

유나이티드제약 (033270)

높은 수익성에도 불구하고 저평가

만성 질환 중심 매출로 안정적

동사 매출의 50% 이상이 순환기계 약물에서 발생하고 있으며, 소화기계 약물이 차지하는 비중도 20% 이상으로 높은 수준. 고혈압, 고지혈증과 같은 순환기계 질환들은 지속적인 약물 복용을 필요로 하며, 특별한 사유가 없는 한 기존 복용 약물에서 타 약물로의 전환은 흔치 않음. GERD 등 소화기계 질환에서도 장기간 약물 복용 환자들이 다수 있으며 이로 인해 동사 매출은 계절적 영향이나 감염병 유행 등과 상관없이 분기마다 일정한 수준의 매출을 유지.

개량 신약 중심 매출로 높은 수익성

동사는 국내 중소형 제약사들과 마찬가지로 신약 개발 보다는 기존 오리지널 제품의 제네릭을 개발. 다만, 단순 제네릭 개발이 아닌 투약 편의성을 높인 서방형 제제나 복합 제형 등의 개량 신약 개발을 통해 시장 경쟁력과 보험 약가를 높이는 전략. 24년 매출에서 개량 신약 비중은 58%를 차지했으며 25년 60%, 중장기적으로 80%까지 높일 계획.

개량 신약 제품의 매출 비중이 높아지면서 동사 영업 이익율도 10% 중반 수준에서 10% 후반~20% 초반까지 높아졌으며, 개량 신약 매출 비중이 늘어나면서 이익율 개선도 지속될 것으로 예상.

매수 의견 및 목표 주가 3만원 제시

매수 의견 및 목표 주가 3만원을 제시. 목표 주가는 25년 동사 예상 순이익에 국내 중소형 제약사 평균 멀티플인 9.6배를 적용. 20% 내외의 높은 수익성에도 불구하고 동사 12MF P/E는 약 6배 수준으로 저평가된 상태. 높은 이익 창출을 바탕으로 주주 환원 확대 또는 R&D 확대 등에 따라 저평가된 주가도 재평가 받을 수 있을 것으로 판단.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **30,000원 (I)**

직전 목표주가 **0원**

현재주가 (5/28) **20,350원**

상승여력 **47%**

시가총액	3,324억원
총발행주식수	16,333,822주
60일 평균 거래대금	8억원
60일 평균 거래량	39,182주
52주 고/저	24,450원 / 17,260원
외인지분율	7.14%
배당수익률	2.47%
주요주주	강덕영 외 17 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.6	0.7	(15.4)
상대	(1.1)	(4.4)	(13.7)
절대 (달러환산)	8.5	7.1	(16.5)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	72	1.1	0.6	74	-2.9
영업이익	16	25.5	14.1	13	18.1
세전계속사업이익	17	흑전	13.3	15	15.2
지배순이익	14	흑전	7.8	12	11.9
영업이익률 (%)	21.9	+4.3 %pt	+2.6 %pt	18.0	+3.9 %pt
지배순이익률 (%)	19.0	흑전	+1.3 %pt	16.5	+2.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	279	289	294	305
영업이익	55	56	57	60
지배순이익	48	32	51	54
PER	8.1	11.4	6.5	6.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.3	3.7	2.3	1.5
ROE	13.5	8.3	11.9	11.3

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

실적 전망 및 Valuation

매수 의견 및 목표주가 3만원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 25년 예상 순이익에 국내 중견 제약사 평균 P/E 멀티플인 9.6배를 적용해 산출했다. 만성 질환 중심 매출 구조로 인해 동사는 계절적 요인 또는 지난해부터 이어지고 있는 의료 대란 등의 영향은 제한적으로 판단한다. 또한 지속적인 개량 신약 R&D를 통해 개량 신약 품목을 추가하고 있으며 매출에서 개량 신약이 차지하는 비중도 높아지고 있다. 이로 인해 20% 수준의 높은 수익성을 보이고 있으나 동사 주가는 12MF P/E로 약 6배 수준으로 저평가된 상태로 판단한다. 수익성을 바탕으로 주주 환원이나 신약 R&D 등을 확대할 경우 저평가된 주가를 벗어날 수 있을 것으로 기대한다.

유나이티드제약 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 기업 가치	495	25년 예상 당기 순이익 516억원 P/E(12MF) 9.6x 적용
2. 총 주식수	16,334	
3. 주당 가치	30,327	1/2
4. 목표 주가	30,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 중견 제약사 P/E

(단위: 배)

	대원제약	삼진제약	휴온스	환인제약
P/E	13.6	9.9	6.4	8.6

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

유나이티드제약 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2025E	2026E
매출액	71.3	71.8	74.1	77.0	74.5	74.5	76.0	80.4	288.7	294.2	305.5
YoY	(2.5%)	1.1%	3.9%	5.2%	4.5%	3.8%	2.6%	4.4%	3.5%	1.9%	3.8%
국내	64.6	65.2	67.1	67.9	67.6	67.7	68.8	71.0	259.8	264.8	275.1
실로스탄 CR	10.2	10.3	10.6	10.6	10.2	10.4	10.6	10.6	41.4	41.7	41.8
아트맥콤비젤	6.7	6.8	6.7	6.9	6.7	6.8	6.8	7.0	29.9	27.1	27.3
가스티인 CR	3.9	3.7	4.1	4.9	3.9	3.6	4.0	4.9	17.6	16.6	16.4
오메틸큐티켓	3.6	3.7	3.8	3.9	3.8	3.9	4.0	4.0	14.2	15.1	15.8
라베듀오/미니	5.8	5.8	5.9	6.1	6.2	6.0	6.1	6.3	23.5	23.6	24.4
기타	34.5	34.9	35.9	35.4	36.9	37.0	37.3	38.2	133.3	140.7	149.5
수출	6.7	6.6	7.0	9.1	6.9	6.8	7.3	9.4	28.9	29.5	30.3
매출 총이익	40.3	42.3	42.2	41.0	42.2	43.9	43.2	42.6	164.0	165.7	171.9
판관비	26.5	26.6	26.8	28.4	27.2	27.6	27.5	29.3	107.7	108.3	111.7
영업이익	13.8	15.7	15.4	12.6	15.0	16.2	15.7	13.3	56.3	57.5	60.2
YoY	(18.3%)	25.5%	2.4%	6.1%	8.7%	3.3%	1.6%	5.7%	2.4%	2.1%	4.7%
OPM	19.3%	21.9%	20.8%	16.3%	20.1%	21.8%	20.6%	16.5%	19.5%	19.5%	19.7%

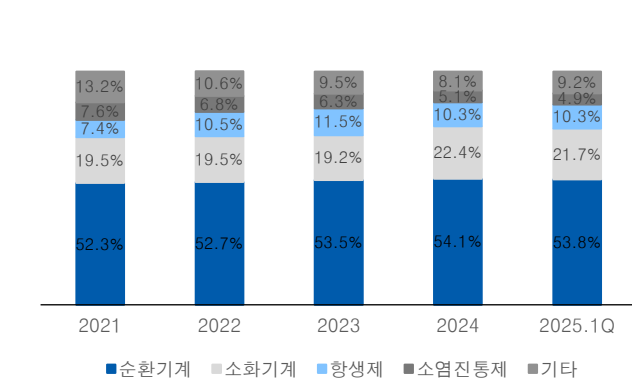
자료: 유안타증권 리서치센터

만성 질환 중심 매출로 안정적

1Q25 기준 동사 제품군별 매출 비중에서 순환기계와 소화기계 매출 비중은 각각 53.8%와 21.7%로 전체 매출에서 75.5%를 차지하고 있다. 최근 4개년 평균으로 보더라도 순환기계 53.3%, 소화기계 20.5%로 비중이 크다. 고지혈증, 고혈압 등과 같은 순환기계 질환은 대표적인 만성 질환으로 약물 복용 환자의 대부분은 지속적인 약물 투약을 필요로 하며 호흡기계 질환이나 유행성 감염 질환 등과는 달리 계절적 요인에 따른 수요 변화가 거의 없다. 마찬가지로 소화기계 약물의 경우도 일부 NSAIDs 약물 투약에 동반하여 사용되는 경우가 있으나 GERD와 같은 질환 환자들의 경우 장기간 복용을 필요로 한다.

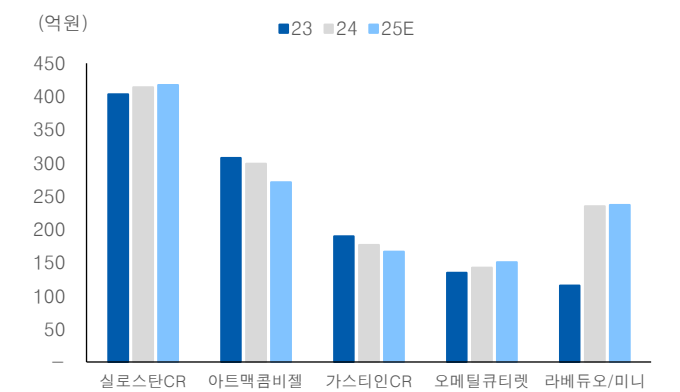
만성 질환 중심의 동사 매출 구성으로 인해 동사 매출이나 영업이익의 분기별 편차가 크지 않은 편이다. 또한 만성 질환 환자들은 기존 복용하던 약물에서 특별한 사유가 있지 않는 이상 타 약물의 전환이 적어 안정적인 매출 발생이 가능하다.

제품군별 매출 비중 추이



자료: 유나이티드제약, 유안타증권 리서치센터

주요 제품 매출 추이



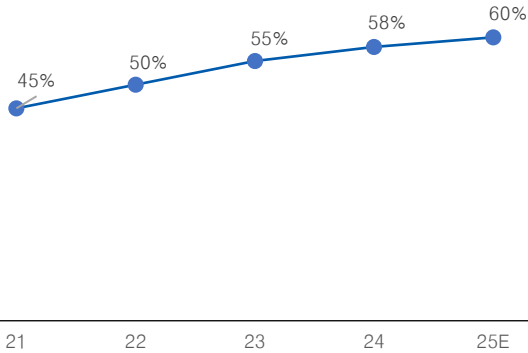
자료: 유나이티드제약, 유안타증권 리서치센터

높은 개량 신약 비중

동사는 2010년 클란자CR(소염 진통제) 출시 이후 다양한 개량 신약을 지속적으로 출시하고 있다. 24년 기준 동사 매출에서 개량 신약이 차지하는 비중은 58%로 21년 45%에서 꾸준히 증가 추세에 있으며 25년 60%를 목표로 하고 있다. 동사는 다양한 제제 기술을 보유하고 있으며 주로 1일 2회 또는 1일 3회 투약하는 약물에 서방형 기술을 적용해 1일 1회(또는 2회) 투약으로 1일 투약 횟수를 줄일 수 있는 다수의 서방형 제제를 허가 받았다. 서방형 제제는 기존 약물과 동등한 수준의 치료 효과를 기대할 수 있으면서도 복용 편의성과 순응도를 높일 수 있는 장점이 있다. 특히 동사 주요 매출 질환군인 순환기계 질환의 경우 만성 질환 환자들 중심으로 복용 편의성이 높은 약물에 대한 선호도가 높으며 만성 질환자 대부분이 고령 환자로 다수의 약물을 동시에 복용하는 측면에서도 복용 편의성은 중요한 요소다.

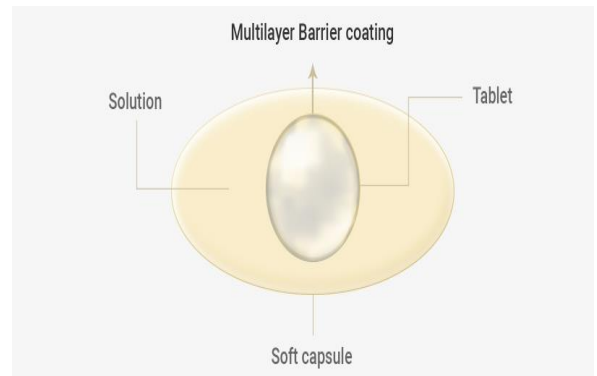
동사는 서방형 기술뿐만 아니라 CombiGel과 같이 연질 캡슐 내에 고형 정제를 포함시킬 수 있는 기술을 보유하고 있으며 CombiGel 기술을 통해 액상 제제와 고형 정제의 복합 제형 개발이 가능하다. 아트맥콤비젤은 해당 기술이 적용된 대표적인 제품으로 액상 제제인 Omega-3 지방산과 HMG-CoA reductase인 Artovastatin(고지혈증 치료제) 복합제로 개발되었다. Statin 제제를 복용하는 고지혈증 환자의 상당수에서 Omega-3를 같이 사용하는 경우가 많아 복합제에 대한 선호도가 높다.

개량 신약 매출 비중



자료: 유나이티드 제약, 유안타증권 리서치센터

CombiGel 모식도



자료: 유나이티드제약, 유안타증권 리서치센터

24년 동사 영업이익율은 19.5%로 국내 제약 업종 중 최상위권 수준으로 이는 개량 신약 중심의 제품 판매 전략에 기인하고 있으며 개량 신약 비중이 높아지면서 이익율도 점진적인 상승이 예상된다.

유나이티드제약 (033270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	279	289	294	305	312
매출원가	120	125	129	134	137
매출총이익	159	164	166	172	175
판매비	104	108	108	112	113
영업이익	55	56	57	60	62
EBITDA	65	68	69	70	71
영업외손익	5	-10	7	9	11
외환관련손익	3	14	0	0	0
이자손익	5	4	5	6	8
관계기업관련손익	1	-1	0	0	0
기타	-3	-27	2	2	2
법인세비용차감전순이익	60	46	65	69	72
법인세비용	12	14	14	15	16
계속사업순이익	48	32	51	54	56
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	32	51	54	56
지배지분순이익	48	32	51	54	56
포괄순이익	48	32	51	54	57
지배지분포괄이익	48	32	51	54	57

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	50	27	45	50	55
당기순이익	48	32	51	54	56
감가상각비	10	11	11	10	9
외환손익	3	-6	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-1	-1	0	0	0
자산부채의 증감	-10	-12	-16	-17	-16
기타현금흐름	1	2	0	4	5
투자활동 현금흐름	-56	12	-9	-5	-3
투자자산	0	12	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-31	-21	-3	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-25	20	-6	-5	-2
재무활동 현금흐름	3	-29	0	-7	-7
단기차입금	8	-24	0	0	0
사채 및 장기차입금	2	-1	-1	0	0
자본	0	2	1	0	0
현금배당	-6	-6	0	-7	-7
기타현금흐름	-1	0	-1	0	0
연결범위변동 등 기타	0	1	8	11	10
현금의 증감	-3	10	43	50	55
기초 현금	27	24	34	77	127
기말 현금	24	34	77	127	182
NOPLAT	55	56	57	60	62
FCF	19	6	42	50	55

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

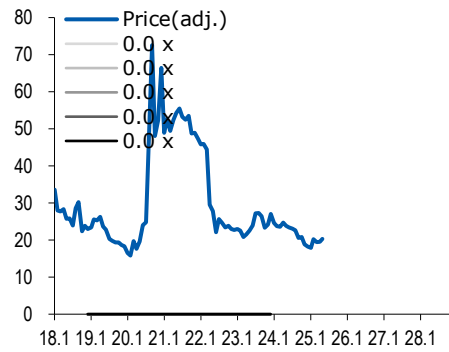
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	245	245	299	359	419
현금및현금성자산	24	34	77	127	182
매출채권 및 기타채권	43	44	46	48	49
재고자산	49	62	65	68	70
비유동자산	224	229	221	212	203
유형자산	154	157	150	140	131
관계기업 등 자본관련 자산	13	0	0	0	0
기타투자자산	5	5	5	6	6
자산총계	469	474	521	570	621
유동부채	73	48	51	53	54
매입채무 및 기타채무	33	34	36	37	38
단기차입금	24	0	0	0	0
유동성장기부채	5	2	2	2	2
비유동부채	18	20	19	20	20
장기차입금	11	13	12	12	12
사채	0	0	0	0	0
부채총계	90	68	70	72	74
지배지분	379	406	451	498	548
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	21	23	24	24	24
이익잉여금	375	401	446	493	543
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	379	406	451	498	548
순차입금	-111	-122	-172	-226	-284
총차입금	41	16	15	15	15

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,971	1,989	3,120	3,293	3,458
BPS	25,898	27,612	30,636	33,848	37,243
EBITDAPS	4,004	4,141	4,207	4,299	4,332
SPS	17,171	17,696	18,014	18,701	19,101
DPS	420	450	450	450	450
PER	8.1	11.4	6.5	6.2	5.9
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	3.7	2.3	1.5	0.7
PSR	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	6.3	3.5	1.9	3.8	2.1
영업이익 증가율 (%)	14.0	2.4	2.1	4.7	2.7
지배순이익 증가율 (%)	6.6	-32.8	57.0	5.6	5.0
매출총이익률 (%)	57.0	56.8	56.3	56.3	56.1
영업이익률 (%)	19.7	19.5	19.5	19.7	19.8
지배순이익률 (%)	17.3	11.2	17.3	17.6	18.1
EBITDA 마진 (%)	23.3	23.4	23.4	23.0	22.7
ROIC	22.4	18.0	20.3	21.5	22.8
ROA	10.9	6.9	10.2	9.9	9.5
ROE	13.5	8.3	11.9	11.3	10.8
부채비율 (%)	23.8	16.7	15.5	14.5	13.4
순차입금/자기자본 (%)	-29.3	-30.1	-38.1	-45.5	-51.8
영업이익/금융비용 (배)	33.9	116.2	114.7	99.0	101.6

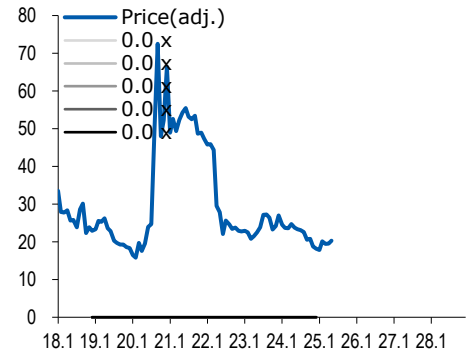
P/E band chart

(천원)

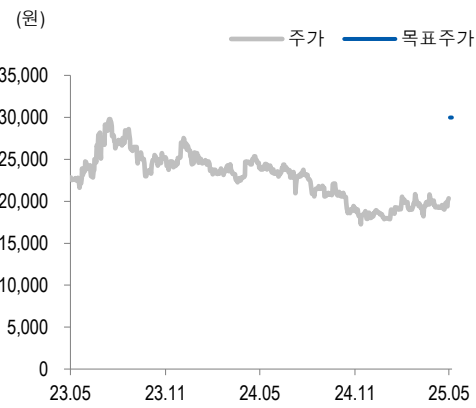


P/B band chart

(천원)



유나이티드제약 (033270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-29	BUY	30,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.