

제넥신 (095700)

제넥신과 툐젠 합병무산, 불확실성 해소

제넥신, 툐젠 합병 무산

국내에서 최초로 기술력을 보유한 두 바이오텍 간의 합병으로 관심을 모았던 제넥신과 툐젠의 합병이 최종적으로 무산되었다. 8월 19일까지 진행된 주식매수청구권 행사 결과, 주식매수청구 주식수가 제넥신은 보통주 3,442,486주, 우선주 1,465,035주, 툐젠은 보통주 1,513,134주가 신청되었다. 매수청구가격이 제넥신은 67,325원, 툐젠은 80,695원인 점을 감안하면 제넥신은 3,304억원, 툐젠은 1,221억원을 지급해야 한다. 이것은 제넥신 1,300억원, 툐젠 500억원이었던 매수 대금 한계치를 초과한 금액으로 결국 매수 대금이 회사 재무적 한계치를 벗어나면서 두 회사간의 합병은 무산되었다.

합병무산의 원인은 과도한 주가하락

제넥신은 6월 19일 툐젠과의 합병을 공시하였다. 유전자 가위기술(Gene editing)이라는 혁신적인 기술력을 보유한 툐젠을 인수함으로써 혁신적인 초기 파이프라인 확보 및 allogenic CAR-T 개발 등 다양한 시너지 효과를 기대했었다. 그러나 합병 공시 이후 발생한 제약바이오 섹터 내의 각종 악재들로 인해 19일 기준으로 제넥신의 주가는 주식매수청구 가격 대비 약 22% 괴리가 발생하였다. 제약바이오 섹터가 여전히 불안한 상황에서 많은 주주들은 22% 더 높은 주식매수청구권을 행사한 것으로 볼 수 있다. 결국 현재 제약바이오 섹터의 침체가 두 회사의 합병을 가로막은 것으로 해석된다.

불확실성 해소 하반기 R&D 모멘텀 기대

합병 공시 이후 여러 악재들로 인해 제넥신의 주가가 계속 빠지고 있는 상황에서 두 회사의 합병 가능성은 다소 낮아 보였고, 이러한 점은 제넥신의 주가에 불확실성으로 남아 있었다. 합병이 무산된 점은 좀 더 폭발적인 기술적 시너지를 기대할 수 없다는 점에서 아쉽지만, 단기적으로 불확실성은 해소된 것으로 판단된다. 제넥신과 툐젠과의 합병은 무산됐지만, 혁신적이라고 평가받는 allogenic CAR-T 개발 등을 포함 두 회사간의 기술적 협력은 앞으로도 지속될 것으로 제넥신은 언급하였다.

더불어 그 동안 잠잠했던 제넥신의 R&D 모멘텀도 하반기에는 본격적으로 시동을 걸 수 있을 것으로 보인다. 고형암 환자 대상으로 하이루킨 투여 시 면역세포 수가 증가해 있는지 확인해 보는 임상 1b상 데이터를 올해 11월 6일 개최되는 면역치료학회, SITC에서 발표할 예정이며, 지속형 성장호르몬 임상 3상 IND 신청서도 4분기 제출할 수 있을 것으로 보인다. 하이루킨과 면역관문억제제의 병용투여 임상도 계속 확대할 것으로 기대되는 바, 합병무산으로 불확실성이 해소된 현재, 제넥신의 하반기 R&D 모멘텀을 기대한다면 지금은 저점 매수 기회라고 볼 수 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 130,000원(상향) | CP(8월 20일): 52,900원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	607.01
52주 최고/최저(원)	109,600/46,800
시가총액(십억원)	1,087.8
시가총액비중(%)	0.52
발행주식수(천주)	20,563.9
60일 평균 거래량(천주)	149.3
60일 평균 거래대금(십억원)	9.3
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.17
주요주주 지분율(%)	
한독	18.39
성영철 외 11 인	10.84
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.4) (36.5) (34.3)
상대	(1.6) (21.5) (16.7)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	26.4	32.0
영업이익(십억원)	(28.6)	(28.5)
순이익(십억원)	(21.7)	(20.9)
EPS(원)	(954)	(917)
BPS(원)	13,387	12,733

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	16.7	32.5	11.4	28.5	12.9
영업이익	십억원	(5.2)	1.1	(30.9)	(26.9)	(38.1)
세전이익	십억원	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
순이익	십억원	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
EPS	원	(505)	(82)	(1,648)	(983)	(1,568)
증감률	%	적지	적지	적지	적지	적지
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	4.03	6.75	6.45	12.86	5.13
EV/EBITDA	배	229.38	162.16	N/A	N/A	N/A
ROE	%	(10.65)	(1.26)	(24.18)	(15.84)	(15.68)
BPS	원	5,907	6,954	6,688	5,676	14,152
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

제넥신의 기업 가치

제넥신의 기업가치는 개발하고 있는 파이프라인의 가치 톨젠과의 합병 무산으로 목표주가는 13만원으로 원상복귀

제넥신의 기업가치는 임상 후기단계를 진행하고 있는 지속형 성장호르몬(GX-H9)과 단독 그리고 면역관문억제제와 병용임상을 진행하고 있는 HPV(인유두종바이러스)의 DNA 백신인 Papitrol-188의 가치, 그리고 면역관문억제제와의 병용투여 임상 결과를 바탕으로 향후 큰 규모의 기술이전 계약이 체결될 가능성이 높은 하이루킨에 대한 rNPV 가치를 반영하였다.

이 외에도 제넥신은 Hybrid Fc 플랫폼 기술을 기반으로 다양한 파이프라인들이 다수 존재한다. 하나금융 리서치센터에서는 한미약품의 경우에도 수많은 전임상 및 임상 1상 단계의 파이프라인에 대해 LAPSCOVERY 플랫폼 가치로 약 5,000억원의 가치를 부여한 바 있다. 제넥신의 경우에도 한미약품의 LAPACOVERY처럼 임상적으로 POC가 검증된 Hybrid Fc 플랫폼 기술을 보유하고 있고 이를 바탕으로 초기 임상단계에 있는 후보물질들이 많으므로 임상 초기단계에 있는 물질들에 대해 전체적으로 약 5,000억원의 가치를 반영하여 아래 표 1과 같이 기업가치를 산정하였다.

톨젠과의 합병 공시 이후 주식수의 증가로 하향했던 목표주가는 다시 원상복귀, 13만원으로 상향 조정한다.

표 1. 제넥신 파이프라인 및 가치

(단위: 십억원)

파이프라인	물질	적용증	전임상	1상	2상	3상	가치
GX-H9	지속형 성장호르몬	성장호르몬 결핍증					553
GX-188E	DNA 치료백신	자궁경부전암					153
GX-188E with Keytruda	DNA 치료백신 +면역관문억제제	자궁경부암					571
GX-17(하이루킨) 중국	지속형 IL-7	고형암					234
GX-17(하이루킨) 글로벌		고형암					955
GX-17(하이루킨)		만성 HPV 감염질환					500
GX-17(하이루킨)		림프구감소증					
GX-C8	지속형 GLP-2	단장중후군					
		항암제 치료로 인한 설사					
GX-30	갑상선자극호르몬	갑상선암 재발가능성 및 전이여부 진단					500
GX-P2	PD-L1	염증성 장질환					
		건선					
GX-E2	지속형 EPO	빈혈					
GX-G3	지속형 GCSF	호중구감소증					
GX-C6	지속형 GLP-1	당뇨병					
제넥신 기업 가치							2,966
회석기준 발행주식수(천주)							23,220
주당 가치							127,723

자료: 하나금융투자

그림 1. 제넥신 파이프라인 개발현황

임상 1상	임상 1b상	임상 1b/2a상	임상 2상	임상 3상
GX-G6(GLP-1-hyFc) 제 2형 당뇨 단독투여(EU) Completed	GX-I7(IL-7-hyFc) 고형암 단독투여(KR) Ongoing 1b	GX-I7(IL-7-hyFc) 고형암 CPA 전처치(KR) Ongoing 1b/2a	Papitrol-188 자궁경부전암 단독투여(EU/KR) Ongoing	
		GX-I7(IL-7-hyFc) 뇌암(교모세포종) 단독투여(KR) Ongoing 1b/2a	GX-H9(hGH-hyFc) 성인 성장호르몬결핍증 단독투여(EU/KR) Completed	
		GX-I7(IL-7-hyFc) 뇌암(교모세포종) TMZ* 병용(US) Ongoing 1b/2a	GX-H9(hGH-hyFc) 소아 성장호르몬결핍증 단독투여(EU/KR) Completed	
		GX-I7(IL-7-hyFc) 피부암 티센트릭 병용(US) Ongoing 1b/2a	GX-E2(EPO-hyFc) 만성 신부전증 유래 빈혈 단독투여(KR) Completed	
		GX-I7(IL-7-hyFc) 삼중음성유방암 키트루다 병용(KR) Ongoing 1b/2a	GX-G3(G-CSF-hyFc) 호중구감소증 단독투여(EU) Completed	
		Papitrol-188 자궁경부전암 단독투여(KR) Completed		
		Papitrol-188 자궁경부암 키트루다 병용(KR) Ongoing 1b/2		

■ 면역항암제

■ DNA 치료 백신

■ 바이오베터

주석: TMZ(Temozolomide, 항악성종양제)

자료: 제넥신, 하나금융투자

그림 2. GX-I7의 개발현황

GX-I7	임상 1a상	임상 1b상	임상 2a상	임상 2b상	지역	비고
건강성인	[Progress Bar]			1상 완료	KR	
고형암	단독투여	[Progress Bar]			KR	
	CPA 전처치	[Progress Bar]		1b/2a상	KR	
뇌암 (교모세포종)	단독투여	[Progress Bar]		1b/2a상	KR/US	NCI*/CITN*
	TMZ 병용 ¹	[Progress Bar]		1b/2a상	US	
피부암 (흑색종 등)	티센트릭 병용 ¹	[Progress Bar]		1b/2a상	US	ION*
삼중음성유방암	키트루다 병용 ²	[Progress Bar]		1b/2상	KR	KDDF*

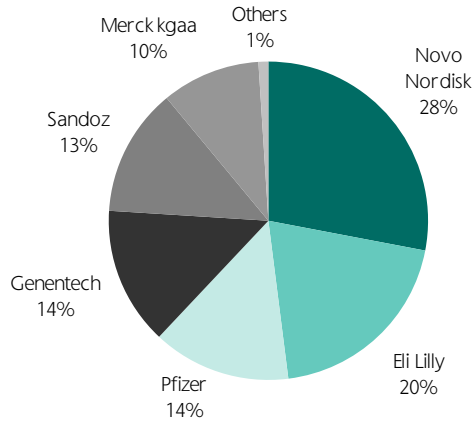
주석*: NCI(National Cancer Institute), CITN(Cancer Immunotherapy Trials Network), ION(Immuno Oncology Network), KDDF(Korea Drug Development Fund)

주석1: 교모세포종과 피부암의 스펙서는 관계회사인 NeolmmuneTech

주석2: 삼중음성유방암은 KDDF의 지원받았고, Merck와 NeolmmuneTech과 공동 개발

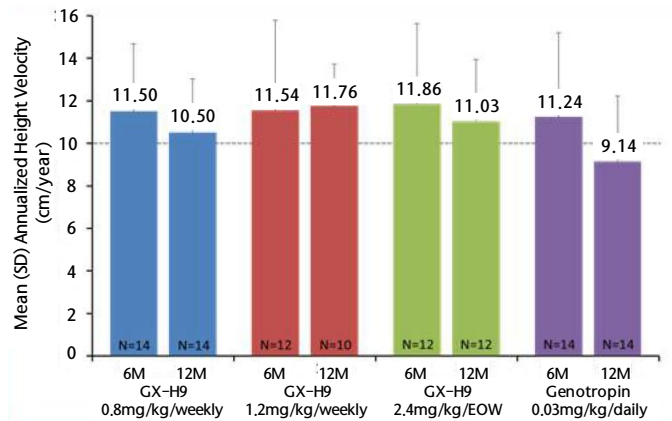
자료: 제넥신, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 성장호르몬 시장 규모



자료: 제넥신, 하나금융투자

그림 4. GX-H9 1년치 키 성장속도 결과



주) EOW: Every Other Week(2주 1회 투여)

자료: 제넥신, 하나금융투자

표 2. 지속형 성장호르몬 경쟁사 개발 현황 비교

	Genexine	Acendis	OPKO(Pfizer)	Novo Nordisk	
제품명	GX-H9	ACP-0001	MOD-4023	NNC0195-0092	
지속형 기술	hyFc	TransCon PEG	CTP	Albumin	
투약 횟수	1주형 한 달에 두번	1주형	1주형	1주형	
임상 개발단계	성인(Adult)	임상 2상 완료	임상 2상 완료	임상 3상 실패	임상 3상 진행
	소아 (Pediatric)	임상 2상 완료 임상 3상 IND 준비	임상 3상 진행	임상 3상 진행	임상 2상 완료 임상 3상 IND 준비
키 성장 속도	임상 2상(12개월) 0.8mg 10.5cm/yr 1.2mg 11.76cm/yr 2.4mg 11.03cm/yr(EOW) Geno 0.03mg 9.14cm/yr	임상 3상(12개월) 0.24mg 11.2cm/yr Geno 34µg 10.3cm/yr	임상 2상(12개월) 0.25mg 10.44cm/yr 0.48mg 10.96cm/yr 0.66mg 11.93cm/yr Geno 0.034mg 12.46cm/yr	임상 2상(6개월) 0.04mg 8.0cm/yr 0.08mg 10.9cm/yr 0.16mg 12.9cm/yr Nord 0.034mg 11.4cm/yr	
CMC	Genetic fusion	Chemical conjugation	Genetic fusion	Chemical Conjugation	

주) EOW: Every Other Week(2주 1회 투여)

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	16.7	32.5	11.4	28.5	12.9
매출원가	3.4	4.9	4.8	10.7	6.3
매출총이익	13.3	27.6	6.6	17.8	6.6
판매비	18.5	26.5	37.5	44.6	44.6
영업이익	(5.2)	1.1	(30.9)	(26.9)	(38.1)
금융손익	(0.8)	0.1	(0.2)	(0.9)	(1.3)
중속/관계기업손익	(2.2)	(6.2)	(0.9)	(3.1)	2.9
기타영업외손익	0.8	3.6	1.0	11.5	2.4
세전이익	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
법인세	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
지배주주지분포괄이익	(7.7)	(3.8)	(31.8)	(20.0)	(26.5)
NOPAT	(5.2)	1.1	(30.9)	(26.9)	(38.1)
EBITDA	1.4	4.7	(28.3)	(24.2)	(35.8)
성장성(%)					
매출액증가율	187.9	94.6	(64.9)	150.0	(54.7)
NOPAT증가율	적지	흑전	적전	적지	적지
EBITDA증가율	흑전	235.7	적전	적지	적지
영업이익증가율	적지	흑전	적전	적지	적지
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	적지	적지
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	79.6	84.9	57.9	62.5	51.2
EBITDA이익률	8.4	14.5	(248.2)	(84.9)	(277.5)
영업이익률	(31.1)	3.4	(271.1)	(94.4)	(295.3)
계속사업이익률	(44.3)	(4.3)	(271.1)	(67.7)	(264.3)

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	51.7	43.4	71.9	28.9	177.5
금융자산	48.0	20.8	61.3	12.0	171.1
현금성자산	45.1	9.1	22.4	10.4	55.7
매출채권 등	2.9	21.2	6.1	15.1	2.6
재고자산	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
기타유동자산	0.7	1.2	4.4	1.8	3.8
비유동자산	62.4	98.7	86.7	111.8	197.3
투자자산	15.7	33.8	54.5	63.5	144.7
금융자산	4.1	8.2	22.1	26.1	61.6
유형자산	23.8	24.3	23.6	41.3	47.2
무형자산	20.6	35.7	4.7	4.2	4.1
기타비유동자산	2.3	4.9	3.9	2.8	1.3
자산총계	114.1	142.1	158.6	140.7	374.8
유동부채	7.3	14.7	26.1	13.0	10.8
금융부채	3.0	3.0	20.0	5.3	2.2
매입채무 등	4.3	11.7	6.0	7.5	7.8
기타유동부채	0.0	0.0	0.1	0.2	0.8
비유동부채	5.9	1.6	2.4	13.9	43.5
금융부채	4.3	0.0	0.0	11.5	41.9
기타비유동부채	1.6	1.6	2.4	2.4	1.6
부채총계	13.2	16.3	28.5	26.8	54.3
지배주주지분	100.9	125.8	130.1	113.9	320.5
자본금	4.3	4.5	9.7	10.0	11.3
자본잉여금	133.6	158.4	219.5	221.4	452.9
자본조정	3.2	6.8	10.9	12.4	12.8
기타포괄이익누계액	(0.1)	(2.2)	(3.5)	(4.2)	3.7
이익잉여금	(40.0)	(41.7)	(106.5)	(125.7)	(160.1)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	100.9	125.8	130.1	113.9	320.5
순금융부채	(40.8)	(17.8)	(41.3)	4.8	(127.1)

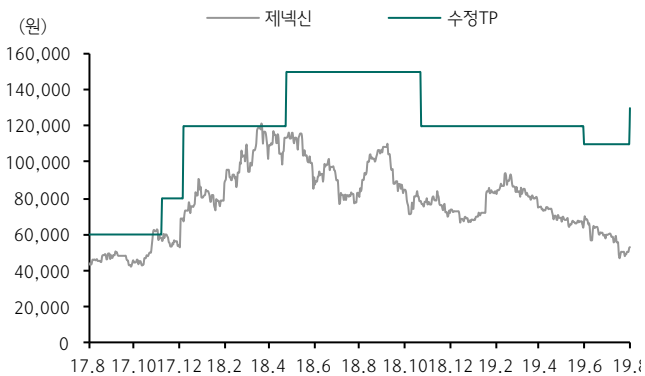
투자지표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	(505)	(82)	(1,648)	(983)	(1,568)
BPS	5,907	6,954	6,688	5,676	14,152
CFPS	326	631	(1,143)	(1,038)	(1,447)
EBITDAPS	92	268	(1,510)	(1,232)	(1,648)
SPS	1,136	1,860	605	1,448	593
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	4.0	6.8	6.5	12.9	5.1
PCFR	73.0	74.4	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	229.4	162.2	N/A	N/A	N/A
PSR	21.0	25.2	71.4	50.4	122.4
재무비율(%)					
ROE	(10.6)	(1.3)	(24.2)	(15.8)	(15.7)
ROA	(8.7)	(1.1)	(20.6)	(12.9)	(13.2)
ROIC	(12.5)	1.8	(54.9)	(57.0)	(70.7)
부채비율	13.1	13.0	21.9	23.5	16.9
순부채비율	(40.4)	(14.1)	(31.7)	4.2	(39.6)
이자보상배율(배)	(5.1)	3.7	(42.0)	(24.3)	(14.3)

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	6.5	(1.6)	(14.1)	(26.1)	(20.1)
당기순이익	(7.4)	(1.4)	(30.9)	(19.3)	(34.1)
조정	12.0	12.8	9.7	(1.1)	2.9
감가상각비	6.6	3.6	2.5	2.6	2.3
외환거래손익	0.1	0.1	0.7	1.1	0.0
지분법손익	2.2	6.2	0.9	3.1	(2.9)
기타	3.1	2.9	5.6	(7.9)	3.5
영업활동 자산부채 변동	1.9	(13.0)	7.1	(5.7)	11.1
투자활동 현금흐름	(25.5)	(54.8)	(53.6)	17.8	(185.6)
투자자산감소(증가)	(1.8)	(11.6)	(19.7)	(5.5)	(74.9)
유형자산감소(증가)	(5.8)	(3.0)	(1.7)	(19.7)	(7.7)
기타	(17.9)	(40.2)	(32.2)	43.0	(103.0)
재무활동 현금흐름	61.0	20.4	81.1	(3.6)	250.9
금융부채증가(감소)	(6.1)	(4.3)	17.0	(3.2)	27.3
자본증가(감소)	68.5	25.0	66.4	2.2	232.7
기타재무활동	(1.4)	(0.3)	(2.3)	(2.6)	(9.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	41.9	(36.1)	13.4	(12.0)	45.2
Unlevered CFO	4.8	11.0	(21.5)	(20.4)	(31.4)
Free Cash Flow	0.7	(4.7)	(15.8)	(46.5)	(27.9)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

제넥신



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.21	BUY	130,000		
19.6.20	BUY	110,000	-47.31%	-38.00%
18.11.12	BUY	120,000	-36.82%	-22.00%
18.5.14	BUY	150,000	-38.03%	-22.73%
17.12.26	BUY	120,000	-21.09%	0.75%
17.11.27	BUY	80,000	-29.16%	-14.25%
17.9.1	BUY	60,000	-18.49%	4.50%
17.5.23	BUY	55,000	-17.96%	-4.00%

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	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 20일

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 08월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 08월 21일 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.