

2021.05.26

# 진원생명과학 (011000)

## NDR 후기.

### 메가트렌드(mRNA)에 올라탄 기업.

#### 경쟁사 가치는 4조원 이상이다.

동사는 미국에 cGMP급 Plasmid DNA 생산공장을 보유하고 있으며, 현재 대규모 신공장을 증설 중이다. 신공장은 240,000ft<sup>2</sup>(6,800평) 규모이며, 올해 4분기 완공되면 Plasmid DNA 공장으로는 세계 최대 규모가 된다. 현시점의 세계 최대 Plasmid DNA 공장은 미국 Aldevron이 건설중인 189,000ft<sup>2</sup> 규모의 신공장으로 알려져 있다. Aldevron은 '19년 신공장을 위한 투자를 받을 때, 무려 \$3.4bn(약4조원) 기업가치를 인정받은 바 있다. 심지어 '19년은 mRNA도 없던 시기다. 바이오엔텍/모더나의 mRNA가 글로벌 히트를 쳤고, 원재료인 Plasmid DNA 수요가 급증한 지금은 훨씬 더 큰 가치를 받을 것으로 추산된다. 동사의 공장은 Aldevron 대비해서 규모가 더 크며, 완공 시기는 약 6개월밖에 늦지 않다. 동사의 신공장 가치가 어느 정도인지 깊은 고민이 필요한 시점이다.

#### 동사는 mRNA 원액(DS) 생산기술도 보유하고 있다.

더 중요한 것은, 동사의 신공장에 mRNA 원액(DS) 생산 라인도 추가된다는 것이다. 동사는 지난 '18년 미국 매소디스트 병원연구소(Houston Methodist Research Institute)로부터 mRNA 원액 생산 공정을 독점 라이선스인 했다. 만약 지금 해당 특허를 사려면 어마어마한 자금이 필요했을 것으로 예상된다. mRNA 원액생산 공정은 미국의 바이오엔텍/모더나, 유럽의 큐어백 등 소수만이 보유하고 있으며, 그야말로 mRNA 생산의 핵심이라고 볼 수 있겠다. 동사는 이전 받은 mRNA 원액 생산 공정을 몇 년간 최적화해왔으며 스케일업까지 완료한 상황이다. 동사가 건설중인 신공장의 약 70%는 Plasmid DNA 생산시설이며, 30%는 mRNA 원액생산 시설이다. 즉, 동사는 mRNA의 원료와 원액을 둘 다 위탁생산한다. mRNA는 바이오 업계의 메가트렌드다. 코로나19 백신은 mRNA의 엄청난 가능성을 입증하는 계기가 되었고, 앞으로 글로벌 mRNA 임상은 크게 늘어날 것이다. 한국기업 중 mRNA 성장의 수혜를 가장 직관적으로 입는 기업은 동사가 될 것으로 보인다.

#### 오랜 경험이 시대적 트렌드와 정책수혜를 만났다.

동사는 Plasmid DNA 생산에 14년 이상의 업력을 보유하고 있고, 미국 내 수많은 고객사를 보유하고 있다. 그만큼 고객 충성도가 높으며, 글로벌 제약사에 납품했던 레퍼런스도 많다. 이 분야에 오랫동안 경험치를 쌓아온 동사가 시대적 트렌드를 만났고, 정책 수혜도 만났다. 앞으로 2~3년이 동사에게도 다시없을 기회다. 국내 몇몇 기업들도 유전자 공장을 보유했거나, mRNA 생산과정의 특정 부분 기술을 보유했다는 이유로 mRNA의 수혜주로 거론되고 있다. 그러나 실제로 글로벌에서 mRNA관련 비즈니스를 하는 데는 수많은 경험치가 필요하며, 계획으로만 되는 것은 아니다. 실제 유전자 치료제 CMO로 글로벌에서 의미 있는 비즈니스를 하고 있는 국내 기업은 동사뿐이다.

(억원,연결)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	314	272	343	412	415
영업이익	-140	-249	-113	-82	-185
영업이익률	-44.6%	-91.5%	-32.8%	-19.9%	-44.5%
순이익[지배]	-156	-237	-119	-76	-186
EPS(원)	-719	-1,066	-454	-286	-485
PER(배)	(12.3)	(4.5)	(7.8)	(7.7)	(44.4)
PBR	5.3	3.4	3.1	2.5	9.8
EV/EVITA	(14.0)	(5.0)	(8.7)	(24.6)	(63.6)
ROE(%)	-41.4%	-65.6%	-36.1%	-28.5%	-30.4%

자료: 진원생명과학, 한양증권

N.R

목표주가(12M) -

현재주가(2021.05.25) 22,150원

상승여력 -

#### Analyst 오병용

byoh@hygood.co.kr

#### RA 박민주

minju.park@hygood.co.kr

02-3770-5144

#### 주가지표

KOSPI(05/25)	3,171P
KOSDAQ(05/24)	962P
현재주가(05/25)	22,150원
시가총액	1,001십억원
총발행주식수	4,519만주
120일 평균거래대금	533억원
52주 최고주가	47,550원
52주 최저주가	8,220원
유동주식비율	90.6%
외국인지분율(%)	12.45%
주요주주	박영근 외 7인 (9.0%)

#### 상대주가차트



---

## NDR 주요 Q&A

당사는 5/24~25일간 국내 주요 기관투자자를 대상으로 NDR을 진행하였다. 주요 Q&A는 다음과 같다.

### Q1. Plasmid DNA 생산의 진입장벽과 우리의 차별점은?

A1. 진입장벽은 고순도, 고농도, 고수율의 생산을 하기가 어렵다는 점이다. 우리는 특허받은 에어믹스(AirMix)라는 차별화된 기술을 가지고 있다. 타사의 경우 플라스미드를 대장균 안에 주입한 후 물리적인 충격을 통해 대장균에서 플라스미드를 꺼내는 방법을 쓴다. 물리적인 충격을 주면 때문에 플라스미드 이외의 다른 물질도 같이 나오게 되어 순도가 떨어진다. 이 때문에 정제 단계가 들어가게 되고, 그러면 다시 농도가 떨어지는 결과가 발생한다. 우리는 공기(Air), 즉 버블을 이용하여 플라스미드를 꺼내기 때문에 플라스미드만 추출할 수 있어 고순도, 고농도의 플라스미드를 생산할 수 있다.

### Q2. 플라스미드 DNA 생산 업체 중 경쟁사는 누가 있는가?

A2. Aldevron, Cobra Biologics가 대표적이다. Aldevron을 주요 경쟁사로 보고 있고, Aldevron은 Plasmid DNA CMO 사업만 영위하고 있다.

### Q3. 공장 증설 완료 후 구체적인 매출 시기는 어떻게 되나? 또 매출 예상액이 우리보다 Aldevron 이 훨씬 높은데, Aldevron의 판매 단가가 더 높은가?

A3. 내년 상반기에 공장 시험가동을 할 예정이다. 본격적인 매출은 내년 하반기로 예상된다. 예상 매출액 달성은 보수적으로 봐서 내후년 정도로 예상하고 있다. 5,000억이라는 예상 매출액 또한 매우 보수적으로 잡아서 나온 숫자이다. 경쟁사인 Aldevron은 올해 여름 신공장이 완공되고 시가동을 하게 되는데, 면적과 용량이 우리보다 작은데도 불구하고 연 매출을 1조 1,600억 원으로 예상하고 있다. 우리가 예상한 5,000억원이라는 금액 자체가 보수적인 금액이라는 것이 설명이 된다. 단가 차이라기 보다는 우리가 보수적으로 추정한 것이다. 또한 mRNA 관련 매출 예상치를 추가하지 않았다. 예측할 당시 mRNA는 지금과 같은 분위기가 아니었다. '19년 당시 예측한 숫자이다. 굳이 추가하지는 않았다. 지금은 mRNA 관련 수요가 증가했으니 클라이언트들의 요청이 더 많을 것이라고 예상은 하고 있다.

### Q4. VGXI는 상장 계획이 없는지?

A4. 구체화된 부분은 없지만 3년 이내로 생각하고 있다. 정부 계획에 따라 앞당겨질 수도 있지 않을까 생각한다.

**Q5. 임상 중인 'GLS-1200'이 상용화된다면, 면역 제어 효과는 코로나19만 대상이 되는 것인가?**

A5. 그렇지 않다. 호흡기 감염증은 매커니즘이 동일하기 때문에 앞으로 생길 수 있는 신종 호흡기 바이러스 감염증에서도 적용이 가능할 것이다. 예를 들면 메르스도, 사스도 된다. 따라서 이 제품에 대한 가치는 코로나19로만 판단되지는 않을 것이고, L/O을 할 때 그만큼 높은 가격으로 할 수 있을 것으로 생각된다. 임상이 조금 지연되고 있는 것은 환자 모집이 어렵기 때문이나, 올해 안에 충분히 마무리될 것으로 보고 있다.

**Q6. 코로나19 백신은 언제쯤 임상 결과가 나올 예정인가?**

A6. 현재 1상 접종이 끝나 마무리 단계에 있다. 약 한달정도 분석을 해야 하는데 질병청에서 함께 평가가 이루어지므로 보다 객관적으로 평가될 것이라는 기대가 있다. 7월쯤 1상 결과가 나올 것이며, 그 이후 2상이 진행될 것이다. 이후 일정은 1상 결과에 따라 앞당겨질 가능성도 있지만 확정된 바는 없다. 타사보다 임상 과정이 늦어지는 이유는 접종 간격을 늘렸기 때문이다. 타사는 한 번 접종 후 한 달 정도의 간격을 가지고 접종하는 경우가 통상적이거나 우리는 간격을 두 달, 석 달을 두고 진행한다.

**Q7. 최근 기사에서 mRNA 컨소시엄이 보도됐는데, 우리는 컨소시엄에서 어떤 역할을 하게 되는가?**

A7. mRNA 백신 주권 확보 때문에 정부에서 컨소시엄을 진행하려고 하고, 언급되는 회사들마다 각각의 특징이 있다. 한 회사가 mRNA 백신을 생산하는 모든 기술을 다 가지고 있지 않기 때문에 각각의 회사를 모아서 mRNA 생산기술을 확립하려는 취지이다. 진원생명과학, 에스티팜, 한미사이언스가 주축이 될 것이라고 보고 있고, 추가적으로 회사를 모을 가능성도 있다. 우리는 플라스미드를 공급하는 역할을 하지 않을까 생각되고, 필요하다면 mRNA 원액 생산 공정을 제공할 생각도 있다. 아직 확정된 바는 없다.

**Q8. 유상증자 이슈가 있었는데, 앞으로도 자금조달을 위해 유상증자 계획이 있는지?**

A8. 증자를 받아서 공장을 지었는데, 우리는 땅만 산 게 아니라 공장이라는 실체가 있으니 가치평가가 된다. 지금은 회사 가치가 높아졌다고 생각하고 있고, 이 단계에서는 여러가지 자금 확보 방법이 있다고 본다. 투자하려는 사람은 너무 많다. 가치가 높아진 상태에서 할 수 있는 방법은 많으니 추후 적절히 평가해서 자금조달을 할 것이다. 유상증자는 했기 때문에 시장에서 자금을 조달하기 보다는 자체적으로 조달하려고 계획 중에 있다.

**[도표 1] VGXI 신규 생산시설 건설 및 매출 계획**

	기존시설	1 단계 구축	2 단계 구축
예상시기	2019 년 말	2021 년 말	2024 년 말
시설면적	29,000ft <sup>2</sup>	240,000ft <sup>2</sup>	540,000ft <sup>2</sup>
생산능력 증가율	1(기준)	~20 배	~40 배
예상 연매출 목표	292 억원(실제 연매출)	5,000 억원(2022 년 이후)	1 조원(2025 년 이후)

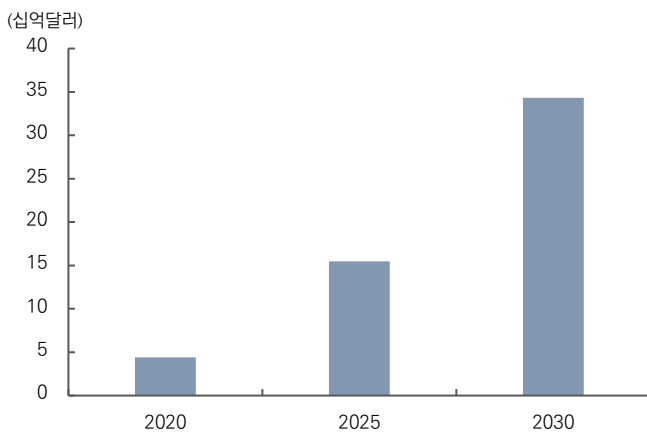
출처: 진원생명과학, 한양증권 리서치센터

**[도표 2] 유전자 치료제 생산에서 Plasmid DNA 의 역할**

유전자 치료제 종류	제품 생산시 Plasmid 의 역할	사례
AAV 전달체 유전자 치료제	AAV 바이러스 생산시 Plasmid DNA 가 공정 원료물질	Zolgensma(노바티스)
CAR-T 유전자 치료제	렌티바이러스 생산시 Plasmid DNA 가 공정 원료물질	Kymriah(노바티스)
유전자 가위 치료제	AAV 바이러스 생산시 Plasmid DNA 가 공정 원료물질	Crisper-Cas9 제품(Sangamo, 툴젠 등)
Plasmid DNA 유전자 치료제	의약품 자체 주성분	DNA 백신 제품(제넥신), DNA 치료제(헬릭스미스 등)
mRNA 유전자 치료제	mRNA 의 IVT 공정의 원료물질	mRNA 백신 제품(Moderna, CureVac, BioNTech 등)

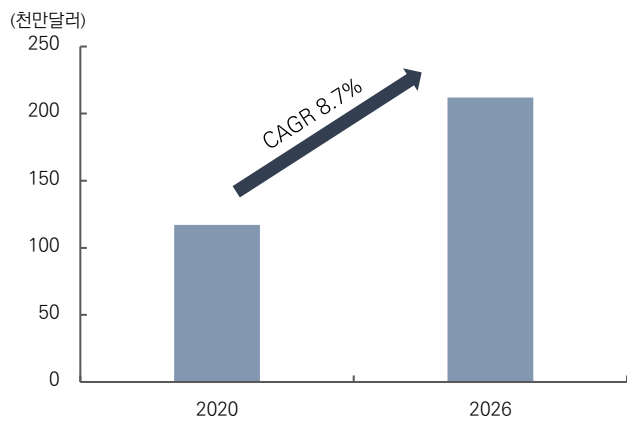
출처: 진원생명과학, 한양증권 리서치센터

**[도표 3] 글로벌 세포&유전자 치료제 시장 규모**



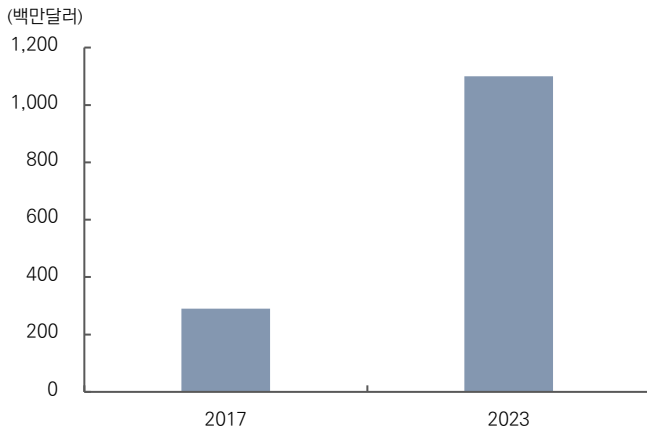
출처: The Business Research Company, 한양증권 리서치센터

**[도표 4] 글로벌 mRNA 치료제 및 백신 시장 규모**



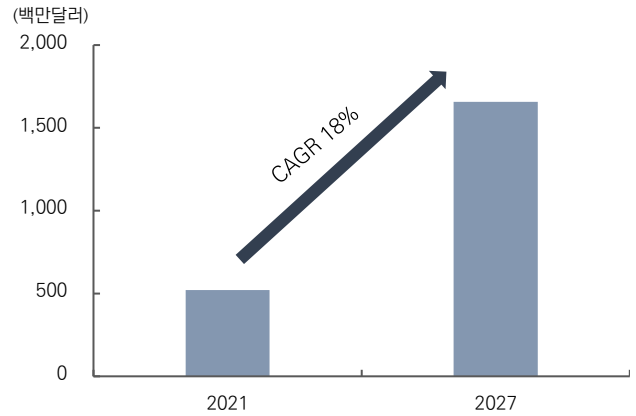
출처: 미국 경제종합미디어 마켓워치, 한양증권 리서치센터

**[도표 5] Plasmid DNA 생산 시장 규모**



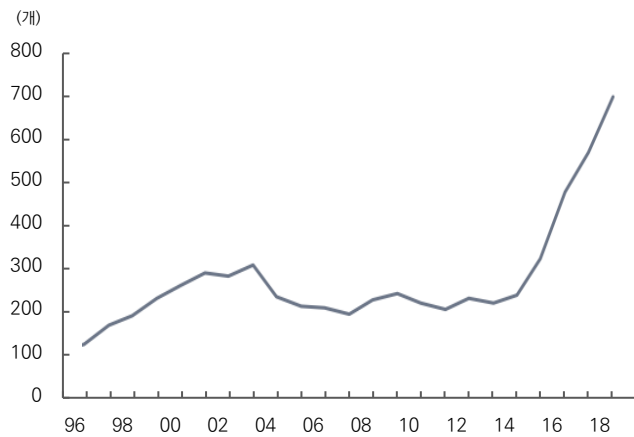
출처: The Business Research Company, 한양증권 리서치센터

**[도표 6] 글로벌 바이러스벡터&Plasmid DNA 제조시장 규모**



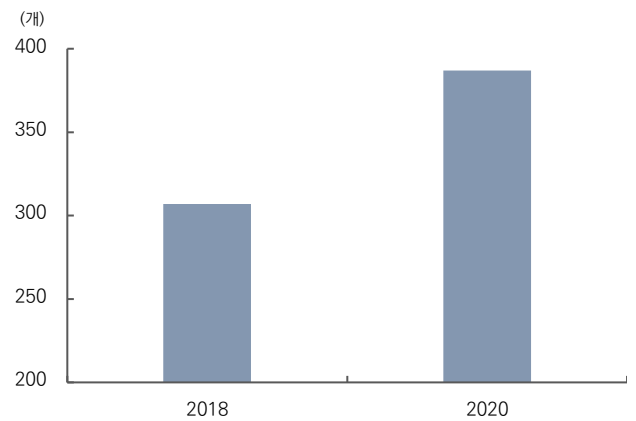
출처: Industry Research, 한양증권 리서치센터

**[도표 7] 글로벌 유전자 치료제 파이프라인 수(전임상~)**



출처: Pharmaprojects, 한양증권 리서치센터

**[도표 8] 미국 세포&유전자 치료제 파이프라인(1상~)**



출처: 미국제약협회(PhRMA), 한양증권 리서치센터

## 요약 재무제표

(단위: 억원)

Income statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Balance sheet	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	314	272	343	412	415	유동자산	529	347	382	366	1,088
매출원가	233	215	236	284	301	재고자산	70	69	78	87	83
매출총이익	81	57	107	129	114	단기금융자산	176	103	143	7	287
매출총이익률(%)	25.8%	20.8%	31.2%	31.3%	27.5%	매출채권및기타채권	70	46	69	94	78
판매비와관리비등	221	305	220	211	299	현금및현금성자산	208	120	84	169	624
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	128	110	111	146	278
영업이익	-140	-249	-113	-82	-185	유형자산	43	34	61	100	224
영업이익률(%)	-44.6%	-91.5%	-32.8%	-19.9%	-44.5%	무형자산	42	40	5	6	7
조정영업이익	-140	-249	-113	-82	-185	투자자산	9	5	9	8	11
EBITDA	-124	-207	-94	-20	-141	자산총계	657	456	493	512	1,366
EBITDA 마진율(%)	-39.4%	-76.0%	-27.4%	-4.9%	-34.1%	유동부채	287	86	188	227	367
조정 EBITDA	-129	-238	-100	-48	-144	단기차입금	14	12	12	12	2
순금융손익	-9	-15	-11	-17	-1	매입채무및기타채무	28	31	28	33	82
이자손익	-9	-15	-11	-17	-1	비유동부채	11	5	11	44	14
외화관련손익	0	0	0	0	0	사채	0	0	0	0	0
기타영업외손익	5	31	6	28	3	장기차입금	0	0	0	0	0
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	부채총계	298	91	199	271	381
법인세차감전계속사업손익	-144	-233	-117	-71	-182	지배주주지분	359	365	294	241	985
당기순이익	-156	-237	-119	-76	-186	자본금	162	212	212	219	448
당기순이익률(%)	-49.7%	-87.3%	-34.7%	-18.5%	-44.9%	자본및이익잉여금	113	-8	-103	-170	358
지배지분손이익	-156	-237	-119	-76	-186	기타자본	93	186	206	208	203
비지배지분손이익	0	0	0	0	0	비지배지분	0	0	0	0	0
총포괄이익	-156	-256	-120	-82	-200	자본총계	359	365	294	241	985

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Valuation Indicator	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	-124	-40	-73	-13	-159	Per Share (원)					
당기순이익	-156	-237	-119	-76	-186	EPS(당기순이익 기준)	-719	-1,066	-454	-286	-485
현금유출이없는비용및수익	91	135	96	66	49	EPS(지배순이익 기준)	-719	-1,066	-454	-286	-485
유형자산감가상각비	9	9	11	23	39	BPS(자본총계 기준)	1,649	1,396	1,123	887	2,200
무형자산상각비	2	2	2	11	1	BPS(지배지분 기준)	1,662	1,405	1,131	893	2,209
기타	80	124	83	32	8	DPS(보통주)	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	-59	64	-50	-2	-23	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	-2	21	-34	-18	16	PER(당기순이익 기준)	-12.3	-4.5	-7.8	-7.7	-44.4
재고자산의감소	3	1	-9	-9	4	PER(지배순이익 기준)	-12.3	-4.5	-7.8	-7.7	-44.4
매입채무및기타채무의증가	8	6	-7	7	47	PBR(자본총계 기준)	5.4	3.5	3.2	2.5	9.8
기타	-69	35	1	18	-91	PBR(지배지분 기준)	5.3	3.4	3.1	2.5	9.8
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	-1	1	0	2	EV/EBITDA (발표 기준)	-14.0	-5.0	-8.7	-24.6	-63.6
투자활동으로인한현금흐름	-22	-4	-80	105	-443	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)	-1	3	-4	1	-3	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	0	0	0	매출액증가율	10.6%	-13.4%	26.2%	20.3%	0.6%
유형자산의 증가(CAPEX)	-21	-4	-35	-28	-162	영업이익증가율	285.8%	77.7%	-54.7%	-27.1%	124.9%
무형자산의 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2	EPS(당기순이익 기준) 증가율	-1197.7%	-48.2%	57.4%	37.1%	-69.7%
단기금융자산의감소(증가)	-60	72	-40	136	-280	EPS(지배기준) 증가율	-1197.7%	-48.2%	57.4%	37.1%	-69.7%
기타	61	-75	0	-3	4	EBITDA(발표기준) 증가율	-1164.0%	-67.2%	54.6%	78.5%	-601.2%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	252	-40	116	-7	1,062	ROE(당기순이익 기준)	-41.4%	-65.6%	-36.1%	-28.5%	-30.4%
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROE(지배순이익 기준)	-41.4%	-65.6%	-36.1%	-28.5%	-30.4%
사채의증가(감소)	246	-255	117	-24	140	ROIC	-81.7%	-168.1%	-79.0%	-46.0%	-75.9%
자본의 증가(감소)	0	215	0	29	927	ROA	-27.5%	-42.6%	-25.1%	-15.2%	-19.9%
기타	6	0	0	-12	-5	배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	0	0	0	부채비율	83.1%	24.9%	67.6%	112.6%	38.6%
현금의 증가	111	-87	-36	85	455	순차입금비용(자본총계 대비)	-45.3%	-57.2%	-35.0%	-13.1%	-67.0%
기초현금	97	208	120	84	169	이자보상비율	-11.3%	-13.5%	-8.1%	-4.2%	-29.4%
기말현금	208	120	84	169	624						

자료 : 진원생명과학, 한양증권





---

## 한양증권 점포현황

[www.hygood.co.kr](http://www.hygood.co.kr)

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.

---