

유나이티드제약 (033270)

기업분석 | 제약/바이오/의료기기

2013년 03월 26일

Analyst 김현옥 ☎ 02 6915 5662 [khw7992@ibks.com]

매수(유지)

제네릭 비즈니스 모델의 진화를 제시하다!

향후 정부정책 방향은 재정안정화를 위한 '지출의 효율화'

최근 국민건강보험공단은 정기이사회를 통해 2012년 건강보험수지가 약 3.3조원으로 사상 최대 흑자달성을 발표했는데, 이는 지난해 대규모 약가인하 등 규제를 통한 지출 억제가 주된 요인으로 작용했다. 하지만 신(新)정부의 보건복지에 대한 확대 정책이 추진 되면서, 건보 재정지출도 더욱 증가할 것으로 전망한다. 이로 인해 **향후 정부정책 방향은 건보 재정안정화를 위해 제한된 재정 수입 속에서 '지출의 효율화'로 초점될 것으로 예상, 저가의약품에 대한 수요를 독려하는 한편, 국내 제약산업 발전을 위해 개량신약을 육성할 것으로 판단**한다. 따라서 제재개발 능력이 우수한 1st 제네릭 및 개량신약 Pipeline을 확보한 업체에게는 중장기적 수혜가 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 17,000원으로 상향

동사에 대한 목표가격을 기존 14,000원에서 17,000원으로 상향하며, 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 12개월 F-EPS에 동사의 역사적 PER과 동종업계 PER의 평균을 적용, 목표 PER 13배로 산정했으며, 3/25 증가대비 26% 상승여력이 있다.

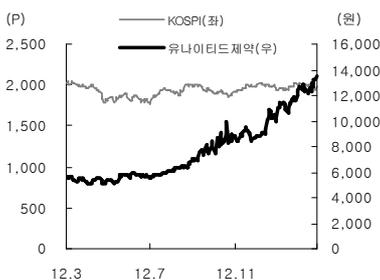
목표주가 상향 근거(Investment points)

- ① **높은 성장성과 수익성** : 지난해 동사는 대규모 일괄약가인하에도 불구하고, 원가경쟁력을 바탕으로 개량신약과 순환기 등 고마진 품목 비중 확대 전략으로 높은 수익성을 시현, 2013년에도 성장성과 수익성이 기대
- ② **우수한 R&D Pipeline** : 현재 동사는 우수한 연구개발 기술을 통해 3개의 개량신약 보유 외 매년 약 20여개의 신제품 출시를 바탕으로 신성장 동력 확보
- ③ **매력적인 Valuation** : 동사의 2013년 예상 PER은 약 10배로써 상위 6개 제약사 24.5배, 중소제약사 16배 대비 매력적인 수준으로 판단
- ④ **향후 정책방향에 수혜** : 보건복지에 대한 정책 확대로 국내 제약산업에 대한 정부정책은 규제 속에서도 저가의약품 수요 확대 독려 전망. 따라서 개량신약에 대한 정부지원은 확대될 것으로 예상되며, 동사에겐 중장기적 수혜가 예상

| | |
|----------------|------------|
| 목표주가 | 17000원 |
| 현재가 (3/25) | 13,500원 |
| KOSPI (3/25) | 1,977.67pt |
| 시가총액 | 2,090억원 |
| 발행주식수 | 15,485천주 |
| 액면가 | 500원 |
| 52주 최고가 | 13,500원 |
| 최저가 | 5,060원 |
| 60일 일평균거래대금 | 31억원 |
| 외국인 지분율 | 8.8% |
| 배당수익률 (12.12월) | 1.4% |
| 주요제품 매출비중 | |
| 순환기 | 22.6% |
| 항생제 | 19.3% |
| 주주구성 | |
| 강덕영 외 10 인 | 44.34% |

| | | | |
|-------|-----|-----|------|
| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | 12% | 93% | 140% |
| 절대기준 | 14% | 94% | 146% |

유나이티드제약 주가추이



| (단위: 억원/배) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,454 | 1,348 | 1,505 | 1,655 | 1,820 |
| 영업이익 | 285 | 202 | 232 | 261 | 294 |
| 세전이익 | 231 | 209 | 243 | 275 | 310 |
| 당기순이익 | 207 | 168 | 194 | 220 | 248 |
| EPS(원) | 1,364 | 1,085 | 1,254 | 1,419 | 1,603 |
| 증가율(%) | 21.7 | -20.5 | 15.6 | 13.2 | 12.9 |
| 영업이익률(%) | 19.6 | 15.0 | 15.4 | 15.8 | 16.2 |
| 순이익률(%) | 14.2 | 12.5 | 12.9 | 13.3 | 13.6 |
| ROE(%) | 20.1 | 13.6 | 13.6 | 13.6 | 13.6 |
| PER | 4.1 | 8.2 | 10.8 | 9.5 | 8.4 |
| PBR | 0.8 | 1.0 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 3.0 | 5.8 | 7.8 | 6.7 | 5.9 |

자료: Company data, IBK투자증권 예상. 영업이익은 발표영업이익임

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Contents

| | |
|------------------------------------|---|
| I . Valuation | 3 |
| 투자의견 매수유지, 목표주가 17,000원으로 상향 | 3 |
| II . 목표주가 상향 근거..... | 4 |
| 1. 높은 성장성과 수익성 | 4 |
| 2. 우수한 R&D Pipeline | 6 |
| 3. 매력적인 Valuation | 7 |
| 4. 향후 정책방향에 수혜 | 8 |

I. Valuation

투자의견 매수유지, 목표주가 17,000원으로 상향

투자의견 매수유지
 목표주가는 17,000원 상향

유나이티드제약에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 14,000원에서 17,000원으로 상향한다. 목표주가는 3/25 증가대비 25.9% 상승여력이 있다.

동사에 대한 목표주가는 12개월 Forward EPS에 최근 3년간 동사의 역사적 PER과 동종업계 PER의 평균을 적용하여 목표 PER 12.8배로 산정하였다. 다만, 종전 중소제약사로서의 할인(Discount)률은 최근 국내 제약업종의 Valuation에 대한 리레이팅(Rerating)과 동사만의 경쟁력을 반영하여 적용하지 않았다.

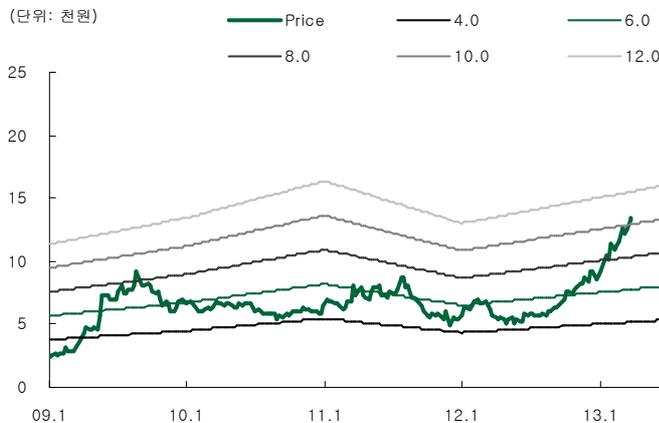
표 1. PER Multiple Valuation

(단위: 원 %)

| 항목 | 기업치 | 비교 |
|---------------------|--------|-----------------------------|
| ① 12개월 Forward EPS | 1,295 | 가중평균 적용 (940 + 355) |
| 2013년 | 940 | 1,254 X (9 / 12) |
| 2014년 | 355 | 1,419 X (3 / 12) |
| ② 산출된 목표 PER(배) | 12.8 | {(③ X ④) + ⑤} / 2 |
| 2010년 | 5.8 | |
| 2011년 | 4.1 | |
| 2012년 | 8.2 | |
| ③ 동사의 과거 3년간 평균 PER | 6.0 | (5.8 + 4.1 + 8.2) / 3 |
| ④ 할인 및 프리미엄(%) | - | 중견제약사에 대한 할인(Discount)률 미반영 |
| ⑤ 2013년 제약업종 예상 PER | 19.5 | KOSPI 기준 |
| ⑥ 목표주가 | 16,531 | ① X ② |
| ⑦ 최종 목표주가 | 17,000 | 3/25 증가대비 25.9% 상승여력 |

자료: IBK투자증권

그림 1. 유나이티드제약 12개월 Forward PER Band Chart



자료: Valuwis, IBK투자증권

II. 목표주가 상향 근거

1. 높은 성장성과 수익성

순환기 등 고령화 품목
확대로 높은 성장성을,

개량신약과 고마진 품목
확대로 높은 수익성을

유나이티드제약은 지난해 대규모 일괄약가인하에도 불구하고, ① 자체 원료합성을 통한 원가 경쟁력과 ② 순환기와 개량신약 등 고마진 품목 비중 확대 전략으로 양호한(2012년 영업이익익률 15% 달성) 수익성을 실현했다. 이러한 동사의 수익성 추세는 2013년에도 이어질 것으로 예상되는데, 그 근거로는 ① 순환기 위주로의 고마진 품목의 매출 확대가 지속될 것으로 보이며, ② 4월 본격 시판 예정인 동사의 3호 개량신약 실로스탄 CR정(항혈전제)이 기존 개량신약(클란자 CR정(소염진통제), 칼라빅신듀오캡슐(항혈전복합제)) 확대에 따른 수익성 제고 시너지를 배가시킬 것으로 판단되기 때문이다.

성장성에서도 높은 제제기술을 바탕으로 한 1st Generic 의약품과 높은 약가 품목이 많아 비록 지난해 역성장을 했지만, 2013년에는 두 자릿수 성장을 할 것으로 전망한다. 이는 기존 품목의 자연 성장 외 ① 동사의 3호 개량신약과 약 20여개의 신제품 출시로 신규매출 확대효과, ② 수탁사업의 본격 가동으로 이에 대한 신규매출 효과, ③ 항암제 등 수출 확대 등을 통해 가능할 것으로 분석된다.

따라서 동사의 **2013년 연간 예상실적은 K-IFRS 별도기준 매출액 1,505억원(+11.6% YoY), (조정)영업이익 227억원(+12.1% YoY, OPM 15.1%), 당기순이익 194억원(+15.6% YoY, NPM 12.9%)으로 양호한 실적을 달성할 것으로 전망한다.**

표 2. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 억원 %)

| | 변경 전 (2013.01.15) | | | | | 변경 후 (2013.03.26) | | | | |
|-------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q(F) | 2Q(F) | 3Q(F) | 4Q(F) | 연간 | 1Q(F) | 2Q(F) | 3Q(F) | 4Q(F) | 연간 |
| 매출액 | 355 | 380 | 375 | 395 | 1,505 | 345 | 382 | 373 | 405 | 1,505 |
| YoY | 1.4 | 7.9 | 13.6 | 17.9 | 10.1 | -1.5 | 8.5 | 13.0 | 28.3 | 11.6 |
| 영업이익 | 52 | 66 | 49 | 60 | 227 | 51 | 60 | 57 | 59 | 227 |
| 순이익 | 42 | 54 | 41 | 50 | 188 | 43 | 50 | 48 | 53 | 194 |
| 영업이익률 | 14.6 | 17.4 | 13.0 | 15.1 | 15.1 | 14.8 | 15.7 | 15.3 | 14.5 | 15.1 |
| 순이익률 | 12.0 | 14.3 | 10.9 | 12.7 | 12.5 | 12.4 | 13.1 | 12.9 | 13.2 | 12.9 |

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임
자료: IBK투자증권

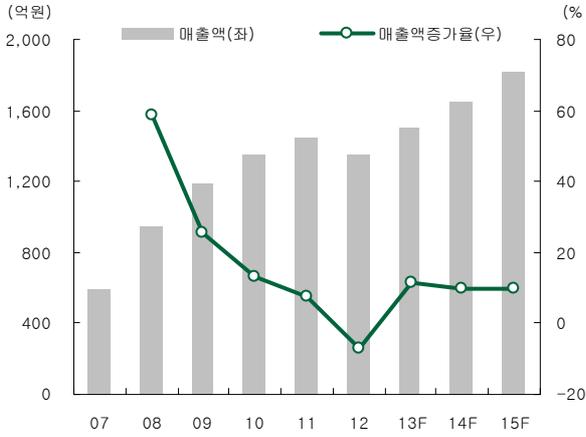
표 3. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

(단위: 억원 %)

| | 2012 | | | | | 2013F | | | | |
|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1Q(F) | 2Q(F) | 3Q(F) | 4Q(F) | 연간 |
| 매출액 | 350 | 532 | 330 | 316 | 1,348 | 345 | 382 | 373 | 405 | 1,505 |
| YoY | 0.3 | -4.9 | -7.8 | -16.3 | -7.3 | -1.5 | 8.5 | 13.0 | 28.3 | 11.6 |
| 영업이익 | 60 | 56 | 43 | 43 | 202 | 51 | 60 | 57 | 59 | 227 |
| 순이익 | 60 | 37 | 35 | 35 | 168 | 43 | 50 | 48 | 53 | 194 |
| 영업이익률 | 17.2 | 15.9 | 13.0 | 13.6 | 15.0 | 14.8 | 15.7 | 15.3 | 14.5 | 15.1 |
| 순이익률 | 17.2 | 10.6 | 10.7 | 11.1 | 12.5 | 12.4 | 13.1 | 12.9 | 13.2 | 12.9 |

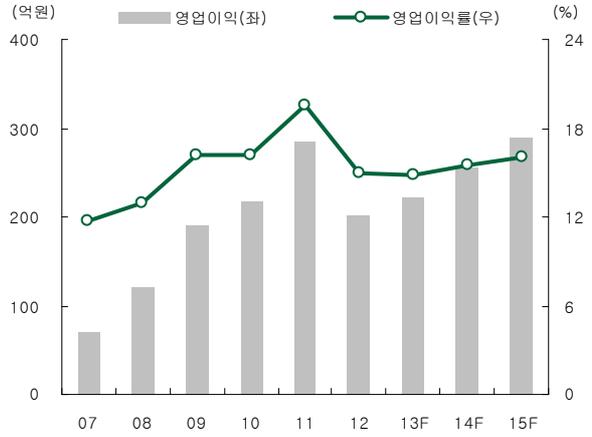
주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임
자료: IBK투자증권

그림 2. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



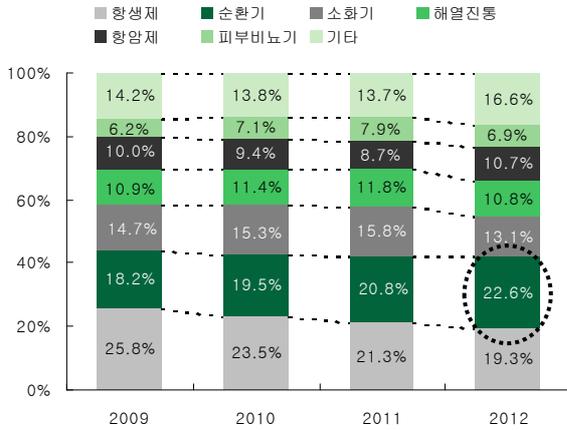
자료: IBK투자증권

그림 3. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



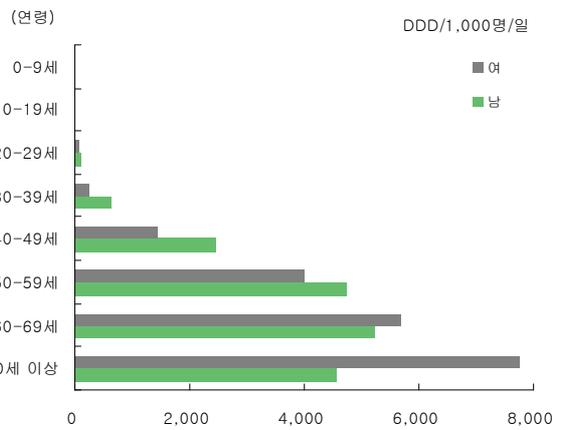
자료: IBK투자증권

그림 4. 동사의 효능군별 매출 비중 현황



자료: 유나이티드제약, IBK투자증권

그림 5. 2010년 기준 연령대별 순환기 의약품 복용 현황



주: DDD/1,000명/월은 인구 천명 당 일 복용량을 의미

자료: 보건복지부, IBK투자증권

2. 우수한 R&D Pipeline

2013년 약 20여 품목
신제품 출시로
신성장동력 확보

유나이티드제약은 국내 중소제약사 중 드물게 개량신약 중심의 차별화된 R&D 전략을 취하고 있다. **개량신약(IMD: Incrementally Modified Drug)은 기존 신약(오리지널 의약품) 대비 복용편의성과 복용효과증진 등을 개량, 개선한 것으로** 2008년 식품의약품 안전청(이하 식약청)에서 구체적으로 정의 및 규정되었다. 구체적으로는 기존 의약품의 염변경 또는 이성체로 개발된 약제로 새로운 용업과 용량 의약품 또는 신규 제형(동일 투여경로)으로 허가 받은 약제를 의미한다.

개량신약은 ① 해당 업체에는 R&D 측면에서의 비용과 시간, 개발 성공률을 제고함으로써 신약에 준하는 수혜를, ② 정부기관에는 국내 제약산업 R&D의 발전과 동시에 기존 신약 대비 약제비 절감효과를 준다는 측면에서 최근 정책적으로 강하게 추진하고 있다.

표 4. 동사의 R&D Pipeline 현황

| 구분 | 품목 | 적용증 | 특장비고 |
|-----|---------------|--------------|-----------------------------|
| 복합제 | UI15AmlL055MT | 고혈압제 | 임상 1상 / 2014년 발매예정 |
| | UI03SPG300CT | 항혈전제 | 임상 2상 완료 / 2013년 발매예정 |
| 사행형 | UI02CST200CT | 항혈전제 | 임상 1상 / 2014년 발매예정 |
| | UI04LDP090CT | 진해거담제 | 임상 1상 / 2015년 발매예정 |
| | UI05MSP015CT | 위장운동조절제 | 심상 1상 / 2015년 발매예정 |
| | UI15AML055MT | 고혈압제 | 임상 1상 / 2014년 발매예정 |
| | UI11EPR150CT | 근이완제 | 2013년 비임상 완료예정 / 2015년 발매예정 |
| | UI051TTP050CT | 항혈전제 | 전임상 / 2015년 발매예정 |
| | UI05MSP015CT | 소화기계 | 전임상 / 2015년 발매예정 |
| | 가용화기술 | UN02DTX236IV | 항암제 |
| 신약 | UN01SPIOIV | 조영제 | 전임상 / 2014년 발매예정 |
| | UN02DTX236IV | 항암제 | 전임상 / 2015년 발매예정 |

자료: 유나이티드제약, IBK투자증권

표 5. 상반기 발매 예정인 동사의 신제품 Line-up

| No | 발매시기 | 제품명 | 적용증 | 시장규모 (2011년) | |
|----|------|-----|---------------|--------------|---------|
| 1 | 1분기 | 2월 | 뉴팩스정 20mg | 순환기(고지혈증) | 2,790억원 |
| 2 | | 3월 | 브로핀 캡슐 | 호흡기 | 105억원 |
| 3 | | 3월 | 가스타인정 | 가능성 소화불량 | 416억원 |
| 4 | 2분기 | 4월 | 튜팩스정 10mg | 순환기(고지혈증) | 4,790억원 |
| 5 | | 5월 | 파미렉스정 | 대상포진 | 363억원 |
| 6 | | 5월 | 몬트레이정 | 천식치료제 | 536억원 |
| 7 | | 4월 | 실로스탄 CR정 | 항혈전제 | 505억원 |
| 8 | | 6월 | 로베돌 10 / 20mg | 소화성궤양 | 480억원 |
| 9 | | 6월 | 탐스트로 캡슐 | 전립선비대증 | 333억원 |
| 10 | | 6월 | 소프란 캡슐 | 소화성궤양 | 418억원 |

자료: 유나이티드제약, IBK투자증권

3. 매력적인 Valuation

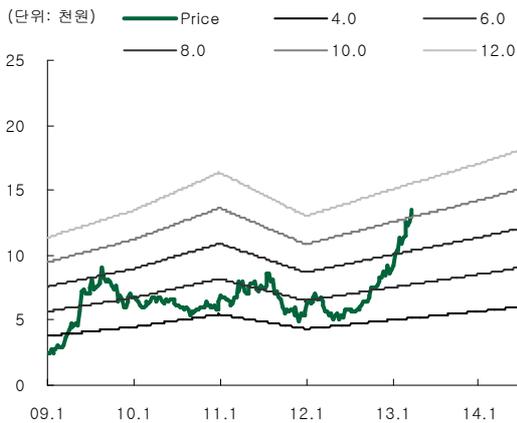
현 시점에서의
중소제약사에 대한
적정 Valuation 수준은?

지난해 2분기 상위제약종목을 중심으로 시작한 제약업종에 대한 주가제고 랠리는 지난해 3분기 의료기기종목, 4분기 중소제약종목까지 확대되면서, 제약업종을 포함한 국내 헬스케어(Healthcare) 업종 전반적인 Valuation 레벨 업(Level-up)을 이끌어 왔다.

현 시점에서 국내 상위제약종목은 2013년 예상 PER로 약 25~30배를, 중견제약종목이 약 15배 수준을, 그리고 2nd Player로써 향후 중견 및 상위제약종목으로 성장할 만한 잠재력과 자체 경쟁력을 확보한 종목들이 약 10~13배로 형성하고 있다.

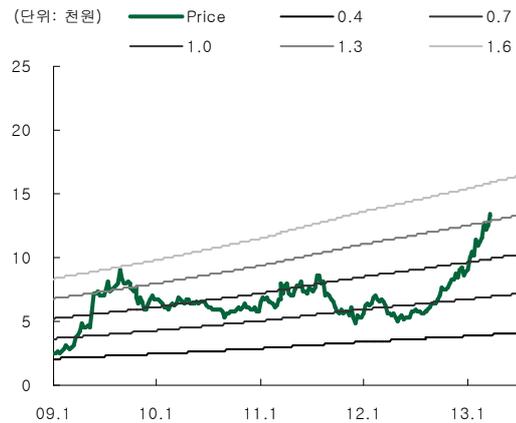
유나이티드제약은 국내 400여개 제약업체 중 제네릭 비즈니스 모델(GBM: Generic business-model)을 중심으로 영위하고 있다. 상위 GBM 업체와 그 밖의 유사 규모인 2nd Player 업체 등과 비교하면, 성장성과 수익성 측면에서 현재 2013년 예상 PER 10.8배는 매력적인 Valuation 수준으로 판단한다.

그림 6. 동사의 12개월 Forward PER Band Chart



자료: Valuwise, IBK투자증권

그림 7. 동사의 12개월 Forward PBR Band Chart



자료: Valuwise, IBK투자증권

시점에서의
중소제약사에 대한
적정 Valuation 수준은?

4. 향후 정책방향에 수혜

최근 국민건강보험공단은 2013년 제1회 정기이사회를 통해 2012년 건강보험수지가 약 3.3조원으로 사상 최대 흑자달성을 발표했다. 건강보험공단의 이 같은 성과는 지난해 실시한 신약가제도, 즉 대규모 약가인하로 인해 가능했으며, 그 밖에 저가구매인센티브제, 기동제의약품 약가인하, 리베이트 쌍벌죄 등 주로 규제와 지출통제 정책으로 인한 것으로 분석된다.

하지만 신(新)정부의 보건복지에 대한 정책확대공약과 지난 3월 21일 보건복지부의 청와대의 업무계획에 따르면, 향후 건강보험 재정지출은 더욱 증가될 것으로 예상된다. 특히 이번 복지부의 업무보고는 신정부의 공약과 대통령직인수위원회 결정 사항을 충실히 이행하는 데 초점, 즉 4대 중증 질환(암, 심장, 뇌혈관, 희귀난치성)을 넘어 대부분 질환에 대한 국민의 의료비 부담을 줄이기 위한 방안이 담겼다는 평가이기 때문에 재정안정화에 대한 정부의 요구는 더욱 커질 것으로 예상된다.

이번 국민건강보험공단이 발표한 2012년 건강보험수지를 분기별로 분석해보면, 지난 2012년 4월 약가인하를 단행한 직후인 2분기에는 약 2.4조원의 사상 최대 분기 흑자를 기록했지만, 3분기 약 0.5조원, 4분기에는 다시 분기별 적자로 전환되는 등 재정안정화에 대한 정부의 대책이 시급히 마련될 것으로 전망한다.

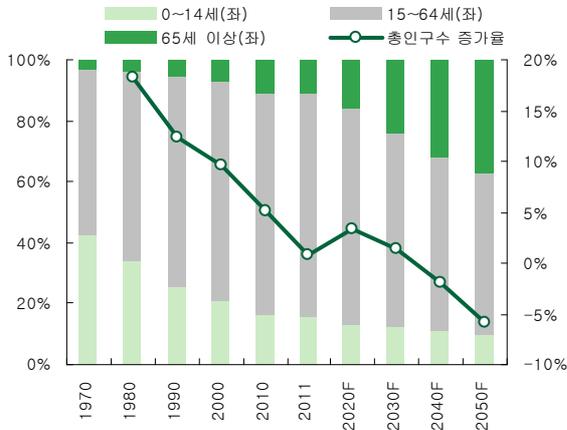
따라서 **향후 정부정책 방향은 건보 재정안정화를 위해 제한된 재정 수입 속에서 '지출의 효율화'로 초점될 것으로 예상. 저가의약품에 대한 수요를 독려하는 한편, 국내 제약 산업 발전을 위해 개량신약을 육성할 것으로 판단**한다. 이는 제제개발 능력이 우수한 1st 제네릭 및 개량신약 Pipeline을 확보한 업체에게는 중장기적 수혜가 예상되기 때문에 유나이티드제약을 비롯한 관련 종목들에 대한 관심을 제고할 필요가 있다고 판단한다.

표 6. 신정부의 연도별 복지사업 확대 계획

| 연도 | 주요내용 | 세부사항 |
|-------|----------------------------|---|
| 2013년 | 비급여 3대 항목 경감방안 논의시작(3월) | - 기초연금 관련 법안 국회 제출(8월) - 4대 중증질환 초음파부터 보험 적용(10월) - 시군제 보육서비스 시범 실시 |
| 2014년 | 저소득층 의료비 부담 최대 120만원으로 | - 기초연금 시행(7월) - 75세 이상 노인 임플란트 건보 적용(7월) - 기초수급자도 근로장려세제(EITC) 적용 |
| 2015년 | 70세 이상 임플란트 건보적용 | - 어린이집 특별활동비 금지 - 글로벌 헬스케어 전문 양성기관 설립 |
| 2016년 | 4대 중증질환 의료서비스 100% 보험적용 | - 65세 이상 임플란트 건보 적용 - 보육료 지원 30만원으로 상향 |

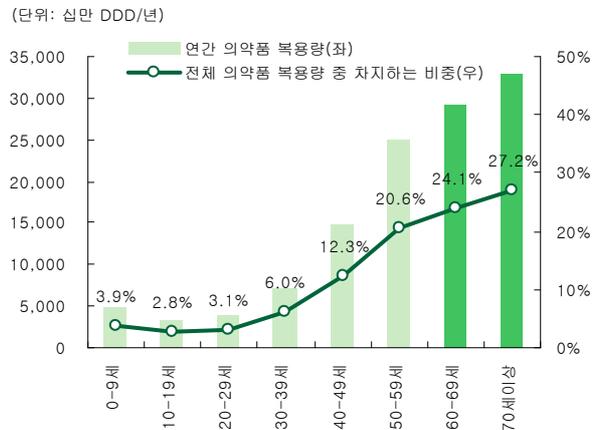
자료: 보건복지부, 한국경제 2013. 03. 22 A3면 참고, IBK투자증권

그림 8. 연도별 국내 연령별 인구 구성비 현황



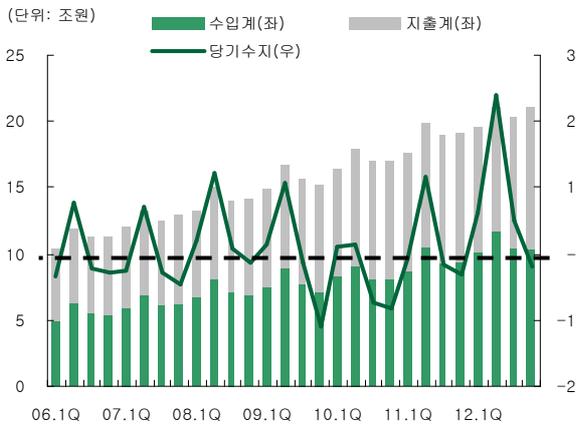
자료: 통계청(2011), IBK투자증권

그림 9. 2010년 기준 국내 연령별 의약품 사용 현황



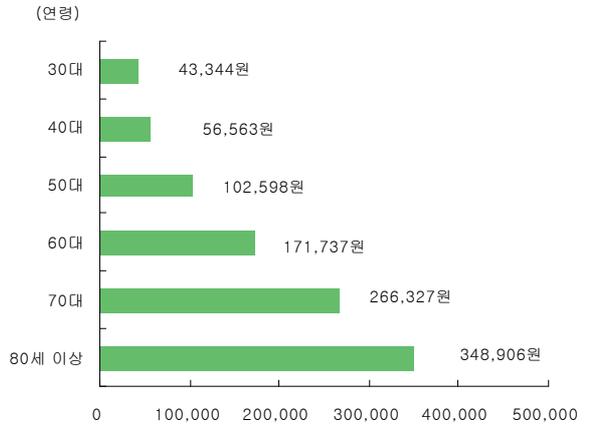
주: DDD/년은 연간 일 복용량을 의미함
 자료: 보건복지부, 한국보건사회연구원, IBK투자증권

그림 10. 2012년 기준 건강보험 재정현황



자료: 국민건강보험공단, IBK투자증권

그림 11. 2012년 기준 연령별 1인당 월평균 진료비



자료: 국민건강보험공단, IBK투자증권

| 손익계산서 | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
| 매출액 | 1,454 | 1,348 | 1,505 | 1,655 | 1,820 |
| 매출원가 | 560 | 594 | 660 | 720 | 786 |
| 매출총이익 | 894 | 754 | 845 | 936 | 1,034 |
| 매출총이익률(%) | 61.5 | 55.9 | 56.1 | 56.5 | 56.8 |
| 판매비 | 609 | 551 | 618 | 678 | 743 |
| 판매비율(%) | 41.9 | 40.9 | 41.1 | 41.0 | 40.8 |
| 조정영업이익 | 285 | 202 | 227 | 257 | 291 |
| 조정영업이익률(%) | 19.6 | 15.0 | 15.1 | 15.6 | 16.0 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 5 | 4 | 3 |
| 이자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 5 | 4 | 3 |
| 영업이익 | 285 | 202 | 232 | 261 | 294 |
| 영업이익률(%) | 19.6 | 15.0 | 15.4 | 15.8 | 16.2 |
| EBITDA | 328 | 247 | 276 | 308 | 344 |
| EBITDA마진율(%) | 22.5 | 18.3 | 18.3 | 18.6 | 18.9 |
| 순금융손익 | -9 | -3 | 11 | 13 | 16 |
| 이자손익 | -9 | 0 | 11 | 13 | 16 |
| 기타 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -45 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 외환거래손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -45 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 중속공동자배당관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전이익 | 231 | 209 | 243 | 275 | 310 |
| 법인세 | 24 | 41 | 49 | 55 | 62 |
| 계속사업이익 | 207 | 168 | 194 | 220 | 248 |
| 중단사업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 207 | 168 | 194 | 220 | 248 |
| 당기순이익률(%) | 14.2 | 12.5 | 12.9 | 13.3 | 13.6 |
| 자배주주당순이익 | 207 | 168 | 194 | 220 | 248 |
| 비자배주주당순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타표준이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총표준이익 | 207 | 168 | 194 | 220 | 248 |
| 총표준이익률(%) | 14.2 | 12.4 | 12.9 | 13.3 | 13.6 |

| 투자지표 | | | | | |
|-------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| (12월 결산) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
| Valuation | | | | | |
| EPS ¹ (원) | 1,364 | 1,085 | 1,254 | 1,419 | 1,603 |
| EPS ² (원) | 1,364 | 1,085 | 1,254 | 1,419 | 1,603 |
| BPS ¹ (원) | 7,196 | 8,507 | 9,604 | 10,871 | 12,323 |
| CPS(원) | 2,181 | 1,708 | 1,436 | 1,607 | 1,802 |
| DPS(원) | 110 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| PER ¹ (배) | 4.1 | 8.2 | 10.8 | 9.5 | 8.4 |
| PBR ¹ (배) | 0.8 | 1.0 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| PCR(배) | 2.6 | 5.2 | 9.4 | 8.4 | 7.5 |
| EV/EBITDA(배) | 3.0 | 5.8 | 7.8 | 6.7 | 5.9 |
| 배당수익률(%) | 1.9 | 1.4 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 성장성 | | | | | |
| 매출액증가율(%) | 7.8 | -7.3 | 11.6 | 10.0 | 10.0 |
| 영업이익증가율(%) | 31.2 | -29.1 | 14.5 | 12.7 | 12.6 |
| EBITDA증가율(%) | 25.8 | -24.7 | 11.7 | 11.5 | 11.8 |
| 순이익증가율(%) | 23.0 | -19.0 | 15.6 | 13.2 | 12.9 |
| EPS ¹ 증가율(%) | 21.7 | -20.5 | 15.6 | 13.2 | 12.9 |
| 수익성 | | | | | |
| ROE ¹ (%) | 20.1 | 13.6 | 13.6 | 13.6 | 13.6 |
| ROA(%) | 13.5 | 9.4 | 9.7 | 9.8 | 10.0 |
| ROIC(%) | 21.2 | 16.4 | 17.5 | 18.1 | 18.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 유동비율(%) | 229.2 | 268.8 | 262.8 | 282.7 | 298.6 |
| 부채비율(%) | 50.2 | 40.2 | 40.7 | 36.9 | 33.9 |
| 차입금/EBITDA(배) | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 이자보상배율(배) | 19.8 | 22.2 | 132.9 | 139.4 | 152.2 |
| 활동성 | | | | | |
| 매출채권회전율(배) | 3.7 | 3.5 | 3.8 | 3.6 | 3.6 |
| 재고자산회전율(배) | 7.4 | 5.2 | 4.7 | 4.5 | 4.3 |
| 매입채무회전율(배) | 32.5 | 26.3 | 25.0 | 23.6 | 23.9 |
| 총자산회전율(배) | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |

주: ¹자배주주기준, ²지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

| 재무상태표 | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
| 비유동자산 | 818 | 949 | 1,010 | 1,065 | 1,131 |
| 유형자산 | 534 | 595 | 613 | 645 | 682 |
| 무형자산 | 17 | 23 | 29 | 34 | 39 |
| 투자자산 | 100 | 154 | 178 | 187 | 199 |
| 투자부동산 | 144 | 154 | 160 | 168 | 176 |
| 기타 비유동자산 | 23 | 23 | 30 | 32 | 35 |
| 유동자산 | 881 | 929 | 1,123 | 1,285 | 1,475 |
| 재고자산 | 225 | 298 | 344 | 392 | 455 |
| 유기증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출채권 | 412 | 350 | 449 | 483 | 531 |
| 기타유동자산 | 65 | 113 | 126 | 136 | 149 |
| 현금및현금성자산 | 179 | 168 | 203 | 275 | 340 |
| 기타 금융업 자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 1,699 | 1,879 | 2,133 | 2,350 | 2,606 |
| 비유동부채 | 184 | 193 | 190 | 179 | 165 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 91 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 금융리스부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 비유동부채 | 92 | 86 | 83 | 72 | 58 |
| 유동부채 | 384 | 346 | 427 | 454 | 494 |
| 단기차입금 | 157 | 67 | 86 | 93 | 102 |
| 매입채무및기타채무 | 50 | 53 | 68 | 73 | 80 |
| 유동성장기부채 | 25 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 기타유동부채 | 153 | 168 | 215 | 231 | 254 |
| 기타 금융업 부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 568 | 538 | 617 | 633 | 659 |
| 자배주주지분 | 1,131 | 1,340 | 1,516 | 1,717 | 1,947 |
| 자본금 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 자본잉여금 | 157 | 166 | 166 | 166 | 166 |
| 자본조정등 | -42 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 기타포괄이익누계액 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 938 | 1,089 | 1,265 | 1,466 | 1,696 |
| 비자배주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,131 | 1,340 | 1,516 | 1,717 | 1,947 |

| 현금흐름표 | | | | | |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| (억원) | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 281 | 226 | 101 | 181 | 183 |
| 당기순이익 | 207 | 168 | 194 | 220 | 248 |
| 현금유출이없는비용 및 수익 | 124 | 97 | 28 | 29 | 31 |
| 유형자산및무형자산취득 | 40 | 43 | 42 | 44 | 47 |
| 무형자산상각비 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분손실(이익) | 1 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용(수익) | 9 | 0 | -11 | -13 | -16 |
| 기타 | 72 | 46 | -5 | -4 | -3 |
| 영업활동으로인한부채변동 | -25 | -6 | -132 | -81 | -112 |
| 매출채권및기타채권인감소 | 25 | 62 | -99 | -33 | -48 |
| 재고자산인감소 | -61 | -76 | -46 | -47 | -64 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 4 | 3 | 15 | 5 | 7 |
| 기타 | 7 | 5 | -2 | -6 | -8 |
| 영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름 | -25 | -32 | 11 | 13 | 16 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -180 | -240 | -115 | -110 | -127 |
| 투자자산의 감소(증가) | -27 | -34 | -30 | -16 | -20 |
| 유형자산의 감소 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -145 | -110 | -60 | -75 | -84 |
| 무형자산의 감소(증가) | -2 | -7 | -8 | -8 | -8 |
| 기타 | -287 | -220 | -7 | -2 | -3 |
| 투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름 | -30 | -89 | -130 | -158 | -180 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 4 | 3 | 49 | 1 | -83 |
| 장기차입금의증가(감소) | 50 | 73 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | 60 | 49 | 13 | -73 |
| 투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름 | -45 | -130 | 0 | -12 | -9 |
| 현금의 증가 | 105 | -11 | 35 | 72 | -27 |
| 기초현금 | 74 | 179 | 168 | 203 | 275 |
| 기말현금 | 179 | 168 | 203 | 275 | 248 |

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

| 종목명 | 담당자 | 담당자 보유여부 | | | 1%이상 보유여부 | 유가증권 발행만면 | 계열사 관계여부 | 공개매수 사무취급 | IPO | 회사채 지급보증 | 중대한 이해관계 | M&A 관련 |
|-----|-----|----------|-----|-----|-----------|-----------|----------|-----------|-----|----------|----------|--------|
| | | 수량 | 취득가 | 취득일 | | | | | | | | |

해당사항없음

투자이견 안내

| 종목 투자이견 (절대수익률 기준) | 업종 투자이견 (상대수익률 기준) | 투자 기간 |
|--|---|-------|
| 적극매수 40%~ 매수 15%~ 중립 -15% ~ 15% 비중축소 ~ -15% | 비중확대 +10%~ 중립 -10% ~ +10% 비중축소 ~ -10% | 12개월 |

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

유나이티드제약 [매수 / TP:17,000원]
(원)

