

# 강스템바이오텍 (217730)

Analyst 오병용 02) 709-2621 byoh@taurus.co.kr

## 드디어 제대로 된 줄기세포 치료제가 나온다

2018년 06월 27일

### 투자의견 N.R (Initiate)

목표주가	-
현재주가 (6월 26일)	11,000원
Upside	-

KOSDAQ	831.4pt
시가총액(보통주)	183십억원
발행주식수	20,795천주
액면가	500원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	502천주
60일 평균거래대금	7,639백만원
외국인 지분율	0.9%
52주 최고가	19,550원
52주 최저가	9,260원
주요 대주주	
강경선외 13인	20.5%
(주)루트로닉	8.4%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	1.6	5.9
3M	-16.0	-13.4
6M	9.8	0.7

### 주가차트



### 기업소개 - 가장 내실 있는 줄기세포 기업

- 강스템바이오텍은 '2010년 설립되어 2015년 코스닥에 상장한 줄기세포치료제 전문기업이다. 현재 제대혈 줄기세포를 활용하여 아토피 치료제(FURESTEM-AD)와 류마티스관절염 치료제(FURESTEM-RA)를 개발하고 있다. 2017년 기준 매출 비중은 줄기세포배양액 57.9%, CRO용역 41.2%, 기타 0.9%로 구성되어 있다.
- 한국을 제외한 전 세계에 제대혈 줄기세포로 상업임상을 하는 회사가 없을 만큼, 제대혈을 분리·배양하는 기술은 진입장벽이 크다고 알려져 있다. 동사는 독자적이면서도 타사대비 우수한 제대혈 줄기세포 분리 및 배양 기술을 갖추고 있으며, 이는 동사 경쟁력의 원천이 되고 있다. 또한 동사는 상업성이 우수한 동종유래(다른 사람 세포를 대량배양 후 공급) 기반의 치료제를 만들고 있는 매우 드문 회사 중 하나이다.

### 가장 실현 가능하고 상업성이 큰 줄기세포 치료제를 만들고 있다

- 동사가 다른 줄기세포 회사 대비 특별히 우수한 점은, 줄기세포 치료제의 작용기전을 완벽하게 규명했다는 것이다. 즉 '몸에 줄기세포를 넣었더니 효과가 생기더라'하는 경험에 의존한 치료제와는 다르다. 몸 속에서 줄기세포가 아토피와 류마티스관절염의 근본 원인을 제거하는 기전을 밝혀내어 글로벌 저널에 논문을 게재하고 있다.
- 예컨대 아토피의 근본 원인은 IL-4과다 발현으로 인한 비만세포의 탈 과립 현상이다. 동사의 줄기세포 치료제는 몸 안에서 IL-4가 과다하다는 것을 인지하고, TGF- $\beta$ 를 분비한다. 또한 제대혈 줄기세포에 많은 NOD2 수용체가 PGE2를 발현시켜 비만세포의 탈과립을 억제한다.
- 현재까지 완전한 아토피 치료제는 없다. 최근 가장 각광받는 아토피 치료제인 사노피의 '듀픽센트'는 IL-4를 직접 차단하는 항체 신약이다. 그러나 다른 항체 신약들과 마찬가지로 타겟(IL-4)을 차단하면 IL-4가 하던 좋은 역할까지 차단되기 때문에 부작용이 생길 수 밖에 없는 한계점이 있다. 반면 동사의 줄기세포 치료제는 몸 속에서 스스로 IL-4의 과다/과소 발현을 인지하고 면역계의 항상성을 유지해 준다. 어찌 보면 줄기세포치료제만이 미래에 완전한 아토피 치료제가 될 수도 있다.

### Financial Data

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액			1.5	0.8	9.1
영업이익			-5.1	-9.1	-11.7
영업이익률(%)			-345.2	-1,081.8	-128.5
세전이익			-5.8	-10.9	-10.1
지배주주지분순이익			-5.8	-8.3	-11.3
EPS(원)			-394	-561	-740
증감률(%)			적전	적지	적지
ROE(%)			-	-37.5	-47.7
PER (배)			-27.9	-19.6	-14.9
PBR (배)			7.6	7.2	7.7
EV/EBITDA (배)			-37.3	-20.2	-17.0

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 아토피 치료제(FURESTEM-AD) – 상업적으로 가장 성공 가능한 줄기세포 치료제

- 아토피 치료제의 경우 국내 임상 3상을 진행 중이며, 내년에 유럽 임상 2a상을 계획하고 있다. 국내 임상 3상은 194명을 모집 할 예정이며 올해까지 투약을 끝낸다는 계획이다. 내년에 승인 절차에 들어가 2020년 상반기에 품목허가를 목표로 하고 있다.
- 한국에 아토피 환자는 약 500만명으로 추정되며, 병원에 방문하는 환자는 연간 100만명 수준이다. 그 중 동사의 타깃인 성인 중증도 환자는 30만명 수준이며, 그 중 10% 동사의 치료제를 맞는다고 가정하면 국내에서만 약 1,500억원의 매출을 예상해 볼 수 있다. 임상 3상 결과가 매우 기대된다.

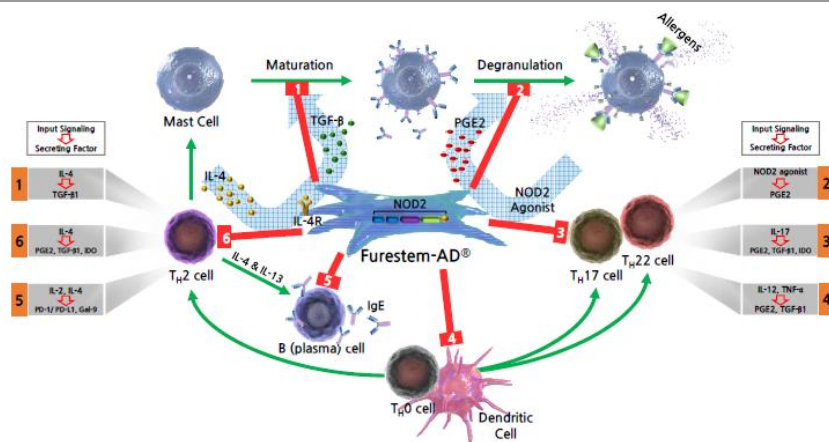
### 류마티스관절염 치료제(FURESTEM-RA) – 상당한 잠재력을 갖춘

- 류마티스관절염 치료제는 임상 1상을 끝냈으나, 기존 단회 투여에서 반복 투여로 전략을 수정하여 올해 33명을 대상으로 국내 임상 1/2a상을 진행할 예정이다. 내년 말쯤 데이터를 확립할 계획에 있다.
- 류마티스관절염을 일으키는 물질은  $TNF-\alpha$ 와  $IL-1\beta$ 로 알려져 있다. 동사의 줄기세포치료제는 몸 안에서  $TNF-\alpha$ 가 과다하다고 스스로 판단하면 반대 물질인 PGE2와 TSG-6를 발현한다. 휴미라, 레미케이드와 같은 블록버스터 약들도  $TNF-\alpha$  억제하는 항체 신약이다. 동사의 줄기세포는 가장 안전하고 자연적인 치료제일 뿐만 아니라 레미케이드, 휴미라와 같이 기전도 명백하니 기대감이 매우 크다. 향후 아토피 치료제 임상 3상에서 의미 있는 데이터가 나온다면, 동사의 류마티스관절염 치료제의 가치도 폭발적으로 증가할 것으로 예상된다.

### 국내 줄기세포 기업들 중 가장 저평가

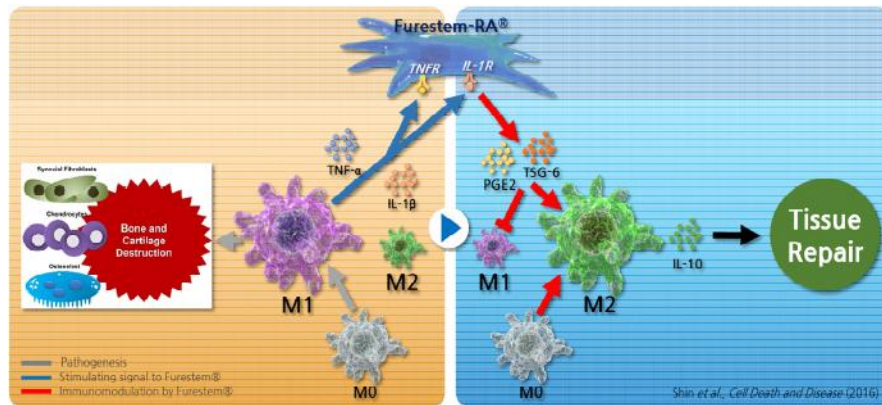
- 국내의 대표적인 경쟁 줄기세포 기업으로 메디포스트, 차바이오텍, 네이처셀, 파미셀 등이 있으며, 최소 7천억원~조 단위의 시가총액을 유지하고 있다. 동사는 이러한 기업들 이상으로 상업적으로 뛰어나고 가능성이 높은 줄기세포치료제를 만들고 있음에도 불구하고, 시가총액은 위 기업들의 약 1/5에 불과한 약 1,900억원 수준에 머물러있다. 물론 시각의 차이는 있겠지만 동사의 R&D 파이프라인의 가치는 절대 경쟁사의 1/5 수준이 아니며, 현재의 주가는 동사에게 너무 가혹하다. 줄기세포에 관심이 있는 투자자라면 반드시 동사에 주목해야 한다.

그림1 아토피치료제(FURESTEM-AD)의 작용기전



자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 류마티스관절염치료제(FURESTEM-RA)의 작용기전



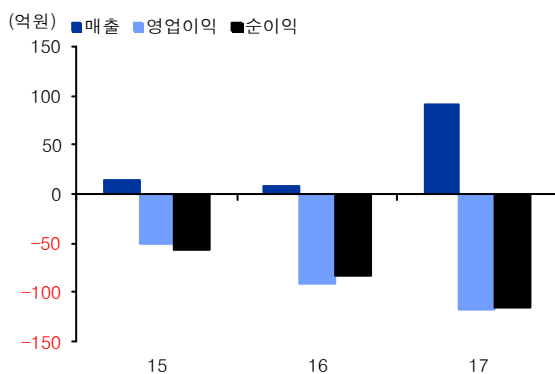
자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림3 동사의 R&amp;D 파이프라인

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

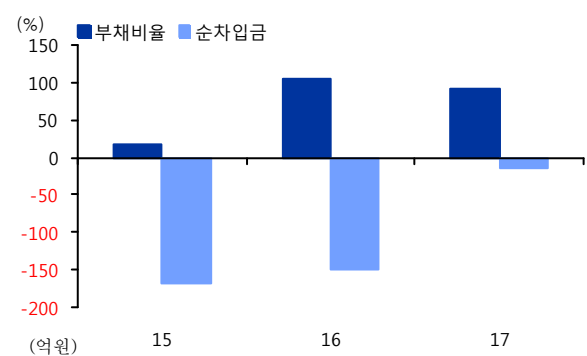
자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 매출, 영업이익, 순이익 추이



자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 부채비율, 순차입금 추이



자료 : 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산			18.9	38.0	25.2
현금및현금성자산			6.3	1.9	3.9
매출채권 및 기타채권			0.4	0.5	0.7
재고자산			0.3	0.6	1.7
기타유동자산			11.9	35.0	18.9
비유동자산			6.1	9.5	22.0
관계기업투자등			0.0	0.0	0.9
유형자산			3.0	4.0	13.2
무형자산			0.9	1.0	4.2
<b>자산총계</b>			<b>25.0</b>	<b>47.4</b>	<b>47.2</b>
유동부채			3.0	3.2	6.4
매입채무 및 기타채무			0.9	1.3	2.1
단기금융부채			0.3	0.3	1.9
기타유동부채			1.8	1.6	2.3
비유동부채			0.8	21.2	16.3
장기금융부채			0.8	21.2	15.8
기타비유동부채			0.0	0.0	0.5
<b>부채총계</b>			<b>3.7</b>	<b>24.5</b>	<b>22.7</b>
지배주주지분			21.2	23.0	24.6
자본금			6.9	7.1	8.1
자본잉여금			29.9	39.6	51.2
이익잉여금			-16.1	-24.4	-35.8
비지배주주지분(연결)			0.0	0.0	-0.1
<b>자본총계</b>			<b>21.2</b>	<b>23.0</b>	<b>24.5</b>

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

Income Statement					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>			1.5	0.8	9.1
매출원가			0.3	0.1	5.9
<b>매출총이익</b>			1.2	0.8	3.3
판매비 및 관리비			6.4	9.9	15.0
<b>영업이익</b>			-5.1	-9.1	-11.7
(EBITDA)			-4.4	-8.3	-10.6
금융손익			-0.8	-0.2	-1.1
이자비용			0.9	0.5	1.4
관계기업등 투자손익			0.0	0.0	-0.1
기타영업외손익			0.2	-1.6	2.9
<b>세전계속사업이익</b>			-5.8	-10.9	-10.1
계속사업법인세비용			0.0	-2.6	1.4
계속사업이익			-5.8	-8.3	-11.5
중단사업이익			0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>			-5.8	-8.3	-11.5
지배주주			-5.8	-8.3	-11.3
<b>총포괄이익</b>			-5.8	-8.3	-11.5
매출총이익률 (%)			83.0	93.2	35.7
영업이익률 (%)			-345.2	-1,081.8	-128.5
EBITDA 마진률 (%)			-299.0	-982.3	-116.5
당기순이익률 (%)			-387.6	-984.9	-126.3
ROA (%)			-	-22.9	-24.0
ROE (%)			-	-37.5	-47.7
ROIC (%)			-	-105.8	-56.2

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

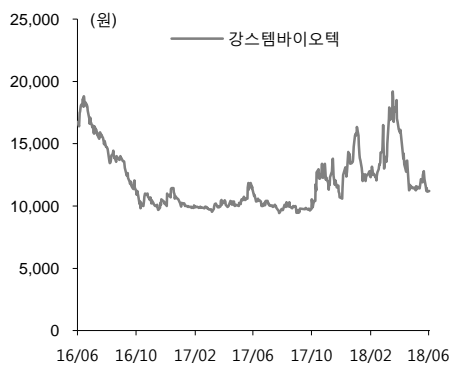
Cashflow Statement					
(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>영업활동 현금흐름</b>			-4.1	-7.9	-10.6
당기순이익(손실)			-5.8	-8.3	-11.5
비현금수익비용가감			1.3	0.1	1.2
유형자산감가상각비			0.5	0.6	0.8
무형자산상각비			0.2	0.2	0.3
기타현금수익비용			0.0	-0.1	0.1
영업활동 자산부채변동			0.3	0.0	-0.4
매출채권 감소(증가)			-0.3	0.1	0.1
재고자산 감소(증가)			-0.1	-0.2	-1.2
매입채무 증가(감소)			-0.2	0.2	1.0
기타자산, 부채변동			0.9	0.0	-0.3
<b>투자활동 현금</b>			-11.9	-26.9	6.5
유형자산처분(취득)			-0.7	-1.4	-8.1
무형자산 감소(증가)			-0.3	-0.3	-0.5
투자자산 감소(증가)			-10.8	-22.0	18.3
기타투자활동			-0.1	-3.3	-3.3
<b>재무활동 현금</b>			21.6	30.5	6.2
차입금의 증가(감소)			9.9	30.1	3.3
자본의 증가(감소)			11.8	0.0	2.2
배당금의 지급			0.0	0.0	0.0
기타재무활동			-0.2	0.5	0.6
<b>현금의 증가</b>			5.6	-4.3	2.0
기초현금			0.6	6.3	1.9
기말현금			6.3	1.9	3.9
NOPLAT			-3.7	-6.6	-8.5
FCF			-16.0	-35.1	-4.3

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E			-27.9	-19.6	-14.9
P/B			7.6	7.2	7.7
P/S			108.3	193.2	18.5
EV/EBITDA			-37.3	-20.2	-17.0
P/CF			-	-	-
배당수익률 (%)			-	-	-
<b>성장성 (%)</b>					
매출액			-	-43.2	983.6
영업이익			-	적지	적지
세전이익			-	적지	적지
당기순이익			-	적지	적지
EPS			적전	적지	적지
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율			17.6	106.5	92.8
유동비율			637.2	1,175.1	396.4
순차입금/자기자본(x)			-79.2	-64.9	-5.5
영업이익/금융비용(x)			-540.7	-1,889.4	-815.4
총차입금 (십억원)			1.1	21.5	17.7
순차입금 (십억원)			-16.8	-14.9	-1.3
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			-394	-561	-740
BPS			1,453	1,528	1,428
SPS			102	57	596
CFPS			-	-	-
DPS			-	-	-

자료: 강스템바이오텍, 토러스투자증권 리서치센터

## 강스텝바이오텍(217730) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018. 06. 27.	N.R	-	-	-	-

## 투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

			투자의견 비율 (%)
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	9.4
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	87.9
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.7
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2018. 04. 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.