

KOSPI | 제약과생물공학

유유제약 (000220)

약재는 2023년에 남기고, 새해에는 체질 개선 기대

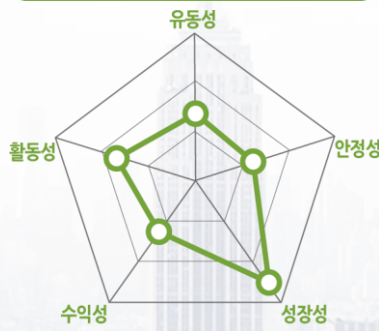
체크포인트

- 유유제약은 1941년 유한무역으로 설립된 의약품 및 건강기능식품 제조판매 전문기업
- 2022년 연결 매출액 1,389억원, 매출구성은 ETC(처방의약품) 56.4%, OTC(일반의약품) 12.7%, CMO(위탁생산) 29.9%, 기타 1.0%
- 2024년 수익성 위주 경영을 위한 대대적인 조직변동 진행중: 영업조직 슬림화(국내 약국경영 토탈 솔루션 플랫폼 기업인 '바로팜', 병의원 전용 전문의약품 e커머스 플랫폼 전문기업인 '블루엠텍'과의 협업으로 효율적인 영업환경 구축)
- YY-DUT(탈모 치료제 개량신약) 기대감: 오리지날 제품의 복용편의성을 크게 개선시킨 개량신약. 한국, 일본, 싱가포르, 대만 등에서 이미 탈모치료제로 처방되고 있는 의약품임에 따라, YY-DUT의 임상 성공가능성은 높다고 판단되며, 임상비용도 신약에 비해 크게 소모되지 않을 전망

주가 및 주요이벤트

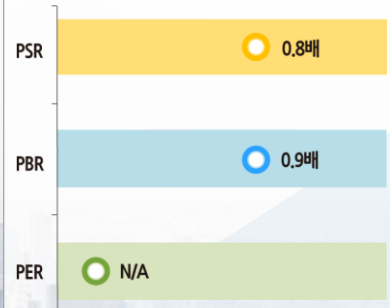


재무지표



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

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

유유제약 (000220)

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr
RA 김현주 phhj4050@kirs.or.kr

KOSPI
제약과생물공학

2024년에는 수익성 위주 경영으로 실적 턴어라운드 기대

유유제약은 기존 제네릭과 개량신약 중심에서 신약개발회사로 도약하고 있는 국내 중소형 제약회사. 1)원가율이 높은 상품판매 증가, 2)영업조직의 효율성 저하, 3) 연구개발비 투자 급증 등의 요인으로 인해 2019년부터 매출액은 크게 성장하였으나 수익성은 급격하게 하락함. 동사는 2023년 4분기부터 1) 저수의 상품판매 계약 종료, 2) 영업조직 슬림화, 3) 연구개발비 축소 등을 통해 수익성 위주 경영으로의 체질개선이 진행중

YY-DUT(탈모치료제): 두타스테리드 혁신 개량신약

YY-DUT는 두타스테리드 개량신약으로 오리지널 의약품은 GSK의 아보다트(성분명 두타스테리드)임. 아보다트는 원래 전립선비대증 치료제로 개발되었으나, 한국에서는 탈모 치료제로도 승인받아 처방되고 있음. 동사는 아보다트의 복용편의성을 크게 개선시킨 개량신약을 통해 탈모 치료제 미충족 수요가 높은 미국 및 유럽 시장에 진출할 계획임. 두타스테리드는 이미 전립선비대증으로 출시된 의약품이고, 한국, 일본, 싱가포르, 대만 등에서 탈모치료제로 처방되고 있는 의약품임에 따라, YY-DUT의 임상 성공가능성은 높다고 판단되며, 임상비용도 신약에 비해 크게 소요되지 않을 것으로 전망됨

동종기업 대비 고평가, 하지만 historical PBR 밴드 차트 하단 구간

2023년 연결기준 실적은 매출액 1,354억원(YoY -2.5%), 영업손실 31억원(YoY 적자확대), 지배주주순손실 111억원(YoY 적자확대)을 전망. 2024년부터는 전사 측면에서 수익성 위주 경영에 집중함에 따라 실적 턴어라운드 가 기대됨. 2023년 예상실적 기준 밸류에이션은 PER N/A, PBR 1.3배, PSR 1.0배로 동종기업 대비 고평가 구간이나, 최근 5년 내 동사의 역사적인 PBR 밴드 차트 상에서는 밸류에이션 하단 구간으로 판단됨

Forecast earnings & Valuation

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원) | 909 | 981 | 1,157 | 1,389 | 1,354 |
| YoY(%) | 9.4 | 8.0 | 17.9 | 20.1 | -2.5 |
| 영업이익(억원) | 81 | 63 | 12 | -6 | -31 |
| OP 마진(%) | 8.9 | 6.4 | 1.0 | -0.4 | -2.3 |
| 지배주주순이익(억원) | 47 | 13 | -22 | -60 | -111 |
| EPS(원) | 298 | 64 | -130 | -316 | -575 |
| YoY(%) | 18.4 | -78.6 | 적전 | 적지 | 적지 |
| PER(배) | 19.7 | 118.7 | N/A | N/A | N/A |
| PSR(배) | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 0.9 | 1.0 |
| EV/EBIDA(배) | 7.6 | 13.7 | 27.3 | 32.6 | 59.6 |
| PBR(배) | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.3 |
| ROE(%) | 5.4 | 1.3 | -1.9 | -5.0 | -9.8 |
| 배당수익률(%) | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.7 | 1.5 |

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

| | |
|---------------|------------------|
| 현재주가 (12/8) | 6,600원 |
| 52주 최고가 | 7,000원 |
| 52주 최저가 | 4,240원 |
| KOSPI (12/8) | 2,517.85p |
| 자본금 | 202억원 |
| 시가총액 | 1,124억원 |
| 액면가 | 1,000원 |
| 발행주식수 | 17백만주 |
| 일평균 거래량 (60일) | 97만주 |
| 일평균 거래액 (60일) | 58억원 |
| 외국인지분율 | 0.84% |
| 주요주주 | 유원상 외 12인 33.10% |

Price & Relative Performance



Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가 | 41.5 | 22.4 | 4.6 |
| 상대주가 | 36.1 | 27.0 | -1.5 |

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

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



기업 개요

1 회사 개요

유유제약은
전문의약품(ETC) 및
일반의약품(OTC) 제조 및 판매,
의약품 수탁사업(CMO),
완제의약품 수출 사업 전개

유유제약은 1941년 유한무역으로 설립된 의약품 및 건강기능식품 제조판매 전문기업이다. 동사는 충북 제천에 제조공장을 보유하고 있으며 다양한 전문의약품(ETC) 및 일반의약품(OTC) 제조 및 판매, 국내 제약사에 의약품을 제조/납품하는 수탁사업(CMO), 완제의약품 수출 사업을 전개하고 있다.

2022년 연결 매출액은 1,389억원으로 사업부문별 매출비중은 의약품(유유제약) 76.4%, 건강기능식품(유유헬스케어) 19.8%, 의료기기도매(유유메디컬스) 4.1%, 내부거래조정 -0.3%으로 구성된다. 판매경로별 매출비중은 ETC(처방의약품) 56.4%, OTC(일반의약품) 12.7%, CMO(위탁생산) 29.9%, 기타 1.0%로 구성된다.

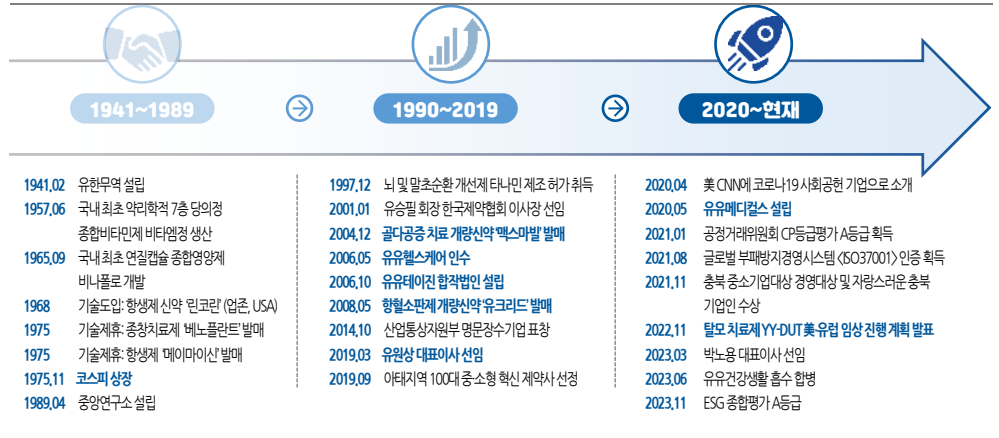
동사의 주요 제품으로는 국내 최초 정제 비타민 제품인 유비타(유판씨), 종합영양제 비나폴로, 자체개발한 개량신약인 골다공증 치료제 맥스마빌, 항혈소판제 유크리드, 연매출 100억원대의 블록버스터 제품인 혈액순환개선제 타나민 등이 있다.

동사는 2019년 유원상 대표이사가 대표이사로 취임함에 따라 3세 경영체제로 전환하였다. 동사는 기존 제네릭과 개량신약 중심의 제약회사에서 나아가 최근에는 연구개발 강화를 통한 신약개발에도 힘쓰고 있다. 주요 신약 파이프라인으로는 YY-DUT(탈모치료제)가 있다.

주요 종속기업으로는 유유헬스케어(지분율 45%, 건강기능식품 OEM/ODM 전문기업), 유유메디컬스(지분율 100%, 의료기기 판매 및 도매업)가 있으며 관계기업으로는 유유테이진(지분율 50%, 가정용 의료기기 렌탈업)이 있다. 동사는 2023년 7월 1일자로 온라인 유통판매채널 운영에 따른 기업 경쟁력 강화를 목표로 유유건강생활(온라인 유통 및 판매업)을 소규모 흡수합병 완료하였다.

2023년 9월말 기준 최대주주는 유원상 대표이사(지분율 13.9%)로 최대주주 및 특수관계인이 33.1%의 지분을 보유하고 있다.

회사 연혁



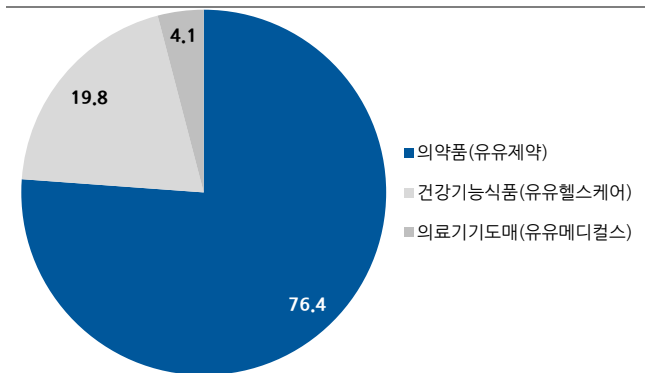
자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

관계사 현황



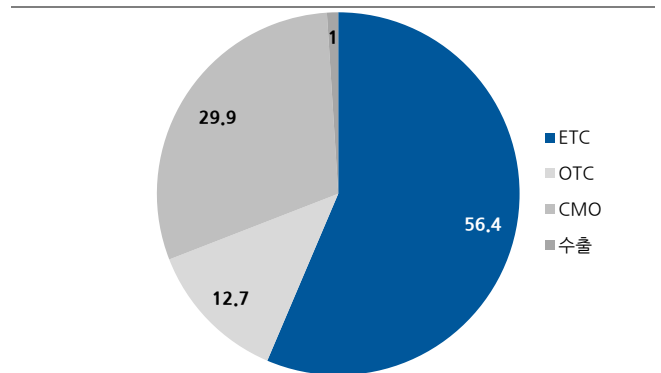
자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 매출비중(2022년 기준)



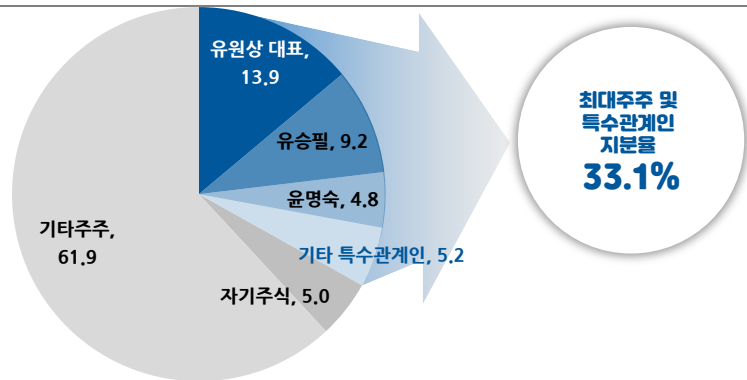
자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

판매경로별 매출비중(2022년 기준)



자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주현황(2023년 9월말 기준)



자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 주요 사업 영역

연결기준 동사의 주요 사업영역은 유유제약이 영위하고 있는 의약품, 유유헬스케어가 영위하고 있는 건강기능식품, 유유메디컬스가 영위하고 있는 의료기기도매, 유유건강생활이 영위하고 있는 온라인유통판매로 구분된다.

(1) 의약품 사업부문(유유제약)

ETC(처방의약품) 57.6%,
OTC(일반의약품) 9.0%,
CMO(위수탁) 32.8%
ETC에서 특히 신경과, 내분비,
이비인후과 등의 제품군에서
건조한 매출 성장

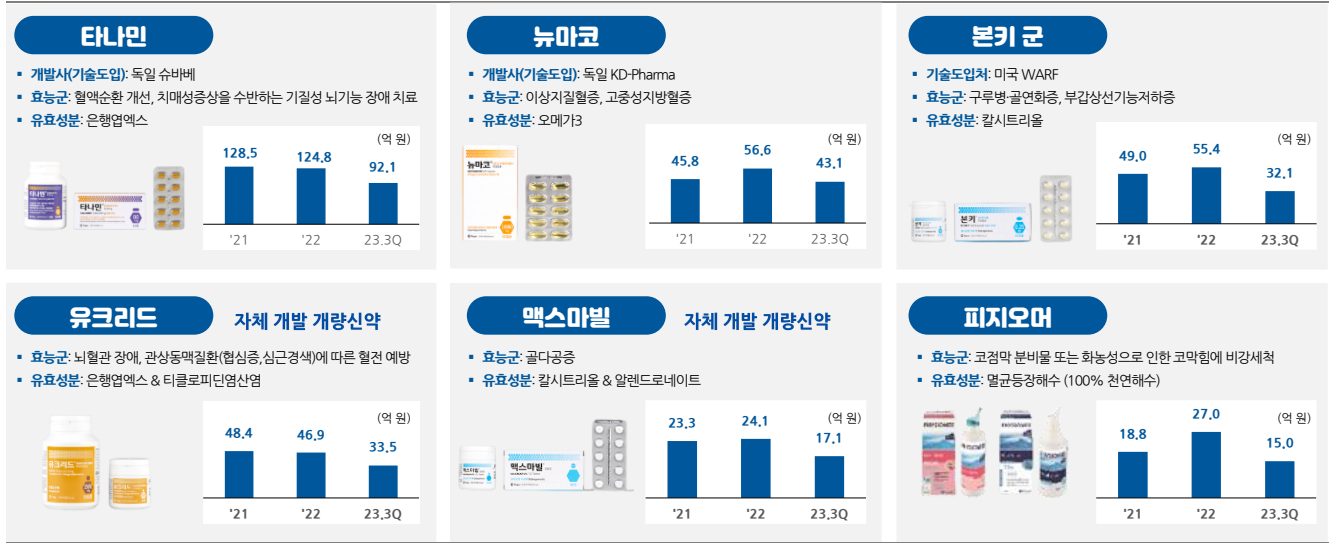
의약품 사업부문(유유제약)은 2022년 기준 매출액 1,061억원, 매출비중 76.4%로 동사의 핵심 사업부문이다. 의약품 사업부문은 2023년 3분기 별도 매출액 760억원 기준으로 ETC(처방의약품) 57.6%, OTC(일반의약품) 9.0%, CMO(위수탁) 32.8%, 기타 0.3%로 구성되며, 처방의약품 영역에서도 특히 신경과, 내분비, 이비인후과 등의 제품군에서 건조한 매출 성장을 이어가고 있다.

처방의약품은 주로 신경계 20.8%, 순환기계 10.4%, 골다공증 11.8%, 호흡기류 1.9%, 기타 7.6%로 매출이 구성되며 주요 제품으로는 타나민, 뉴마코, 본키 군, 유크리드, 맥스마벨 등이 있다. 동사의 매출액 1위 품목인 뇌 및 말초순환장애개선제 타나민은 2022년 기준 약 125억원의 매출액을 달성하였으며 국내 은행엽추출물 성분 치료제 시장점유율 2위(23%) 품목이다. 뉴마코는 오메가3 성분의 지질혈중 치료제이며, 본키는 칼시트리올 성분의 구루병, 골다공증 치료제이다. 유크리드(뇌혈관장애, 혈전예방 치료제)와 맥스마벨(골다공증 치료제)은 동사의 자체 개발 신약 품목으로 건조한 매출을 유지하고 있다.

일반의약품은 비강세척제 3.2%, 명치료제 1.0% 등으로 구성되며 주요 품목으로는 피지오머(비강세척액)가 있다. 피지오머는 프랑스 청정해수를 사용한 유럽 1위 비강세척액으로 최근 감기/독감 등으로 인해 비강 내 염증 발병이 높아짐에 따라 수요가 증가하며 매출이 확대되고 있다.

위수탁(CMO) 사업부문은 장기간 축적된 동사의 정제, 경질캡슐, 연질캡슐 생산 경쟁력을 바탕으로 국내 주요 고객사를 다수 확보하며 매출이 확대되고 있다. 주요 생산품목으로는 오메가3(고객사 14개 사)와 두타스테리드(고객사 26개 사)가 있다. 동사는 2006년 충북 제천에 대지 2만평, 연건평 4,908평 규모의 대규모 의약품 생산공장을 완공하였으며, KGMP 인증을 획득하였다. 제천공장에서는 정제, 경질캡슐, 연질캡슐 등 다양한 원제의약품의 생산이 가능하며, 현재 동사의 제품 외에도 위수탁 사업을 통한 제품들을 생산하여 고객사들에게 공급하고 있다.

주요 제품



자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

충북 제천 공장



자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

CMO 수탁생산제품

| 구분 | 수탁생산제품 | 포장 |
|------|--|--------|
| 정제 | 나경, 필름코팅정, 당의정, 이층정 유사 성호르몬제제 전용설비 준비 중 | PTP, 병 |
| 경질캡슐 | 경질캡슐 전공정 | |
| 연질캡슐 | 연질캡슐 전공정 유사 성호르몬제제 전용설비 생산 | |

자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

CMO 주요 고객사

| 오메가3 주요 고객사(14개 사) | 두타스테리드 주요 고객사(26개 사) |
|--|--|
| 영진약품 인국약품(주) 신약 유협양행 삼천당제약(주) 인트로 경보제약 아주약품 WITHUS CMG 제약 HUTECS 한국휴텍스제약(주) Arlico 알리코제약(주) 대웅바이오 하나제약(주) | 동근당 일양약품 Dongkook 동국제약 이연영약품공업사 동구바이오제약 Mcnulty 유협양행 경동제약(주) 동광제약 HANALL BIOPHARMA (주)마디스제약 COSMAX PHARMA QL PHARMA.CO QUALITY OF LIFE GENUONE SCIENCES Kwangdong 광동제약 SAMJIN 삼진제약(주) VIVOZON PHARMACEUTICAL CMG 제약 Daewon 대원제약(주) 현대약품(주) 동아ST 국제약품 한홍제약 건일제약(주) |

자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

(2) 종속회사 및 관계사 사업부문

| | |
|--|--|
| 유유헬스케어(지분율 45%): 건강기능식품 OEM/ODM | <p>유유헬스케어(지분율 45%)는 건강기능식품 OEM/ODM 전문기업이다. 당사는 비타민제 유포스와 비타민 기반 피로회복제 비나폴로의 제조 및 유통, 건강식 자체 브랜드 R&D 및 판매, 건강기능식품 OEM/ODM 사업을 영위하고 있다. 2022년 기준 매출액은 276억원(매출비중 19.8%), 주요 고객사로는 제너럴바이오, 그린스토어, 지웨이 등이 있다. 당사는 2020년 6월 강원도 횡성에 500억원 규모의 신공장 준공 및 총 650평 규모의 물류창고 신축을 통해 기존 대비 생산 케파를 약 5배 확대하였다. 2023년에는 강원도 그린바이오 육성사업에 선정되어 천연자원을 이용한 탈모 기능성 제품을 개발하고 있다.</p> |
| 유유메디컬스(지분율 100%): 의료기기 판매 및 도매 | <p>유유메디컬스(지분율 100%)는 의료기기 판매 및 도매 전문기업이다. 당사는 2020년 유유제약의 의료기기 판매 및 도매 사업팀에서 분사되어 설립되었으며, 2022년 기준 매출액은 57억원(매출비중 4.1%), 주요 제품으로는 자동심폐소생기, 인공호흡기 등이 있다. 당사는 미국에서 자동심폐소생기, 인공호흡기 등을 수입하여 소방청이나 병원 구급차 등에 공공입찰방식으로 제품을 납품하고 있다. 최근 정부의 응급의료서비스 개선 강화를 위한 복지부 및 지자체 예산 확대 등의 영향으로 동사의 제품 납품이 확대될 것으로 기대된다.</p> |
| 유유건강생활(흡수합병): 온라인 유통 및 판매 | <p>유유건강생활은 온라인 유통 및 판매 전문회사로, 2018년 독점 수입계약을 체결한 포모라인L112(체지방 감소 및 혈중 콜레스테롤 개선 건강기능식품)을 흡수합 및 백화점 등을 통해 판매하고 있다. 포모라인은 2023년에 6년 연속 대한민국 소비자 만족도 1위를 수상할 정도로 브랜드력을 보유한 제품으로, 최근까지 누적 판매액 500억원을 달성하였다. 당사는 2023년 7월 1일자로 온라인 유통판매채널 운영에 따른 기업 경쟁력 강화를 목표로 유유제약에 소규모 흡수합병 되었다.</p> |
| 유유테이진(지분율 50%): 가정용 의료기기 렌탈 | <p>관계사 유유테이진(지분율 50%)은 2001년 유유제약과 일본의 테이진제약이 공동설립한 가정용 의료기기 렌탈 회사이다. 2022년 기준 매출액은 204억원, 주요제품은 산소발생기, 수면양압기, 인공호흡기 등이다. 당사는 가정에서 산소 치료 혹은 인공호흡기가 필요하다고 진단받은 환자들을 대상으로 산소발생기, 인공호흡기 등을 렌탈(임대)하는 홈헬스케어 사업을 영위하고 있으며, 특히 산소발생기 부문에서 시장 점유율 1위를 차지하고 있다.</p> |

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 성분 | Chemical Bio | 신약 개량신약 | 복제약(copy) 바이오템러(Biosimilar) |
| | 바이오신약(Biologics) | 바이오베테터(Biobeteter) | |

자료: 한국R협의회 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 의약품 위탁생산(CMO) 시장

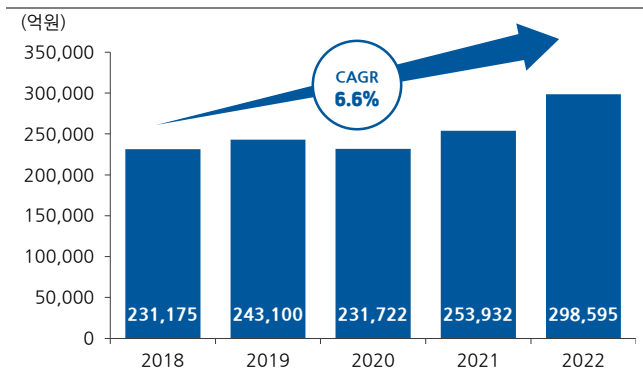
대다수의 중소형 제약회사는 CMO를 통해 다양한 제품 포트폴리오를 확보하고 마케팅에 집중함

국내 제약산업은 거액의 개발비와 장기간의 시간이 소요되는 신약 및 바이오 의약품 개발보다는 상대적으로 비용 및 시간이 적게 소요되는 개량신약과 제네릭을 주요 제품군으로 성장해왔으며 다수의 제약회사들은 자체 영업력을 바탕으로 전국의 병의원을 대상으로 개량신약과 제네릭 위주의 전문의약품 ‘판매’에 집중하고 있다. 병의원을 대상으로 영업하기 위해서는 기본적으로 해당 병의원의 진료과목에서 사용하는 다양한 처방의약품 포트폴리오를 보유하는 것이 유리하나 대다수의 영세한 제약회사의 경우 자체적인 연구개발, 제조 및 판매사업을 영위하는 것이 현실적으로 어려운 상황이다.

특히 의약품은 국민의 안전과 직결되는 부분임에 따라 정부는 2008년 의약품 생산시설에 대해 선진국 수준의 GMP(Good Manufacturing Practice) 규정을 도입하였으며, 해외수출 확대 등을 목적으로 하는 제약회사들은 선진국 규정인 cGMP에 부합하는 설비투자를 진행하고 있다. 의약품 제조공장을 운영하기 위해서는 거액의 시설 투자금, 우수한 인력, 정부 규제 대응을 위한 경영능력 등의 직간접적 비용이 뒤따른다. 따라서 대형 제약회사들은 자체 생산을 통해 의약품을 제조 및 판매가 가능하지만, 대다수의 중소형 제약회사들은 의약품 위탁생산(CMO)을 통해 전문의약품을 직접 제조하는 사업적 진입장벽을 낮추어 적은 비용으로 다양한 품목을 확보하는 전략을 택하게 되었다. 한편 제조공장을 보유한 제약회사들은 타 제약회사들을 대상으로 CMO 사업을 통해 자사 제품 생산뿐만 아니라 공장 가동률을 높여 제조비용을 낮추고 수익성 제고를 추구하고 있다.

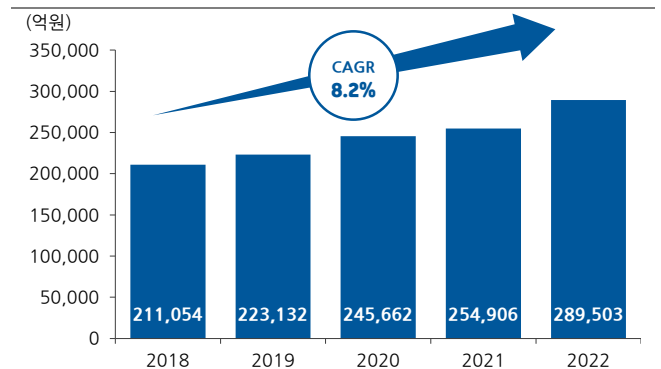
한편 국가 통계(2022년 의약품·의약외품 생산·수출·수입 주요현황)에 따르면 2022년 국내 의약품 시장규모(생산 실적+수입실적-수출실적)는 약 29조 8,595억원 규모로 최근 5년간 연평균 6.6% 성장하고 있다. 국내 의약품 생산실적은 2018년 21.1조원 규모에서 2022년 29.0조원 규모로 연평균 8.2% 성장세를 나타내고 있으며, 특히 완제 의약품 중에서 약 86%를 차지하고 있는 전문의약품 생산실적은 2018년 15.6조원 규모에서 2022년 22.0조원 규모로 연평균 9.0%의 높은 성장세를 나타내고 있다. 국내 의약품 시장 및 의약품 생산실적은 고령화로 인한 만성 질환 증가 등의 요인으로 인해 꾸준히 성장할 것으로 전망되고 있으며, 이에 따라 cGMP 공장을 보유하고 있는 의약품 위탁생산(CMO) 시장도 꾸준한 성장이 예상된다.

국내 의약품 시장 규모



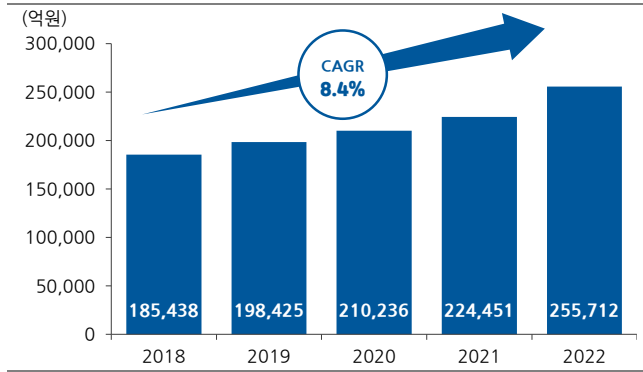
자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 의약품 생산실적



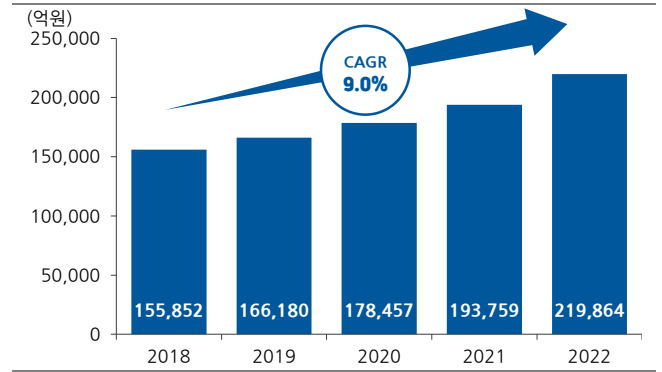
자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 완제의약품 생산실적



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 전문의약품 생산실적



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 2024년에는 수익성 위주 경영으로 실적 턴어라운드 기대

2024년 '흑자전환' 목표:
수익성 위주 경영을 위한
변화를 진행중

- 1) 매출원가를 높은 코프로모션
제품 판매계약 종료
- 2) 영업조직 슬림화
- 3) 연구개발비 축소

유유제약은 2013년부터 2022년까지 10년간 연평균 9.4%의 높은 매출성장률을 달성하였으며, 특히 2019년부터 2022년까지는 연평균 15.2%로 매출액이 크게 성장하였다. 수익성 측면에서는 매출액이 성장함에 따라 2013년부터 2015년까지 2%대에 불과하였던 영업이익률이 2016년부터는 5%대 이상으로 개선되었으며, 2019년에는 영업이익률 8.9%로 최고 수익성을 달성하였다. 하지만 2019년 이후로 매출은 가파르게 성장하였으나 수익성은 급격하게 하락하였다. 매출은 성장하였으나 수익성이 훼손된 요인으로는 1) 원가율이 높은 상품판매 증가, 2) 영업조직의 효율성 저하, 3) 연구개발비 투자 급증 등을 꼽을 수 있다.

1) 원가율이 높은 상품판매 증가: 유유제약(개별기준) 매출구성을 살펴보면 2019년, 2020년 각각 19%, 18% 수준이었던 상품매출 비중은 2021년 23%, 2022년 26%로 크게 확대되었으며, 동기간 원가율 추이를 살펴보면 상품원가율이 2019년 52%, 2020년 60%, 2021년 82%, 2022년 77%로 높아진 것을 알 수 있다.

동사는 2021년 한국 노바티스와 5개 품목에 대한 독점판매 코프로모션 계약을 체결하였으며, 알보젠 코리아와 골다공증 치료제에 대한 코프로모션을 진행하였다. 이를 바탕으로 2019년과 2020년에는 1자리수에 불과하였던 전년 대비 매출액 성장률이 2021년과 2022년에는 각각 12%, 16% 성장하였으나, 매출원가율이 높은 상품판매가 성장함에 따라 전사 매출원가율이 크게 높아졌다.

2) 영업조직의 효율성 저하: 유유제약의 최근 5개년 임직원수는 2019년 305명에서 2020년 337명, 2021년 341명, 2022년 364명으로 꾸준히 증가하고 있다. 생산성 관련 지표로서 동사의 임직원수 1인당 매출액, 임직원수 1인당 영업이익 추이를 살펴보면 1인당 매출액 추이는 2019년 3.0억원에서 2021년 3.4억원, 2023년 4.0억원으로 인당 매출 효율성은 증가하나, 1인당 영업이익 추이는 2019년 2,600만원에서 2021년 400만원, 2023년 영업적자로 인당 이익 효율성은 크게 떨어지고 있다.

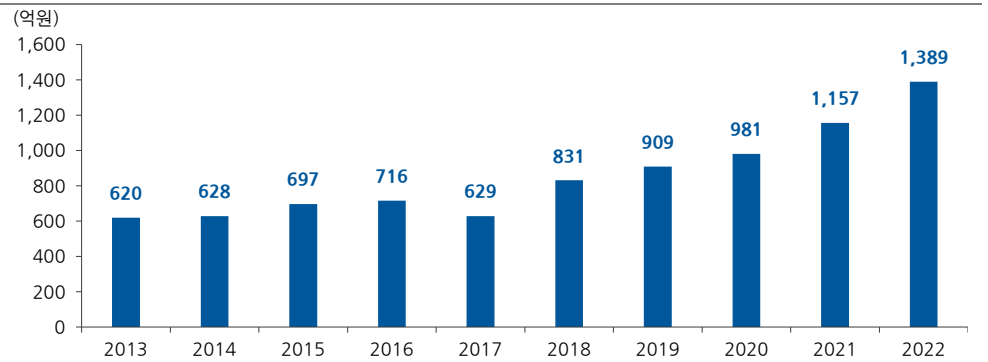
3) 연구개발비 투자 급증: 동사는 신약개발을 위해 2020년부터 경장연구개발비 투자를 확대하였다. 2019년 19억 원이었던 연구개발비는 2020년 47억원(매출액 대비 5.8%), 2021년 47억원(매출액 대비 5.1%), 2022년 98억원(매출액 대비 9.2%)까지 확대되었다. 매출액 대비 연구개발비 비중이 2019년 2.4%에서 2022년 9.2%까지 6.8%p 상승함에 따라 전사 영업이익률이 2019년 8.9%에서 2022년 -0.4%(영업적자)로 크게 악화되었다.

동사는 2024년 경영계획 수립에 있어서 '흑자전환'을 최우선 경영 과제로 선정하고 수익성 위주 경영을 위한 변화를 진행하고 있다. 2024년에는 1) 매출원가율 높은 코프로모션 제품 판매계약 종료(2023년 10월말), 2) 영업조직 슬림화(2023년 4분기), 3) 연구개발비 축소 등을 통해 수익성이 크게 개선될 것으로 기대된다.

특히 가장 큰 변화는 영업조직 슬림화이다. 2022년말 364명까지 증가했던 동사의 임직원 수는 2023년 9월말 기

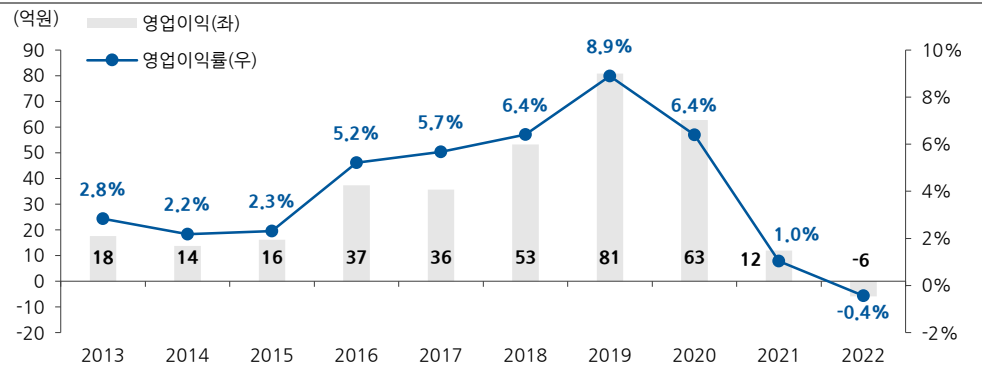
준 338명, 2023년 연말까지는 약 230여명 규모로 대규모 슬림화가 진행될 것으로 예상된다. 기존의 자체 영업조직을 외부 CSO(Contract Sales Organization, 영업판매대행사) 및 병의원 전용 전문의약품 e커머스 플랫폼 등을 활용하는 시스템으로 전환하여 영업효율성을 높이려는 전략이다. 동사는 일반의약품 및 건강기능식품 온라인 유통 부문은 국내 약국경영 토털 솔루션 플랫폼 기업인 '바로팜'과 협업을, 병의원을 대상으로 하는 전문의약품 부문은 병의원 전용 전문의약품 e커머스 플랫폼 전문기업인 '블루엠텍'과 협업을 통해 효율적인 영업환경을 구축하고 있다.

매출액 추이: 2013년부터 2022년까지 연평균 9.4% 성장



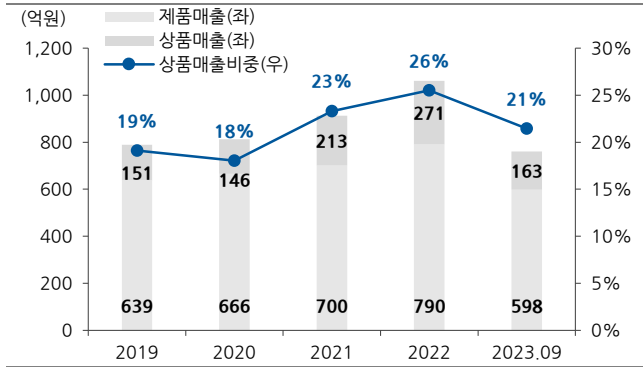
자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 및 영업이익률 추이: 2019년까지 영업이익률 개선세 보였으나, 2020년부터 수익성 급락



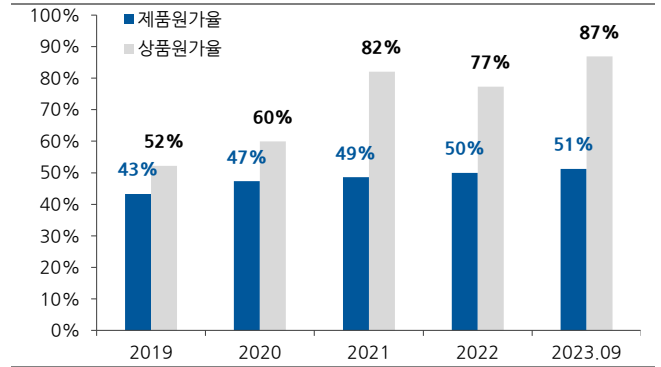
자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

상품매출비중 추이



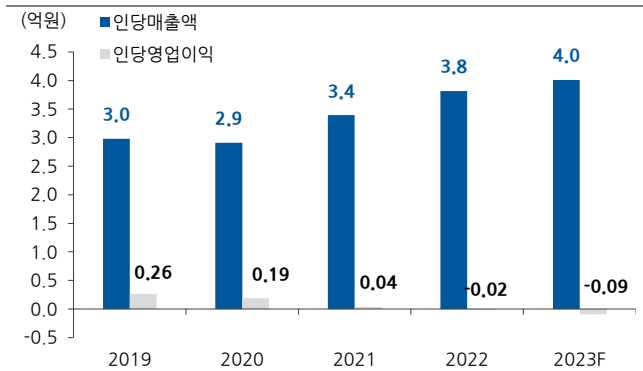
자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

원가를 추이(제품 vs 상품)



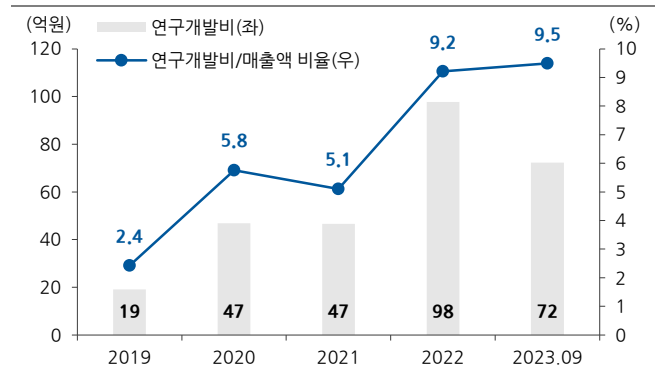
자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

임직원 인당 매출액, 인당 영업이익 추이



자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

연구개발비 투자 추이



자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 혁신 신약개발을 통한 미래성장동력의 불씨는 이어간다

2024년부터는 전년대비 연구개발비 투자비용은 축소, 다만 연구개발 효율적 집행을 통해 혁신 신약개발을 통한 미래성장동력 확보 이어갈 전망

유유제약은 신약개발사로의 도약을 위해 2019년부터 본격적으로 연구조직을 확충하고, 연구개발비를 확대하는 등 연구개발 투자를 이어갔다. 연구조직 측면에서 동사는 중앙연구소를 비롯하여 신약개발 경험이 풍부한 외국인으로 전원 구성된 사업개발본부, 식약처 관련 의약품 등 국내 허가업무를 담당하는 제약개발본부에서 연구개발업무를 전담하고 있다. R&D 인력의 약 79% 이상이 석/박사 등 고급인력으로 구성되어 있다.

또한 동사는 신약개발회사로의 전환을 위해 본격적으로 연구개발비를 확대하기 시작했다. 동사의 연구개발비는 2019년 19억원(매출액 대비 2.4%)에서 2020년 47억원(매출액 대비 5.8%)으로 전년대비 145% 증가하였으며, 2022년에는 98억원(매출액 대비 9.2%)으로 급증하였다. 2023년 3분기 누계 기준으로 동사는 약 72억원의 연구개발비를 집행하며 매출액의 약 9.5% 수준을 연구개발비로 투자하고 있다.

하지만 2023년 6월, 동사의 선도 파이프라인인 YP-P10(안구건조증 치료제 신약)이 미국 임상 1/2상 시험 결과 통계적 유의성을 확보하지 못하면서 동사의 신약개발에 대한 기대감이 소멸한 상황이다. 동사는 2024년부터는 수익성 위주 경영을 통해 전년대비 연구개발비 투자비용은 축소할 예정이나, 연구개발비의 효율적 집행을 통해 혁

신 신약개발을 통한 미래성장동력 확보를 위한 노력을 이어갈 전망이다.

**YP-P10:
합성 펩타이드를 활용한
안구건조증 치료제 바이오 신약
2023년 6월 미국 임상1/2상
결과 통계적 유의성 확보 실패.**

YP-P10는 2017년 연구개발에 돌입한 자체 합성 펩타이드를 활용하여 글로벌 안구건조증 치료제 신약으로 개발 중인 파이프라인이다. 2022년 4월 FDA로부터 임상 2상 IND 승인을 받고 미국 임상 1/2상을 진행하였다. 하지만 2023년 6월, YP-P10의 미국 내 임상 1/2상 시험 결과 1차 평가지표(총각막염색지수(TCSS), 안구불편감(ODS) 개선 등)에서 위약군 대비 통계적인 유의성을 확보하지 못했다. 다만 2차 평가지표 중 하나인 셔머테스트 (Schirmer test)에서 투약 후 15일 만에 눈물 분비량이 증가하여 위약 대비 통계적으로 유의미한 개선 효과를 확인 하였으며, 또한 YP-P10의 항염 효과에 대해서 확인할 수 있었다.

동사는 현재 YP-P10의 임상결과 분석을 바탕으로 안구건조증 치료제 신약으로 개발을 이어갈 것인지, 혹은 항염 증 치료제로 개발할 것인지 등에 대한 R&D 방향을 재수립할 예정이다.

**YY-DUT:
전립선비대증 치료제인
두타스테리드의 탈모용 치료제
개량신약으로 개발중**


현재 동사가 가장 집중하고 있는 파이프라인은 YY-DUT(탈모치료제 개량신약)이다. YY-DUT는 두타스테리드 개량신약으로, 오리지널 의약품은 GSK의 아보다트(성분명 두타스테리드)이다. 아보다트는 원래 전립선비대증 치료제로 개발되었으나, 한국에서는 탈모 치료제로도 승인받아 처방되고 있다. 동사는 오리지널 의약품인 아보다트의 복용편의성을 크게 개선시킨 개량신약을 통해 신약개발의 성공 가능성을 높이고자 한다.

두타스테리드는 본래 물에 잘 녹지 않는 특성이 있기 때문에 정제가 아닌 연질캡슐 형태로 판매되고 있다. 하지만 두타스테리드 연질캡슐은 복용 시 사이즈가 크고 입안이나 식도에 달라붙을 수 있기 때문에 복용의 어려움이 있는 편이다. 동사의 YY-DUT는 기존 연질캡슐 형태를 자체 DDS 기술을 이용하여 정제 형태로 개발한 개량신약으로, 또한 오리지널 제품 대비 크기를 1/3로 축소하여 환자 복용 편의성을 크게 향상시켰다.

두타스테리드는 현재 한국, 일본, 싱가포르, 대만 4개국에서만 전립선비대증 치료제 및 탈모치료제로 사용할 수 있도록 식약처 허가를 받은 상황으로, 미국 및 유럽 시장에서는 전립선비대증 치료제로만 처방되고 있다. 하지만 미국 및 유럽의 탈모 치료제 시장에서는 현재 미녹시딜, 피나스테리드 외에는 적절한 치료제가 없는 상황으로 두타스테리드의 탈모 치료제로서의 높은 미충족 수요가 존재하는 시장이다. 동사는 2022 세계모발학회 참석을 통해 해당 시장의 잠재력과 미충족 수요를 이미 확인하였으며, 복용 편의성을 높인 효과적인 탈모 치료제 YY-DUT 개발 및 임상을 통해 미국 및 유럽시장에 진출할 계획이다.

두타스테리드는 이미 전립선비대증으로 출시된 의약품이고, 한국, 일본, 싱가포르, 대만 등에서 탈모치료제로 처방되고 있는 의약품임에 따라, YY-DUT의 임상 성공가능성은 높다고 판단되며, 임상비용도 신약에 비해 크게 소요되지 않을 것으로 전망된다.

YY-DUT(탈모 치료제)

| Target Product Profile(YY-DUT) | | YY-DUT 차별화된 사업 경쟁력 | |
|--------------------------------|---|--|--|
| 구분 | 상세 | <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 45%;"> <p>1 환자 복용 편의성 향상</p> <p>"DUT same dose as Avodart® = 0.5 MG"</p>  <p>↓ 1/3배 축소</p> <p>기존 치료제 AVODART 유유제약 DUT Tablet</p> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: 45%;"> <p>2 타깃 시장 확대를 통해 Upside-potential 보유</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 글로벌시장 확대 미국 & 유럽 두타스테리드 성분의 탈모치료제 미허가 → 높은 Unmet needs (미충족수요) ▪ 적응증 확대 기존 전립선비대증 치료제로만 처방 되던 두타스테리드 성분을 탈모 치료제로 적응증 확대 </div> </div> | |
| 대상질환 | 탈모 | | |
| 작용기전 | 남성호르몬인 테스토스테론이 탈모를 유발하는 DHT 호르몬으로 변화하도록 작용하는 5α환원효소 Type-I 및 Type-II 억제 | | |
| 개발컨셉 | 오리지널 제품과 동일한 0.5mg 용량 1/3 축소된 크기의 경제 형태로 개발 → 환자의 복용 편의성 향상 | | |
| 기타 | 세계모발학회(World Congress for Hair Research 2022)에서 미국 및 유럽 임상시험 진행 계획 발표 | | |

자료: 유유제약, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 추이

2022년 연결기준 실적은 매출액 1,389억원(YoY +20.1%), 영업손실 6억원(YoY 적자전환), 지배주주순손실 60억원(YoY 적자확대)이다. 동사는 2021년부터 시작한 한국 노바티스와 알보젠 코리아와의 코프로모션 계약에 따른 신규품목 확장 및 판매량 확대, 유유헬스케어의 건강기능식품 매출 확대 등을 바탕으로 2022년 전년대비 20.1%의 매출 성장을 달성하였다.

손익 측면에서는 2021년에 이어 2022년에도 매출원가율이 높은 상품 매출의 증가로 인해 매출원가율이 2020년 53.9%에서 2021년 60.8%, 2022년 61.6%로 상승추세가 이어졌다. 또한 연구개발비가 2020년 47억원(개발매출액 대비 5.8%)에서 2021년 47억원(5.1%), 2022년에도 98억원(매출액 대비 9.2%) 등 R&D 투자금액 확대가 이어지면서 판매관리비 비율도 2021년 38.2%에서 2022년 38.8%로 높은 수준이 이어지며 전사 영업이익이 적자 전환하였다.

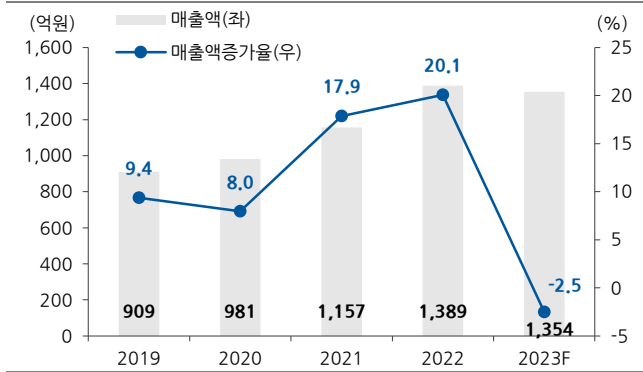
2 2023년 실적 추이 및 전망

2023년 연결기준 실적은 매출액 1,354억원(YoY -2.5%), 영업손실 31억원(YoY 적자확대), 지배주주순손실 111억원(YoY 적자확대)의 실적을 전망한다. 의약품 사업부문 매출은 1분기 YoY -3.4%, 2분기 YoY -2.4%, 3분기 YoY -3.6% 감소하며 영업 효율성이 약화되고 있으며, 4분기에도 의약품 영업조직의 대규모 슬림화가 진행되고 있기 때문에 실적 둔화세가 이어질 것으로 예상된다.

손익 측면에서는 매출원가율 높은 상품판매가 이어짐에 따라 높은 수준의 원가율이 이어지고 있으며, 2023년 상반기까지 대규모로 집행되던 경상연구개발비가 하반기부터는 대폭 감소하고 있으나 4분기에는 조직 슬림화에 따른 일회성 비용 발생이 예상됨에 따라 2023년에는 전년대비 영업손실 폭이 확대될 것으로 전망된다.

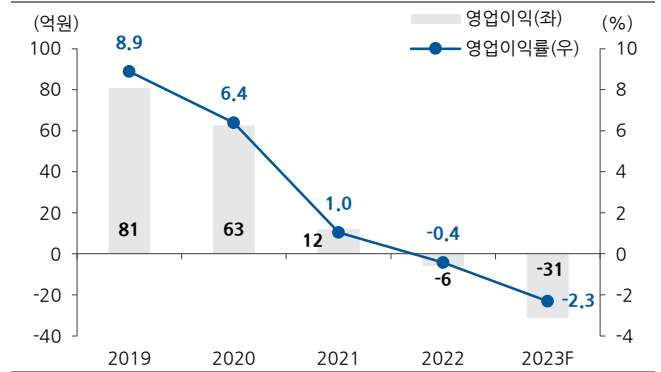
2023년 3분기 누적 실적은 매출액 1,026억원(YoY -1.5%), 영업이익 0.8억원(YoY 흑자전환), 지배주주순손실 61억원(YoY 적자감소)이다. 2024년부터는 매출원가율이 높은 코프로모션 제품 판매계약 종료, 인력 슬림화로 인한 고정비용 인건비 감소, 지방 영업사무소 임차비 축소 등 전사 측면에서 수익성 위주 경영에 집중함에 따라 실적 턴어라운드 기대된다.

매출액 추이



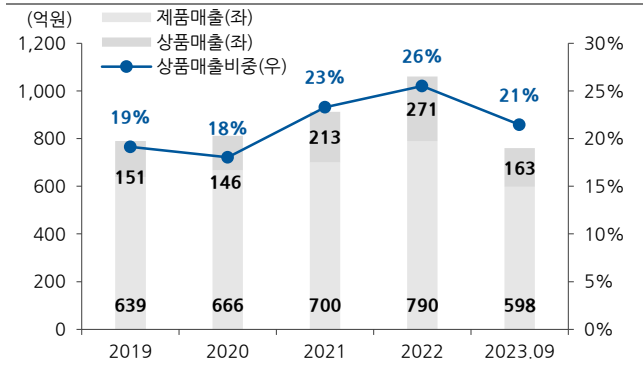
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이



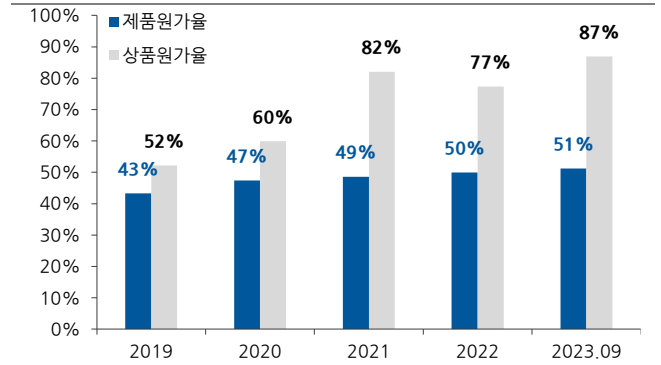
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

(별도기준) 상품매출 비중 증가세



자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

(별도기준) 제품/상품 원가율 추이



자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, %)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 909 | 981 | 1,157 | 1,389 | 1,354 |
| 증가율 (%) | 9.4 | 8.0 | 17.9 | 20.1 | -2.5 |
| 의약품 | 790 | 812 | 913 | 1,061 | 1,009 |
| 건강기능식품 | 122 | 177 | 237 | 276 | 289 |
| 의료기기도매 | | 0 | 14 | 57 | 51 |
| 온라인유통판매 | | | | | 7 |
| 연결조정 등 | -2 | -8 | -7 | -4 | -2 |
| 매출원가 | 443 | 529 | 703 | 856 | 858 |
| 매출원가율 (%) | 48.7 | 53.9 | 60.8 | 61.6 | 63.4 |
| 매출총이익 | 466 | 453 | 453 | 533 | 496 |
| 매출총이익률 (%) | 51.3 | 46.1 | 39.2 | 38.4 | 36.6 |
| 영업이익 | 81 | 63 | 12 | -6 | -31 |
| 영업이익률 (%) | 8.9 | 6.4 | 1.0 | -0.4 | -2.3 |
| 증가율 (%) | 51.6 | -22.3 | -80.9 | 적전 | 적지 |
| 세전계속사업이익 | 66 | 37 | -4 | -38 | -76 |
| 지배주주순이익 | 47 | 13 | -22 | -60 | -111 |
| 순이익률 (%) | 11.7 | 13.6 | 15.0 | 12.0 | 9.6 |

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 동종기업 대비 고평가, 하지만 historical PBR 밴드 차트 하단 구간

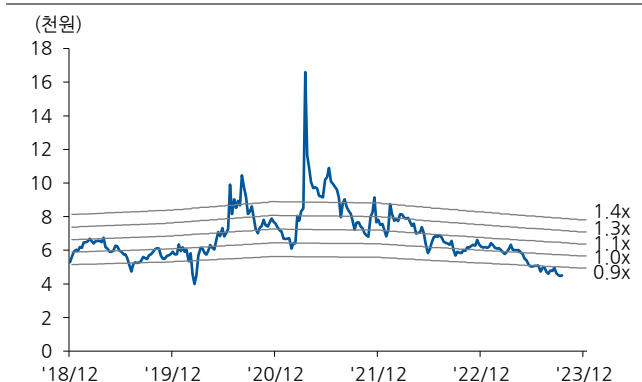
2024년부터는
수익성 위주 경영을 통해
흑자전환 기대됨.
또한 탈모 개량신약 파이프라인
임상 진전에 따라
주가 할인요인 해소될 전망

유유제약의 2023년 예상실적인 매출액 1,354억원, 영업손실 31억원, 지배주주순손실 111억원을 기준으로 한 밸류에이션은 PER N/A, PBR 1.3배, PSR 1.0배이다. 동사의 현재 주가 수준을 판단하기 위해 국내 유가증권시장(KOSPI)에 상장되어 있는 중 소형 제약사들(삼진제약, 하나제약, 명문제약, 삼일제약)을 비교대상기업으로 선정하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다.

2023년 컨센서스를 적용으로 한 동종기업들의 밸류에이션 평균은 PER 20.9배, PBR 1.0배, PSR 0.8배 수준이다. 동사는 2023년 당기순손실이 예상됨에 따라 PER로는 동종기업과 밸류에이션 비교가 불가능하고, PBR, PSR 측면에서는 동종기업들의 평균 밸류에이션 대비 고평가 구간이라고 판단된다. 하지만 동사의 밸류에이션 수준은 유가증권시장(KOSPI) 의약품 지수의 밸류에이션인 PER 42.6배, PBR 3.9배, PSR 4.8배 대비하여 크게 저평가 구간이며, 최근 5년간 동사의 역사적인 PBR 밴드 차트 상에서도 밸류에이션 하단 구간이라고 판단된다.

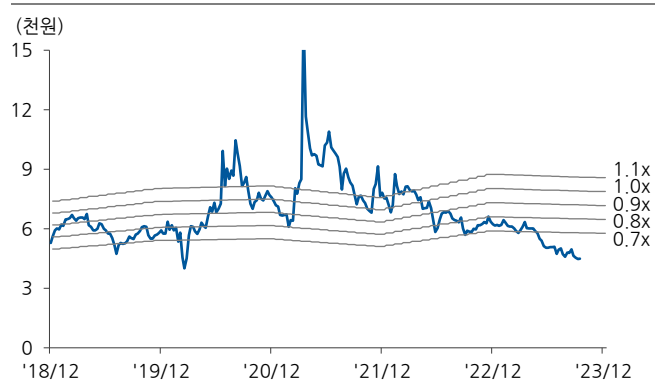
유유제약은 1941년 설립되어 80년 이상의 역사를 보유한 국내 장수 제약회사이다. 동사는 과거 일반의약품 중심에서 전문의약품 중심으로 체질을 개선하며 매출 및 이익이 성장하였으며, 최근에는 중장기 성장동력 확보를 위해 신약 개발사로의 도약을 준비하고 있다. 동사는 2020년부터 연구개발 투자가 급증하였으며 특히 선도 신약 파이프라인의 미국 임상이 집중된 2022년과 2023년에는 2개년 연속 영업적자가 예상되며 실적 측면에서 고전을 면치 못하고 있다. 2023년 6월에는 대규모 투자가 집중되었던 안구건조증 신약후보물질이 미국 임상에서 통계적 유의성을 확보하지 못하며 신약 파이프라인의 기대감 소멸로 주가가 하락하였다. 하지만 동사는 2024년부터는 수익성 위주 경영을 통해 흑자전환이 기대되며, 탈모 개량신약 파이프라인에 대한 임상 진전에 따라 역사적 주가차트 하단에 위치하고 있는 동사의 주가 할인요인이 해소될 것으로 전망된다.

PBR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PSR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

| | 유유제약 | 삼진제약 | 하나제약 | 명문제약 | 삼일제약 |
|--------------------------|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 주가(원) 2023년 12월 8일 종가 기준 | 6,600 | 21,950 | 13,810 | 2,440 | 6,450 |
| 시가총액 (억원) | 1,124 | 3,051 | 2,454 | 828 | 982 |
| 자산총계 (억원) | 2020 1,549 | 2,690 | 2,766 | 2,430 | 1,917 |
| | 2021 1,930 | 3,325 | 3,035 | 2,233 | 2,264 |
| | 2022 1,952 | 4,066 | 3,460 | 2,305 | 3,567 |
| | 2023E 1,995 | 4,227 | 3,731 | 2,370 | 3,832 |
| 자본총계 (억원) | 2020 1,170 | 2,135 | 2,324 | 908 | 636 |
| | 2021 1,287 | 2,342 | 2,519 | 859 | 657 |
| | 2022 1,234 | 2,759 | 2,684 | 953 | 1,258 |
| | 2023E 1,185 | 2,663 | 2,723 | 939 | 1,327 |
| 매출액 (억원) | 2020 981 | 2,352 | 1,773 | 1,279 | 1,230 |
| | 2021 1,157 | 2,501 | 1,964 | 1,378 | 1,342 |
| | 2022 1,389 | 2,740 | 2,108 | 1,521 | 1,797 |
| | 2023E 1,354 | 2,900 | 2,327 | 1,667 | 1,893 |
| 영업이익(억원) | 2020 63 | 322 | 317 | -290 | 65 |
| | 2021 12 | 339 | 360 | -59 | 4 |
| | 2022 -6 | 232 | 312 | 64 | 40 |
| | 2023E -31 | 207 | 296 | 55 | 30 |
| 영업이익률(%) | 2020 6.4 | 13.7 | 17.9 | -22.7 | 5.3 |
| | 2021 1.0 | 13.6 | 18.3 | -4.3 | 0.3 |
| | 2022 -0.4 | 8.5 | 14.8 | 4.2 | 2.2 |
| | 2023E -2.3 | 7 | 13 | 3 | 2 |
| 지배주주순이익(억원) | 2020 13 | 279 | 149 | -276 | 13 |
| | 2021 -22 | 284 | 280 | -69 | -53 |
| | 2022 -60 | 219 | 243 | 79 | 0 |
| | 2023E -111 | 213 | 236 | 39 | 26 |
| ROE(%) | 2020 1.3 | 13.1 | 6.4 | -31.7 | 2.1 |
| | 2021 -1.9 | 12.1 | 11.1 | -8.6 | -8.1 |
| | 2022 -5.0 | 8.0 | 9.1 | 8.8 | -0.0 |
| | 2023E -9.8 | 8.0 | 8.6 | 4.5 | 2.0 |
| PER(배) | 2020 118.7 | 13.6 | 28.0 | N/A | 102.8 |
| | 2021 N/A | 12.9 | 12.8 | N/A | N/A |
| | 2022 N/A | 16.3 | 13.3 | 12.4 | N/A |
| | 2023E N/A | 14.3 | 10.4 | 21.0 | 37.8 |
| PBR(배) | 2020 1.2 | 1.8 | 1.8 | 2.8 | 2.2 |
| | 2021 1.2 | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 1.7 |
| | 2022 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| | 2023E 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.7 |
| PSR(배) | 2020 1.2 | 1.6 | 2.4 | 1.9 | 1.1 |
| | 2021 1.3 | 1.5 | 1.8 | 1.2 | 0.8 |
| | 2022 0.9 | 1.3 | 1.5 | 0.6 | 0.7 |
| | 2023E 1.0 | 1.1 | 1.1 | 0.5 | 0.5 |
| 배당수익률(%) | 2021 1.3 | 3.0 | 2.5 | 0.0 | 1.0 |
| | 2022 1.7 | 3.1 | 2.8 | 0.0 | 0.0 |

주: 2023년 예상실적은 시장 컨센서스 적용, 컨센서스가 없는 삼진제약, 명문제약, 삼일제약은 2023년 9월말 기준 trailing 실적 적용
 자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

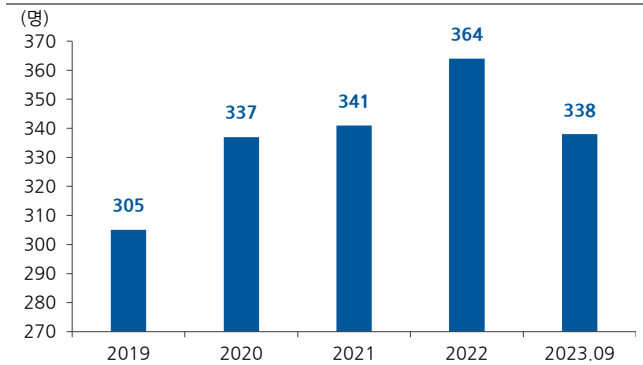
1 회사의 대대적인 조직 시스템 변화

**대대적인 조직 시스템 변화로
일시적인 영업손실 확대,
새로운 시스템 안정화 기간 등
관찰할 필요가 있음**

유유제약은 2024년 경영계획 수립에 있어서 '흑자전환'을 최우선 목표로 하고 있으며, 이를 위해 2023년 4분기부터 대대적인 조직 시스템 변화를 진행하고 있다. 가장 큰 변화는 영업조직 슬림화로 기존의 자체 영업조직을 외부 CSO(Contract Sales Organization, 영업판매대행사) 및 병·의원 전용 전문의약품 e커머스 플랫폼을 활용하는 시스템으로 전환하고 있다. 이로 인해 2022년 364명까지 증가했던 동사의 임직원 수는 2023년 9월말 기준 338명, 2023년 연말까지는 약 230여명 규모로 대규모 슬림화가 진행될 것으로 예상된다.

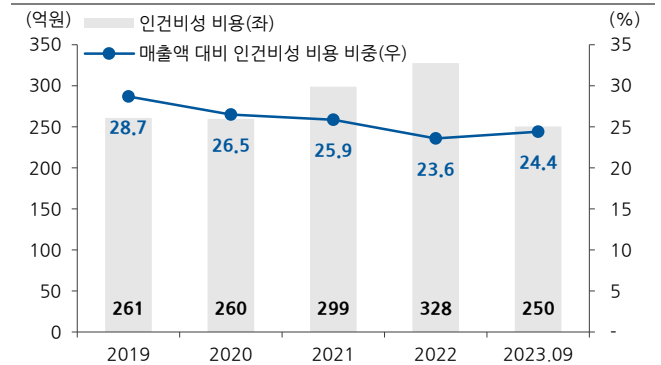
다만 2023년 4분기에는 대규모 조직 슬림화에 따른 비용이 발생함에 따라 영업손실이 확대될 것으로 예상된다. 대대적인 조직 시스템 변화는 수익성 위주의 효율적인 경영을 위한 판단으로, 실제 2024년부터는 인건비, 각종 부대비용 등 고정비 성격의 비용이 크게 감소함에 따라 수익성 개선이 진행될 것으로 기대된다. 다만, 2023년 4분기에는 대규모 조직 슬림화 비용 발생에 따른 영업손실 확대, 또한 기존의 영업판매 방식과의 차이로 인한 영업 시스템 안정화까지는 일부 시간이 소요될 수 있으며, 2024년 연초부터 매출추이 등을 주의해서 관찰할 필요가 있다고 판단된다.

임직원수 추이



자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

인건비성 비용 추이



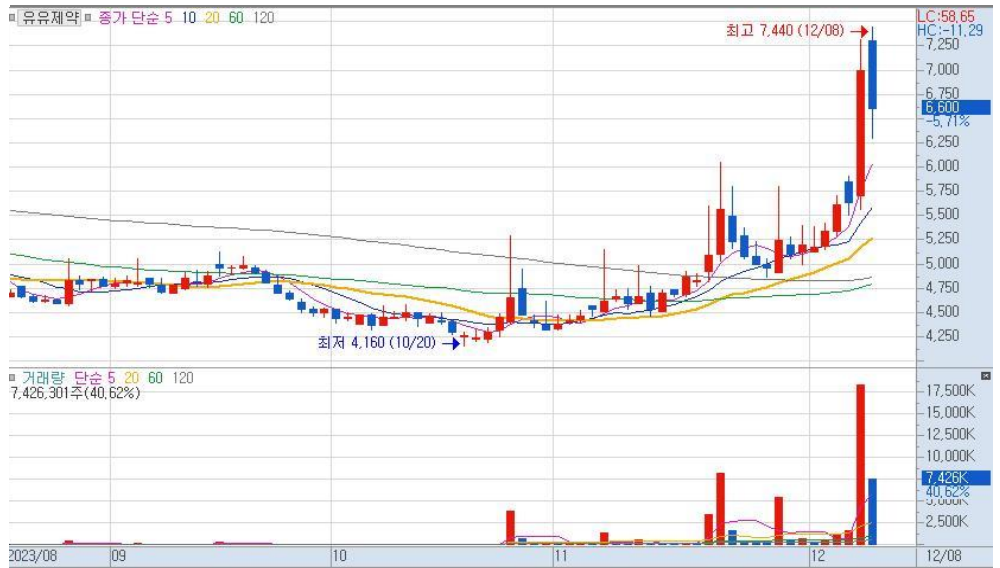
자료: 유유제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

기업 펀더멘털과 무관한
주가 변동성 확대는
투자 유의 필요

2 정치 테마주로 분류되며 주가 변동성 확대

최근 2024 총선 출마론이 제기되고 있는 한동훈 법무부 장관과 유유제약의 유원상 대표이사가 컬럼비아대 동문이라고 알려지면서, 동사의 주식은 정치 테마주로 분류되며 주가 변동성이 확대되고 있다. 실제 2023년 10월말부터 동사의 주가는 장중 급등락을 보이는 날짜도 빈번해지고 있으며, 관련 언론기사 및 정치적 이벤트에 따라 변동성이 커지고 있다. 일반적으로 정치 테마주는 실질적인 기업의 실적(펀더멘털)과 상관없이 정치적 이벤트에 따라 급등락을 반복하는 경향이 있기 때문에 투자에 유의가 필요하다고 판단된다.

최근 4개월간 주가차트 일봉 추이



자료: 키움증권 HTS, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 909 | 981 | 1,157 | 1,389 | 1,354 |
| 증가율(%) | 9.4 | 8.0 | 17.9 | 20.1 | -2.5 |
| 매출원가 | 443 | 529 | 703 | 856 | 858 |
| 매출원가율(%) | 48.7 | 53.9 | 60.8 | 61.6 | 63.4 |
| 매출총이익 | 466 | 453 | 453 | 533 | 496 |
| 매출이익률(%) | 51.3 | 46.1 | 39.2 | 38.4 | 36.6 |
| 판매관리비 | 385 | 390 | 441 | 539 | 527 |
| 판매비율(%) | 42.4 | 39.8 | 38.1 | 38.8 | 38.9 |
| EBITDA | 112 | 102 | 57 | 44 | 27 |
| EBITDA 이익률(%) | 12.3 | 10.4 | 4.9 | 3.2 | 2.0 |
| 증가율(%) | 50.2 | -9.2 | -43.9 | -22.2 | -38.4 |
| 영업이익 | 81 | 63 | 12 | -6 | -31 |
| 영업이익률(%) | 8.9 | 6.4 | 1.0 | -0.4 | -2.3 |
| 증가율(%) | 51.6 | -22.3 | -80.9 | 적전 | 적지 |
| 영업외손익 | -18 | -28 | -21 | -36 | -48 |
| 금융수익 | 8 | 5 | 4 | 14 | 11 |
| 금융비용 | 18 | 23 | 24 | 47 | 49 |
| 기타영업외손익 | -9 | -10 | -1 | -3 | -10 |
| 중속/관계기업관련손익 | 4 | 3 | 5 | 4 | 4 |
| 세전계속사업이익 | 66 | 37 | -4 | -38 | -76 |
| 증가율(%) | 42.0 | -43.8 | 적전 | 적지 | 적지 |
| 법인세비용 | 10 | 13 | 5 | 6 | 6 |
| 계속사업이익 | 56 | 24 | -9 | -44 | -82 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 56 | 24 | -9 | -44 | -82 |
| 당기순이익률(%) | 6.1 | 2.5 | -0.8 | -3.2 | -6.0 |
| 증가율(%) | 29.0 | -56.6 | 적전 | 적지 | 적지 |
| 지배주주지분 순이익 | 47 | 13 | -22 | -60 | -111 |

현금흐름표

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 132 | -27 | 45 | -62 | 58 |
| 당기순이익 | 56 | 24 | -9 | -44 | -82 |
| 유형자산 상각비 | 30 | 36 | 41 | 45 | 54 |
| 무형자산 상각비 | 2 | 3 | 4 | 5 | 5 |
| 외환손익 | 0 | 2 | 0 | 6 | 0 |
| 운전자본의감소(증가) | 22 | -112 | -37 | -132 | 58 |
| 기타 | 22 | 20 | 46 | 58 | 23 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -53 | -121 | -59 | -85 | -54 |
| 투자자산의 감소(증가) | 16 | 1 | 17 | 5 | 5 |
| 유형자산의 감소 | 18 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -81 | -120 | -61 | -53 | -60 |
| 기타 | -6 | -27 | -15 | -37 | 1 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -80 | 85 | 313 | -91 | 56 |
| 차입금의 증가(감소) | -59 | 17 | 43 | -42 | 50 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 99 | 298 | 0 | 1 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 53 |
| 배당금 | -14 | -15 | -19 | -20 | -20 |
| 기타 | -7 | -16 | -9 | -29 | -28 |
| 기타현금흐름 | 1 | -2 | 0 | -6 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -1 | -65 | 299 | -244 | 59 |
| 기초현금 | 270 | 268 | 203 | 503 | 258 |
| 기말현금 | 268 | 203 | 503 | 258 | 318 |

재무상태표

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 651 | 645 | 989 | 964 | 1,006 |
| 현금성자산 | 268 | 203 | 503 | 258 | 318 |
| 단기투자자산 | 0 | 5 | 3 | 51 | 51 |
| 매출채권 | 188 | 175 | 192 | 217 | 212 |
| 재고자산 | 170 | 237 | 252 | 398 | 388 |
| 기타유동자산 | 24 | 25 | 39 | 38 | 37 |
| 비유동자산 | 727 | 904 | 941 | 988 | 989 |
| 유형자산 | 625 | 771 | 797 | 806 | 812 |
| 무형자산 | 20 | 38 | 41 | 37 | 33 |
| 투자자산 | 40 | 51 | 57 | 64 | 63 |
| 기타비유동자산 | 42 | 44 | 46 | 81 | 81 |
| 자산총계 | 1,377 | 1,549 | 1,930 | 1,952 | 1,995 |
| 유동부채 | 425 | 184 | 300 | 643 | 538 |
| 단기차입금 | 40 | 30 | 82 | 72 | 122 |
| 매입채무 | 64 | 53 | 90 | 158 | 154 |
| 기타유동부채 | 321 | 101 | 128 | 413 | 262 |
| 비유동부채 | 47 | 195 | 343 | 75 | 273 |
| 사채 | 0 | 92 | 248 | 0 | 199 |
| 장기차입금 | 27 | 54 | 36 | 16 | 16 |
| 기타비유동부채 | 20 | 49 | 59 | 59 | 58 |
| 부채총계 | 472 | 379 | 643 | 718 | 810 |
| 지배주주지분 | 887 | 1,144 | 1,243 | 1,168 | 1,090 |
| 자본금 | 80 | 97 | 202 | 202 | 202 |
| 자본잉여금 | 353 | 535 | 588 | 588 | 641 |
| 자본조정 등 | -35 | -43 | -44 | -62 | -62 |
| 기타포괄이익누계액 | 61 | 136 | 131 | 126 | 126 |
| 이익잉여금 | 427 | 419 | 365 | 314 | 183 |
| 자본총계 | 905 | 1,170 | 1,287 | 1,234 | 1,185 |

주요투자지표

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E(배) | 19.7 | 118.7 | N/A | N/A | N/A |
| P/B(배) | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.3 |
| P/S(배) | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 0.9 | 1.0 |
| EV/EBITDA(배) | 7.6 | 13.7 | 27.3 | 32.6 | 59.6 |
| 배당수익률(%) | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.7 | 1.5 |
| EPS(원) | 298 | 64 | -130 | -316 | -575 |
| BPS(원) | 5,964 | 6,323 | 6,269 | 5,892 | 5,555 |
| SPS(원) | 6,110 | 6,275 | 6,039 | 7,005 | 6,861 |
| DPS(원) | 109 | 109 | 105 | 105 | 105 |
| 수익성(%) | | | | | |
| ROE | 5.4 | 1.3 | -1.9 | -5.0 | -9.8 |
| ROA | 4.1 | 1.6 | -0.5 | -2.3 | -4.1 |
| ROIC | 7.2 | 6.1 | 3.5 | 0.1 | -2.8 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 유동비율 | 153.1 | 350.4 | 329.5 | 149.8 | 187.2 |
| 부채비율 | 52.1 | 32.4 | 50.0 | 58.2 | 68.4 |
| 순차입금비율 | 0.1 | -0.7 | -8.8 | 6.8 | 6.4 |
| 이자보상배율 | 4.5 | 3.6 | 0.6 | -0.2 | -1.1 |
| 활동성(%) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 매출채권회전율 | 4.7 | 5.4 | 6.3 | 6.8 | 6.3 |
| 재고자산회전율 | 5.6 | 4.8 | 4.7 | 4.3 | 3.4 |

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 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 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 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.