

한국유나이티드제약

(코스닥 상장예정 기업)

제약 담당 하태기(3773-8872)

(단위:백만원,%,원)

	매출액	증감률	EBITDA	Margin	경상이익	증감률	순이익	증감률	EPS
96.3	8,398	60.2	1,570	18.7	571	64.6	456	22.6	691
97.3	11,530	37.3	2,202	19.1	899	57.4	741	62.5	926
98.3	16,290	41.3	2,680	16.5	1,208	34.4	988	33.3	988
99.3	24,233	48.8	6,902	28.5	3,435	184.4	2,969	200.5	2,969
00.3E	33,926	40.0	7,987	23.5	5,232	52.3	4,290	44.5	3,432
01.3E	47,157	39.0	10,141	21.5	6,557	25.3	5,245	22.3	4,196

· 상장후 자본금 : 62.5 억원, 추정 시가총액(적정주가기준) : 373 억원

· 발생주식수(공모후): 125 만주, 추정 유통주식수(공모후): 25 만주

· 적정주가 : 30,091 원

● 병원치료제 비중이 높은 다품종 소량생산의 소형 제약사

- 동사는 1987년 설립되었으며 1992년 5월 우수약품제조관리기준(KGMP)에 지정되었으며, 94년 11월 기업부설 중앙연구소를 설립했다. 1998년에는 베트남 및 필리핀에 지사를 설립했으며 최근에는 미국 시장 개척을 위해 현지공장 설립을 추진중이다.
- 동사의 의약품은 소량 다품종 생산체제이며 99.3월 기준 매출구성은 항암제 12.4%, 항생제 25.19%, 순환기계 12.15%, 비타민제 15.26%, 해열진통제 6.11%, 소화기계 4.99%로 되어있다. 이러한 매출구성에 의해 병원중심 전문치료제 비중이 78%이고 일반의약품 비중이 22%이다.
- 상장전 지분구조는 강덕영외 95%, 제일창투 5% 로 되어있고 상장후에는 강덕영외 76%, 제일창투 4%,우리사주 4%, 기타 16% 이다.

● 대주주 수출시장개척 의지 높아

- 특히 동사는 최고 경영진의 수출확대 전략에 의해 제약사중 드물게 수출비중이 높다. 99년 3월기준 수출비중이 30.16%로 565 만달러(73 억원)의 수출실적을 나타내고 있다.
- 동사의 수출부문은 해외 각국으로부터 일년 정도의 시간을 필요로 하는 의약품수출허가 등록증을 미리 받아 두는 공격적 전략을 채택하고 있다. 의약품의 등록은 의약품 수출을 하기위한 필수조건이다. 현재 세계 30여 개국에 650 품목의 의약품 허가증을 받았거나 추진 중에 있는데 이를 기반으로 수출주문의 확대를 추진하고 있다.

● 수출증대, OTC 및 원료의약품 시장 진출로 고성장 지속 예상

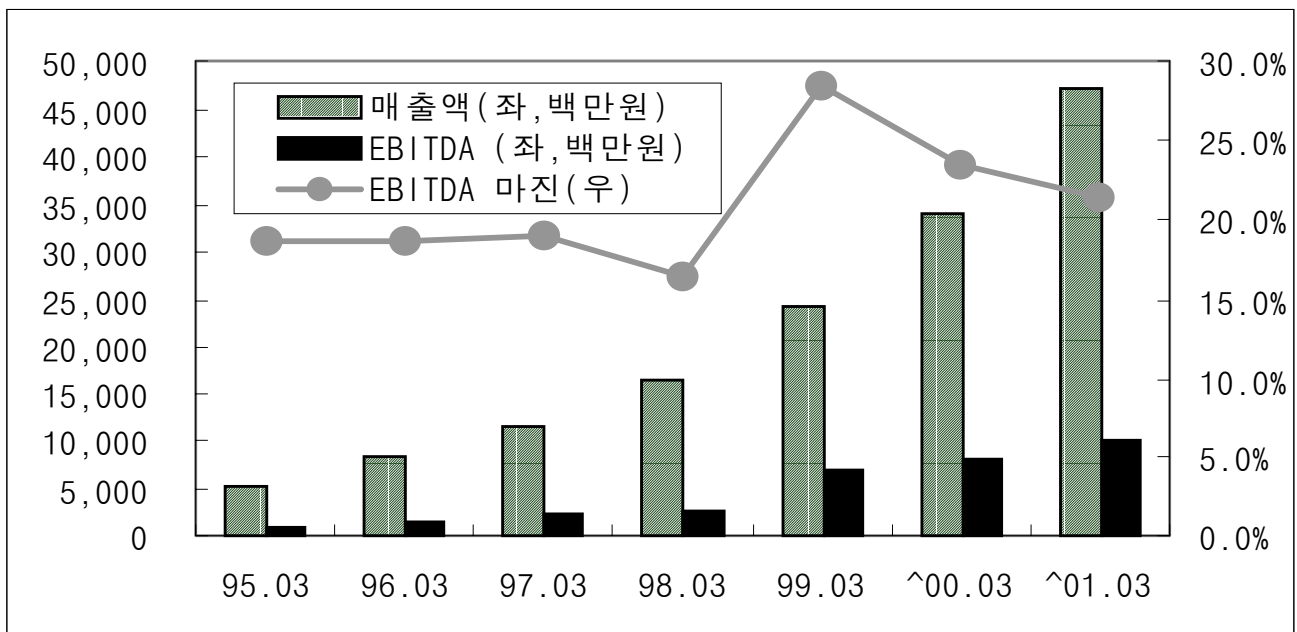
- 동사가 99.3월기준 매출이 242 억원이었는데 금년 344 억원, 내년 501 억원의 매출이 가능할 것으로 추정된다. 고성장 전략은 수출증대, 국내 OTC 제품 확대, M&A 를 통한 원료의약품 시장의 진출이다.

- 특히 미국시장 진출을 위해 국내 제약사로서는 처음으로 99년 4월에 미국 알라바마주에 독자적으로 현지법인을 설립하였다. 이 공장은 대지 12,000 평, 연건평 1,600 평 규모로 주사제, 정제, 캡셀제 등을 생산 출시할 예정이다. 공장설립과 관련된 자금은 국내에서 20억원, 현지에서 채권발행을 통해 20억원 조달할 계획으로 있으며 의약품 생산은 내년 5월부터 시작될 전망이다. 이 공장은 미국의 FDA 기준을 충족하게 만들어 수출제품의 브랜드 가치를 키워 해외 수출증대의 발판으로 활용될 예정이다.
- 내수부문은 OTC 부문의 매출을 늘릴 계획에 있다. 금년도부터 진통제 관련 OTC 제품을 출시하는 등 OTC 비중 확대를 추진하고 있다.
- 다음으로 국내 중소 원료의약품 제조회사를 인수하여 원료의약품도 신규사업으로 진출하고 있다. 내년부터 이 부문에서 매출액 성장에 크게 기여할 것으로 추정된다.
- 이와 같이 수출의 고성장과 내수의 증대에 의해 전체 매출액은 99~00년 연평균 39%를 유지할 것으로 전망되고 있다.

● EBITDA 마진 20%대 이상 추정

- 동사의 99.3월기준 EBITDA 마진은 28.5%로 전년보다 12%P 증가했다. 그 원인은 매출이 큰 폭 신장하여 환율상승에 따른 원재료비 증가를 상쇄시키면서 매출총이익이 크게 증가했기 때문이다. 그러나 금년에는 EBITDA 마진이 23.5%로 5%P 하락할 전망이다.
- 그러나 향후에도 영업이익이 증가하고 감가상각비의 증가분 등이 반영되어 EBITDA 마진이 20% 이상 유지될 전망이다.

EBITDA, EBITDA 마진 동향 및 전망



● **매출액 경상이익률 14%대 추정**

- 매출액 경상이익률은 98년도 14%대로 크게 뛰어올랐으며 99년도에는 15%대가 예상된다. 경상이익은 99년 52 억원, 2000년 65 억원으로 예상된다.
- 매출액 순이익률은 98년도 12.3%였으며, 99년도 12.6%로 전망된다. 이익의 급증에 따라 98년 EPS는 2,969 원이었으며, 99년에는 4,290 원으로 추정된다.

● **연구개발은 실용성을 중시한 신제품 개발 중심**

- 동사는 중소 제약사이기 때문에 신약개발력에는 한계가 있어 보인다. 그러나 최근 전문 인력 충원을 확대하여 신제품 출시를 위한 연구개발에 치중하고 있다.
- 향후에도 동사의 연구개발은 진단시약, 제제개발, 원료합성에 집중하여 기초연구보다는 매출과 관련된 실용적인 연구에 초점을 둘 것으로 판단된다. 연구개발현황은 특허출원이 10건 있으며, 외부연구소와 협동 프로젝트 과제가 3건 있다.

● **생물학적 동등성 실험 준비**

- 의약분업 시행으로 치료제 비중이 높은 소형사는 향후 생물학적 동등성 실험이 시급해 졌다. 동사도 시간이 많지 않은 만큼 주력 제품 중심으로 생동성시험준비를 착실히 하고 있다. 현재 4 품목이 완료된 상황이며 99년말까지 12 품목, 2000년말까지 21 품목을 계획하고 있다.

● **Valuation**

- 현재 코스닥에 상장된 제약주의 99~00년 예상실적과 99년 9월 평균 주가를 분석하여 한국유나이티드제약의 적정주가를 추정하였다.
- **FV/EBITDA 기준** : 코스닥 상장 4사의 FV/EBITDA를 구한 다음, 이들 평균을 동사의 적정 FV/EBITDA로 가정하고 이를 기준으로 적정 주가를 추정한 결과 30,069 원으로 추정되었다.
- **PER 기준** : 코스닥 상장 4사의 평균 PER 기준으로 추정한 결과 동사의 적정주가는 38,140 원으로 분석되었다.
- **자산가치기준** : 적정주가가 20,944 원으로 추정된다.
- 따라서 추정된 주가범위는 20,944~30,504 원으로 분석된다. 그러나 동사의 성장성은 비교 코스닥 상장 4사보다 20~30% 더 높게 전망되고 있기 때문에 적정주가 범위는 10% 프리미엄을 부여하여 23,038~41,954 원 사이로 평가된다.(9월 코스닥 종목 평균주가 기준)
- 따라서 그 중간 가격인 33,000 원 내외를 적정가격으로 평가한다. 그러나 10월 들어 코스닥 제약사의 평균주가가 상승하고 있어 평균 PER, EV/EBITDA도 상승하면 한국유나이티드제약의 적정주가가도 추가 상승여력이 있을 수 있다.

추정 손익계산서

(단위:백만원,원)

항 목	95.03	96.03	97.03	98.03	99.03	00.03	01.03
매출액	5,243	8,398	11,530	16,290	24,233	33,926	47,157
증감률		60.2%	37.3%	41.3%	48.8%	40.0%	39.0%
매출원가	2,639	4,951	7,032	8,735	13,253	17,211	24,286
매출원가율	50.3%	59.0%	61.0%	53.6%	54.7%	50.7%	51.5%
증감률		87.6%	42.0%	24.2%	51.7%	29.9%	41.1%
상품매출원가	156	1,185	496	164	101	384	662
제품매출원가	2483	3766	6536	8570	13152	16827.4	23,624
원재료비	1,587	2,397	4,437	5,909	8,988	11,723	17,079
노무비	503	580	818	1,001	1,576	2,485	3,910
경비	588	1,325	1,709	1,514	3,983	4,002	5,169
매출총이익	2,604	3,447	4,498	7,555	10,980	16,715	22,871
매출총이익률	49.7%	41.0%	39.0%	46.4%	45.3%	49.3%	48.5%
증감률		32.4%	30.5%	68.0%	45.3%	52.2%	36.8%
판매및일반관리비	1,408	1,847	2,325	4,960	6,600	10,517	15,090
매출액대비	26.9%	22.0%	20.2%	30.4%	27.2%	31.0%	32.0%
증감률		31.2%	25.9%	113.3%	33.1%	59.4%	43.5%
판매비	244	247	320	711	1,772	3,902	5,658
인건비	776	974	1,230	2,256	2,794	4,404	6,121
일반관리비	345	422	586	1,039	1,349	1,583	2,419
영업이익	1,196	1,600	2,173	2,595	4,380	6,198	7,781
매출영업이익률	22.8%	19.1%	18.8%	15.9%	18.1%	18.3%	16.5%
증감률		33.8%	35.8%	19.4%	68.8%	41.5%	25.5%
영업외수익	63	63	145	408	746	922	1,312
수입이자	58	47	86	146	182	347	459
외환차익	3	5	16	148	120	510	743
외화환산이익	1	8	-	89	32	7	24
영업외비용	912	1,092	1,419	1,795	1,691	1,888	2,536
지급이자	345	430	444	559	888	728	976
외환차손	2	16	34	258	118	807	1,176
외화환산손실	6	4	32	124	39	18	63
매출할인	394	371	516	425	347	0	0
경상이익	347	571	899	1,208	3,435	5,232	6,557
매출경상이익률	6.6%	6.8%	7.8%	7.4%	14.2%	15.4%	13.9%
증감률		64.6%	57.4%	34.4%	184.4%	52.3%	25.3%
법인세전이익	412	553	888	1,205	3,428	5,232	6,557
법인세	40	97	147	217	459	941.774	1,311
(유효법인세율)	9.7%	17.5%	16.6%	18.0%	13.4%	18.0%	20.0%
당기순이익	372	456	741	988	2,969	4,290	5,245
매출액 순이익률	7.1%	5.4%	6.4%	6.1%	12.3%	12.6%	11.1%
증감률		22.6%	62.5%	33.3%	200.5%	44.5%	22.3%
EPS	930	691	926	988	2,969	3,432	4,196
증감률		-25.7%	34.1%	6.7%	200.5%	15.6%	22.3%