Terton:

보도자료

2026.11.11.

터톤캐피탈, 동아제약에 지배구조 및 자본배분 5대 개선안 이행 촉구

- **박카스 중심 고수익 컨슈머헬스 사업과 에스티팜 지분 29.2% 보유...주가는 주당순자산의 절반**
- **터톤 "우량 자산 갖췄지만 이사회 참여 없이 그룹을 사실상 지배하는 특정 주주의 이익 위해 경영"**
- **터톤 추산 적정가치는 11월 6일 종가의 약 3배...자본배분 안건 27건 모두 반대 없이 가결**
- **내달 4일까지 이사회에 서면 답변 요청...2027년 3월 정기주주총회까지 5대 개선안 이행 촉구**
- **터톤 추산 적정가치 도달 시 국민연금과 우리사주조합 보유 지분가치 약 2,120억 원 증가**

서울, 대한민국 – 건설적 주주관여를 통해 기업가치 제고를 추구하는 미국계 투자회사 터톤캐피탈(Terton Capital)이 동아제약(구 동아쏘시오홀딩스) 이사회에 내년 3월 정기주주총회까지 지배구조와 자본배분을 개선하기 위한 다섯 가지 조치를 이행할 것을 촉구했다.

터톤캐피탈은 10월 12일과 26일 이사회에 비공개 서한을 보냈으나, 동아제약의 11월 6일자 회신에는 제안 사항에 대한 구체적인 이행 약속이 없었다고 밝혔다. 이에 제안 내용과 근거를 모든 주주에게 공개하고, 이사회에 다음 다섯 가지 제안에 대해 12월 4일까지 서면으로 답변해줄 것을 요청했다.

첫째, 강정석 회장의 등기이사 선임 여부를 주주 표결에 부칠 것.
그룹 경영을 이끄는 강 회장을 등기이사 후보로 추천해 주주가 선임 여부를 결정하도록 하거나, 미등기임원으로 남는 경우 보수를 주주총회가 승인하는 이사 보수한도에 포함할 것을 제안했다. 어느 경우든 강 회장 보수는 성과 및 총주주수익률에 연동되어야 한다는 입장이다.

둘째, 해외에서 소비재 브랜드를 키운 경험이 있는 사외이사를 선임할 것.
2027년 3월 정기주주총회에서 이사 2명의 임기가 만료된다. 이 중 한 명의 후임으로 해외 소비재 사업을 경영하고 대규모 자본배분에 관한 경험과 전문성을 갖춘 인사를 선임할 것을 요청했다.

셋째, 신규 투자, 채무보증 및 증자를 동아제약의 자본비용 기준으로 심사할 것.
사외이사가 각 안건의 기대수익률이 자본비용을 상회하는지 검토해야 한다는 제안이다. 비티젠에 대해서는 독립적인 검토를 마칠 때까지 추가 자금이나 채무보증을 제공하지 말 것을 요청했다.

넷째, 자본비용을 상회하도는 투자처가 없으면 연간 최소 500억 원을 주주에게 환원할 것.
연간 500억 원은 주당 약 7,400원에 해당한다. 주가가 주당순자산보다 낮을 때는 자사주를 매입해 소각하고, 높을 때는 배당하는 방식을 제안했다.

다섯째, 이사와 경영진의 보수를 주주의 투자 성과와 연동할 것.
자본비용을 초과하는 수익과 총주주수익률에 따라 권리가 확정되는 양도제한조건부주식을 지급하고, 성과급 환수(clawback) 제도와 자사 주식 보유 의무화를 도입할 것을 제안했다. 임직원과 국민연금 가입자, 그리고 모든 주주들의 투자 성과에 이사와 경영진의 보상도 연동하자는 취지다.

터톤캐피탈은 동아제약이 국내 헬스케어 업계에서 손꼽히는 자산을 보유하고 있다고 평가했다. 터톤캐피탈에 따르면 박카스를 중심으로 한 컨슈머헬스 사업은 지난 12년간 매년 약 12%의 영업이익률을 기록했고, 자기자본이익률(ROE)은 매년 30%를 상회했다. 영업이익률은 국내 일반의약품 비교기업 7곳 중앙값의 2.1배였다. 동아제약이 지분 29.2%를 보유한 에스티팜은 올리고뉴클레오타이드 의약품 생산 요건을 갖춘 세계에서 몇 안 되는 기업으로, 수주잔고는 2019년의 8배로 늘었다.

터톤캐피탈은 이들 자산의 가치가 주가에 충분히 반영되지 않았다고 봤다. 11월 6일 종가(8만6,200원) 기준으로 동아제약이 보유한 에스티팜과 동아에스티 지분가치는 동아제약 시가총액의 91%에 이른다. 시가총액에서 두 지분가치를 빼면 530억 원이 남는다. 연간 710억 원의 이익을 내는 컨슈머헬스 사업과 2,900억 원 상당의 부동산, 동아오츠카 지분 50% 등 나머지 자산 전체에 시장이 매긴 가치가 530억 원이라는 설명이다. 터톤캐피탈이 추산한 주당 적정가치는 약 26만1,200원으로 당시 주가의 약 3배다.

터톤캐피탈은 저평가로 인한 부담이 국민연금 가입자와 동아제약 임직원에게도 전가되고 있다고 지적했다. 블룸버그에 따르면 2013년 4월 8일부터 2026년 11월 6일까지 세전 배당금 재투자를 가정한 누적 총수익률은 동아제약이 1.9%, 코스피가 238.5%였다.

국민연금과 동아제약 우리사주조합은 동아제약 지분을 각각 9.45%(63만6,362주)와 8.53%(57만4,056주)를 보유하고 있다. 11월 6일 종가 기준 지분가치는 각각 약 549억 원과 495억 원이었다. 터톤캐피탈은 주가가 26만1,200원에 도달하면 국민연금 보유 지분가치는 약 1,662억 원, 우리사주조합 보유 지분가치는 약 1,499억 원이 될 것으로 추산했다. 증가분은 각각 약 1,114억 원과 1,005억 원으로, 합계 약 2,120억 원이다.

동아제약은 11월 6일 회신에서 10월 합병 이후 현재는 사업 경쟁력 강화와 경영관리체계 안정화에 집중할 시기이며, 제도는 단계적으로 도입 및 발전시켜 나가겠다는 입장을 전했다. 터톤캐피탈은 주주들이 이미 13년을 기다렸지만 누적 수익률은 1.9%에 그쳤다고 지적했다. 합병 상대도 지분 100%를 보유한 자회사여서 신주가 발행되지 않았고, 사업이나 고객, 이사회 구성도 달라지지 않았다는 설명이다.

터톤캐피탈 라이언 알버트(Ryan Albert) 대표는 "합병을 이유로 더 기다릴 필요는 없다. 이제 컨슈머헬스 사업에서 낸 이익을 자회사 배당을 거치지 않고 주주에게 돌려줄 수 있어 오히려

주주환원이 쉬워졌다."며, "우리가 제안한 조치는 모두 내년 3월 정기주주총회 또는 그 이전에 이사회가 결정할 수 있다."고 말했다. 이어 "한국 정부는 기업 밸류업 프로그램을 추진하고 이사가 회사와 전체 주주를 위해 직무를 수행하도록 상법을 개정하는 등 기업 저평가를 해소하기 위해 노력하고 있다."며, "동아제약의 저평가는 구조조정 없이도 해소될 수 있다."고 말했다.

터톤캐피탈은 강 회장 중심의 지배구조를 저평가의 한 원인으로 꼽았다. 공시에 따르면 강 회장 개인 지분율은 29.3%다. 여기에 특수관계인 지분과 GSK 및 오츠카와의 의결권 공동행사 약정 대상 지분을 합하면 발행주식의 42.3%에 이른다. 강 회장은 미등기임원이어서 주주총회의 선임 표결 대상이 아니며, 주주총회가 승인한 이사 보수한도도 적용받지 않는다. 2025년 강 회장의 보수는 23억 원으로 등기이사 6명의 보수 합계(13억400만 원)와 전체 이사 보수한도(20억 원)를 모두 웃돌았다. 고정급 비중은 82%였다.

터톤캐피탈은 현 사외이사 4명이 회계, 법률, 약학 분야의 전문성을 갖췄지만 사업 경영이나 자본배분을 직접적인 실무 경험은 없다고 평가했다. 2027년 3월 정기주주총회에서 이사 2명의 임기가 만료되는 만큼, 해외에서 소비재 브랜드를 키운 경험이 있는 인사를 영입할 기회라는 설명이다.

터톤캐피탈이 투자 심사 기준을 제안한 배경에는 합병 전 지주회사의 자금 운용 방식이 있다. 2017년부터 2025년까지 컨슈머헬스 사업은 투자 자금을 자체 조달하고 지주회사에 3,390억 원을 배당했다. 같은 기간 지주회사는 주주에게 782억 원을 배당한 반면, 비티젠에 685억 원, 바이오시밀러 DMB-3115 개발에 641억 원, 생수 및 병 제조 사업에 414억 원을 투입했다. 터톤캐피탈은 이사회가 이들 투자에서 컨슈머헬스 사업에 견줄 만한 수익을 기대했는지, 투자와 주주환원 확대 중 어느 쪽이 적절한지를 어떤 기준으로 판단했는지 설명해 달라고 요청했다.

2026년 8월 13일 공시에 따르면 계열사 채무에 대한 지급보증 4,345억 원 가운데 2,430억 원은 비티젠에 대한 보증이었다. 비티젠은 2015년부터 2025년까지 누적 순손실 1,330억 원을 기록했다. 언론 보도에 따르면 강 회장은 비티젠 지분 19.6%를 개인적으로 보유하고 있다. 이와 별도로 서이천 물류센터 사업에서는 아벤종합건설이 약정 기한 내에 공사를 마치지 못하면 동아제약이 최대 1,500억 원의 사업 대출 채무를 인수하기로 했다. 이는 아벤종합건설 자기자본의 약 6.8배다.

터톤캐피탈에 따르면 2023년 1월 1일부터 2026년 8월 26일까지 이사회가 심의한 자본배분 안건 27건은 모두 반대 없이 가결됐다. 터톤캐피탈은 이 같은 표결 결과를 두고 이사회가 각 안건을 얼마나 독립적으로 검토했는지 의문을 제기했다. 또 독립적인 검토를 마칠 때까지 비티젠에 추가 자금이나 채무보증을 제공하지 말 것을 요청했다.

알버트 대표는 "가장 큰 혜택을 볼 이들은 국민연금 가입자와 동아제약 임직원이다. 우리가 제안한 조치 가운데 복잡한 것은 없다. 이사회가 이행을 주저한다면 주주들은 이사회가 연금 가입자의 노후자산과 임직원의 자산보다 사실상의 지배력 유지를 우선한다고 판단할 수밖에

Terton:

없다."고 밝혔다.

이어 "터톤캐피탈은 장기 주주로서 동아제약이 성공하기를 바란다. 동아제약에는 경쟁력 있는 핵심 사업과 한국 소비자가 여러 세대에 걸쳐 신뢰해 온 브랜드가 있고, 성장 여력도 충분하다."며, "좋은 지배구조가 좋은 기업을 만든다고 믿는다. 이번 제안은 동아제약이 잠재력을 실현할 기반을 마련하고, 임직원과 국민연금 가입자, 그리고 모든 주주에게 도움이 될 것이다. 우리는 이사회와 대립하기보다 협력하기를 원하며, 이사회의 답변을 기대한다."고 말했다.

###

터톤캐피탈(Terton Capital) 소개

터톤캐피탈은 2026년 5월 출범한 미국계 투자회사로, 건설적 주주관여를 통해 기업가치 제고를 추구한다. 'Terton Capital Fund, LP'를 운영하며, 아시아태평양 지역 상장주식에 장기적인 관점에서 투자하며, 심층적인 기업 분석과 이사회 및 경영진과의 건설적인 소통을 바탕으로 기업의 지배구조 개선과 잠재가치 실현을 지원하고 있다.

문의처

터톤캐피탈
라이언 알버트(Ryan Albert) 대표 (ralbert@tertoncapital.com)

본 보도자료는 정보 제공만을 목적으로 하며, 대한민국 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 미국 증권법 또는 그 밖의 어떠한 법역의 법령에 따른 증권의 매수 또는 청약의 권유나 의결권 대리행사의 권유를 구성하지 않습니다. 의견에 관한 진술은 터톤캐피탈의 견해입니다. 사실관계는 본 보도자료 작성일 기준 프레젠테이션에 인용된 공시 자료 및 언론 보도에 근거합니다.