

2020.10.26

박셀바이오 (323990)

수준이 다른 세포치료제 개발 기업.

국내 세포치료제 핵심 기업.

박셀바이오는 녹십자셀, 녹십자랩셀 등과 유사한 면역세포 항암제를 개발하는 기업이다. 동사의 핵심 신약 파이프라인은 2개다. 1)자가 NK세포를 활용한 간암치료제('VAX-NK')의 임상 2상을 진행 중이며, 2)자가 DC세포를 활용한 다발골수종 치료제('VAX-DC')의 임상 2상을 진행하고 있다. 추가적으로 CAR-T치료제('Vax-CAR-T')도 개발하고 있다. 또한 자체 세포치료제 GMP공장을 보유하고 있어 세포배양에 대한 기술 내재화 수준이 높으며, 경쟁 업체 대비 사업확장 가능성도 크다.

놀라운 임상결과를 내고 있다.

특히 주목할 것은 동사의 간암치료제 'VAX-NK'다. 지난 '16~'17년 진행된 임상 1상 데이터는 놀라웠다. 해당 임상은 수술이 불가능한 진행성 간암 환자 11명을 대상으로 진행되었다. 투약 후 2개월 기준 결과는 완전관해(CR)가 무려 4명이었으며, 부분관해(PR) 1명, 안정병변(SD) 4명, 질병진행(PD) 2명이었다. 완전관해는 몸에서 암세포가 완전히 사라지는 것을 의미한다. 간암치료제를 개발하던 신라젠의 경우 임상 2상에서 완전관해 1건이 나왔다는 이유로 주식시장에서 어마어마한 가치를 받기도 했다. 더 중요한 것은 임상 종료 이후 약 3년이 지난 지금까지 11명 중 10명의 환자가 생존하고 있으며, 올해 1월 기준으로 중앙생존기간은 40개월에 달했다는 것이다. 현재를 기준으로 산정하면 훨씬 긴 생존기간이 도출될 것이다. 진행성 간암의 표준 치료제로 쓰이는 '소라페닙'의 반응률이 10%내외, 중앙생존기간이 3개월 수준인 것을 감안하면 대단한 치료효과다.

또 완전관해.. 수준이 다르다.

게다가 현재 진행 중인 임상 2상에서 첫 환자부터 완전관해가 나왔다. 'VAX-NK'의 임상 2상에서는 NK세포를 임상 1상보다 2배가량 더 투여한다. 따라서 효과가 1상보다 더 좋을 것으로 기대할 수 있다. 현재까지 2명의 환자가 투약되었으며, 두번째 환자의 결과 역시 기대되는 상황이다. 진행성 간암은 예후가 매우 안좋은 암 중에 하나로 알려져 있음에도 불구하고, 'VAX-NK'는 생존기간을 몇 개월 향상시키는 수준이 아니다. 오히려 완전관해가 얼마나 나올지가 더 중요한 관전 포인트로 보인다.

세포치료제 유사기업 대비 현저한 저평가

세포치료제는 최근 신약개발 트렌드 중 하나이며, 따라서 국내 세포치료제 기업들의 시가총액도 상당한 수준이다. 녹십자셀(4,852억원), 녹십자랩셀(5,008억원), 엔케이맥스(4,404억원), 셀리드(4,352억원), 에스씨엠생명과학(3,507억원) 등이 고밸류를 받고 있으나, 동사의 시가총액은 그 절반이 안되는 1,851억원에 불과하다. 장기적으로 긍정적인 주가 흐름을 기대한다.

(억원, 별도)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액				0	0
영업이익				-24	-40
영업이익률				-	-
순이익[지배]				-64	-13
EPS(원)					
PER(배)					
PBR					
EV/EVITA					
ROE(%)				52.9%	80.3%

자료: 박셀바이오, 한양증권

N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2020.10.23)	24,600원
상승여력	-

Analyst 오병용

제약/바이오

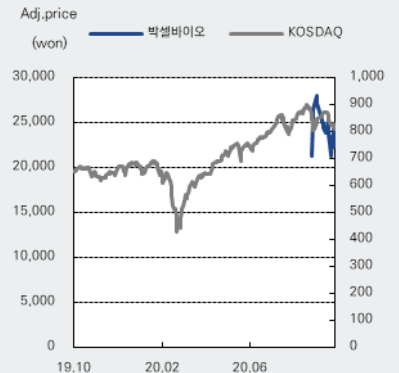
byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

주가지표

KOSPI(10/23)	2,361P
KOSDAQ(10/23)	808P
현재주가(10/23)	24,600원
시가총액	185십억원
총발행주식수	752만주
120일 평균거래대금	513억원
52주 최고주가	31,200원
52주 최저주가	20,450원
유동주식비율	62.9%
외국인지분율(%)	0.37%
주요주주	이제중 외 4 인 (27.4%)

상대주가차트



수요예측 결과는 35,000원 이상이었다.

동사의 IPO시 공모가 밴드는 30,000원~35,000원(시가총액 2,257억원~2,633억원)이었으며, 지난 9.3~9.4일 진행된 수요예측에서, 참여한 기관의 대다수인 99.93%가 밴드 상단인 35,000원 이상 가격에 신청하였다. 35,000원을 초과하는 가격에 참여한 기관도 43.55%나 됐다. 기관들은 동사의 가치를 35,000원 수준으로 판단한 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 공모가는 하단인 30,000원으로 확정되었으며, 현 주가는 24,600원에 불과하다. 현 주가 수준은 매력적인 구간으로 보인다.

[도표 1] 박셀바이오 수요예측 현황

구분	참여건수 (단위:건)	신청주식수 (단위: 주)	비율(%)
35,000 원 초과	53	32,325,000	43.55%
35,000 원	180	40,479,000	54.54%
30,000 원 초과 ~ 35,000 원 미만	9	723,000	0.97%
30,000 원	49	643,000	0.87%
30,000 원 미만	15	43,000	0.06%
가격 미제시	3	11,000	0.01%
합계	309 건	74,224,000 주	100%

자료 : 한양증권 리서치센터

유사기업 대비 저평가 근거는 별로 없다.

동사와 유사하게 NK세포를 이용해 항암제를 개발하는 녹십자랩셀, 엔케이맥스의 시가총액은 4천 억원 이상이다. 동사와 임상 단계나 타겟 시장은 비슷한데, 시가총액은 2배이상 차이가 난다. 현재까지의 임상데이터가 우수한 점, 세포치료제 공장을 보유한 점을 고려하면 동사의 저평가 매력이 돋보인다.

[도표 2] 유사기업 비교

유사기업	사업현황	현주가 (10/23, 원)	현재시가총액 (억원)
녹십자랩셀	동종 유래 NK 세포치료제 MG4101 간암임상 2 상, 림프종 임상 1 상	47,450	5,008
녹십자셀	T 세포치료제 이문셀 LC 간암 2007 년허가. 적응증 확장 임상 2 상 중. 헤징암 3 상 예정	38,950	4,852
엔케이맥스	자가 NK 세포치료제 SNK01 1/2a 상(키트루다비용), 미국임상 1 상(단독)	13,000	4,404
셀리드	자가 B 세포치료제 자궁경부암 임상 2a 진행, 전립선암 1 상 진행.	45,100	4,352
SCM 생명과학	출기세포 이식편대속주질환 임상 2 상, 급성림프구성백혈병 Car-T 1 상 진행중	29,550	3,507
박셀바이오	자가 NK 세포치료제 간암 임상 2 상, DC 세포치료제 다발골수종(레블리미드비용) 임상 2 상	24,600	1,851

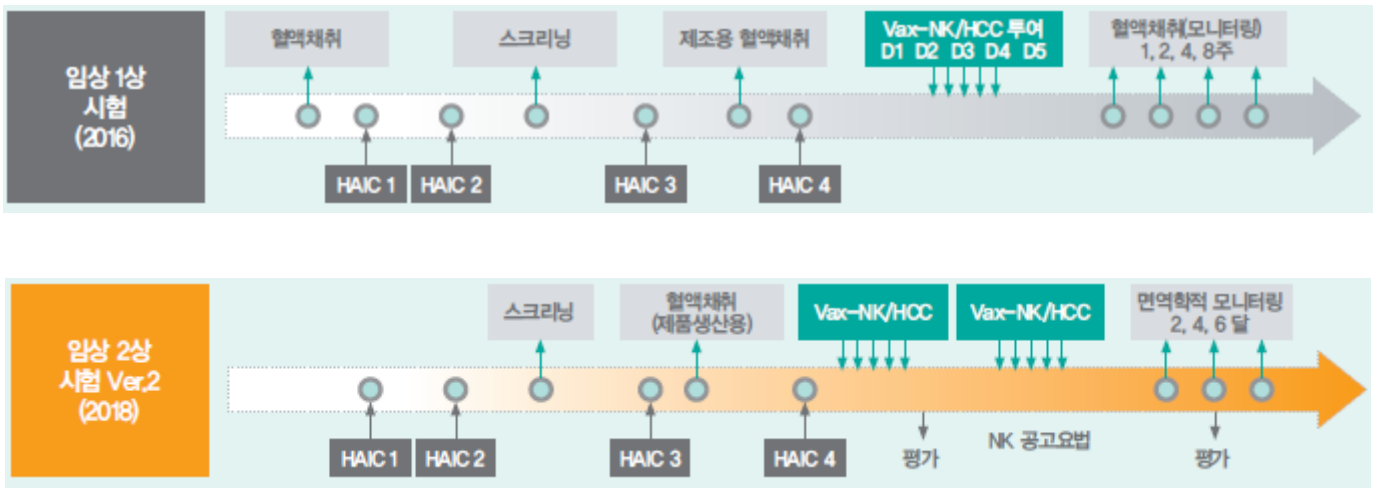
자료 : 한양증권 리서치센터

NK세포 간암 치료제 'VAX-NK' 소개

동사는 NK세포 배양 시, 방사선을 조사시킨 영양세포주를 말초혈액단핵구와 혼합배양함으로써 순도를 높이고 원가를 줄이는 차별적인 배양기술을 확보하였다. 간암 치료시 NK세포는 HAIC방식(간동맥내항암주입요법)으로 투여한다. HAIC는 카테터를 간동맥내에 장착시킨 후 케모포트를 통해 항암제를 투여하는 방법이다.

1상 디자인은 HAIC로 5-FU 및 Cisplatin을 먼저 투여 후, NK세포치료제를 5일연속 투여하는 방식이었다. 5-FU 및 Cisplatin은 Cold tumor를 Hot tumor로 바꿔주는 효과가 있다는 연구 결과들이 있었기 때문이다. 임상 2상 프로토콜의 경우 1상 대비 효력을 더 증폭시킬 수 있도록 NK세포 5일 투여 이후, 추가로 5일을 더 투여하는 방식으로 변경했다. 따라서 2상에서의 효능이 더 기대되는 상황이다.

[도표 3] VAX-NK의 임상 1상 및 임상 2상 프로토콜



출처: 한양증권 리서치센터

[도표 4] VAX-NK 1 상 데이터

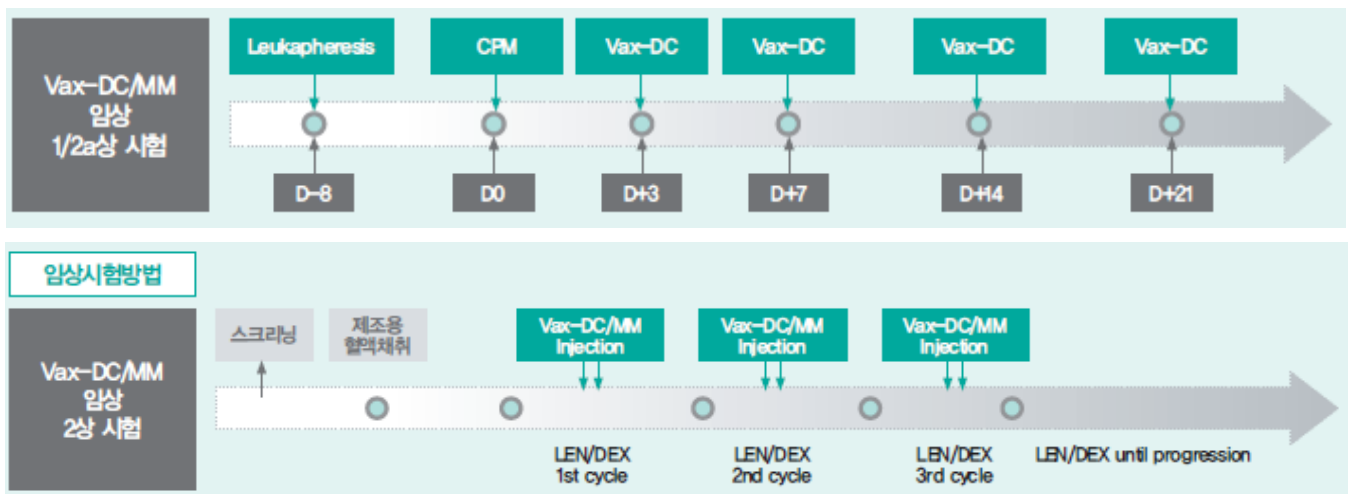
	Screening	1 Month After NK Infusion	Vax-NK 투입 두달 후	Best response
Patient 1	PR	PR	CR	CR
Patient 2	PR	CR	CR	CR
Patient 3	PR	SD	PD	SD
Patient 4	PR	CR	CR	CR
Patient 5	PR	PR	PD	PR
Patient 6	PR	SD	SD	SD
Patient 7	SD	PR	SD	PR
Patient 8	SD	PR	CR	CR
Patient 9	PR	PR	PR	PR
Patient 10	PR	SD	SD	SD
Patient 11	PR	SD	SD	SD

자료 : 한양증권 리서치센터

수지상세포 다발골수종 치료제 'VAX-DC' 소개

수지상세포는 T세포에 종양특이 항원을 전달하여, T세포를 유도할 수 있는 항원제시 세포다. VAX-DC는 말초혈액단핵구를 수지상세포로 분화시킨 후, 다발골수종 항원을 탑재시켜 만드는 치료제다. 임상 1/2a상은 사이클로포스파마이드와 병용투여 하였다. 1상 9명의 환자 중 77.8%환자에게서 T세포 증식을 확인하였고, 66.7%환자에게서 임상적 이득률을 확인하였다. 현재 진행중인 2b상은 셀진의 블록버스터 다발골수종 치료제인 레블리미드와 병용투여 예정이다.

[도표 5] VAX-DC 의 임상 1/2a상 및 임상 2상 프로토콜



출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 억원)

Income statement	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	Balance sheet	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액				0	0	유동자산				115	83
매출원가				0	0	재고자산				0	0
매출총이익				0	0	단기금융자산				70	40
매출총이익률(%)				-	-	매출채권및기타채권				1	1
판매비와관리비등				24	40	현금및현금성자산				44	41
기타영업손익				0	0	비유동자산				7	17
영업이익				-24	-40	유형자산				7	12
영업이익률(%)				-	-	무형자산				0	1
조정영업이익				-24	-40	투자자산				0	1
EBITDA				-59	-5	자산총계				123	100
EBITDA 마진율(%)				-	--	유동부채				151	4
조정 EBITDA				-24	-38	단기차입금				0	0
순금융손익				-43	26	매입채무및기타채무				2	2
이자손익				-5	-6	비유동부채				93	5
외화관련손익				0	0	사채				0	0
기타영업외손익				2	1	장기차입금				0	0
중속기업및관계기업관련손익				0	0	부채총계				245	10
법인세차감전계속사업손익				-64	-13	지배주주지분				-122	91
당기순이익				-64	-13	자본금				18	33
당기순이익률(%)				-	--	자본및이익잉여금				-140	57
지배지분순이익				-64	-13	기타자본				0	1
비지배지분순이익				0	0	비지배지분				0	0
총포괄이익				-65	-15	자본총계				-122	91

주 : K-IFRS 별도 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	Valuation Indicator	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동으로인한현금흐름				-20	-36	Per Share (원)					
당기순이익				-64	-13	EPS(당기순이익 기준)					
현금유출이없는비용및수익				45	-18	EPS(지배순이익 기준)					
유형자산감가상각비				0	2	BPS(자본총계 기준)				-1,922	1,394
무형자산상각비				0	0	BPS(지배지분 기준)				-1,922	1,394
기타				44	-20	DPS(보통주)				0	0
영업활동관련자산부채변동				-1	-7	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소				0	0	PER(당기순이익 기준)					
재고자산의감소				0	0	PER(지배순이익 기준)					
매입채무및기타채무의증가				0	0	PBR(자본총계 기준)					
기타				-1	-7	PBR(지배지분 기준)					
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름				1	1	EV/EBITDA (발표 기준)					
투자활동으로인한현금흐름				-65	21	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)				0	-1	성장성(%)					
유형자산의 감소				0	0	매출액증가율				-	-
유형자산의 증가(CAPEX)				-5	-8	영업이익증가율				-!	65.6%
무형자산의 감소(증가)				0	-1	EPS(당기순이익 기준) 증가율				-	-
단기금융자산의감소(증가)				-70	30	EPS(지배기준) 증가율				-	-
기타				10	0	EBITDA(발표기준) 증가율				-	91.4%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름				0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름				120	11	ROE(당기순이익 기준)				52.9%	80.3%
장기차입금의증가(감소)				0	0	ROE(지배순이익 기준)				52.9%	80.3%
사채의증가(감소)				0	0	ROIC				-408.0%	-363.1%
자본의 증가(감소)				0	13	ROA				-52.6%	-11.2%
기타				120	-2	배당수익률				-	-
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름				0	0	안전성(%)					
기타현금흐름				0	0	부채비율				-200.5%	10.6%
현금의 증가				35	-4	순차입금비율(자본총계 대비)				-101.7%	-83.9%
기초현금				9	44	이자보상비율	5.7%	3.3%	-5.8%	-3.7%	-5.6%
기말현금				44	41						

자료 : 박셀바이오, 한양증권



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
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.
