

제넥신(095700.KQ)

매수(유지)

툴젠 흡수합병으로 툴제넥신으로 새로운 역사

제약/바이오 담당 이명선 T.02)2004-9539 lee.myoung-sun@shinyoung.com		Key Data (기준일: 2019. 06. 19)		Company Performance				
		KOSPI(pt)	2124.78	주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
		KOSDAQ(pt)	717.71	절대수익률	-3.6	-20.1	-8.9	-21.8
		액면가(원)	500	KOSPI대비상대수익률	-4.1	-16.6	-14.7	-11.1
		시가총액(억원)	13,667	Valuation Indicator				
		발행주식수(천주)	22,772	(배, %)	17A	18A	19F	
		평균거래량(3M, 주)	79,089	PER	N/A	N/A	N/A	
		평균거래대금(3M, 백만원)	5,283	PBR	5.1	5.0	5.2	
		52주 최고/최저	109,600 / 63,600	EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	
		52주 일간Beta	1.6	ROE	-15.7	-6.9	-7.0	
		배당수익률(19F, %)	0.0					
		외국인지분율(%)	6.4					
		주요주주 지분율(%)						
		한독	18.4					
		성영철 외 11 인	10.9					

유전자 교정기술 기업인 툴젠과의 합병 공시

- 동사는 6월 19일 공시를 통해 코넥스 상장기업인 툴젠과의 합병을 알렸음. 공시 당일은 툴젠의 우회상장여부 및 요건 충족 확인을 위하여 거래 정지가 되었음. 이번 합병으로 제넥신은 존속하고 존속법인 상호는 툴제넥신(ToolGenexine)으로 변경함.
- 합병비율은 제넥신:툴젠=1대 1,2062866으로 제넥신 주당 65,472원, 툴젠 주당 78,978원으로 산출. 이는 최근 1개월 간의 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일간의 거래량 가중산술평균종가, 최근일의 종가를 산술평균한 가액으로 산정. 또한 산술평균 가액에 할증 또는 할인율 적용하지 않았음
- 합병관련 주주총회 예정일은 7월 30일, 합병기일 8월 31일, 신주 상장예정일 9월 30일

툴젠, 유전자가위에 대한 원천특허 보유 국내 유일 기업

- 툴젠은 유전자가위의 원천특허를 보유하고 있는 국내 유일 기업. 1세대 ZFN 기술을 바탕으로 창업하여 지속적인 연구 개발로 2세대 TALEN 기술, 최근 각광받는 3세대 유전자가위 RNA-Guided Endonucleases (CRISPR/Cas9) 특허 및 기술 보유. 아직은 연구용 시장이 주를 이루고 있으나 향후 치료용 시장으로 확장되면서 시장은 급격히 확대될 것
- 유전자 가위란 특정 유전정보를 제거하거나 외부 유전자를 정해진 위치에 삽입하여 몸속의 유전 정보를 바꿀 수 있는 유전자 교정(Genetic Editing)의 핵심 기술임. 특히 유전자 치료제 중에서도 난치성 질환 및 유전성 질환에 대한 혁신적인 치료제 개발에 적용될 기술로 기대되는 분야
- R&D파이프라인은 1) 체내 유전자 치료를 통한 파이프라인-안구질환(황반변성 및 당뇨병 망막병증), 간질환(혈우병, B형 간염) 등과 2) 체외에서 유전자 교정 후 투여하는 CAR-T 플랫폼과 유전자 줄기세포 치료제 등에 대한 파이프라인이 있음. 각각은 아직 후보물질 탐색단계임.

합병 후 다양한 원천기술의 확보로 R&D 시너지 기대

- 제넥신은 이미 Hybrid Fc 기술과 DNA 백신 기술을 통해 다양한 신약파이프라인 보유. 특히 Hybrid Fc 기술을 통해 바이오배터에서 신약까지 확대하여 개발. 하이루킨(IL-7에 Hybrid Fc를 접목한 면역항암제)은 단독 또는 병용요법 연구가

동시에 이루어지고 있음. 그러나 NeoImmuneTech사(제넥신 21% 지분보유)가 하이루킨의 유럽과 미국 판권을 보유하여 글로벌 임상을 주도함에 따라 제넥신의 고유 파이프라인 부재를 지적되기도 함

- 반면, 툐젠은 2014년 코넥스 상장, 주목받는 10대 미래기술/혁신기술(MIT Technology Review, 세계 경제포럼 등)로 지정된바 있으나 지금까지 기술특례로 코스닥 상장 시도 중 서울대와의 특허권 이슈 등으로 인하여 코스닥 진입을 하지 못하고 있었음.

- 이번 합병은 양사에게 R&D 시너지가 클 것으로 전망함. 제넥신은 툐젠의 기술력을 활용한 고유 파이프라인을 확장할 수 있고, 툐젠은 간접적으로는 코스닥 상장효과, 직접적으로는 제넥신의 다양한 임상 경험을 토대로 보유파이프라인의 글로벌 임상 진입이 좀더 용이해질 것으로 봄

- 아직 합병 후 구체적인 사업계획은 많이 밝혀지지 않았음. 다만 합병법인은 R&D 전략위원회를 이사회 직속으로 설치하여 미래 신기술창출, 차세대 파이프라인 구축, 신규사업 기획 등을 담당하겠다고 하며, 추후 구체적인 전략은 발표하겠다고 함

투자의견 매수유지, 합병 후 목표주가 최소 12만원, 추후 상세 밸류에이션 필요

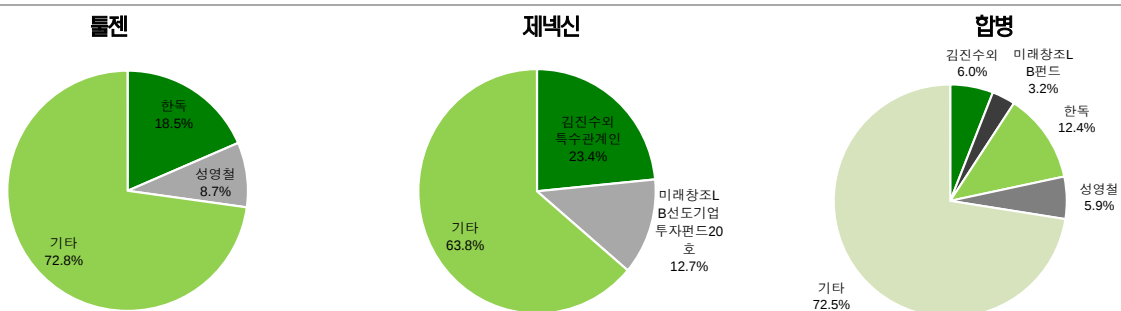
- 투자의견 매수, 합병전 제넥신의 목표주가는 12.5만원. 합병 후, 툐젠의 코넥스 상장 기업가치 기준으로 주가 산정시 현재 목표주가 수준. 그러나 툐젠의 CRISPR/Cas9 원천기술을 보유한 기업은 전세계적으로 단 5개만 있고, 기술력을 세계적으로 인정받고 있다는 점에서 파이프라인에 대한 추가적인 밸류에이션은 필요함. 추후 제넥신의 합병으로 인한 R&D 전략 발표 후 목표주가 재산정 필요

도표 1. 합병일정

주요 이벤트	일정
합병계약일	2019.06.19
주주확정기준일	2019.07.05
주주명부폐쇄기간	2019.07.06 ~ 07.10
합병반대의사통지접수기간	2019.07.16 ~ 07.29
주주총회예정일	2019.07.30
합병기일	2019.08.31
종료보고 총회일	2019.09.02
신주권교부예정일	2019.09.27
신주의 상장예정일	2019.09.30

출처: 제넥신, 신영증권 리서치센터

도표 2. 합병 전후 지분변동



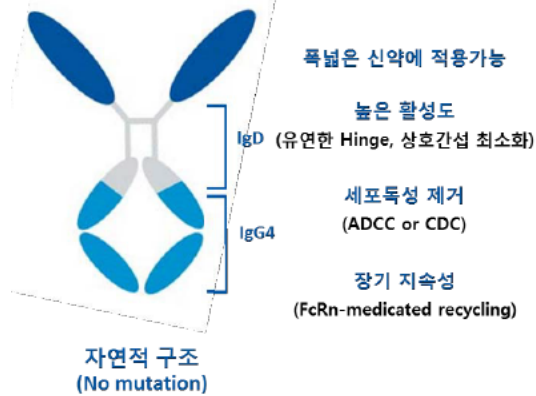
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 합병 전후

구분		합병전	합병후	구분
파이프라인가치 (십억원)	소계	2,897	2,897	
	Hytropin (GX-H9, 지속형 성장호르몬)	509	509	성공확률 22.4% 반영
	중국 Hyleukin(GX-I7, 지속형 IL-7)	559	559	성공확률 8.1% 반영
	미국/유럽 Hyleukin(GX-I7, 지속형 IL-7)	1,302	1,302	
	Papitrol (GX-188E, 자궁경부전암)	296	296	성공확률 27.5% 반영
	Papitrol(GX-188E, 자궁경부암 병용)	231	231	성공확률 8.1% 반영
톨젠 시가총액			610	합병시 톨젠 시가총액만 합산
유통주식수(주)		22,646,933	30,390,103	
주당가치 (원)		127,930	115,399	
목표주가(원)		125,000	120,000	

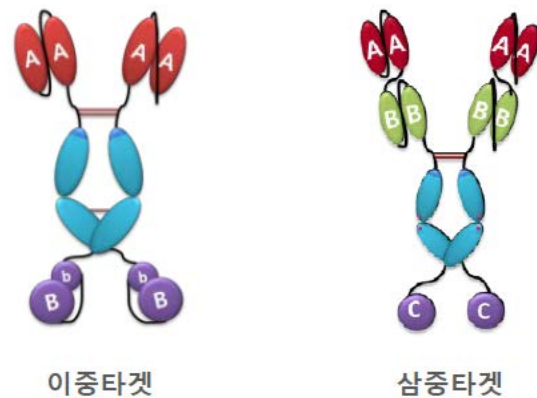
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. Hybrid Fc 기술-Single Target



자료: 제넥신, 신영증권 리서치센터

도표 4. Hybrid Fc 기술-Multi Target



자료: 제넥신, 신영증권 리서치센터

도표 5. 제넥신의 Best-in-Class R&D파이프라인

프로젝트명	적응증	개발단계				파트너사	임상사이트
		Pre	P1	P2	P3		
GX-H9 (HyTropin, long-acting hGH)	성인 성장호르몬 결핍증			완료		한독 I-Mab(중국)	EU/KR
	소아 성장호르몬 결핍증			완료	US IND 신청예정		
GX-E2 (HyPoietin, long-acting EPO)	만성 신부전증 유래 빈혈			완료	IND 승인	녹십자 Shanghai Fosun(중국) KG-Bio(아세안)	KR 인도네시아 중심으로 임상 3상 준비
GX-G3 (HyGrastim, long-acting G-CSF)	호중구 감소증			완료		ILKOGEN, Tasgen I-Mab(중국)	터키 임상3상 준비
GX-G6 (HyGlutide, long-acting GLP-1)	제2형 당뇨		완료			Tasgen I-Mab(중국)	EU

자료: 제넥신, 신영증권 리서치센터

도표 6. 제넥신의 First-in-Class R&D파이프라인

프로젝트명	적응증	투여방식	개발단계				파트너사	임상사이트
			Pre	P1	P2	P3		
Papitrol-188 (HPV Vaccine) DNA	자궁경부전암 (HSIL*)	단독투여			완료		BSK(중국)	KR
		단독투여						EU/KR 임상 2상중 1Q 임상2상 종료
	자궁경부암	키트루다 병용						KR
Tri-specific Antibody Candidates Drug	고형암	단독 및 병용투여						KR
암 GX-I7 (HyLeukin-7, (IL-7-hyFc)	건강 성인 대상	안전성, PK, PD		완료			NIT(유럽/미국) I-Mab(중국)	KR, AACR 발표
	고형암	단독투여		1b				KR
	고형암	CPA전처치*		1b/2a				KR
	뇌암(교모세포종)	단독투여		1b/2a				KR
	뇌암(교모세포종)	병용투여(TMZ)		1b/2a				US
	피부암(흑색종 등)	병용투여 (티센트릭)		1b/2a				US
	삼종음성유방암	CPA 전처치병용 투여 (키트루다)		1b/2a				KR
	간암	병용투여(화학)						KR
	폐암	병용투여(화학)						KR
	골육종	병용투여(화학)						KR
림프구 감소증 GX-I7 (IL-7-hyFc)	급성 방사선 증후군	단독투여		EUA Purpose(Emergency Use Authorization)				US
	특발성 림프구 감소증	단독투여						

자료: 제넥신, 신영증권 리서치센터

도표 7. 세대별 유전자 가위기술 비교

유전자 가위기술 종류	1세대	2세대	3세대
	ZFN	TALEN	CRISPR
DNA 인지 및 결합 도메인	Zinc finger 단백질	TALE 단백질	가이드 RNA
DNA 절단 도메인	FokI	FokI	Cas9
DNA 인지 범위	18-36bp 3bp/Zinc finger 모듈	30-40bp 1bp/TALE 모듈	22bp DNA-RNA base pair
인지 서열의 조건	G 염기를 포함하는 5'-GNNGNNGNN-3'	5'-T 염기로 시작하여 A-3' 염기로 끝 나는 서열	인지서열 바로 뒤에 5'-NCC-3'(PAM) 염기서열이 요구됨
장점	표적 서열에 맞춰, 블록식으로 제작가 능 단백질크기(1kb)가 작음	높은 특이성 1bp 단위로 정교한 인식 인지서열 선정이 비교적 자유로움	인지서열의 선정이 유연하고 용이함 한번에 여러 유전자를 표적 가능함 대량 생산 가능
한계점	낮은 특이성 표적 서열 선정에 한계 단백질 설계 및 제조 복잡 고비용	메틸화 C에는 적용 불가 단백질 설계 및 제조 복잡 고비용 단백질 크기(3kb)가 커서 세포내 전달 이 어려움	경우에 따라 Off target effect 발생 확 률이 높음 단백질 크기(3kb)가 커서 세포내 전달 이 어려움

자료: 식약품안전평가원, 신영증권 리서치센터

제넥신(095700.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	28.5	12.9	26.4	32.0	35.7
증가율(%)	150.0	-54.7	104.7	21.2	11.6
매출원가	10.7	6.3	9.2	6.1	7.5
원가율(%)	37.5	48.8	34.8	19.1	21.0
매출총이익	17.8	6.6	17.2	25.9	28.2
매출총이익률(%)	62.5	51.2	65.2	80.9	79.0
판매비와 관리비 등	44.6	44.6	45.8	54.4	59.2
판매비율(%)	156.5	345.7	173.5	170.0	165.8
영업이익	-26.9	-38.1	-28.6	-28.5	-30.9
증가율(%)	-12.9	41.6	-24.9	-0.3	8.4
영업이익률(%)	-94.4	-295.3	-108.3	-89.1	-86.6
EBITDA	-24.2	-35.8	-26.2	-26.3	-29.0
EBITDA마진(%)	-84.9	-277.5	-99.2	-82.2	-81.2
순금융손익	-0.9	-1.3	0.9	1.3	-2.4
이자손익	-0.9	-1.3	0.9	1.3	-2.4
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	11.5	2.4	3.9	3.3	0.3
종속및관계기업 관련손익	-3.1	2.9	2.1	3.0	2.1
법인세차감전계속사업이익	-19.3	-34.1	-21.7	-20.9	-30.9
계속사업손익법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-19.3	-34.1	-21.7	-20.9	-30.9
증가율(%)	-37.5	76.7	-36.4	-3.7	47.8
순이익률(%)	-67.7	-264.3	-82.2	-65.3	-86.6
지배주주지분 당기순이익	-19.3	-34.1	-21.7	-20.9	-30.9
증가율(%)	-37.5	76.7	-36.4	-3.7	47.8
기타포괄이익	-0.6	7.6	6.0	6.0	6.0
총포괄이익	-20.0	-26.5	-15.6	-14.9	-24.9

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	28.9	177.5	164.9	141.7	150.2
현금및현금자산	10.4	55.7	27.6	0.2	7.4
매출채권 및 기타채권	15.1	2.6	18.0	21.3	23.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	111.8	197.3	191.8	202.8	224.0
유형자산	41.3	47.2	48.9	51.2	54.4
무형자산	4.2	4.1	3.4	3.2	3.0
투자자산	63.5	144.7	138.2	147.1	165.3
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	140.7	374.8	356.8	344.5	374.1
유동부채	13.0	10.8	10.3	16.0	41.8
단기차입금	3.0	0.0	0.0	5.0	26.0
매입채무및기타채무	7.5	7.8	8.1	8.0	7.8
유동성장기부채	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.9	43.5	41.5	38.4	67.2
사채	0.0	24.6	22.6	22.5	45.5
장기차입금	11.5	10.0	10.0	9.0	11.6
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	26.8	54.3	51.8	54.4	109.0
지배주주지분	113.9	320.5	305.0	290.1	265.2
자본금	10.0	11.3	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	221.4	452.9	452.9	452.9	452.9
기타포괄이익누계액	-4.2	3.7	9.7	15.8	21.8
이익잉여금	-125.7	-160.1	-181.8	-202.7	-233.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	113.9	320.5	305.0	290.1	265.2
총차입금	16.8	44.1	41.3	44.0	98.8
순차입금	-9.3	-141.2	-97.9	-66.9	-19.3

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	-26.1	-20.1	-40.4	-26.8	-32.6
당기순이익	-19.3	-34.1	-21.7	-20.9	-30.9
현금유출이없는비용및수익	-1.1	2.6	-0.6	-2.1	2.3
유형자산감가상각비	2.0	1.7	1.8	1.9	1.8
무형자산상각비	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2
영업활동관련자산부채변동	-5.7	11.1	-19.1	-5.1	-1.6
매출채권의감소(증가)	-9.3	12.9	-15.4	-3.4	-2.3
재고자산의감소(증가)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의증가(감소)	0.0	0.0	0.3	-0.1	-0.3
투자활동으로인한현금흐름	17.8	-185.6	23.2	4.8	-6.8
투자자산의 감소(증가)	-12.0	-78.3	8.6	-5.9	-16.1
유형자산의 감소	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-20.4	-7.9	-3.5	-4.2	-5.0
단기금융자산의감소(증가)	37.4	-113.9	3.9	0.8	0.1
재무활동으로인한현금흐름	-3.6	250.9	4.3	12.1	57.8
장기차입금의증가(감소)	12.3	-5.3	0.0	-1.0	2.6
사채의증가(감소)	-20.0	50.0	-2.0	-0.1	23.0
자본의 증가(감소)	0.0	200.0	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	-15.2	-17.6	-11.2
현금의 증가	-12.0	45.2	-28.1	-27.4	7.2
기초현금	22.4	10.4	55.7	27.6	0.2
기말현금	10.4	55.7	27.6	0.2	7.4

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Per Share (원)					
EPS	-983	-1,568	-952	-918	-1,359
BPS	5,676	14,152	13,392	12,739	11,646
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	na	na	na
PBR	12.9	5.1	5.0	5.2	5.7
EV/EBITDA	-59.5	-37.5	-48.5	-49.4	-46.5
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA(발표기준) 증가율	-14.5%	47.9%	-26.8%	0.4%	10.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-15.8%	-15.7%	-6.9%	-7.0%	-11.1%
ROE(지배순이익 기준)	-15.8%	-15.7%	-6.9%	-7.0%	-11.1%
ROIC	-56.9%	-70.5%	-47.3%	-38.5%	-38.7%
WACC	13.5%	13.3%	13.1%	13.1%	12.9%
안전성(%)					
부채비율	23.5%	16.9%	17.0%	18.8%	41.1%
순차입금비율	-8.2%	-44.1%	-32.1%	-23.1%	-7.3%
이자보상배율	-24.3	-14.3	-346.2	-648.0	-9.0

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 매수 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소스에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (2019.03.31)	매수 : 87.5%	중립 : 11.9%	매도 : 0.6%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식선물 주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
제넥신	-	-	-	-	-

