

유바이오로직스 (206650)

최대 악재인 오버행 이슈는 일단락. 고성장 펀더멘탈에 집중

2020년 유비콜 공급은 전년대비 26% 증가 3,400만 달러

유바이오로직스의 4분기 매출액은 99억원(YoY, 11.5%), 영업이익은 47억원(YoY, 38.9%, OPM, 47.4%)으로 2019년 연간 영업이익은 98억원으로 전년대비 무려 85% 증가, 2019년 연초 기대했던 고성장을 시현하였다. 4분기 세전손실은 35억원(적자전환), 당기순손실은 38억원(적자전환)을 기록하였다. 2019년 12월에 공시한 2020년 유니세프로의 공급계약 규모는 약 3,400만 달러로 2019년 대비 26% 증가하였으며, 2020년 연간으로 약 370억원 규모의 유비콜 수출이 발생할 것으로 추정된다. 여기에 SBH사의 CMO 매출도 약 56억원 발생하면서 2020년 탑라인은 전년대비 36% 성장, 2019년과 마찬가지로 30% 이상 고성장을 이어갈 수 있을 것으로 기대된다.

지속적인 고성장에도 불구하고 주가는 계속 하향조정

유니세프로 유비콜을 안정적으로 공급하고 있는 유바이오로직스는 콜레라 백신의 수요 증가에 따라 지속적인 고성장을 구가하고 있다. 여기에 2019년 10월 유비콜 생산라인을 기존 2,500만 도즈에서 추가로 2배 확대하기로 공시하면서 2022년도부터 신규라인에서 제품생산이 시작, 생산시설 증설에 따른 지속적인 고성장은 의심할 여지가 없다. 그럼에도 불구하고 유바이오로직스의 주가는 계속 조정받고 있으며, 호재성 뉴스에도 크게 반등하지 못하고 있다. 가장 큰 이유는 2019년 상반기부터 기존 VC와 같은 초기투자자의 매도 물량이 지속되었기 때문이었다. 주가가 8,000원 정도 되면 이들로부터 계속 매도물량이 나오면서 유바이오로직스는 생산시설 확대, CMO 공급계약 등 호재성 공시를 발표해도 주가가 크게 반등하는 데에는 실패했다.

가장 큰 오버행 이슈 해소

유바이오로직스는 2018년 4월 BW 200억원, CPS 100억원을 발행 약 300억원 규모 자금을 조달했고, 이를 받아간 회사는 마이바이오라는 특수목적법인(SPC)이었다. 2019년 5월 1년간의 보호예수가 풀리면서 마이바이오는 CPS 99만주에 대한 전환청구권을 행사 장내매도하면서 BW 200억원, CPS 50억원을 보유하고 있었다. 그런데 3월 4일 공시를 통해 BW 166억원(전환가능 주식 총수 3,254천주)을 약 250억원에 원익 뉴그로스에 양도하기로 한다는 내용을 공시하였다. 원래 마이바이오의 취득단가는 5,102원이었으나 원익 뉴그로스가 인수해 간 주당 가격은 7,700원으로, 원익 뉴그로스는 이 물량에 대해 보호예수를 걸지는 않았지만 적어도 7,700원까지 물량은 장내 매도되지는 않을 것으로 보인다. 유바이오로직스의 최대 오버행 이슈가 일단락된 만큼 이제 유바이오로직스의 실적 성장과 R&D 모멘텀 및 이들의 펀더멘탈에 집중해야 할 시점이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 7,900원(하향) | CP(3월 18일): 5,150원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	485.14
52주 최고/최저(원)	8,460/5,150
시가총액(십억원)	138.0
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	26,792.5
60일 평균 거래량(천주)	411.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.71
주요주주 지분율(%)	
바이오써포트 외 12 인	20.05
녹십자	6.12
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(25.8) (22.7) (25.5)
상대	4.5 2.8 15.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	33.1	44.6
영업이익(십억원)	8.2	11.0
순이익(십억원)	3.3	2.7
EPS(원)	121	98
BPS(원)	1,236	1,043

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	11.6	24.9	33.1	44.9	48.3
영업이익	십억원	(4.3)	5.3	9.8	11.7	14.5
세전이익	십억원	(4.7)	1.3	(0.6)	3.9	9.7
순이익	십억원	(4.7)	3.8	(0.9)	3.3	7.8
EPS	원	(195)	145	(32)	120	283
증감률	%	적지	흑전	적전	흑전	135.8
PER	배	N/A	41.51	N/A	42.80	18.20
PBR	배	7.38	6.38	8.78	5.05	3.95
EV/EBITDA	배	N/A	23.71	21.62	13.23	10.22
ROE	%	(43.77)	17.30	(3.47)	12.53	24.35
BPS	원	742	940	900	1,020	1,303
DPS	원	0	0	0	0	0



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

표 1. 유바이오로직스 4Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q19P	4Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	9.9	8.9	11.5	9.9	0.6
영업이익	4.7	3.4	38.9	3.1	53.9
세전이익	(3.5)	(1.9)	CR	0.5	TR
당기순이익	(3.8)	0.6	TR	0.4	TR
OPM %	47.4	38.1		31.0	
NPM %	(38.2)	6.8		4.1	

자료: 하나금융투자

표 2. 유바이오로직스 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F
매출액	8.9	7.0	7.3	9.9	11.7	10.2	9.6	13.3	24.9	33.1	44.9
YoY(%)	47.0%	12.4%	93.9%	11.5%	31.7%	46.6%	31.3%	34.8%	115.2%	32.9%	35.7%
유비콜(콜레라 백신)	8.5	6.9	6.9	9.9	10.2	8.4	7.6	11.0	22.7	32.1	37.3
YoY(%)	55.9%	17.3%	117.3%	20.4%	19.8%	22.5%	10.3%	12.1%	116.0%	41.7%	15.9%
CRMO	0.4	0.1	0.4	0.0	1.5	1.8	2.0	2.3	2.2	0.9	7.6
YoY(%)	-36.4%	-72.0%	-30.7%	-93.4%	304.8%	1794.7%	383.7%	4906.7%	106.7%	-58.2%	721.6%
매출총이익	5.7	3.5	4.4	6.3	6.4	5.9	5.0	7.3	11.7	19.9	24.7
YoY(%)	94.2%	55.5%	254.1%	18.8%	13.3%	68.2%	13.4%	16.5%	TB	69.7%	24.1%
GPM(%)	64.0%	50.6%	60.2%	63.6%	55.0%	58.0%	52.0%	55.0%	47.1%	60.2%	55.0%
판매관리비	1.9	3.4	3.2	1.6	3.4	2.9	3.2	3.6	6.4	10.1	13.0
YoY(%)	117.6%	82.5%	81.4%	-16.5%	78.5%	-15.4%	-0.5%	124.4%	69.6%	57.3%	29.1%
경상연구개발비	0.5	1.5	1.1	1.2	1.4	1.1	1.4	1.5	3.1	4.4	5.4
YoY(%)	108.8%	157.5%	41.2%	-16.7%	175.9%	-25.5%	27.2%	21.8%	135.5%	41.4%	24.8%
일반판매관리비	1.4	1.9	2.0	0.4	2.0	1.8	1.7	2.1	3.3	5.7	7.6
YoY(%)	121.0%	48.3%	115.6%	-16.1%	42.9%	-7.4%	-16.0%	433.2%	503.4%	71.9%	32.5%
영업이익	3.8	0.1	1.2	4.7	3.0	3.0	1.9	3.7	5.3	9.8	11.7
YoY	84.3%	-73.0%	TB	38.9%	-19.5%	2756.4%	49.1%	-20.4%	TB	84.7%	18.8%
OPM(%)	42.5%	1.5%	16.9%	47.4%	26.0%	29.7%	19.2%	28.0%	21.3%	29.7%	26.0%
세전순이익	(1.0)	(4.7)	8.5	(3.5)	0.7	0.7	0.3	2.1	1.3	(0.6)	3.9
YoY(%)	TR	TR	TB	CR	TB	TB	-96.2%	TB	TB	TR	TB
당기순이익	(1.0)	(4.6)	8.5	(3.8)	0.7	0.8	0.3	1.4	3.8	(0.9)	3.3
YoY(%)	TR	TR	TB	TR	TB	TB	-96.2%	TB	TB	TR	TB
NPM(%)	-11.0%	-66.5%	115.8%	-38.2%	6.0%	8.2%	3.4%	10.8%	15.2%	-2.6%	7.4%

자료: 하나금융투자

유바이오로직스 목표주가 하향

목표주가 7,900원으로 하향
투자의견 BUY 유지

유바이오로직스에 대해 목표주가를 7,900원으로 하향, 투자의견 BUY 유지한다. 유바이오로직스의 목표주가는 유바이오로직스의 12MF EBITDA 150억원에 제약바이오 섹터의 평균 12MF EV/EBITDA인 15.6배에 30% 할증 적용하여 산정하였다. 여기에 유바이오로직스의 현재 발행주식수인 2,759만주에 전환가능한 물량 490만주를 감안하여 목표주가를 7,900원으로 산정하였다. 목표주가를 기존 11,500원 대비 30% 하향했지만 이는 유바이오로직스의 고성장 펀더멘탈이 훼손되었다기 보다는 2019년부터 제약바이오 섹터가 조정을 받으면서 밸류에이션이 디레이팅되었기 때문이다.

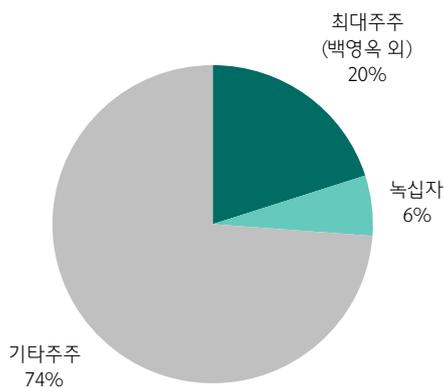
표 3. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	304.5	
12M Frd EBITDA	15.0	
EV/EBITDA배수	20.3	제약바이오 평균 12M Frd EV/EBITDA 30% 할증
순부채	48.8	
적정자본가치	255.7	
희석주식수(1,000주)	32,495	락업이 종료된 CB, BW 490만주 반영
적정주가	7,869	

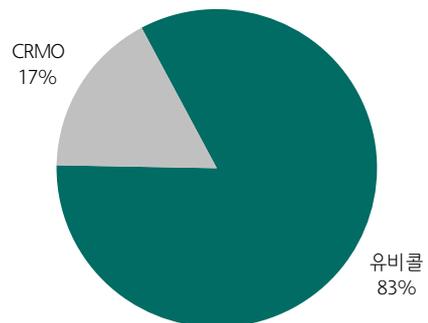
자료: 하나금융투자

그림 1. 주주현황



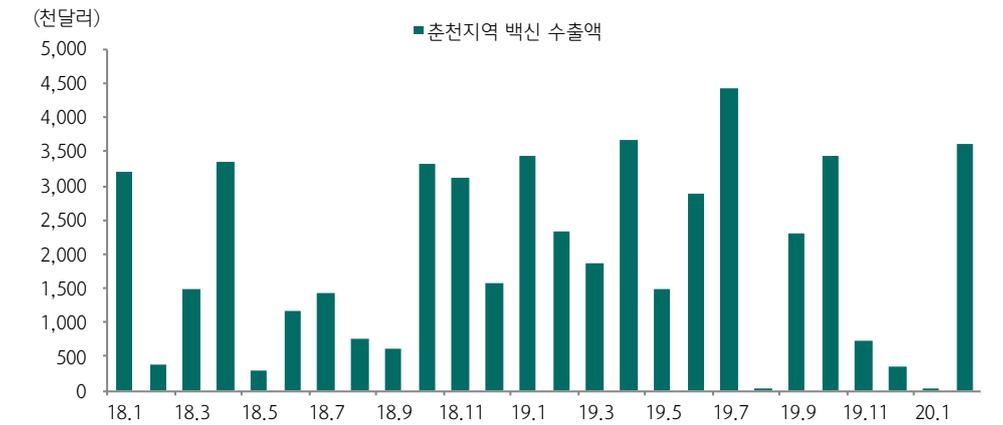
자료: 하나금융투자

그림 2. 사업부문별 매출 (2020년 추정치 기준)



자료: 하나금융투자

그림 3. 관세청 수출데이터(HS코드 3002.20)



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. 유바이오로직스 파이프라인

종류	파이프라인	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가/등록	출시
대장균 백신 CMO	ETVAX	→						
접합단백질	Eu-CRM197	→						
장티푸스 백신	Eu-TCV	→						
폐렴구균 백신	Eu-PCV	→						
수막구균 백신	Eu-MCV	→						
자궁경부암 백신	HPV	→						
호흡기세포융합 바이러스 백신	RSV	→						
보툴리눔 독신	Eu-TOX	→						

자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

표 4. 유바이오로직스 주요 이슈 표 삽입

<p>유비콜</p>	<p>현재 가능 생산량 2,500만도스 추가 2,500만 도스 설비 투자 비용 930만 달러 소요 1) ㈜유바이오로직스 제 2공장 Suite 5에 경구용콜레라백신 원액 제조시설 증설에 필요한 총 USD 9,300,000 중 BMGF는 총 USD 4,716,364를 무상지원하게 됨 2) ㈜유바이오로직스는 계약직후 증설을 시작하여 2022년 2사분기 중으로 WHO의 사전적격승인을 획득 및 하반기 생산 계획 3) 2022년에는 제 1공장 및 2공장을 합하여 3,500만 도즈 생산, 2023년에는 4,500만 도즈 생산 준비를 완료하고, UNICEF에 우선 공급 예정임</p>
<p>CMO 사업 이슈</p>	<p>1. SBH 위탁생산 관련 본계약 체결 (19.06.04) ETVAX(대상균백신) 임상3상 시료 수탁제조 계약 계약금액: 55.8억원 (원화기준) / 매출은 하반기 계상될 예정임 2. 제2공장을 활용한 CMO 사업 확대 (국내 바이오 업체)</p>
<p>장티푸스 백신</p>	<p>EuTVC(장티푸스 백신) 필리핀 임상3상 IND 신청중 (19.09.20) 장티푸스 백신 관련 유니세프 19년~20년 약 1,000억원 예산 책정 현재 인도회사(바라트바이오텍)를 포함 3개사 정도가 유니세프에 납품중 2022년 출시예정으로 유니세프 물량 타겟으로 인도업체 MS 점유율을 잠식할 예정</p>
<p>폐렴구균 백신</p>	<p>현재 국내 1상 진행중 2023년 출시 목표</p>
<p>보툴리눔 독신</p>	<p>ATGC에 21억 지분 3% 출자 현재 임상 1상 및 2상 진행중 => 올 연말까지 완료 목표 내년 1분기 수출품목허가 신청 및 하반기 수출 진행 예정</p>
<p>EcML 면역 증강제 기술</p>	<p>미국 팍바이오텍 사와 RSV (호흡기융합세포바이러스), 대상포진, 알츠하이머 백신 개발 MOU 체결 공동 사업 진행을 위한 다양한 방안 강구중</p>

자료: 유바이오로직스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11.6	24.9	33.1	44.9	48.3
매출원가	12.1	13.2	13.2	20.2	21.3
매출총이익	(0.5)	11.7	19.9	24.7	27.0
판매비	3.8	6.4	10.1	13.0	12.6
영업이익	(4.3)	5.3	9.8	11.7	14.5
금융손익	(0.1)	(4.8)	(10.6)	(7.8)	(4.7)
종속/관계기업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.8	0.2	0.0	(0.0)
세전이익	(4.7)	1.3	(0.6)	3.9	9.7
법인세	0.0	(2.5)	0.3	0.6	1.9
계속사업이익	(4.7)	3.8	(0.9)	3.3	7.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.7)	3.8	(0.9)	3.3	7.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(4.7)	3.8	(0.9)	3.3	7.8
지배주주지분포괄이익	(4.7)	3.8	(0.9)	3.3	7.8
NOPAT	(4.3)	15.5	14.7	9.9	11.6
EBITDA	(2.5)	7.3	11.9	14.1	17.6
성장성(%)					
매출액증가율	141.7	114.7	32.9	35.6	7.6
NOPAT증가율	적지	흑전	(5.2)	(32.7)	17.2
EBITDA증가율	적지	흑전	63.0	18.5	24.8
영업이익증가율	적지	흑전	84.9	19.4	23.9
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	적전	흑전	136.4
EPS증가율	적지	흑전	적전	흑전	135.8
수익성(%)					
매출총이익률	(4.3)	47.0	60.1	55.0	55.9
EBITDA이익률	(21.6)	29.3	36.0	31.4	36.4
영업이익률	(37.1)	21.3	29.6	26.1	30.0
계속사업이익률	(40.5)	15.3	(2.7)	7.3	16.1

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(195)	145	(32)	120	283
BPS	742	940	900	1,020	1,303
CFPS	(109)	307	45	223	459
EBITDAPS	(105)	278	437	515	641
SPS	477	952	1,210	1,637	1,763
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	41.5	N/A	42.8	18.2
PBR	7.4	6.4	8.8	5.0	4.0
PCFR	N/A	19.5	174.5	23.1	11.2
EV/EBITDA	N/A	23.7	21.6	13.2	10.2
PSR	11.5	6.3	6.5	3.1	2.9
재무비율(%)					
ROE	(43.8)	17.3	(3.5)	12.5	24.4
ROA	(23.4)	8.0	(1.1)	3.4	6.6
ROIC	(41.7)	58.3	27.0	14.0	15.7
부채비율	47.9	167.1	256.6	287.2	259.1
순부채비율	(35.8)	74.3	187.4	174.4	116.7
이자보상배율(배)	(18.8)	115.2	32.7	80.7	83.1

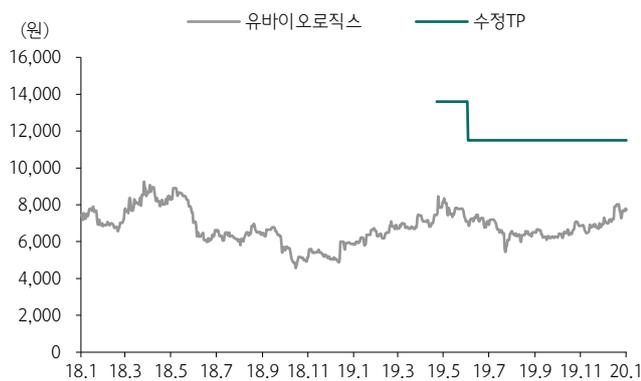
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	15.2	27.6	22.3	38.8	58.6
금융자산	9.8	19.8	12.0	24.7	43.5
현금성자산	9.6	11.4	0.7	9.4	27.0
매출채권 등	0.4	3.0	4.0	5.4	5.8
채고자산	4.6	4.5	6.0	8.2	8.8
기타유동자산	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5
비유동자산	11.6	40.6	65.6	69.5	69.7
투자자산	0.2	1.8	2.4	3.2	3.5
금융자산	0.2	1.5	2.0	2.7	3.0
유형자산	10.3	35.0	60.8	63.9	63.8
무형자산	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2
기타비유동자산	(0.0)	2.5	1.1	1.2	1.2
자산총계	26.9	68.2	88.0	108.3	128.3
유동부채	5.7	23.8	41.2	54.0	59.2
금융부채	0.8	20.4	36.8	48.0	52.7
매입채무 등	3.8	3.1	4.1	5.6	6.0
기타유동부채	1.1	0.3	0.3	0.4	0.5
비유동부채	3.0	18.9	22.1	26.3	33.4
금융부채	2.4	18.5	21.5	25.5	32.5
기타비유동부채	0.6	0.4	0.6	0.8	0.9
부채총계	8.7	42.7	63.3	80.3	92.6
지배주주지분	18.2	25.5	24.7	28.0	35.7
자본금	12.2	12.8	12.8	12.8	12.8
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)	(32.3)	(29.0)	(21.3)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	18.2	25.5	24.7	28.0	35.7
순금융부채	(6.5)	19.0	46.2	48.8	41.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(2.6)	2.9	(0.3)	3.6	10.2
당기순이익	(4.7)	3.8	(0.9)	3.3	7.8
조정	2.2	4.2	1.9	2.2	3.0
감가상각비	1.8	2.0	2.1	2.5	3.1
외환거래손익	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.7	2.2	(0.0)	(0.1)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(0.1)	(5.1)	(1.3)	(1.9)	(0.6)
투자활동 현금흐름	(6.8)	(34.8)	(29.8)	(10.2)	(4.3)
투자자산감소(증가)	(0.1)	(1.6)	(0.6)	(0.8)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(6.4)	(24.5)	(27.8)	(5.5)	(3.0)
기타	(0.3)	(8.7)	(1.4)	(3.9)	(1.1)
재무활동 현금흐름	18.1	33.4	19.4	15.3	11.7
금융부채증가(감소)	(1.3)	35.6	19.4	15.3	11.7
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
현금의 증감	8.6	1.7	(10.6)	8.7	17.6
Unlevered CFO	(2.6)	8.0	1.2	6.1	12.6
Free Cash Flow	(9.1)	(21.5)	(28.1)	(1.9)	7.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

유바이오로직스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.03.18	BUY	7,900		
19.6.18	BUY	11,500		
19.5.7	BUY	13,600	-43.13%	-37.79%
19.5.3				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 18일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 03월 19일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.