습을 보면 주주로서 啞然失色하지 않을 수 없습니다.

다섯 가지 제안

에스원의 주가를 정상화하고 에스원을 진정한 1위로 만들기 위해, 다음 다섯 가지를 요청 드립니다.

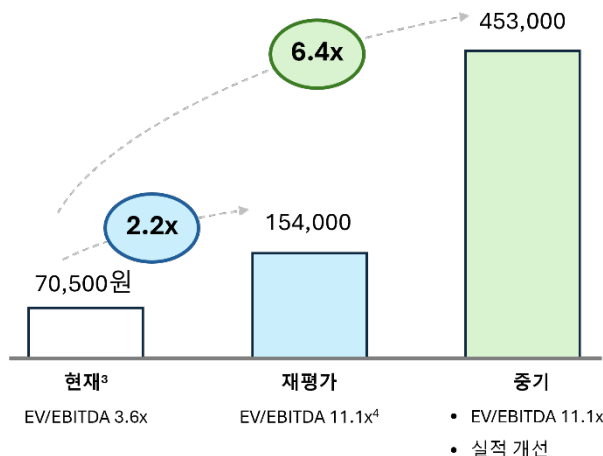
¹ CEO 임기는 주주총회에서 선임된 날 기준, 윤진혁 사장님의 2012년 보수 정보 공시 부재로 2013년과 동일하다고 가정

- 3 개년 목표 주가 발표:** 이사회는 먼저 현재의 주가에 대한 입장을 밝히기 바랍니다. EBITDA 3.3 배의 현 밸류에이션이 보안업 1 위에 과연 합당한 수준인지 표명해 주시고, 3 개년 목표 주가를 제시해 주십시오. 목표 달성을 위해 대표이사 주가 연동 보상은 필수라고 생각합니다.
- 5 개년 사업 비전 발표:** 하위 경쟁사에 추격당하는 현실을 직시하고, 에스원을 진정한 넘버원으로 만들기 위한 5 개년 성장 전략을 제시해 주십시오. 실버케어, 드론, 사이버보안 등 무궁무진한 신사업 기회가 귀사 앞에 열려 있습니다. 삼성그룹 내 계열사거래라는 안일함을 떨치고, 무한경쟁에 최선을 다해 임하는 진정한 상장사로 거듭나시길 바랍니다.
- 잉여 현금 활용 계획 수립:** 시가총액의 49%에 달하는 1.3 조 원의 순현금이 은행 예금 수준의 수익률로 방치되고 있습니다. 누구를 위해 쌓아두는 현금인지 주주들은 알 권리가 있습니다. 자기주식의 추가 매입·소각, 배당 확대, 미래 사업 투자 등 활용 계획을 제시해 주십시오.
- 주주와의 투명한 소통:** 1 년에 한번 있는 IR 미팅을 공지하면서 단 하루 안에 신라호텔로 달려오라고 하는 것은 80% 주주들에 대한 오만이자, 기만입니다. 적어도 분기 단위로 회사의 실적을 주주에게 적극적 통지, 한국어·영어 웹캐스트로 상세히 설명해 주십시오. 대표이사가 직접 Q&A 를 주재하고, 사후 열람 가능토록 영상을 회사 웹사이트에 게시해 주시기 바랍니다.
- 상법을 준수하는 이사회:** 전체 주주를 공정하게 대우하라는 상법의 원칙에 따라, 특정 주주가 아닌 '모든 주주'를 위해 일하는 진정한 독립 사외이사의 영입을 요청합니다. 보안 산업에 대한 전문성을 갖고, 주주에 대한 책임의식을 명확히 갖춘 인사를 이사회에 영입, 근본부터 바로 잡아 주시길 바랍니다.

에스원의 미래

올바른 거버넌스가 확립된다면, 에스원 주가는 단기적으로 약 2 배, 중장기적으로 약 6 배까지 재평가될 수 있다고 믿습니다.

에스원의 주가 잠재력²



² 일정 가정에 기반한 견해이며, 미래 주가에 대한 예측이나 보장이 아님

³ 2026년 6월 4일 기준

⁴ 동종업계 EV/EBITDA



저희가 이사회에 드리는 제안의 상세한 내용은 www.flashlightcap.com 에 게시된 자료에서 확인하실 수 있습니다.

이사회와 건설적 대화를 통해 에스원의 현황과 대책에 대해 토의할 수 있길 바라고 있습니다. 부디 답변 부탁드립니다.

“마누라와 자식만 빼고 다 바꿔라”라는 이견희 회장님의 경영철학을 잘 기억하고 있습니다. 에스원에 삼성의 이름이 부끄럽지 않도록, 환골탈태하길 기대합니다.

감사합니다.

플래쉬라이트 캐피탈 파트너스

대표이사 이상현 드림

A handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, connected strokes, positioned above a horizontal line.

