

DELIVERED ELECTRONICALLY

2026 년 10 월 19 일

수신: ㈜오리온 이사회 귀중

참조: 이승준 이사님 / 허인철 이사님 / 노승권 이사님 / 이현규 이사님 / 송찬엽 이사님

존경하는 오리온 이사회 이사 여러분,

저희 플래쉬라이트 캐피탈 파트너스는 거버넌스 개선을 통한 가치 창출을 핵심전략으로 하는 회사이며, ㈜오리온(이하 “오리온” 또는 “회사”)의 주주입니다.

저희는 2026 년 9 월 15 일 회사에 서한을 보내, 이사회 면담과 함께 다른 주주분들과 소통하기 위한 주주명부 열람, 등사를 청구했습니다. 회사는 저희의 주식 보유를 확인하는 전화를 한 뒤로 아무런 답이 없습니다. 유감을 표합니다. 주주의 가장 기본적인 요청에도 답하지 않는 회사가 거버넌스를 논의할 준비가 되어 있다고 보기는 어렵다고 생각합니다.

그래서 저희의 우려를 이사회와 다른 주주분들께 공개적으로 말씀드립니다.

최고의 회사

오리온은 시장점유율 22%의 국내 최대 제과회사입니다.¹ 초코파이부터 포카칩까지 오리온의 브랜드는 여러 세대에 걸쳐 한국인의 사랑을 받아왔고, 60 여 개국에서 팔리고 있습니다. 재무 성과도 그만큼 탄탄합니다. 2021 년 이후 매출은 연평균 9%, 영업이익은 연평균 11% 성장했고, 영업이익률은 17%로 국내 경쟁사보다 훨씬 높습니다.² 매출의 3 분의 2 는 해외에서 나오며, 대부분 중국, 베트남, 러시아, 인도에 있는 자체 공장에서 생산합니다.³

시기도 더없이 좋습니다. 한국 문화를 즐기는 해외 소비자들 사이에서 음식은 가장 인기 있는 분야(55.1%)이자 가장 사고 싶은 분야(67.4%)이지만, 실제 소비 비중은 아직 가장 낮습니다. K-푸드가 브랜드가 되면 어떻게 되는지는 삼양식품이 잘 보여줍니다. 불닭볶음면이 입소문을 탄 뒤, 삼양식품의 시가총액은 2023 년 1.6 조원에서 2025 년 9.3 조원으로 뛰었습니다. 삼양식품은 매출이 오리온의 약 70%에 불과한데도 이제 시가총액은 오리온의 두 배가 넘습니다(삼양식품 9.3 조원, 오리온 4.3 조원).

오리온만큼 글로벌 K-푸드 브랜드가 될 자격을 갖춘 국내 소비재 기업은 드뭅니다.

최악의 거버넌스

안타깝게도 오리온의 거버넌스는 브랜드와 거리가 멀어도 너무 멍니다. 저희가 보기에는 국내 주요 기업 가운데 가장 나쁜 수준입니다.

¹ 닐슨 POS 소매판매액(aT 식품산업통계정보(FIS) 제공; 비스킷, 스낵, 초코케이크, 초콜릿). 2025 년 수치는 최신 자료인 2025 년 상반기 데이터를 기반으로 한 FCP 추정치.

² 오리온 DART 공시(2021~2025 회계연도). 비교 대상: 롯데웰푸드, 해태, 크라운, 농심(오리온 포함 국내 5 대 제과회사). FCP 분석.

³ 오리온 DART 공시(2025 회계연도).

첫째, 현금은 쌓아둘 뿐, 주인인 주주에게 돌아가지 않습니다.

오리온은 시가총액의 절반에 가까운 2.1 조원의 순현금·금융자산을 보유하고 있습니다. 2020 년 0.2 조원에서 크게 늘었습니다.⁴ 그런데도 배당수익률은 2.8%에 불과하고, 배당성향은 글로벌 동종업계에 못 미칩니다. 대신 그 현금은 일부 주주에게 더 유리해 보이는 곳에 쓰이고 있습니다.

둘째, 현금은 무모한 거래에 쓰이고, 회사는 주주에게 설명도 동의도 구하지 않습니다.

오리온은 2000 년대에 편의점, 영화관, 케이블 TV, 외식, 건설로 사업을 넓혔다가 대부분 정리했습니다. 메가마크 한 곳에만 1,200 억원이 들어갔고, 300 억원도 안 되는 가격에 팔린 것으로 추정됩니다.⁵

그런데도 오리온은 2024 년 1 월 리가캠바이오에 5,500 억원을 투자한다고 발표했고, 다음 날 주가는 18% 하락했습니다. 시너지를 묻는 질문에 경영진은 이 거래를 설명하지 못한 채 “하다 보면 연결고리가 나올 수 있고...”라고 답했습니다.⁶ 보도에 따르면 이 거래는 후계자인 담서원 부사장이 주도했으며, 담 부사장은 이후 리가캠바이오 사내이사가 되었습니다.⁷

이제 오리온은 채권단 주도 워크아웃 중인 중앙일보 인수전에 뛰어들었다는 보도까지 나왔습니다. 중앙일보는 부채와 지급보증에 약 6,100 억원에 이르고, 2026 년 상반기에만 920 억원의 순손실을 냈습니다.⁸ 저희는 제과회사와 신문사 사이에서 어떤 시너지도 찾을 수 없습니다. 누구의 아이디어인지 묻지 않을 수 없습니다.

셋째, 오너 일가는 보수는 챙기지만 책임은 지지 않습니다.

“투명성 제고”를 내세운 2017 년 지주회사 체제 전환으로, 일가는 현금 한 톨 들이지 않고 오리온홀딩스 지분을 28%에서 64%로 늘렸습니다.⁹ 창업주의 딸인 이화경 부회장과 남편 담철곤 회장은 2013 년 이후 오리온과 오리온홀딩스 어느 곳에서도 등기이사를 맡지 않고 있지만, 두 회사 모두에서 주주총회가 승인한 보수한도 밖에서 보수를 받고 있습니다. 이 보수를 포함했다면 오리온은 2021 년부터 해마다 보수한도를 넘겼을 것이고, 초과액은 모두 142 억원에 이릅니다.¹⁰ 국민연금은 네 차례 정기주주총회에서 보수한도 안전에 반대했지만 소용이 없었습니다. 이 보수까지 더하면 부부가 주당 받는 몫은 다른 주주의 1.7 배입니다(실질수익률 4.9% 대 2.8%).¹¹

회사의 현금이 일가로 흘러간 것은 이번이 처음이 아닙니다. 담철곤 회장은 자택용 미술품과 생활비 등에 회사 자금 약 300 억원을 유용한 혐의로 2013 년 징역 3 년, 집행유예 5 년이 확정되었습니다. 이화경 부회장은 2017 년 약 4 억원 상당의 회사 소유 미술품을 횡령한 혐의로 1 심에서 집행유예를 선고받았습니다. 2018 년에는 경찰이 회사 자금 약 200 억원으로 개인 별장을 지었다는 혐의로 이 부회장에 대한 구속영장을 신청했습니다. 이 부회장 측은 연수원이라고 주장했고, 기소되었다는 보도는 없습니다.¹²

⁴ 오리온 사업보고서(2020~2025 회계연도). 리가캠바이오 지분 포함, 리스부채 차감. FCP 분석.

⁵ <https://www.topdaily.kr/articles/93822>

⁶ <https://biz.heraldcorp.com/article/3302827>

⁷ <https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2025/12/26/2025122600098.html>

⁸ 2026 년 6 월 30 일 기준 부채 4,310 억원, 계열사 지급보증 1,780 억원, 2026 년 상반기 순손실 920 억원(중앙일보 2026 년 반기보고서). <https://www.hankyung.com/article/2026092219581>

⁹ <https://www.sisafocus.co.kr/news/articleView.html?idxno=170421>

¹⁰ 오리온 사업보고서(2021~2025 회계연도). FCP 분석.

¹¹ 2025 회계연도 주당배당금(3,500 원)에, 부부의 2025 회계연도 오리온 보수(46.6 억원)를 2025 년 말 직접 보유 주식(179 만 주)으로 나눈 금액을 더함. 수익률은 오리온 공시와 같이 2026 년 2 월 11 일 이사회 결의 전 1 주일 평균 주가 기준.

¹² <https://www.kdpress.co.kr/news/articleView.html?idxno=29876>; <https://www.etoday.co.kr/news/view/1555076>; <https://newspim.com/news/view/20181002000497>; <https://www.bizhankook.com/bk/article/17996>

지금의 보수는 합법일 수 있습니다. 그러나 이런 패턴은 주주가 반대해야 할 일이며, 이사회는 바로 이런 일을 막기 위해 있는 것입니다.

넷째, 이사회는 이 모든 것을 눈감아 주고 있습니다.

오리온 이사회는 사내이사 2명, 감사장 출신 2명, 지방국세청장 출신 1명, 모두 5명으로 구성되어 있습니다.

네슬레, 펩시코, 몬텔레즈는 CEO 와 CFO 출신을 이사로 영입합니다.¹³ 오리온은 검사를 영입합니다. 언론 보도에 따르면 이사 한 명은 2017년 고위 검사들이 돈봉투를 주고받은 만찬에 참석해 경고 처분을 받았습니다. 오리온은 언론의 지적에도 2023년 이 인사를 선임했습니다.¹⁴ 이사회는 경영진을 감독하기 위한 것입니까, 일가를 보호하기 위한 것입니까?

극심한 저평가

시장은 이미 결론을 내렸습니다. 2017년 10월 말 이후 오리온 주가는 제자리입니다. 2017년 10월 30일 105,500원이던 주가는 2026년 10월 16일 108,500원입니다. 같은 기간 코스피는 127% 올랐습니다.

오리온의 EV/EBITDA는 3.0 배로, 동종업계 중간값 11.5 배에 크게 못 미칩니다. 저희는 사업가치 합산 (SOTP) 방식으로 오리온의 내재가치를 10.4 조원으로 추정합니다. 시가총액 4.3 조원은 이보다 약 60% 낮습니다.¹⁵

주가가 높여 있으면 모든 주주가 손해를 봅니다. 예외가 있다면 단 하나, 경영권 승계를 준비하는 일가입니다. 주가가 낮을수록 상속세도 줄어들기 때문입니다.

다섯 가지 요청

그래서 저희는 이사회에 다음 다섯 가지를 요청드립니다.

첫째, 오너 일가는 이사회에 들어오거나, 보수를 받지 마십시오.

오리온에서 보수를 받는 일가는 등기이사로서 그에 따르는 책임을 지고 주주의 승인을 받아야 합니다. 그럴 생각이 없다면 회사에서 현금을 가져가는 일을 멈춰야 합니다. 양자택일 하기 바랍니다.

둘째, 경영진 보수를 주가에 연동해 주십시오.

허인철 부회장의 보유 지분은 0.02%이고 이승준 대표이사는 1 주도 보유하고 있지 않습니다. 최고경영진도 오리온 주식이 거의 없거나 아예 없습니다. 경영진 스스로 회사 주식의 가치를 어떻게 보는지 보여주는 대목입니다. 경영진 보수는 대부분 주식으로 지급하고 성과는 주가와 연동해야 합니다.

¹³ 각 사 웹사이트 (2026년 10월).

¹⁴ <https://m.seoul.co.kr/news/2017/06/07/20170607500111>;
<http://www.investchosun.com/m/article.html?contid=2023031780198>

¹⁵ 순현금 1.35조원, 영업가치 8.32조원(동종업계 중간값 EV/EBITDA 적용), 투자부동산 0.10조원, 리가캠바이오 지분 0.64조원. 2026년 10월 16일 주가 기준.

셋째, 잉여 현금 활용 계획을 세우고, 주주환원을 확대해 주십시오.

오리온이 보유한 현금은 모든 주주의 것입니다. 좋은 쓰임새를 찾거나, 주주에게 돌려주십시오.

넷째, 신문사 인수를 중단하고, 왜 추진했는지 설명해 주십시오.

주주는 누가, 왜 이 인수를 추진했는지 알 권리가 있습니다. 같은 일이 되풀이되지 않도록, 이사회는 본업과 무관한 대규모 인수에 대해 추진 근거 제시, 독립적인 검토, 신속한 공시를 의무화해야 합니다.

다섯째, 펫푸드 사업 진출을 검토해 주십시오.

국내 반려동물 수는 5 세 미만 아동의 여섯배에 이르고, 펫푸드 시장은 2020 년 이후 연평균 10.9% 성장했습니다. 제과와 펫푸드는 제조, 브랜드 관리, 마케팅, 유통이라는 핵심 역량을 공유합니다.

마스, 네슬레, 제너럴밀스는 모두 식품 브랜드와 함께 대규모 펫푸드 사업을 키웠고, 일본의 대표 제과회사 모리나가도 올해 반려견과 보호자가 함께 먹는 간식을 내놓았습니다.¹⁶ 오리온이 2030 년까지 국내 펫푸드 시장의 20%를 차지하면 약 0.8 조원의 매출이 새로 생기며, 이는 전체 매출의 11%에 해당할 것으로 추정합니다.

엄청난 잠재력

거버넌스를 개선하고 자본을 효율적으로 배분한다면, 오리온 주가는 글로벌 동종업계 중간값(EV/EBITDA) 기준으로 지금의 2.4 배인 263,500 원, 삼양식품 수준으로는 3.3 배인 354,000 원까지 재평가될 수 있다고 믿습니다.¹⁷

오리온의 과거는 여러 추문으로 얼룩졌지만, 미래는 달라질 수 있습니다. 건전한 거버넌스를 갖춘다면 오리온은 다음 K-푸드 대표주, 어쩌면 삼양식품을 넘어서는 기업이 될 수도 있습니다. 부디, 이사회가 그 길을 택할 용기를 내기를 바랍니다.

자세한 분석은 별첨 자료를 참고해 주십시오.

2026 년 11 월 13 일까지 회신을 요청드립니다.

감사합니다.

플래쉬라이트 캐피탈 파트너스

대표이사 이상현 드림



¹⁶ 펫케어 매출 비중: 마스 약 60%(BCG, 2023), 네슬레 21%(2025 회계연도), 제너럴밀스 14%(2026 년 5 월 결산).

¹⁷ 글로벌 동종업계 EV/EBITDA 중간값(11.5 배) 기준. 삼양식품 사례는 삼양식품 EV/EBITDA(16.5 배)를 오리온의 2025 년 실적에 적용. 2026 년 10 월 16 일 주가 기준.

별첨: 분석자료

별도 제공: 주주 프레젠테이션