

제넥신 (095700)

제넥신, 툴젠 합병, 지금까지 이런 일은 없었다

제넥신, 툴젠 합병 결정

6월 19일 제넥신은 유전자 교정기술(Gene editing)을 보유한 기업 툴젠을 합병한다고 공시하였다. 합병 후 존속회사는 제넥신이며, 소멸회사는 툴젠이다. 양사의 합병비율은 제넥신:툴젠=1:1.2로 합병가액은 제넥신이 주당 65,472원, 툴젠은 주당 78,978원이며, 시가총액으로 환산하면 각각 13,456억원과 5,146억원에 해당한다. 주주총회 예정일은 7월 30일, 합병기일은 8월 31일, 신주 상장 예정일은 9월 30일이다. 한편 존속법인의 상호는 주식회사 툴제넥신(ToolGenexine, Inc.)이 될 예정이다.

제넥신은 원래 유전자치료제, DNA 백신 개발 기술 보유사

제넥신은 Hybrid Fc 플랫폼 기술을 보유한 바이오텍으로 이를 기반으로 지속형 성장호르몬(GX-H9) 및 항암제 하이루킨(GX-I7) 개발로 잘 알려진 회사이다. Hybrid Fc가 단백질이기 때문에 제넥신과, 유전자 가위로 알려진 유전자 교정기술을 보유한 툴젠과의 합병에 대해 기술적인 시너지가 있겠느냐는 회의적인 시각들이 있다. 그러나 제넥신은 원래 유전자치료제 또는 DNA 백신에 대한 원천기술을 보유하고 있는 회사이다. 시장에 많이 알려져 있지 않지만 자궁경부전암을 대상으로 HPV(인유두종 바이러스) DNA 백신(Papitrol-188)을 개발, 현재 유럽에서 임상 2상을 진행하고 있으며, 키트루다와 병용요법으로 자궁경부암을 대상으로 임상 1b/2상을 진행 중에 있다. 과거 HCV(C형간염 바이러스) DNA 백신개발에 실패하면서 혁신적인 유전자치료제 개발을 중단, 현재 남아 있는 파이프라인이 자궁경부암과 관련된 HPV DNA 백신만 남아 있는 상황이다. 원래 제넥신은 툴젠처럼 유전자를 다루는 기업으로 이 분야에 강점을 보유하고 있다.

지금까지 이런 일은 없었다

이번 제넥신과 툴젠의 합병은 우리나라 제약바이오 섹터 역사상 거의 최초로 외부로부터 혁신적인 기술도입을 위한 합병이라고 볼 수 있다. 글로벌 제약사들은 끊임없는 기술도입과 인수합병을 통해 그 혁신성과 성장을 유지하고 있다. 넘버 1 글로벌 제약사인 화이자의 경우만 하더라도 피크매출 \$13B 달러를 기록했던 고지혈증 치료제 리피토(Lipitor)는 2000년 Warner-Lambert사를 인수하며 도입한 물질이고 현재 화이자에서 가장 높은 매출액을 기록하고 있는 페럼구균 백신인 프리베나 13도 2009년 와이어스(Wyeth)를 인수하면서 도입되었다. 17일 화이자는 Array Biopharma사를 114억 달러 규모로 인수함으로써 항암제 파이프라인을 확충할 수 있을 것으로 보인다.

제넥신의 경우 HCV DNA 백신 개발실패 이후 혁신적인 유전자치료제 및 DNA 백신 파이프라인 개발은 잠정 중단되어 있는 것으로 보여진다. 향후 유전자치료제 시장의 가치를 고려 시 원래 이 분야에 기술력을 보유한 제넥신 입장에서 신규 유전자치료제 파이프라인 개발을 서둘러 진행할 필요가 있다. 이러한 관점에서 제넥신은 유전자치료제 개발 관련 새로운 기술 도입이 필요했고, 툴젠은 이러한 제넥신의 니즈에 부합한 기업이라 볼 수 있다. 툴젠과의 합병으로 글로벌 바이오텍으로 비상할 수 있는 제넥신을 기대해 본다.

Update

BUY

| TP(12M): 110,000원(하향) | CP(6월 19일): 66,500원

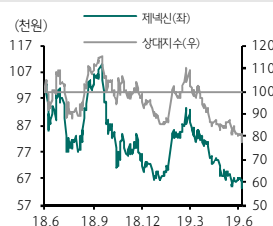
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	717.71
52주 최고/최저(원)	109,600/63,600
시가총액(십억원)	1,366.7
시가총액비중(%)	0.56
발행주식수(천주)	20,551.9
60일 평균 거래량(천주)	97.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.3
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	6.40
주요주주 지분율(%)	
한독	18.40
성영철 외 11 인	10.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.6) (8.9) (21.8)
상대	(4.1) (14.7) (11.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	18.0	21.0
영업이익(십억원)	(21.0)	(67.0)
순이익(십억원)	(20.0)	(67.0)
EPS(원)	(879)	(2,942)
BPS(원)	N/A	N/A

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

표 1. 제넥신과 톨젠 합병개요

합병비율	제넥신 : 톨젠 = 1:1.2062866
------	------------------------

제넥신 합병 가치

주가(원)	65,472
주식수	20,551,934
시가총액(십억원)	1,345.6

톨젠 합병 가치

주가(원)	78,978
주식수	6,516,249
시가총액(십억원)	514.6

합병이후 톨제넥신 지분

	제넥신	합병 신주	총 주식수
주식수	20,551,934	7,821,259	28,373,193

톨젠 지분구조

	기존 톨젠 지분	합병 이후 지분율	톨젠 주식수	제넥신 지분 전환	락업
소액주주 지분 기타	67.2%	19.6%	4,378,919	5,548,566	
VC 지분	12.6%	3.1%	819,092	871,057	6개월
대주주 및 특수관계자	20.2%	4.9%	1,318,237	1,401,636	6개월

주석: 톨젠 지분구조는 예상치로 변동이 있을 수 있음

자료: 제넥신, 하나금융투자

표 2. 합병일정

합병계약일		2019.06.19
주주확정기준일		2019.07.05
주주명부 폐쇄기간	시작일	2019.07.06
	종료일	2019.07.10
합병반대의사통지 접수기간	시작일	2019.07.16
	종료일	2019.07.29
주주총회예정일자		2019.07.30
주식매수청구권 행사기간	시작일	2019.07.30
	종료일	2019.08.20
채권자이의 제출기간	시작일	2019.07.31
	종료일	2019.08.30
합병기일		2019.08.31
종료보고 총회일		2019.09.02
합병등기예정일자		2019.09.05
신주권교부예정일		2019.09.27
신주의 상장예정일		2019.09.30

자료: 제넥신, 하나금융투자

제넥신의 기업 가치

제넥신의 기업가치는
개발하고 있는 파이프라인의 가치

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. 그러나 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 LAPACOVERY 처럼 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 3과 같이 기업가치를 산정하였다.

여기에 19일 합병한다고 밝힌 툴젠의 기업가치 5,146억원을 반영하면 합병법인인 툴제넥신의 기업가치는 약 3.5조원에 해당한다. 여기에 합병 이후 툴제넥신의 주식수(기존 제넥신 주식수 20,551,934 + 합병신주 7,821,259) 28,373,193주에 제넥신의 전환가능한 희석주식수를 반영하여 목표주가는 12만원에서 11만원으로 조정되었다.

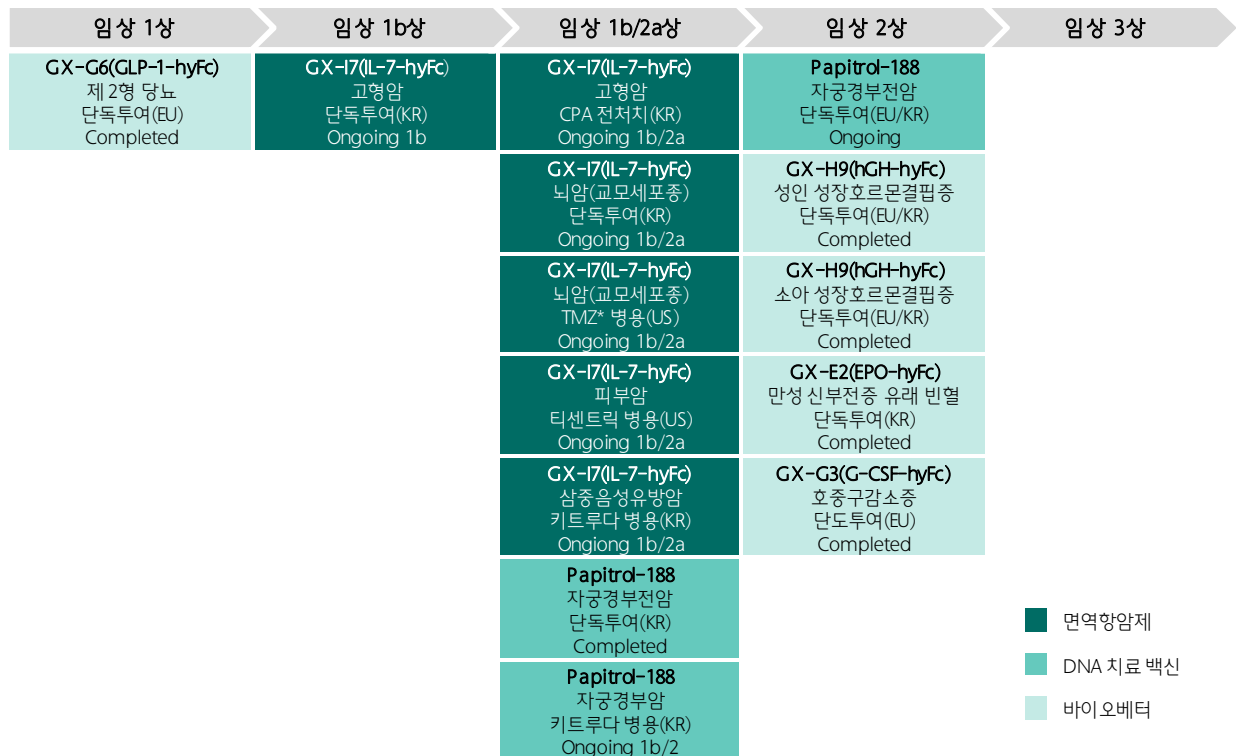
표 3. 제넥신 파이프라인 및 가치

(단위: 십억원)

파이프라인	물질	적응증	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-I7(하이루킨) 중국	지속형 IL-7	고형암					234
GX-I7(하이루킨) 글로벌		고형암					955
GX-I7(하이루킨)		만성 HPV 감염질환					500
GX-I7(하이루킨)		림프구감소증					
GX-G8	지속형 GLP-2	단장증후군					
		항암제 치료로 인한 설사					
GX-30	갑상선자극호르몬	갑상선암 재발가능성 및 전이여부 진단					
GX-P2	PD-L1	염증성 장질환					
		건선					
GX-E2	지속형 EPO	빈혈					
GX-G3	지속형 GCSF	호중구감소증					
GX-G6	지속형 GLP-1	당뇨병					
제넥신 기업 가치							2,966
툴젠 기업 가치							515
희석기준 발행주식수(전주)							31,166
주당 가치							111,670

자료: 하나금융투자

그림 1. 제넥신 파이프라인 개발현황



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				1상 완료	KR	
고형암	단독투여				KR	
	CPA 전처치			1b/2a상	KR	
뇌암	단독투여			1b/2a상	KR/US	NCI*/CITN*
(교모세포종)	TMZ 병용 ¹			1b/2a상	US	
피부암	티센트릭 병용 ¹			1b/2a상	US	ION*
(흑색종 등)						
삼중음성유방암	키트루다 병용 ²			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 스폰서는 관계회사인 NeolmmuneTech

주석2: 삼중음성유방암은 KDDF의 지원받았고, Merck와 NeolmmuneTech과 공동 개발

자료: 제넥신, 하나금융투자

표 4. 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)
종속/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)

투자지표	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)

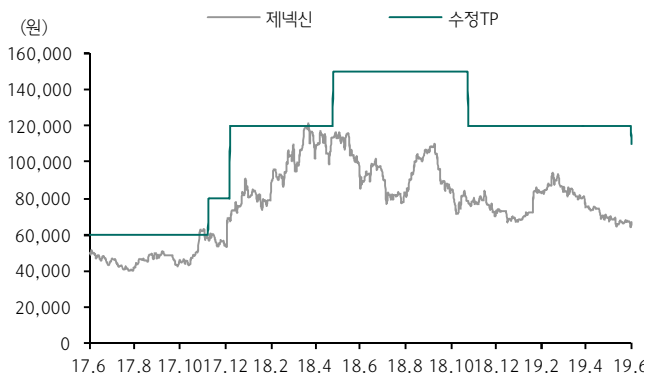
자료: 하나금융투자

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
채고자산	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)

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	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.20	BUY	110,000		
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%
17.6.20	BUY	60,000	-22.02%	4.50%
17.5.23	BUY	55,000	-15.63%	-4.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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 19일

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 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 06월 20일 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.