Terton:capital

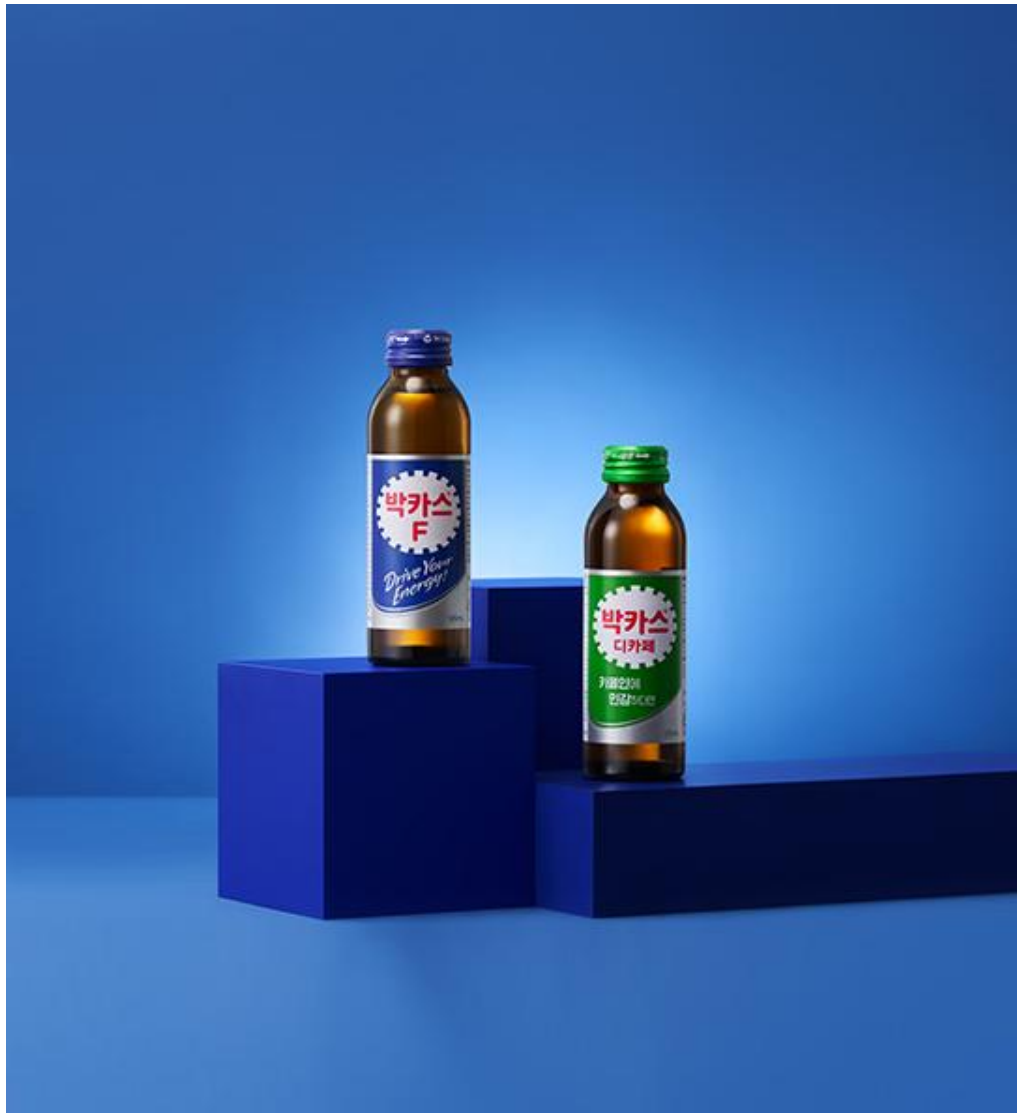
모든 주주를 위한 동아제약

이제 박카스의 에너지를
모든 주주의 가치로 전환할 때입니다

동아제약

코스피: 000640

구 동아쏘시오홀딩스



본 국문번역본은 참고용으로 제공되며, 영문 원본과 내용상 차이 또는 불일치가 있는 경우 영문 원본이 우선합니다.

터톤 캐피탈 소개와 투자 철학

Terton:

터톤 캐피탈은 아시아 상장주식에 장기 투자하는 미국 소재 펀드입니다. 설립자 라이언 앨버트는 버크셔 해서웨이와 글로벌 주식 펀드인 브리조 캐피탈에서 근무했으며, 프린스턴대학교와 컬럼비아 경영대학원을 졸업하였습니다.

터톤 캐피탈은 기업이 잠재력을 실현할 수 있도록 이사회 및 경영진과 건설적으로 소통하며, 지배구조 개선과 기업가치 제고를 추구합니다. 당사는 좋은 지배구조가 좋은 기업을 만들며, 좋은 기업은 모든 이해관계자와 사회 전체에 더 큰 가치를 창출한다고 믿습니다.

당사는 기업의 주인의 관점에서 생각하고, 독립이사의 자세로 행동합니다. 당사는 기업가치를 극대화하고 모든 주주에게 공평하게 이익이 되는 의사결정을 촉구합니다.

기업가치의 저평가를 해소하는 것은 한국 경제에도 이롭습니다. 한국 기업들이 잠재력을 실현하면 투자 수익률이 높아지고 자기자본비용은 낮아집니다. 이는 국민의 자산 형성과 가계의 주식투자를 통한 부의 축적을 촉진하며, 기업이 임금과 혁신에 더 많은 자금을 투자할 수 있게 됩니다.

당사는 언제나 사실에 기반하여 투명하고 존중하는 자세로 당사의 견해를 전달할 것입니다. 당사는 당사가 투자하는 기업들이 성공하기를 바랍니다. 그것이 당사가 투자하는 이유입니다.

목차

핵심 요약

제안 개요 5
우량 자산에 비해 낮은 기업가치 6~7
저평가의 원인: 지배구조 8~9
해법: 5대 개선안 10

동아제약의 핵심 자산

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

저평가의 원인: 지배구조

주주사들이 실천하는 지배구조 기준

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

동아제약의 성장 가능성

요약

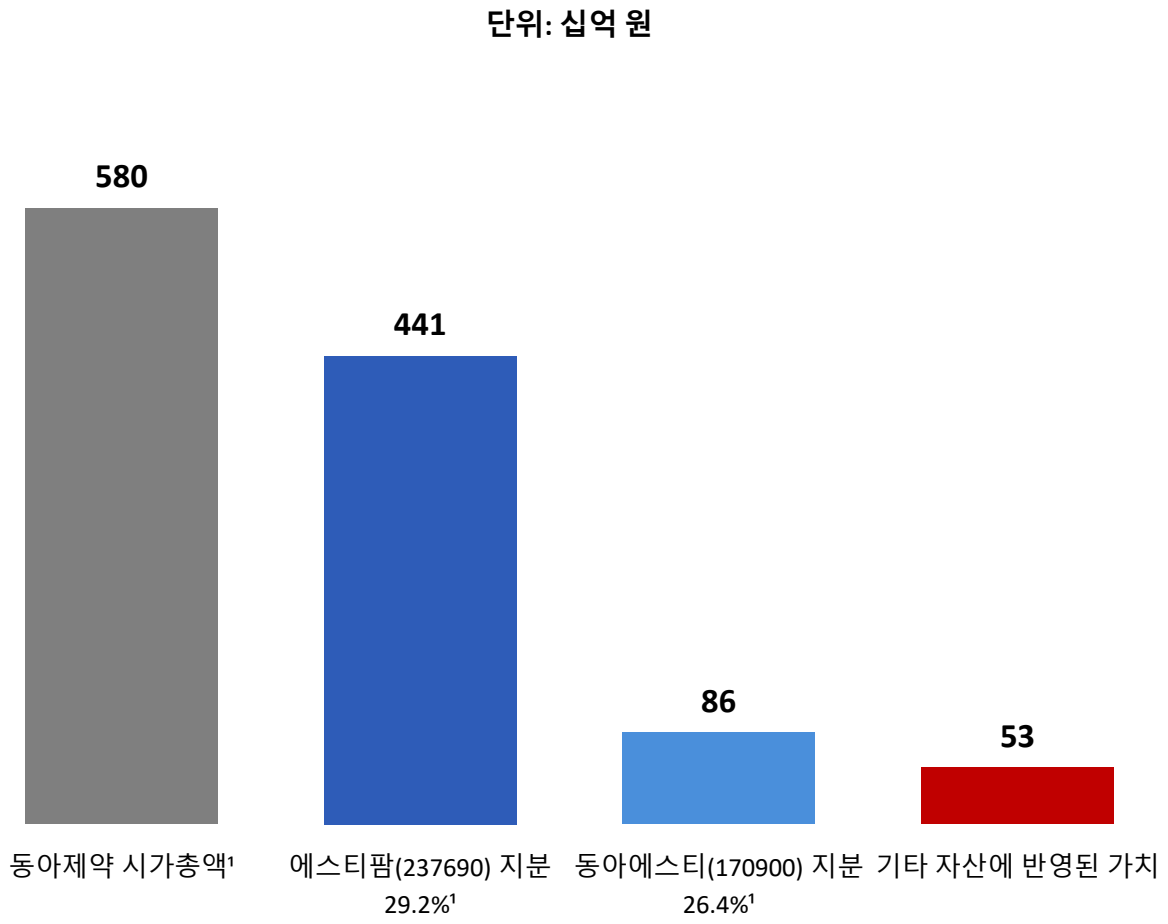
동아제약 지분을 1% 넘게 보유한 주주로서, 2027년 3월 정기주주총회까지 실행할 수 있는 다섯 가지 개선 조치를 요구한다.

1	**동아제약의 우량 자산**	• 컨슈머헬스: 박카스 등 주요 브랜드 보유. 12년간 영업이익률 약 12%, ROE 30% 이상으로 국내 일반의약품 동종기업 중 최고 수준. 신규 출자 없이 지주회사에 3,390억 원 배당[1]. • 에스티팜(지분 29.2%): 승인된 RNA 의약품 원료를 공급하는 소수의 올리고뉴클레오타이드 생산기업. 수주잔고는 2019년의 8배[2]. • 용마로지스, 동아오츠카 지분 50%, 공정가치 2,900억 원 상당의 토지 및 부동산[3].
2	**자산가치로 본 적정주가는 현 주가 약 3배**	사업별 실적과 내재가치, 동국제약 및 글로벌 컨슈머헬스 기업과의 비교에 근거한 적정가치는 주당 약 26만 1,200원으로 종가 8만 6,200원의 약 3배[4].
3	**오히려 커진 저평가 폭**	PBR은 10년 전 1.1배에서 0.5배로 하락. 같은 기간 총수익률은 동아제약 −31%, 코스피 +208%[5].
4	**강 회장 중심의 지배구조로 자본배분 왜곡 비효율적 자본배분으로 저평가 심화**	수익성이 낮은 사업에 자금이 집중된 반면 낮은 배당률, 주가가 적정가치를 크게 밑도는 상황에서도 2020년 이후 자사주 매입은 이루어지지 않았고 터톤 캐피탈은 강 회장 중심의 지배구조를 원인으로 본다. 강 회장 측 의결권으로 선출된 이사회는 2023년 이후 모든 자본배분 관련 안건을 승인했으며 사업 경영이나 글로벌 소비재 경험이 부족하다[6].
5	**개선을 위한 다섯 가지 제안**	① 강 회장 등기이사 선임 또는 보수한도 적용 및 보수의 수익률 연동 ② 해외 소비재 브랜드 성장 경력을 갖춘 이사 선임 ③ 자본비용 기준 투자 심사 ④ 재투자 기준 미달 시 연 500억 원 이상 주주환원 ⑤ 우리사주조합·연금 가입자 등 주주의 수익과 연동한 주식보상
6	**한국 경제에 중요한 이유**	터톤 캐피탈 추산 적정가치 도달 시 국민연금(9.45%)과 우리사주조합(8.53%)의 지분가치가 약 2,120억 원 증가한다. GSK와 오츠카의 지배구조 기준은 동아제약에도 적용할 만하다. 수익률이 높아지면 혁신과 성장, 고용에 쓸 자금도 늘어난다[7].

우량 자산의 가치를 지배구조가 제약하고 있습니다. 2027년 3월 주주총회까지 다섯 가지를 바꾸면 잠재력을 실현할 수 있습니다.

1: 합병 전 동아제약 2014~2025년 감사보고서, 2017~2025년 모회사 배당금. 국내 일반의약품 동종기업은 2026년 상반기 말 최근 12개월(DART, 12~15쪽). 2: 에스티팜 IR, 2026년 상반기와 2019년 수주잔고(16~19쪽). 3: 2026년 반기보고서, 2025년 감사보고서(20쪽). 4: 터톤 캐피탈 부문별 가치 합산(22쪽), 동국제약 및 글로벌 비교기업(블룸버그, 2026.11.6., 24~25쪽). 5: 블룸버그 PBR 및 배당 포함 총수익률(2016.10.28.~2026.11.6., 7쪽).
6: 이사회 결의(2023.1.1.~2026.8.26.), 2025년 사업보고서 이사 약력. 마지막 자사주 매입은 2020년 3~6월(98,190주, 84억 원, 2020.6.22. 결과보고서, 33~36쪽). 7: 국민연금 2026.10.2. 공시, 2026년 반기보고서. 1,210,418주 × (261,200원–86,200원).

동아제약이 보유한 두 상장사 지분가치, 시가총액의 91%



에스티팜: 4,410억 원, 동아제약 시가총액의 76%

올리고뉴클레오타이드 위탁개발생산(CDMO) 선도기업 에스티팜 지분 29.2% 보유¹

수주잔고는 2019년의 8배³.

동아에스티: 860억 원, 동아제약 시가총액의 15%

시가총액 3,280억 원인 동아에스티 지분 26.4% 보유¹.

나머지 자산 전체에 시장이 책정한 가치는 530억 원

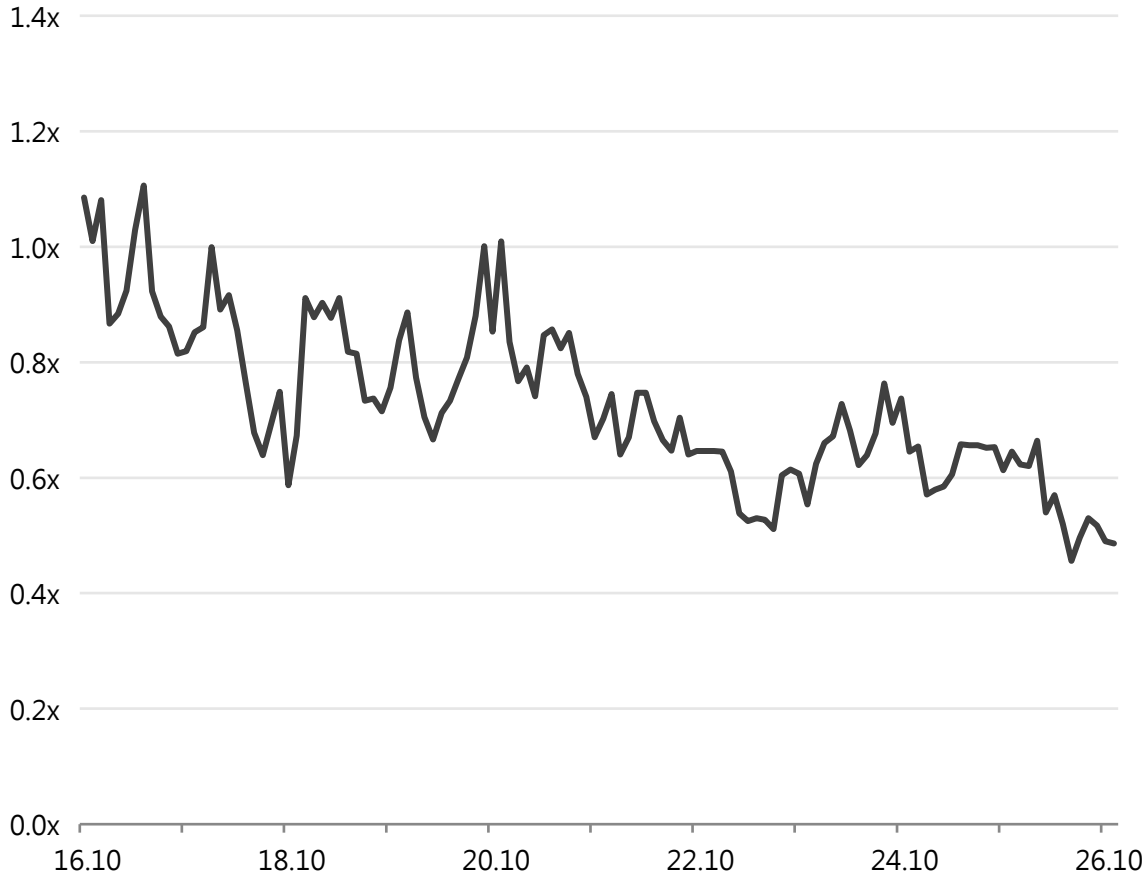
2025년 정상화 순이익 약 710억 원의 컨슈머헬스 사업², 부동산 2,900억 원, 동아오츠카 지분 등.

두 상장사 지분을 제외한 나머지 자산의 시장가치는 530억 원. 컨슈머헬스 사업의 연간 정상화 순이익만 약 710억 원.

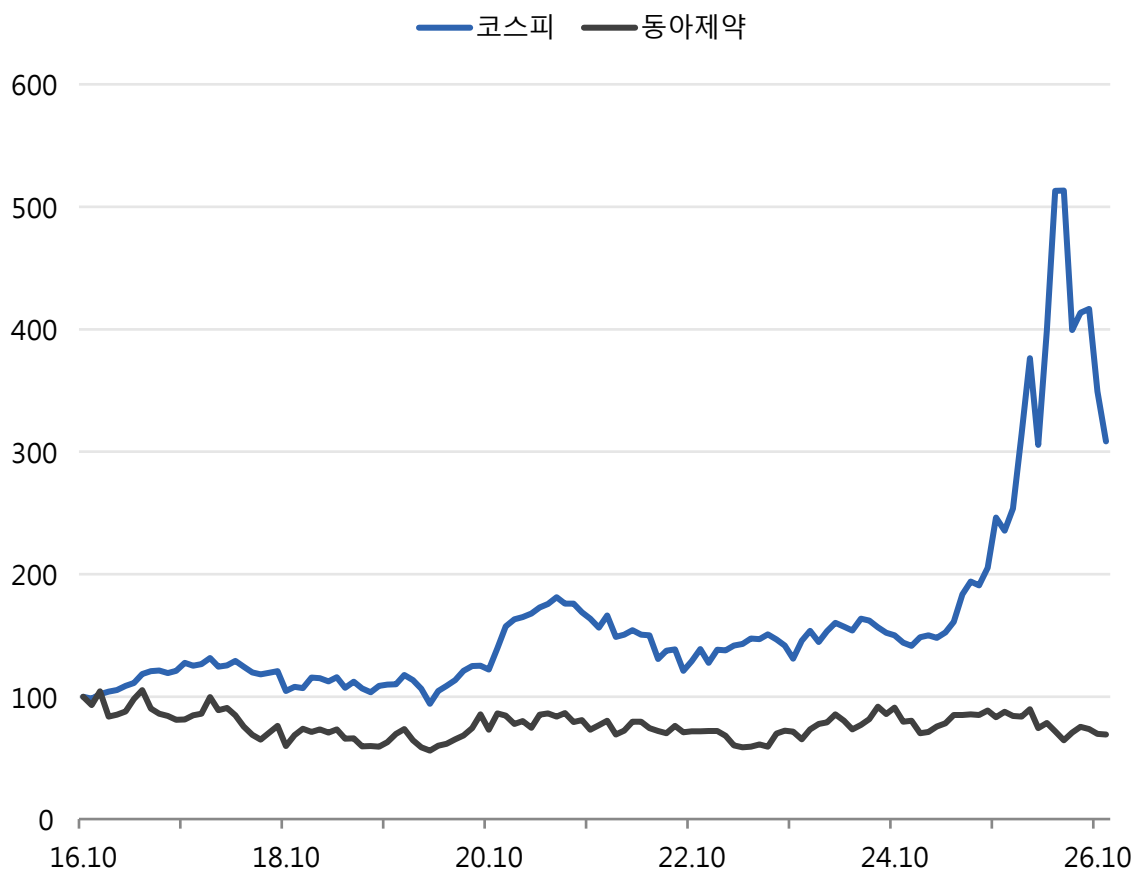
1: 2026.11.6. 한국거래소 종가. 동아제약 86,200원 × 6,729,857주, 에스티팜 72,300원 × 보유 6,096,552주(29.2%), 동아에스티 33,750원 × 보유 2,545,816주(26.4%). 보유 주식 수는 2026년 반기보고서 기준.
동아에스티 시가총액은 자기주식을 제외한 9,727,880주 기준(블룸버그). 2: 합병 전 동아제약의 2025년 정상화 순이익(22쪽). 3: 에스티팜 IR, 2026년 상반기와 2019년 수주잔고.
동아에스티 공시 지분율은 26.4%. 블룸버그 주식 수(9,727,880주)를 적용하면 2,545,816주는 26.2%.

지난 10년간 더 커진 저평가 폭

동아제약 PBR: 1.09배 → 0.49배



총수익률: 코스피 +208%, 동아제약 –31%

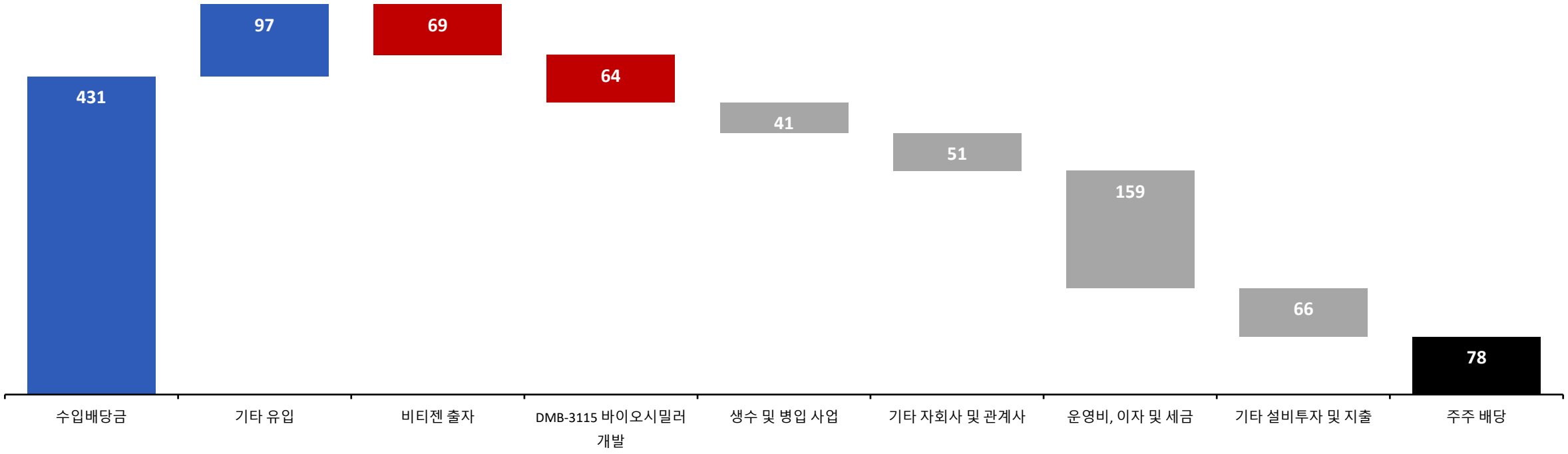


동아제약 PBR은 10년 전 1.1배에서 0.5배로 하락했습니다. 같은 기간 총수익률은 동아제약 –31%, 코스피 +208%였습니다.

블룸버그, 2016.10.28.~2026.11.6., 월말 기준. 동아제약 PBR 1.09배→0.49배(종가 86,200원÷2026.6.30. 주당순자산 177,224원), 코스피 1.00배→1.25배.
세전 배당 재투자 기준 총수익률: 동아제약 –30.9%(거래소 종가), 코스피 +208.3%(지수 2,019.42→5,059.69, 배당 제외 +150.6%).

저평가의 직접적 원인은 비효율적인 자본배분과 낮은 수익률

2017~2025년 지주회사 현금흐름(십억 원)



수익성이 가장 높은 컨슈머헬스 사업에 9년간 지주회사가 신규 출자한 금액은 0원.
지주회사 유입 자금 중 주주에게 배당한 비중은 14.8%.

동아쏘시오홀딩스 2017~2025년 별도 현금흐름표(DART). 단위: 십억 원. 터톤 캐피탈 분류. 회사별 출자액은 각 사업보고서 '타법인 출자 현황' 기준.
DMB-3115는 지주회사가 자산으로 인식한 개발비(2021~2025년 무형자산 주석). 2025년 손상차손 223억 원. 운영비는 수입배당금과 법인세 전 영업현금흐름. 총유입 5,279억 원(배당 4,305억 원, 기타 974억 원) 중 주주 배당은 782억 원.
기타 유입: 순차입 43, 신주인수권 행사 32, 이자 12, 지분 및 자산 매각 11. 기타 지출: 설비투자 23, 금융투자 27, 자사주 9, 리스 5, 현금 1(십억 원).

더 근본적인 원인은 강 회장 중심의 지배구조

1. 강 회장 중심의 경영
등기이사가 아니나 그룹에 사실상 지배력 행사

- 지분 29%, GSK 및 오츠카와 합한 의결권 42%[1].
- 미등기임원이어서 주주들은 그의 선임에 의결권을 행사할 기회가 없음[1].
- 보수 23억 원으로, 등기이사 6명 합계를 초과. 82%가 고정급이며 주주 승인 한도 밖에서 지급[2].
- 소수주주, 우리사주조합(8.5%), 국민연금 가입자와 이해관계 불일치[1].

2. 반대표가 없는 이사회

- 2023년 이후 자본배분 안건 27건 모두 반대 없이 가결[3]. 이와 같은 만장일치 기록은 이사회 심의의 독립성에 대한 강한 의문을 제기함.
- 강 회장이 지분 19.6%를 보유한 것으로 보도된 비티젠에 2,430억 원 채무보증[4].
- 2015년 이후 비티젠 누적 순손실 1,330억 원[4].

3. 사업 경영 및 해외 경험 부재
회계사 2명, 법률가 1명, 약학 교수 1명

- 독립이사 4명 모두 기업 경영이나 자본배분 의사결정을 직접 실행한 경험이 없음[3].
- 해외 소비재 브랜드 육성 경험도 없음. GSK와 오츠카에는 필립스, 소니, 이토추 식품부문 경영진 출신 이사가 참여[5].
- 그 결과 자본비용에 따른 투자 심사, 자본배분 계획, 주식보상 모두 부재[2].

그 결과 핵심 사업은 성장하지만 이익과 재투자 자금의 배분은 비효율적이다. 이 구조가 바뀌어야 동아제약의 잠재력을 실현할 수 있다.

강회장은 그룹을 사실상 지배하지만 등기이사가 아니고, 주주 표결을 거치지 않으며, 보수도 성과와 연동되지 않습니다.

1: 강정석 외 특수관계인 대량보유보고서(2026.9.2.), 2026년 반기보고서(우리사주조합 8.53%). 2: 2025년 사업보고서. 강 회장 23억 원(고정급 82%), 등기이사 6명 합계 13억400만 원, 총한도 20억 원. 주식보상 없음. 3: 이사회 결의(2023.1.1.~2026.8.26.), 2025년 사업보고서 이사 약력.
4: 비티젠 지분 19.6%는 한국경제(2021)와 이데일리(2025) 보도. 동아제약 공시에는 보유자 미기재. 채무보증은 2026.8.13. 공시, 손실은 비티젠 2015~2025년 감사재무제표. 5: GSK 2025년 연차보고서(필립스 야콥스, 소니그룹 회장), 오츠카 2026.4.6. 지배구조 보고서(이토추 식품부문 아오키).

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 수 있는 다섯 가지 개선 조치

	제안	주요 내용	GSK와 오츠카의 사례[3]	이행 시점
1	**강 회장의 등기이사 선임 또는 보수한도 적용**	그룹을 이끌고 있다면 주주가 선임한 등기이사로 이사회에 참여한다. 그렇지 않다면 보수는 주주총회에서 승인하는 이사 보수한도에 포함되어야 한다. 어느 경우든 보수는 경영 성과와 총주주수익률에 연동되어 우리사주조합원, 국민연금 가입자 및 주주들의 이해관계와 일치시켜야 한다.	오츠카 회장은 매년 선임 표결을 거친다. GSK는 비상임 의장을 두어 CEO와 분리한다.	**2027년 3월 정기주주총회**
2	**해외 소비재 브랜드 육성 경험이 있는 이사 선임**	독립이사 4명은 회계사 2명, 법률가와 약학 교수 각 1명으로 모두 사업 경영 경험이 없다. 해외 소비재 브랜드 육성과 대규모 자본배분 경험이 있는 이사를 선임한다.	두 회사 모두 글로벌 기업 CEO와 CFO 출신 이사가 참여한다.	**이사 2명 임기가 끝나는 2027년 3월 정기주주총회**
3	**자본비용 기준 투자 심사**	모든 신규 투자와 채무보증은 기대수익률이 자본비용을 상회해하며, 독립이사가 이를 확인한다. 비티젠이 대표적인 사례다.	오츠카는 ROIC 9.5% 이상을 목표로 WACC 초과 ROIC를 보수에 반영한다. GSK는 자본배분 기준을 공개한다.	**주주총회 전 이사회 결의**
4	**자본배분 계획 공개 및 재투자 기준 미달 자금의 주주환원**	자본비용을 상회하는 수익을 창출할 수 있는 투자처가 없다면 연간 최소 500억 원을 주주에게 환원한다. 주가가 주당순자산가치를 하회할 경우에는 자사주 매입을, 상회할 경우에는 배당을 통해 환원한다[1].	GSK는 2025년 40억 파운드를 환원했다. 오츠카는 주주환원 정책을 명문화했다.	**주주총회 전 2026년 실적 발표 시**
5	**이사 및 경영진의 이해관계를 주주와 일치**	우리사주조합(8.5%), 국민연금(9.5%)과 그 외 모든 주주는 동아제약의 수익률만큼만 수익을 얻는다. 이사와 경영진도 같아야 한다. 따라서 자본비용 초과 수익과 총주주수익률에 따라 권리가 확정되는 양도제한조건부주식을 지급하고 성과급 환수(clawback) 제도와 주식 보유 의무를 도입한다[2].	두 회사 모두 임원 보수의 상당 부분을 성과연동 주식으로 지급하고 환수 조항을 둔다.	**2027년 3월 주주총회의 이사 보수한도 승인 시**

모두 2027년 3월 정기주주총회까지 도입 가능하며 강 회장을 포함한 모든 주주에게 이익이 됩니다.

1: 주당순자산 177,224원(2026.6.30.), 2026.11.6. 종가 86,200원. 500억 원은 시가총액의 8.6%, 주당 약 7,400원. 배당 방안은 2026.10.12. 서한. 2: 2026.10.26. 서한. 우리사주조합 8.53%(반기보고서), 국민연금 9.45%(2026.10.2. 공시).
3: GSK 2025년 연차보고서 및 이사 보수정책(2026.5.6.), 오츠카 지배구조 보고서(2026.4.6.), 제4차 중기경영계획 및 임원보수 공시. 고승현, 권경배 이사 임기는 2027년 3월 만료(2025년 사업보고서).

목차

핵심 요약

동아제약의 핵심 자산

- 컨슈머헬스 12~15
- 에스티팜 16~19
- 토지 및 부동산 20

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

저평가의 원인: 지배구조

주주사들이 실천하는 지배구조 기준

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

동아제약의 성장 가능성

12년간 영업이익률 약 12%, 자기자본이익률 30% 이상

동아제약 이익의 핵심 원천

- 매출: 2014년 3,480억 원 → 2025년 7,260억 원
- 연간 영업이익률 11.5~13.8%
- 매년 자기자본이익률 30% 초과[3,4]

박카스를 넘어선 컨슈머헬스 사업

- **박카스**: 출시 60년 이상, 국민 1인당 연간 약 10병 소비, 성장 지속
- 비타민, 더마, 일반의약품, 의약외품의 주요 브랜드

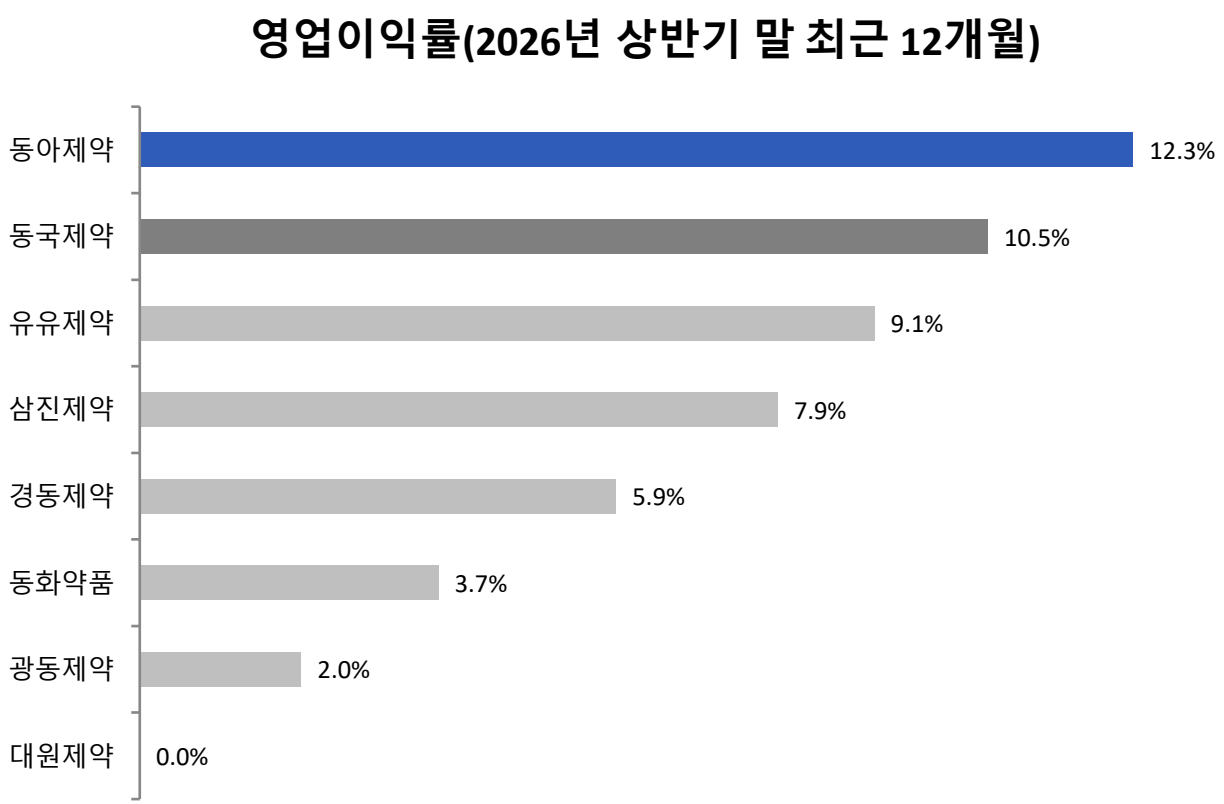
합병 전 동아제약 별도 감사재무제표[1]

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026년 상반기 말 최근 12개월
매출	364	385	392	381	400	415	437	543	631	679	726	**791**
영업이익	44	47	49	53	53	50	54	67	80	85	87	**97**
영업이익률	12.0%	12.3%	12.6%	13.8%	13.2%	12.1%	12.4%	12.4%	12.6%	12.6%	12.0%	**12.3%**
순이익	35	36	38	45	42	43	50	53	64	68	71[4]	**81**
자산	176	196	198	200	255	272	325	331	350	380	408	-
부채	96	96	90	80	131	139	176	161	164	170	149	-
자기자본	80	100	109	120	124	133	149	170	186	210	259	**276[5]**
순차입금	-10	-9	-23	-29	2	13	67	40	26	19	-10	-
모회사 배당금	15	15	30	30	35	33	35	36	40	41	59	-
영업이익/평균 자산[2]	28.4%	25.5%	24.9%	26.4%	23.2%	19.0%	18.1%	20.4%	23.4%	23.3%	22.1%	-
자기자본이익률[3]	49.1%	40.3%	36.8%	39.1%	34.6%	33.1%	35.2%	33.1%	35.9%	34.3%	32.8%[4]	**32.2%**

10년 넘게 국내 최고 수준의 수익성을 기록한 컨슈머헬스 사업
2017~2025년 지주회사에 3,390억 원의 배당금을 지급한 반면 신규 자본을 출자 받은 적은 없습니다.

1: 동아제약 별도 감사보고서. 2: 평균 자산은 기초와 기말 자산의 평균.
3: ROE는 기초와 기말 자기자본 평균 기준. 4: 2025년 순이익과 ROE에서 전기 법인세 조정액 372억 원 제외(2025년 감사보고서 주석 20).
5: 컨슈머헬스 2026.6.30. 자기자본은 반기보고서 기준. 최근 12개월=2025년 연간+2026년 상반기−2025년 상반기. '-'는 반기 미공시.

국내 일반의약품 비교기업 중 최고 영업이익률을 가진 동아제약 컨슈머헬스 사업



2.1배

국내 일반의약품 동종기업 7곳의 영업이익률 중앙값(5.9%) 대비

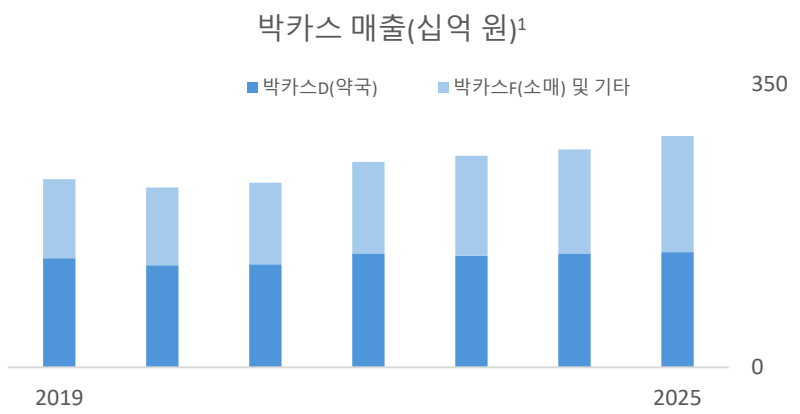
컨슈머헬스 영업이익률은 12.3%로 국내 동종업계 중간값의 2.1배이며 동국제약보다 높습니다.

각사 DART 재무제표(연결 기준, 삼진제약은 별도). 최근 12개월=2025년 연간+2026년 상반기−2025년 상반기. 영업이익률=영업이익÷매출.
동아제약은 컨슈머헬스 부문(합병 전 동아제약) 기준으로, 2026년 반기보고서 부문별 주석 참조. 차트 원자료는 별도 엑셀 참조.

출시 60년이 지나도 성장하는 현금 창출원, 박카스

- **1963년 이후** 약 250억 병 판매[2]. 인구 5천만 명인 국내에서 연간 5억 병 생산[3].
- **약국용 박카스D와 2010년대부터 소매점에서 판매한 박카스F**로 유통망 이원화.
- 2025년 매출 2,860억 원 중 **소매 유통 매출**이 1,440억 원으로 절반을 차지[1].
- 얼박사, 젤리, 껌, 파우치 등으로 **제품 형태 확대**.
- 캄보디아 등 **해외**에 수출하는 캔 박카스는 동아제약이 아닌 동아에스티 사업[4].

2019년 이후 박카스 매출 연평균 3.5% 성장[1]



다양해진 제품 형태



국내 소셜미디어 속 박카스







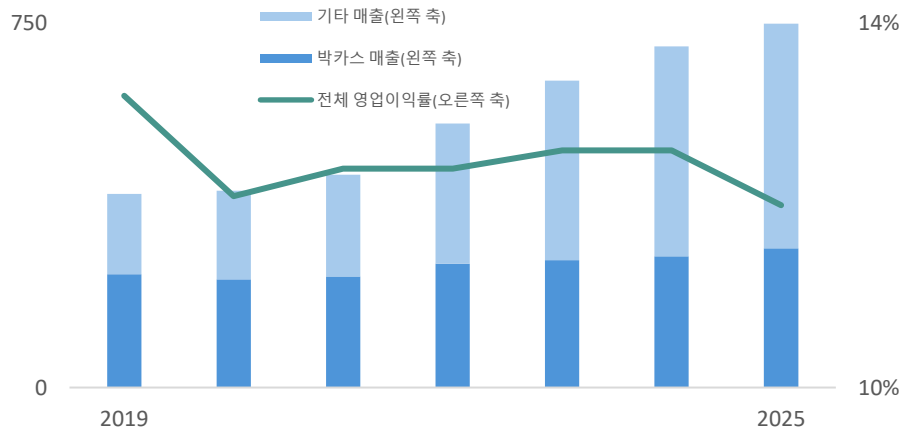
박카스는 높은 인지도를 바탕으로 꾸준히 현금을 창출하며 성장할 수 있는 브랜드입니다.

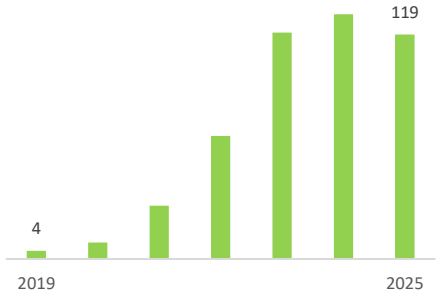
1: 동아쏘시오홀딩스 사업보고서 제품별 매출. 2: 회사 보도자료(링크). 3: 동아쏘시오홀딩스 2025년 사업보고서 연간 생산량.
4: 동아에스티 사업보고서, 인사이트코리아 및 더벨(2025~2026년). 캔 박카스는 동아에스티 해외 매출의 40~60%.

동아제약도 동국제약이 이룬 성과를 더마 사업에서 재현할 수 있는 큰 성장 기회

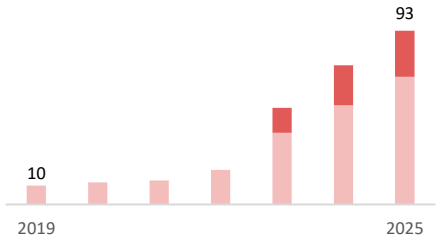
- 약국 유통망과 소비자 신뢰를 기반으로 성장한 **90개 이상의 브랜드**.
- **오쏘몰**: 2020년 출시. 2023년 매출 1,200억 원, 국내 비타민 1위.
- **더마 및 파티온**: 2019년 100억 원 → 2025년 930억 원.
- **일반의약품 및 기타**: 2019년 1,180억 원 → 2025년 2,500억 원.
- **동국제약**은 마데카솔에서 센텔리안24로 확장해 매출 3,160억 원, 연평균 성장률 약 14%의 헬스케어 사업을 구축[1].

수익성을 유지하며 매출 성장
(매출: 십억 원, 영업이익률: %)

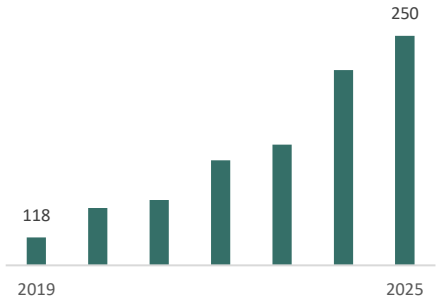




비타민(십억 원)
독일 라이선스 브랜드 오쏘몰: 2020년 출시, 2023년 국내 비타민 1위



더마 및 화장품(십억 원)
흉터치료제 노스카나에서 애크논, 멜라토닝, 파티온 스킨케어까지 확장



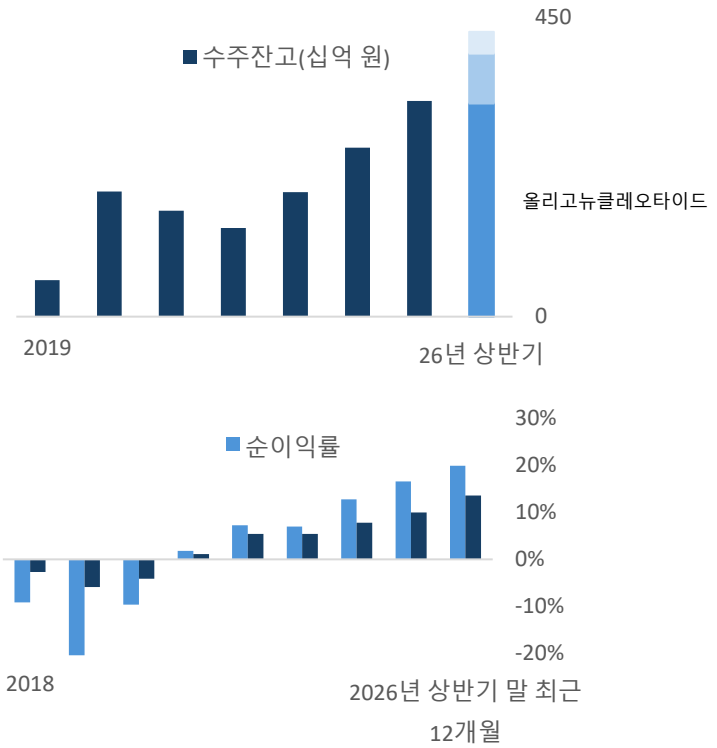
일반의약품 및 기타(십억 원)
판피린(감기), 베나치오(소화), 템포, 가그린 등 주요 브랜드. 타이레놀과 리스테린 등 글로벌 브랜드와 경쟁

동국제약은 마데카솔에서 출발해 헬스케어 매출 3,160억 원을 달성했습니다.
노스카나에서 출발한 동아제약의 더마 사업은 매출 930억 원으로, 더 성장할 수 있습니다.

제품별 매출: 동아쏘시오홀딩스 사업보고서.
시장 순위: 터톤 캐피탈 조사.
1: 한국IR협의회 동국제약 보고서(2026.5.11.). 2025년 헬스케어 매출 3,164억 원, 전체의 34%. 5년 연평균 성장률 13.9%.

성장하는 올리고뉴클레오타이드 시장의 주요 생산기업, 에스티팜

- 올리고뉴클레오타이드 CDMO **세계 3위, 아시아 1위**[1].
- **수주잔고 4,590억 원**: 2019년의 8배, 최근 12개월 매출의 1.2배.
- **매출 증가에 따른 수익성 개선**: 영업이익률 −16%(2018년) → 18%(2026년 상반기 말 최근 12개월).
- **2026년 3분기 잠정** 매출 전년 대비 19%, 영업이익 7% 증가[2].
- **미국과 중국의 바이오 공급망 분리**로 국내 공급업체에 기회.



에스티팜 재무실적(십억 원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026년 상반기 말 최근 12개월
수주잔고	N/D	55	188	159	133	187	254	324	459
매출액	98	93	124	166	249	285	274	332	386
영업이익	−16	−27	−19	6	18	34	28	55	71
영업이익률	−16.0%	−28.6%	−15.2%	3.4%	7.2%	11.8%	10.1%	16.6%	18.3%
순이익	-9	-19	-12	3	18	20	35	55	77
순이익률	-9.2%	-20.4%	-9.7%	1.8%	7.2%	7.0%	12.8%	16.6%	19.9%
자기자본이익률	-2.7%	-5.9%	-4.1%	1.1%	5.4%	5.4%	7.8%	10.0%	13.6%
순현금/(순차입금)	108	35	-4	-14	-84	-102	3	-6	90

수주잔고는 4,590억 원으로 최근 12개월 매출의 1.2배이며 계속 증가하고 있습니다. 에스티팜은 향후 수년간 안정적인 성장을 기대할 수 있습니다.

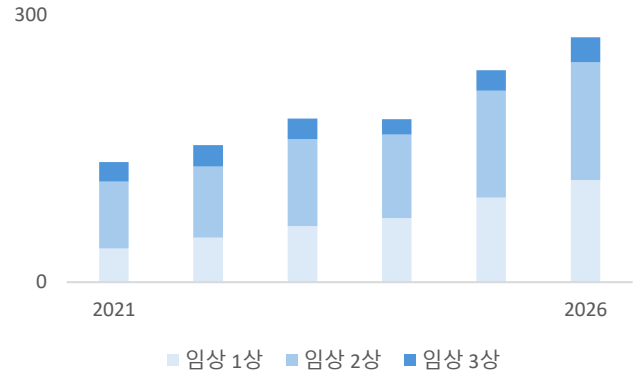
1: 에스티팜 2024년 사업보고서.
수주잔고, 순이익률, ROE는 에스티팜 사업보고서와 2026년 반기보고서에서 인용 또는 산출.
2: 2026.10.27. 발표한 에스티팜 3분기 잠정실적(표와 차트에는 미반영).

올리고뉴클레오타이드 시장은 크지만 생산 요건을 충족하는 기업은 소수

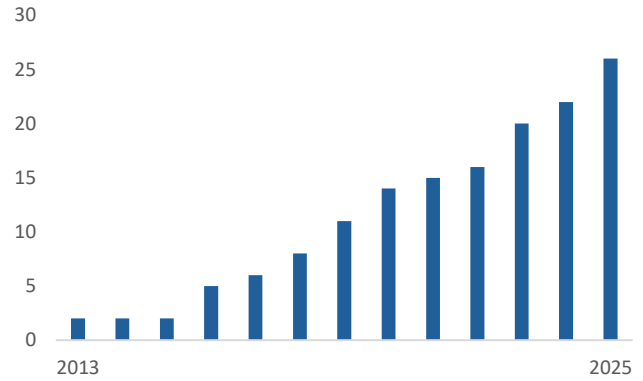
- **올리고뉴클레오타이드**는 세포 내 RNA에 직접 작용하는 짧은 DNA 또는 RNA 가닥이다.
- 렉비오, 트린골자, 암부트라 등 **만성질환 치료제의 승인**으로 환자층이 넓어지고 있다.
- 우시앱텍, 애질런트, 닛토아베시아, 바켐, 에스티팜 등 **소수 기업**이 생산한다. 에스티팜은 수출 비중이 95%다[1].
- 초기 임상에서 선정된 CDMO가 통상 상업 생산도 이어 맡아 **반복 매출**이 발생한다.
- **미국 생물보안법**(2025)[2]은 중국 CDMO를 겨냥하며 우시앱텍은 미국 군 관련 명단에 포함돼 있다[3]. 한국산 의약품의 미국 관세율은 15%(2026년 4월)[4].

미국 공급망을 구축하는 고객사가 중국 의존도를 줄이면 에스티팜이 주요 대안이 될 수 있다.

개발 중인 올리고뉴클레오타이드 프로그램 수[5]



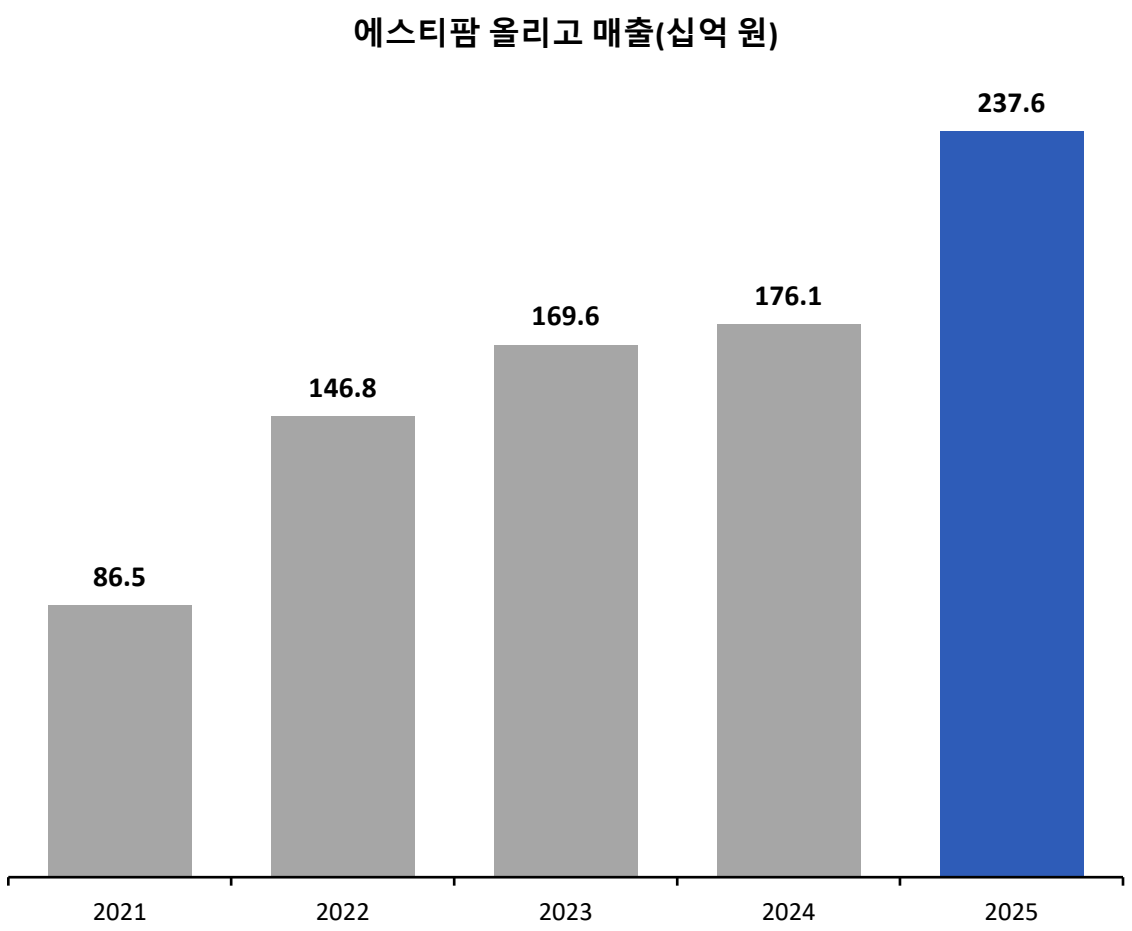
승인된 올리고뉴클레오타이드 프로그램 누계[5]



미국 공급망을 구축하려는 고객사는 중국을 배제할 가능성이 높으며, 에스티팜은 유력한 대안입니다.

1: 에스티팜 2025년 사업보고서. 2: 미국 생물보안법. 3: Greenberg Traurig. 4: 백악관. 5: 바켐.

에스티팜은 승인된 RNA 치료제의 원료의약품을 공급



승인 의약품 5개 공급, 임상 단계 20개

3년 내 고객사 의약품 약 3개 추가 승인 예상[1].

올리고 매출의 72%가 상업용

일회성 임상용 생산에서 장기 복용 의약품의 반복 공급으로 확대[2].

수주잔고 3억2,500만 달러, 상업용 비중 77%

2023년 12월 1억4,900만 달러의 2.2배[2].

2026년 1~9월 올리고 매출 26% 증가

1,497억 원 → 1,886억 원. 3분기 영업이익 7% 증가, 환손실로 순이익 감소[2].

2025년 생산능력 두 배로 확대

올리고 2공장 3개 라인 추가(총 6개). 2029년까지 약 2개 추가 예정. 2006년부터 FDA 실사[1].

상업용 의약품 공급 확대는 향후 수년간 반복 수주로 이어질 수 있습니다.

1: 에스티팜 IR(2026.7.), 2025년 말 신약 CDMO 현황, GMP 시설 및 FDA 실사 이력. 2: 2026년 3분기 잠정실적(2026.10.), 수주잔고 환율 1CHF=1.2USD, 부문별 표.
차트: 에스티팜 IR 및 실적 발표의 올리고 원료의약품 CDMO 매출(터톤 캐피탈 자료 STPharm_Quarterly_Segments). 상업용 비중은 2026년 3분기 기준.

에스티팜의 성장 기회

세 배 이상 성장할 시장

올리고 CDMO: 2026년 약 10억 달러 → 2033년 32억 달러[1].

- 올리고 치료제: 2026년 80억 달러 → 2035년 319억 달러[1].
- 희귀질환에서 심혈관, 대사, 뇌질환 등 만성질환으로 확대. 환자 수 증가로 생산 규모 확대.
- siRNA 개발 프로그램 264개, 이 중 33개는 임상 2상 또는 3상[1].

생산비 절감과 규모 확대

올리고 대량생산 신기술[2].

- 복합 효소 연결: 짧은 조각을 만든 뒤 연결.
- 액상 합성으로 저비용 대량생산 추진.
- 두 기술 모두 글로벌 고객사와 개발. 라인 생산성과 원가 약 25% 개선 목표.
- 차세대 접합 의약품용 링커와 특수 원료.

올리고 이외의 성장 기회

mRNA: SmartCap 캡핑 기술, 한국과 일본, 중국 특허[2].

- Quantoom(2024년), Evonik 및 CEPI(2025년)와 공급계약.
- CRISPR 유전자 편집용 100염기 가이드 RNA 생산.

자체 개발 HIV 치료제 STP0404(피르미테그라비르)[3].

- 임상 2a상: 11일간 바이러스량 1.2~1.6 log 감소, 양호한 내약성. HIV 치료제 시장 328억 달러.

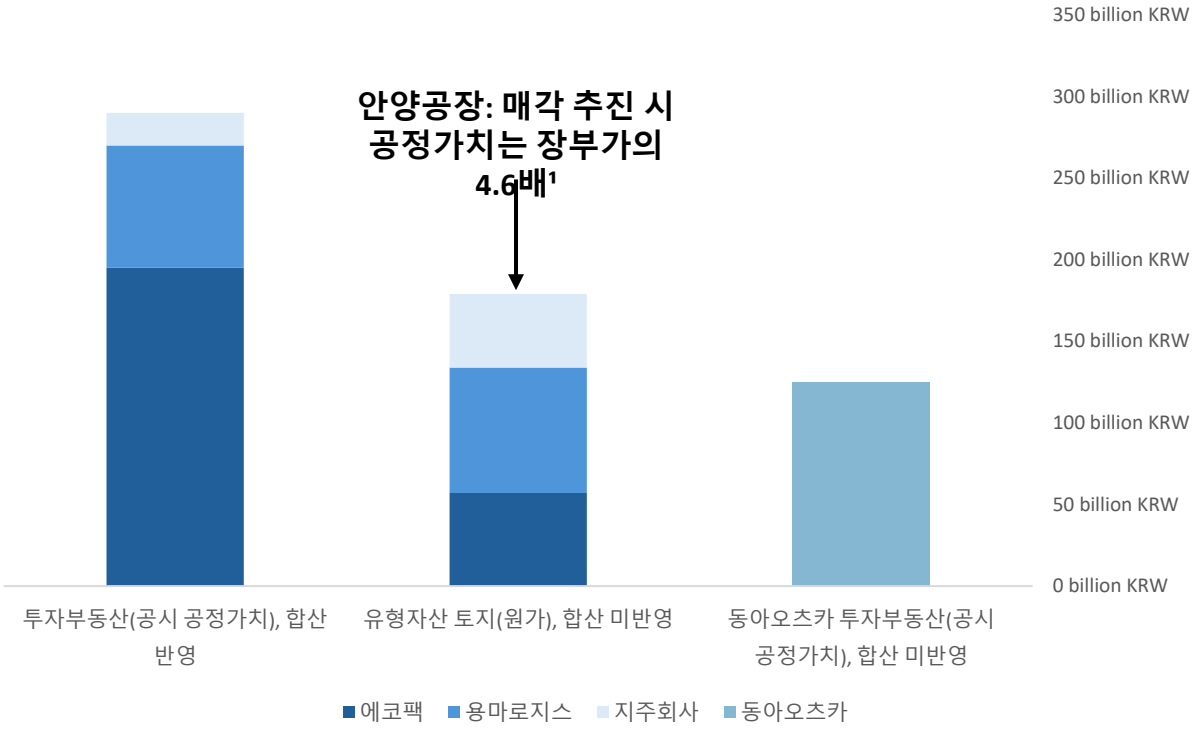
에스티팜 지분가치는 동아제약 시가총액의 76%입니다. 주주들도 이러한 가치를 확인하고 평가 받으며 함께 누릴 수 있어야 합니다.

1: 에스티팜 IR(2026.7.). Grand View Research(2033년 올리고 CDMO 시장), Market Growth Reports(2035년 치료제 시장), Pharmaprojects(2025.5., siRNA 파이프라인) 인용.
2: 에스티팜 IR(2026.7.). 생산기술 및 SmartCap 공급계약: Quantoom(2024.8.), Evonik(2025.1.), CEPI(2025.12.). 3: 에스티팜 IR(2026.7.), STP0404 임상 2a상 결과.
11일째 혈장 HIV-1 RNA 변화(log10 copies/mL): 200mg −1.50, 400mg −1.18, 600mg −1.61, p<0.0001. 초기 임상 결과이며 승인 전망이 아님.

장부가액을 크게 상회하는 토지가치

- **부문별 가치 합산에 반영**: 공시 공정가치 기준 투자부동산 2,900억 원.
- **미반영**: 취득원가로 계상된 토지와 공장.
- **안양공장 매각 추진가** 1,750억 원, 재평가액은 장부가의 4.6배. 개발제한 해제를 조건으로 2027년 9월까지 거래 종결 예정[1].





안양공장은 매각 추진 과정에서 장부가의 4.6배로 재평가되었습니다.

투자부동산 및 토지가치: 각사 별도 감사보고서.
지주회사 유형자산 토지에는 기존 동아제약(사업 자회사) 토지 300억 원이 포함됨.
1: 수석(현 동아에코팩) 매각 공시, 동아에코팩 2025년 사업보고서 재평가.
위성사진: 구글 지도.

목차

핵심 요약

동아제약의 핵심 자산

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

- 부문별 가치 합산 22
- 주주가 기다린 13년 23
- 국내외 동종기업 분석 24~25
- 저평가 부담은 누구에게 돌아가는가 26

저평가의 원인: 지배구조

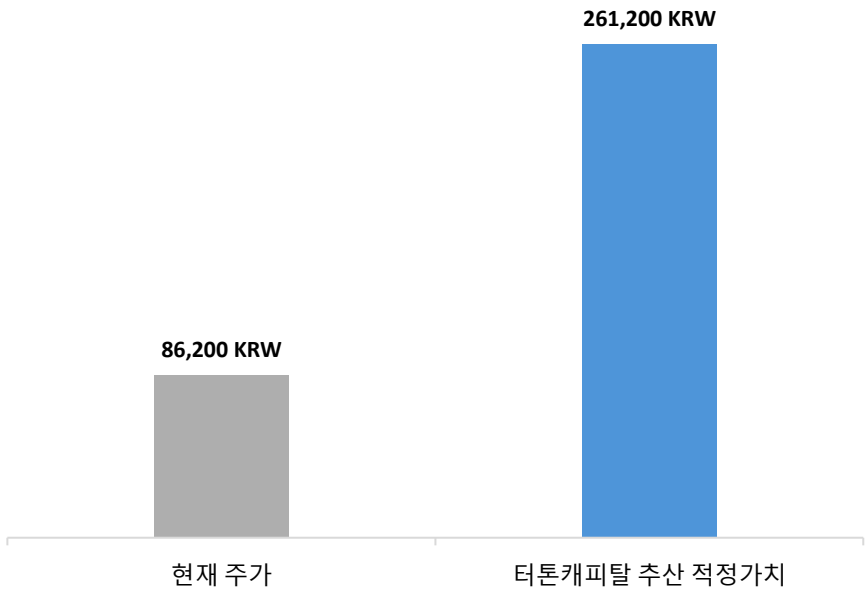
주주사들이 실천하는 지배구조 기준

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

동아제약의 성장 가능성

동아제약 주가는 부문별 합산가치보다 67% 낮은 수준

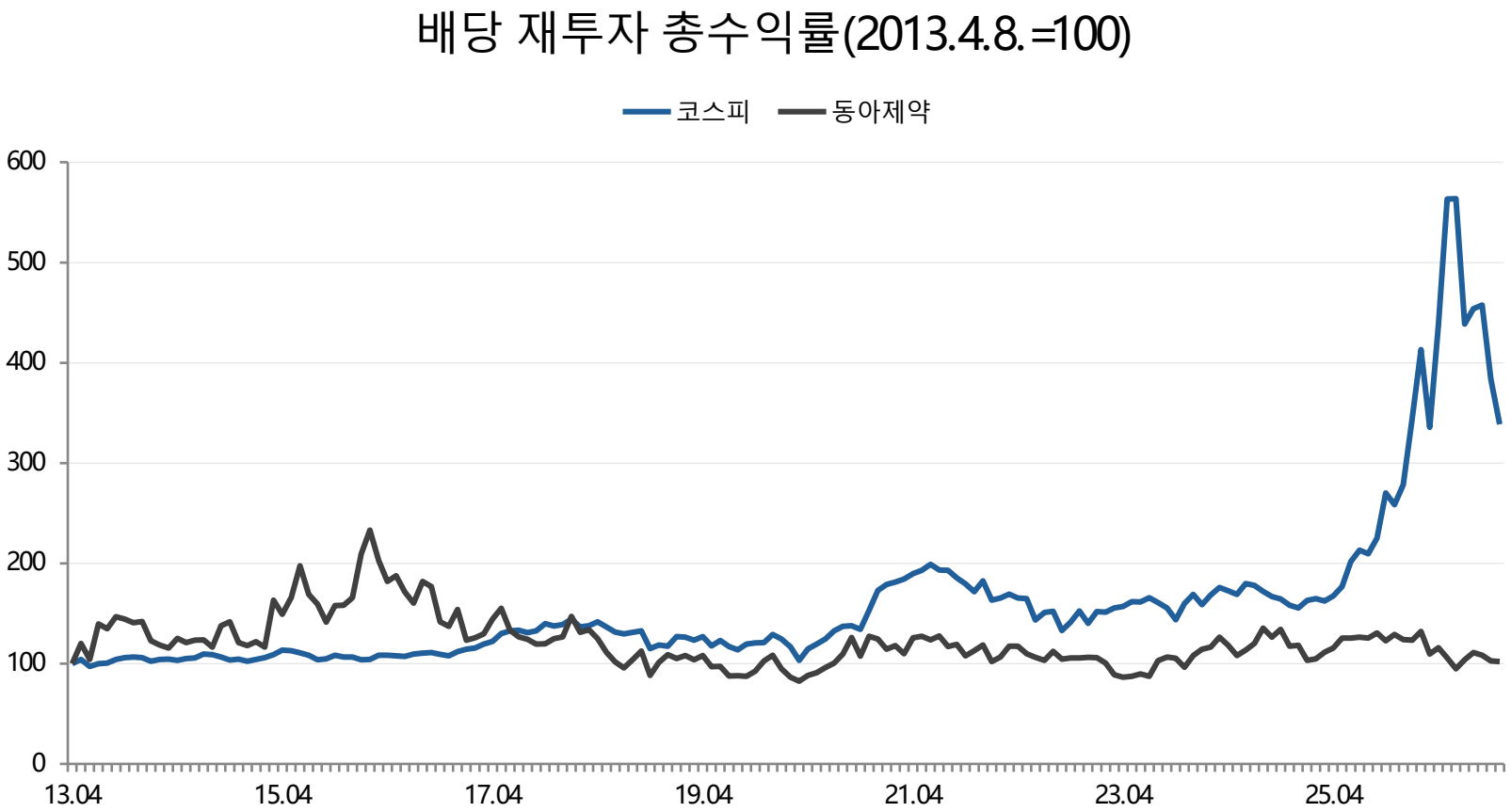
부문별 가치 합산	십억 원	주당가치(원)[1]
동아제약 컨슈머헬스 **(2025년 일회성 효과 조정 순이익 708억 원의 14배)[2]**	**991.2**	**147,300**
에스티팜(코스닥 237690) 29.20% **(6,096,552주, 시가 기준)[3]**	**440.8**	**65,500**
투자부동산(공시 공정가치, 세전)[4]	290.0	43,100
동아에스티(코스피 170900) 26.40%(2,545,816주, 시가)[3]	85.9	12,800
동아오츠카 49.99%(2025년 순이익 226억 원 중 보유 지분 해당액의 10배)[4]	113.0	16,800
용마로지스 100%(2025년 영업이익 210억 원의 8배)[4]	168.3	25,000
비티젠(2025년 영업이익 71억 원의 8배)[4]	57.0	8,500
오츠카홀딩스 주식(시가)[5]	12.5	1,800
차감: 연결 순차입금, 리스 제외(2026.6.30.)[6]	(386.0)	(57,400)
차감: 비지배지분[6]	(14.5)	(2,200)
동아제약 적정가치	**1,758.2**	**261,200**



상장사 지분은 시장가격으로, 나머지 자산은 보수적인 가치평가 배수를 적용하면 주당 가치는 261,200원으로, 현재 주가 86,200원을 크게 상회합니다.

1: 2026.11.6. 거래소 종가. 자사주 2,670주 제외 6,729,857주(반기보고서). 주당가치는 합계에 맞춰 100원 단위 표시(오츠카 1,851원→1,800원). 2: 합병 전 동아제약 순이익 1,080억 원에서 전기 법인세 조정 372억 원 제외(2025년 감사보고서 주석 20). 3: 에스티팜 72,300원, 동아에스티 33,750원. 보유 수량은 반기보고서. 4: 각사 2025년 감사보고서. 5: 124,920주(2026.6.30. 공정가치에서 역산)× 11,585엔× 8.6105원/엔. 6: 반기 연결재무상태표 차입금 5,699억 원− 현금 1,839억 원. 평가배수에 임차료가 반영돼 리스 제외. 채무보증 차감 없음. 동아에코팩 병입 사업, 아벤종합건설 및 기타 지분가치 미반영.

세계적 수준의 자산 두 개, 그러나 주주들에게는 잃어버린 13년



+239%
코스피

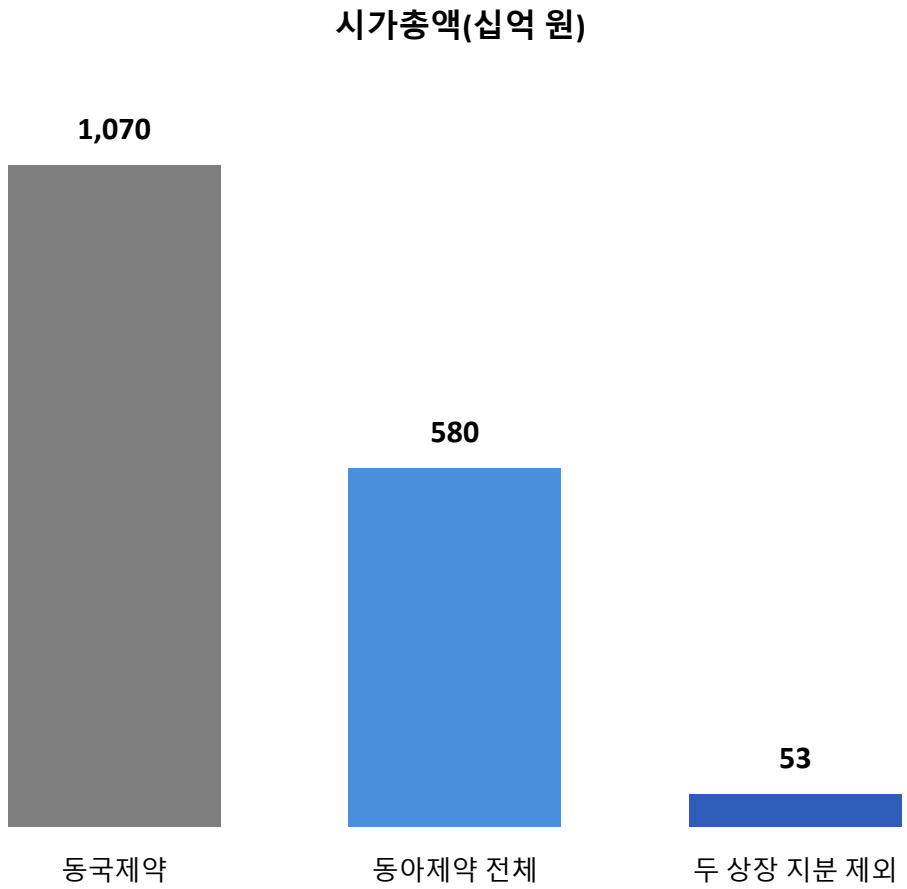
+2%
동아제약

PBR 0.49배: 2013년 이후 주간 관측치의 97%보다 낮음.
2016년 2월 최고 2.12배.

2013년 이후 코스피 총수익률은 239%, 동아제약은 2%. 세계적 수준의 사업 경쟁력, 그러나 지배구조는 취약합니다.

블룸버그: 2013.4.8.(분할 후 첫 거래일)~2026.11.6. 세전 배당 재투자 기준 동아제약 +1.9%, 코스피 +238.5%(배당 제외 지수 1,918.69→5,059.69, +163.7%). 월말 기준. 주간 PBR은 블룸버그, 현재는 86,200원÷주당순자산 177,224원(2026.6.30.).

이익 규모가 비슷한 동국제약, 시가총액은 동아제약의 1.8배



	동국제약	동아제약 컨슈머헬스
영업이익, 2026년 상반기 말 최근 12개월(십억 원)	102.5	97.0
영업이익률, 2026년 상반기 말 최근 12개월	10.5%	12.3%
자기자본이익률	11.6%	32.2%
최근 12개월 EV/EBITDA	8.2배	2.7배(동아제약 상장사 지분 제외)

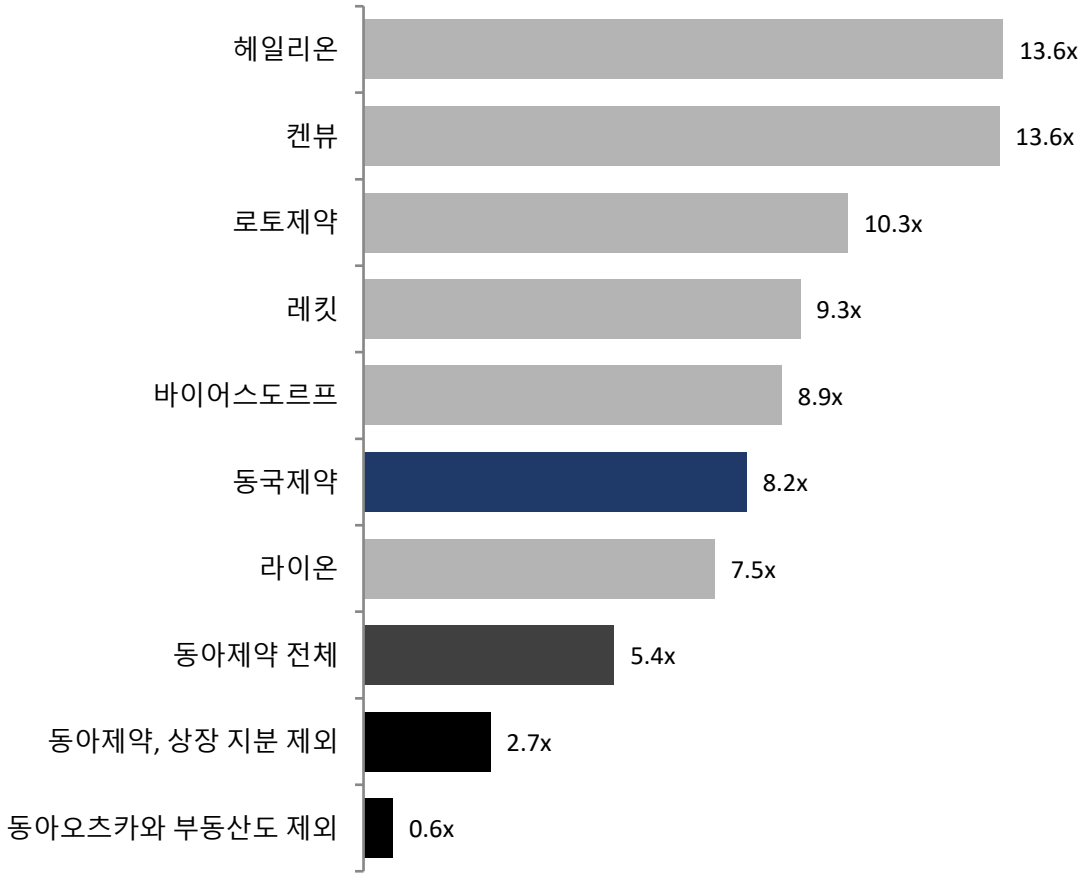
- 동국제약은 일반의약품과 더마 브랜드(마데카솔, 센텔리안24)를 보유해 동아제약과 가장 유사한 국내 비교기업.
- 동아제약 컨슈머헬스 사업은 영업이익률이 더 높고 자기자본이익률은 동국제약의 약 3배.
- 상장 지분을 제외한 동아제약의 시가총액은 530억 원, 순차입금을 포함하면 4,540억 원. 컨슈머헬스 영업이익의 4.7배로, 동아오츠카와 용마로지스, 부동산 2,900억 원은 별도 가치를 인정받지 못한 셈.

동국제약보다 우수한 사업 경쟁력을 갖춘 기업이 그에 비해 현저히 낮은 기업가치를 평가받고 있습니다. 그 원인은 지배구조에 있습니다.

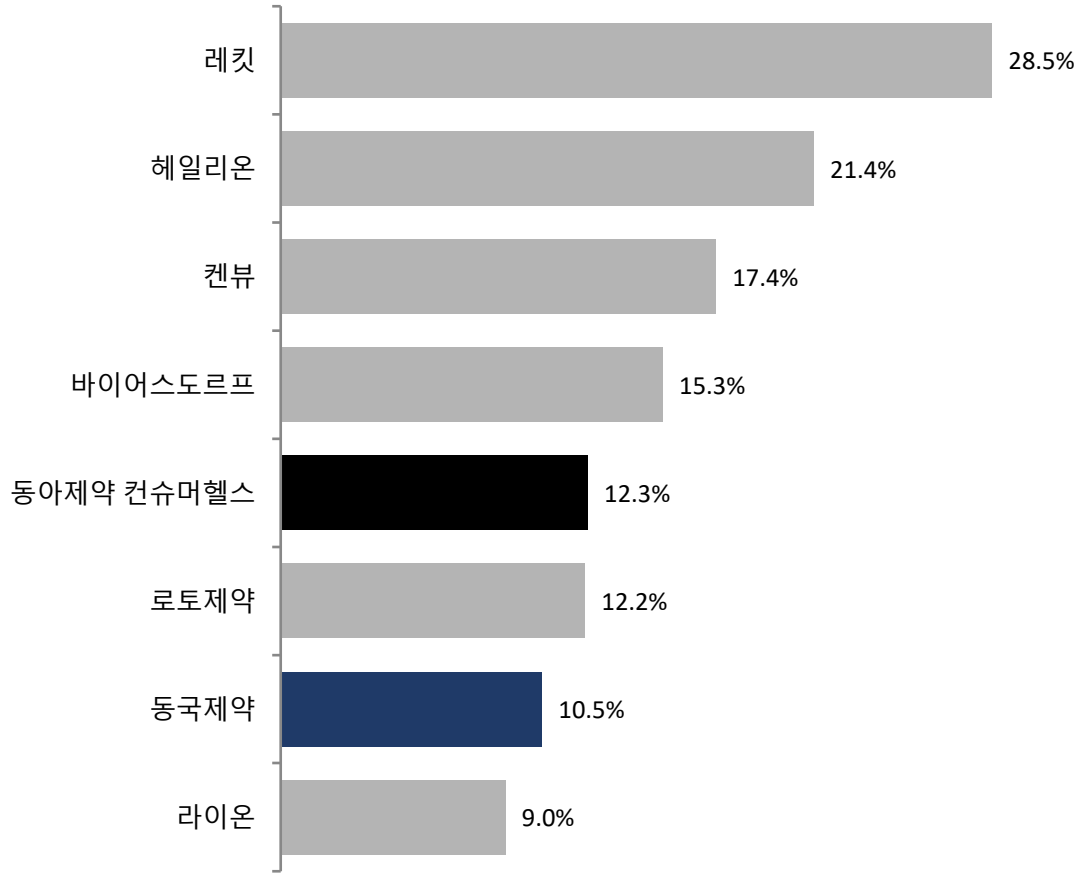
동국제약: 블룸버그(2026.11.6.), DART 연결재무제표. 최근 12개월=2025년 연간+2026년 상반기−2025년 상반기. 동아제약 종가 86,200원, 시가총액 5,800억 원.
에스티팜 및 동아에스티 지분 시가 4,408억 원, 859억 원. 리스 제외 순차입금 3,860억 원, 비지배지분 145억 원(2026.6.). 컨슈머헬스는 반기 부문별 주석. EV/EBITDA는 25쪽. 차트 원자료는 별도 엑셀 참조.

글로벌 컨슈머헬스 동종기업 EV/EBITDA 9.3배, 동아제약은 2.7배

최근 12개월 EV/EBITDA(동종기업 중간값 9.3배)



최근 12개월 영업이익률



상장 지분 제외 시 동아제약은 EBITDA의 2.7배, 동아오츠카와 부동산까지 빼면 0.6배. 동종기업은 9.3배.

블룸버그(2026.11.6.). EV=지분가치+순차입금+리스+비지배지분. 한국 기업은 거래소 종가 기준. 동아제약 EV 1,067.6−에스티팜 440.8−동아에스티 85.9=540.9, EBITDA 199.6(두 지분은 지분법). 동아오츠카 113.0(22쪽), 오츠카 주식 12.5, 안양 토지 및 기타 투자부동산 공정가치 290.0 추가 제외 시 EV 125.4. 순임대료 0.5 제외 EBITDA 199.1(십억 원, 2025년 주석 15). 중앙값에서 동아제약 제외. 이익률은 블룸버그 최근 12개월, 동아제약은 반기 컨슈머헬스 부문 기준.

저평가로 인한 국민연금과 임직원 보유 지분가치 격차 2,120억 원

9.45%

국민연금 보유 지분: 가입자들의 노후자산

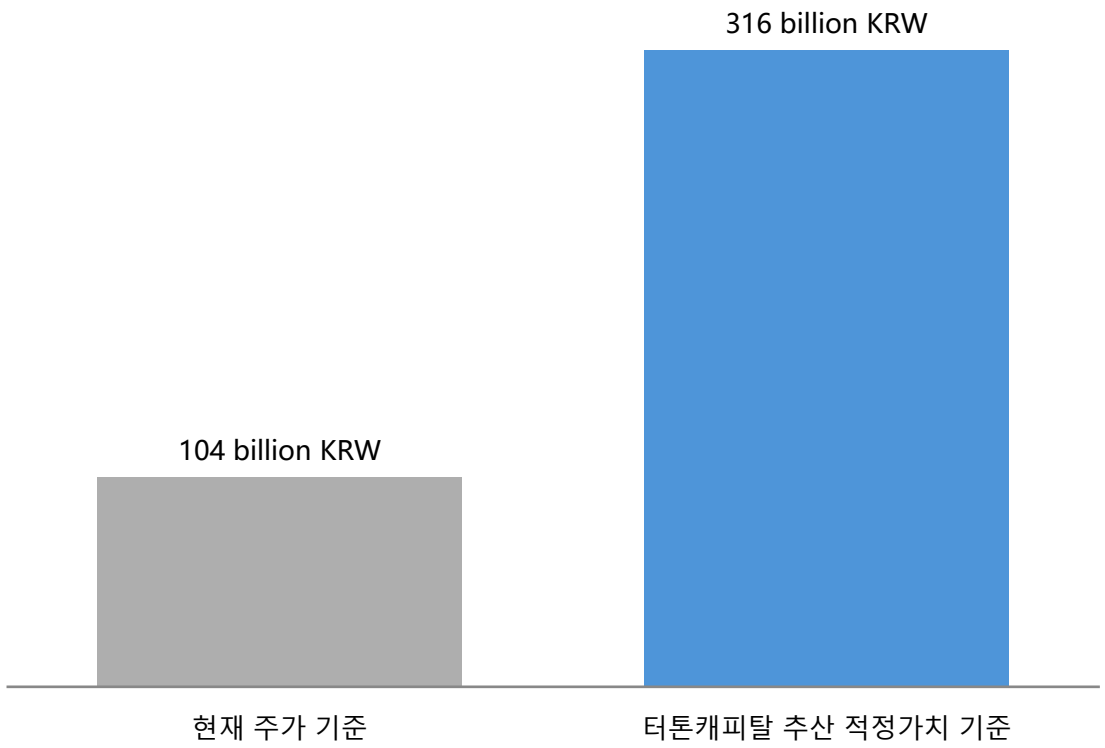
8.53%[2]

동아제약 우리사주조합 보유 지분

2,120억 원

두 주주 보유 지분의 추정 적정가치와 시가 차이

국민연금과 우리사주조합 보유 지분가치[3]



지분 약 18%를 보유한 국민연금과 우리사주조합. 저평가로 인한 지분가치 격차는 약 2,120억 원.

1: 국민연금 2026.10.2. 대량보유보고서(2026.7.24. 기준 636,362주). 2: 2026년 반기보고서(우리사주조합 574,056주).
3: 합계 1,210,418주 × 86,200원(2026.11.6. 종가) 및 261,200원(터톤 캐피탈 적정가치, 22쪽).

목차

핵심 요약

동아제약의 핵심 자산

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

저평가의 원인: 지배구조

- 강 회장 중심 경영 28~32
- 반대 없는 이사회 33~35
- 이사회의 사업 경영 경험 36
- 결과: 비효율적인 자본배분 37~40
- 비티젠 등 계열사 지원 41~43

주주사들이 실천하는 지배구조 기준

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

동아제약의 성장 가능성

강 회장은 지분 29%로 의결권 42%에 영향력 행사

주주	주식 수	발행주식총수 대비
강정석 회장	1,969,904	29.3%
특수관계인	71,337	1.1%
글락소그룹(2010년 의결권 공동행사 약정)	434,642	6.5%
오츠카(2009년 의결권 공동행사 약정)	372,148	5.5%
강 회장 측 공동행사 지분[2]	**2,848,031**	**42.3%**
우리사주조합	574,056	8.5%
국민연금	636,362	9.5%
자사주	2,670	0.0%
기타 주주	2,671,408	39.7%
합계	**6,732,527**	**100.0%**

합산 42.3%

강 회장 지분 29.3%에 특수관계인과 종료 기한 없는 의결권 공동행사 약정을 맺은 GSK 및 오츠카 지분을 합산한 수치[1][2].

8.5%

우리사주조합은 동아제약에서 대여금과 출연금을 받아 왔음. 회사는 조합의 독립적인 의결권 행사를 지원하겠다는 약속을 이행해야 하며, 조합원이 의결권에 관한 의사를 독립적으로 표시할 수 있는 전자시스템 구축 지원도 여기에 포함됨.

이사회 의석 0석

강 회장은 의결권에 영향력을 행사하지만 등기이사가 아니어서 주주의 선임 표결을 거치지 않음[3].

강 회장은 지분 29%를 보유하면서 의결권 42%에 영향력을 행사하고 있지만 이사회에는 참여하지 않고 있습니다.

1: 2026년 반기보고서, 발행주식 6,732,527주. 국민연금은 2026.10.2. 공시 기준. 오츠카는 오츠카제약과 한국오츠카제약 합계.
2: 글락소그룹(2010.5.11.) 및 오츠카(2009.3.23.)와 기간 제한 없는 의결권 공동행사 약정. 강정석 외 특수관계인 대량보유보고서상 합계는 42.5%. 해당 공시는 특수관계인을 더 넓게 포함. 3: 2025년 사업보고서. 강정석 회장은 미등기임원.

그룹을 사실상 지배하지만 이사회에는 참여하지 않는 강 회장

0

이사회 의석

미등기임원으로 구성원과 권한이 공개되지 않은 동아쏘시오위원회 위원장. 주주의 이사 선임에 관한 표결을 거치지 않음[1].

그룹 전략

자본배분을 주도한다는 보도

회사 관계자 발언을 인용한 보도에 따르면 그룹 전략을 이끌고 계열사로부터 직접 보고받음[2].

19.6%

회사가 보증한 자회사 지분을 개인적으로 보유한 것으로 보도

언론에 따르면 비티젠 나머지 지분 19.6% 보유. 동아제약은 비티젠 채무 2,430억 원 보증. 공시에는 해당 이해상충에 대한 언급 없음[4].

1.8배

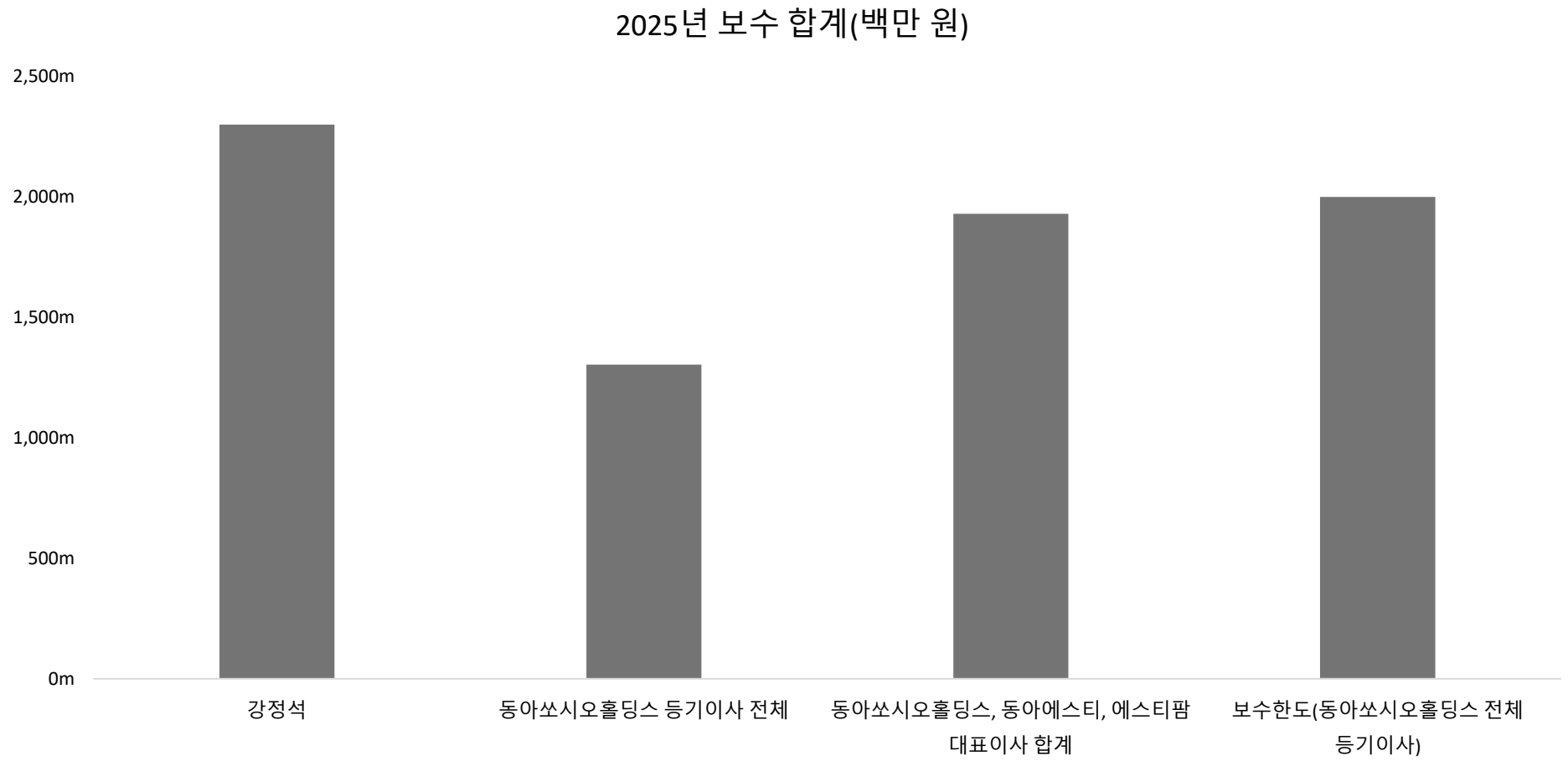
등기이사 6명의 보수 합계를 웃도는 강 회장 보수

2025년 강 회장 23억 원, 등기이사 6명 합계 약 13억 원. 대표이사 보수의 3.8배[3].

강 회장은 그룹을 이끌지만 이사로서의 책임은 지지 않습니다. 주주총회에서 이사 선임 절차를 거치도록 한다면 이를 바꿀 수 있습니다.

1: 2025년 사업보고서 및 통합보고서. 강 회장은 횡령으로 유죄판결을 받아 2019년 7월 대법원에서 형이 확정되었고, 2023년 8월 사면 후 위원장으로 복귀(공시, 연합뉴스).
2: 더구루(2026), 더팩트(2024), 위키리크스한국(2023), 동아쏘시오홀딩스 ESG 웹사이트(2025). 3: 2025년 사업보고서 개인 보수(김민영 대표 6억1천만 원). 4: 한국경제(2021), 이데일리(2025), 더벨(2016, 2018).

강 회장 보수는 등기이사 전원 보수 합계보다 많아



2025년 강 회장 보수 23억 원은 전체 이사 보수한도를 초과합니다. 이 보수도 한도 안에 포함되어야 합니다.

강 회장, 동아쏘시오홀딩스 이사 및 대표이사 보수와 보수한도: 2025년 동아쏘시오홀딩스 사업보고서.
동아에스티 대표이사 보수: 2025년 동아에스티 사업보고서.
에스티팜 대표이사 보수: 2025년 사업보고서. 개인별 보수가 공시되지 않아 공시 기준인 5억 원 미만으로 보고, 차트에는 5억 원을 적용

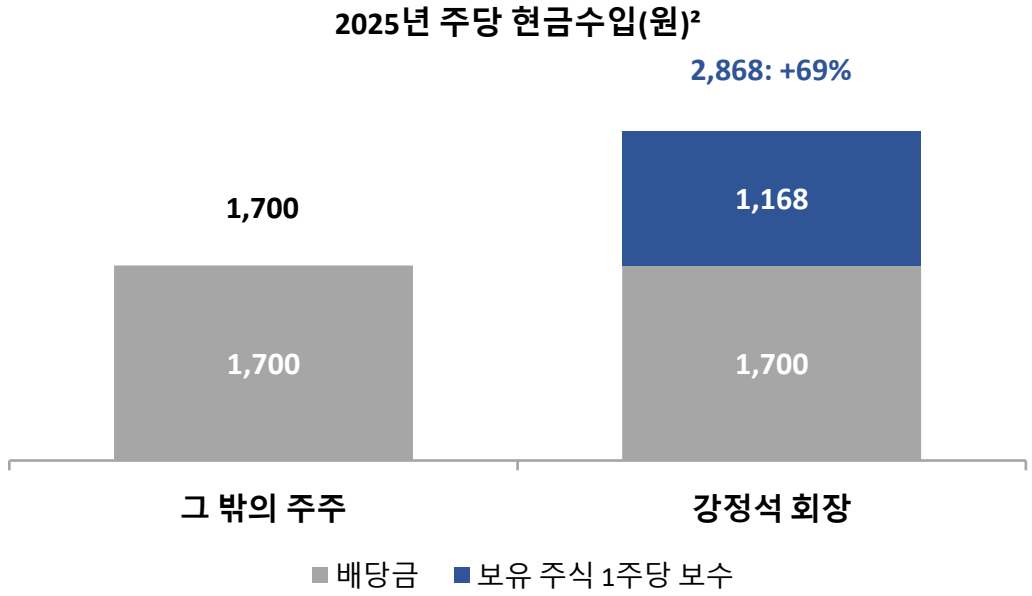
보수를 보유 주식 수로 나누면 강 회장의 주당 현금수입은 다른 주주보다 69% 많아

주주 표결 없이 지급된 보수 23억 원

등기이사 6명의 보수 총액(약 13억 원)을 초과하며 주주가 승인한 이사 보수한도 20억 원에도 포함되지 않음. 미등기임원이므로 주주들은 그의 선임이나 보수에 대해 의결권을 행사할 수 없음[1].

고정급 82%

보수가 주주 수익률과 연동되어 있지 않으며 주식으로 지급되는 보수도 없음[1].



급여 포함 주당 현금수입은 다른 주주보다 69% 많음. 강 회장의 경제적 이해가 가장 큰 곳은 에스티팜으로, 직접 보유 지분 7.31%와 동아제약 보유 지분 29.2% 중 간접 지분을 합산하면 시장가치 기준 약 2,400억 원[3].

주주 수익률에 따라 권리가 확정되는 주식으로 보상하면 강 회장과 모든 주주의 이해가 일치합니다.

1: 2025년 사업보고서. 강 회장 23억 원(급여 18.95억, 상여 4.05억), 등기이사 6명 합계 13.04억 원, 한도 20억 원. 이사와 임원 주식보상 없음. 2: 주당 배당 1,700원. 23억 원÷1,969,904주(29.3%, 반기보고서)=1,168원.
3: 에스티팜 반기보고서(강정석 1,525,657주, 7.31%). 2026.11.6. 종가 72,300원 기준 직접 보유 1,103억 원+동아제약 보유분 4,408억 원의 29.3%.

강 회장의 행보와 소수주주의 이해가 엇갈린 사례

2007-2010	**회사 자원과 의결권 약정으로 구축한 지배력** 우호 주주에 자사주 매각, 우리사주 제도, 오츠카(2009) 및 GSK(2010)와 의결권 공동행사 약정[1].
2009-2017	**회사 자금을 병·의원 리베이트에 사용** 법원은 회사 자금이 병·의원 리베이트에 쓰였다고 판단함. 2017년 기소 후 이사회는 이사회 의장과 대표이사(CEO) 분리 등 개선을 약속함[2][3].
2019	**유죄 확정 후 수감 중 퇴직금 107억 원 수령** 대법원은 업무상 횡령, 불법 리베이트, 조세포탈에 대해 징역 2년 6개월과 벌금 130억 원을 확정함. 수감 중 회사는 퇴직금 107억 원을 지급함[24].
2019	**운전기사 출신 임원이 특수관계인에 포함** 1999년부터 강 회장의 운전을 수행한 직원이 2019년부터 지주회사 상무보로 기재됨. 강 회장이 제출한 2026년 대량보유보고서에는 특수관계인으로 기재됨[5].
2021	**비티젠 지분 19.6%를 강 회장이 매입했다는 보도** 메이지의 지분 처분 당시 동아제약은 '지배력 강화'를 위해 1,117,200주를 421억 원(장부가 1.5배)에 매입함. 나머지 744,800주(19.6%, 같은 단가로 약 280억 원)의 매수자는 공시되지 않음. 언론 및 IR 답변은 강 회장을 지목함[6].
2023	**특별사면 후 주주 표결 없이 복귀** 2023년 8월 사면 후 이사회는 강 회장을 동아쏘시오위원회 위원장 겸 최고지속가능경영책임자로 만장일치 선임. 미등기임원이어서 주주 표결은 없음[7].
2025-2026	**등기이사 보수한도를 웃도는 보수와 비티젠 채무보증** 2025년 보수는 23억 원으로 전체 이사 한도 20억 원을 웃돌았음. 강 회장이 지분 19.6%를 보유한 것으로 보도된 비티젠에 대한 보증은 140억 원에서 2,430억 원으로 늘었음[8].

2023년 이후 이사회는 강 회장의 보수와 역할, 관련 회사 관련 모든 안건을 반대 의견 없이 승인했습니다.

1: 이투데이 및 한국경제(2007), 더벨(2010), 강정석 외 대량보유보고서. 2: 대법원(2019), 연합뉴스. 3: 동아제약 기소 공시(2017.8.) 및 지배구조 개선 공시(2017.9.1.). 4: 2019년 동아쏘시오홀딩스 사업보고서 개인 보수. 5: 경향신문(2022.6.7.), 2019~2025년 사업보고서 미등기임원, 2026.9.2. 대량보유보고서. 6: DART 20210723800289, 메이지세이카(2021.7.27.), 딜사이트(2021.7.26.), 팜이데일리(2025.7.30.), 동아제약 IR 답변. 7: 법무부 특별사면 명단(2023.8.), 2025년 사업보고서, 2026.5.29. 지배구조 보고서, 반기보고서. 8: 2025년 사업보고서, 한국경제(2021), 이데일리(2025), 채무보증 공시.

2023년 이후 모든 자본배분 관련 안건을 승인한 이사회

5
지분 출자 결의

2
채무보증 결의

20
지주회사 또는 자회사 차입 승인 결의

35
이사회 보고 사항

2023년 1월 1일 → **2026년 8월 26일**

0
위 결의에 대한 이의 제기 또는 반대표

0
주요 이해상충 요인에 관한 공시

0
평균 PBR이 0.6배였던 기간의 자사주 매입

2023년 이후 자본배분 관련 안건 27건이 모두 승인되었습니다. 자본비용을 기준으로 타당성을 평가하면 이사 반대 의견을 제시할 수 있는 객관적인 판단 근거가 됩니다.

자료: 동아쏘시오홀딩스 2023~2025년 사업보고서 및 2026년 반기보고서 이사회 결의와 보고, 2026.8.26.까지의 이사회 회의. 평균 PBR: 블룸버그 주간, 2023.1.~2026.8.

독립이사들의 실제 표결과 주주 입장에서의 판단

판단 기준은 모든 주주의 장기 주당가치가 높아지는지, 주주가 판단할 정보가 충분한지다.

일자	안건	당시 상황	독립이사 표결	터톤 캐피탈이 행사했을 표결
2024.3.8.	**2024~2026년 주주환원 정책**: 잉여현금흐름 50% 환원, 배당 후 잔여분으로 자사주 매입[1]	당시 PBR 약 0.6배. 이후 자사주 매입 없이 주식배당 2회, 보유 자사주 전량 매각	전원 찬성	**조건부 찬성** 주가가 주당순자산을 밑돌면 자사주를 매입해 소각한다는 원칙 추가
2025.2.27. 및 2026.2.25.	**3% 주식배당 2회**: 187,521주 및 196,093주 신주 발행[2]	현금환원 없이 2년간 주식 수 6.0% 증가. 2020년 이후 자사주 매입 없음	4명 모두 출석, 전원 찬성	**반대** 주식배당은 그 자체로 가치를 만들지 못한다. PBR 0.5배의 자사주 매입은 주당가치를 높인다.
2026.1.16.~2.12.	**자사주 100,718주 전량을 우리사주조합에 매각**하고 매입 자금 75억 원 대여[3]	주당 103,200~107,543원, 주당순자산 173,176원의 약 0.6배. 의결권은 부활하나 조합의 행사 방식은 미공개	이사회 및 ESG위원회 전원 찬성	**반대** 자사주는 소각. 직원에게는 성과에 따라 권리가 확정되는 주식을 지급하고 직원이 직접 의결권을 행사하도록 함
2026.4.23. 및 8.13.	**비티젠 신규 차입 1,620억 원 보증**: 2034년까지 1,020억 원, 2027년까지 600억 원[4]	비티젠은 11년 중 10년 적자, 누적 순손실 1,330억 원. 지분 19.6% 보유자 미공개. 계열사 보증 총잔액 4,345억 원은 동아제약 시가총액의 75%	4명 모두 출석, 전원 찬성	**반대** 비티젠에 대한 독립적인 검토가 이루어지고, 나머지 지분의 보유자가 공개되어 그 보유자도 지분에 비례해 보증하기 전까지 보류

이사회는 자체 평가에서 5점 만점에 5점을 부여했습니다. 터톤 캐피탈이라면 주주 입장에서 세 차례에 걸쳐 개선을 요구했을 것입니다.

1: 2024년 사업보고서 이사회 표. 2: 주식 수 6,348,913주→6,732,527주. 마지막 자사주 매입 2020.6. 3: 이사회 및 ESG위원회(2026.2.10.), 2025.12.31. 주당순자산.
4: DART(당시 에스티젠바이오), 비티젠 2015~2025년 감사보고서. 2026.8.13. 보증잔액 대비 6,732,527주×86,200원. 표결 및 감독 자체평가(2023년과 2025년 5점 만점에 5점): 사업 및 반기보고서.

모든 주주의 이익을 보호하도록 한 개정 상법

이사는 모든 주주의 이익을 보호하고 주주를 공평하게 대우해야 한다[1].

- **반대 없음**: 2023년 이후 자본배분 안건 27건 전부 승인.
- **공시 없음**: 회사와 함께 보유한 것으로 보도된 강 회장의 지분.
- **설명 없음**: 주가가 추정 적정가치의 3분의 1인데도 자사주 매입을 하지 않는 이유.
- **경험 부족**: 사업 경영이나 자본배분 경험을 가진 독립이사 부재.

이사회는 이 네 가지 문제를 모두 개선할 수 있습니다.

상법은 이사가 모든 주주를 위해 직무를 수행할 것을 요구합니다. 터톤 캐피탈의 다섯 가지 제안은 이사회의 의무 이행을 돕기 위한 것입니다.

1: 대한민국 상법 제382조의3. 영문 원문의 번역은 터톤 캐피탈의 비공식 번역.

이사회에 필요한 기업 경영과 자본배분 경험

이사	직위	공시된 주요 경력	직접 자본배분 경험	직접 사업 경영 경험
김민영	사내이사	1999 서울대 경영학과 졸업 / 2015 동아쏘시오홀딩스 경영기획실장 / 2021 동아에스티 사장 / 현 동아쏘시오홀딩스 대표이사 사장	✓	✓
고승현	사내이사	2002 홍익대 무역학과 졸업 / 2020 동아쏘시오홀딩스 경영지원실 IR 담당 / 현 경영지원실장	✓	✓
이대우	사내이사	1998 서울대 국제경제학과 졸업 / 2021 동아에스티 경영기획관리실장 / 현 동아쏘시오홀딩스 경영기획실장	✓	✓
권경배	독립이사 의장	1999 고려대 회계학 석사 / 1996 삼일회계법인 감사본부 / 현 세진회계법인 감사본부 상무	✗	✗
권세원	독립이사	2017 서울대 회계학 박사 / 현 미원상사 독립이사, 이화여대 경영학부 교수	✗	✗
정영진	독립이사	1999 고려대 신문방송학과 / 2012 법무법인 광장 / 현 법무법인 현 변호사	✗	✗
진영원	독립이사	2003 서울대 약학 박사 / 2010 동국대 약대 부교수 / 현 서울대 약대 교수	✗	✗

회계, 법률, 학계에 집중된 전문성. 글로벌 소비재 사업 경험을 갖춘 이사가 경영 전문성을 보완할 수 있습니다.

이사 약력: 동아쏘시오홀딩스 2025년 사업보고서(국문 원자료, 영문은 터톤 캐피탈 번역).

수익성이 낮은 사업에 집중된 자본

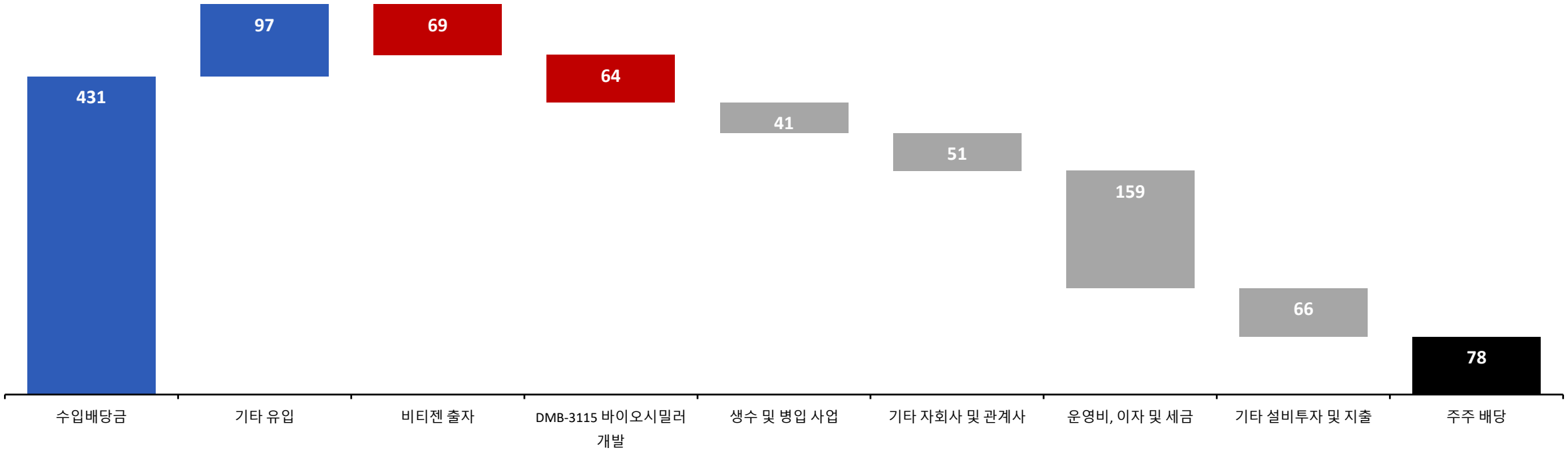
사업(보유 지분)	사업 경쟁력	동아제약의 자금 지원과 보증	지배구조상 쟁점
컨슈머헬스(100%)	**매우 우수**: 영업이익률 12.0%, ROE 32.8%. 박카스 등 국내 동종기업 중 최고 이익률	신규 자금 0원, 지주회사에 3,390억 원 배당	**낮음**: 그룹 매출 1.5%. 에코팩에서 용기, 용마로지스에서 물류 조달
에스티팜(29.2%, 상장)	**우수**: 영업이익률 18.3%, ROE 13.6%. 수주잔고 4,590억 원, 2019년의 8배	-	**낮음**: 자체 이사회 보유 상장사, 수출 비중 95%
동아오츠카(50%)	**양호**: 안정적 음료 합작사. 2025년 순이익 226억 원	-	**낮음**: 그룹 매출 13.8%
용마로지스(100%)	**보통**: 물류, 최근 12개월 영업이익 223억 원. 자본집약형 사업	-	**낮음**: 그룹 매출 18.7%
아벤종합건설(100%)	**보통**: 건설, 2025년 영업이익률 6.1%, 순이익 81억 원	보증 한도 1,800억 원(대출 1,500억 원)	**중간**: 그룹 매출 40%. 이사회 산하 위원회가 보증 승인. 지주회사 CFO가 감사 겸직
동아에스티(26.4%, 상장)	**부진**: 2019년 이후 순이익 710억→60억 원, 순차입금 3,520억 원으로 증가	-	**중간**: 비티젠에서 연 777억 원 매입. 동아제약 지분율은 비티젠 80%, 동아에스티 26%. 컨슈머헬스 사업의 박카스 수출 담당.
동아에코팩(100%)	**부진**: 병입, 2025년 영업이익률 0.1%, 순손실 120억 원. 안양 토지 보유	410억 원 및 보증 115억 원	**중간**: 그룹 매출 75%
바이오시밀러 DMB-3115(지주회사)	**부진**: 개발비 640억 원 자산화, 2025년 223억 원 손상	640억 원	**중간**: 비티젠이 동아에스티용으로 생산. 동아제약에 귀속되는 수익 미공개
비티젠(80.4%)	**부진**: 2015년 이후 누적 순손실 1,330억 원. 2025년 첫 흑자(영업이익률 6.9%)	690억 원 및 채무보증 2,430억 원	**높음**: 동아에스티 매출 75%. 언론 보도상 강 회장 지분 19.6%, 공시에는 미기재. 지주회사 CFO가 감사 겸직

수익성이 높은 사업은 자체 자금으로 성장했습니다. 자금과 채무보증 대부분은 수익성이 낮고 계열사 의존도가 높은 사업으로 향했습니다.

터톤 캐피탈 평가. 자금은 지주회사 2017~2025년 별도 현금흐름 분류, 보증은 2026.8.13. 공시 액면액. 수익성은 2025년 감사보고서, 컨슈머헬스 조정 ROE, 에스티팜 2026년 상반기 말 최근 12개월, 동아에스티 사업보고서. 계열사 매출은 2025년 특수관계자 주석. 비티젠 지분 19.6%: 한국경제(2021), 이데일리(2025). CFO의 감사 겸직은 사업보고서. 서이천 승인: 2024.11.27. ESG위원회.

주주 환원은 780억 원에 그친 반면 수익성이 낮은 사업에는 수천억 원 투입

2017~2025년 지주회사 현금흐름(십억 원)

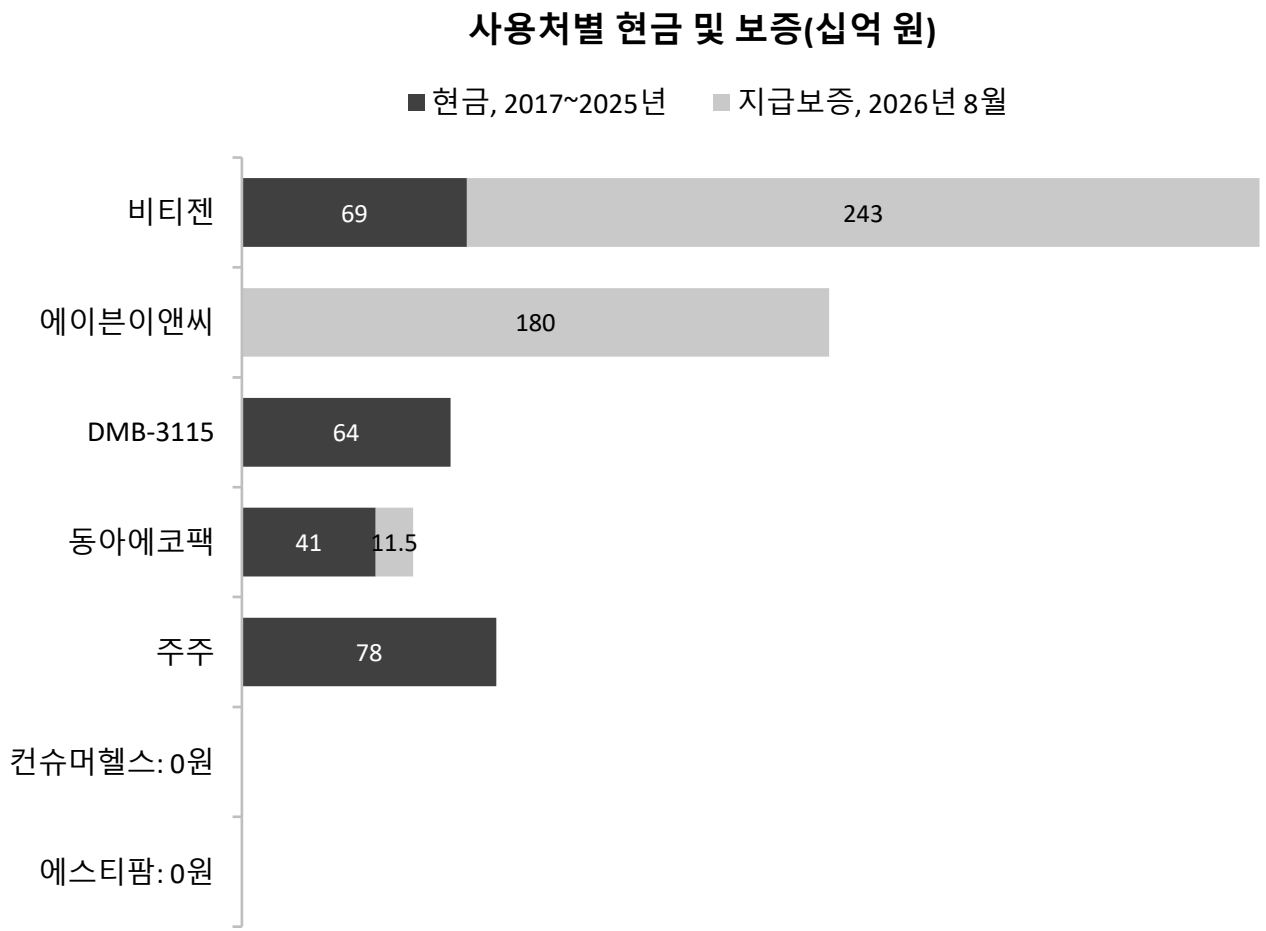


- 주주 배당 1원당 비티젠과 DMB-3115에 **1.7원**, 현재 적자인 동아에코팩의 생수 및 병입 사업에 **0.5원**을 투입함.
- 컨슈머헬스 사업에 대한 지주회사 신규 출자는 **0원**.

수익성이 가장 높은 컨슈머헬스 사업에 9년간 지주회사가 신규 출자한 금액은 0원.

동아쏘시오홀딩스 2017~2025년 별도 현금흐름표(DART). 단위: 십억 원. 터톤 캐피탈 분류. 회사별 출자액은 각 사업보고서 '타법인 출자 현황' 기준.
DMB-3115는 지주회사 자산화 개발비(2021~2025년 무형자산 주석), 2025년 손상 223억 원. 운영비는 수입배당금과 법인세 전 영업현금흐름. 비티젠 감사보고서: 동아에스티 매출 2024년 486억 원, 2025년 1,037억 원 중 777억 원. 지주회사 무형자산 주석 참조.
기타 유입: 순차입 43, 신주인수권 행사 32, 이자 12, 지분 및 자산 매각 11. 기타 지출: 설비투자 23, 금융투자 27, 자사주 9, 리스 5, 현금 1(십억 원).

수익성이 높은 사업보다 그룹 의존도가 높은 사업에 집중된 자본



현금 1,740억 원

2017~2025년 비티젠, DMB-3115 바이오시밀러, 동아에코팩 병입 사업에 투입.

채무보증 4,345억 원

그룹 매출 비중 40~75%인 비티젠, 아벤종합건설, 동아에코팩에 제공.

컨슈머헬스와 에스티팜에 신규 자금 0원

ROE가 각각 32.8%, 13.6%로 가장 높은 두 사업.

주주 배당 780억 원

같은 기간 컨슈머헬스가 지주회사에 배당한 금액은 3,390억 원.

판단의 핵심

컨슈머헬스는 자체 현금흐름으로 투자 재원을 충당할 여력이 있어 추가 자본 투입이 필요하지 않았음. 핵심은 이 자금을 주주에게 환원하거나 그에 준하는 수익률을 기대할 수 있는 사업에 투자하지 않은 이유.

투자를 중단하라는 요구가 아닙니다. 수익률이 높은 곳에 투자하고 남은 자금은 주주에게 환원하자는 것입니다.

현금: 2017~2025년 지주회사 별도 현금흐름(DART), 터톤 캐피탈 분류. 에코팩은 생수 및 병입 사업. 보증: 2026.8.13. 공시 액면 4,345억 원으로 지출이 아닌 우발채무. 컨슈머헬스 배당은 합병 전 별도 현금흐름, 내부 매출은 2025년 특수관계자 주석.

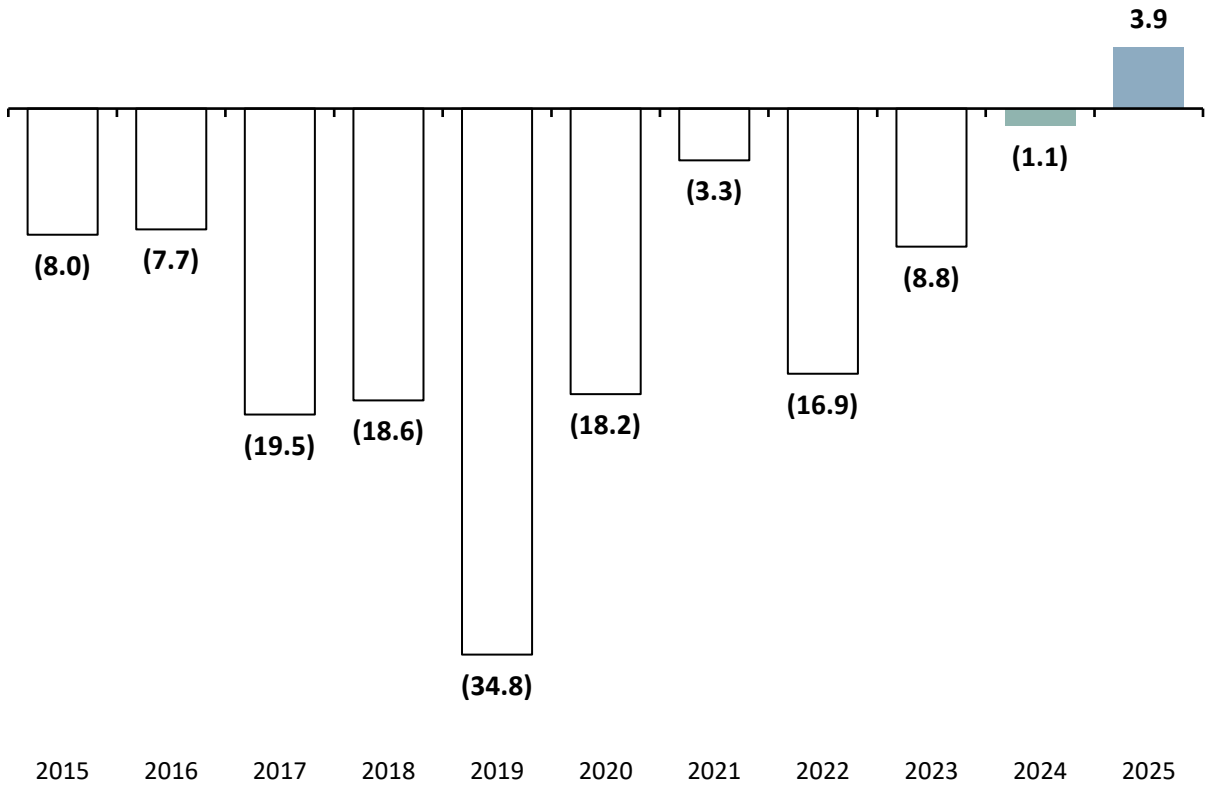
해당 자금 환원 시 주주들이 얻을 수 있었던 수익

실제 주주 배당	유보액을 배당했다면	자사주를 매입했다면
780억 원	**주당 52,400원**	**주식 수 52% 감소**
• 2017~2025년 주주 배당액, 지주회사 수입배당금의 18%. • 지주회사 유보액 약 3,520억 원. • PBR은 2017년 0.90배에서 현재 0.49배로 하락.	• 주당 추가 배당 52,400원, 현재 주가의 61%. • 유보한 현금은 시장에서 기업가치로 인정받지 못했으며 2013년 이후 총수익률은 +2%.	• 매년 해당 연도 평균가로 매입해 소각했다면 현재 주식 수의 52% 감소. • 평균 매입 PBR 0.73배. 1원으로 장부가치 1.37원 매입. • 잉여 현금이 필요 없던 컨슈머헬스 사업에 대한 잔여 주식 1주당 지분은 2.1배.

2017년 이후 매년 PBR 1배 미만이었으나 자사주 매입은 2020년 한 차례에 그쳤습니다.

유보액은 2017~2025년 수입배당금-지급배당금 3,524억 원(별도 현금흐름). 자사주 매입 가정: 매년 주식배당 조정 평균가로 매입(347만 주, 평균 101,525원). 예시이며 시장 충격과 유동성 미반영. 주당 수치는 6,729,857주 기준. 평균 PBR은 블룸버그 월말값 연평균. 총수익률 기간 2013.4.8.~2026.11.6.

2015년 이후 비티젠 누적 순손실 1,330억 원



누적 순손실 1,330억 원

2015년 분할 이후 11년 중 10년 적자. 2021년 메이지에 지급한 421억 원을 포함해 동아제약 약 880억 원 투입[12].

실적이 가장 좋았던 해의 영업이익률 6.9%

2025년 매출 1,037억 원, 영업이익 71억 원. 컨슈머헬스 영업이익률 12.0%[13].

매출의 75%가 동아에스티에서 발생

2025년 매출 1,037억 원 중 777억 원이 특수관계자 매출[4].

자기자본 1,350억 원에서 660억 원으로 절반 감소

2016~2025년 신규 출자에도 감소. 부채 1,060억 원, 이자비용은 2025년 영업이익의 64%[1].

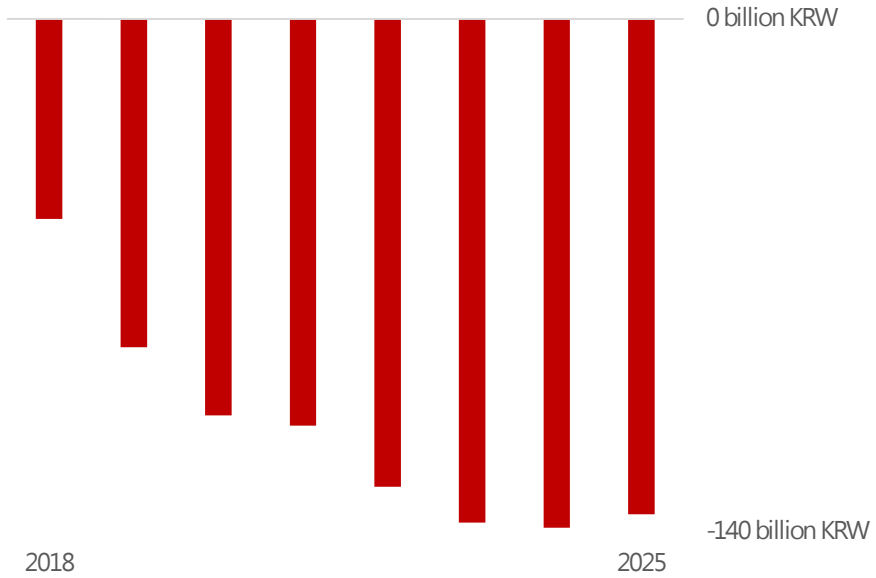
비티젠은 11년간 순손실 1,330억 원, 최고 영업이익률 6.9%였습니다. 컨슈머헬스 사업은 영업이익률이 12.0%였음에도 신규 자금이 배정되지 않았습니다.

1: 비티젠(옛 디엠바이오 및 에스티젠바이오) 감사보고서 2015~2025년. 분할일 2015.4.1. 이후 2015년 -80억, 2016년 -77억 원, 세후 순손익. 2: 2015년 이후 신규 출자 899억 원 중 지주회사 지분 51%(458억 원, 2018년 153억, 2020년 102억 포함) 및 2021.7. 메이지 지분 1,117,200주 매입 421억 원. 2018~2025년 사업보고서.
3: 합병 전 컨슈머헬스 2025년 영업이익률(핵심 자산 참조). 4: 비티젠 2025년 특수관계자 주석(매출 1,037억 원 중 동아에스티 777억 원).

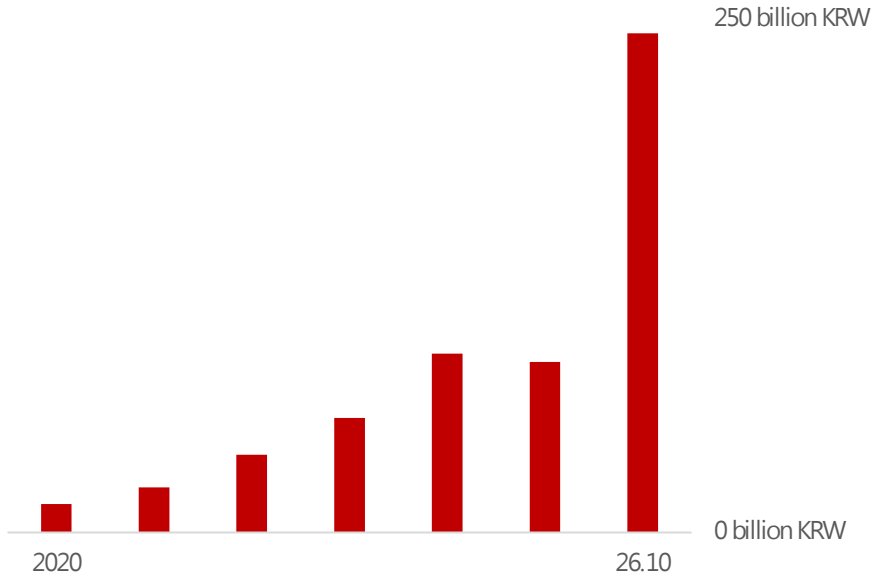
비티젠은 계열사에 주로 판매하고 재무 위험은 동아제약이 부담

- **바이오의약품 위탁생산 기업** 비티젠의 2025년 매출 75%는 동아에스티에서 발생함. 동아제약의 동아에스티 지분은 26%에 그침[1].
- 2026년 신규 계약 510억 원(비공개 글로벌 제약사 270억 원 포함). **1~9월 매출은 전년 대비 25% 감소**[1].
- **채무보증은 2020년 140억 원에서 2,430억 원으로 증가**. 2026년 2월에는 자기자본의 1.6배인 1,090억 원 증설 승인[1,2].
- 비티젠 투입액 약 880억 원과 채무보증 2,430억 원은 컨슈머헬스 2015~2025년 **잉여현금흐름 3,860억 원의 86%**[3].
- 비티젠 지분 19.6%보유자는 **공시되지 않음**. 언론은 강 회장으로 보도[4].

비티젠 누적 결손금(십억 원)[5]



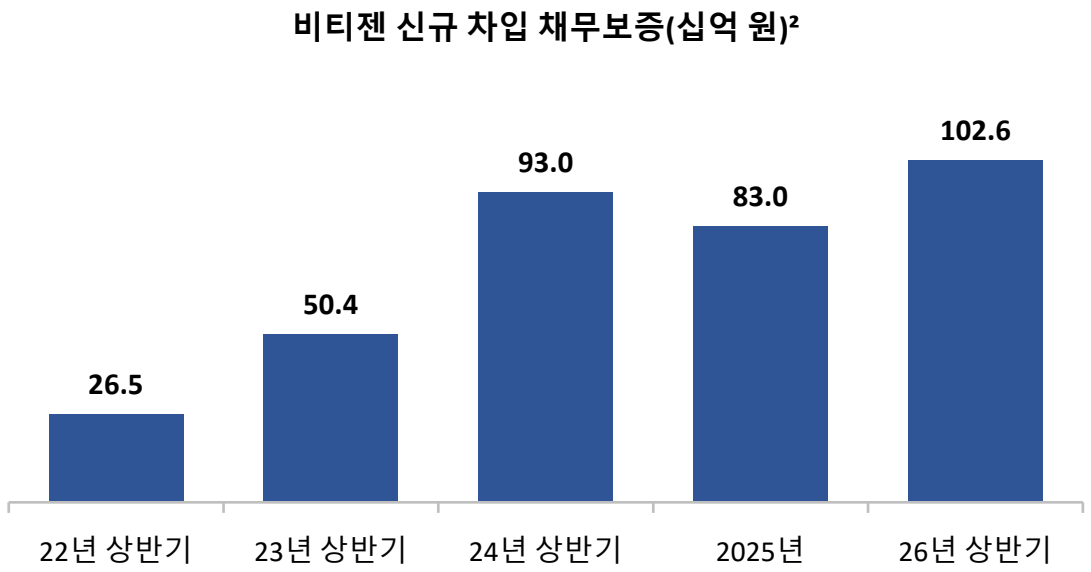
비티젠에 대한 동아제약 채무보증(십억 원)[2]



투자를 중단하라는 요구가 아니라, 컨슈머헬스 기업이 계열사에 주로 납품하는 위탁생산업체를 지원하는 이유를 묻는 것입니다.

1: 비티젠 2025년 감사보고서(매출 1,037억 원 중 동아에스티 777억 원), 2026.3.~10. 공급계약 공시, 동아제약 3분기 IR, 2026.2.25. 이사회 결의(2025년 자기자본 164%). 2: 2026년 반기보고서와 8월 추가 보증.
3: 2015~2025년 동아제약 감사 현금흐름(영업현금흐름–설비투자–리스). 4: 한국경제(2021), 이데일리(2025). 5: 비티젠 및 전신 감사보고서.

그룹 계열사 차입을 뒷받침하는 동아제약 신용도



4년간 3.9배. 비티젠은 2025년 첫 흑자를 기록했고 1,090억 원 증설을 추진한다. 2026년 8월의 추가 보증 600억 원은 2027년 만기 채무 차환용².

아벤종합건설 서이천 사업 관련 최대 1,500억 원

외부 시행사 물류창고의 기한 내 준공에 실패하면 동아제약이 PF 대출 채무를 인수. 아벤종합건설 자기자본의 6.8배. 공정률 82%, 2027년 2월 준공 예정. 이전 약정 2건은 준공으로 종료¹.

2013년 위험 분리를 위해 지주회사 설립

현재 동아제약은 외부 고객 사업을 포함한 그룹사 차입을 신용으로 뒷받침³.

회사 측 설명

채무보증은 '예외적'이며 이해상충 방지를 위해 독립이사만으로 구성된 ESG위원회를 거친다는 입장³.

제안하는 모범 기준

계열회사에 대한 지급보증은 기대수익률이 자본비용을 상회하는 경우에만 제공하고, 각 지급보증 건별로 그 근거를 주주들에게 설명.

모든 주주를 보호하려면 채무보증 기준과 공시가 명확해야 합니다. 자본비용을 기준으로 타당성을 평가할 것을 요구하는 이유입니다.

1: 블로터(2026.11.3.), 2026년 반기보고서. 조건부 채무인수 한도 1,500억 원, 아벤종합건설 자기자본 220억 원, 도급액 945억 원, 6월 말 PF 대출 1,010억 원. 9월 공정률 82%, 2027.2. 준공 예상. 책임준공 약정은 2024년 말 3건 2,720억 원, 2025년 말 1건 1,500억 원. 2: 블로터 인용, 신규 차입 보증만 집계(2015년 분할 연대채무 제외). 비티젠 전체 보증 액면 2,430억 원(2026.8.13. 공시).
3: 블로터(2026.11.3.) 동아제약 관계자 발언, 비티젠 2025년 감사재무제표.

목차

핵심 요약

동아제약의 핵심 자산

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

저평가의 원인: 지배구조

주주사들이 실천하는 지배구조 기준

- 주주사들의 기준 45
- 의결권 행사 46
- 이사회 구성 47

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

동아제약의 성장 가능성

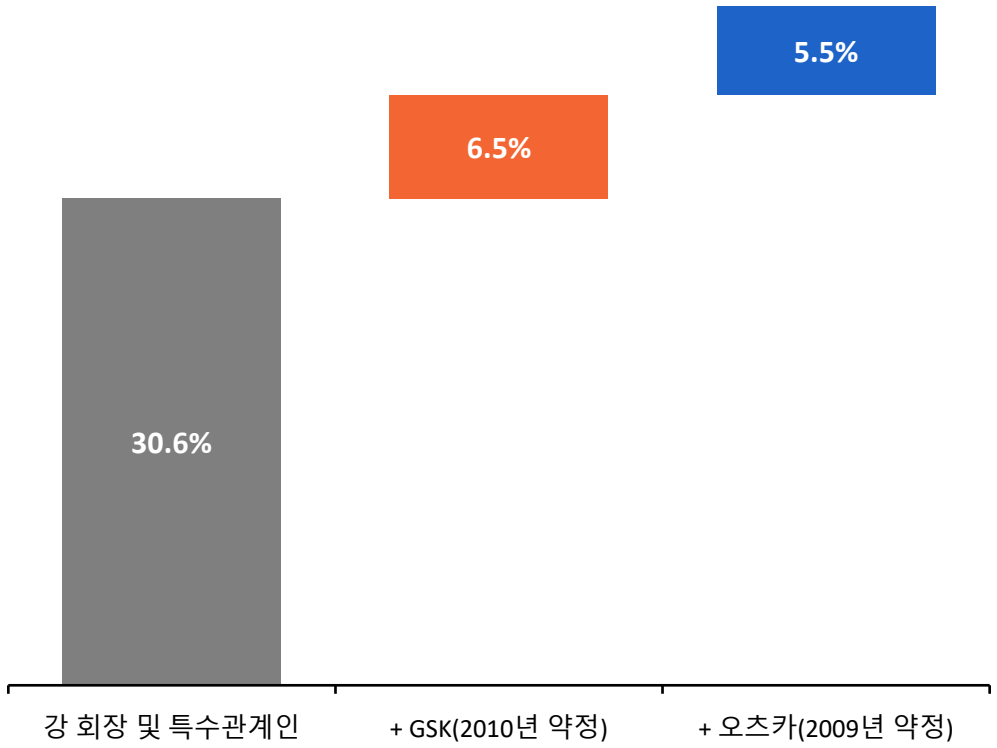
동아제약 주주사 GSK와 오츠카가 실천하는 지배구조 기준

	GSK(동아제약 지분 6.46%)	오츠카(동아제약 지분 5.53%)	동아제약
경영 책임자에 대한 주주 표결	비상임 의장과 CEO 분리. 모든 이사가 매년 선임 표결을 거치며 2026년 모두 98% 이상 찬성[1].	창업가 일가의 오츠카 이치로 회장은 등기이사로 매년 주주 표결을 거쳐 재선임(2026년 3월)[2].	강 회장은 미등기임원으로 주주총회에서 선임 절차를 거치지 않았으며 이사회에도 참여하지 않음. 구성원과 권한이 공개되지 않은 동아쏘시오위원회 위원장[4].
사업을 경영해 본 독립이사	전 BMS CFO, 소니그룹 의장, 필립스 CEO[1].	전 메릴린치 일본 대표, 전 이토추 식품부문 사장[2].	회계, 법률, 학계 전문성은 있지만 사업 경영 경험은 없음.
보수에 대한 주주 표결	보수보고서(2026년 찬성 96.7%)와 보수정책(99.0%)에 대한 표결[1].	주주가 현금 보수와 조건부 주식보수 한도를 승인(2010, 2024)[2].	2025년 강 회장 보수 23억 원은 전체 이사 보수한도 20억 원을 웃돌며 해당 한도도 적용되지 않음[4].
주주 수익률에 연동한 보상	CEO 성과주식은 급여의 최대 800%, 추가 보유기간 2년. 급여의 725% 상당 주식 보유 의무와 환수 조항[1].	이사 보수 약 절반이 조건부 주식. EPS, TOPIX 대비 총수익률, 현금흐름, WACC 초과 ROIC에 연동. 환수 조항 적용, 독립이사는 고정급만 지급[2].	강 회장 보수의 82%는 고정급. 이사와 임원 주식보상 없음[4].
투자 판단 기준	공개된 자본배분 원칙: 투자 우선, 점진적 배당 확대. 2025년 배당 26억 파운드, 자사주 매입 14억 파운드[3].	2028년 ROIC 9.5% 이상 목표. 매년 모든 보유 지분의 수익률을 자본비용과 비교[2].	최소 요구수익률과 투자 후 평가 기준 없음. 2023년 이후 자본배분 안건 27건 모두 반대 없이 승인[4].

GSK와 오츠카는 지분 약 12%의 의결권을 강 회장과 함께 행사합니다. 동아제약의 지배구조가 두 회사 기준에 못 미칠 이유가 없습니다.

1: GSK 2025년 연차보고서(지배구조 및 보수, 2026.3.4.), 주총 결과(5.6.), 이사 발표(7.9., 로이 야콥스). 2: 오츠카홀딩스 지배구조 보고서(2026.4.6.), 제18회 정기주총 통지(3.5.), 2026 통합보고서. 3: GSK 자본배분 체계(연차보고서 83쪽), 보수정책(5.6.). 오츠카 제4차 중기계획(2024~2028) 및 임원보수 공시. 4: 동아제약 2025년 사업보고서, 2026년 반기보고서 및 이사회 의사록(2023~2026년 상반기, 28~29쪽). 글락소그룹 6.46%, 오츠카 합산 5.53%(강 회장 측 대량보유보고서).

GSK와 오츠카의 의결권이 갖는 의미



종료 기한 없는 의결권 공동행사 약정

글락소그룹(6.46%)은 2010.5.11., 오츠카(5.53%)는 2009.3.23. 강 회장 일가와 약정 체결. 강 회장 측 대량보유보고서마다 기재[1].

두 주주 제외 시 강 회장 측 30.6%

포함 시 강 회장 측 공동행사 의결권 42.5%.

오츠카의 투자 판단 기준

오츠카 이사회는 매년 그룹 보유 지분의 수익률과 자본비용을 비교하고 기업가치에 기여하지 않는 안건에 반대할 수 있음[2]. 2013년 이후 동아제약 +2%, 코스피 +239%[3].

GSK의 기준

GSK는 투자기업에도 동일한 윤리 기준을 기대하며 뇌물에는 무관용 원칙을 적용함[4].

두 회사가 명문화한 지분 보유 기준에 따라 동아제약 의결권도 독립적으로 행사해야 한다는 것이 저희 입장입니다.

1: 강정석 외 대량보유보고서(주식 관련 계약). 2: 오츠카홀딩스 지배구조 보고서(2026.4.6.) 원칙 1.4 및 지배구조 지침 4. 오츠카 및 계열사에 적용.
3: 블룸버그 배당 재투자 총수익률(2013.4.8.~2026.11.6.). 4: GSK 'Working with Third Parties'(2025.8.) 및 부속서 A 반부패 원칙.

글로벌 기업 이사회에는 경영 및 자본배분 경험자가 참여하나, 동아제약에는 없음

GSK

엘리자베스 맥키	**얀센**: 감염병 및 백신, 면역학 및 종양학 부문 글로벌 부사장 겸 사업 책임자
웬디 베커	**잭 윌스** CEO, **보다폰** 그룹 마케팅총괄, **맥킨지** 파트너
로이 야콥스	**필립스**: 2010년 입사 후 글로벌 경영진을 거쳐 2022년 CEO 취임.
지니 리 박사	**트랜슬레이트바이오** 및 **풀크럼 테라퓨틱스** 공동창업자
비샬 시카 박사	**인포시스** 전 CEO, **SAP** 전 최고기술책임자 및 경영이사회 이사

켄뷰

래리 멀로	**CVS헬스** 사장 겸 CEO(2011~2021)
리처드 E. 앨리슨 주니어	**도미노피자** CEO(2018~2022)
시만티니 고드볼레	**로우스** 수석부사장 겸 최고디지털정보책임자
멜러니 L. 힐리	**P&G** 그룹 사장(2007~2015)
베치 D. 홀든	**크래프트푸즈** 전 공동 CEO

오츠카홀딩스

아오키 요시히사	**이토추**: 1974년 입사, 2003년 집행임원, 2009년 상무집행임원 겸 **식품부문** 사장, 2010년 이사 겸 전무집행임원 및 **식품부문** 사장.
미타 마요	**미쓰비시UFJ모건스탠리증권**: 2013년 투자은행 헬스케어 부문 선임고문.
세구치 지로	**메릴린치 일본증권**: 1999년 입사, 2010년 및 2016년 대표이사 사장. **뱅크오브아메리카** 일본 대표 겸임, 2013년 아태 기업금융 및 투자은행 총괄, 2019년 아태 공동대표, 2023년 아태 선임고문.

킴벌리클라크

존 W. 컬버	**스타벅스** 북미 그룹 사장 겸 COO(2021~2022)
딥타 칸나	**필립스** 수석부사장 겸 퍼스널헬스 사업총괄(2020~)
S. 토드 매클린	**JP모건체이스** 상업 및 소비자금융 회장(2013~2016)
디어드리 A. 말런	**디아지오** CFO(2010~2015), 이후 북미 사장
셰릴린 S. 매코이	**에이본** CEO(2012~2018), **존슨앤드존슨** 전 부회장(2011~2012)

GSK, 오츠카, 켄뷰, 킴벌리클라크는 CEO, CFO 및 사업 경험을 갖춘 인사들을 독립이사로 선임합니다.

사업 경영과 자본배분 경험을 갖춘 독립이사의 일부 사례.
자료: GSK 경영진, 오츠카홀딩스 이사회, 켄뷰 이사회 웹페이지, 킴벌리클라크 주주총회 위임장 자료(Schedule 14A).

목차

핵심 요약

동아제약의 핵심 자산

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

저평가의 원인: 지배구조

주주사들이 실천하는 지배구조 기준

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

- 한국의 지배구조 제도 변화 49
- 동아제약의 개선 방향 50
- 5대 제안 51~52
- 2027년 3월 주주 표결 53

동아제약의 성장 가능성

달라진 한국의 지배구조 기준, 동아제약이 앞장설 기회

제도 변화	기대되는 조치	동아제약 현황	이행 현황
총주주 이익 보호 의무(2025년 상법 제382조의3)	이사는 총주주의 이익을 보호하고 모든 주주를 공평하게 대우해야 함.	2023년 이후 자본배분 안건 27건 모두 반대 없이 가결. 이사회가 총주주에 대한 의무를 어떻게 이행하는지에 관한 방침·공시 미흡.	
임원 적격성(지배구조 보고서 핵심 지표)	기업가치 훼손 또는 주주권익 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책.	2025년 및 2026년 보고서에 'X' 표시. 강 회장은 유죄 확정 후 2023년 복귀.	
자사주	자사주는 소각되어야 함	자사주 소각 의무화 법안이 2026.2.25. 국회를 통과하기 전인 1~2월에 자사주 100,718주 전량을 우리사주조합에 107억 원에 매각. 해당 지분 포함 시 강 회장 측과 조합 합계 51.07%, 제외 시 49.57%.	
집중투표제	소수주주가 지지하는 이사 후보의 선임 가능성을 높이는 제도. 자산 2조 원 이상 상장회사는 의무 적용, 그 밖의 회사도 자율적으로 도입 가능.	동아제약은 의무 대상이 아니며 2026년 3월 주총에서 집중투표 배제를 유지.	
기업가치 제고 계획	거래소는 상장사에 수익률, 기업가치, 주주환원 목표 공개를 요청.	미공시. 2026년 지배구조 보고서에도 미공시로 기재.	
주주총회	전자적 참여. 대규모 회사는 2027년부터 의무.	동아제약은 의무 대상이 아니며 2027년 1월부터 대면 개최하도록 정관 개정.	
주주환원	자본비용을 충당할 수 없는 자금은 주주에게 환원.	2024~2026년 정책: 잉여현금흐름 50% 환원, 잔여분 자사주 매입 가능. 2020년 이후 매입 없음.	
독립이사	이사회 구성원의 3분의 1 이상.	이사 7명 중 독립이사 4명. 사업 경영이나 자본배분 경험은 없음.	
감사위원 선임 3% 룰	감사위원 선임 시 최대주주 측 의결권을 3%로 제한.	2026년 3월 주총에서 출석 의결권 80.9% 찬성으로 채택.	

동아제약은 9개 항목 중 1개만을 전면 도입했습니다. 나머지 항목까지 도입한다면 새롭게 정립되고 있는 지배구조 기준을 선도할 기회입니다.

자료: 2025~2026년 개정 상법, 동아쏘시오홀딩스 지배구조 보고서(2026.5.29.), 자사주 처분 공시(1.16., 2.12.), 대량보유보고서(9.2., 42.54%) 및 조합 지분 8.53%(100,718주 제외 시 7.03%), 3월 정기주총 소집공고 및 결과. 2025년 사업보고서(별도 자산 9,705억 원). 2026.10.28.까지의 DART 공시. 이행 평가는 터톤 캐피탈 판단. 세부 공시 번호는 별도 엑셀 참조.

동아제약이 지향해야 할 바람직한 지배구조

	현재 동아제약	기업지배구조가 개선된 동아제약
강정석 회장	미등기임원으로 주주총회에서 선임 절차를 거치지 않음. 2025년 보수 23억 원은 전체 이사 보수한도 20억 원을 초과.	주주총회에서 선임한 등기이사로, 주주들이 승인한 보수한도 내에서 보수 지급.
독립이사	회계사 2명, 법률가 및 약학 교수 각 1명. 사업 경영 경험자는 없음.	브랜드 해외 진출을 이끌 글로벌 컨슈머헬스 및 자본배분 경험자 영입.
비티젠	동아에스티에 납품하는 위탁생산업체. 보증 2,430억 원, 증설 1,090억 원. 언론 보도상 나머지 지분 19.6%는 강 회장 보유.	독립 검토 후 매각 또는 주 고객사인 동아에스티로 이관 검토. 그 전까지 신규 자금 및 보증 보류.
자사주 매입	2017년 이후 매년 PBR 1배 미만. 매입은 2020년 한 차례.	주가가 주당순자산보다 낮을 때 자사주 매입 후 소각.
자본배분	수입배당금의 80%를 지주회사에 유보. 공개된 계획 없음.	자본비용을 웃도는 수익을 낼 투자처가 없다면 연간 최소 500억 원을 주주에게 환원하는 계획 공개. 주당 약 7,400원(현 배당금 1,700원).
자사주	2026년 소각 관련 법안 통과 수주 전 자사주 100,718주 전량을 우리사주조합에 매각. 매입 자금 75억 원은 동아제약이 대여.	소각.
의결권 공동행사 약정	2009~2010년부터 GSK 및 오츠카와 강 회장 측 의결권 공동행사. 구체적 조건 미공개.	약정 조건을 전부 공개하거나 약정을 종료하고 각 주주가 독립적으로 의결권 행사.
보수	강 회장 보수 82%가 고정급. 주식보상 없음.	자본비용 초과 수익과 주주 수익률에 따라 권리가 확정되는 양도제한조건부주식 지급. 성과급 환수 제도 및 이사의 자사 주식 보유 의무 도입
공시	기업가치 제고 계획 미공시, 집중투표 배제.	수익률과 환원 목표를 담은 기업가치 제고 계획, 집중투표제 도입.

이를 위해 기존 사업을 변경할 필요는 없습니다. 이사회가 모든 주주에 대한 충실의무를 다하면 됩니다.

현황: 2025년 사업보고서, 지배구조 보고서(2026.5.29.), 채무보증 및 자사주 공시, 강정석 외 대량보유보고서, 한국경제(2021), 이데일리(2025), 블룸버그 PBR.
개선안: 터톤 캐피탈의 2026.10.12. 및 10.26. 서한.

제안 1~2: 회장의 책임성 강화와 이사회의 경영 전문성 확보

1

강 회장을 주주총회 이사 선임 안건에 포함

그룹에 대해 사실상 지배력을 행사하는 만큼, 주주총회에서 이사로 선임되어 이사로서의 법적 의무와 책임을 부담하고, 주주총회에서 승인한 이사 보수한도 내에서 보수를 지급받도록 하는 방안.

시점: 2027년 3월 정기주총에 후보로 추천하거나, 2027년 보수한도에 강 회장 보수를 포함해 승인.

2

해외 소비재 브랜드 육성 경험이 있는 이사 선임

독립이사 4명(회계사 2명, 법률가·약학 교수 각 1명) 모두 사업 경영·자본배분 경험이 없고, 사내이사 3명은 모두 그룹 출신. GSK는 필립스·소니, 오츠카는 이토추 식품부문 경영진 출신을 이사로 선임. 동아제약에도 해외 소비재 브랜드 육성과 대규모 자본배분 경험을 갖춘 독립이사가 최소 1명 필요.

시점: 2027년 3월 정기주총에서 이사 2명 임기 만료.

동아제약을 이끄는 경영진에 대해 주주들이 선임권을 행사할 수 있어야 하고, 이사회에는 기업을 성장시키고 직접 경영한 경험자가 참여해야 합니다.

제안 3~5: 투자 심사, 주주환원, 성과연동 보상

3

자본비용 기준 투자 심사

모든 신규 투자·채무보증·증자의 기대수익률이 자본비용을 상회하는지 독립이사가 검증 . 비티젠은 독립적인 검토가 완료될 때까지 추가 자금 ·채무보증 제공 중단.

시점: 주주총회 전 이사회 결의.

4

자본비용 기준을 충족하지 못하는 자금은 주주에게 환원: 자본배분 계획 수립

자본비용을 상회하는 수익을 창출할 투자처가 없다면 연간 최소 500억 원을 주주에게 환원. 주당 약 7,400원으로, 2025년 주당배당금은 1,700원. 주가가 주당순자산을 하회하면 자사주 매입·소각, 상회하면 배당.

시점: 주주총회 전 2026년 실적과 함께 계획 공개.

5

이사 및 경영진 보수를 주주 수익과 연계

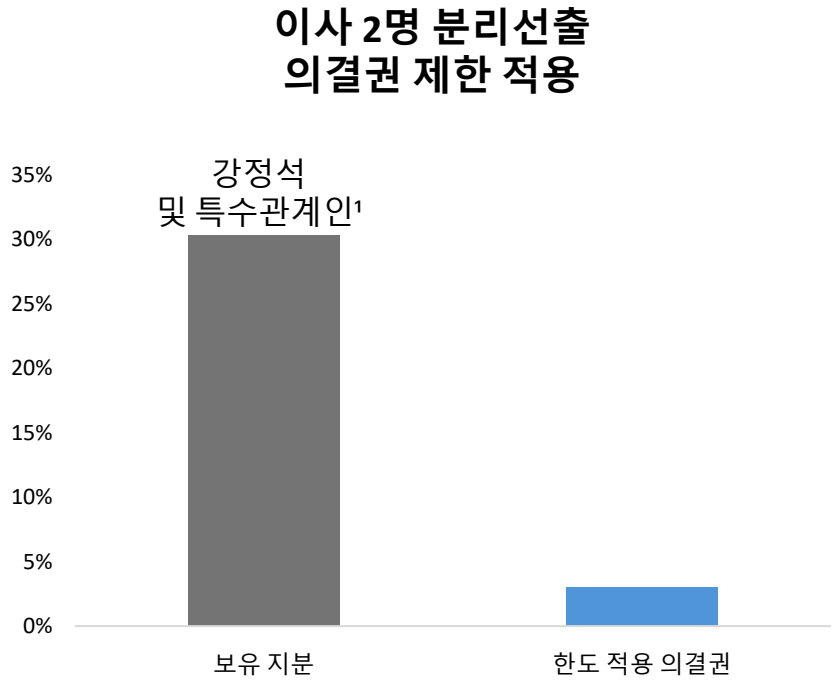
우리사주조합(8.5%), 국민연금(9.5%), 그 외 모든 주주는 동아제약의 수익률만큼 수익을 얻음. 이사·경영진의 보수도 같은 방식으로 지급. 자본비용 초과 수익과 총주주수익률에 따라 권리가 확정되는 양도제한조건부주식 지급. 성과급 환수 제도와 이사의 자사 주식 보유 의무 도입

시점: 2027년 3월 정기주총에서 이사 보수한도와 함께 승인.

자본비용을 상회하는 수익을 창출할 수 있는 사업에 투자하고, 나머지 자금은 주주에게 환원하며, 경영진 보수를 우리사주조합원·국민연금 가입자·전체 주주의 이익과 연계해야 합니다.

500억 원=시가총액의 8.6%(2026.11.6. 종가 86,200원, 시가총액 5,800억 원). 6,729,857주 기준 주당 약 7,400원. 우리사주조합 8.53%(반기보고서), 국민연금 9.45%(2026.10.2. 공시).

2027년 3월 이사 선임에서 소수주주의 의결권 영향력 확대



동아제약 이사회[2]

이사		역할 및 경력	임기 만료
김민영	사내이사	대표이사 사장	2027년 8월
고승현	사내이사	최고재무책임자	2027년 3월
이대우	사내이사	경영기획실장	2029년 3월
권경배	독립이사 **(분리선출)**	의장, 공인회계사	2027년 3월
권세원	독립이사	회계학 교수	2028년 3월
정영진	독립이사 (**분리선출**)	법률가	2029년 3월
진영원	독립이사	약학 교수	2029년 3월

[3]

저희는 이사회의 변화를 지원하고자 합니다. 지배구조 개선이 지연된다면 소수주주의 표결이 중요한 역할을 할 것입니다.

1, 2: 동아쏘시오홀딩스 2025년 사업보고서. 3: 상법 제542조의12 제2항 및 2026년 정기주총 승인 정관 변경(제2-2호 의안).

목차

핵심 요약

동아제약의 핵심 자산

사업 경쟁력에 못 미치는 기업가치

저평가의 원인: 지배구조

주주사들이 실천하는 지배구조 기준

2027년 3월 정기주주총회까지 이행할 5대 제안

동아제약의 성장 가능성

- 한국 경제에 중요한 이유 55
- 가치 제고 가능성 56~57
- 향후 일정 58

한국 경제에 중요한 이유

국민연금 가입자와 임직원

- 국민연금(9.45%)과 우리사주조합(8.53%)의 동아제약 지분은 합계 약 18%.
- 저평가 해소 시 이들의 자산가치 약 2,120억 원 증가[1].
- 모든 주주를 위한 경영은 회사 주식을 보유한 임직원에게도 이익.

글로벌 주주사

- GSK와 오츠카는 동아제약 지분 약 12%를 보유하고 자사 이사회에 글로벌 기준을 적용[2].
- 양사 의장은 선임 표결을 거치며 경영진 주식보수는 수익과 연동되고 투자는 자본비용 기준으로 심사.
- 동아제약에도 같은 기준을 적용 가능.

한국 기업의 경쟁력

- 한국 기업도 글로벌 기업과 같은 기준을 통해 잠재력을 실현 가능.
- 수익률 개선은 동아제약의 혁신, 해외 브랜드 육성, 핵심 사업 강화에 쓸 자금을 늘림.
- 다섯 가지 개선안은 이를 위한 기반.

2,120억 원
국민연금과 우리사주조합 지분가치 증가분

12%
글로벌 주주사 GSK와 오츠카의 합산 지분

3배
현재 주가 대비 추산 자산가치

동아제약의 지배구조 개선은 국민연금 가입자, 임직원, 글로벌 파트너사와 한국 경제 모두에 도움이 됩니다.

1: 국민연금 대량보유보고서(2026.10.2., 636,362주), 2026년 반기보고서(조합 574,056주). 1,210,418주×(261,200원−86,200원). 2: 글락소그룹 6.46%, 오츠카 합계 5.53%(강 회장 측 공시), GSK 2025년 연차보고서, 오츠카 지배구조 보고서(2026.4.6.).

지배구조 개선 시 동국제약 수준의 가치평가 가능

현재 시장이 보는 동아제약

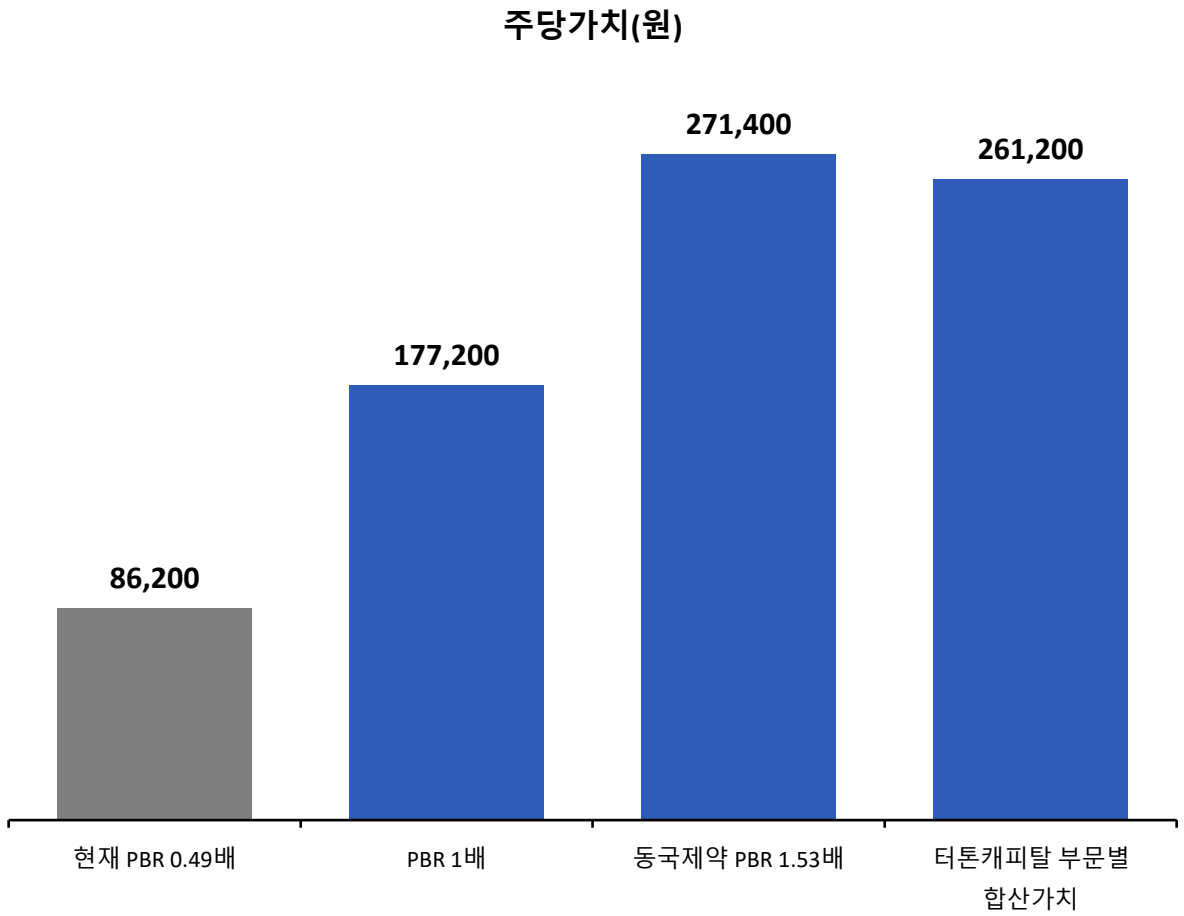
지배력 유지가 중심인 지주회사. 현금이 지주회사에 남아 특수관계인과 관련된 바이오 사업에 쓰임. PBR 0.49배, PER 6.8배로 유보 자금을 충분히 평가받지 못함.

지배구조 개선 후 기대하는 평가

박카스의 현금 창출력, 동국제약처럼 성장할 더마 사업, 세계적인 올리고 제조사 지분을 모든 주주를 위해 운용. 자본비용을 충당하기 어려운 자금은 환원. 동국제약 수준의 평가라면 PBR 1.53배, PER 14배.

주당가치로 환산하면

PBR 1배 기준 177,200원(현재의 2.1배), 동국제약 PBR 적용 시 271,400원. 터톤캐피탈의 부문별 합산가치 261,200원에 근접.

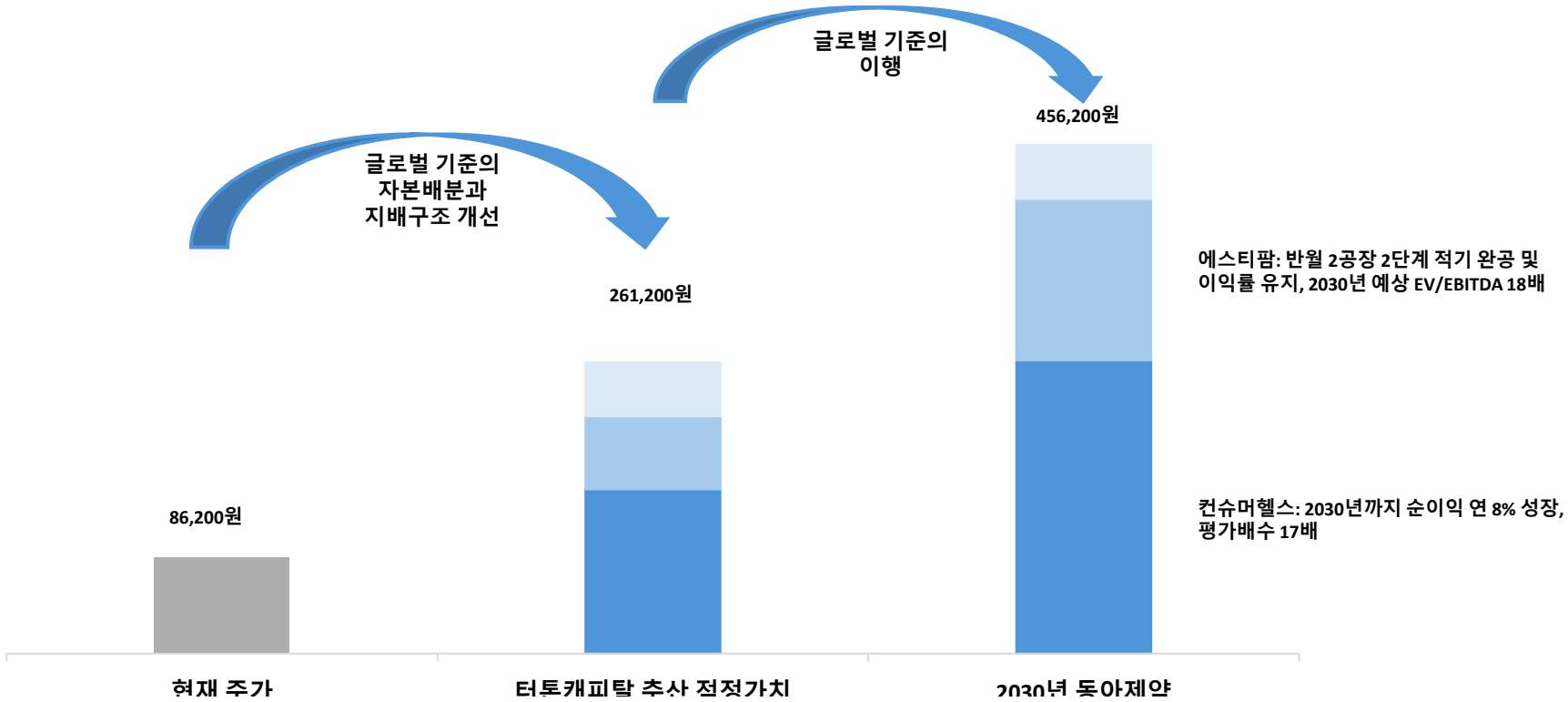


86,200원과 261,200원 사이의 격차는 보유 자산 자체보다 동아제약의 지배구조에서 비롯된 것입니다.

주당순자산 177,224원(2026.6.30.). 동국제약 PBR 1.53배, PER 13.9배(블룸버그, 2026.11.6.). 부문별 합산가치 22쪽. 차트 원자료는 별도 엑셀 참조.

적정가치는 현 주가의 약 3배, 2030년 예시 시나리오 약 5배

- **견해:** 장기 주주로서 국내외 성장 여력이 큰 우량 자산의 가치를 믿는다.
- **비전**: 박카스의 현금 창출력, 동국제약처럼 국내외에서 성장할 수 있는 더마 및 스킨케어, 에스티팜 국내 공장에서 생산해 세계로 공급할 의약품이 성장의 축이다.
- **방향성:** 글로벌 기준의 지배구조와 자본배분이 임직원, 연금 가입자와 모든 주주에게 이익이 된다.



저희는 동아제약의 장기적인 성장 잠재력을 믿습니다. 글로벌 수준의 지배구조와 자본배분 체계를 갖춘다면 세계적인 기업으로 도약할 수 있습니다.

22쪽 적정가치 기준. 2030년 예시: 컨슈머헬스 순이익 708억 원에서 연 8% 성장, 평가배수 17배. 에스티팜 지분가치 9,750억 원(반월 2공장 2단계 적기 완공, 2030년 예상 EV/EBITDA 18배). 기타 자산과 순차입금은 현재 수준. 실적 예측이 아닌 예시이며 가정은 별도 엑셀에서 조정 가능.

요구 사항과 기한, 향후 계획

동아제약 이사회

- 회사의 현재까지 회신은 원론적인 수준에 그쳐 당사가 제시한 다섯 가지 요구 사항에 대한 실질적인 답변이 이루어지지 않음. 이에 이사회가 2026년 12월 4일까지 각 요구 사항에 대해 구체적인 설명과 근거를 포함한 서면 답변을 제공할 것을 요청.
- 강 회장을 주주총회 이사 선임 안건에 포함하거나 보수를 주주총회 승인 이사보수한도에 포함.
- 해외 소비재 브랜드 육성 경험이 있는 이사 선임.
- 자본비용 기준 적용. 비티젠 추가 지원 전 독립 검토.
- 자본비용을 상회하는 투자처가 없다면 연간 최소 500억 원을 주주에게 환원. 주가가 주당순자산을 하회하면 자사주 매입.
- 이사와 경영진 보수를 주식으로 지급하고 우리사주조합과 연금 가입자 등 주주 수익에 연동.
- 강 회장이 보유한 것으로 보도된 비티젠 지분 19.6%를 이사회가 어떻게 고려했는지 설명.

다른 주주 여러분께

- 국민연금과 우리사주조합: 2027년 3월 주주총회에 앞서 이사회와 소통하며 이러한 개선 방안을 논의해 주시기 바랍니다.
- GSK와 오츠카: 각사의 기준에 따라 독립적으로 의결권을 행사해 주시기 바랍니다.
- 국내외 투자자: 이사회에 여러분의 의견을 적극적으로 전달해 주시기 바랍니다.

2027년 3월 정기주주총회

- 감사위원 1석은 지배주주 측 의결권이 3%로 제한된 상태에서 선임됨.
- 글로벌 컨슈머헬스케어 사업과 자본배분에 대한 경험을 갖춘 독립적인 감사위원 후보가 필요함.
- 소수주주의 한 표 한 표가 중요함.

저희는 이사회와 합의에 이르기를 진심으로 바랍니다. 이사회가 행동에 나서지 않는다면 2027년 3월 주주총회에서 주주들이 판단할 것입니다.

회신 기한은 2026.12.4. 주총 관련 계획은 발표일 기준. 상법 제542조의12 및 2026년 3월 정기주총 개정 동아제약 정관.

면책 조항

본 자료는 대한민국 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 미국 증권법 또는 그 밖의 관할 법령에 따른 증권의 매수나 청약을 권유하지 않습니다. 본 자료의 어떤 내용도 관련 계약, 약정 또는 투자 결정의 근거로 삼거나 이에 의존할 수 없습니다. 터톤 캐피탈은 정보의 정확성, 진실성 또는 완전성에 관해 어떠한 진술이나 보증도 하지 않습니다. 수령인은 여기에 담긴 정보나 의견의 공정성, 정확성 또는 완전성에 의존해서는 안 됩니다. 본 자료에는 미래예측 진술이 포함될 수 있습니다. 이는 통제할 수 없는 미래 사건에 대한 가정에 근거하며 위험과 불확실성으로 인해 실제 결과가 크게 달라질 수 있습니다. 정보는 제공일 당시 상황을 기준으로 해석해야 하며, 터톤 캐피탈은 이후의 변화를 반영해 갱신할 의무를 지지 않습니다. 허가 없이 본 자료의 어떠한 부분도 분리, 복제 또는 재배포할 수 없습니다.

문의 및 의견

모든 이해관계자의 질문과 의견을 환영합니다.

주주, 임직원, 이사, 경영진, 및 협력사 등 여러분의 의견을 기다립니다.

ralbert@tertoncapital.com

터톤 캐피탈