

KOSPI | 제약과생물공학

유나이티드제약 (033270)

개량신약의 강자, 업계 최고수준의 수익성을 달성하다

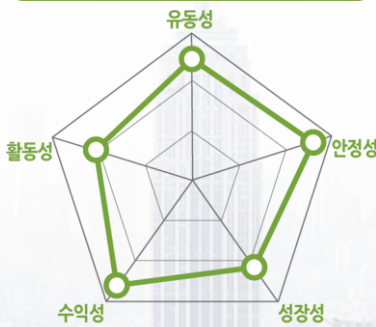
체크포인트

- 실로스탄CR, 아트맥콤비젤, 가스티인, 오메틸큐티렛까지 4개의 자체개발 개량신약 블록버스터 품목을 보유한 개량신약 중심의 제약회사
- 개량신약 매출비중 꾸준히 상승: 2022년 약 50% 수준. 2023년 하반기 항혈전/이상지질혈증 복합제 UI022/UI023 출시로 추가적인 블록버스터 제품 확보 기대되며, 2024년까지 개량신약 매출비중 약 60%까지 확대될 전망
- 업계 최고 수준의 수익성: 2022년 영업이익률 18.4% 수준으로 동종업계 평균 영업이익률 6.4% 대비 12.0%p 수준의 높은 수익성
- 밸류에이션 저평가 매력: 2023년 예상실적 기준 PER 6.7배, PBR 1.0배

주가 및 주요이벤트

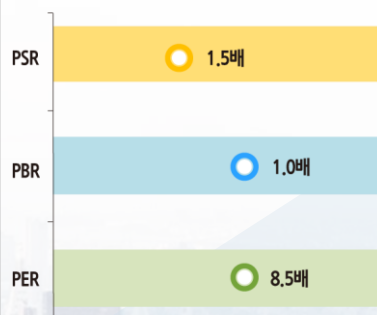


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

유나이티드제약 (033270)

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr
RA 서지원 jiwon.seo@kirs.or.kr

KOSPI
제약과생물공학

독보적인 개량신약 경쟁력

유나이티드제약은 1987년 설립된 개량신약 중심의 전문의약품 전문기업. 업계 최상위 수준의 R&D 투자비율(매출액 대비 10~12% 수준)을 집행하고 있으며, 실로스탄CR, 아트맥콤비젤, 가스티인, 오메틸큐티렛까지 4개의 자체개발 개량신약 블록버스터 품목을 포함하여 총 14개의 개량신약 및 신 제제 개선품목을 출시함. 2023년 하반기 항혈전/이상지질혈증 복합제인 UI022/UI023 출시로 추가적인 블록버스터 제품 확보 전망됨

개량신약 비중 상승에 따른 업계 최고 수준의 수익성

동사의 2022년 매출총이익률은 55.3%로 동종업계 대비 13.9%p 높은 수준이며, 판매비용은 37.0%로 동종업계 대비 1.9%p 높은 편. 자체개발/생산/판매하고 있는 개량신약 위주로 제품 포트폴리오가 구성되어 있기 때문에 타사 대비 매출총이익률이 월등하게 높음. 동사는 지속적인 신제품 출시를 통해 2022년 기준 약 50% 수준의 개량신약 비중을 2024년 약 60%까지 확대하여 매출과 이익 동반성장을 이어갈 전망

동종기업 대비 밸류에이션 저평가

현 주가는 2023년 예상실적 기준으로 PER 6.7배, PBR 1.0배 수준으로, 동종기업의 평균 밸류에이션인 PER 11.3배, PBR 1.3배 대비 저평가 구간. 동사의 주가는 성장주 중심의 시장 분위기로 인해 오랫동안 소외되었으나 2022년에 이어 2023년에도 견고한 실적 성장이 예상되는 바, 밸류에이션 저평가 매력에 부각될 수 있을 것으로 전망됨

Forecast earnings & Valuation

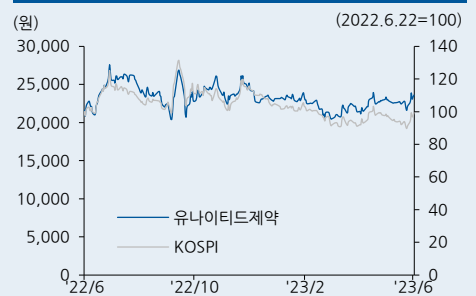
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	2,213	2,159	2,210	2,625	2,898
YoY(%)	4.4	-2.4	2.4	18.8	10.4
영업이익(억원)	345	401	332	482	547
OP 마진(%)	15.6	18.6	15.0	18.4	18.9
지배주주순이익(억원)	309	266	286	453	574
EPS(원)	1,907	1,639	1,764	2,787	3,534
YoY(%)	-2.4	-14.0	7.6	58.0	26.8
PER(배)	9.6	40.5	26.8	8.2	6.7
PSR(배)	1.3	5.0	3.5	1.4	1.3
EV/EBIDA(배)	6.1	21.0	16.6	4.5	3.3
PBR(배)	1.2	3.9	2.6	1.1	1.0
ROE(%)	12.8	10.0	9.9	14.2	15.8
배당수익률(%)	1.8	0.5	0.8	1.8	1.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (6/23)	23,600원
52주 최고가	27,600원
52주 최저가	20,400원
KOSPI (6/23)	2,570.10p
자본금	81억원
시가총액	3,834억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	13억원
외국인지분율	6.75%
주요주주	강덕영 외 14인 37.06%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	-2.9	13.2
상대주가	1.0	-12.6	1.9

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 회사 개요

개량신약 중심의 전문의약품 전문기업

유나이티드제약은 1987년 설립된 개량신약 중심의 전문의약품 전문기업이다. 주요 제품으로는 블록버스터 개량신약인 항혈전 치료제 실로스탄CR정, 복합형 이상지질혈증 치료제 아트맥콤비젤, 기능성 소화불량 치료제 가스틴인CR정 등이 있다.

2022년 매출액 2,625억원 기준, 약 200여개의 제품을 생산하고 있으며, 제품군별 매출비중은 순환기계 52.7%, 소화기계 19.5%, 항생제 10.5%, 소염진통제 6.8%, 기타 10.6%, 주요제품별 매출비중은 실로스탄 15.1%, 아트맥콤비젤 8.3%, 가스틴인 7.6%, 오메틸큐티렛 4.6%, 라베듀오 2.7% 등이다.

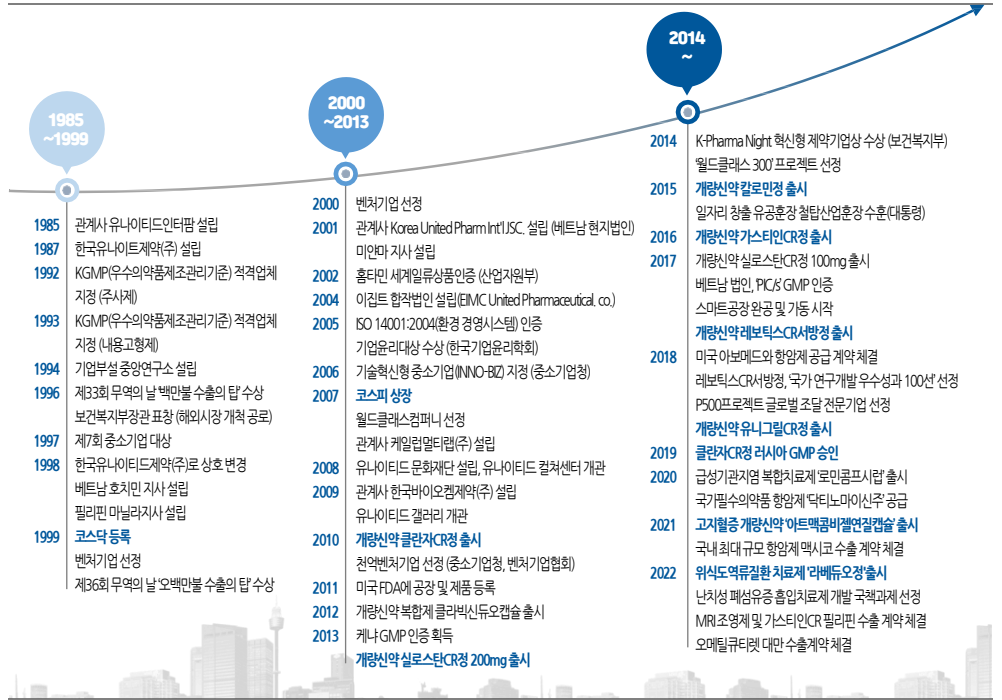
수출비중은 매출대비 약 9.5%로 전세계 40여개국에 항암제, 항생제, 개량신약, 비타민제 등의 완제의약품을 수출하고 있으며 베트남, 필리핀, 미얀마, 인도네시아, 태국 지사 및 베트남 현지 공장 법인을 보유하고 있다.

동사는 업계 최상위 수준의 R&D 투자비율(매출액 대비 11% 내외의 연구개발비 투자)을 집행하고 있으며, 현재까지 총 14개의 개량신약 및 신 제제 개선품목을 출시하였다.

또한 1992년 KGMP 적격업체로 지정된 이후 지속적인 투자를 통해 최신 설비 및 장비를 구축하여 우수한 품질의 의약품을 생산하고 있다. 주요 생산시설로 세종1공장은 개량신약을 포함한 고형제제 및 주사제를 생산하고 있으며 2017년에는 고형제 스마트 공장을 준공하여 최첨단 자동화 시스템 구축을 통해 높은 생산성 및 우수한 품질의 의약품을 제조하고 있다. 세종2공장은 고부가 가치의 항암제 및 흡입제 제품을 생산하고 있다.

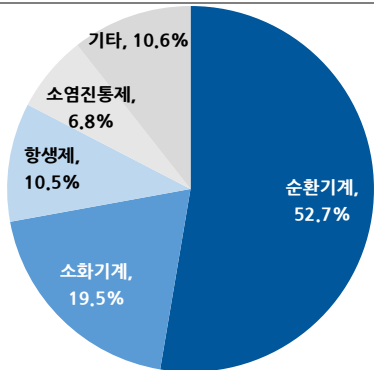
동사는 1999년 코스닥 시장에 상장하였으며, 2007년 유가증권시장으로 이전상장하였다. 2023년 3월말 기준 주요 주주는 강덕형 대표이사(25.8%)로, 최대주주 및 특수관계인이 37.1%의 지분을 보유하고 있다.

회사 연혁



자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

제품군별 매출비중(2022년 기준)



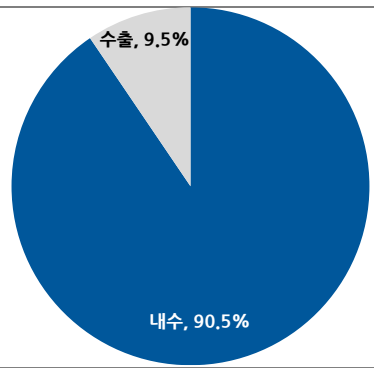
자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요제품 매출추이

품목	적응증	2019	2020	2021	2022	2023.1Q
실로스탄 CR	항혈전제	358	372	376	395	98
아트맥콤비젤	복합형 이상지질혈증			77	218	70
가스티인 CR	기능성 소화불량	182	193	190	188	45
오메틸큐렛	고중성지방혈증	1	35	94	122	32
라베두오정	소화성궤양용제				70	27
기타 개량신약		151	138	128	181	43
합계		692	738	865	1,174	315

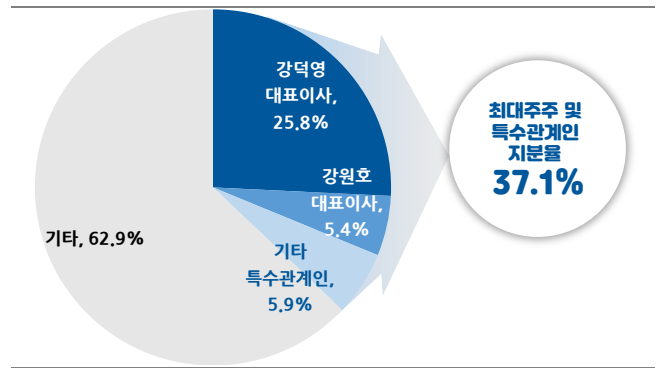
자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

내수/수출 비중(2022년 기준)



자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주현황(2023년 3월말 기준)



자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 제품



자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 주요 기술

동사는 다수의 특허 제제기술을 통해 다양한 개량신약을 개발하고 있다.

이중제어방출기술(Double-controlled Release system, CR)은 기존 약물의 방출을 조절하여 환자의 치료효과를 극대화시킬 수 있는 기술이다. 일반적인 서방성 제제에 사용되었던 수용성 고분자의 매트릭스 형태의 장점을 보유하면서, 추가적으로 장에서 별도의 제어 시스템이 작용하여 약물의 방출제어가 일정하고 정교하게 이루어지도록 조절할 수 있기 때문에 약물의 생체 내 혈중농도가 일정하게 유지되고 부작용 발현을 억제할 수 있다.

나노파티클기술(Nano-particle)은 약물의 크기를 줄여서 복약 편의성 및 복약 순응도를 높일 수 있는 기술이다. 동사는 큐티렛(Cutilet) 제형기술을 통해 크기를 혁신적으로 줄인 연질캡슐 제조 기술을 국내 최초로 허가받아 제품을 발매하였다. 큐티렛 기술은 기존의 연질캡슐 제조방식과 다르게 심리스(Seamless) 방법으로 표면에 접합부위를 없애 제제의 크기를 혁신적으로 줄였으며, 해당 기술을 적용한 오메틸큐티렛 연질캡슐은 크기가 커서 삼킴이 어려운 오메가-3를 작은 크기의 캡슐형태로 만들어서 복약 편의성을 크게 개선하였다.

콤비젤기술(CombiGel Technology)는 기존에 복합제로 만들기 어려웠던 액상제제와 고형정제의 복합제를 제조할 수 있는 동사의 독자적인 제조기술이다. 액상의 연질캡슐제 내부에 고형정제 계열 약물이 포함된 정제를 넣어 복합제제로 개발할 수 있는 기술로, 내부 정제의 경우 외부 환경과의 접촉이 원천적으로 차단되어 안정성 문제가 있는 약물의 제제화에 용이하다는 장점이 있으며, 층간 코팅(barrier coating)을 통해 내부 정제와 액상층과의 반응을 극복할 수 있다.

이중제어방출기술(Double-controlled Release system): CR정



자료: 유나이티드제약, 한국R협의회 기업리서치센터

심리스 방법으로 제조한 큐티렛(Cutielet) 제형: 오메틸큐티렛 연질캡슐



자료: 유나이티드제약, 한국R협의회 기업리서치센터

콤비젤기술(CombiGel Technology)적용: 아트맥콤비젤 연질캡슐



자료: 유나이티드제약, 한국R협의회 기업리서치센터

 **산업 현황**

1 제네릭, 개량신약 위주의 국내 제약산업

신약의 높은 진입장벽으로 인해 개량신약, 제네릭 위주로 성장한 국내 제약산업

의약품은 크게 제조방식과 성분을 기준으로 Chemical과 Bio, 개발순서와 부가가치를 기준으로 Original(신약), Super Generic(개량신약), Generic(제네릭)으로 구분된다.

신약은 첨단기술과 장기간의 거액 투자가 요구되는 등의 매우 높은 진입장벽 하에서 개발 및 상업화의 높은 불확실성으로 인하여 다수 포트폴리오 형태의 투자방식이 요구되며, 기술과 자금력을 보유한 주요 다국적 제약사들은 '신약개발 → 블록버스터 출시 → 거액의 수익실현 → R&D 재투자'의 선순환 구조를 통하여 절대적 시장지배력을 행사하고 있다.

개량신약은 화학구조나 제제의 변경(염변경, 신규제제, 용도추가, 복합제 등)을 통하여 특허보호와 약가산정 우대로 투자 대비 효율적인 수익창출이 가능하며, 제네릭은 특허 만료된 신약의 복제약으로 저렴한 가격을 기본으로 빠른 출시와 기타 마케팅 역량 등이 주요 경쟁요소라고 할 수 있다.

국내 제약산업은 앞서 언급한 신약의 높은 진입장벽으로 인해 주로 개량신약과 제네릭을 주요 제품군으로 하고 있다. 국내제조 생산 기반을 둔 내수 완제품 중심이었으나 최근에는 여러 규제를 통해 내수시장의 성장동력이 약화되면서 많은 제약사들이 다국적 제약사와 협업을 통하여 해외시장 개척, 신약개발, 바이오 의약품 부문에 진출하면서 경쟁력을 키워가고 있다.

여러 규제에도 불구하고 국내 제약시장은 급속도로 진행되는 고령화와 만성질환의 증가 등으로 향후 견조한 성장세가 예상되고 있다. 또한 최근 신약 R&D 부분에서 좋은 성과가 이어지면서 과거 복제약 판매에서 탈피하여 글로벌 메이커로서의 성장이 기대되며 최근 각광받고 있는 바이오 의약품 분야와 기술융합을 통하여 시너지 효과를 거둘 수 있을 것으로 전망된다.

의약품의 구분

구분	개발순서와 부가가치		
	Original	Super Generic	Generic
제조방식과	Chemical		
성분	Bio		
	신약	개량신약	복제약(copy)
	바이오신약(Biologics)	바이오베터(Biobetter)	바이오시밀러(Biosimilar)

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

신약 vs 개량신약 vs 복제약

구분	시험항목	개발기간	개발비용	특허기간	장점	단점
신약	독성시험, 임상 I, II, III	10-20년	5-10억불	10-15년	장기 독점	거액의 투자비, 높은 불확실성
개량신약	독성시험 일부, 비교임상, 생동	3-5년	10-40억원	3-7년	적은 투자로 독점 가능	특허분쟁
복제약	생동시험	2-3년	2-5억원	-	저비용	경쟁과다

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

2 개량신약 시장 현황

개량신약이란

기존 의약품에 비해

개량되었거나 의약기술에 있어

진보성이 있다고 인정되는

의약품을 의미

식품의약품안전처에 따르면 개량신약이란 안전성, 유효성, 유용성 등에 있어 기존의 의약품에 비해 개량되었거나 의약기술에 있어 진보성이 있다고 인정되는 의약품을 의미한다. 안전성, 유효성, 유용성, 진보성의 판단 기준으로 1) 유효성분의 종류 또는 배합비율이 다른 경우, 2) 유효성분은 동일하나 투여경로가 다른 경우, 3) 유효성분 및 투여경로는 동일하나 명백하게 다른 효능·효과를 추가한 경우, 4) 유효성분 및 투여경로는 동일하나 제제개선을 통해 제형, 함량 또는 용법·용량이 다른 경우가 있다. 이에 해당할 시 적합한 임상시험결과 보고서를 제출해 허가를 받아야 개량신약으로 인정된다.

한국수출입은행에 따르면 전세계 개량신약 시장 규모는 2021년 1조 4,049억 달러로 추정되며 2025년까지 연평균 6%로 성장하여 1조 7,737억달러를 기록할 것으로 전망된다. 국내 시장의 경우 식품의약품안전평가원에 따르면 개량신약 시장 규모는 2021년 6,651억원으로 추정되며, 2025년까지 연평균 18%로 성장하여 1조 2,743억원에 달할 것으로 보인다.

개량신약의 경우 많은 연구개발비용과 오랜 기간이 소요되는 신약개발과 달리 비교적 짧은 시간과 적은 투자로도 개발이 가능하기 때문에 오리지널 중심의 회사들이 특허기간을 연장해 실질적인 제품의 수명을 연장시키는 전략으로 사용하거나, 제네릭 위주 제약회사들이 조기에 제품을 출시할 목적으로 사용되고 있다. 또한 품목마다 차이는 있지만 일반적으로 개량신약의 경우 약가 보전과 생산비용 측면에서 경쟁력이 있어 고마진이 가능하며 R&D를 통해 기술력 등을 확보할 수 있기 때문에 연구 및 제품화가 활발하게 진행되고 있다.

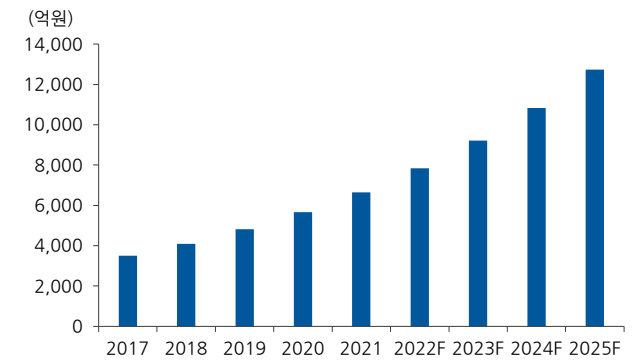
국내에서는 2003년 '의약품 안전성, 유효성 심사기준'이 개정되면서 개량신약에 대한 허가절차가 이전보다 명확해졌고, 2008년 식품의약품안전처에서 개량신약 제도를 도입하면서 폭넓은 개량신약에 대한 연구 및 제품화가 활발하게 진행되고 있다. 개량신약 제도가 국내 처음 도입되었을 때에는 국내 제약산업 육성을 위해 임상약리시험자료(생체이용률 비교)로 안전성, 유효성을 입증한 단순 염변경인 경우에도 개량신약으로 인정되었다. 하지만 국내 제약산업이 지속적인 연구 개발로 선진국 수준으로 도약함에 따라 개량신약 검토 기준도 더욱 엄격해지고 있다.

국내 개량신약 제도 도입 이후인 2009년부터 2021년까지 총 125품목의 개량신약이 허가되었다. 유형별로 보면 새로운 조성 복합제(다른 유효성분의 종류 또는 배합비율)는 75품목으로 전체 허가 받은 개량신약 중 60%를 차지하고 있으며, 제제개선(동일 투여경로)은 34품목으로 27.2%, 새로운 염 또는 이성체, 새로운 효능 및 효과(동일

유효성분, 투여경로), 새로운 투여경로(동일 유효성분)이 각각 5.6%, 3.2%, 4%를 차지하고 있다.

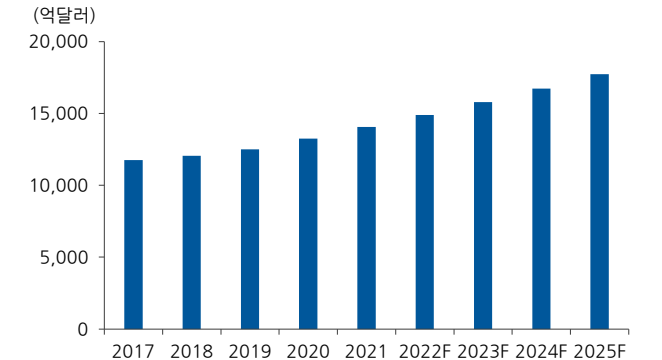
약효군별로 보았을 때 순환계용약(혈압강하제, 동맥경화용제)이 전체의 약 40%로 가장 많은 허가를 받았으며, 대사성의약품(당뇨병용제 등)이 25품목으로 전체의 약 20%를 차지하고 있다. 그 외 중추신경계, 알레르기, 소화기관 등이 나머지를 차지하고 있다. 국내의 경우 고령화 사회 진입과 더불어 만성질환 유병률이 증가하고 있는데, 이에 따라 만성질환 치료제(고혈압, 고지혈증 및 당뇨병)를 중심으로 약효군 개발이 활성화되고 있다. 또한 여러 종류의 약을 한번에 복용할 수 있도록 투여 횟수를 줄이는 등 유용성 개선 목적으로의 개량신약에 대한 개발과 수요가 높아지고 있다.

국내 개량신약 시장 규모 추이 및 전망



자료: 식품의약품안전평가원, 한국R협의회 기업리서치센터

전세계 개량신약 시장 규모 추이 및 전망



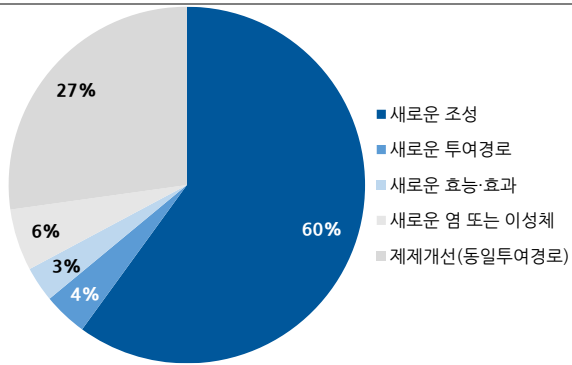
자료: 한국수출입은행, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 유형별 개량신약 허가 현황 (2009~2021년 누적 기준)

연도	새로운 조성	새로운 투여경로	새로운 효능·효과	새로운 염 또는 이성체	제제개선 (동일투여경로)	계
2009	4	0	0	0	0	4
2010	5	0	0	1	2	8
2011	0	0	0	0	2	2
2012	2	0	0	1	3	6
2013	9	0	4	5	1	19
2014	1	0	0	0	0	1
2015	7	0	0	0	11	18
2016	22	1	0	0	1	24
2017	7	0	0	0	4	11
2018	0	0	0	0	6	6
2019	13	0	0	0	0	13
2020	2	0	0	0	4	6
2021	3	4	0	0	0	7
계	75	5	4	7	34	125

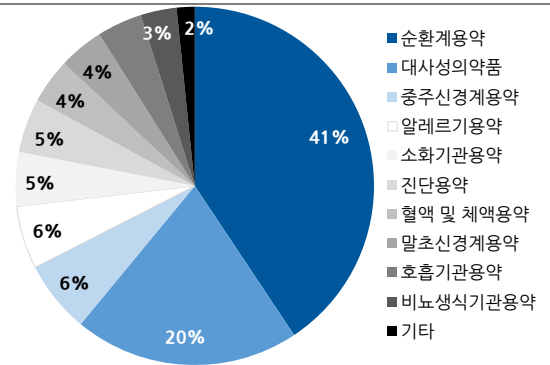
자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 유형별 개량신약 허가 현황 (2009~2021년 누적 기준)



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 약효군별 개량신약 허가 현황 (2009~2021년 누적 기준)



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

1 독보적인 개량신약 경쟁력

**2022년 기준
개량신약 매출비중 약 50%,
실로스탄CR, 아트맥콤비젤,
가스티인, 오메탈큐티렛까지
4개의 자체개발 개량신약
블록버스터 품목 보유함**

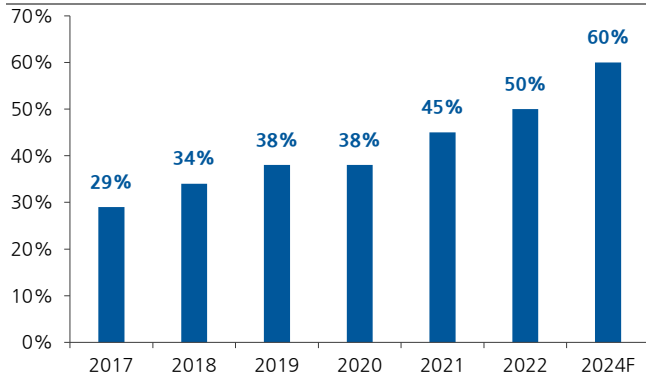
국내 제약업계에서는 연 매출액 100억원을 넘어선 제품을 블록버스터 품목이라고 한다. 동사는 2022년 기준 실로스탄CR, 아트맥콤비젤, 가스티인, 오메탈큐티렛까지 4개의 자체개발 개량신약 블록버스터 품목을 보유하고 있다.

실로스탄CR정(항혈전 치료제)은 2013년 6월 출시한 동사의 첫번째 블록버스터 제품으로, 현재까지도 동사의 매출 1위(395억원) 품목이다. 실로스타졸 성분에 이중제어방출기술(Double Controlled Release System)을 적용한 서방형 제제로 급격한 체내 약물 농도 증가로 유발되는 두통, 빈맥 부작용을 개선했다. 세계 최초로 실로스타졸 제제를 1일 2회에서 1일 1회로 용법용량을 변경한 제제로 2017년 출시 4년만에 오리지널 제품인 프레탈(한국오츠카제약)을 추월하였다. 실로스탄CR정은 2016년 중국 Meone Pharma(머웬 파마)와 기술 수출계약을 체결하였으며, 2020년에는 러시아에서 실로스타졸 서방형 방출 제어기술에 대한 특허를 확보하였다.

아트맥콤비젤 연질캡슐은 2021년 출시한 고지혈증 치료제이다. 국내 최초 오메가-3와 아토르바스타틴의 복합제로 출시 2년만에 매출 200억대의 블록버스터로 성장했다. 가스티인CR정은 2016년 9월 출시하여 발매 1년만에 블록버스터 품목에 오른 위장관운동 개선제로 세계 최초로 1일 3회에서 1일 1회로 용법용량을 변경한 제제이다. 오메탈큐티렛 연질캡슐은 2019년 10월 출시한 오메가-3 성분의 고지혈증 치료제이다. 기존의 오메가-3 제품은 연질캡슐의 사이즈가 커서 연하곤란(삼킴 장애)의 문제가 있었으나, 동사는 국내 최초로 허가받은 심리스(Seamless) 연질캡슐 방식으로 제조하여 연하곤란의 문제점을 해소하였다. 복용 편의성 증대도로 오메탈큐티렛 연질캡슐은 출시 3년만에 매출 100억대의 블록버스터로 성장했다.

동사는 매년 매출액 대비 11% 내외의 연구개발 투자를 꾸준히 집행하고 있으며, 주로 약물전달시스템, 제형화 기술 등 다양한 원천기술을 확보하여 개량신약 개발에 집중하고 있다. 현재 다양한 질환을 타겟으로 한 30여개의 품목을 개발하고 있으며, 2023년 하반기에는 만성동맥폐색증 치료제인 UI022/UI023의 품목허가 및 제품출시가 기대되며, 천식 및 만성폐쇄성폐질환(COPD) 흡입제 UI064는 2023년 연내 허가 획득을 목표로 하고 있다.

개량신약 매출비중



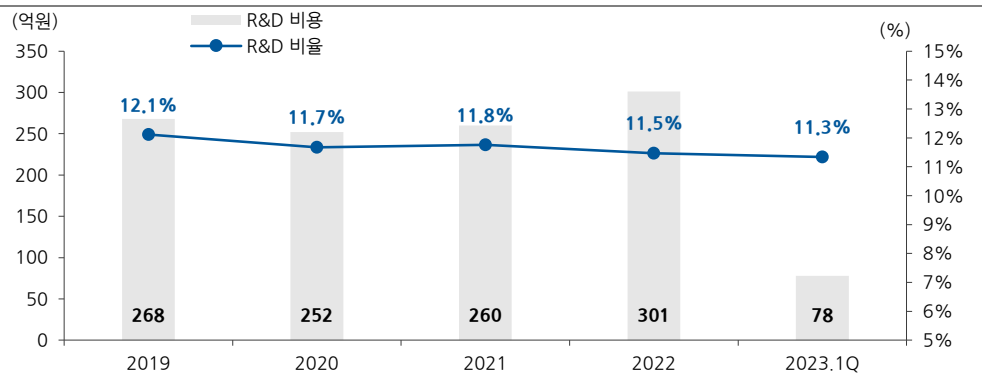
자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 개량신약 히스토리

구분	내용
2015년	첫 블록버스터 품목, 실로스탄 CR 정 (매출액 100 억원 돌파)
2017년	블록버스터 품목 추가, 가스틴인 CR 정 (매출액 100 억원 돌파)
2018년	실로스탄 CR 정, 매출액 300 억원 돌파
2022년	블록버스터 품목 추가, 아트맥콤비젤연질캡슐, 오메틸큐티렛 (매출액 200억원, 100억원 돌파)
	개량신약 매출비중 50% 돌파
~목표	개량신약 매출비중 60% 달성

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

R&D 투자 현황



자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

개량신약 파이프라인

품목명	적응증	진행현황	출시에정일	비고
UI022/UI023	만성동맥폐색증 치료제	임상 3상 완료 (2022.11) 품목허가 신청 (2023.02)	2023년 하반기	
UI064	천식, 알레르기 비염치료제	임상 3상 승인 (2023.01)		항히스타민제와 몬테루카스트 성분을 결합한 복합제
UI028	기능성 소화불량증 치료제	임상 3상 승인 (2019.04)		

자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

개량신약 및 신 제제 개선 품목 출시



자료: 유나이티드제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 영업이익률은
18.4% 수준으로
 동종업계 평균 영업이익률인
6.4% 대비 12.0%p 높음

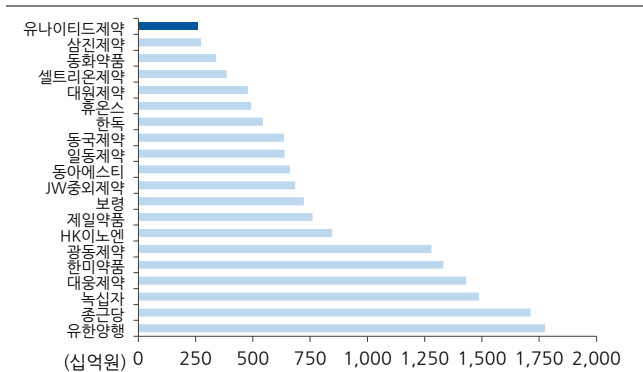
2 자체개발 개량신약 비중 상승에 따른 업계 최고 수준의 수익성

동사는 2022년 매출액 기준으로 국내 약 20위 수준의 제약회사로, 매출규모 1위에서 20위까지의 제약회사와 비교하여 동사의 영업이익률은 18.4% 수준으로 독보적인 수익성을 나타내고 있다. 국내 매출액 규모로 1위부터 20위 제약회사들의 평균 이익률을 살펴보면, 매출총이익률은 41.5%, 판매비율은 35.1%, 영업이익률은 6.4%이다. 동사의 2022년 매출총이익률은 55.3%로 동종업계 대비 13.9%p 높은 수준이며, 판매비율은 37.0%로 동종업계 대비 1.9%p 높은 편이다.

동사는 자체개발 및 생산, 판매하고 있는 개량신약 위주로 제품 포트폴리오가 구성되어 있기 때문에 타사 대비 매출총이익률이 월등하게 높은 편이며, 판매관리비를 타사 대비 소폭 높게 사용함에도 불구하고 영업이익률이 18.4% 수준으로 동종업계 평균 영업이익률인 6.4% 대비 12.0%p 수준의 높은 수익성을 나타내고 있다.

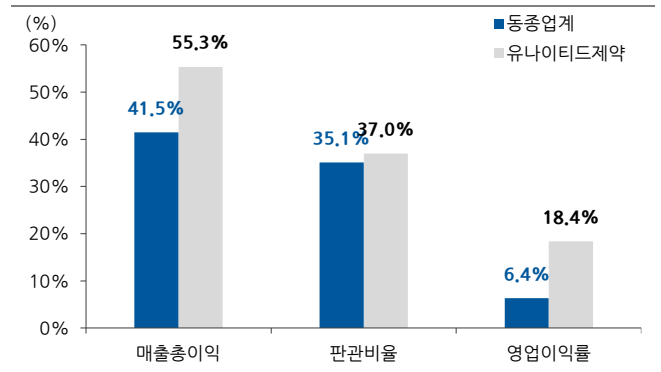
동사는 지속적인 개량신약 출시를 통해 전체 매출액에서 개량신약이 차지하는 비중이 2017년 약 29% 수준에서 2022년 약 50% 수준으로 꾸준히 상승하였으며, 향후 2년 내 개량신약 매출비중을 약 60% 수준까지 끌어올릴 계획이다. 개량신약 매출비중 확대에 따라 동사는 타사 대비 월등하게 높은 원가 경쟁력을 확보하고, 업계 최고 수준의 수익성을 이어갈 것으로 전망된다.

국내 제약회사 매출액 기준 1-20위



자료: quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 매출규모 상위권 제약회사 수익성 비교



자료: quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

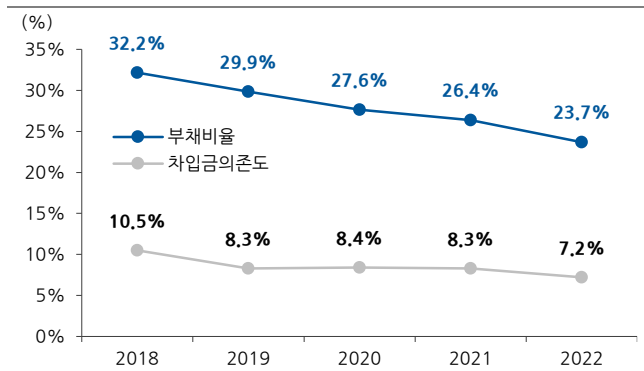
3 안정적인 재무구조

2022년말 기준
부채비율 23.7%,
차입금의존도 7.2%,
순현금 1,123억원

동사는 꾸준한 매출성장 및 이익개선을 바탕으로 매년 부채비율 및 차입금 의존도가 감소하고 있으며, 순현금이 쌓이는 안정적인 재무구조를 보유하고 있다. 부채총계를 자본총계로 나눈 비율을 말하는 부채비율은 2018년 32.2% 수준에서 2022년 23.7% 수준까지 감소하였으며, 차입금을 총자산으로 나눈 차입금의존도 역시 2018년 10.5% 수준에서 2022년 7.2% 수준까지 감소하였다.

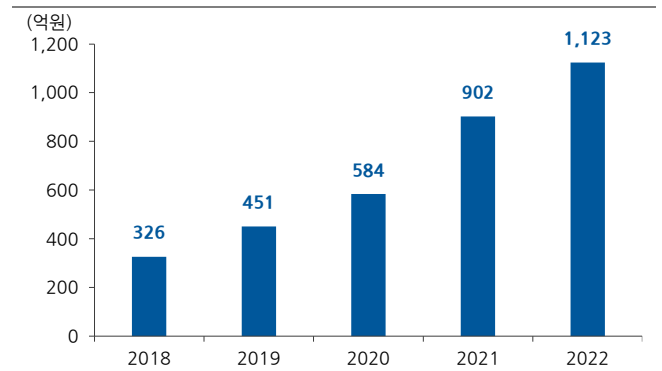
현금성 자산에서 차입금을 제외한 순현금 수준은 2018년말 약 326억원에서 2022년말 약 1,123억원으로 매년 꾸준히 증가하고 있다. 동사는 현재 여유자금을 대부분 대표적인 안전자산인 달러화로 운용하고 있으며, 이는 향후 신규 공장 등 유형자산에 대한 투자 및 배당의 재원으로 활용될 수 있을 것으로 예상된다.

재무비율 추이



자료: quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

순현금 추이



자료: quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 추이

2022년 실적은 매출액 2,625억원(YoY +18.8%), 영업이익 482억원(YoY +45.1%), 영업이익률 18.4%(전년대비 3.4%p 개선), 당기순이익 453억원(YoY +58.0%)이다. 2021년 3월 출시한 고지혈증복합제 아트맥콤비젤이 2021년 매출액 77억원에서 2022년 218억원으로 매출이 급성장하며 블록버스터 제품으로 자리잡았으며, 2022년 4월 출시한 소화성 궤양용제 라베듀오정이 첫째 매출 70억원을 달성하며 전사 매출 성장을 견인하였다.

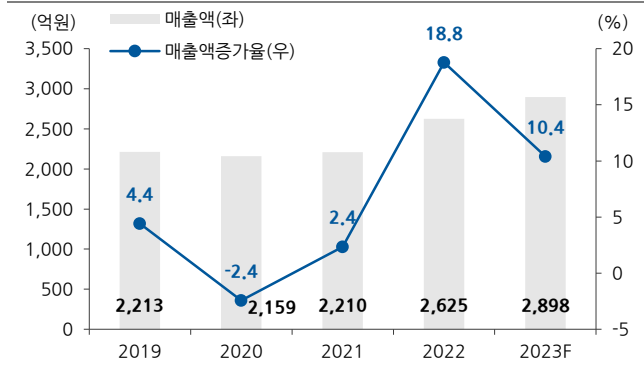
이익측면에서 매출총이익률은 55.3%로 전년동기(55.5%) 대비 유사한 수준이었으나, 매출확대 대비 고정비성 비용 효과에 따라 판매관리비율은 전년동기대비 3.5%p 개선되었다. 영업외손익 부문에서는 금융손익이 약 82억원 반영됨에 따라 세전계속사업이익이 크게 증가하였다.

2 2023년 실적 전망

2023년 실적은 매출액 2,898억원(YoY +10.4), 영업이익 547억원(YoY +13.4%), 영업이익률 18.9%(전년대비 0.5%p 개선), 당기순이익 574억원(YoY +26.8%)을 전망한다. 2023년에도 2022년에 출시한 라베듀오정이 연간 매출액 100억원을 돌파하며 다섯번째 블록버스터 제품으로 자리매김할 것으로 전망되는 가운데, 아트맥콤비젤과 오메틸큐티렛, 라베듀오 등의 제품이 이끄는 매출성장이 예상된다. 또한 2023년 하반기에는 항혈전제 성분인 실로스타졸과 이상지질혈증 치료제 성분인 로수바스타틴의 복합제인 UI022/UI023 출시가 예상된다. 동사는 실로스타졸CR 정을 기반으로 항혈전제 시장에서 영업력을 보유한 만큼 UI022/UI023의 출시를 통해 추가적인 블록버스터 제품을 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

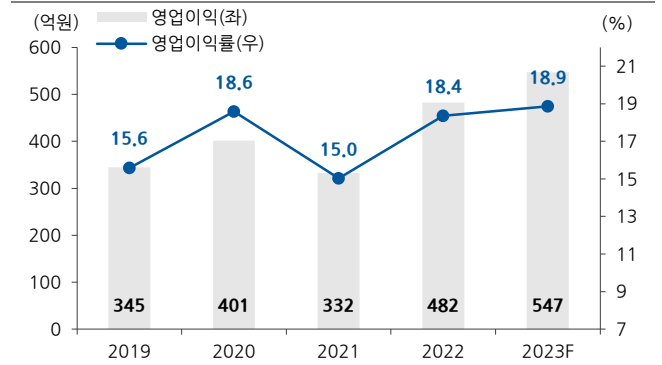
2023년 1분기 실적은 매출액 688억원(YoY +8.2%), 영업이익 125억원(YoY +12.4%), 영업이익률 18.2%(전년 동기대비 0.7%p 개선), 당기순이익 145억원(YoY +26.1%)이다. 2023년 1분기에도 주요제품의 고른 매출 성장, 특히 아트맥콤비젤 연질캡슐 및 2022년 출시한 라베듀오정의 매출 호조로 전년대비 매출 성장을 이어가며 2023년 연간 예상실적에 대한 가시성을 높여가고 있다.

매출액 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,213	2,159	2,210	2,625	2,898
증가율 (%)	4.4	-2.4	2.4	18.8	10.4
실로스탄	358	372	376	395	415
아트맥콤비젤			77	218	262
가스티인	193	203	200	199	199
오메틸큐티렛	1	35	94	122	146
라베듀오정				70	112
기타	1,661	1,549	1,463	1,621	1,764
매출원가	927	908	984	1,172	1,289
매출원가율 (%)	41.9	42.1	44.5	44.6	44.5
매출총이익	1,286	1,252	1,227	1,453	1,610
매출총이익률 (%)	58.1	58.0	55.5	55.3	55.5
영업이익	345	401	332	482	547
영업이익률 (%)	15.6	18.6	15.0	18.4	18.9
증가율 (%)	-8.7	16.4	-17.2	45.1	13.4
세전계속사업이익	385	357	395	534	709
당기순이익	309	266	286	453	574
순이익률 (%)	14.0	12.3	13.0	17.2	19.8

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

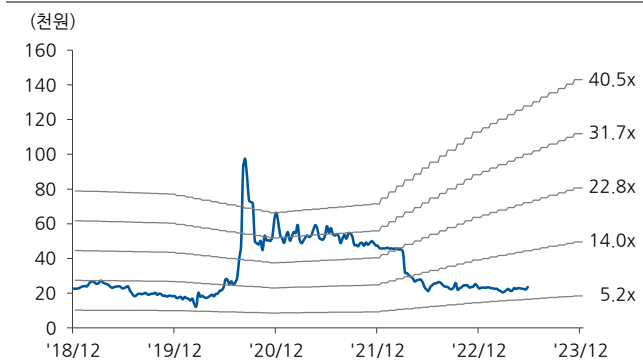
1 동종기업 대비 밸류에이션 저평가

**2023년 예상실적 기준
PER 6.7배, PBR 1.0배 수준으로
동종기업 대비 저평가 구간**

2020년부터 코로나19가 전세계적으로 유행하며 한국의 제약/바이오/헬스케어 기업들의 주가는 코로나 백신, 코로나 치료제, 코로나 진단키트 등 전염병 관련 모멘텀의 유무에 따라 주가의 방향성이 결정되는 경향을 보였다. 주식시장에서 성장에 대한 기대감이 큰 주식에 대한 관심이 집중됨에 따라 상대적으로 국내 내수 처방의약품 시장을 기반으로 하는 중소형 제약사들은 시장에서 소외되었다. 2023년에는 일상으로의 회복에 따라 안정적인 실적을 기반으로 하는 중소형 제약사들의 밸류에이션 정상화가 진행될 수 있을 것으로 예상된다.

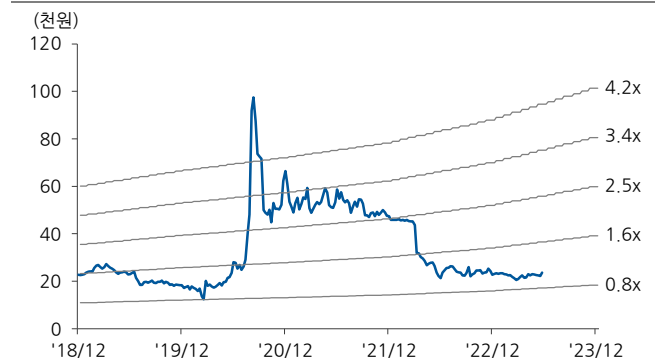
유나이티드제약의 밸류에이션 수준을 판단하기 위해 개량신약 중심의 국내 제약회사 5개사(종근당, 보령, JW중외제약, 삼진제약, 대원제약)를 동종기업으로 선정하여 밸류에이션을 비교해보고자 한다. 동사의 2023년 예상실적인 매출액 2,898억원, 영업이익 547억원, 당기순이익 574억원을 기준으로 한 밸류에이션은 PER 6.7배, PBR 1.0배, ROE 15.8% 수준으로, 동종기업의 2023년 컨센서스를 기준으로 한 평균 밸류에이션인 PER 11.3배, PBR 1.3배, ROE 13.2% 대비 밸류에이션이 저평가 구간임을 알 수 있다. 동사는 꾸준하고 견고한 실적을 달성하고 있으나, 성장주 중심의 시장 분위기로 인해 오랫동안 주식시장에서 소외된 경향이 있다. 2022년에 이어 2023년에도 견고한 실적 성장이 예상되는 바, 동사의 밸류에이션 저평가 매력에 부각될 수 있을 것으로 전망된다.

PER 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

	유나이티드제약	종근당	보령	JW 중외제약	삼진제약	대원제약
주가(원) 2023년 6월 23일 종가 기준	23,600	82,400	8,310	23,400	22,400	13,920
시가총액(억원)	3,834	10,356	5,708	5,343	3,114	3,057
자산총계(억원)						
2020	3,534	9,463	6,480	5,491	2,690	3,352
2021	3,800	10,467	8,286	6,331	3,325	4,296
2022	4,179	11,249	8,924	6,280	4,066	4,536
2023E	4,746	11,865	9,211	6,745	3,940	4,713
자본총계(억원)						
2020	2,769	5,514	3,399	2,075	2,135	2,139
2021	3,007	5,660	4,739	2,012	2,342	2,193
2022	3,379	6,224	5,159	2,404	2,753	2,509
2023E	3,894	6,932	5,224	2,942	2,780	2,770
매출액(억원)						
2020	2,160	13,030	5,619	5,473	2,352	3,085
2021	2,210	13,436	6,273	6,066	2,501	3,542
2022	2,625	14,883	7,605	6,844	2,740	4,789
2023E	2,898	15,551	8,579	7,585	2,940	4,908
영업이익(억원)						
2020	401	1,239	400	-13	322	241
2021	332	948	414	312	339	194
2022	482	1,099	566	630	232	430
2023E	547	1,214	605	812	300	394
영업이익률(%)						
2020	18.6	9.5	7.1	-0.2	13.7	7.8
2021	15.0	7.1	6.6	5.1	13.6	5.5
2022	18.4	7.4	7.4	9.2	8.5	9.0
2023E	18.9	7.8	7.1	10.7	10.2	8.0
지배주주순이익(억원)						
2020	266	916	269	-152	279	176
2021	286	427	430	-10	284	70
2022	453	810	419	319	219	319
2023E	574	916	399	611	240	338
ROE(%)						
2020	10.0	17.9	8.6	-7.3	13.6	8.4
2021	9.9	7.7	10.6	-0.5	12.7	3.2
2022	14.2	13.6	8.5	14.5	0.0	13.6
2023E	15.8	14.0	7.7	22.8	8.7	12.8
PER(배)						
2020	40.5	26.9	33.8	-48.1	13.6	22.3
2021	26.8	29.7	23.3	-507.3	12.9	50.6
2022	8.2	12.2	14.9	13.1	16.3	12.9
2023E	6.7	11.3	14.3	8.8	13.0	9.1
PBR(배)						
2020	3.9	4.5	2.7	3.5	1.8	1.8
2021	2.6	2.2	2.1	2.4	1.6	1.6
2022	1.1	1.6	1.2	1.7	1.3	1.6
2023E	1.0	1.5	1.1	1.8	1.1	1.1
PSR(배)						
2020	5.0	1.9	1.6	1.3	1.6	1.3
2021	3.5	0.9	1.6	0.8	1.5	1.0
2022	1.4	0.7	0.8	0.6	1.3	0.9
2023E	1.3	0.7	0.7	0.7	1.1	0.6
배당수익률(%)						
2020	0.5	0.4	0.5	0.9	2.9	0.8
2021	0.8	0.9	0.7	1.4	3.0	1.2
2022	1.8	1.2	1.1	2.0	3.1	1.9
2023E	1.7	-	-	-	2.0	1.0

주: FY2023의 경우 컨센서스 적용
 자료: Quantiverse, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

1 환율에 따른 영업외손익 변동성

2022년말 기준
외화자산이 1,296억원으로
자산총계의 약 31% 수준.
환율변동에 따른
금융평가손익 변동성에 노출됨

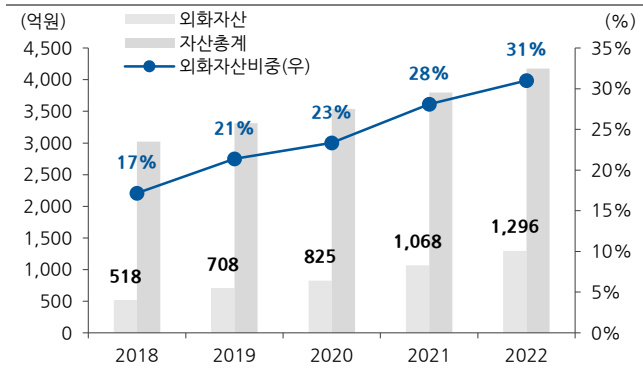
유나이티드제약은 현금성자산 비중이 높은 편으로, 특히 외화자산(달러화)로 자산을 보유하고 있다.

동사의 외화자산은 대부분 미국 달러화(USD) 형태로 보유하고 있으며, 2022년말 기준 외화표시자산은 1,296억 원, 외화표시부채는 9억원이다. 동사의 연간 외화표시자산 추이를 살펴보면 2018년 약 518억원에서 2022년 약 1,296억원으로 약 778억원 증가하였으며, 자산총계에서 외화자산이 차지하는 비중은 2018년 17%에서 2022년 31%로 4년동안 약 14%p 증가하였다.

환율변동이 동사의 손익에 미치는 영향을 확인하기 위해 다른 모든 변수가 일정하고 외화에 대한 원화의 환율변동 시 환율변동에 따른 법인세차감전손익에 미치는 영향을 살펴보면, 환율이 5% 상승(하락) 시 동사의 법인세차감전손익이 약 64억원 감소(증가)하는 효과가 나타날 수 있다.

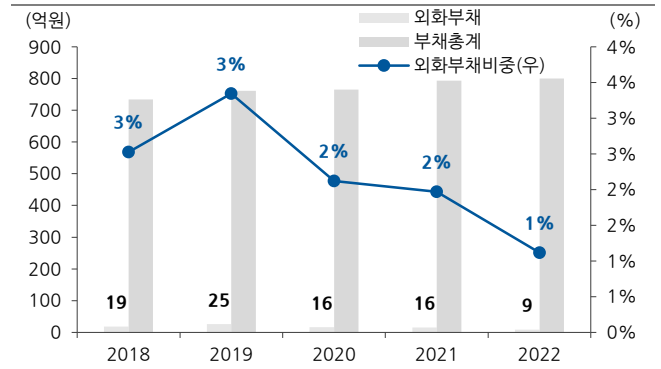
환율변동에 따라 동사의 영업외손익 변동성이 크다는 부분은 리스크 요인이나, 이는 실제 현금 유입/유출이 아닌 금융평가손익으로만 반영되는 부분이다.

외화 표시 자산 추이



자료: 유나이티드제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

외화 표시 부채 추이



자료: 유나이티드제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

외화 표시 화폐성자산 및 부채의 환율변동 민감도

(단위: 백만원)

구분	2022년말 기준		원화환율 변동	
	자산	부채	5% 상승시	5% 하락시
USD	129,132	841	6,415	-6,415
EUR	489	37	23	-23
JPY	-	15	-1	1
합계	129,620	893	6,436	-6,436

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,213	2,159	2,210	2,625	2,898
증가율(%)	4.4	-2.4	2.4	18.8	10.4
매출원가	927	908	984	1,172	1,289
매출원가율(%)	41.9	42.1	44.5	44.6	44.5
매출총이익	1,286	1,252	1,227	1,453	1,610
매출이익률(%)	58.1	58.0	55.5	55.3	55.5
판매관리비	941	851	894	971	1,063
판매비율(%)	42.5	39.4	40.5	37.0	36.7
EBITDA	417	486	409	572	657
EBITDA 이익률(%)	18.9	22.5	18.5	21.8	22.7
증가율(%)	-7.4	16.5	-15.9	39.9	14.9
영업이익	345	401	332	482	547
영업이익률(%)	15.6	18.6	15.0	18.4	18.9
증가율(%)	-8.7	16.4	-17.2	45.1	13.4
영업외손익	28	-59	55	40	150
금융수익	52	29	87	211	205
금융비용	24	77	8	129	13
기타영업외손익	-0	-11	-24	-42	-42
중속/관계기업관련손익	13	15	8	12	12
세전계속사업이익	385	357	395	534	709
증가율(%)	-3.5	-7.5	10.8	35.3	32.7
법인세비용	76	90	108	81	135
계속사업이익	309	266	286	453	574
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	309	266	286	453	574
당기순이익률(%)	14.0	12.3	13.0	17.2	19.8
증가율(%)	-2.4	-13.9	7.6	58.0	26.8
지배주주지분 순이익	309	266	286	453	574

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	382	370	441	638	651
당기순이익	309	266	286	453	574
유형자산 상각비	71	81	73	86	106
무형자산 상각비	2	4	4	4	5
외환손익	10	50	1	116	0
운전자본의감소(증가)	45	-14	67	43	-32
기타	-55	-17	10	-64	-2
투자활동으로인한현금흐름	-200	-337	-177	-879	-190
투자자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	-19
유형자산의 감소	0	0	7	6	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-189	-120	-107	-224	-50
기타	-11	-216	-77	-661	-121
재무활동으로인한현금흐름	-17	-18	-82	-106	-59
차입금의 증가(감소)	28	29	-29	-26	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-49	-49	-52	-55	-59
기타	4	2	-1	-25	0
기타현금흐름	-8	-10	22	8	1
현금의증가(감소)	157	5	203	-339	403
기초현금	243	400	405	608	269
기말현금	400	405	608	269	672

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	1,645	1,809	2,044	2,244	2,852
현금성자산	400	405	608	269	672
단기투자자산	381	541	627	1,157	1,278
매출채권	454	392	358	391	432
재고자산	401	460	424	411	453
기타유동자산	9	11	26	16	18
비유동자산	1,667	1,725	1,757	1,935	1,893
유형자산	1,188	1,221	1,194	1,352	1,297
무형자산	60	62	73	88	83
투자자산	141	168	164	190	209
기타비유동자산	278	274	326	305	304
자산총계	3,312	3,534	3,800	4,179	4,746
유동부채	587	598	609	659	704
단기차입금	185	216	160	160	160
매입채무	74	59	64	84	92
기타유동부채	328	323	385	415	452
비유동부채	174	168	185	142	147
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	108	102	119	73	73
기타비유동부채	66	66	66	69	74
부채총계	761	765	793	800	852
지배주주지분	2,551	2,769	3,007	3,379	3,894
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	207	211	211	211	211
자본조정 등	-219	-218	-214	-241	-241
기타포괄이익누계액	0	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	2,481	2,698	2,933	3,331	3,846
자본총계	2,551	2,769	3,007	3,379	3,894

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	9.6	40.5	26.8	8.2	6.7
P/B(배)	1.2	3.9	2.6	1.1	1.0
P/S(배)	1.3	5.0	3.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.1	21.0	16.6	4.5	3.3
배당수익률(%)	1.8	0.5	0.8	1.8	1.7
EPS(원)	1,907	1,639	1,764	2,787	3,534
BPS(원)	15,716	17,045	18,511	20,798	23,971
SPS(원)	13,648	13,299	13,607	16,160	17,842
DPS(원)	330	350	370	400	400
수익성(%)					
ROE	12.8	10.0	9.9	14.2	15.8
ROA	9.8	7.8	7.8	11.3	12.9
ROIC	16.4	16.9	13.8	23.8	24.5
안정성(%)					
유동비율	280.3	302.6	335.8	340.6	404.9
부채비율	29.8	27.6	26.4	23.7	21.9
순차입금비율	-17.3	-20.8	-29.8	-33.1	-42.2
이자보상배율	49.1	69.7	66.2	59.1	70.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
매출채권회전율	4.7	5.1	5.9	7.0	7.0
재고자산회전율	5.6	5.0	5.0	6.3	6.7

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.