

# 유바이오로직스 (206650)

## 오버행 물량을 반영해도 지금 주가에서 업사이드는 충분하다

### 유비콜플러스 성장은 계속된다

유바이오로직스의 1분기 매출액은 전년대비 약 64% 증가한 99억원, 영업이익은 약 134% 증가한 48억원(OPM48.4%)을 기록하며 전사 이래 최대 실적을 기록하였다. 이것은 관세청 수출데이터(HS코드 3002.20)에서도 확인되는데, 1분기 수출데이터도 전년대비 51% 증가한 764만 달러를 기록하였다. 유바이오로직스 공장이 위치한 강원도 춘천시 지역의 백신수출 코드와 유바이오로직스 매출액의 상관관계는 98.6%로 실적발표 전 분기별 매출을 쉽게 추정해 볼 수 있다. 4월과 5월 수출 금액은 각각 368만 달러와 150만 달러로 이미 작년 2분기 수출 금액인 484만 달러를 넘어섰다. 6월 수출 데이터에 따라 최종 2분기 매출액은 달라지겠지만, 이러한 추세가 지속된다면 2분기 매출액은 전년대비 약 92% 성장한 119억원을 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 일반적으로 입찰 물량이 상반기에 집중되어 있기에 실적은 상고하저의 양상을 보일 것으로 예상된다.

### 실적과는 반대로 가는 주가 계속되는 물량매도

이러한 호실적에도 불구하고 유바이오로직스의 주가는 고점대비 약 16%가 빠져 있는 상황이다. 이와 같이 주가가 고전하는 이유는 작년에 발행된 기명식 전환우선주에 대한 전환청구권이 행사되면서 전체 주식수의 3.83%에 해당하는 98만주 물량이 나왔고, 그 이후에도 2대 주주인 녹십자가 보유지분의 2.88%에 해당하는 50만주의 물량을 장내매도 하였다. 여전히 작년에 발행한 CB와 BW 고려시 락업이 풀린 물량 약 490만주도 존재한다. 이러한 이유로 유바이오로직스는 실적과는 무관하게 주가는 계속 우하향하고 있는 상황이다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 11,500원으로 하향

1분기 서프라이즈한 실적발표로 인해 올해 연간으로 매출액은 전년대비 약 50% 증가한 374억원, 영업이익은 전년대비 약 137% 증가한 126억원으로 크게 상향 조정되었다. 그러나 파생상품 평가손실로 인해 1분기 영업외 단에서 약 48억원의 적자가 발생하였다. 회계적으로 인식되는 부분이기에는 하나 목표주가 산정 시 12MF PER을 적용하기에는 예상치 못하는 변수가 발생하는 바 제약바이오 섹터의 평균 12MF EV/EBITDA를 적용 목표주가를 11,500원으로 하향 조정한다. 시장에서 우려하는 오버행 이슈인 전환물량 490만주를 반영, 희석주식수 3,164만주를 적용하였다. 잠재되어 있는 전환물량으로 인해 목표주가는 11,500원으로 하향하나, 투자 의견은 BUY 유지한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 11,500원(하향) | CP(6월 17일): 7,000원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	719.13
52주 최고/최저(원)	8,460/4,575
시가총액(십억원)	187.2
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	26,740.1
60일 평균 거래량(천주)	381.6
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.00
주요주주 지분율(%)	
바이오써포트 외 13인	24.52
녹십자	6.13
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.6) 38.1 (1.1)
상대	(14.2) 27.1 19.1

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	36.6	45.9
영업이익(십억원)	9.3	12.7
순이익(십억원)	6.4	11.6
EPS(원)	234	424
BPS(원)	1,168	1,591

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11.6	24.9	37.4	52.7	60.0
영업이익	십억원	(4.3)	5.3	12.6	17.3	20.0
세전이익	십억원	(4.7)	1.3	12.7	17.7	20.5
순이익	십억원	(4.7)	3.8	11.4	15.0	16.4
EPS	원	(195)	145	419	548	599
증감률	%	적지	흑전	189.0	30.8	9.3
PER	배	N/A	41.51	16.69	12.76	11.69
PBR	배	7.38	6.38	5.18	3.68	2.80
EV/EBITDA	배	N/A	23.71	13.11	8.17	7.74
ROE	%	(43.77)	17.30	36.62	33.73	27.22
BPS	원	742	940	1,352	1,900	2,499
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정  
02-3771-7785  
rssun@hanafn.com

RA 박현옥  
02-3771-7606  
auseing@hanafn.com

## 유바이오로직스 목표주가 하향

목표주가 11,500원으로 하향  
투자의견 BUY 유지

유바이오로직스의 목표주가는 1분기처럼 영업의 단에서 발생할 수 있는 파생상품 평가손실 우려가 있어서 12MF PER을 적용하기 보다는 유바이오로직스의 12MF EBITDA 156억원에 제약바이오 섹터의 평균 12MF EV/EBITDA인 24.7배를 적용하여 산정하였다. 여기에 유바이오로직스의 현재 발행주식수인 2,674만주에 전환가능한 물량 490만주를 감안하여 목표주가를 11,500원으로 산정하였다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
<b>영업가치</b>	<b>385.7</b>	
12M Frd EBITDA	15.6	
EV/EBITDA배수	24.7	제약바이오 평균 12M Frd EV/EBITDA
<b>순부채</b>	<b>20.5</b>	
적정자본가치	365.2	
희석주식수(1,000주)	31,640	락업이 종료된 CB, BW 490만주 반영
<b>적정주가</b>	<b>11,544</b>	

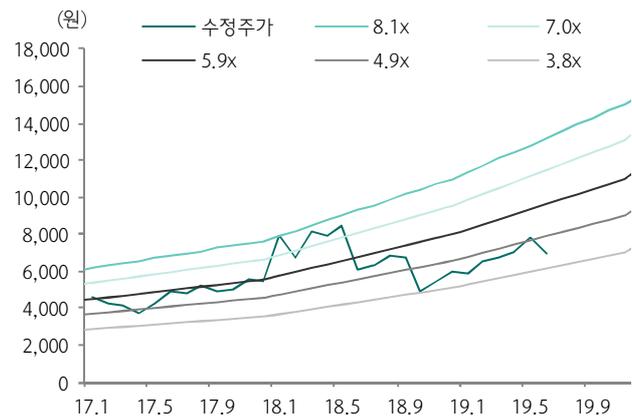
자료: 하나금융투자

그림 1. 유바이오로직스 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 유바이오로직스 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

## 유바이오로직스 실적

유바이오로직스 1분기 매출액  
전년대비 64% 증가한 99억원  
영업이익은 134% 증가한 48억원

유바이오로직스의 매출은 현재 대부분 UNICEF로 공급되고 있는 경구용 콜레라백신 유비콜-플러스의 매출로 구성되어 있다. 유바이오로직스의 1분기 매출액은 전년대비 약 64% 증가한 99억원, 영업이익은 약 134% 증가한 48억원(OPM48.4%)을 기록하며 전사 이래 최대 실적을 기록하였다. 유비콜-플러스 매출은 유바이오로직스 공장이 위치한 강원도 춘천시 지역의 백신수출(HS코드 3002.20) 통관 데이터를 통해 추정 가능하다(상관계수 98.6%). 이미 4월과 5월 수출 금액은 각각 368만 달러와 150만 달러로 이미 작년 2분기 수출금액인 484만 달러를 넘어섰다. 6월 수출 데이터에 따라 최종 2분기 매출액은 달라지겠지만, 이러한 추세가 지속된다면 2분기 매출액은 전년대비 약 92% 성장한 119억원을 기록할 수 있을 것으로 예상된다.

2019년 매출액 374억원(YoY, 50%)  
영업이익 126억원(YoY, 137%)

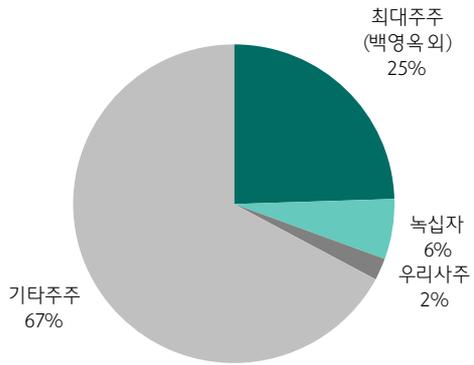
2019년 유비콜-플러스의 공급계약 규모는 약 335억원으로 약 2,000도스 생산량을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 2019년 매출액은 약 374억원으로 전년대비 약 50% 가량 증가할 것으로 예상되며, 공장가동률이 증가함에 따라 매출총이익률도 약 58% 수준으로 크게 증가하면서 영업이익은 전년대비 약 137% 증가한 126억원으로 추정된다. 다만 올해 4월 완공된 신공장으로 인해 올해 감가상각비는 약 20~30억원 수준이 될 것으로 전망된다.

표 2. 유바이오로직스 실적전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
<b>매출액</b>	<b>6.0</b>	<b>6.2</b>	<b>3.8</b>	<b>8.9</b>	<b>9.9</b>	<b>11.9</b>	<b>5.4</b>	<b>10.3</b>	<b>24.9</b>	<b>37.4</b>	<b>52.7</b>
yoy(%)	205.8%	44.7%	9.9%	375.8%	63.8%	92.4%	41.6%	15.6%	115.2%	50.3%	40.8%
<b>유비콜(콜레라 백신)</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>3.2</b>	<b>8.2</b>	<b>9.5</b>	<b>11.1</b>	<b>4.2</b>	<b>8.8</b>	<b>22.7</b>	<b>33.5</b>	<b>41.2</b>
yoy(%)	192.5%	53.7%	-5.0%	458.0%	74.5%	89.8%	30.5%	7.1%	116.0%	47.9%	22.8%
<b>CRMO</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>3.9</b>	<b>11.5</b>
yoy(%)	434.9%	-28.0%	556.0%	73.7%	-36.5%	136.0%	101.0%	116.5%	106.7%	75.0%	197.2%
<b>매출총이익</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.2</b>	<b>5.3</b>	<b>6.7</b>	<b>7.5</b>	<b>2.4</b>	<b>5.1</b>	<b>11.7</b>	<b>21.7</b>	<b>28.8</b>
yoy(%)	TB	TB	TB	764.4%	128.9%	231.4%	93.2%	-3.2%	TB	85.2%	32.3%
GPM(%)	48.4%	36.6%	33.0%	59.7%	67.6%	63.0%	45.0%	50.0%	47.1%	58.1%	54.6%
<b>판매관리비</b>	<b>0.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>3.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	<b>6.4</b>	<b>9.2</b>	<b>11.4</b>
yoy(%)	7.2%	81.4%	127.0%	64.6%	117.6%	71.9%	-3.7%	22.8%	69.6%	42.7%	24.6%
<b>경상연구개발비</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>3.1</b>	<b>4.6</b>	<b>6.3</b>
YoY(%)	23.4%	67.1%	348.9%	148.9%	108.8%	205.2%	19.8%	-7.7%	135.5%	49.1%	36.1%
<b>일반판매관리비</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>3.3</b>	<b>4.6</b>	<b>5.2</b>
YoY(%)	2.0%	88.7%	59.9%	-18.8%	121.0%	11.2%	-23.6%	115.2%	503.4%	36.8%	13.0%
<b>영업이익</b>	<b>2.0</b>	<b>0.4</b>	<b>(0.5)</b>	<b>3.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>0.7</b>	<b>2.8</b>	<b>5.3</b>	<b>12.6</b>	<b>17.3</b>
yoy	TB	TB	CR	TB	133.7%	989.9%	TB	-17.9%	TB	136.5%	38.0%
OPM(%)	33.9%	6.4%	-13.3%	38.0%	48.4%	36.0%	13.5%	27.0%	21.3%	33.6%	32.9%
<b>세전순이익</b>	<b>2.0</b>	<b>4.1</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>0.3</b>	<b>4.2</b>	<b>0.8</b>	<b>7.7</b>	<b>1.3</b>	<b>12.7</b>	<b>17.7</b>
yoy(%)	TB	TB	CR	CR	-83.3%	1.8%	TB	TB	TB	881.7%	38.8%
<b>당기순이익</b>	<b>2.0</b>	<b>4.1</b>	<b>(3.0)</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>4.2</b>	<b>0.8</b>	<b>6.4</b>	<b>3.8</b>	<b>11.4</b>	<b>15.0</b>
yoy(%)	TB	TB	CR	TB	-98.3%	1.8%	TB	959.6%	TB	202.9%	31.1%
NPM(%)	33.8%	66.6%	-78.9%	6.8%	0.3%	35.2%	15.0%	62.4%	15.2%	30.6%	28.5%

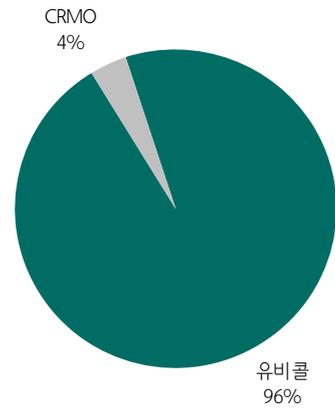
자료: 하나금융투자

그림 3. 주주현황



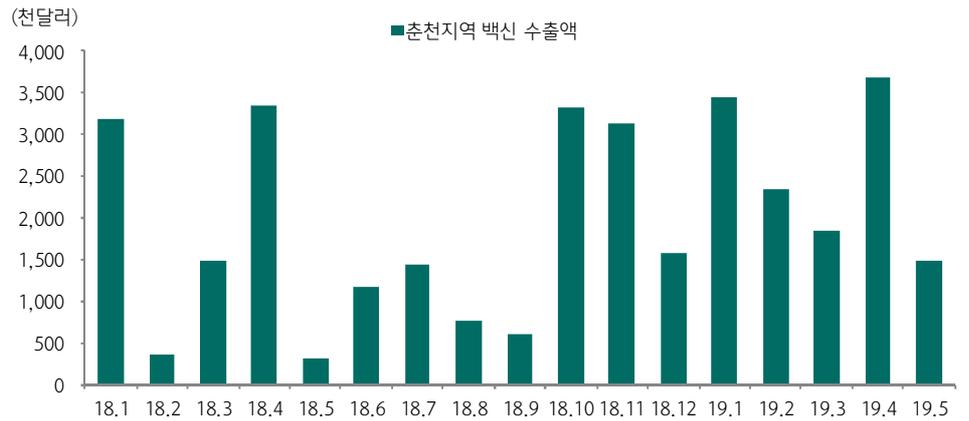
자료: 하나금융투자

그림 4. 사업부문별 매출 (2019년 1Q 기준)



자료: 하나금융투자

그림 5. 관세청 수출데이터(HS코드 3002.20)



자료: 관세청, 하나금융투자

## 유바이오로직스 R&D

### 1) 주요 캐쉬카우인 유비콜-플러스의 경쟁력

유비콜-플러스 출시로  
2018년부터 영업이익 흑자전환  
2017년 540만 도스 →  
2018년 1,640만 도스로 3배 증가

유바이오로직스는 2010년 IVI로부터 경구용 콜레라백신을 기술이전 한 이후 2015년 12월 WHO-PQ 승인을 획득, UNICEF로 공급하기 시작하면서 본격적으로 매출이 발생하고 있다. 기존 유리 바이알에서 플라스틱 튜브 형태로 개량한 유비콜-플러스가 2017년 8월 WHO-PQ 승인을 획득한 이후 현재 유바이오로직스가 UNICEF 경구용 콜레라백신의 80~90%를 공급하면서 2018년부터 영업이익도 흑자로 전환되었다. 2017년 540만 도스였던 경구용 콜레라백신은 2018년 약 3배 가까이 증가한 1,640만 도스로 확대되었다.

유비콜-플러스 단가는 1.2달러  
1.7달러 수준인 유비콜 대비 저렴  
마진율은 오히려 증가  
2019년 공급계약 규모 335억원

플라스틱 튜브 형태인 유비콜-플러스의 단가는 1.2달러 수준으로 기존 유리 바이알 형태인 유비콜 단가 1.7달러 대비 매우 저렴한 수준으로 가격이 저렴할수록 유리한 입찰시장에서 우위를 점하며 2018년 기준 UNICEF 공급물량의 80~90%를 점유하게 되었다. 공급단가는 하락했지만 물량이 크게 증가하면서 공장가동률이 증가, 유바이오로직스 입장에서는 오히려 마진이 더 증가했다. 참고로 입찰 시장의 경쟁자인 인도의 산타바이오텍의 산콜(Shanchol)의 단가는 1.85달러 수준이다. 2019년 공급계약 규모는 약 335억원 규모로 2,000만 도스를 생산할 것으로 예상되는 바, 약 2,500만 도스 캐파의 유바이오로직스 1공장은 풀캐파로 가동될 것으로 예상된다. 캐파 확대를 위해 현재 빌게이즈 재단과 논의가 진행 중으로 향후 5,000만 도스까지 확대할 것으로 기대된다. 여기에 입찰단가도 전년 대비 약 10% 증가 올해 평균 단가는 1.3달러 수준이 될 것으로 전망된다.

그림 6. 유비콜: 유리 바이알 제형



자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

그림 7. 유비콜-플러스: 플라스틱 튜브 제형



자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

## 2) 면역증강제 EcML

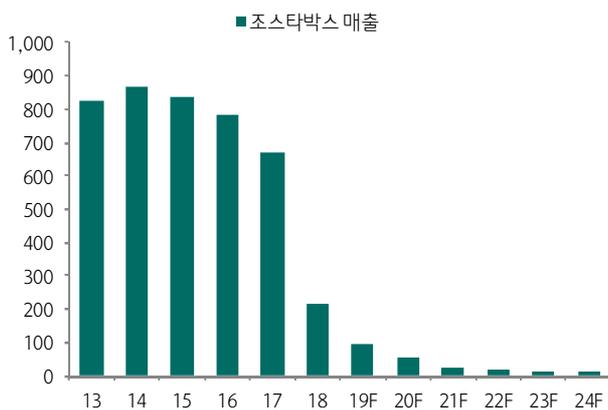
안전성의 이슈로 생백신 사용금지  
이로인해 면역증강제 사용은  
선택이 아닌 필수

면역증강제란 항원이 일으키는 면역반응을 증강시키는 물질로 백신에 면역증강제가 함유되면 소량의 항원으로도 동일한 효력을 나타낼 수 있어서 기존의 1/2~1/3 정도의 항원만으로도 백신을 생산할 수 있다. 과거에는 주로 생백신을 사용함에 따라 면역원성은 좋았으나 상대적으로 이상반응이 많이 발생하였다. 백신의 안전성 측면이 강조되면서 최근에 개발되고 있는 백신은 아형(subtype) 백신 또는 바이러스 유사체(VLP, Virus Like Particle)를 사용하는데, 이로인해 과거 생백신 대비 면역원성이 낮아져서 면역원성이 높은 백신을 개발하기 위해서는 면역증강제 사용은 선택이 아닌 필수가 되고 있다.

면역증강제 MPL을 사용한  
GSK사의 싱그릭스 예방률 90%  
기존 조스타박스 예방률 50%  
출시 1년만인 2018년 1.2조원 매출

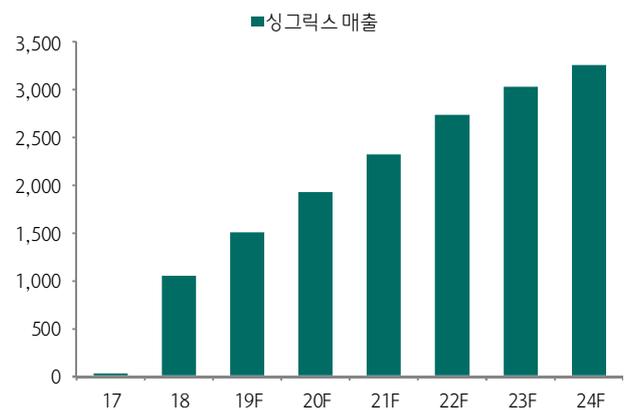
이러한 면역증강제는 2017년 10월 GSK사가 대상포진백신 싱그릭스(Shingrix)를 출시하면서 크게 주목받았다. 기존 머크사에서 개발한 조스타박스(Zostavax)의 예방률 50% 대비 싱그릭스는 90% 예방률을 보이면서 출시 1년 만인 2018년 약 1.2조원의 매출을 기록하였다. 조스타박스 대비 싱그릭스가 높은 예방률을 나타낸 이유가 바로 면역증강제가 사용되었기 때문이다. GSK사는 살모넬라균에서 추출하여 얻은 MPL(Monophosphoryl Lipid A) 성분을 면역증강제로 사용하고 있다. 현재 GSK사는 MPL 혼합물로 다양한 백신 면역증강제 시스템을 구축하여 자궁경부암백신(HPV), B형 간염백신(HBV) 등 다양한 백신을 개발하고 있다.

그림 8. 조스타박스 연간 매출액 및 추정



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 9. 싱그릭스 연간 매출액 및 추정



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

**EcML은 대장균에서 직접 MPL을 생산하는 방식 저가 대량생산이 가능**

유바이오로직스는 2017년 11월 KIST로부터 면역증강제 기술을 이전받아 면역증강제 EcML을 개발하고 있다. EcML은 GSK사와 같은 대장균의 세포막에 있는 지질다당체 중 MPL 성분이다. GSK사와의 차이점은 GSK사의 MPL은 위에서 언급한 바와 같이 살모넬라균에서 추출한 물질인 반면, EcML은 대장균 표면 지질다당체의 합성에 관여된 여러 유전자를 유전공학적으로 조작하여 대장균이 MPL을 직접 세포에 축적할 수 있도록 한 기술로 유전자재조합 생합성 방식으로 대장균에서 직접 생산할 수 있는 기술이다. 이것은 또 다른 면역증강제 개발 경쟁사인 Immune Design사의 유기합성 방식과 비교해서도 보다 저렴하게 대량으로 생산할 수 있는 방식이다.

**4월 EcML 생산균주 및 제법 특허 미국에 최종 등록**

올해 4월 EcML의 생산균주 및 제법에 대한 특허가 미국에 최종 등록이 확정되었다. 특허명은 'Bacterium Producing Monophosphoryl Lipid A and Method of Producing Monophosphoryl Lipid A by Using Bacterium'으로 한국에는 동일한 특허가 이미 2017년 7월 등록되었다. 향후 유럽, 캐나다, 호주, 러시아, 중국, 인도, 일본 등 세계 주요국에 특허를 등록할 예정이다.

유바이오로직스는 EcML을 이용하여 자궁경부암바이러스, 대상포진 바이러스 및 호흡기세포융합바이러스(RSV) 등의 감염병에 대한 백신을 개발하고 있으며, 면역항암제와의 병용 투여도 진행할 예정이다.

표 3. 면역증강제 경쟁사 비교

회사명	기술명	특징	개발현황
GSK	MPL (Monophosphoryl Lipid)	1) Salmonella minnesota, R595에서 전구체 추출 2) 산염기 가수분해된 MPL의 혼합물 조성에 관한 품질관리 난이 3) 낮은 생산성 4) MPL 혼합물로 다양한 백신면역증강제 시스템 구축 (Adjuvant System)	- Adjuvant System(AS) Technology 개발 백신 현황 1) AS04: HPV(Cervarix 출시), HBV(Fendrix 출시) 2) AS03: pre-pandemic Influenza 출시 3) AS01: 말라리아(Mosquirix 유럽출시, 미국 2상), 대상포진(Shingrix 출시, 17년 10월 출시 18년 1.2조 매출), 결핵 백신(임상 2상)
Immune Design	GLA (Glucopyranosyl Lipid A)	1) 30단계 이상의 유기합성 및 정제 단계 필요 2)복잡한 생산단계로 인한 높은 제조 비용	- 면역항암제 1) G100: TLR4 agonist, 임상 2상 진행 2) ZVEX-IL12: 시스템적인 면역반응을 보기 위해 ZVex 플랫폼을 이용하여 IL12 전달, 전임상 단계  - 백신 1) RSV(호흡기세포융합바이러스) 백신: 임상 2상 진행 중 2) 땅콩 알러지 백신: 임상 1상 진행 중 3) G103(HSV-2 백신): 전임상 진입
유바이오로직스	EcML (E.coli Monophosphoryl Lipid A)	1) 유전공학적 방법으로 대장균 세포막에 EcML 축적 유도 2) 세포막 지질 추출 및 한 단계 크로마토그래피로 EcML 분리 정제 3) 생산소요시간 절감 및 대량생산 가능 4) 간단하고 높은 생산성 -> 낮은 제조 비용	

자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

### 3) 세균 접합백신 기술 EuVCT

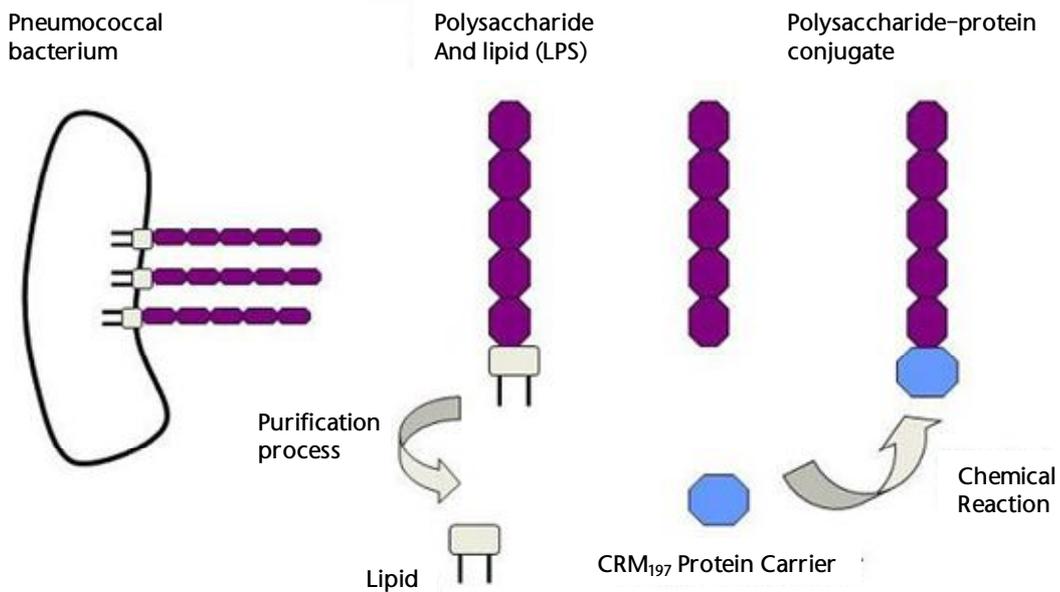
#### 접합단백질 CRM197 자체 개발

유바이오로직스는 세균백신 개발의 핵심물질인 접합단백질 CRM197을 자체 개발에 성공 EuCRM197을 2017년 출시하였다. GMP grade로 생산하고 있으며 파트너링을 통해 백신을 개발하고자 하는 기업에 공급하거나 자사의 백신을 개발하는 데 활용할 예정이다.

CRM197이 사용된 접합백신은 다당백신에 비해 효과 우수 접합백신의 대명사인 프리베나 13 2018년 매출액 58억 달러

CRM197은 접합백신 개발 시 사용되는 일종의 carrier protein으로 면역원성이 낮은 다당류(polysaccharide) 항원의 면역원성을 높이기 위해 사용되는 단백질로 일반적으로 다당백신에 비해 CRM197이 다당류와 접합된 접합백신이 면역력이 훨씬 더 우수한 것으로 증명되고 있다. 대표적인 사례가 화이자사의 프리베나 13가(Prevnar) 백신이 있다. 다당백신인 프로아디스 23가(Proadix) 백신보다 프리베나 13가의 면역원성이 우수한 것으로 알려져 있으며 프리베나는 2018년 기준 58억 달러의 매출을 기록하며 화이자의 넘버 1 제 품으로 자리매김하고 있다.

그림 10. 접합백신 개요



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 11. 프리베나 연간 매출액 및 추정



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

**유바이오로직스는 고발현, 천연형 CRM197 생산이 가능한 코리네박테리움 균주 개발**

CRM197 단백질은 코리네박테리움(Corynebacterium)에서 발현되지만, 생산량이 매우 낮아서(일반적으로 <100mg/L) 가격이 비싸다. 상업적으로 유용한 CRM197을 생산할 수 있는 코리네박테리움 균주를 개발하는 것은 최근까지도 매우 어려운 과제로 알려져 있다. 현재까지 유전자재조합 방식으로 상업용 CRM197을 공급할 수 있는 기업으로는 Pfenex, Fina BioSolutions LLC, Scarab Genomics LLC라는 세 개의 기업이 알려져 있다. 유바이오로직스는 고발현, 천연형 CRM197의 생산이 가능한 코리네박테리움 균주를 개발하여 관련 특허를 출원하였다.

현재 유바이오로직스는 자체 개발한 CRM197 단백질인 EuCRM197을 이용해서 1) 장티푸스 접합백신, 2) 수막구균 접합백신, 3) 폐렴구균 접합백신을 개발 중에 있다.

**장티푸스 접합백신은 임상 1상 진행 중 2021년 WHO-PQ 승인획득 기대 2022년 UNICEF 공급예정**

장티푸스 접합백신(EuTCV)은 현재 임상 1상을 진행 중으로 공공시장 진출용으로 개발하고 있다. 공공시장은 2018년 1,000만 도스(220억원)에서 2020년 8,000만 도스(1,200억원)까지 증가할 것으로 예상되는 바, 유바이오로직스는 콜레라백신 성공 노하우를 바탕으로 차별화된 가격경쟁력(제조원가 \$1/도스)으로 2021년 WHO-PQ 승인을 획득, 2022년 UNICEF 등 공공시장에 공급할 예정이다. 올해 9월 중으로 임상 3상 진입이 가능할 것으로 예상된다.

**폐렴구균 접합백신은 2023년 국내 출시 목표 2023년 WHO-PQ 승인획득 기대**

폐렴구균 접합백신은 15가 백신으로 자체 임상 1상 이후 2023년 국내 출시를 목표로 개발 중에 있다. 제조원가 \$1.5/도스 수준의 강력한 가격경쟁력을 바탕으로 2023년 WHO-PQ 인증 획득 이후 공공시장 및 개발국가로의 진출을 적극 추진할 예정이다.

표 4. 폐렴구균 백신 개발동향

제조사	방식	개발단계
유바이오로직스	15종의 다당체를 EuCRM197®에 접합	19년 임상 1상 진입
화이자	13개 혈청형 폐렴구균CRM197과 접합	Prevnar13 M/S 약 90% 이상 점유
GSK	10개 다당체를 Protein D, dT, TT와 접합	Synflorix M/S 약 8% 점유
사노피 & SK케미칼	13~15개 혈청형 폐렴구균CRM197과 접합	Sanofi · SK케미칼, 13~15가 접합백신 공동개발 SK케미칼은 13가 임상을 완료하였으나, Pfizer와의 소송하여 패소

자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

수막구균 접합백신은  
2023년 국내시장 출시 예상

수막구균 접합백신(MCV)는 고품질 저가백신의 차별화된 전략으로 인도의 Hilleman Labs(Merck사와 Wellcome trust에서 투자한 비영리연구단체로 개발도상국 국민들에게 혁신적이고 저렴한 백신을 개발하는 것을 목적으로 설립됨)와 공동개발 중에 있다. 방어 효력을 높인 4가 백신으로 개발에 성공한다면 GSK사의 Menveo, 사노피사의 Menactra, 화이자사의 Nimenrix에 이어 세계에서 4번째 수막구균 접합백신이 될 것으로 기대되고 있다. 2023년 국내시장(군인대상)을 시작으로 개발도상국의 공공시장으로 진입할 계획이다.

표 5. 수막구균 백신 개발동향

제조사	제품명	방식	개발단계
유바이오로직스	-	EuCRM197® 접합 4가 백신(A,C,Y,W-135)	19년 임상 1상 진입
CSK	Menveo	CRM197 접합 4가 백신(A,C,Y,W-135)	2010년 허가
사노피	Menactra	DT 접합 4가 백신(A,C,Y,W-135)	2005년 허가
화이자	Nimenrix	TT 접합 4가 백신(A,C,Y,W-135)	2012년 허가

자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

표 6. 유바이오로직스 주요 파이프라인

분류	제품/적용중	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	신약승인 신청	출시
백신	Euviol-Plus 콜레라	Ending Cholera 2030 캠페인으로 지속적 수요						
CMO	EPEC 대장균(위탁제조)	스웨덴 SBH사에 19년 하반기 3상 시료, 상업생산 중소바이오 업체 CMO 확대						
백신 (단백질 접합 기술 결합)	CRM197 접합단백질	해외 Big Pharma와 공급협약						
	TCV 장티푸스	19년 3월 1상 시험승인 제 2의 '유비콜'로 육성			3~5년내 제품 출시 목표			
	PCV 폐렴구균							
	MCV 수막구균							
VLP	HPV 자궁경부암	옵티팜사와 공동으로 개발 진행중						
보툴리눔 독신	Botulinum Toxin	19년 3월 1,2상 임상시험으로 승인 20년부터 수출용 판매 개시						
Adjuvant 면역증강기술	EcML(MPL) 면역증강제	19년부터 L/O 추진, 연구 및 상업용 원료의약품 판매 RSV미국 팍바이오텍사와 공동개발 MOU						

자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>11.6</b>	<b>24.9</b>	<b>37.4</b>	<b>52.7</b>	<b>60.0</b>
매출원가	12.1	13.2	15.7	23.9	26.4
매출총이익	(0.5)	11.7	21.7	28.8	33.6
판매비	3.8	6.4	9.2	11.4	13.6
<b>영업이익</b>	<b>(4.3)</b>	<b>5.3</b>	<b>12.6</b>	<b>17.3</b>	<b>20.0</b>
금융손익	(0.1)	(4.8)	0.2	0.3	0.5
중속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.8	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>(4.7)</b>	<b>1.3</b>	<b>12.7</b>	<b>17.7</b>	<b>20.5</b>
법인세	0.0	(2.5)	1.3	2.6	4.1
계속사업이익	(4.7)	3.8	11.4	15.0	16.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(4.7)</b>	<b>3.8</b>	<b>11.4</b>	<b>15.0</b>	<b>16.4</b>
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(4.7)</b>	<b>3.8</b>	<b>11.4</b>	<b>15.0</b>	<b>16.4</b>
지배주주지분포괄이익	(4.7)	3.8	11.4	15.0	16.4
NOPAT	(4.3)	15.5	11.3	14.7	16.0
EBITDA	(2.5)	7.3	15.3	22.8	22.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	141.7	114.7	50.2	40.9	13.9
NOPAT증가율	적지	흑전	(27.1)	30.1	8.8
EBITDA증가율	적지	흑전	109.6	49.0	(3.1)
영업이익증가율	적지	흑전	137.7	37.3	15.6
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	200.0	31.6	9.3
EPS증가율	적지	흑전	189.0	30.8	9.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	(4.3)	47.0	58.0	54.6	56.0
EBITDA이익률	(21.6)	29.3	40.9	43.3	36.8
영업이익률	(37.1)	21.3	33.7	32.8	33.3
계속사업이익률	(40.5)	15.3	30.5	28.5	27.3

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>15.2</b>	<b>27.6</b>	<b>46.7</b>	<b>77.3</b>	<b>100.2</b>
금융자산	9.8	19.8	35.0	60.8	81.4
현금성자산	9.6	11.4	22.3	42.9	61.0
매출채권 등	0.4	3.0	4.5	6.3	7.2
채고자산	4.6	4.5	6.8	9.6	10.9
기타유동자산	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7
<b>비유동자산</b>	<b>11.6</b>	<b>40.6</b>	<b>43.8</b>	<b>42.5</b>	<b>42.8</b>
투자자산	0.2	1.8	2.7	3.8	4.3
금융자산	0.2	1.5	2.3	3.2	3.7
유형자산	10.3	35.0	37.4	35.0	34.9
무형자산	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
기타비유동자산	<b>(0.0)</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>
<b>자산총계</b>	<b>26.9</b>	<b>68.2</b>	<b>90.5</b>	<b>119.8</b>	<b>143.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>5.7</b>	<b>23.8</b>	<b>34.4</b>	<b>48.3</b>	<b>55.0</b>
금융부채	0.8	20.4	29.3	41.3	47.1
매입채무 등	3.8	3.1	4.7	6.5	7.5
기타유동부채	1.1	0.3	0.4	0.5	0.4
<b>비유동부채</b>	<b>3.0</b>	<b>18.9</b>	<b>19.2</b>	<b>19.5</b>	<b>19.6</b>
금융부채	<b>2.4</b>	<b>18.5</b>	<b>18.5</b>	<b>18.5</b>	<b>18.5</b>
기타비유동부채	0.6	0.4	0.7	1.0	1.1
<b>부채총계</b>	<b>8.7</b>	<b>42.7</b>	<b>53.5</b>	<b>67.8</b>	<b>74.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>18.2</b>	<b>25.5</b>	<b>37.0</b>	<b>52.0</b>	<b>68.4</b>
자본금	<b>12.2</b>	<b>12.8</b>	<b>12.8</b>	<b>12.8</b>	<b>12.8</b>
자본잉여금	40.6	44.0	44.0	44.0	44.0
자본조정	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(35.2)	(31.4)	(20.0)	(5.0)	11.4
<b>비배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>18.2</b>	<b>25.5</b>	<b>37.0</b>	<b>52.0</b>	<b>68.4</b>
순금융부채	(6.5)	19.0	12.8	(1.1)	(15.9)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(195)	145	419	548	599
BPS	742	940	1,352	1,900	2,499
CFPS	(109)	307	559	832	809
EBITDAPS	(105)	278	559	832	809
SPS	477	952	1,370	1,925	2,192
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	41.5	16.7	12.8	11.7
PBR	7.4	6.4	5.2	3.7	2.8
PCFR	N/A	19.5	12.5	8.4	8.7
EV/EBITDA	N/A	23.7	13.1	8.2	7.7
PSR	11.5	6.3	5.1	3.6	3.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(43.8)	17.3	36.6	33.7	27.2
ROA	(23.4)	8.0	14.4	14.3	12.5
ROIC	(41.7)	58.3	26.1	32.2	34.3
부채비율	47.9	167.1	144.7	130.4	109.1
순부채비율	(35.8)	74.3	34.6	(2.0)	(23.2)
이자보상배율(배)	(18.8)	115.2	132.3	147.0	145.3

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(2.6)</b>	<b>2.9</b>	<b>12.1</b>	<b>17.9</b>	<b>17.4</b>
당기순이익	(4.7)	3.8	11.4	15.0	16.4
조정	2.2	4.2	2.8	5.4	2.2
감가상각비	1.8	2.0	2.7	5.4	2.2
외환거래손익	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.7	2.2	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(0.1)	(5.1)	(2.1)	(2.5)	(1.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(6.8)</b>	<b>(34.8)</b>	<b>(10.2)</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(5.0)</b>
투자자산감소(증가)	(0.1)	(1.6)	(0.9)	(1.1)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(6.4)	(24.5)	(5.0)	(3.0)	(2.0)
기타	(0.3)	(8.7)	(4.3)	(5.2)	(2.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>18.1</b>	<b>33.4</b>	<b>9.0</b>	<b>12.0</b>	<b>5.7</b>
금융부채증가(감소)	(1.3)	35.6	9.0	12.0	5.7
자본증가(감소)	19.4	3.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(6.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>8.6</b>	<b>1.7</b>	<b>10.9</b>	<b>20.6</b>	<b>18.1</b>
Unlevered CFO	(2.6)	8.0	15.3	22.8	22.1
Free Cash Flow	(9.1)	(21.5)	7.1	14.9	15.4

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

유바이오로직스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.18	BUY	11,500		
19.5.7	BUY	13,600	-43.13%	-37.79%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 6월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 06월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 06월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.