

기업분석

파미셀
(005690)

임윤진 yoonjin.lim@daishin.com

투자 의견 N/R

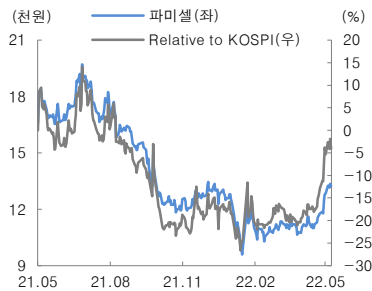
6개월 목표주가 N/R

현재주가 13,450
(22.05.20)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSPI	2639.29
시가총액	806십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	19,750원 / 9,880원
120일 평균거래대금	72억원
외국인지분율	8.67%
주요주주	김현수 외 5 인 9.36%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.0	20.1	9.8	-24.0
상대수익률	17.4	24.9	23.6	-9.0



뉴클레오시드의
본격 성장 기대

올리고핵산 의약품 및 진단키트 주원료 뉴클레오시드 생산

- DNA, RNA를 구성하는 뉴클레오타이드의 원재료 뉴클레오시드를 생산 및 공급. 뉴클레오시드는 진단키트 시약 및 올리고핵산 치료제의 핵심 원료로 관련 시장 고성장에 따라 직접적인 수혜 기대
- 주요 고객사로 Thermo Fisher, Sigma Aldrich (독일 Merck에 인수) 보유. 뉴클레오시드 매출 '13년부터 '21년까지 연평균 23.7% 성장

RNA치료제 시장 개화로 뉴클레오시드 수요 증가

- 코로나19 팬데믹으로 인한 진단키트 수요 증가 및 RNA 치료제 시장 개화 등 전방산업 성장에 따라 관련 원재료 뉴클레오시드를 대량생산 및 공급하는 동사의 호실적 예상
- RNA치료제는 희귀유전질환 중심에서 만성질환 치료제 시장이 본격 개화하며 2021년 7억 달러에서 2026년 74억 달러로, 연평균 61.4% 성장 전망되어 뉴클레오시드 수요 지속 증가할 전망
- 파미셀은 생산 공정기술 경쟁력을 기반으로 시장 및 고객사 수요에 맞는 원료 개발, 대량생산 및 공급이 가능해 뉴클레오시드 원료 시장 약 80% 점유율 보유

2022년 뉴클레오시드 고성장으로 호실적 예상

- 2022년 매출액 730억원 (+43.4 yoy), 영업이익 234억원 (+206.9% yoy, OPM 32%) 전망. 고마진 RNA 생산 비중 증가 및 2공장 가동으로 효율성 증대하며 전년 대비 큰 폭의 이익 개선 전망 (OPM +17.0%p yoy)
- 22년 1분기 뉴클레오시드 생산 실적 3.9톤으로 2021년 연간 생산 실적 대비 34% 수준. 확보한 수주 대비 생산 캐파 부족한 상황으로 동사는 공장 증설 확대 중. 올해 15톤 이상의 뉴클레오시드를 생산할 것으로 예상되며 2공장 증설에 따라 22년말 약 20톤, 23년 27톤, 3공장 증설이 완공되는 24년에는 47톤까지 확대될 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	25	28	32	38	51
영업이익	-5	0	2	7	8
세전순이익	-22	-13	2	5	10
총당기순이익	-22	-13	4	5	10
지배지분순이익	-22	-13	4	5	10
EPS	-376	-214	73	87	159
PER	NA	NA	117.1	197.9	82.2
BPS	927	800	859	952	1,090
PBR	6.1	15.3	15.7	14.1	12.3
ROE	-29.5	-25.0	8.8	9.7	15.5

주: 개별 기준

자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

I. 뉴클레오시드 성장 본격화

뉴클레오시드 실적 고성장 견인

RNA 시장 성장으로
뉴클레오시드 수요
증가 전망

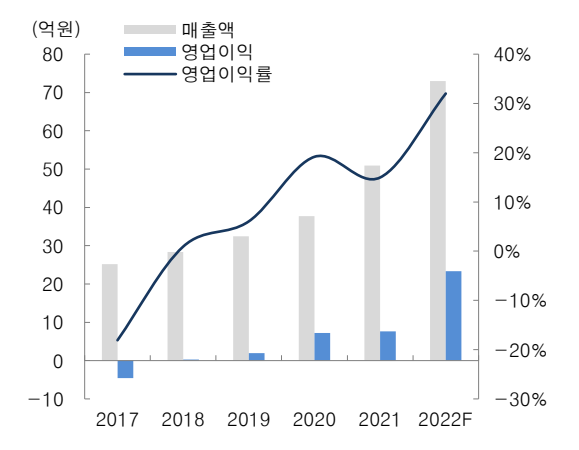
RNA 치료제와 같은 핵산 치료제, 진단키트 시약의 원재료인 뉴클레오시드에 대한 수요가 증가하며 파미셀의 케미컬 사업부 실적 고성장으로 이어지고 있다. 뉴클레오시드는 DNA, RNA를 구성하는 뉴클레오타드의 일부 구성체이다. 2020년부터 코로나19로 인해 증가한 진단수요와 더불어 RNA치료제 시장의 본격 개화하며 주 원재료인 뉴클레오시드 수요가 증가하는 추세이다.

1Q22 뉴클레오시드
매출액 +98% yoy
성장

파미셀의 2022년 1분기 매출액은 174억원 (+43% yoy), 영업이익은 49억원 (+250% yoy, OPM 28.1%)을 기록했다. 특히 케미컬 사업부 매출액이 168억원으로 전년 대비 42.4% 성장했고, 그 중 뉴클레오시드 매출액이 96억원(+97.8% yoy)으로 성장에 크게 기여했다. 특히, DNA보다 단가, 마진이 높은 RNA 공급 물량이 늘어나면서 수익성 개선에 기여하고 있다. 1분기 케미컬 사업 부문 영업이익은 63억원, 영업이익률 37.5%를 시현했다.

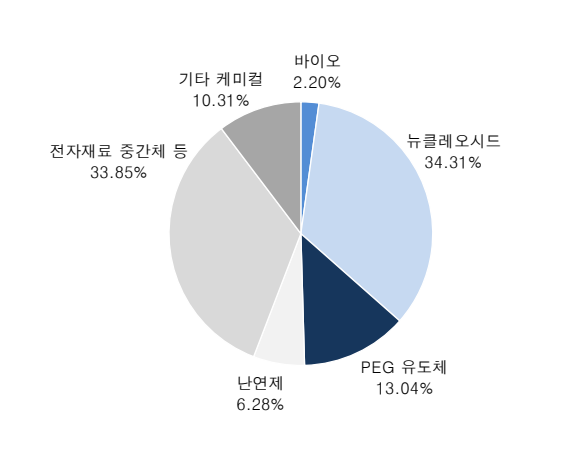
2022년 매출액은 730억원 (+43.4 yoy), 영업이익 234억원 (+206.9% yoy, OPM 32%)으로 전망된다. 전년도 대비 영업이익률은 +17.0%p 개선이 예상된다. 주요 요인으로는 1) DNA 대비 고마진의 RNA 생산량 및 비중 증가 (뉴클레오시드 내 RNA 비중 2021년 30%→2022년 50%), 2) 6월부터 2공장 가동에 따라 효율성 증대에 기인할 것으로 예상된다.

그림 65. 파미셀 연간 매출액 및 영업이익 추이



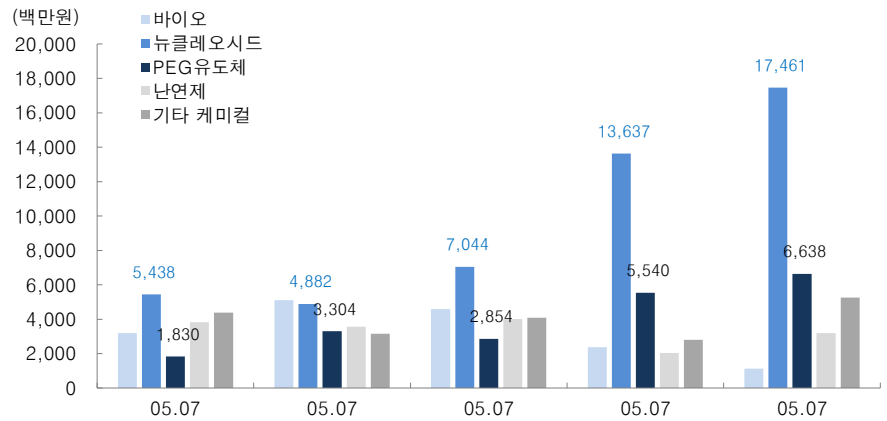
자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 66. 주요 품목별 매출 비중



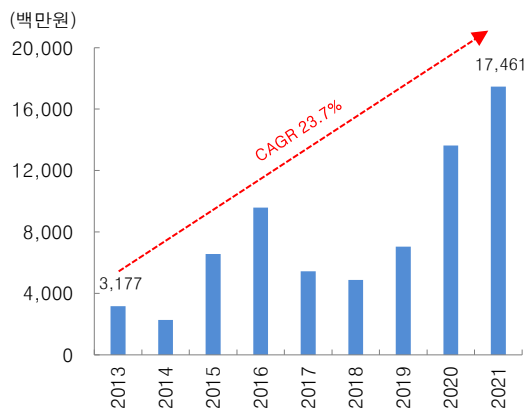
주: 2021년 기준
자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 67. 최근 5개년 바이오/케미컬 매출 추이



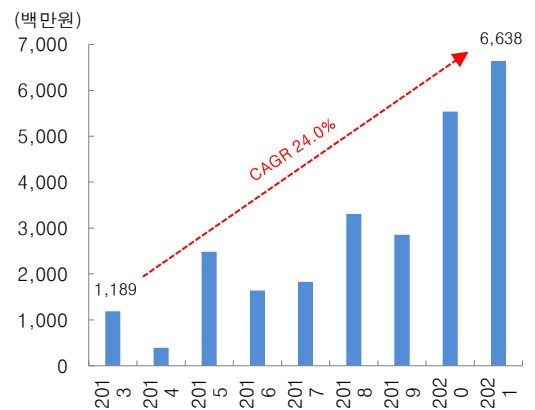
자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 68. 파미셀 뉴클레오시드 매출 추이



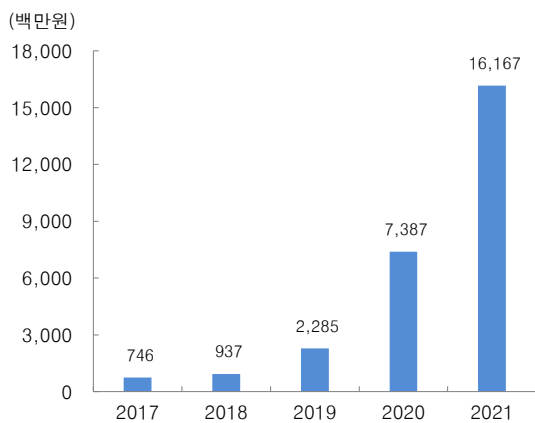
자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 69. 파미셀 PEG 유도체 매출 추이



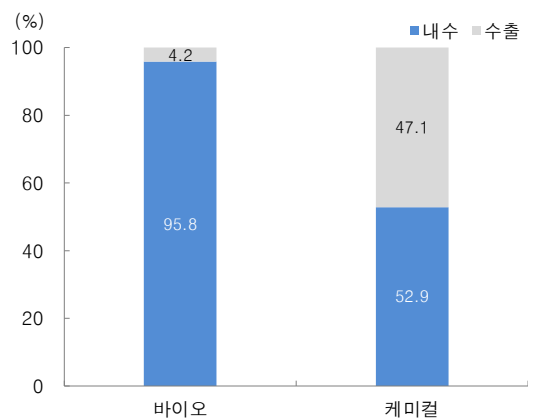
자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 70. 뉴클레오시드 수주 현황



자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 71. 사업부문별 내수/수출 비중



자료: DART, 대신증권 Research Center

II. 파미셀의 뉴클레오시드를 찾는 이유

고성장이 전망되는 전방산업

투자의견 Buy,
목표주가 110만원
신규 제시

파미셀의 뉴클레오타이드 생산 실적 성장에는 크게 두 가지 요인이 기여하고 있다. 첫 번째는 전방산업의 성장이다. 코로나19 팬데믹으로 인한 진단키트 수요 증가, RNA 및 유전자치료제 시장 개화에 따라 관련 의약품 생산에 필요한 뉴클레오시드의 양이 절대적으로 증가하고 있다.

siRNA 치료제 시장은 2021년 7억 달러에서 2026년 74억 달러로, 연평균 61.4% 성장 이 전망된다. 희귀 유전질환을 중심으로 개발되던 RNA치료제는 노바티스/앨라일람의 인클리시란을 시작으로 고지혈증, 고혈압과 같이 유병률이 높은 만성질환으로 치료 범 위가 확대되며 시장의 고성장을 견인할 전망이다. 파미셀이 생산해 공급하는 뉴클레오 시드는 파트너사의 가공, 합성을 거쳐 RNA치료제 원료의약품으로 생산된다. 동사의 뉴 클레오시드 실적 성장은 RNA 치료제 시장과 동반 성장한다는 의미이다.

2022년 1분기 뉴클레오시드 생산 실적은 3.9톤이었는데 2021년 연간 11.5톤의 생산 실 적 대비 34%를 1분기에 생산할만큼 수요가 증가함을 확인할 수 있다. 현재 연간 생산 캐파(capacity)는 13톤으로 이미 확보한 수주 대비 캐파가 부족한 상황이다. 동사는 생 산량 확대를 위해 공장 증설을 이어가고 있다. 올해는 15톤 이상의 뉴클레오시드를 생 산할 것으로 예상된다. 연내 2공장 증설에 따라 2022년말 약 20톤, 2023년 27톤, 3공장 증설이 완공되는 2024년에는 47톤까지 확대될 전망이다.

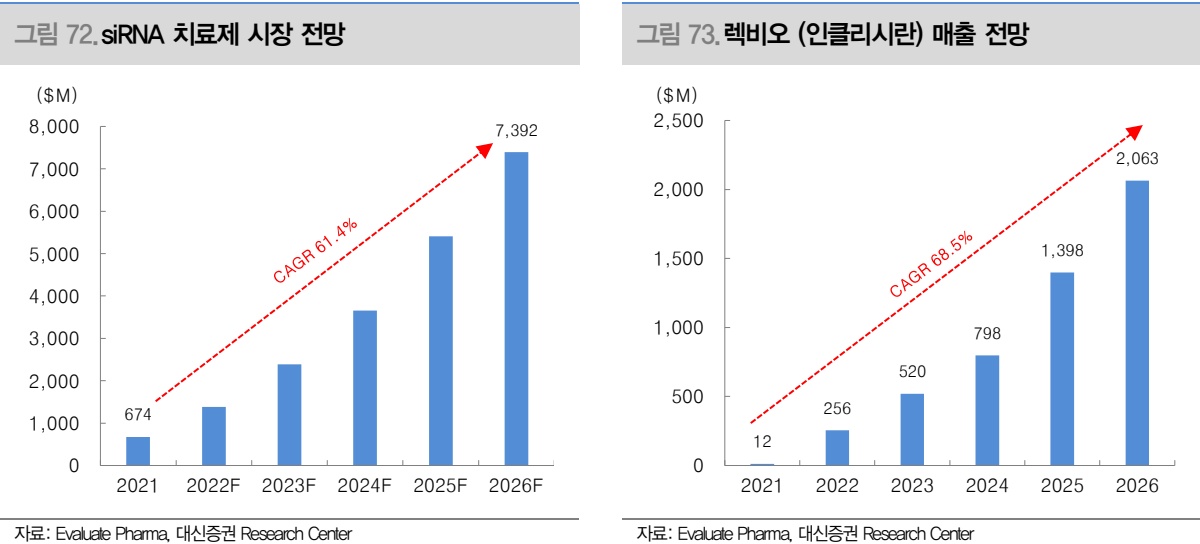
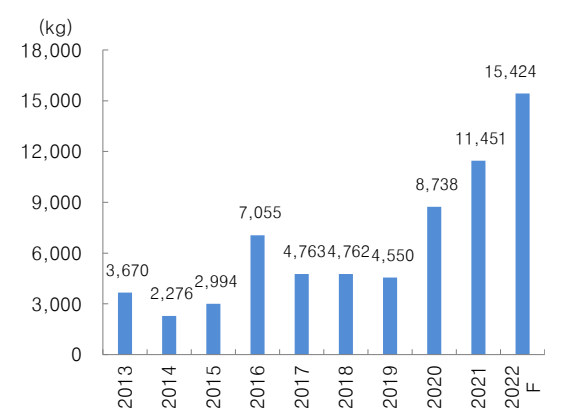


그림 74. 뉴클레오시드 생산 실적 추이



주: 2022년은 1분기 생산실적 기준으로 annualized
자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 75. '24년 뉴클레오시드 캐파 47톤으로 확대



자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

표 24. 뉴클레오시드를 활용하는 RNA 의약품

(단위: 백만 달러)

제품명	SPINRAZA	TEGSEDI	ONPATTRO	LEQVIO
개발사	Biogen/Ionis	Ionis	Alnylam	Novartis/Alnylam
적응증	척수성 근위축증	hATTR 아밀로이드증	hATTR 아밀로이드증	이상지질혈증
허가 현황	2016 년 미 FDA, EU, 일본, 캐나다 허가	2018 년 미 FDA 허가	2018 년 미 FDA 허가	2020 년 EU 허가 2021 년 FDA 허가
성분명	Nusinersen	Inotersen	Patisiran	Inclisiran
치료제 유형	ASO	ASO	siRNA	siRNA
2021 년 매출액	1,905	56	475	12
2026 년 예상매출액	1,192	207	836	2,063

주: hATTR(성인 유전성 트랜스티레틴)
자료: 파미셀, Evaluate Pharma, 대신증권 리서치센터

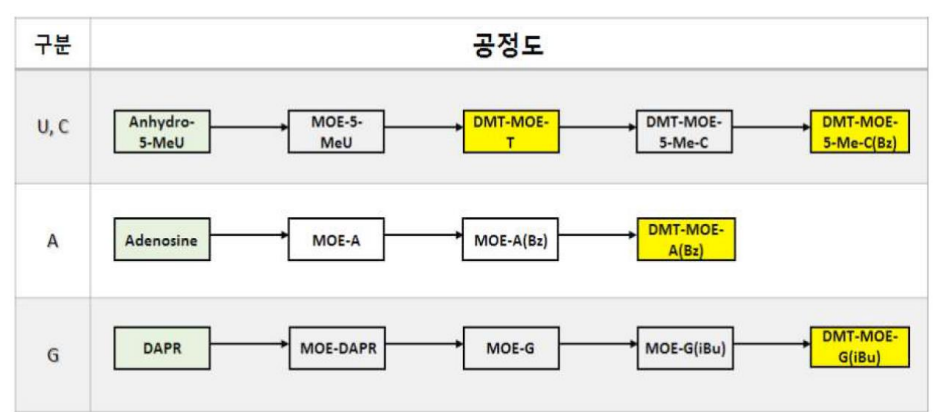
우수한 생산 공정 기술력 입증

성장을 견인하는 두 번째 요인은 파미셀의 생산 공정기술 개발 역량이다. 동사는 2015년 미국 바이오화학 전문기업 Thermo Fisher로부터 MOE-RNA(Methoxyethyl-RNA) 뉴클레오시드 수주 확보를 시작으로 그 물량이 꾸준히 증가하고 있다.

파미셀은 주로 DNA 뉴클레오시드를 생산해왔다. 그러던 중 고객사로부터 DMT-MOE-RNA 뉴클레오시드 개발 요청을 받아 수 년의 연구개발 끝에 순도 99% 이상, 수율 75% 이상의 공정개발에 성공했다. 파미셀이 공급한 뉴클레오시드가 신약의 원료 승인을 위한 품질검증용으로 확인되며 동사의 기술력과 품질을 인정받게 되었다.

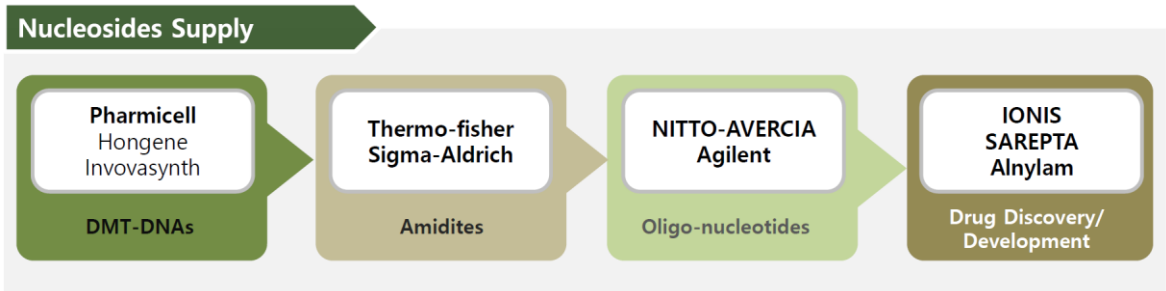
파미셀은 Thermo Fisher, Sigma Aldrich (독일 머크에 인수) 등일 주요 고객사로 확보하고 있다. 파미셀이 공급하는 뉴클레오시드는 가공, 합성을 거쳐 siRNA, 안티센스 올리고핵산 치료제 등에 사용된다. 동사에 대한 RNA 뉴클레오시드 생산 수요는 지속 증가할 것으로 예상된다. RNA monomer는 DNA 대비 높은 제조 기술과 많이 비용이 요구된다. RNA 구조상 불안정한 2'-OH 반응성을 억제해 MOE로 치환하고, 이를 대량 생산까지 할 수 있는 기업은 거의 없는 상황이다. 이러한 이유로 파미셀은 글로벌 진단용 및 의약품용 뉴클레오시드 시장의 80% 점유율을 확보하고 있으며 공정 개발이 쉽지 않아 후발 주자의 시장 장벽이 높은 만큼 지속적인 수주 확대가 기대된다.

그림 76.DMT-MOE-RNA 개발 공정도



자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

그림 77. 파미셀의 뉴클레오시드 공급 체인



자료: 파미셀, 대신증권 Research Center

표 25. 파미셀이 생산, 공급중인 의약품 중간체

	뉴클레오시드	mPEG
개요	<ul style="list-style-type: none">- 유전자 기본 요소인 DNA, RNA 의 구성 요소에 해당하는 물질	<ul style="list-style-type: none">- 단백질 신약을 효과적으로 전달시키기 위한 전달체 (Drug Delivery System)- mRNA 백신 및 RNAi 치료제용 Lipids 구성성분
주요 용도	<ul style="list-style-type: none">- 유전자 진단시약 원료- Antisense drug/RNAi 의약품의 원료 및 연구용	<ul style="list-style-type: none">- 단백질 신약 체내 흡수 시 1) 면역 반응 감소 2) 독성감소 3) 약물 지속시간 증가의 효과
경쟁력	<ul style="list-style-type: none">- 세계 최고의 품질 및 시장 점유율 세계 1 위(≥80%)	<ul style="list-style-type: none">- DDS(약물전달 시스템)을 주도하고 있는, Nektar, Merck, Roche, UCB 등에 제품 공급- 고분자 화합물의 특징상 당사 제품 지속 사용
주요 고객사	<ul style="list-style-type: none">- ThermoFisher Scientific(미국)- SIGMA-ALDRICH(MERK)- 일부 Vivotide(중국), Bioneer(한국) 등	<ul style="list-style-type: none">- Nektar, Merck, Roche, UCB, LaysanBio 등- 국내 SunBio

자료: 파미셀, 대신증권 리서치센터

표 26. 파미셀 신약 파이프라인은 세포 치료제

			연구자 임상	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상	시판후조사
중간엽 줄기세포	자가	심장질환	급성심근경색증				
		간질환	간경변 (셀그램-LC)				
			간경변 (미국)				
	기타		발기부전 (셀그램-ED)				
	동종	신경질환	만성신장질환 (셀그램-CKD)				
수지상 세포	항암제		급성 신손상 (셀그램-AKI)				
			난소암 (셀그램-DC)				
			전립선암 (셀그램 DC-PC)				

자료: 파미셀, 대신증권 리서치센터

표 27. 파미셀 주수 현황 (2017~현재) (단위: 백만원)

공시일	계약상대방	계약시작일	계약종료일	공급지역	계약금액	비고
2017-06-01	Thermo Fisher	2017-06-01	2017-09-01	미국	746	의약품중간체 뉴클레오타이드
2017-06-23	LG 화학	2017-06-22	2017-12-30	대한민국	1,791	정밀화학 중간체 공급계약
2017-11-15	LG 화학	2017-11-14	2018-12-31	대한민국	1,653	정밀화학 중간체 공급계약
2018-05-21	UCB PHARMA	2018-03-20	2018-10-30	유럽	386	계약종료일 변경 (18.07.31→18.10.30)
2018-06-08	Sigma-Aldrich	2018-06-07	2018-07-09	독일	937	의약품중간체 뉴클레오타이드
2018-08-28	Merck & Cie	2018-08-28	2018-11-12	스위스	452	의약품중간체 mPEGs
2018-10-05	Nektar	2018-07-13	2019-01-31	미국	1,489	계약금액 변경 (660 백만원 → 1,489 백만원)
2018-11-22	Thermo Fisher	2018-11-22	2019-03-15	미국	797	의약품중간체 뉴클레오타이드
2019-06-26	LG 화학	2018-12-20	2020-03-31	대한민국	2,599	정밀화학 중간체 공급계약
2020-01-10	UCB PHARMA	2020-01-10	2020-06-29	유럽	1,325	의약품중간체 mPEG
2020-02-19	Thermo Fisher	2020-02-18	2020-06-05	미국	1,860	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-03-06	Thermo Fisher	2020-03-06	2020-08-14	미국	1,347	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-04-24	Nektar	2020-04-24	2020-05-30	미국	865	의약품중간체 mPEGs
2020-04-29	Thermo Fisher	2020-04-28	2020-07-10	미국	1,408	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-05-19	Thermo Fisher	2020-05-19	2020-09-11	미국	1,803	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-06-03	Sigma-Aldrich	2020-06-03	2020-10-19	독일	969	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-07-27	LG 화학	2020-07-24	2021-04-30	대한민국	3,853	정밀화학 중간체 공급계약
2020-07-29	Shanghai Hongene	2020-07-29	2021-04-30	중국	473	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-08-07	Nektar	2020-08-07	2021-05-15	미국	998	의약품중간체 mPEGs
2020-08-31	Thermo Fisher	2020-08-31	2021-01-15	미국	1,661	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-09-21	Thermo Fisher	2020-09-21	2021-03-15	미국	1,621	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-11-13	Thermo Fisher	2020-11-13	2021-04-09	미국	1,551	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-12-18	Sigma-Aldrich	2020-12-18	2021-06-28	독일	556	의약품중간체 뉴클레오타이드
2020-12-28	Thermo Fisher	2020-12-24	2021-08-13	미국	8,786	의약품중간체 뉴클레오타이드
2021-04-28	Thermo Fisher	2021-04-27	2021-11-15	미국	1,518	의약품중간체 뉴클레오타이드
2021-07-21	LG 화학	2021-07-20	2022-12-31	대한민국	8,253	정밀화학 중간체 공급계약
2021-09-02	Thermo Fisher	2021-09-01	2022-08-19	미국	8,959	의약품중간체 뉴클레오타이드
2021-12-21	Thermo Fisher	2021-12-21	2022-12-20	미국	10,154	의약품중간체 뉴클레오타이드
2022-03-21	Thermo Fisher	2022-03-20	2023-02-10	미국	4,998	의약품중간체 뉴클레오타이드

자료: DART, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	25	28	32	38	51
매출원가	17	17	19	20	27
매출총이익	8	12	13	18	23
판매비와관리비	13	12	11	11	16
영업이익	-5	0	2	7	8
영업이익률	-18.1	0.9	6.0	19.2	15.0
EBITDA	-1	2	4	9	9
영업외손익	-17	-13	0	-2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	2
외환관련이익	0	0	0	0	2
금융비용	0	0	0	0	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-18	-13	0	-2	1
법인세비용차감전순이익	-22	-13	2	5	10
법인세비용	0	0	2	0	0
계속사업순이익	-22	-13	4	5	10
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-22	-13	4	5	10
당기순이익률	-87.2	-44.7	13.4	13.9	18.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-22	-13	4	5	10
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-21	-13	4	6	8
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-21	-13	4	6	8

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
EPS	-376	-214	73	87	159
PER	NA	NA	117.1	197.9	82.2
BPS	927	800	859	952	1,090
PBR	6.1	15.3	15.7	14.1	12.3
EBITDAPS	-21	32	63	150	156
EV/EBITDA	NA	379.0	210.6	87.0	84.7
SPS	431	477	542	630	849
PSR	13.2	25.6	24.8	21.4	15.8
CFPS	-16	41	83	163	185
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
성장성					
매출액 증가율	-9.5	12.5	14.6	16.2	34.8
영업이익 증가율	적지	흑전	654.7	268.4	5.2
순이익 증가율	적지	적지	흑전	20.6	81.5
수익성					
ROC	-7.2	0.6	9.5	18.9	17.2
ROA	-5.6	0.4	3.2	10.9	9.2
ROE	-29.5	-25.0	8.8	9.7	15.5
안정성					
부채비율	14.3	24.5	22.8	22.1	46.6
순차입금비율	-23.9	-37.2	-30.6	-40.1	-22.1
이자보상배율	0.0	4.6	19.4	85.2	4.5

자료: 피미셀 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
유동자산	26	33	35	43	67
현금및현금성자산	13	19	17	21	26
매출채권 및 기타채권	7	6	7	10	13
재고자산	5	5	8	6	17
기타유동자산	1	2	3	5	11
비유동자산	36	27	29	27	29
유형자산	15	18	18	17	19
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	21	8	11	10	10
자산총계	62	59	63	70	96
유동부채	2	3	6	7	25
매입채무 및 기타채무	2	2	2	3	3
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	3	3	0
기타유동부채	1	1	1	1	22
비유동부채	5	8	6	6	6
차입금	0	3	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	5	6	6	6
부채총계	8	12	12	13	30
지배자분	54	47	52	57	65
자본금	29	30	30	30	30
자본잉여금	180	188	188	188	188
이익잉여금	-158	-171	-167	-161	-153
기타자본변동	3	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	54	47	52	57	65
순차입금	-13	-18	-16	-23	-14

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동 현금흐름	-2	3	0	9	-5
당기순이익	-22	-13	4	5	10
비현금항목의 가감	21	15	1	5	2
감가상각비	3	2	2	2	2
외환손익	0	0	0	1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	18	14	-1	1	1
자산부채의 증감	-1	1	-5	-1	-16
기타현금흐름	0	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	3	-7	-2	-4	-9
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-4	-5	-1	-1	-4
기타	7	-2	-1	-3	-5
재무활동 현금흐름	0	9	0	0	19
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	22
장기차입금	0	3	0	0	-3
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	6	0	0	0
현금의 증감	1	6	-2	4	5
기초 현금	12	13	19	17	21
기말 현금	13	19	17	21	26
NOPLAT	-5	0	3	7	8
FCF	-5	-3	4	8	5