

Not Rated

목표주가	- 원
현재주가	33,300 원
Upside	- %
Key Data	2021 년 06 월 22 일
산업분류	코스피 의약품
KOSPI(pt)	3,263.88
시가총액 (억원)	15,048
발행주식수 (천주)	45,189
외국인 지분율 (%)	15.0
52 주 고가 (원)	42,400
저가 (원)	8,430
60 일 일평균거래대금 (십억원)	124.0
주요주주	(%)
박영근 외 7 인	9.0
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	36.8 47.4 244.0
상대주가	32.3 23.4 124.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택
stoh@leading.co.kr
+822-2009-7315

진원생명과학(011000)

경쟁사는 11 조에 매각, 여전히 현저한 저평가

경쟁사 Aldevron, 96 억달러에 매각

지난주 자료 발간 이후 진원생명과학의 자회사 VGXI 의 경쟁업체인 미국의 Aldevron 社가 Danaher 에 약 96 억달러 (약 11 조원)에 매각된다는 뉴스가 발표됐다. 2019 년 EQT 가 투자할 당시의 Value 인 약 4 조원 규모에서 약 3 배로 증가한 기업가치 평가이다. 이는 Plasmid DNA 생산 시설에 대한 가치가 글로벌 투자자들에게 높게 평가받고 있다는 증거이다. 지난주 자료에서 제시한 VGXI 의 증설 이후 Plasmid DNA 생산시설 가치만으로 Minimum 4 조원을 제시했지만 금번 Danaher 의 Aldevron 인수로 11 조원의 가치평가 까지도 가능해졌다. 물론 최근 생명공학 분야에 공격적인 투자를 집행하고 있는 Danaher 의 인수로 인한 경영권 프리미엄 등의 가치를 고려해 VGXI 가치에는 Discount 를 일부 반영한다 하더라도 동사의 현재 시가총액 1 조 5 천억원은 여전히 저평가 구간이다.

Aldevron vs VGXI 생산시설 비교

2019 년 노바티스의 Zolgensma 히트 이후 유전자 치료제 시장이 성장하며 핵심 원료인 Plasmid DNA 의 수요가 늘어났고, 여기에 코로나 사태 이후 mRNA 백신의 성공으로 인한 추가 가치상승이 기대된다.

경쟁사 Aldevron 의 생산시설은 189,000ft² 규모인데 반해 동사가 현재 건설 중인 생산 시설은 240,000 ft² 규모이고 2024 년까지는 추가증설을 통해 540,000 ft²까지 늘릴 계획이다. Plasmid DNA 생산 시 가장 병목현상이 크게 발생하는 Fermenter 기준 Aldevron 의 Capa 는 비공개이나, 2019 년 1000L 규모에서 >2000L 규모로 늘어났을 것으로 추정되며 백신 이후 글로벌 수요 대응을 위해 Fermenter 를 지속적으로 들여오고 있었을 것으로 예상된다. 동사는 올해말까지 Fermenter 기준 10 배의 Capa 확장(5,000L) 예정이며, 2022 년 상반기 시운전을 거쳐 2022 년 하반기 본격 가동될 예정이다. Full 가동 시 Plasmid DNA 생산량은 기존 300g 에서 6kg 으로 20 배 증가할 것으로 예상된다. 2024 년 말 예정되어 있는 2 단계 구축까지 완료되면 Plasmid DNA 생산량은 12kg 으로 늘어난다. 또한 동사는 특허를 보유하고 있는 AirMix 기술을 활용한 생산 공정으로 경쟁사 대비 기술적인 경쟁력 또한 확보하고 있어 증설 완료 시점만 조금 늦을 뿐 Plasmid DNA 부문에서는 경쟁사 대비 Discount 받을 이유가 없다는 판단이다.

구분	2016	2017	2018	2019	2020
매출액 (억원)	314	272	343	412	415
영업이익 (억원)	-140	-249	-113	-82	-185
영업이익률 (%)	-44.6	-91.5	-32.8	-19.9	-44.5
지배순이익 (억원)	-156	-237	-119	-76	-186
PER (배)	-	-	-	-	-
PBR (배)	5.3	3.4	3.1	3.3	9.8
ROE (%)	-41.4	-65.6	-36.1	-28.5	-30.4
EPS (원)	-624	-924	-395	-249	-468

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 핵산 기반 바이오의약품 개념



자료: 진원생명과학, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 신규 생산시설 건설 전 후 비교 (증설 시작 단계 예측)

	기존 시설	1단계 구축	2단계 구축
예상시기	2019년 말	2021년 말	2024년말
시설면적	29,000 ft ² (815평)	240,000 ft ² (6,800평)	540,000 ft ² (13,600평)
생산능력 증가율	1 (기준)	~20배	~40배
예상 연매출 목표	292억원 (실제 연 매출)	5,000억원 (2022년 이후)	1조원 (2025년 이후)

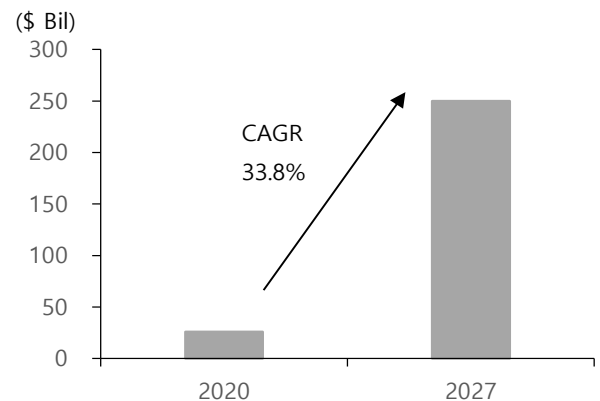
자료: 진원생명과학, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 1차 신축 공장 조감도 (6,000 평 규모)



자료: 진원생명과학, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 유전자치료제 시장규모 전망



자료: Research & Markets, 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 유전자 치료제 생산에서 Plasmid의 역할

유전자 치료제 종류	제품 생산시 Plasmid의 역할	사례
AAV 전달체 유전자 치료제	AAV 바이러스 생산시 plasmid가 공정 원료물질	Zolgensma(노바티스) 등
CAR-T 유전자 치료제	렌티바이러스 생산시 plasmid가 공정 원료물질	Kymriah(노바티스) 등
유전자 가위 치료제	AAV 바이러스 생산시 plasmid가 공정 원료물질	Crisper-Cas9 제품 (Sangamo, 툴젠 등)
Plasmid DNA 유전자 치료제	의약품 주성분	DNA백신 제품 (진원생명과학, 제넥신 등), DNA치료제 (헬릭스미스 등)
mRNA 백신	mRNA의 IVT 공정의 원료물질	mRNA백신 제품 (Moderna, Curevac, BioNTec 등)

자료: 진원생명과학, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 진원생명과학 파이프라인

R&D Technology	Product	Target or Indication	Disease Area	Discovery & Optimization	Pre-Clinical	Phase1	Phase2	Phase3
Small Molecule	GLS-1027	Nephropathy, Inflammatory Diseases	Immune modulation					
	GLS-1027	COVID-19 treatment	Infectious disease					
	GLS-1200	Rhinosinusitis	Immune modulation					
	GLS-1200	COVID-19 anti-infection	Infectious disease					
RNA Vaccines	GLS-3000	COVID-19 Prophylaxis	Infectious disease					
DNA Vaccines	GLS-5310	COVID-19 Prophylaxis	Infectious disease					
	GLS-5140	SFTS Prophylaxis	Infectious disease					
	GLS-5300	MERS Prophylaxis	Infectious disease					
	GLS-5700	Zika Prophylaxis	Infectious disease					
	GLS-6100	Hepatitis C Prophylaxis	Infectious disease					
	GLS-6150	Hepatitis C Re-Infection Prophylaxis	Infectious disease					
Nucleic Acid Therapeutics (dRP)	GLS-7100	Hemophilia A	Congenital disorder					
Nucleic Acid Therapeutics (Plas-mAb)	GLS-8000	Chronic Hepatitis B treatment/Hepatitis B Prophylaxis	Infectious disease					
	GLS-8100	Rheumatoid Arthritis	Immune modulation					
	GLS-8200	MERS treatment	Infectious disease					

자료: 진원생명과학, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
자산총계	657	456	493	512	1,366
유동자산	529	347	382	366	1,088
현금및현금성자산	208	120	84	169	624
단기금융자산	176	103	143	7	287
매출채권및기타채권	70	46	69	94	78
재고자산	70	69	78	87	83
비유동자산	128	110	111	146	278
장기금융자산	9	5	9	8	11
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	43	34	61	100	224
무형자산	42	40	5	6	7
부채총계	298	91	199	271	381
유동부채	287	86	188	227	367
단기차입부채	221	15	124	125	170
기타단기금융부채	0	0	0	0	74
매입채무및기타채무	28	31	28	33	82
비유동부채	11	5	11	44	14
장기차입부채	0	0	0	20	8
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	359	365	294	241	985
지배주주지분*	359	365	294	241	985
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	-124	-40	-73	-13	-159
당기순이익	-156	-237	-119	-76	-186
현금유입(유출)이없는수익	91	135	96	66	49
자산상각비	11	11	13	34	40
영업자산부채변동	-59	64	-50	-2	-23
매출채권및기타채권	-2	21	-34	-18	19
재고자산감소(증가)	3	1	-9	-9	4
매입채무및기타채무	4	-10	-13	-12	41
투자활동현금흐름	-22	-4	-80	105	-443
투자활동현금유입액	0	0	3	442	1,240
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	22	4	83	337	1,683
유형자산	21	4	35	28	162
무형자산	0	0	1	2	2
재무활동현금흐름	252	-40	116	-7	1,062
재무활동현금유입액	252	216	118	30	1,179
단기차입부채	2	0	0	1	0
장기차입부채	246	0	118	0	235
재무활동현금유출액	0	255	2	37	117
단기차입부채	0	1	0	2	10
장기차입부채	0	255	1	35	107
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	4	-4	0	-0	-5
현금변동	111	-87	-36	85	455
기초현금	97	208	120	84	169
기말현금	208	120	84	169	624

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	314	272	343	412	415
매출원가	233	215	236	284	301
매출총이익	81	57	107	129	114
판매비와관리비	221	305	220	211	299
영업이익	-140	-249	-113	-82	-185
EBITDA	-129	-238	-100	-48	-144
비영업손익	-4	16	-5	11	2
이자수익	3	3	3	3	6
이자비용	12	18	14	20	6
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	4	-6	1	1	-24
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	1	37	4	27	27
세전계속사업이익	-144	-233	-117	-71	-182
법인세비용	12	4	2	5	4
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	-156	-237	-119	-76	-186
지배주주순이익*	-156	-237	-119	-76	-186
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	0	-19	-1	-6	-13
총포괄손익	-156	-256	-120	-82	-200

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
주당지표 및 추가배수					
EPS*	-624	-924	-395	-249	-468
BPS*	1,435	1,423	977	786	2,473
CFPS	-496	-157	-242	-41	-400
SPS	1,256	1,058	1,140	1,347	1,042
EBITDAPS	-515	-925	-331	-156	-363
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	-	-	-	-	-
PBR*	5.3	3.4	3.1	3.3	9.8
PCFR	-	-	-	-	-
PSR	6.0	4.6	2.7	1.9	23.2
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
재무비율					
매출액증가율	10.6	-13.4	26.2	20.3	0.6
영업이익증가율	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익증가율*	적전	적지	적지	적지	적지
매출총이익률	25.8	20.8	31.2	31.3	27.5
영업이익률	-44.6	-91.5	-32.8	-19.9	-44.5
EBITDA이익률	-41.0	-87.4	-29.1	-11.6	-34.8
지배주주순이익률*	-49.7	-87.3	-34.7	-18.5	-44.9
ROA	-24.7	-44.7	-23.7	-16.3	-19.7
ROE	-41.4	-65.6	-36.1	-28.5	-30.4
ROIC	-97.1	-181.7	-83.1	-53.7	-82.2
부채비율	83.1	24.9	67.6	112.6	38.6
차입금비율	61.6	4.0	42.1	60.2	18.0
순차입금비율	-42.4	-56.3	-34.0	-12.0	-73.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
 - 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
 - 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
 - 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

진원생명과학(011000)

일자	2021-06-15	2021-06-23
투자의견	Not Rated	Not Rated
목표주가	- 원	- 원
과리율(%)		
평균주가대비		
최고(최저)주가대비		

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2021.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2021 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved