

2020.03.11

젬백스 (082270)

임상 결과만 놓고 보자, 또 폭발가능.

깜짝 놀랄 임상결과. 실화인가?

젬백스는 지난해 12/4일 미국 CTAD 학회에서 알츠하이머 임상에서 거의 볼 수 없는 깜짝 놀랄 만한 임상 2상 데이터를 발표했고, 주가는 폭발했다. PPS Population 기준으로 동사의 GV1001 1.12mg와 Donepezil을 병용투여한 환자군은 투약 24주 수 SIB점수가 Baseline 대비 -0.12점 하락했다. 대조군인 Donepezil만 투여한 환자군이 -7.23점 하락한 것과 대조했을 때 매우 탁월한 결과이다. 결과만 놓고 보면 GV1001투여군은 투약기간동안 중증 알츠하이머 진행이 거의 멈췄다고 볼 수 있다. 깜짝 놀랄 결과다.

언제 또 터질지 모른다.

임상 성공 이후 모멘텀 소실과 신종코로나 이슈가 겹치며 주가는 하락세이다. 그러나 모멘텀은 또 만들어질 것이다. 동사에게는 놀라운 데이터가 있기 때문이다. 임상 데이터를 접한 다국적 제약사들은 동사에 관심을 보일 것이며, 이러한 소식은 추가상승의 트리거가 될 것이다. 또한 동사는 GV1001의 기전에 대한 논문을 해외 유수의 학회지에 게재하려는 계획에 있다. 게다가 임상 2상에 대한 논문 또한 곧 각종 학회를 통해 발표될 예정이다. 주요 학회지에 실리는 논문 또한 큰 이슈가 될 수 있다. 약의 가치는 임상 데이터로 말해야 한다. 동사의 데이터를 빅파마가 발표했다면 수조원의 가치를 인정받았을 가능성이 있다. 데이터를 믿어야지 회사가 어떤 지는 중요하지 않다. 데이터가 우수한 만큼 작은 이벤트에도 큰 추가상승을 기대해 볼 수 있을 것이다.

미국 임상 앞당겨질 가능성.

동사는 작년 5월 미국 FDA로부터 알츠하이머 임상 2상 IND를 승인받아 둔 상황이다. 그러나 이번 한국 임상 2상 데이터가 매우 우수하게 나왔기 때문에, 현재 동사는 미국에서 2b상 또는 3상부터 임상을 진행하려고 시도하고 있다. FDA가 이를 받아준다면 미국 시판 시기를 몇 년 앞당길 수 있으며, 매우 경쟁력 있는 글로벌 알츠하이머 후기임상 파이프라인을 보유하게 될 수 있다. 알츠하이머는 제대로 된 약이 없기 때문에 기존약보다 좋은 데이터를 가진 3상 후보물질은 어마어마한 가치를 받는다. 미국임상이 앞당겨지는 소식 또한 주가 상승에 트리거가 될 전망이다.

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	479	472	458	469	475
영업이익	-14	-7	-22	-10	-11
영업이익률	-3.0%	-1.4%	-4.8%	-2.2%	-2.4%
순이익[지배]	-123	-107	-271	-28	-31
EPS(원)	-401	-325	-1,101	-71	-80
PER(배)	(35.5)	(37.0)	(35.0)	(393.9)	(350.5)
PBR	6.5	3.7	11.0	12.7	13.2
EV/EVITA	(19.6)	(92.8)	(106.5)	12298.4	(3285.5)
ROE(%)	-14.8%	-11.8%	-27.1%	-3.2%	-3.7%

자료: 젬백스, 한양증권

매수

[신규]

목표주가(12M)	45,000원
현재주가(2020.03.10)	28,800원
상승여력	56.3%

제약/바이오 오병용 Analyst

byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

주가지표

KOSPI(03/10)	1,963P
KOSDAQ(03/10)	620P
현재주가(03/10)	28,800원
시가총액	11,300억원
총발행주식수	3,924만주
120일 평균거래대금	5,120억원
52주 최고주가	43,550원
52주 최저주가	9,960원
유동주식비율	79.8%
외국인지분율(%)	4.60%
주요주주	젬앤컴퍼니 외 12인 (19.8%)

상대주가지트



투자 의견 BUY, 목표가 45,000원 제시

우리는 젬백스에 대해 투자 의견 BUY 및 목표가 45,000원을 제시한다. 임상중인 파이프라인의 가치를 추정하는 것은 매우 어려운 일이며, 치매는 특히 더 그렇다. 추정의 단순화를 위해 미국 임상 의 가치는 제외하였고, 동사의 한국 알츠하이머+전립선비대증+퀘장암 파이프라인 및 본업(반도체 필터)의 가치를 합산하여 계산하였다. 알츠하이머의 경우 2상 데이터가 우수했기 때문에, 한국에서 진행될 알츠하이머 3상 성공확률을 25%로 가정하였다.

[도표 1] 알츠하이머 파이프라인 가치 추정

(억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
한국 치매 환자 수(만명)				69	72	75	77	80	82	85	87	90	92
Moderate-Severe 환자수(만명)				31	32	34	35	36	37	38	39	40	42
개발 단계	3상 시작		3상종료	허가									
시장점유율				2.0%	3.0%	4.5%	6.8%	10.1%	15.2%	22.8%	34.2%	37.6%	41.3%
국내 매출액				871	1,363	2,130	3,291	5,085	7,856	12,139	18,754	21,245	24,075
젬백스 매출액(평가의 90%)				783	1,227	1,917	2,962	4,576	7,071	10,925	16,878	19,120	21,668
EBIT				705	1,104	1,725	2,666	4,119	6,364	9,832	15,190	17,208	19,501
세후순이익				564	883	1,380	2,133	3,295	5,091	7,866	12,152	13,766	15,601
현재가치환산				358	512	731	1,032	1,456	2,054	2,899	4,090	4,231	4,379
예측가치	21,742			(주요가정)									
잔여가치	37,314			할인율		9.5%							
NPV 합(억원)	59,057			영구성장률		-2.0%							
확률가정 가치(25%,억원)	14,764												

출처: 한양증권 리서치센터

[도표 2] 퀘장암 파이프라인 가치 추정

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
국내 퀘장암 발병 환자 수(명)		7,895	8,356	8,843	9,356	9,905	10,400	10,920	11,466	12,040	12,642	13,274	13,937
전이성퀘장암 환자 수(명)		6,316	6,685	7,074	7,485	7,924	8,320	8,736	9,173	9,632	10,113	10,619	11,150
이오탁신 수치 적합 환자 수(명)		1,895	2,005	2,122	2,245	2,377	2,496	2,621	2,752	2,890	3,034	3,186	3,345
개발 단계		3상완료	허가										
시장점유율			1.0%	5.0%	10.5%	15.8%	17.3%	19.1%	21.0%	21.2%	21.4%	21.6%	21.8%
국내 매출액(억원)			6	32	71	112	130	150	173	184	195	206	219
젬백스 매출액(평가의 75%)			5	27	60	95	110	127	147	156	165	175	186
EBIT			4	22	48	76	88	102	118	125	132	140	149
세후순이익			3	17	38	61	71	82	94	100	106	112	119
현재가치환산			3	13	27	39	41	43	46	44	43	41	40
예측가치	379			(주요가정)									
잔여가치	342			할인율		9.5%							
NPV 합(억원)	721			영구성장률		-2.0%							
확률가정 가치(50%,억원)	541												

출처: 한양증권 리서치센터

[도표 3] 전립선비대증 파이프라인 가치 추정

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
국내 전립선비대증 발병 환자 수(만명)	137	139	142	145	148	151	154	157	160	163	166	170	173
개발 단계	3 상시작		3 상완료		시판								
시장점유율				0.5%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	6.5%	6.0%
국내 매출액(억원)				72	148	302	461	628	800	979	1,165	1,104	1,039
젬백스 매출액(판가의 75%)				43	89	181	277	377	480	588	699	662	624
EBIT				35	71	145	221	301	384	470	559	530	499
세후순이익				28	57	116	177	241	307	376	448	424	399
현재가치환산				21	39	74	103	128	149	166	181	156	134
예측가치	1,151			(주요가정)									
잔여가치	1,144			할인율		9.5%							
NPV 합(억원)	2,295			영구성장률		-2.0%							
확률가정 가치(75%,억원)	1,148												

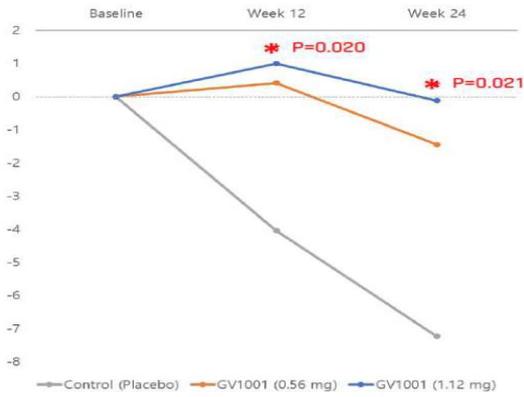
출처: 한양증권 리서치센터

[도표 4] 밸류에이션

(억원, 배)	
2019F 자기자본(억원)	863
Target PBR(배)	1.5 반도체업종 PBR 3 개년평균
2019F 순현금(억원)	197
기존사업가치(억원)(a)	1,491
알츠하이머 파이프라인 가치(억원)(b)	14,764
혜장암 파이프라인 가치(억원)(c)	541
전립선 비대증 파이프라인 가치(억원)(d)	1,148
기업가치(억원)(a+b+c+d)	17,943
유통주식수	39,235,688
적정주가(원)	45,732
목표가(원)	45,000

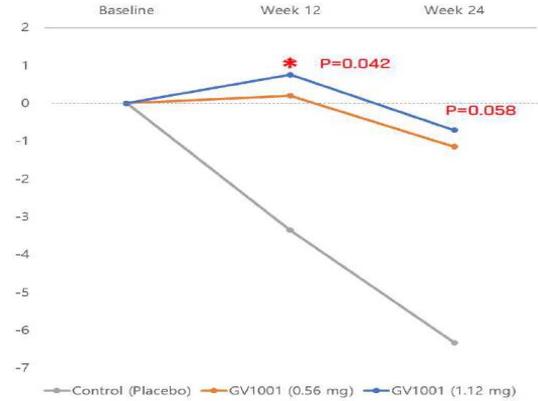
출처: 한양증권 리서치센터

[도표 5] GV1001 2상 결과 PPS population



출처: 한양증권 리서치센터

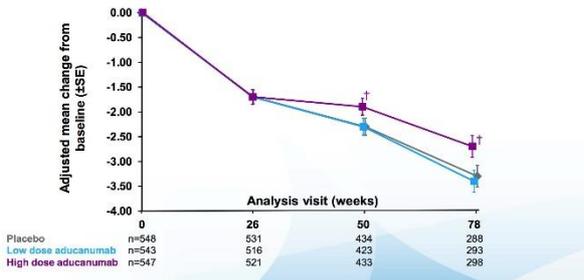
[도표 6] V1001 2상 결과 FAS population



출처: 한양증권 리서치센터

[도표 7] Aducanumab EMERGE임상 MMSE 결과

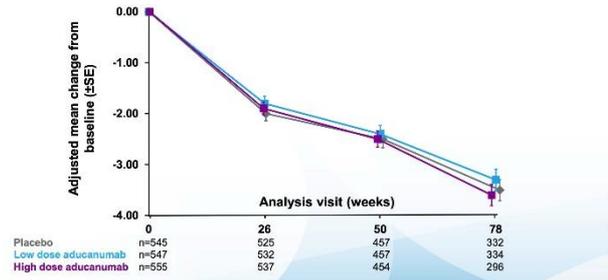
EMERGE: Longitudinal change from baseline in MMSE



출처: 한양증권 리서치센터

[도표 8] Aducanumab ENGAGE임상 MMSE 결과

ENGAGE: Longitudinal change from baseline in MMSE



출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	48	47	46	47	47
매출원가	32	30	28	29	29
매출총이익	16	17	18	18	18
매출총이익률(%)	33.9%	36.9%	38.3%	38.1%	38.2%
판매비와관리비등	18	18	20	19	19
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	-1	-1	-2	-1	-1
영업이익률(%)	-3.0%	-1.4%	-4.8%	-2.2%	-2.4%
조정영업이익	-1	-1	-2	-1	-1
EBITDA	-24	-4	-14	0	0
EBITDA 마진율(%)	-50.7%	-8.8%	-30.0%	0.2%	-0.7%
조정 EBITDA	1	1	0	0	0
순금융손익	-9	9	-11	-2	-2
이자손익	-3	-5	-11	-2	-2
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	-8	1	0	0
중속기업및관계기업관련손익	-14	-11	-15	0	0
법인세차감전계속사업손익	-30	-11	-27	-3	-3
당기순이익	-12	-11	-27	-3	-3
당기순이익률(%)	-25.9%	-22.7%	-59.1%	-5.9%	-6.6%
지배지분순이익	-12	-11	-27	-3	-3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-16	-9	-27	-3	-3

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	0	0	-14	-6	-6
당기순이익	-12	-11	-27	-3	-3
현금유출이없는비용및수익	16	13	24	-2	-2
유형자산상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	1	1	1	0	0
기타	13	11	22	-3	-2
영업활동관련자산부채변동	-3	-2	1	0	0
매출채권및기타채권의감소	-5	-1	0	0	0
재고자산의감소	0	-1	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	2	1	0	0	0
기타	-1	-1	0	0	0
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	-11	-2	-2
투자활동으로인한현금흐름	-57	-3	-8	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	-20	11	-8	-3	-3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	1	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-25	-16	-1	-1	-1
기타	-8	1	1	1	1
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	64	29	0	2	0
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	54	34	0	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	2	0
기타	6	-5	0	0	0
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	3	3	3
현금의 증가	3	26	-19	-3	-6
기초현금	7	9	35	16	13
기말현금	9	35	16	13	7

자료: 엠백스, 한양증권

Balance sheet	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	75	107	89	87	83
재고자산	4	5	5	5	5
단기금융자산	39	55	56	57	59
매출채권및기타채권	13	8	8	8	8
현금및현금성자산	9	35	16	13	7
비유동자산	85	65	56	58	60
유형자산	13	14	13	12	11
무형자산	8	2	1	0	0
투자자산	57	43	36	39	42
자산총계	161	173	145	145	143
유동부채	93	58	58	59	59
단기차입금	5	0	0	0	0
매입채무및기타채무	4	5	5	6	6
비유동부채	1	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	94	59	59	59	60
지배주주지분	67	114	86	86	83
자본금	15	18	17	20	20
자본및이익잉여금	59	106	79	76	73
기타자본	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	67	114	86	86	83

Valuation Indicator	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS(당기순이익 기준)	-405	-325	-1,101	-71	-80
EPS(지배순이익 기준)	-401	-325	-1,101	-71	-80
BPS(자본총계 기준)	2,176	3,228	3,497	2,190	2,110
BPS(지배지분 기준)	2,189	3,239	3,515	2,197	2,117
DPS(보통주)	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER(당기순이익 기준)	-35.2	-37.0	-35.0	-393.9	-350.5
PER(지배순이익 기준)	-35.5	-37.0	-35.0	-393.9	-350.5
PBR(자본총계 기준)	6.5	3.7	11.0	12.8	13.3
PBR(지배지분 기준)	6.5	3.7	11.0	12.7	13.2
EV/EBITDA (발표 기준)	-19.6	-92.8	-106.5	12,298	-3,285

Financial Ratio	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성(%)					
매출액증가율	68.6%	-1.3%	-3.0%	2.4%	1.2%
영업이익증가율	-77.3%	-53.2%	229.1%	-52.9%	10.3%
EPS(당기순이익 기준) 증가율	70.2%	19.9%	-239%	93.5%	-12.4%
EPS(지배기준) 증가율	42.4%	19.1%	-239%	93.5%	-12.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-542%	82.9%	-231%	100.6%	-476%
수익성(%)					
ROE(당기순이익 기준)	-14.8%	-11.8%	-27.1%	-3.2%	-3.7%
ROE(지배순이익 기준)	-20.4%	-11.8%	-27.1%	-3.2%	-3.7%
ROIC	-2.4%	-1.7%	-7.2%	-3.6%	-4.1%
ROA	-7.1%	-6.4%	-17.0%	-1.9%	-2.2%
배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
안전성(%)					
부채비율	140.0%	51.6%	68.4%	69.2%	72.3%
순차입금비율(자본총계 대비)	55.9%	-33.0%	-22.8%	-20.7%	-15.7%
이자보상비율	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%



한양증권 점포현황

Hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
