

투자검토보고서

코아시스템 주식회사

2020년 06월 15일

목차

1. EXECUTIVE SUMMARY.....	3
1.1 취급 개요.....	3
1.2 투자포인트.....	4
1.3 투자리스크.....	4
2. 회사개요.....	5
2.1 개요.....	5
2.2 주요연혁.....	5
2.3 대표이사 약력.....	5
2.4 주주현황.....	6
2.5 계열회사 현황.....	6
2.6 주요인력현황.....	7
2.7 산업현황 및 전망.....	7
2.7.1 줄기세포 치료제 시장.....	7
2.7.2 희귀의약품 시장.....	8
2.8 회사의 경쟁력.....	9
2.8.1 산업의 경쟁우위 요소.....	9
2.8.2 회사의 주요 제품 현황.....	11
2.8.3 신규사업 추진현황.....	13
3. 회사분석.....	14
3.1 수익성현황.....	14
3.1.1 요약 재무제표.....	14
3.1.2 매출추이.....	15
3.1.3 손익비율 분석.....	16
3.2 재무안정성현황.....	17
3.3 현금흐름현황.....	19
4. 리스크.....	19
4.1 뉴로나타-알주 임상 3상 실패의 리스크.....	19
4.2 현금 소진 리스크.....	19
4.3 바이오 섹터センチメント 악화 리스크.....	20
5. 투자 결론.....	20

1. Executive Summary

1.1 취급 개요

구 분	내 용
인수대상	코아시스템 무기명식 무보증 사모전환사채
인수금액	30억원

CB 발행조건

구 분	내 용
발행규모	400억원 (당사 인수액 30억원)
발행예정일	2020년 6월
만기일	2024년 6월
Put Option	2021년 12월 이후 매 3개월마다
Call Option	행사한도: 발행금액의 40.0%이내 2021년 6월부터 2022년 6월까지 매 1개월마다
금리	Coupon 0%, YTM/YTP 0%, YTC 2.0%
전환조건	Refixing : 85%
자금용도	운영자금마련

1.2 투자포인트

Point 1. 사업의 안정성 및 재무 건전성

동사는 줄기세포를 이용한 난치성질환 의약품 개발 전문회사임. 제약개발회사이기에 수익성 측면에서 안정성은 떨어지지만, 현금성자산 204억원, 투자부동산 295억원 감안 시 자산가치가 매우 우수하며, 부채비율 15%로 재무적으로 건전한 회사임.

Point 2. 뉴로나타-알주 임상 통과시 동사의 기업가치가 매우 부각될 것

동사는 신경계질환 및 자가면역질환 파이프라인을 다수 보유하고 있음. 주요 파이프라인인 뉴로나타-알주는 희귀의약품으로 지정되었으며, 2020년 6월부터 임상3상에 진입하며 통과시 뉴로나타-알주뿐만이 아닌 타 파이프라인에 대한 재평가가 이루어지며, 기업가치가 부각될 것으로 예상됨.

1.3 투자리스크

Risk 1. 주가 변동성 리스크

동사는 제약바이오 회사의 특성에 따라 다른 섹터대비 주가의 변동성이 큰 종목임. 다만 변동성을 이용하여 적극적인 델타 트레이딩할 경우 Capital gain이 기대됨.

2. 회사개요

2.1 개요

본사주소	경기도 성남시 분당구 판교로 255번길		
홈페이지	http://corestem.com/	대표전화	02-497-3711
설립일	2003/12/29 (상장일: 2015/06/26)	대표이사	김경숙
계열	제약바이오	종업원수	58 (2020/03)
발행주식수(보통/우선)	15,717,440 주 / 0 주	감사인	다산회계법인
명의개서	한국예탁결제원	주거래은행	KEB하나은행(이촌동지점)

2.2 주요연혁

연도	내용
2020 년	뉴로나타-알 미국FDA3상 임상시험계획 신청.
2019 년	뉴로나타-알 누적 투여 환자 300명. 루푸스 연구자 주도 임상 개시. 루푸스 1상 임상 시험 종료. 혁신형 제약기업 재인증. (보건복지부, '19.07~'22.06)

2.3 대표이사 약력

대표이사의 약력은 아래와 같음.

성명	직위	주요경력(최근 5년간)
김경숙	대표이사 (상근/등기)	코아스템(주) 대표이사(2003.12~현재) 조직공학재생의학회 실용화분과 위원(2014.01~2014.12) 한국유전자세포치료학회 산학연협력분과 위원(2015.01~2016.12) 식품,의약품 등의 안전기술정책심의위원회 위원(2015.05~현재) 한국거래소 코스닥시장상장위원회 심의위원(2016.08~2018.08)

2.4 주주현황

2020년 3월말 현재 주주현황은 다음과 같음

- 김경숙 대표이사 22.45%
- 서울글로벌바이오메디컬신성장동력투자펀드 6.58%
- 김희태 3.05%
- 김정욱 관계사임원 0.99%
- 김병철 0.27%
- 홍순복 0.10%
- 홍정식 0.00%

*서울글로벌바이오메디컬신성장동력투자펀드는 서울시의 한화기술금융과 Oxford Bioscience Partners가 공동 운용하는 펀드임.

2.5 계열회사 현황

동사는 (주)캠온과 코아시스템바이오(주)를 계열회사로 두고 있음.

계열회사명	사업목적	설립일	보유지분	상장여부
(주)캠온 (108-81-19928)	비임상실험대행, 신약개발 및 연구대행	2015.03.26	53.00%	상장
코아시스템바이오(주) (206-86-32517)	의약품판매	2009.04.20	100%	비상장

(주)캠온은 비임상실험대행, 신약개발 및 연구대행 등을 주 사업으로 영위하고 있는 상장사임. 동사는 2019년 연말 기준, 자본총계 371억원 부채비율 20%에 현금 126억원을 보유하고 있는 회사이며, 연간 매출액 209억원 영업이익 18억원 당기순이익 19억원 발생하였음. 2020년 5월 31일 기준 시가총액 807억원에 거래되고 있음.

코아시스템바이오(주)는 의약품 판매업을 주 사업으로 영위하고 있는 비상장사임.

2.6 주요인력현황

인원 현황

(기준일 : 2019년 12월 31일)

(단위 : 주)

성명	성별	출생년월	직위	등기입원 여부	상근 여부	담당 업무	주요경력	소유주식수		최대주주와의 관계	재직기간	입기 만료일
								의결권 있는 주식	의결권 없는 주식			
김경숙	여	1965년 04월	대표이사	등기입원	상근	회사총괄	한양대 의과대학 의학박사 한양대학교 의생명과학연구소	3,528,200	-	본인	2003.12 ~ 현재	2022년 03월 28일
조남욱	남	1971년 05월	사외이사	등기입원	비상근	사외이사	Purdue University 공학박사 Lucent Technologies 삼성SDS 現 서울과학기술대학교 글로벌융합 산업공학과 교수	-	-	타인	2015.10 ~ 현재	2022년 03월 28일
홍권희	남	1959년 03월	사외이사	등기입원	비상근	사외이사	서울대 경제학과 학사 동아일보사 논설위원 現 연세대 글로벌인재학부 겸임교수	-	-	타인	2018.03 ~ 현재	2021년 03월 31일
방남호	남	1962년 01월	감사	등기입원	비상근	감사	서울대학교 경영학과 졸업 U. of Illinois at Urbana-Champaign 경영학과 석사 아이앤디창업투자 사장 동양그룹 구조조정본부 상무 씨티캐피탈 이사	-	-	타인	-	2022년 03월 28일
일길안	남	1956년 04월	회장	미등기입원	상근	영업총괄	명인채약 대표이사	-	-	타인	2018.07 ~ 현재	-
권광순	남	1972년 01월	상무	미등기입원	상근	경영전략본부장	성균관대 경영학과 학사 Duke University(MBA) 삼일회계법인 감사/재무자문본부 한영회계법인 재무자문본부	5,600	-	타인	2018.04 ~ 현재	-
김종일	남	1961년 04월	상무	미등기입원	상근	생산본부장	한밭대 기계과 대한적십자사 팀장 ㈜유바이오로직스 이사	-	-	타인	2013.03 ~ 현재	-

2.7 산업현황 및 전망

2.7.1 줄기세포 치료제 시장

제약산업은 1) 타산업에 비해 경기변동에 비탄력적인 모습을 보이고 있고 2) 의약품의 가격이 수급에 의존하지 않아 경쟁구조가 산업위험에 미치는 영향이 크지 않고 3) 국민보건과 관련된 산업이기에 기본적인 국가의 정책적 지원을 받고 4) 인구가 지속적으로 고령화되어 간다는 점 등으로 인해, 지속적인 시장의 성장이 기대됨.

줄기세포치료제는, 기존 의약품과 의료기술로는 재생이 불가능하다고 여겨진 난치병과 불치병에 대한 치료 대안으로서, 개발이 활발히 진행되고 있음. 줄기세포치료제의 개발 성공 및 시장 진입 성공시 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.

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 정부 지원이 활발하게 진행되고 있음. (생명공학정책연구센터 BioIndustry, 2017.9.)

2.7.2 희귀의약품 시장

NIH와 유럽희귀질환협회에 따르면 전 세계적으로 7,000여종의 희귀질환이 있으며, 미국에서만 총 2천5백만명이 희귀질환으로 투병 중에 있음. 또 매년 250개의 새로운 희귀질환이 등장하고 있는 것으로 보고되고 있음. 전 세계 많은 국가들이 희귀의약품 개발과 관련한 여러가지 인센티브들 즉, 조건부 승인, 신속한 허가, 높은 수준의 보험급여 및 독점기간 보장 등을 제공하고 있기 때문에 이를 활용하고 다수의 희귀질환에 작용하는 신약이 출시될 경우 블록버스터급 약물 개발도 가능할 것으로 예상됨.

EvaluatePharma가 2017년 출간한 보고서에 따르면, 2017년에서 2022년 사이 희귀의약품 시장의 연평균 성장률이 11.1%에 달하여 동일 기간 비희귀 의약품시장의 연평균 성장률(5.3%)보다 높으며, 앞으로도 이러한 추세가 지속될 것으로 전망하고 있음.

2.8 회사의 경쟁력

2.8.1 산업의 경쟁우위 요소

현재 품목허가를 받은 전세계 줄기세포치료제는 모두 성체줄기세포 기술에 기반하고 있음. 향후 배아줄기세포 또는 역분화줄기세포 기반의 2세대 줄기세포치료제 기술로 발전하겠지만 비임상 및 임상시험 단계를 거쳐 안전성과 유효성 등을 확인하는 개발기간을 고려한다면, 앞으로 최소 5~10년간은 현재와 같이 성체줄기세포 중심의 줄기세포치료제가 시장을 주도할 것으로 예상됨.

[전세계 줄기세포치료제 품목 허가 현황]

업체명	제품명	주원료 세포구분	대상질환	허가연월	허가국가
파미셀	하티셀그렘-AMI	자가골수유래 중간엽줄기세포	급성심근경색 환자에서 좌심실구혈률 개선	2011.07	한국
메디포스트	카티스템	동종제대혈유래 중간엽줄기세포	골관절염 환자의 무릎연골 결손 치료	2012.01	한국
안트로젠	큐피스템	자가지방유래 중간엽줄기세포	크론성 누공	2012.01	한국
Osiris Therapeutics (JCR Pharmaceuticals)	Prochymal (Temcell)	동종골수유래 중간엽줄기세포	GvHD (이식편대숙주질환)	2012.05 2012.06 2015.09	캐나다 뉴질랜드 일본
코아스템	뉴로나타-알	자가골수유래 중간엽줄기세포	근위축성측삭경화증 (루게릭병)	2014.07	한국
Chiesi	Holoclar	자가각막유래 줄기세포	화상에 의한 눈 질환	2015.02	유럽
Takeda Pharma A/S	Alofisel	동종지방유래 줄기세포	크론성 누공	2018.03	유럽
Nipro	Stemirac	자가골수유래 중간엽줄기세포	척수손상환자	2018.12	일본

(출처: 대한민국 식약처(MFDS), 유럽 식약처(EMA) 및 일본 식약처(PMDA))

해외에서 의약품 허가기관으로부터 시판허가를 득한 성체줄기세포치료제는 총4개 품목으로 Osiris Therapeutics(미국)가 개발한 이식편대숙주질환 치료제 Prochymal(주성분: 동종골수유래중간엽줄기세포)이 캐나다와 뉴질랜드에서 허가를 받았고, Prochymal과 동일 제품인 Temcell이 일본(JCR Pharmaceuticals)에서 이식편대숙주질환 치료제로 허가를 받았음. Chiesi(이탈리아)가 개발한 화상으로 인한 눈 질환 치료제 Holoclar(주성분: 자가각막유래줄기세포)와 Takeda Pharma A/S의 Alofisel(주성분: 동종지방유래줄기세포)이 크론성 누공 치료제로 유럽에서 각각 허가를 받았음. 최근에는 Nipro의 Stemirac(주성분: 자가골수유래중간엽줄기세포)이 척수손상치료제로 일본에서 허가를 받았음.

당사가 개발하고 있는 희귀 난치성 질환에 대한 치료제는 경쟁사가 없거나 소수의 경쟁사만

이 존재함. 당사와 같이 줄기세포 치료제를 연구하여 루게릭병을 대상 질환으로 하는 치료제를 개발하고 있는 회사는 미국의 Brainstorm Cell Therapeutics과 Neuralstem 등이 있으나, 각 상호간의 수익성과 시장 점유율에 큰 영향을 미치지 않는 특성을 가지고 있음. 다만, 일반 질환인 관절염/연골결손은 많은 경쟁 제품과 경쟁사가 존재함.

2.8.2 회사의 주요 제품 현황

(1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

(2019년 12월 31일 현재)

(단위: 백만원)

사업부문	매출유형	품목	용도	매출액	매출액비율
세포치료제	제품	뉴로나타-알 [®]	루게릭병 치료제	3,163	13.01%
	기술이전 외	루푸스 치료제, 기타 연구용역		227	0.94%
	소 계			3,390	13.95%
비임상CRO	용역	R&D서비스	비임상실험대행	20,894	86.05%
연결기준 합계				242,284	100.00%

>뉴로나타-알주

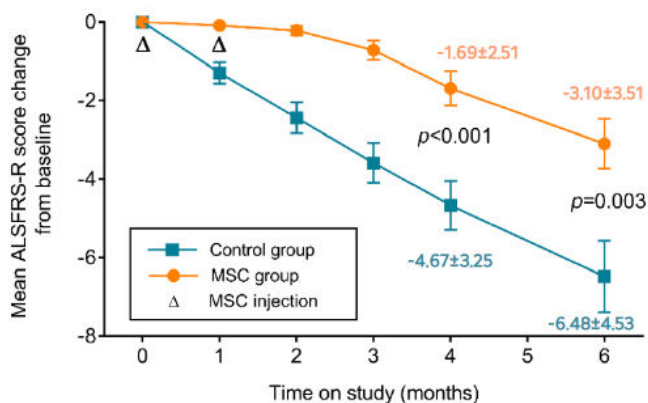
뉴로나타-알주는 신경계 질환의 최초 줄기세포 치료제이며, 루게릭병에서 질병 진행 속도 지연에 대한 효능효과를 기반으로 임상 2상을 통과했음.

여기에서 루게릭병이란, 운동신경세포만 선택적으로 사멸시키는 신경계 퇴행성 질환으로, 감각신경은 유지되면서 사지마비, 구마비 및 호흡근 마비가 비가역적으로 진행되어 발병 후 2-5년 이내 보조 호흡기를 사용해야하는 상태에 이르거나 사망하게 되는 희귀 질환임.

루게릭병의 유병률은 인구수 10만명당 2명정도로, 국내에서는 1천여명이며 글로벌하게는 35만명의 환자가 있는것으로 예상됨. 미국의 루게릭병 치료제 시장은 연간 약 1조원을 넘는 수준으로 추정되고 있음.

[ALS 진행률 감소의 유의미성]

Primary outcome : changed ALSFRS-R score after MSC Tx



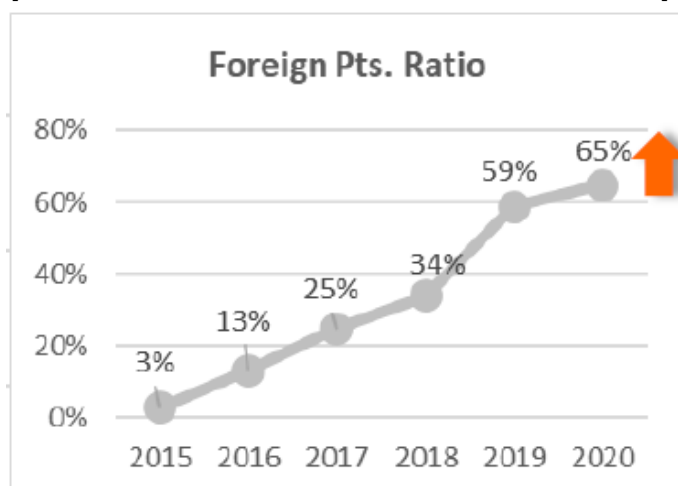
(출처: 코아스팀)

동사의 뉴로나타-알주는 대조군에 비하여 증상이 크게 호전되며, 투여 1~4개월기간

부터 루게릭병 진행률이 60%가까이 감소되는 뛰어난 효과를 보였음.

우리나라의 희귀의약품에 대한 지원 제도의 일환으로 뉴로나타-알주는 2014년 7월 식약처로부터 임상 3상 시험 병행 조건 하에 전문의약품 판매가 허가되었고, 2015년 2월 말부터 제품 판매가 시작됨. 또한, 미국과 유럽에서도 희귀의약품으로 지정된 바가 있지만, 아직은 국내에서만 시판이 가능함. 뉴로나타-알을 투여시 환자가 부담해야 하는 치료비용이 약 6천만원 수준으로, 타 희귀성 치료제들과 같이 고가 수준이기에, 동사의 매출이 빠르게 증가하는데 어려움이 있음. 동사는 해외 루게릭병 환자를 국내로 유치하여 치료하는 해외 환자 Inbound 사업을 영위하고 있으며, 현재 외국인 환자 비중이 65% 수준에 달하고 있음. 이에 동사의 신규 투여 환자수가 지속적으로 증가하며, 매출액 또한 증가하고 있음.

[뉴로나타-알주의 연도별 외국인 시술 환자 비중]



(출처: 코아스텀)

또한 뉴로나타-알주의 임상3상이 통과되어 미국과 유럽시장에서도 판매 허가가 날 경우, 동사의 파이프라인가치와 회사의 기업가치는 재평가될 것으로 기대됨.

>비임상CRO

비임상CRO는 자회사인 켄온에서 영위하는 사업이며, 비임상CRO는 신약개발시 사람을 대상으로 하는 임상 시험 전 단계인 전임상 단계에서 독성(안전성)과 약효(유효성)을 동물실험을 통해 사전에 검증하는 연개발용역을 제공하고 그 대가를 수취하는 사업임.

국내 제약산업 육성을 위한 정책 일환으로 '임상시험산업 재단 설립 추진 및 CRO 산업 육성'을 추진하고 있으며, 이에 연구개발비용 절감을 위한 임상시험 아웃소싱이 증가하며 국내 CRO 시장의 성장이 기대됨. 더불어 자회사 켄온은 기술력과 CRO 기반 연구시설, 우수한 연구진을 보유하고있기에 시장성장율을 향유한 매출 성장 또한 기대됨.

(2) 주요 원재료의 매입현황

(세포치료제 부문)

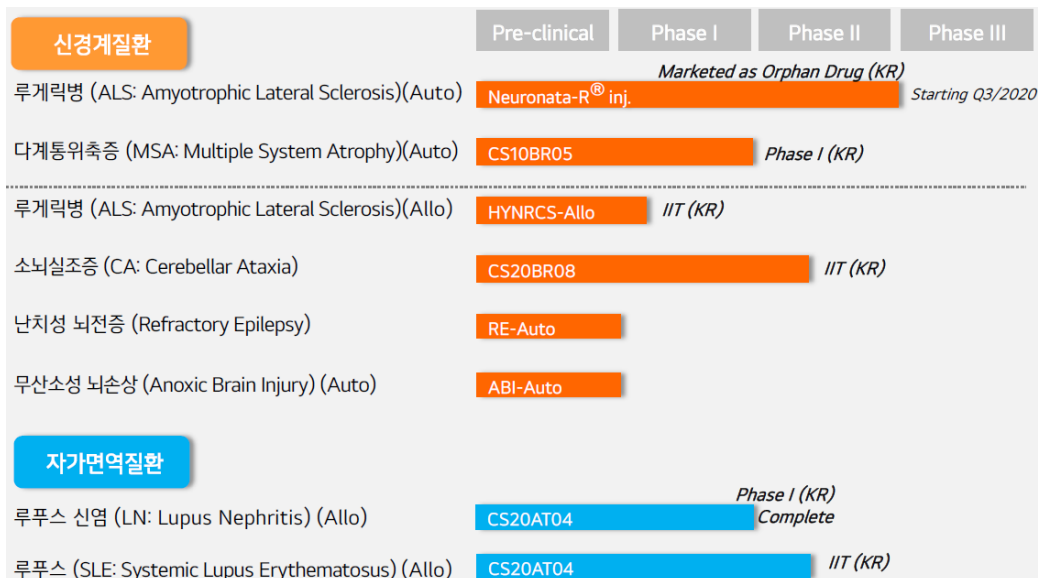
(단위: EUR, 원)

주요 원재료	구분	제17기 (2019년)	제16기 (2018년)	제15기 (2017년)
배지	수입	-	€44,00	€44,00
배지	내수	57,000	-	-
Trypsin-EDTA	내수	52,000	52,000	52,000
HBSS	내수	236,000	22,000	22,000
DPBS	내수	233,000	21,600	21,600

연구개발용 시료 및 도구 등은 국내 대리점을 통해 수입하고 있으며, 해외 제조사의 제조원가 상승, 수요 증가, 환율 변동에 따라 가격이 변동함. HBSS와 DPBS의 경우 수요 증가로 인해 단가가 크게 상승함.

동사는 원재료 공급의 안정성을 위해, 주요 원재료의 경우 공급업체를 두개 이상으로 다각화함.

2.8.3 신규사업 추진현황



동사는 뉴로나타-알주 이외에도, 신경계질환과 자가면역질환 내의 희귀 난치성 질환들에 대해 줄기세포 기반 치료제 개발에 집중하고 있음. 뉴로나타 작용기전에 근거하여 무산소성뇌손상 등 신경계 난치성 질환들에 적응증을 확장하기 위한 연구자 임상

시험 중에 있음. 다계통위축증에 대한 줄기세포 치료제에 대하여 임상 1상 시험중에 있고, 동종골수유래줄기세포를 이용한 소뇌실종증 및 난치성 뇌전증 치료제를 개발중에 있음. 자가면역질환 동종골수유래줄기세포의 면역조절 및 함염증 작용을 위한 루푸스 치료제에 대하여 임상1상을 종료하였고 현재 연구자 주도 임상을 진행하고 있음.

3. 회사분석

3.1 수익성현황

3.1.1 요약 재무제표

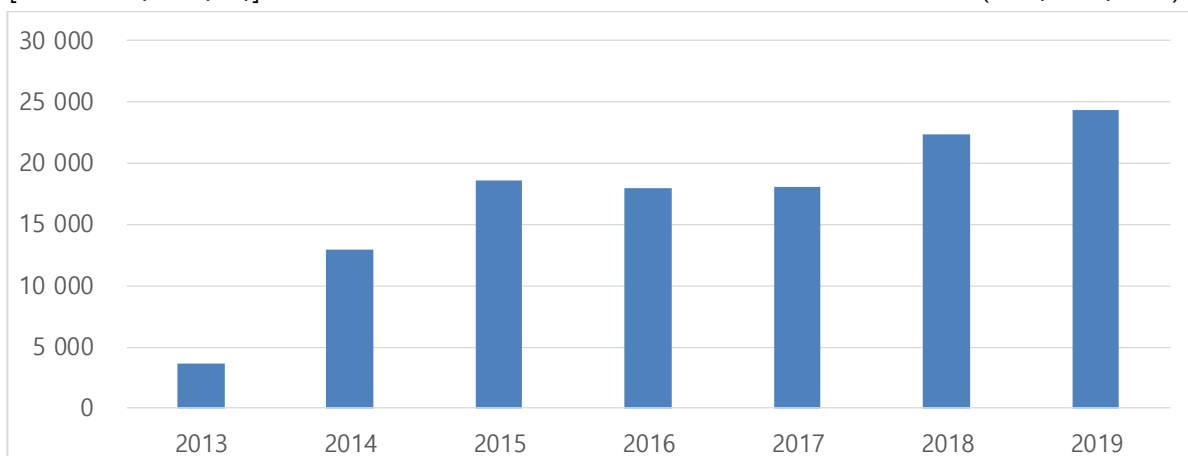
주요 재무제표의 항목 내역은 다음과 같음.

(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
현금및현금성자산	7,926	2,268	18,314	8,286	3,405	4,459	3,024
매출채권및기타채권	2,739	4,477	8,971	5,124	8,378	9,462	9,043
재고자산	29	172	458	607	394	513	416
유동자산	14,009	15,471	52,197	57,972	52,265	49,734	44,816
유형자산	8,301	11,441	12,559	16,964	26,138	27,253	29,890
무형자산	5,992	5,834	5,688	5,502	5,514	5,255	4,962
비유동자산	16,835	20,515	22,758	27,715	38,406	39,530	40,832
자산총계	30,844	35,986	74,954	85,687	90,671	89,263	85,648
매입채무	26	44	92	35	62	383	381
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0	0	0
부채총계	24,959	20,324	7,862	7,926	9,785	11,466	11,095
자본총계	5,886	15,662	67,092	77,761	80,886	77,797	74,553
(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
매출액(수익)	3,655	12,988	18,571	17,953	18,094	22,317	24,284
매출총이익	1,045	3,568	6,072	5,213	3,467	4,253	4,939
영업이익	-2,406	-1,804	1,368	-1,624	-5,071	-4,021	-5,088
당기순이익	-3,432	-6,325	277	-1,218	-4,755	-3,082	-4,370
(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
영업활동현금흐름	-512	-2,449	-1,020	3,503	-6,293	-1,128	-538
투자활동현금흐름	-12,294	-9,143	-19,382	-24,742	85	2,152	-277
재무활동현금흐름	15,945	5,933	36,447	11,210	1,327	30	-620

3.1.2 매출추이

[연도별 매출 추이]

(단위 : 백만원)



(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	3,655	12,988	18,571	17,953	18,094	22,317	24,304
뉴로나타-알주	0	0	4,039	1,160	1,725	2,246	3,163
기술이전 외	9	3	0	1,412	968	621	227
비임상CRO용역매출	3,646	12,985	14,532	15,381	15,401	19,450	20,914

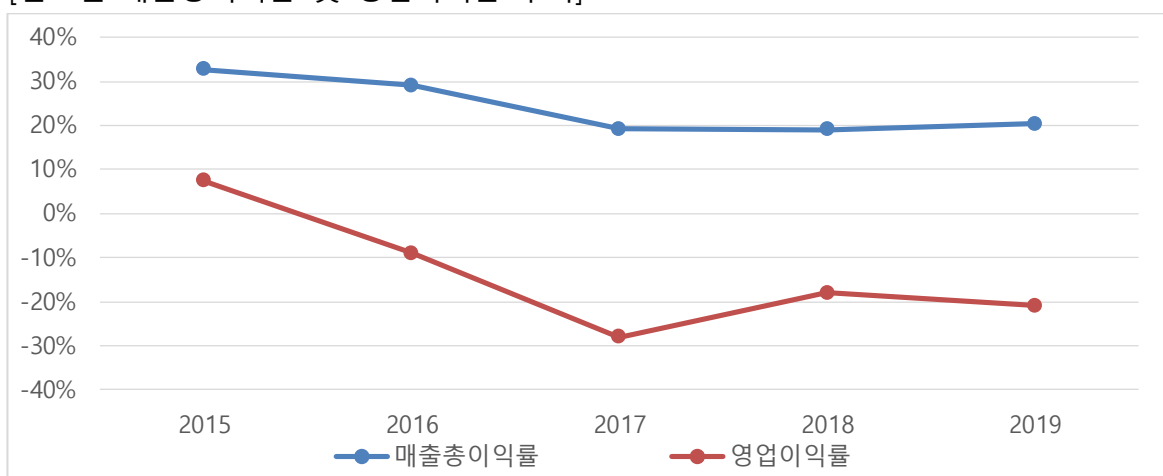
동사의 뉴로나타-알주의 매출액은 2015년 40억원에 달한 후, 2016년 11억원으로 크게 감소하였지만 이후 매년 지속적으로 증가하고 있음. 2016년도 뉴로나타-알 매출액 감소의 주요 원인으로서는 뉴로나타-알은 건강보험급여가 적용되지 않기에 환자 1인이 부담해야 하는 치료 비용이 6,000만원 수준으로 고가에 달하기에, 반복 투여 환자수가 크게 감소하였기 때문임. 이에 동사는 해외 거주중인 외국인 환자들을 국내로 유치시키며 Inbound 사업을 통해 매출액을 성장시켰고, 신규 투여 환자수가 증가하며 2017년도부터 매출액이 다시 성장함.

동사는 기술이전 매출액은 2016년도 기술이전 매출액은 14억원이었으나 연도별로 감소하고 있음. 2016년 7월 한림제약과 루푸스 및 루푸스 신염을 적응증으로 하는 줄기세포치료제에 대한 기술이전 및 공동 연구개발 관련 계약 체결하였으며, 2016년 기술이전 계약 당시 초기 정액기술료로 15억원을 수취하였고, 임상단계별, 품목허가, 발매 등 마일스톤 달성에 따른 기술료로 115억원을 수취하기로 계약함. 향후 시판 이후 매출이 발생시, running royalty로 추가적인 기술료를 수취할 예정임.

비임상CRO용역매출은 자회사 켐온에서 발생하는 매출로 동사의 신규 고객사 확대, CRO 연구/실험 설비 증설, 시장 점유율 확대에 따라 연도별로 증가하고 있음.

3.1.3 손익비율 분석

[연도별 매출총이익률 및 영업이익률 추이]



동사의 매출총이익률은 2015년도 33% 대비 2019년도 20%수준으로 감소함. 이는 시장 수요, 원가 상승 등의 원인으로 동사의 원재료 조달 단가가 상승되었기 때문임. 동사는 안정적인 원재료 조달을 위해 주요 원재료의 벤더를 2개이상으로 이원화함.

[주요 원재료 단가 추이]

(단위:원,유로)

주요 원재료	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
배지	€ 36.70	€ 39.00	€ 44.00	€ 44.00	
배지					57,000
Trypsin-EDTA	49,500	52,000	52,000	52,000	52,000
HBSS	21,150	22,000	22,000	22,000	236,000
DPBS	20,967	21,600	21,600	21,600	233,000

2015년대비 2019년도에 동사의 영업이익률은 적자폭이 심화됨. 이는 파이프라인 확대에 따른 연구개발비 지출이 증가하였기 때문임. 이로 인하여 동사는 약 50억원의 적자를 발생시키고 있음.

[코아시스템 지출 연구개발비 추이]

(단위: 백만원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
연구개발비	547.07	977.8	667.71	1,488.76	3,159.68	2,933.02	3,850.16
연구개발비/매출액	15%	8%	4%	8%	17%	13%	16%

3.2 재무안정성현황

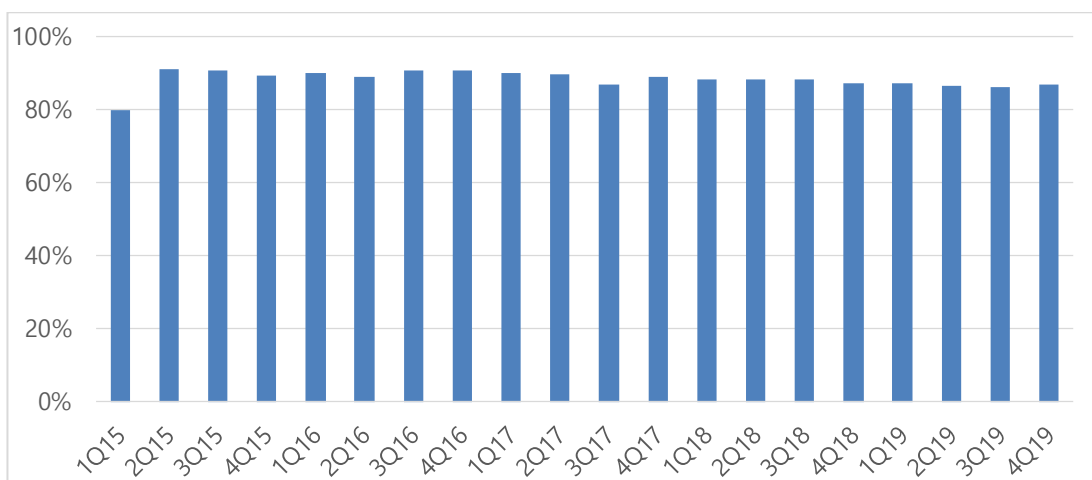
회사의 주요 재무상태표는 다음과 같음.

[재무상태표]

(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
유동자산	14,009	15,471	52,197	57,972	52,265	49,734	44,816
현금및현금성자산	7,926	2,268	18,314	8,286	3,405	4,459	3,024
매출채권및기타채권	2,739	4,477	8,971	5,124	8,378	9,462	9,043
재고자산	29	172	458	607	394	513	416
비유동자산	16,835	20,515	22,758	27,715	38,406	39,530	40,832
유형자산	8,301	11,441	12,559	16,964	26,138	27,253	29,890
무형자산	5,992	5,834	5,688	5,502	5,514	5,255	4,962
투자부동산	0	0	0	0	0	183	173
기계장치	3,976	5,187	5,845	6,439	9,464	11,116	12,247
자산총계	30,844	35,986	74,954	85,687	90,671	89,263	85,648
유동부채	5,212	12,179	5,285	4,579	5,235	6,712	6,945
비유동부채	19,747	8,145	2,577	3,347	4,550	4,754	4,150
부채총계	24,959	20,324	7,862	7,926	9,785	11,466	11,095
자본금	3,889	5,618	7,859	7,859	7,859	7,859	7,859
이익잉여금	-5,254	-12,427	826	-1,101	-5,495	-9,277	-14,119
자본총계	5,886	15,662	67,092	77,761	80,886	77,797	74,553

총자산 대비 자본율은 평균 88% 수준으로 매우 높으며, 2015년 2분기부터 안정적인 수준으로 유지되고 있음.

[분기별 자본총계 대비 자산총계 추이]



[보유 현금]

구 분	1Q 20	1Q 19
현금및현금성자산		
보유현금	3,177	282
보통예금	2,901,703	3,023,391
소 계	2,904,880	3,023,673
단기금융상품	17,587,697	17,582,593
기타비유동금융자산		
채무상품	1,019,095	1,020,112
합 계	21,511,672	21,626,378

동사는 2020년 1분기말 기준, 현금성자산 204억원을 보유하고 있음. 금번 전환사채 발행으로 인해 현금 400억원이 유입이 되면, 동사는 600억원 가량의 현금을 보유하게 됨.

동사는 최근 5개년도간 최대 50억원의 당기순손실을 발생시키고 있으며, 현재 속도로 지속적으로 적자가 발생하고 현금을 소진시킨다고 하더라도, 이번 전환사채의 만기 기간인 4년 이후 채권의 미회수 리스크는 낮을 것으로 보임.

3.3 현금흐름현황

주요 현금흐름은 아래와 같음.

[현금흐름 현황]

	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
영업활동현금흐름	-512	-2,449	-1,020	3,503	-6,293	-1,128	-538
투자활동현금흐름	-12,294	-9,143	-19,382	-24,742	85	2,152	-277
재무활동현금흐름	15,945	5,933	36,447	11,210	1,327	30	-620

영업활동현금흐름 지속적인 연구개발비 지출에 따른 영업적자로 인한 적자가 이어지고 있고, 2016년 한림제약과의 루푸스 및 루푸스 신약 적응증에 대한 줄기세포치료제 기술이전으로 초기정액기술료를 수취함에 따라 흑자를 기록한 경험이 있음.

적자를 유지하던 투자활동현금흐름은 2017년~2018년 단기금융상품 감소 및 금융자산처분이익으로 인해 흑자를 기록함.

흑자를 유지하던 재무활동 현금흐름은 2019년 일부 리스료에 대한 인식을 운용리스에서 리스부채로 회계 인식 방법을 변경함에 따라 적자로 변경됨.

4. 리스크

4.1 뉴로나타-알주 임상 3상 실패의 리스크

동사의 핵심파이프라인인 뉴로나타-알주는 올해 임상3상 진입을 계획하고 있음. 동사의 임상 3상이 실패할 경우 동사의 주가가 크게 하락하며, 패러티가 deep OTM으로 진입할 리스크가 있음. 임상3상 리스크 헷지를 위하여 임상3상 결과 발표 전 보유 옵션분의 절반가량은 공매도를 쳐놓고, 또한 차환발행을 통해 전환가액 인하를 유도해야 할 것.

4.2 바이오 섹터センチメント 악화 리스크

타 제약바이오 회사의 이슈가 발생하여 바이오 섹터의センチメント가 악화될 경우, 동사의 주가 하락 리스크가 발생하기에, 적극적인 대차플레이를 통한 수익률 방어가 필요할 것.

5. 투자 결론

코아스텍은 뉴로나타-알주를 기반으로한 우량한 파이프라인과 재무적 건전성을 보유한 제약바이오 회사로, 코아스텍이 발행하는 사모전환사채는 투자에 적합함.