

# 강스템바이오텍 (217730) | 제약/바이오 Analyst 오병용 02) 709-2621 byoh@taurus.co.kr

## 급격히 성장하는 아토피 시장의 주요 플레이어가 될 것.

2019년 03월 26일

투자의견 N.R (유지)

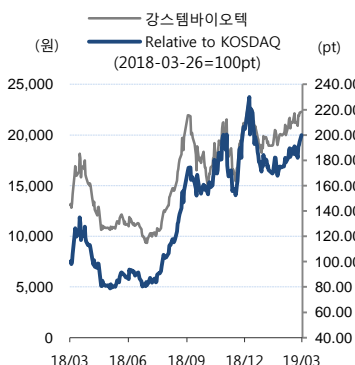
목표주가 -  
 현재주가 (3월 25일) 22,300원  
 Upside -

KOSDAQ	727.2pt
시가총액(보통주)	464십억원
발행주식수	20,825천주
액면가	500원
자본금	10십억원
60일 평균거래량	583천주
60일 평균거래대금	12,183백만원
외국인 지분율	1.6%
52주 최고가	24,400원
52주 최저가	9,250원
주요 대주주	
강경선의 13인	17.3%
(주)루트로닉	8.4%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	10.7	13.8
3M	5.2	-3.4
6M	12.6	24.8

### 주가차트



### 크게 성장하는 중증도 아토피 시장과 동사의 경쟁력

- 최근 중증도 아토피 시장은 새로운 항체신약들이 장악해 나가고 있으며, 이와 맞물려 시장 규모도 급격하게 커지고 있다. 강스템바이오텍의 1차 타깃은 항체신약이 듣지 않는(불응성) 환자가 될 것이다. 항체신약은 그 특성상 초기 불응성이나 내성 환자가 존재할 수밖에 없다. 실제 동사의 줄기세포 아토피 치료제(Furestem-AD)는 기존 치료제(항체신약 포함)가 듣지 않는 환자를 대상으로 임상을 진행하고 있다. 약 30만명의 국내 중증도 아토피 환자 중 동사가 10%만 점유 하더라도 천억단위 매출을 기대할 수 있다.
- 항체신약 대비 동사 치료제의 특징점은 1)가격경쟁력과 2)부작용이다. 항체 신약은 보통 2주에 1번 주사하며 꾸준히 투약 시 연간 약 2,700만원이 필요하다. 반면 동사는 단회 주사이며, 가격은 1천만원 미만이 될 것으로 추정된다. 또한 항체신약은 감염증 부작용이 항상 문제가 되나, 동사의 치료제는 줄기세포의 특성상 부작용에서 자유롭다. 실제 항체신약들이 결막염과 같은 부작용이 보고되는 반면, Furestem-AD의 경우 임상 1,2상에서 면역 부작용이 보고되지 않았다. 게다가 Furestem-AD의 경우 단회 투여로 3년이나 효과가 지속되는 것이 입증된바 있다. 줄기세포 치료제의 각종 장점을 기반으로 동사는 성장하는 아토피 시장의 주요 플레이어 중 하나가 될 것으로 판단한다.

### 아토피 임상 3상 추적관찰 중.. 올해 9월~10월 결과발표 예정..

- 동사의 아토피치료제(Furestem-AD)의 임상 3상은 올해 1월 194명 환자투여가 모두 완료되었다. 현재 투약 환자에 대한 추적관찰을 진행 중이며 이는 올해 5월 종료된다. 이후 자료정리를 거쳐 3~4분기 중 최종 결과가 발표될 예정이다. 다른 변수가 없다면 '20년 말~'21년이면 시판이 가능하다. 추가적으로 유럽 임상 2상을 준비 중이며 상반기 중 시작할 예정이다.
- 단기 추가상승 모멘텀으로 유럽 임상 2상 개시가 있겠으며, 더 큰 모멘텀은 3~4분기에 나올 임상 3상 결과 발표다. 임상 3상 결과가 1/2a상 결과와 유사하다면 동사 치료제들에 대한 큰 폭의 가치증가가 예상된다.

### 동사도 첨생법 수혜주다.

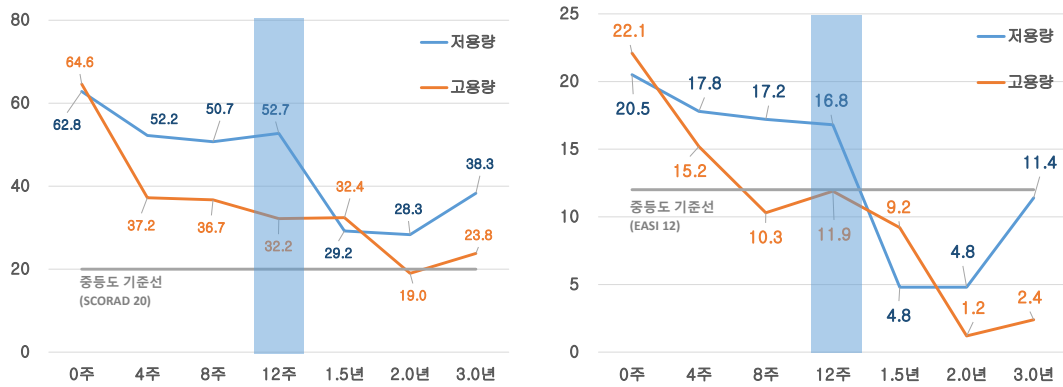
- 첨단재생의료법이 3월 25일 열린 국회 보건복지위원회 법안 심사 소위원회를 통과하였다. 세포치료제의 조건부 허가 범위가 넓어지는 효과가 있다. 세포치료제 기업들에 대한 투자심리 개선 효과는 분명 있을 것으로 판단된다. 동사 또한 국내 대표적인 세포치료제 개발 기업 중 하나로서 당연히 수혜를 볼 전망이다.

### Financial Data

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018P
매출액		1.5	0.8	9.1	9.2
영업이익		-5.1	-9.1	-11.7	-11.7
영업이익률(%)		-345.2	-1,081.8	-128.5	-127.6
세전이익		-5.8	-10.9	-14.5	-14.1
지배주주지분순이익		-5.8	-8.3	-15.4	-13.6
EPS(원)		-394	-561	-1,007	-656
증감률(%)		적전	적지	적지	적지
ROE(%)		-	-37.5	-66.4	-38.4
PER (배)		-26.2	-39.8	-22.2	-34.0
PBR (배)		7.1	14.6	16.3	9.7
EV/EBITDA (배)		-30.1	-54.3	-43.5	-42.4

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

**그림 1** 아토피치료제(FURESTEM-AD)의 1/2a상 3개년 추적관찰 결과. (좌 SCORAD, 우 EASI)



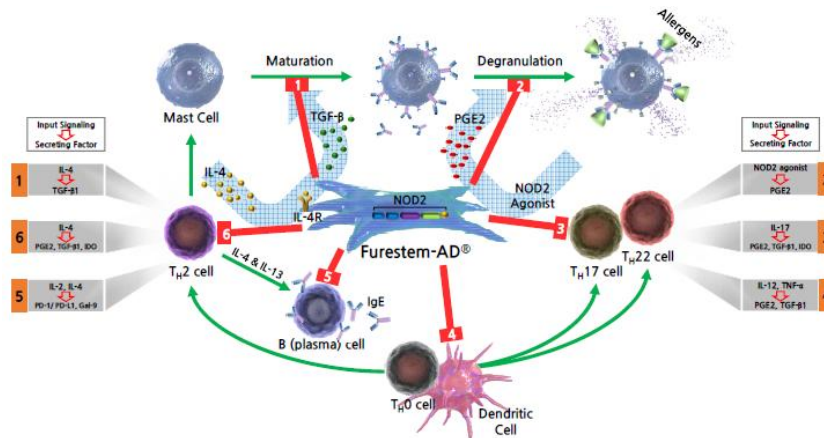
자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

**그림 2** 아토피 임상 2a 상 결과

구분	세포수	환자수	EASI-50 감소율(평균)
고용량군	50,000,000 개 ( $5.0 \times 10^7$ cells)	12 명	55%
저용량군	25,000,000 개 ( $2.5 \times 10^7$ cells)	14 명	36%

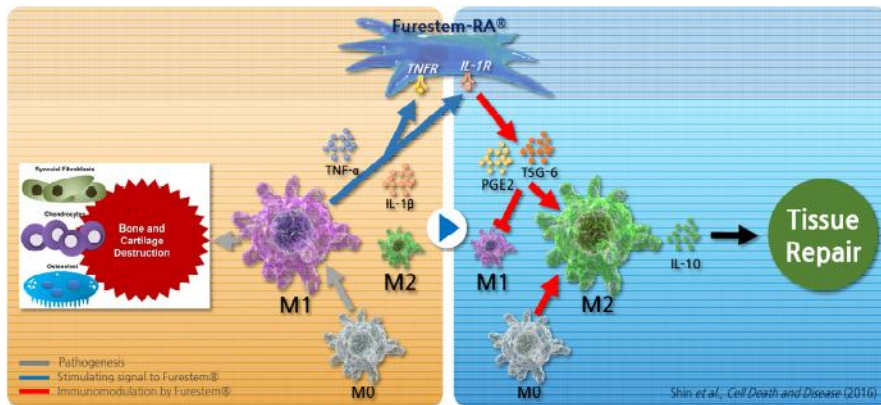
자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

**그림 3** 아토피치료제(FURESTEM-AD)의 작용기전



자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림3 류마티스관절염치료제(FURESTEM-RA)의 작용기전



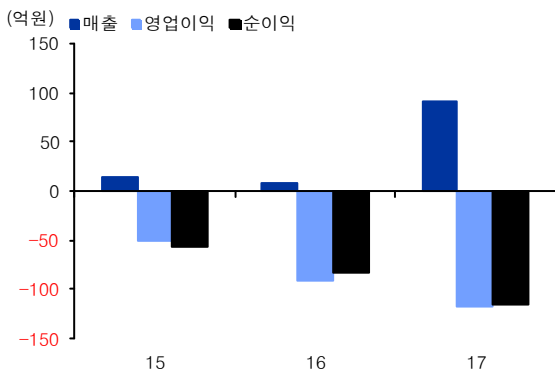
자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 동사의 R&D 파이프라인

구분	제품명	대상질환	국가	기초연구	비임상	임상			비고
						1상	2상	3상	
Sponsor Initiated Trials	Furestem-AD®	아토피 피부염	한국	→	→	→	→	→	임상 3상 진행 중
	Furestem-AD®	아토피 피부염	유럽	→	→	→	→	→	유럽 EMA 2상 CTA 신청 준비
	Furestem-RA®	류마티스 관절염	한국	→	→	→	→	→	1상(단회투여) 완료
	Furestem-RA®	류마티스 관절염	한국	→	→	→	→	→	1/2a상(반복투여) 진행 중
	Furestem-CD®	크론병	한국	→	→	→	→	→	1/2a상 진행 중
Next Generation	Furestem-CD®	건선	한국	→	→	→	→	→	1상 진행 중
	Furestem-OA®	퇴행성 관절염	한국	→	→	→	→	→	Heraeus Medical
Next Generation	dcNSCs	치매 알츠하이머	한국	→	→	→	→	→	
	dcHSCs	AIDS	한국	→	→	→	→	→	

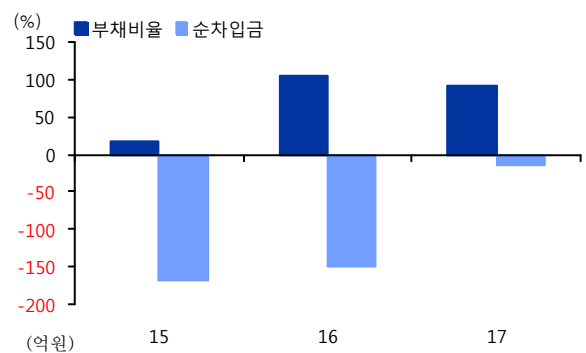
자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 매출, 영업이익, 순이익 추이



자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림6 부채비율, 순차입금 추이



자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018P
<b>유동자산</b>		18.9	38.0	25.2	47.7
현금및현금성자산		6.3	1.9	3.9	3.2
매출채권 및 기타채권		0.4	0.5	0.7	2.6
재고자산		0.3	0.6	1.7	1.9
기타유동자산		11.9	35.0	18.9	40.0
<b>비유동자산</b>		6.1	9.5	20.7	22.0
관계기업투자등		0.0	0.0	0.9	0.6
유형자산		3.0	4.0	13.6	15.1
무형자산		0.9	1.0	4.2	5.1
<b>자산총계</b>		25.0	47.4	45.9	69.7
<b>유동부채</b>		3.0	3.2	6.4	17.7
매입채무 및 기타채무		0.9	1.3	2.1	3.4
단기금융부채		0.3	0.3	1.9	13.0
기타유동부채		1.8	1.6	2.3	1.3
<b>비유동부채</b>		0.8	21.2	16.1	5.6
장기금융부채		0.8	21.2	15.6	4.4
기타비유동부채		0.0	0.0	0.5	1.1
<b>부채총계</b>		3.7	24.5	22.5	23.2
<b>지배주주지분</b>		21.2	23.0	23.5	47.7
<b>자본금</b>		6.9	7.1	8.1	10.4
<b>자본잉여금</b>		29.9	39.6	53.1	88.7
<b>이익잉여금</b>		-16.1	-24.4	-38.7	-52.4
<b>비지배주주지분(연결)</b>		0.0	0.0	-0.1	-0.1
<b>자본총계</b>		21.2	23.0	23.4	47.6

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018P
<b>매출액</b>		1.5	0.8	9.1	9.2
매출원가		0.3	0.1	5.9	8.0
<b>매출총이익</b>		1.2	0.8	3.3	1.2
판매비 및 관리비		6.4	9.9	15.0	12.9
<b>영업이익</b>		-5.1	-9.1	-11.7	-11.7
(EBITDA)		-4.4	-8.3	-10.6	-10.5
금융손익		-0.8	-0.2	-1.5	-0.8
이자비용		0.9	0.5	1.7	0.9
관계기업등 투자손익		0.0	0.0	-0.1	-0.6
기타영업외손익		0.2	-1.6	-1.1	-1.0
<b>세전계속사업이익</b>		-5.8	-10.9	-14.5	-14.1
계속사업법인세비용		0.0	-2.6	1.2	0.2
계속사업이익		-5.8	-8.3	-15.6	-14.3
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		-5.8	-8.3	-15.6	-14.3
지배주주		-5.8	-8.3	-15.4	-13.6
<b>총포괄이익</b>		-5.8	-8.3	-15.6	-14.3
매출총이익률 (%)		83.0	93.2	35.7	12.8
영업이익률 (%)		-345.2	-1,081.8	-128.5	-127.6
EBITDA 마진률 (%)		-299.0	-982.3	-116.5	-114.1
당기순이익률 (%)		-387.6	-984.9	-171.0	-156.0
ROA (%)		-	-22.9	-33.0	-23.6
ROE (%)		-	-37.5	-66.4	-38.4
ROIC (%)		-	-105.8	-55.5	-35.9

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

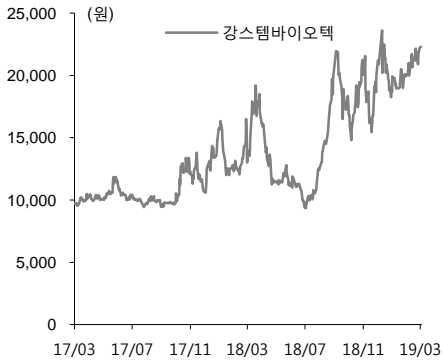
Cashflow Statement					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018P
<b>영업활동 현금흐름</b>		-4.1	-7.9	-10.6	-11.5
당기순이익(손실)		-5.8	-8.3	-15.6	-14.3
비현금수익비용가감		1.3	0.1	5.3	4.3
유형자산감가상각비		0.5	0.6	0.8	0.9
무형자산상각비		0.2	0.2	0.3	0.4
기타현금수익비용		0.0	-0.1	0.1	3.1
영업활동 자산부채변동		0.3	0.0	-0.4	-1.5
매출채권 감소(증가)		-0.3	0.1	0.1	-1.6
재고자산 감소(증가)		-0.1	-0.2	-1.2	-0.3
매입채무 증가(감소)		-0.2	0.2	1.0	0.5
기타자산, 부채변동		0.9	0.0	-0.3	-0.2
<b>투자활동 현금</b>		-11.9	-26.9	6.5	-25.8
유형자산처분(취득)		-0.7	-1.4	-8.1	-1.6
무형자산 감소(증가)		-0.3	-0.3	-0.5	-1.8
투자자산 감소(증가)		-10.8	-22.0	18.3	-21.9
기타투자활동		-0.1	-3.3	-3.3	-0.5
<b>재무활동 현금</b>		21.6	30.5	6.2	36.6
차입금의 증가(감소)		9.9	30.1	3.3	0.0
자본의 증가(감소)		11.8	0.0	2.2	36.1
배당금의 지급		0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		-0.2	0.5	0.6	0.5
<b>현금의 증가</b>		5.6	-4.3	2.0	-0.7
기초현금		0.6	6.3	1.9	3.9
기말현금		6.3	1.9	3.9	3.2
NOPLAT		-3.7	-6.6	-8.5	-8.5
FCF		-16.0	-35.1	-4.3	-37.3

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018P
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E		-26.2	-39.8	-22.2	-34.0
P/B		7.1	14.6	16.3	9.7
P/S		101.4	391.6	37.4	50.6
EV/EBITDA		-30.1	-54.3	-43.5	-42.4
P/CF		-	-	-	-
배당수익률 (%)		-	-	-	-
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		-	-43.2	983.6	0.4
영업이익		-	적지	적지	적지
세전이익		-	적지	적지	적지
당기순이익		-	적지	적지	적지
EPS		적전	적지	적지	적지
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율		17.6	106.5	96.2	48.9
유동비율		637.2	1,175.1	396.4	269.7
순차입금/자기자본(x)		-79.2	-64.9	-6.6	-44.7
영업이익/금융비용(x)		-540.7	-1,889.4	-671.0	-1,231.1
총차입금 (십억원)		1.1	21.5	17.5	17.4
순차입금 (십억원)		-16.8	-14.9	-1.5	-21.3
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		-394	-561	-1,007	-656
BPS		1,453	1,528	1,365	2,290
SPS		102	57	596	440
CFPS		-	-	-	-
DPS		-	-	-	-

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

강스템바이오텍 (217730) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018. 06. 27.	N.R	-	-	-	-
2018. 10. 11.	N.R	-	-	-	-
2018. 11. 21.	N.R	-	-	-	-
2019. 03. 26	N.R	-	-	-	-

투자의견 (향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

기업	투자의견	비율 (%)	
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	12.1
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	85.4
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.5
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2019. 01. 01.

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오병용)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.