

투자검토보고서

파미셀 주식회사

2021년 06월 04일

내용

1. EXECUTIVE SUMMARY	3
1.1 취급 개요.....	3
1.2 투자 포인트.....	4
1.3 투자 리스크.....	5
2. 회사개요	6
2.1 개요.....	6
2.2 주요연혁.....	6
2.3 대표이사 약력.....	7
2.4 주주현황.....	8
2.5 주요인력현황.....	8
2.6 산업현황 및 전망.....	9
2.6.1 줄기세포치료제.....	9
2.6.2 원료 의약품.....	12
2.7 회사의 경쟁력.....	14
2.7.1 산업의 경쟁우위 요소.....	14
2.7.2 회사의 주요 제품 현황.....	15
2.7.3 회사의 연구개발 중인 제품 현황.....	17
3. 회사 재무제표 분석	20
3.1 수익성현황.....	20
3.1.1 요약 재무제표.....	20
3.1.2 매출 추이.....	21
3.1.3 손익비율 분석.....	22
3.2 재무안정성현황.....	23
3.2.1 주요 재무제표.....	23
3.2.2 부채비율.....	24
3.2.3 순차입금비율.....	24
3.2.4 유형자산.....	25
3.2.5 금융자산.....	26
3.2.6 자기주식.....	26
3.3 현금흐름현황.....	27
4. 주요 리스크	28
4.1 신규 경쟁사 진입 리스크.....	28
4.2 연구개발비용 비용 확대 리스크.....	28
5. 투자 결론	29

1. Executive Summary

1.1 취급 개요

구 분	내 용
인수대상	파미셀 무기명식 무보증 사모 전환사채

CB 발행조건

구 분	내 용	
발행 회사명	파미셀 주식회사	
사채의 종류	무보증 사모 전환사채	
발행 예정 금액	200억원	
만기	발행일로부터 5.0년	
금리	Coupon	0%
	YTM	0%
전환	전환가격	'증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 5-22조 (1)에 따라 산정한 가액
	기간	발행일로부터 12개월되는 시점부터 만기 1개월 전까지
	리픽싱	70%
Call	행사범위	40%
	행사기간	발행일로부터 12개월되는 시점부터 24개월되는 시점까지 매 1개월마다
	YTC	0.5% (연단리)
Put	기간	발행일로부터 24개월되는 시점부터 매 3개월마다
	YTP	0%
자금용도	운영자금	

1.2 투자 포인트

Point 1. 뉴클레오시드 시장 성장

코로나19 RNA백신(모더나)와 RNA치료제로 인하여 원료의약품 뉴클레오시드(Nucleosides) 시장이 성장하는 가운데, 동사는 글로벌 뉴클레오시드 MS 80%를 영위하고 있어 매출 성장이 기대됨. 또한 글로벌 제약사들의 DNA 및 RNA 기반 치료제와 백신에 대한 지속적인 연구개발로 인해, 코로나19이후에도 동사의 매출액이 지속적으로 성장할 것으로 기대됨.

Point 2. 줄기세포 파이프라인에 대한 재평가

Cellgram-LC 간경변 치료제에 대한 국내 식약처 임상 3상이 2021년 초부터 진행 중이며, 미국에서는 FDA 임상1상 진행과 글로벌 제약사와 논의중인 L/O으로 인해 파이프라인 재평가 가능.

Point 3. 조기상환청구 대응이 용이

동사는 재무적 건전한 회사로, 부채비율 22%에, 순현금상태로 필요시 차입여력이 높으며, 현금 250억원과 담보 설정되지 않은 유형자산 70억원을 보유하고 있어, 금번 전환사채에 대한 조기상환 청구 대응이 용이함.

1.3 투자 리스크

동사는 검토 기준 현재 사실상 부채가 없고, 약 250억원의 현금과 약 70억원 규모의 담보를 잡지 않은 유형자산(토지+건물)을 보유한 회사이기에 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 인한 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

Point 1. 신규 경쟁사 진입 리스크

원료의약품인 뉴클레오시드 시장에 신규 경쟁사가 진입할 경우, 동사의 독과점적 시장 지위 (글로벌 시장 점유율 80%)가 훼손될 수 있으며, 이에 글로벌 뉴클레오시드 시장 개화에 따른 동사의 매출액의 성장 속도가 기대 대비 둔화될 수 있음.

Point 2. 연구개발비용 비용 확대 리스크

동사는 연간 연구개발비로 약 50억원 (연간 매출액 대비 약 15% 수준)을 지출하고 있지만, 연구개발을 동시에 진행하는 파이프라인 확대할 경우, 연간 연구개발비용 지출이 확대될 수 있으며 이로 인하여 동사의 수익성이 감소할 수 있음.

2. 회사개요

2.1 개요

회사명	파미셀 주식회사	대표이사	김현수
설립일자	1968년 08월 20일	상장일자	1988년 05월 20일
상장시장	코스피	임직원수	115명 (2021년 03월)
주가(06/04)	16,650원	시가총액(06/04)	9,983 억원
사업소재지	서울시 강남구 언주로 874, 7층(신사동, 쌍봉빌딩)		
주요사업	뉴클레오시드, 줄기세포 치료제		

- 유화통산(파미셀 전신)은 1968년 의류회사로 설립되었음. 2002년에 바이오 전문기업인 파미셀을 인수하였고, 2011년 파미셀로 사명이 변경되었음. 2013년 아이디비캠을 인수하여 원료의약품 사업도 영위하고 있음.
- 2011년 글로벌 최초로 줄기세포기반 치료제(Cellgram-AMI: 급성심근경색)에 대해 국내 식약처 판매 허가를 받은 회사임.
- 주요 파이프라인으로 줄기세포치료제 기반 간경변치료제, 발기부전치료제, 난소암치료제, 전립선암치료제, 만성신장질환치료제 등을 연구개발중에 있음.
- 글로벌 뉴클레오시드(원료의약품) 시장 점유율 80%를 영위중임.
- 2021년 1분기 매출액은 Cellgram-AMI (줄기세포기반 급성심근경색 치료제) 1%, 뉴클레오시드(원료의약품) 40%, mPEG(원료의약품) 12%로 구성되어있음.
- 주요 주주는 김현수 대표이사 25.14%, 홍희승 0.38%, 유병무 0.01%로 구성되어있음.

2.2 주요연혁

날짜	내용
1968.08	회사설립(8.20) (당시이름:유화통산주식회사)
1988.05	한국거래소 유가증권시장 상장
2005.06	줄기세포를 이용한 급성 뇌경색 치료제 상업화임상(IND-III상) 승인
2006.04	줄기세포를 이용한 급성 심근경색 치료제 상업화임상(IND-II/III상) 승인
2007.12	줄기세포를 이용한 척수손상 치료제 상업화임상(IND-II/III상) 승인

날짜	내용
2010.05	성남 GMP 공장 완공
2010.10	의약품 제조업 허가 취득
2011.07	세계 최초 줄기세포치료제 하티셀그램-에이엠아이 품목허가
2011.08	대한민국 보건산업대상수상 - 산업발전부문
2011.09	에프씨비파미셀과 바이오사업의 시너지를 위해 합병
2011.09	'파미셀 주식회사'로 사명 변경
2012.11	줄기세포를 이용한 알코올성 간경변 치료제 상업화임상(IND-II상) 승인
2013.03	아이디비캠(주) 흡수합병
2014.09	줄기세포를 이용한 중증하지허혈 치료제 상업화임상(IND-I상) 승인
2014.09	줄기세포를 이용한 발기부전치료제 상업화임상(IND-I상) 승인
2016.07	혁신형 제약기업 인증
2017.12	줄기세포를 이용한 간경변 줄기세포치료제 미국 임상(1상) 승인
2018.06	바이오 케미컬사업부문 울산 신공장 준공
2020.06	줄기세포를 이용한 발기부전치료제 상업화임상(IND-II상) 승인
2020.06	수지상세포를 이용한 전립선암 항암면역세포치료백신 상업화임상(IND-I상) 승인

2.3 대표이사 약력

대표이사의 약력은 아래와 같음.

성명	직위	출생년도	주요경력
김현수	대표이사	1964년 01월	연세대학교 원주의과대학 졸업 (前)아주대학병원 혈액종양내과 조교수 연세대학교 원주의과대학 겸임교수 (前)FCB파미셀(주) 대표이사

2.4 주주현황

(2021년 03월 31일 기준, 단위 : 주, %)

성명	관계	주식종류	주식수	지분율
김현수	본인	보통주	5,271,901	8.79
홍희승	친인척	보통주	226,539	0.38
유병무	임원	보통주	50,000	0.08
김진수	친인척	보통주	5,030	0.01
김진동	친인척	보통주	4,900	0.01
정길수	임원	보통주	2,000	0.00

- 발행주식 총수: 보통주 59,958,950주

2.5 주요인력현황

성명	출생년월	직위	등기임원	담당	주요경력	소유주식수
김현수	1964.01	대표이사	등기임원	경영총괄	연세대학교 원주의과대학 졸업 (前)아주대학병원 혈액종양내과 조교수 연세대학교 원주의과대학 겸임교수 (前)FCB파미셀(주) 대표이사	5,271,901
김성년	1967.09	사내이사	등기임원	케미컬 부문장	경북대학교 대학원 졸업 (現)파미셀(주) 케미컬사업부문장	-
정길수	1976.05	사내이사	등기임원	기획	성균관대학교 경영전문대학원 졸업 (前)에프씨비파미셀 관리팀장	2,000
이경호	1950.01	사외이사	등기임원	-	(前)보건복지부 차관 (前)한국보건산업진흥원장 국가생명윤리심의위원회 의원 (前)인제대학교 총장 (前)한국제약협회 회장 (前)김&장 법률사무소 고문	-
권태세	1955.01	사외이사	등기임원	-	서울대학교 농학교육과 졸업 연세대학교 경영대학원 경영학과 졸업 (前)한국교와기린(주) 대표이사	-
유병무	1964.03	기타비상무이사	등기임원	-	한양대 대학원 의학과 박사 아주대학교병원 소화기내과 의사 아주대학교 의과대학 소화기내과 교수 (前)에프씨비파미셀(주) 이사	50,000
이현아	1961.03	연구소장	미등기임원	연구	서울대학교 대학원 약학과 졸업 School of Pharmacy & Pharmacal Science,	

성명	출생년월	직위	등기임원	담당	주요경력	소유주식수
					Purdue University 박사 (前)성균관의대 의학과 연구교수 (前)삼성의료원 의과학교수실 수석연구원 (前)미국웨인주립대 연구원	
김재학	1965.11	상무	미등기임원	재무	서원대학교 영어영문학과 졸업 (前)아이디비컴(주) 관리본부장	
김광래	1970.11	상무	미등기임원	영업	포항공과대학원 화학과 졸업 (現)파미셀(주) 케미컬사업부문 영업본부장	

2.6 산업현황 및 전망

2.6.1 줄기세포치료제

제약 산업은 질병의 예방, 치료, 처치, 진단을 위한 의약품 개발, 제조, 판매하는 산업으로 정의할 수 있음. 이는 인간의 건강 증진, 기대수명 연장과 더불어 질병으로 인한 사회적 비용 절감과 긴밀하게 연결되어 있는 산업임.

제약 산업은 기술집약도가 높으며, 수요의 탄력성이 낮고 경기에 영향을 덜 받는 특성을 가지고 있음. 또한 사람들의 소득 수준 성장, 삶의 질 향상추구, 인구고령화, 만성질환 환자 증가, 항암 치료기술의 발전 등으로 인해 건강관리를 위한 의료비 지출은 지속 확대되고 있음. 반면, 각국정부의 약가 인하 정책, 미국의 보험 공제액 축소 및 자기부담금 증가, 낮은 신약 개발 성공률로 인한 제약사의 투자수익률 감소추세는 제약 산업에 있어 부담요인임.

세계 의약품 시장은 2018년 기준 1조 2천억달러로 추정되며 연평균 4~7% 성장하여 2023년 1조 5천억 달러로 전망되고 있음. 2018년 기준 글로벌 시장의 약 66%를 선진국이 점유하고 있으며, 미국 시장은 약 40.2%를 차지하고 있음.

의약품은 약물소재나 허가기준, 처방유무에 따라 아래와 같이 분류될 수 있음.

구분		내용
약물 소재	합성 의약품	실험실에서 유기화학에 기반하여 합성에 의해 인위적으로 만들어진 저분자 화합물 의약품

구분		내용
	천연물 의약품	약용식물 등 이미 존재하는 천연물로부터 약효를 가진 성분만을 분리 정제하여 만든 의약품
	바이오 의약품	생물체(미생물, 동식물 세포 등)를 활용하여 바이오기술을 응용하여 만들어진 의약품
허가 기준	신약	이전에 허가되지 않은 새로운 활성성분을 함유(오리지널 의약품)
	개량 신약	기존에 허가된 오리지널 의약품을 물리화학적 특성, 제제 처방화 및 효능을 개선하여 새롭게 허가등록 한 의약품
	복제 의약품	이미 허가된 의약품과 유효성분의 종류, 함량, 제형, 효능효과, 용법용량, 투여경로 등이 동일한 의약품으로 '카피약'이라고도 함
		※오리지널 합성의약품의 복제의약품을 제네릭(Generic), 오리지널 바이오의약품의 복제의약품을 바이오시밀러(Biosimilar)로 지칭함.
희귀 의약품	국내 환자수(유병 인구)가 20,000 명(미국의 경우 미국 내 환자수가 20 만명 미만) 이하인 질환에 사용되는 의약품이거나, 적절한 치료방법과 의약품이 개발되지 않은 질환에 사용하거나, 기존 대체의약품보다 현저히 안전성 또는 유효성이 개선된 의약품	
처방 유무	전문 의약품	일반의약품이 아닌 의약품을 말하는 것으로, 약리작용 또는 적응증으로 볼 때, 의사의 전문적인 진단과 지시·감독에 따라 사용되어야 하는 의약품 (Ethical the Counter Drug, ETC)
	일반 의약품	의약품의 제형과 약리작용상 인체에 미치는 부작용이 비교적 적거나, 오용·남용의 우려가 적고 의사나 치과의사의 처방 없이 사용하더라도 안전성 및 유효성을 기대할 수 있는 의약품(Over the Counter Drug, OTC)

(출처: SK바이오팜 반기보고서)

줄기세포치료제는 1) 바이오의약품 2) 신약 3) 전문의약품에 해당함. 줄기세포 치료제는 환자 또는 정상인의 골수를 채취하고 세포를 분리 및 배양하여 세포 치료제를 제조한 뒤 환자에 투여하는 방식임.

바이오의약품의 경우 생산공정이 복잡하여 다소 단가가 높은 편이지만 사람의 몸에 있는 물질과 유사한 물질을 기반으로 만들어지기 때문에 합성의약품에 비하여 부작용이 적고 임상 성공률이 높음.

또한 줄기세포치료제는, 기존 의약품과 의료기술로는 재생이 불가능하다고 여겨진 난치병과 불치병에 대한 치료 대안으로서, 개발이 활발히 진행되고 있음. 줄기세포치료제의 개발 성공 및 시장 진입 성공 시 난치병 및 불치병의 경계가 무너지는 동시에 막대한 시장이 형성될 전망이다. 그러나 선진국을 비롯한 각국의 오랜 연구개발에도 불구하고 아직까지 줄기세포치료제가 활성화되지 못한 점에서 볼 수 있듯이 줄기세포치료제의 개발장벽을 함께 고려해야 할 것으로 판단됨.

줄기 세포 시장은 바이오 벤처기업들에 의해서 대부분 치료제가 개발 및 상용화 되는 추세임. 이는 시장이 아직 도입기에 있어 시장 규모가 크지 않으며, 줄기세포치료제가 기존 신약과는 다르게 대량 생산이 어렵고, 보관기간이 짧은 점, 제약회사가 공급망 프로세스를 보유해야 하는 점 등 시장 적응에 대한 노하우가 부족한 점이 있음.

세계 줄기세포시장은 2017년 628억달러 규모를 형성 후 빠르게 성장하여 2025년 3,944억달러 규모로 성장할 전망이며, 줄기세포치료제 및 기술관련 임상시험 증가, 줄기세포 기반 신약개발 활성화 등의 추세로 연평균 성장률 25.8%('17 ~'25)로 꾸준히 확대될 전망이다.

[글로벌 줄기세포치료제 시장 전망]



(출처: 에스씨엠생명과학 투자설명서)

한국의 줄기세포 시장은 2016년 11억 달러 규모를 형성하였으며 2025년까지 연평균 26.67%로 성장하여 95억 달러 규모로 확대될 것으로 전망하였고, 최근 줄기세포 치료제 후보에 대한 신속한 상업화 트랙을 위한 법률 제정 등이 추진되는 등 줄기세포시장 성장 촉진을 위한 정부지원이 활발하게 진행되고 있음. (생명공학정책연구센터 BioIndustry, 2017.9.)

2.6.2 원료 의약품

원료의약품은 신약과 바이오제네릭 완제의약품을 제조하기 위한 원료 물질로, 사람에게 투여가 용이하도록 제제를 생산하기 바로 전 단계의 의약품이기에 반제품의 특성을 가지고 있음.

원료의약품은 원칙적으로 완제의약품에 준하는 허가, 등록 과정을 거침. 이에 국내 원료의약품 제약사가 생산설비를 확보 시 GMP선진화 방안이 적용되어 제형별 및 개별 품목별로 국내외 제조공장에서 GMP에 적합한 생산시설을 보유하고 있는지 점검 받아야 함. 또한 원료의약품을 생산 판매하기 위해 원료의약품 신고제도(DMF: Drug Master File)의 등록 및 허가를 취득해야 함. DMF는 원료 제조 공장의 시설내역, 불순물, 잔류 유기 용매, 공정관리, 포장재질, 안정성 시

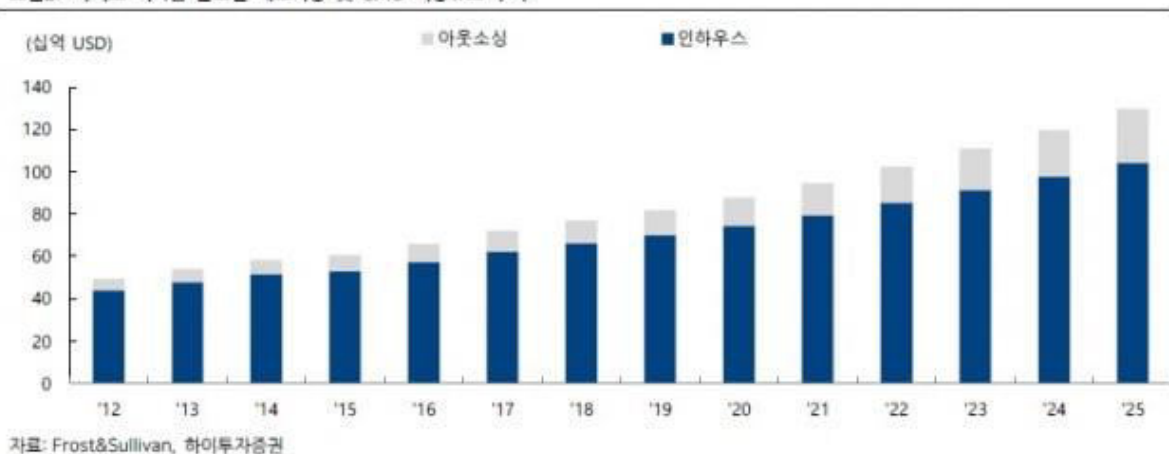
험 자료 등 원료의약품 제조와 품질관리 전반에 관한 자료의 적정성을 평가함.

글로벌 원료의약품 시장은 고도의 생산 기술력을 보유한 ACS Dobfar(이탈리아), Sandoz, Merck(독일), 등 기존의 유럽 제약사들 위주로 시장이 구성되어 있었음.

다수의 블록버스터 신약들의 특허가 만료되며 Generic 의약품이 활성화되기 시작하였고, 오리지널 의약품 대비 가격이 낮은 Generic 의약품의 특성으로 인해, 원료의약품 제약사에게는 기술 경쟁력뿐만이 아닌 가격경쟁력 또한 주요 요인으로 대두됨. 이에 따라 가격경쟁력을 보유한 인도, 중국 등 아시아권 원료의약품 제조사들이 성장하기 시작함.

국내 원료의약품 회사는 중국과 인도에 비해 가격경쟁력은 떨어지지만, 선진국 수준의 QA/QC 역량, 고난이도 합성 및 양산 기술 구축, 선진국 수준의 GMP인증 등을 보유하고 있음.

그림2. 바이오 의약품 글로벌 제조시장 및 CMO 시장규모 추이



프로스트앤드설리번에 따르면, 글로벌 CMO시장은 2019년 기준 119억 달러 수준이며, 연평균 13.4%씩 성장하여 2025년에는 253억달러에 달할 것으로 예상되고 있음.

[세계 의약품 시장 규모]

구분	2015 년		2016 년		2017 년		2018 년		CAGR (‘15~’18)
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
원료의약품	21,136	12.50%	24,737	13.20%	28,070	13.80%	25,616	12.10%	6.60%
완제의약품	148,560	87.50%	163,324	86.80%	175,511	86.20%	185,438	87.90%	7.70%
합계	169,696	100.00%	188,061	100.00%	203,581	100.00%	211,054	100.00%	-

(출처: 종근당바이오 반기보고서)

국내 원료의약품은 1조8천억원에 형성되어 있으며, 국내 원료의약품 시장은 연평균 6.6% 성장해왔으며, 2025년까지 연평균 6.6%에 성장시 국내 원료의약품 시장은 4조원에 달할 것으로 예상됨.

2.7 회사의 경쟁력

2.7.1 산업의 경쟁우위 요소

(1) 줄기세포치료제 연구개발기술력

동사는 2011년 글로벌 최초로 줄기세포기반 치료제(Cellgram-AMI: 급성심근경색)에 대하여 판매 허가를 받은 회사로, 줄기세포 치료제에 대한 연구개발 기술력을 보유한 회사임.

동사는 기술력을 기반으로 1) 자가골수유래 중간엽 줄기세포 기반의 간경변 치료제와 발기부전치료제, 난소암 치료제, 전립선암 치료제 2) 동종골수유래 중간엽 줄기세포 기반의 만성신장질환과 급성신장손상 치료제를 연구개발 중에 있음.

(2) 원료의약품 뉴클레오시드와 PEG 생산기술력

뉴클레오시드 와 PEG는 DNA 및 RNA 백신, 치료제, 검사키트 시료액의 원료 의약품으로, 정밀화학과 고분자 화학이 결합되어 개발 및 대량생산에 있어 높은 기술력이 필요한 물질임. 이 가운데, 동사는 뉴클레오시드 연구개발기술력을 기반으로 글로벌 뉴클레오시드 시장 점유율 1위(MS 80%이상)를 영위하고 있음. 또한 의약용 PEG 부문에서도, 대량 생산할 수 있는 글로벌 소수의 기업들 중 하나로서 시장 지위를 영위하고 있음.

2.7.2 회사의 주요 제품 현황

(1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

매출유형	구체적용도	2018	2019	2020	1Q21
매출액		28,352	32,482	37,752	12,156
바이오사업		5,098	4,580	2,376	321
화장품	줄기세포배양액 함유 화장품	2,216	1,773	538	152
하티셀그램	급성심근경색증치료제	2,557	2,486	1,682	74
골수뱅크	성체줄기세포보관	325	321	56	95
케미컬사업		23,254	27,902	35,376	11,835
뉴클레오시드	유전자 치료제 및 진단용 kit	4,882	7,044	13,637	4,842
PEG 유도체	의약품 DDS(약물전달기술) 분야	3,304	2,854	5,540	1,519
난연제	폴리에스터 섬유용 외	3,562	4,018	2,044	666
기타	의약,농약,전자재료 중간체, 등	11,506	13,986	14,155	4,808

동사의 매출액 비중은 케미컬사업부 97% 바이오사업부 3%로 구성되어있음.

1)케미컬 사업부는: 뉴클레오시드 40%, PEG유도체 12%, 난연제 5% 등으로 구성되어있으며, 2) 바이오사업부는: 줄기세포배양기반 화장품 1%, 하티셀그램 1%, 골수뱅크 1%로 구성되어있음.

➤ 바이오 사업

바이오 사업은 동사의 하티셀그램-AMI 및 성체줄기세포보관, 줄기세포기반 화장품 사업부임.

1) 하티셀그램-AMI

하티셀그램-AMI는 2011년 한국 식약처에 판매 승인을 받은 자가골수유래 중간엽 줄기세포 기반의 급성 심근경색증치료제임. 연간 약 9천명 이상이 심근경색으로 사망하는 가운데, 동사의 셀그램AMI를 투여시 흉통이 발현된 이후 72시간 이내에 좌심실의 구혈률이 개선되며 심근경색증이 완화되는 치료제임.

[하티셀그램 AMI]



(출처: 파미셀 홈페이지)

2) 화장품 사업부문

동사는 인체 골수 줄기세포 배양액 핵심 성분을 기반으로 화장품 기초라인 (스킨, 로션, 앰플, 수분크림, 마스크시트 등)을 제조하여 판매하고 있음.

[파미셀 줄기세포배양액 화장품]



(출처: 파미셀 홈페이지)

➤ 케미컬 사업부 (원료의약품)

케미컬 사업부는 원료의약품을 제조하여 판매하는 사업임.

1) 뉴클레오시드(Nucleosides)

뉴클레오시드는 염기와 당이 결합한 화합물로 DNA와 RNA의 구성요소에 해당하는 물질로 DNA 및 RNA기반의 백신과 치료제, 유전자 진단 시약의 원료로 사용되고 있음. 뉴클레오시드를 사용하는 대표적인 의약품으로 KYNAMRO(가족성 고 콜레스테롤혈증질환 치료제), SPINRAZA(영아 척수성 근위축성 질환 치료

제), TEGSEDI(Hattr 아밀로이드증 치료제), ONPATTRO(다발성신경병증 동반 Hattr 아밀로이드증 치료제), INCLINSIRAN(RNAi 기반 고지혈증 치료제) 등이 있음. 최근 코로나19 확산에 따라 사용되고 있는 코로나19 진단키트와 유전자 치료제의 핵심원료로서 동사의 뉴클레오시드 수요가 증가하며 매출액이 크게 성장하였음.

2) mPEG

mPEG는 mRNA 백신과 RNAi치료제용 Lipids의 구성 성분으로 단백질 신약을 효과적으로 전달시키기 위한 전달체로서 사용되고 있음. 단백질 신약이 체내에 흡수될 때 1) 체내 면역반응이 감소하고 2) 신약의 독성이 감소하며 3) 약물의 지속시간이 증가하는 효과가 있음. mPEG를 사용하는 대표적인 의약품으로 Adynovate(성인 및 어린이 혈우병 A 치료제), Cimzia(류마티스 관절염, 척수염, 크론질환 등 치료제), Neupog(호중구 감소증 치료제), LIPIDS (mRNA 백신 및 RNAi 치료제) 원료로 사용되고 있음.

2.7.3 회사의 연구개발 중인 제품 현황

동사는 아래와 같은 파이프라인을 연구개발중에 있음.

구분	상업화 단계	전임상단계	연구자임상	상업화 1상	상업화 2상	상업화 3상	품목허가	시판후 조사
Cellgram (MSC) 중간엽 줄기세포	심장질환 치료제							
	급성 심근경색증							재심사 완료
	간질환 치료제							
	간경변(국내)							
	간경변(미국)							
	기타							
	발기부전							
	신장질환 치료제							
	만성신장질환							
	급성 신손상							
DC 수지상 세포	암질환 치료제							
	난소암							
	전립선암							

1) Cellgram-LC 간경변 치료제 (국내 식약처 임상 3상, 미국 FDA 임상 1상 중)

간경변은 만성적인 간질병으로, 간 조직세포에 문제가 생겨 간이 굳고 오므라드는 것이 특징임. 현재 직접적인 치료제는 부재한 상태이며, 간이식수술만이 효과적인 치료법인 가운데 간이식수술은 공여자가 부족하고, 의료비용이 높은 단점이 있음.

동사는 자가 골수 중간엽 줄기세포를 기반으로 간경변 치료제를 1) 국내 식약처 임상 3상 진행중 2) 미국 FDA 임상 1상 진행중에 있음. 국내 임상의 경우, 2017년도 식약처 임상 2상 종료이후 조건부 허가를 신청하였으나, 2019년도 조건부 허가에 대하여 반려가 되었고, 2020년도 국내 식약처 임상 3상 IND 승인을 받고 현재 임상을 진행중에 있는 상태임. 미국 FDA 임상의 경우, 임상을 진행하며 글로벌 제약사와 L/O에 대하여 논의를 동시에 진행하고 있음.

2) Cellgram-ED 발기부전 치료제 (국내 식약처 임상 2상 중)

발기부전증은 주로 전립선 암으로 인해 전립선 절제술을 받으며 발생하게 됨. 현재 치료제인 PDE51은 단발성 효과를 가지며, 부작용이 존재함. 동사의 발기부전치료제는 혈관형성, 평활근 재생, 신경재생을 유도하여 근본적인 원인이 치료됨으로써 발기능이 개선됨.

3) 난소암 치료제 (국내 식약처 임상 1상 중)

난소암은 부인과 암의 약 20%를 차지하고 있으며 약 50세에 호발하는 특징이 있음. 처음 진단시 약 2/3에서 이미 진행된 상태로 발견되기 때문에 여성의 생식기에서 발생하는 암 중 가장 예후가 나쁜 암임.

동사는 골수에서 유래된 조혈모세포에서 난소암 치료용 자가 수지상세포를 분화시켜 이를 기반으로 생산하는 항암 면역 치료 백신을 연구개발 중에 있음.

4) 전립선암 치료제 (국내 식약처 임상 1상 중)

전립선암은 전립선에 암이 발생하는 것으로, 약 60세 이후에 호발함. 임상적으로 자각증상이 나타났을 때 전립선암이 상당부분 진전된 경우가 대부분임.

동사는 골수에서 유래된 조혈모세포에서 전립선암 치료용 자가 수지상세포를 분화시켜 이를 기반으로 생산하는 항암 면역 치료 백신을 연구개발 중에 있음.

5) Cellgram-CKD 만성신장질환 (국내 식약처 연구자임상 중)

만성신장질환이란 단백뇨, 혈뇨 등 신장의 손상이 있거나, 신장의 기능 저하가 3개월 이상 지속되는 상태임. 이는 고혈압, 심부전, 신경 손상, 뼈의 약화 등 다양한 합병증을 유발하게 됨. 인구고령화로 인하여 만성신장질환 환자수가 매년 약 10%이상 증가 중에 있음.

동사의 Cellgram-CKD는 정상인 공여자의 골수로부터 분리한 중간엽 줄기세포를 기반으로 치료제를 제조하는 방식이며, 다양한 종류의 성장인자 및 사이토카인이 만성신장질환 환자의 신세뇨관 세포의 사멸을 억제시키고 증식을 촉진시키며, 혈관 형성을 촉진시키고 신장의 섬유화를 감소시킴으로써 신장기능을 개선시키고 있음.

3. 회사 재무제표 분석

3.1 수익성현황

3.1.1 요약 재무제표

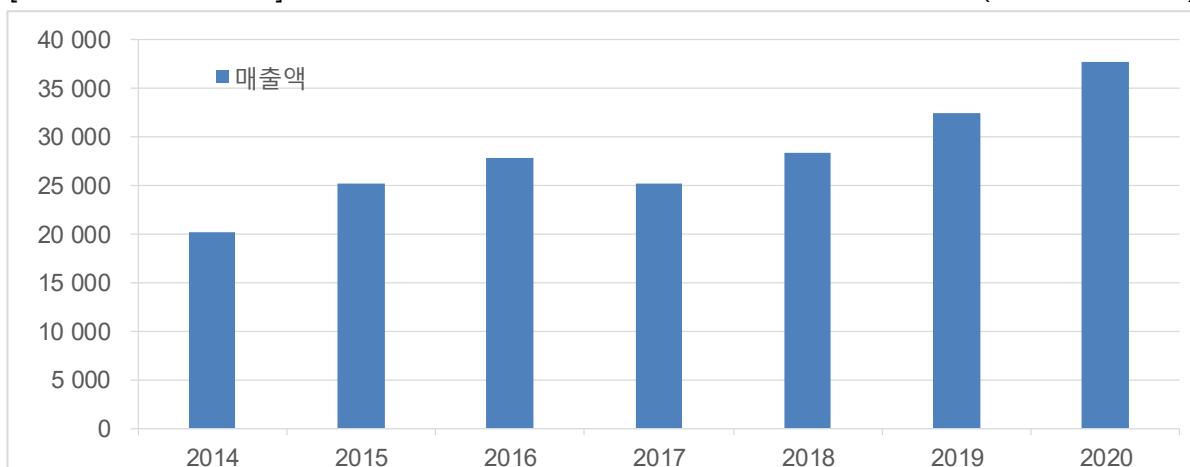
주요 재무제표의 항목 내역은 다음과 같음.

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
현금및현금성자산	23,094	15,663	12,437	13,447	18,589	16,705	20,939
매출채권및기타채권	5,974	6,937	6,931	6,588	6,074	7,184	10,271
재고자산	2,588	2,792	3,901	5,440	5,376	8,226	6,338
유동자산	32,204	25,769	30,529	25,850	32,533	34,653	42,939
유형자산	4,512	9,498	11,375	14,603	18,127	17,797	16,840
무형자산	60,445	60,193	58,837	20,365	6,731	7,056	6,305
비유동자산	66,641	76,332	71,425	36,041	26,584	28,613	26,805
자산총계	98,845	102,101	101,953	61,891	59,117	63,266	69,744
매입채무	313	1,074	402	719	1,064	600	1,972
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	396	3,000	0	0
부채총계	15,443	10,757	7,358	7,759	11,627	11,747	12,639
자본총계	83,402	91,344	94,595	54,132	47,490	51,519	57,105
(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출액(수익)	20,155	25,176	27,839	25,197	28,352	32,482	37,752
매출총이익	3,848	5,551	10,217	8,069	11,804	13,031	17,779
영업이익	-8,417	-5,532	-1,866	-4,558	260	1,964	7,233
당기순이익	-28,768	-6,390	-677	-21,961	-12,681	4,347	5,242
(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
영업활동현금흐름	-8,772	-2,411	989	-2,106	3,405	-76	8,978
투자활동현금흐름	610	-13,257	-4,357	2,745	-6,712	-1,654	-3,605
재무활동현금흐름	28,706	7,612	1,021	500	8,891	-145	-178

3.1.2 매출 추이

[연도별 매출 추이]

(단위 : 백만원)



매출유형	구체적용도	2018	2019	2020	1Q21
매출액		28,352	32,482	37,752	12,156
케미컬사업		23,254	27,902	35,376	11,835
뉴클레오시드	유전자 치료제 및 진단용 kit	4,882	7,044	13,637	4,842
YoY		-10%	44%	94%	53%
PEG 유도체	의약품 DDS(약물전달기술) 분야	3,304	2,854	5,540	1,519
YoY		81%	-14%	94%	486%
난연제	폴리에스터 섬유용 외	3,562	4,018	2,044	666
기타	의약,농약,전자재료 중간체, 등	11,505	13,986	14,153	4,803
바이오사업		5,098	4,580	2,376	321
화장품	줄기세포배양액 함유 화장품	2,216	1,773	538	152
하티셀그램	급성심근경색증치료제	2,557	2,486	1,682	74
골수뱅크	성체줄기세포보관	325	321	56	95

2021년 1분기 기준 매출액은 케미컬(원료의약품)사업부 97%, 바이오사업부 3%로 구성되어 있음.

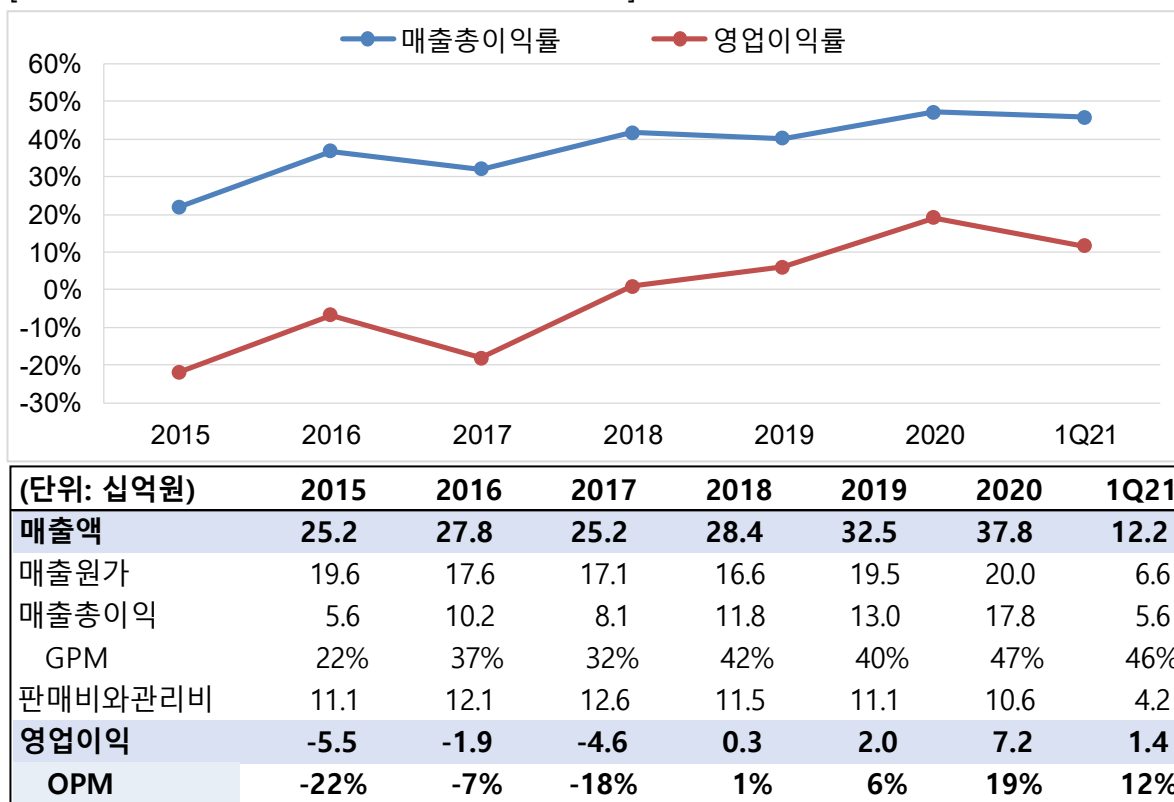
2019년도에는 RNA 치료제에 대한 연구개발이 확대되며 뉴클레오시드 매출액 전년동기대비 40% 증가하여, 연간 매출액이 15% 성장하였음.

2020년도 매출액은 16% 성장하였음. 케미컬(원료의약품)사업부의 뉴클레오시드 매출액이 전년동기대비 94% 증가하고, PEG 유도체 매출액이 전년동기대비 94% 성장하였기 때문임, 동사는 뉴클레오시드와 PEG유도체 글로벌 시장 점유율이 높은 가운데, 코로나19 확산에 따라 코로나19 진단키트 시약, 코로나19 백신과 코로나19 치료제 원료의약품 수요가 증가하며 동사의 매출액이 증가하였음.

2021년 1분기, 동사의

3.1.3 손익비율 분석

[연도별 매출총이익률 및 영업이익률 추이]



동사의 케미칼 사업부 (원료의약품) 매출액 성장에 따라, 2018년도 흑자전환을 하였고 이후 영업이익률이 지속 성장하였음.

2021년 1분기에는 판관비가 상승되며 영업이익률이 감소하였음. 판관비가 상승한 이유는 파미셀 김현수 대표가 자신이 보유하고 있던 파미셀 주식 약 10억 원을 우리사주조합에 매각한 후, 임직원들에게 복리후생비 형태로 지급하며 일회성으로 상승되었기 때문임.

연간 연구개발비를 약 50억원 (매출액 대비 15% 수준) 지출하고 있음.

[매출액 대비 연구개발비용 지출 추이]

과목		2019년	2020년	1Q21
회계처리	판매비와 관리비	5,578	5,017	1,391
	개발비(무형자산)			181
	회계처리금액계		5,017	1,572
	정부보조금	-705	-709	-189
	연구개발비용 합계	4,873	4,308	1,383
연구개발비 / 매출액 비율		15%	11%	11%

3.2 재무안정성현황

3.2.1 주요 재무제표

회사의 주요 재무상태표는 다음과 같음.

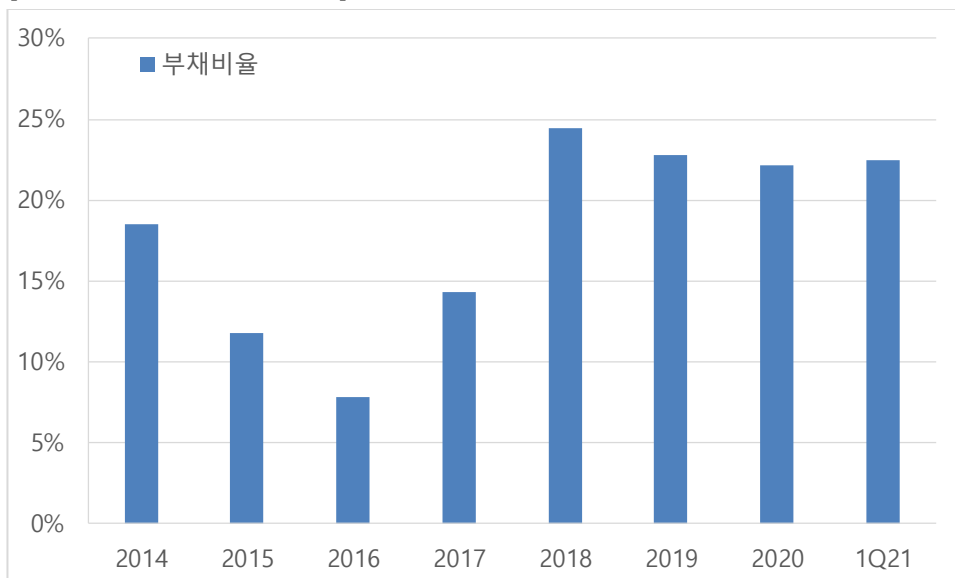
[재무상태표]

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
유동자산	32,204	25,769	30,529	25,850	32,533	34,653	42,939
현금및현금성자산	23,094	15,663	12,437	13,447	18,589	16,705	20,939
매출채권및기타채권	5,974	6,937	6,931	6,588	6,074	7,184	10,271
재고자산	2,588	2,792	3,901	5,440	5,376	8,226	6,338
비유동자산	66,641	76,332	71,425	36,041	26,584	28,613	26,805
유형자산	4,512	9,498	11,375	14,603	18,127	17,797	16,840
무형자산	60,445	60,193	58,837	20,365	6,731	7,056	6,305
투자부동산	174	174	174	107	107	44	44
기계장치	2,880	2,886	3,387	3,801	9,166	9,786	10,094
자산총계	98,845	102,101	101,953	61,891	59,117	63,266	69,744
유동부채	11,261	5,846	1,822	2,381	3,322	5,527	6,508
비유동부채	4,181	4,911	5,536	5,378	8,305	6,220	6,131
부채총계	15,443	10,757	7,358	7,759	11,627	11,747	12,639
자본금	26,329	28,617	29,191	29,204	29,979	29,979	29,979
이익잉여금	-109,377	-116,161	-117,293	-157,859	-170,788	-166,759	-161,173
자본총계	83,402	91,344	94,595	54,132	47,490	51,519	57,105

3.2.2 부채비율

회사의 부채비율 추이는 다음과 같음.

[연도별 부채비율 추이]



부채비율은 2021년 3월말 기준 22% 수준으로 건전하게 유지되고 있음. 2016년 부채비율 8%에서, 2017년도 당기순손실 확대로 결손금이 증가하며 자본총계가 줄어들며 부채비율이 14%로 증가하였고, 2018년도에도 적자유지로 인한 결손금 확대와 차입금 증가로 인해 부채비율이 다시 한번 24%로 상승하였음.

3.2.3 순차입금비율

순차입금비율 추이는 아래와 같음.

[연도별 순차입금비율 추이]

	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	1Q21
순차입금비율	-13%	-19%	-24%	-37%	-31%	-40%	-37%
순차입금	(12,112)	(17,930)	(12,758)	(17,608)	(15,718)	(22,885)	(21,765)
자본총계	91,344	94,595	54,132	47,490	51,519	57,105	58,999

동사는 순현금 상태로, 운전자본이나 조기상환대금 등 자금이 필요한 경우 은행에서 차입할 수 있는 여력이 높은 회사임.

3.2.4 유형자산

2021년 3월말 기준 동사가 보유한 유형자산은 다음과 같음.

[유형자산] (단위: 백만원)

구 분	기말금액
토 지	4,654,318
건 물	6,391,116
기계장치	4,911,984
차량운반구	66,983
공기구비품	238,429
건설중인자산	650,318
합 계	16,913,148

토지 및 건물 유형자산으로 장부가평가액 기준 110억원 (담보설정제외 70억원)을 보유하고 있음. 해당 토지와 건물은 성남GMP공장(장부가액 26억원; 주소 경기도 성남시 중원구 상대원동 513-14 시콕스타워 920호)과 울산공장(장부가액 84억원; 주소 울산광역시 울주군 온산읍 화산리 337)임. 다만, 신한은행에 30억원 차입을 받으며, 울산공장의 토지+건물 36억원에 대하여 담보로 설정하였음.

현재 울산공장의 생산설비 증설을 위하여 2020년 10월 06일부터 2020년 12월 31일까지 106억원의 Capex 자금을 투자하고 있음.

[파미셀 울산 공장]



(출처: 구글이미지)

3.2.5 금융자산

2021년 3월 말 기준 동사가 보유한 금융자산은 다음과 같음.

[보유 금융자산] (단위: 백만원)

구분	당분기말	전기말
예금 등	19,973,650	20,938,948
단기금융상품	5,015,721	5,011,352
장기금융상품	2,000	2,000
대여금및수취채권	2,064,997	2,068,247
대손충당금(주1)	-2,049,581	-2,049,581
합계	25,006,787	25,970,966

2021년 3월말 기준, 회사가 보유한 현금은 250억원임. 이중 1억원은 국책과제의 연구비로 사용이 제한되어 있음.

3.2.6 자기주식

2021년 3월 말 기준, 동사가 보유한 자기주식은 다음과 같음.

[자기주식 취득 현황] (단위: 주)

구분	주식의 종류	
	보통주	합계
I. 발행할 주식의 총수	500,000,000	500,000,000
II. 현재까지 발행한 주식의 총수	59,958,950	59,958,950
III. 현재까지 감소한 주식의 총수	-	-
IV. 발행주식의 총수 (II-III)	59,958,950	59,958,950
V. 자기주식수	12,950	12,950
VI. 유통주식수 (IV-V)	59,946,000	59,946,000

동사는 2021년 3월말 기준 자기주식 12,950주, 시장가치 2.1억원(2021년 06월 04일 종가 16,650원 기준)을 보유하고 있음.

3.3 현금흐름현황

주요 현금흐름은 아래와 같음.

[현금흐름 현황]

	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
영업활동현금흐름	-8,772	-2,411	989	-2,106	3,405	-76	8,978
투자활동현금흐름	610	-13,257	-4,357	2,745	-6,712	-1,654	-3,605
재무활동현금흐름	28,706	7,612	1,021	500	8,891	-145	-178

영업활동 현금흐름은 2018년도에 원료의약품 매출액의 성장으로 영업이익이 흑자전환한 가운데 기타영업외손익인 연구개발중인 파이프라인에 대한 무형자산손상차손이 130억원으로 인해 당기순손실이 발생하였음, 이에 현금유출이 없는 비용가산으로 인해 2018년도 영업현금흐름은 흑자로 전환하였음. 2019년도에는 원료의약품의 매출액 또한 성장하였지만 기존의 매출채권과 재고자산이 늘어나며 따른 운전자본 변동으로 영업현금흐름은 적자로 전환하였음. 2020년도에는 원료의약품 매출액이 크게 성장한 가운데, 외화환산손실과 유형자산감가상각비의 비용가산과 재고자산이 감소에 따라 영업활동현금흐름이 큰 폭으로 흑자전환하였음.

투자활동 현금흐름은 지속 적자를 유지하던 중 2017년도에는 영업적자폭화대로 인해 유동금융자산을 현금화하며 투자현금흐름이 흑자로 전환하였음. 2018년도에는 금융자산과 유형자산을 확대시키며 큰 폭으로 적자로 전환하였고, 2019년도에는 투자규모가 감소하였다가, 2020년도 매출성장으로 영업흑자폭이 확대되어 유동금융자산을 다시 늘림에 따라 투자현금 적자 폭이 커졌음.

재무활동 현금흐름은 2014년도 전환사채 80억원 발행으로 자본금 증가, 2015년도 신주인수권부사채 행사로 인한 자본금 증가, 2018년도 주식매수선택권행사로 흑자를 유지하던 가운데 2019년도와 2020년도에는 리스부채를 감소시키며 재무현금흐름이 적자로 전환하였음.

4. 주요 리스크

동사는 검토 기준 현재 사실상 부채가 없고, 약 250억원의 현금과 약 70억원 규모의 담보를 잡지 않은 유형자산(토지+건물)을 보유한 회사이기에 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 인한 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

4.1 신규 경쟁사 진입 리스크

원료의약품인 뉴클레오시드 시장에 신규 경쟁사가 진입할 경우, 동사의 독과점적 시장 지위 (글로벌 시장 점유율 80%)가 훼손될 수 있으며, 이에 따라 글로벌 뉴클레오시드 시장 개화에 따른 동사의 매출액의 성장 속도가 기대 대비 둔화될 수 있음.

4.2 연구개발비용 비용 확대 리스크

동사는 연간 연구개발비로 약 50억원 (연간 매출액 대비 약 15% 수준)을 지출하고 있지만, 연구개발을 동시에 진행하는 파이프라인 확대할 경우, 연간 연구개발비용 지출이 확대될 수 있으며 이로 인하여 동사의 수익성이 감소할 수 있음.

5. 투자 결론

파미셀은 1) 본업기준 코로나19 RNA백신(모더나)와 RNA치료제로 인하여 원료의약품 뉴클레오시드(Nucleosides) 시장이 성장하는 가운데, 동사는 글로벌 뉴클레오시드 MS 80%를 영위하고 있어 매출 성장이 기대됨. 또한 글로벌 제약사들의 DNA 및 RNA 기반 치료제와 백신에 대한 지속적인 연구개발로 인해, 코로나19이후에도 동사의 매출액이 지속적으로 성장할 것으로 기대됨. 연구개발 중인 파이프라인 기준 Cellgram-LC 간경변 치료제에 대한 국내 식약처 임상 3상이 2021년 초부터 진행 중이며, 미국에서는 FDA 임상1상 진행과 글로벌 제약사와 논의중인 L/O으로 인해 파이프라인 재평가 가능.

2) 재무적기준: 재무적으로 건전한 회사로, 부채비율 22%에, 순현금상태로 필요시 차입여력이 높으며, 현금 250억원과 담보 설정되지 않은 유형자산 70억원을 보유하고 있어, 금번 전환사채에 대한 조기상환 청구 대응이 용이함.

이에 파미셀은 전환사채 투자에 적절함.