

파미셀 (005690)

경기침체, 그게 뭐죠?

줄기세포 치료제와 뉴클리오시드 등을 생산

줄기세포 치료제 등을 생산하는 바이오 사업과 뉴클리오시드 등을 생산하는 케미컬 사업을 영위하고 있다.

바이오사업부는 줄기세포 치료제, 줄기세포 배양액 화장품, CDMO 등을 영위하고 있다. 줄기세포 치료제는 현재 급성 심근경색증(자가) 치료제만이 시판 중이며 매출액은 연간 10억원 미만이다. 파이프라인으로는 간경변치료제(자가, 국내 3상), 만성신장질환치료제(동종, 1상) 등이 있다. 자가 줄기세포는 대량생산이 불가능한 단점이 있어 매출액이 크게 성장하기는 어렵다. 중장기적으로 동종 줄기세포 치료제 성과를 지켜볼 만하다.

케미컬사업부는 뉴클리오시드(Nucleosides), mPEG, 산업용 첨단소재(난연제, 촉매 등) 등을 생산하고 있다. 동사의 매출에서 비중이 가장 크고 향후 성장이 기대되는 부분은 뉴클리오시드이다.

RNA 치료제 R&D와 양산 수요가 성장의 key

뉴클리오시드는 DNA, RNA의 구성요소인 물질이다. DNA 뉴클리오시드는 유전자 진단용으로 사용되며 RNA 뉴클리오시드는 RNA 치료제에 쓰이는데 RNA 뉴클리오시드가 DNA대비 ASP가 4배이다. 글로벌 제약사들의 RNA 치료제 R&D와 양산 수요가 동사의 성장에 중요한 key라고 할 수 있다.

뉴클리오시드 supply chain은 그림 1과 같다. 동사의 경쟁자인 뉴클리오시드 생산 기업은 흥젠이 있는데 중국시장만 커버하고 있고 동사의 글로벌 시장점유율은 80% 수준으로 추정된다. 美 써모-피셔(Thermo Fisher) 등의 고객사는 동사로부터 뉴클리오시드를 구매하여 아미다이트(Amidites)로 제조한다. 아미다이트는 다시 올리고 뉴클레오타이드로 만들어지는데, 생산기업은 일 니토덴코, 미 애질런트, 한 에스티팜 등이다. 올리고 뉴클레오타이드가 제약사로 공급되어 R&D와 양산용 원재료로 쓰이게 된다. 뉴클리오시드 supply chain은 오랜 기간 현재의 형태로 유지되어 왔다. 현재까지는 뉴클리오시드 대량생산이 가능한 기업은 동사가 유일하고 신규진입자에 보수적인 제약 특성상 동사의 절대적인 시장 점유율은 당분간 유지될 것으로 보인다. 전방시장의 성장이 동사의 수혜로 그대로 이어지는 구조다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산(12월)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	284	325	378	509	750
영업이익	3	20	72	76	225
영업이익률	1.1	6.2	19.0	14.9	30.0
세전이익	-127	24	52	95	225
지배주주순이익	-127	43	52	95	225
PER	-	260.7	197.9	82.2	33.6
PBR	15.4	9.9	18.2	12.0	9.4

자료:FS리서치, 텔레그램 - <https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

FS Research

Jean Park 연구원

hjpark@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(07/13)	12,350원
상승여력	-

시가총액	7,405억원
총발행주식수	59,958,950주
60일 평균 거래량	1,126,666주
52주 고	19,300원
52주 저	9,830원
외인지분율	9.4%
신용비율	4.0%
자본금	299억원
액면가	500원

주요주주	지분율
김용한 외	9.4%

행사기간	미행사된 주식수
22.06.14.~26.05.14	1,276,398

주요 자회사	지분율
--------	-----

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

전방 수요에 맞춰 증설 중, 경기침체도 이길 안정적인 사업구조

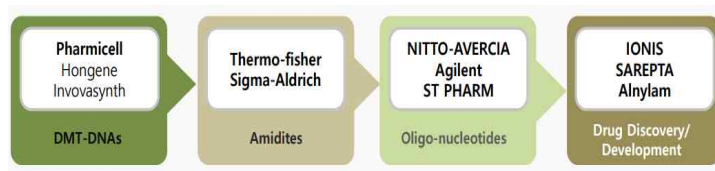
글로벌제약사들이 RNA치료제 파이프라인을 늘리고 있고, 노바티스가 siRNA 기반 고지혈증 치료제 인클리시란을 판매 시작할 것으로 예상됨에 따라 뉴클리시드 supply chain들이 일제히 증설을 진행하고 있다. 동사 또한 전방 수요 증가에 맞춰 증설을 진행 중이다. 현재 동사의 CAPA는 연 13톤(1분기 매출액기준 96억원)인데 올해 7월 초 완공한 2공장에서 연 14톤 추가 생산이 가능하다. 2공장은 램프업 기간과 고객사의 생산 시기에 맞춰 올해 4분기 매출이 발생할 것으로 보인다. CAPA 기준으로 23년에 매출액 약 800억원까지 가능하다. 내년에도 3공장을 완공할 계획으로 최근에 토지 매입이 완료되었다. 3공장까지 증설이 완료되는 24년 기준 CAPA 47톤이다.

기존에 판매되고 있는 RNA치료제 중 가장 큰 판매규모를 보이는 있는 치료제는 영아 척수성 근위축 치료제 스피라자(ASO기반)로 매출액이 연 2조원 정도 유지되고 있다. 인클리시란은 최초의 siRNA 기반 치료제로 기존 치료제들이 연 26회 투여가 필요한 반면, 연 2회 투여로도 동일한 효과를 낸다. 향후 인클리시란의 성과에 따라 동사의 매출규모로 달라질 것이다.

중장기적인 관점에서 동사가 더 큰 폭으로, 폭발적으로 성장하는 시기는 RNAi 기반 치료제가 대중적으로 많이 쓰이는 치료제가 되는 시기이다. 현재는 RNAi 치료제는 매우 초기단계로 side effect가 있을 수 있는 단점 때문에 대중화까지는 시간이 걸릴 것으로 전망되고 있다. 그러나 RNAi 치료제는 근본적인 원인을 제거할 수 있는 방식이기 때문에 장기적인 관점에서 기대가 큰 치료기전이다.

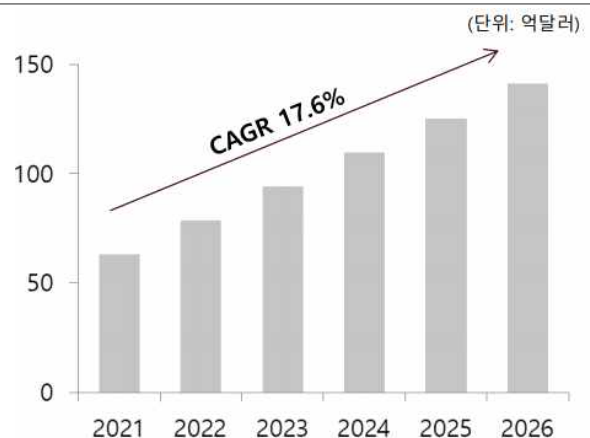
경기침체 우려로 시장이 부진하지만 제약, 헬스케어 섹터는 경기에 둔감한 특성상 상대적으로 안전한 투자섹터로 최근에 부각되고 있다. 심각한 경기침체의 경우 최종고객사의 R&D 수요를 위축시킬 수 있지만, 24년까지 매출성장이 담보되어 있고 마진훼손 가능성도 매우 적은 사업구조를 가지고 있어 상대적으로 아웃퍼폼할 가능성이 높아 보인다.

그림1. 뉴클리시드 supply chain



자료: 파미셀

그림2. 올리고 뉴클레오타이드 치료제 시장 추이 및 전망



자료: 파미셀, markets & markets

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일 뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을 시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발생주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-