

상상인 SEE-IT Note <탐방요약>

Analyst 하태기

차바이오텍(085660): 터널을 벗어나 새로운 출발선에 섰다. 글로벌 병원 사업 그림이 크고, 코스닥150 지수 편입 가능성 높아졌다

미국 호주 등 해외 병원사업 등 자회사 사업확대, 별도기준 영업실적도 회복세

동사는 차병원그룹의 사업 지주사이다. 2019년 연결기준 매출(5,346억원, yoy,+9.4%)비중은 병원매출(의료 서비스) 55.7%, 병원기타매출 18.8%, 제품매출(화장품/화장품원료) 11.6%, 서비스매출 7.4%, 상품매출(의료기기, 용품 등) 3.0%, 제대혈 보관 1.5% 등이다. 주요 자회사로 **미국병원 차헬스시스템(2019년 매출액 3,616억원(+17.9%), 영업이익 110억원), 호주병원(매출액 219억원, 10억원 영업이익자)**이 있다. 그리고 차케어스(병원부대사업, 매출액 294억원), CMG제약(의약품, 매출액 586억원), 차메디텍(필러/화장품원료, 매출액 130억원), 서울CRO(임상대행, 매출액 60억원) 등이 있다(표 2참고).

글로벌 병원사업 그림이 크고, 신약개발 활동 회복, 코스닥150 지수 편입 가능성 높다

동사에 대한 투자 포인트는 3가지로 제시한다.

첫째, 주력 사업인 해외 병원사업에서 글로벌 지역 클리닉 인수로 매출이 증가할 전망이다. 2018년에는 호주병원 매출가세로 성장했고, 2019년에는 미국 클리닉 개원 증가로 18% 성장했다. 현재 미국 병원이 증축 중이며, 해외 병원네트워크 확장 전략으로 호주병원 매출이 가세했고, 싱가포르 등 아시아권 병원인수도 진행 중이다. 다만 **현재까지 병원사업에서 나타나는 저마진 구조를 극복해야하는 과제가 있다.**

둘째, 2020년부터는 다시 신약개발활동도 정상적인 궤도에 올라설 것이다. 연구개발비용은 2019년에 145억원(35억원 무형자산처리)으로 증가했다. 신약 Pipeline을 보면 **뇌졸중치료제(CORDSTEM)**의 임상 1/2a상이 종료되고, 하반기에 2상 진입이 가능할 것이다. **스타가르트병치료제(SMD)**는 임상 1상이 완료된 상태이며, 하반기 중에 임상 2상 IND 신청 계획이다. 마지막으로 **재발성 교모세포종치료제(AKC)**는 자가 NK세포를 이용한 면역치료제로, 연구자 임상에서 예후가 좋아 2020년 하반기 임상 1상에 진입할 전망이다. **NK세포를 이용한 사업**도 지금은 위축되어 있지만 침생법에서 뒷받침 된다면 활성화될 것이다.

셋째, 투자환기종목에서 벗어나 코스닥 지수편입 가능성이 높아졌다. 동사는 회계 감사에서 2018년에 R&D비용 처리와 관련 이슈가 발생, 관리종목으로 편입되기도 했다. 그러나 **R&D에 대한 기술성평가를 통해서 2019년 2월에 관리종목에 벗어났다.** 이번에 회계이슈도 해결되어 2020년 3월 19일부터는 투자주의 환기종목에서도 벗어났다. 이로 인해 시총이 큰 동사는 금년 6월쯤에 과거와 같이 코스닥150 지수 편입 가능성이 높아졌다.

바이오기업으로서 주가 모멘텀 회복 전망, 6월까지 코스닥150 지수편입이 첫번째 매수 기회

2019년 기술성평가와 회계 이슈를 해결하여 투자주의 환기종목에서 벗어났다. 주가는 2년간의 조정기를 거치고 최근에 회복추세에 진입했으며, 향후 주가 모멘텀이 발생할 전망이다. 동사는 바이오기업이긴 하지만 병원/제약/화장품 사업을 통해서 안정적으로 현금흐름을 창출하고 있다. 이와 함께 글로벌 병원사업이 성장하고 있으며, **차병원그룹의 R&D역량을 결집해서 장기적으로는 신약개발도 가능할 것이다.** 주가 측면에서는 **2020년 6월에 코스닥 150지수 편입 여부에 따라 주가가 한단계 레벨업 될 수 있을 것**이다. 장기적으로 글로벌 병원사업 성장과 신약 Pipeline 임상 진전이 가시화된다면 추세적인 주가상승도 가능할 전망이다. (4월 17일 주가 17,100원, 시총 8,895억원)

현금성 자산은 충분한 규모

연결 재무제표 2019년말 기준 현금성 자산이 4,025억원이고 차입금이 2,626억이다. 따라서 순현금이 1,399억원이다. 연결기준으로 전환사채는 전체 555억원 발행되었고 26억원이 전환되었으며 나머지 529억원이 남아 있다. 차바이오텍 단독기준으로는 현금성 자산 869억원, 차입금 373억원으로 **순현금이 496억원**이다. 단독기준 전환사채는 100억원(보유자가 최대주주 특수관계인 KH그린)이다.

차바이오텍의 자회사 영업현황: 해외 네트워크를 확대하여 병원/헬스케어사업에서 장기 성장을 추진하고 있다.

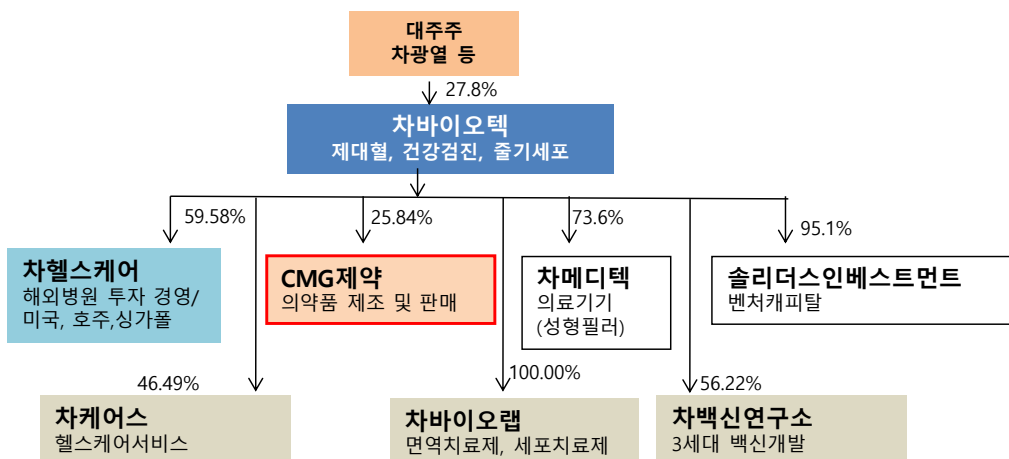
차바이오텍은 차병원그룹의 지주사이다. **향후 글로벌 병원사업 성장이 예상**된다.

주요 자회사의 영업현황을 보면 우선 연결매출의 55.7% 차지하는 병원사업은 대체적으로 안정적이다. 미국에서 메디케이드(미국의 의료보조제도로 65세 미만의 저소득층과 장애인을 위한 의료보장 프로그램임, 미국 연방정부와 주정부가 공동으로 재정을 보조, 캘리포니아주 메디칼로 불림)과 관련해서 기타매출로 인식되는 QAF(품질보증비용)매출액이 연방정부의 승인시점에 따라 분기간/연간 변동성이 있지만 2~3년간으로 보면 안정적인 사업이다. **미국병원 차헬스시스템의 2019년 매출액은 3,616억원, 영업이익은 110억원**이다. **미국 클리닉 개원이 증가하면서 2019년에 매출액이 18% 성장했다. 현재 미국 LA인근에 3억5천만달러 규모의 병동신축, 응급센터 등을 확장 중이다. 향후 미국 매출증가가 가능할 것이다.**

또한 해외 병원 인수를 진행하여 왔다. 호주병원(지분 100%, City Fertility Centre, 클리닉 8개)이 있는데 **2019년 매출액은 219억원, 10억원 영업적자**이다. 또한 싱가포르의 싱가포르메디컬그룹(지분 24.0%, 37개 클리닉, 매출액 300~400억원, 싱가포르 상장사, 아직 연결매출로 미인식), 인도네시아 1개, 베트남 2개를 인수했다. 동사의 **해외병원사업 장기전략을 보면 네트워크 확장을 위해 종합과 전문병원을 인수하고, 차음 모델의 세계 진출을 추진** 중이다. 마지막으로 아시아 태평양지역에 차+줄기세포치료제 서비스 플랫폼을 구축한다는 계획이다.

자회사 차케어스(병원부대사업: 산모도우미, 장례식장, 병원건물관리 등)는 2019년 매출액이 294억원, 영업이익이 11억원이다. 필러/화장품원료사업을 하는 차메디텍의 매출액은 130억원, 영업이익이 7억원이다. 또한 임상대행기관 서울CRO(지분 88.3%)의 매출액은 60억원, 4억원 영업적자이다(표 1참고).

[표 1] 지배구조



자료: 차바이오텍 사업보고서, 상상인증권

[표 2] 연결기준 사업부 매출액과 영업실적

(단위: 억원)

| 구분 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 비고 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|
| 매출액 | 4,176 | 4,886 | 5,346 | 5,610 | |
| (매출액 증가율) | | 17.0% | 9.4% | 5.0% | |
| 병원매출 | 2,402 | 2,524 | 2,977 | 3,150 | *2018년 호주병원매출 인식 |
| (증감률) | | 5.1% | 17.9% | 5.8% | *2019년 미국 클리닉 개원 증가효과 |
| 제품매출(의약품/화장품/화장품원료) | 443 | 543 | 619 | 630 | *CMG계약 매출 증가 |
| 상품매출(필러/화장품원료) | 149 | 176 | 160 | 165 | |
| 제대혈 보관 | 54 | 75 | 78 | 80 | |
| 바이오인슈어런스 보관 | 53 | 48 | 37 | 35 | |
| 연구용역 | 87 | 87 | 79 | 100 | |
| 서비스(컨설팅) | 359 | 461 | 393 | 450 | |
| 기타(임대, 정부보조, 로열티) | 629 | 972 | 1,003 | 1,000 | *미국 QAF 매출 |
| 매출원가 | 2,948 | 3,209 | 3,545 | 3,703 | |
| (매출원가율) | 70.6% | 65.7% | 66.3% | 66.0% | |
| 판매관비 | 1,295 | 1,487 | 1,743 | 1,767 | |
| (판매관비율) | 31.0% | 30.4% | 32.6% | 31.5% | |
| 영업이익 | 67 | 190 | 58 | 140 | |
| (영업이익률) | -1.6% | 3.9% | 1.1% | 2.5% | |
| 세전이익 | -433 | 366 | 673 | 220 | |
| 순이익 | -444 | 361 | 524 | 165 | |
| 지배주주순이익 | -465 | 244 | 464 | 116 | |
| * 지분처분이익 | | 8 | 530 | | |
| 현금성 자산 | | | 4,025 | | |
| 차입금 | | | 2,626 | | |
| 순현금자산 | | | 1,399 | | |
| 2019년 지분매각이익 537억원 | | | | | |

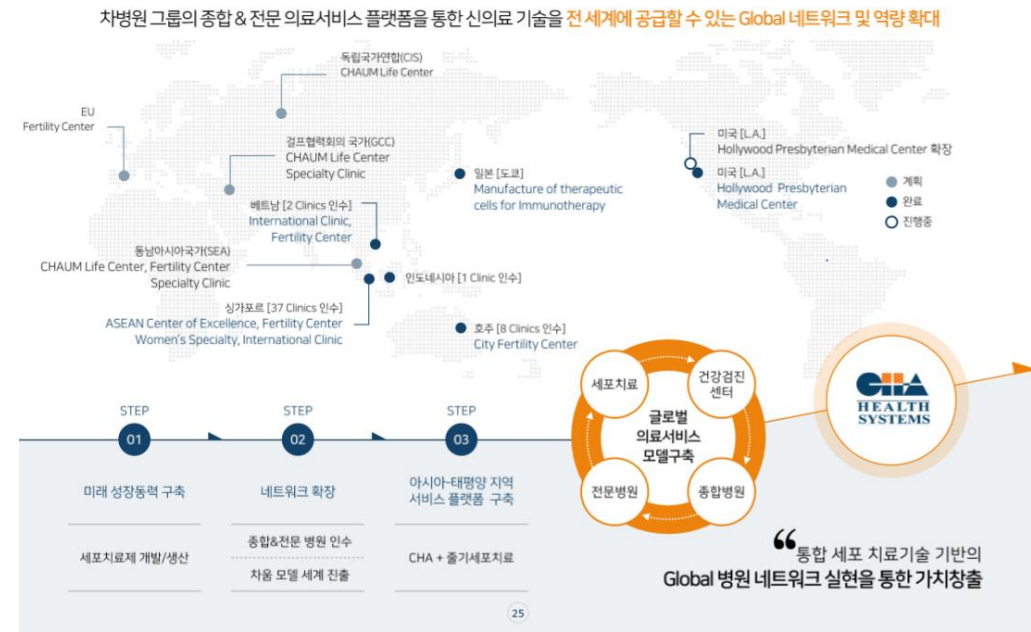
자료: 차바이오텍, 상상인 증권

[표 3] 신약 Pipeline 현황

| Source | Product | Indication | Research | Pre-Clinical | Phase I | Phase II | Phase III | remarks |
|--------------|-----------|--|--|--------------|---------|----------|------------------------------|------------------------------------|
| 백아 줄기세포 | hESC-RPE | 스타가르트병(SMD) | 미국 아스텔라스(줄 오카타 테라퓨틱스 社)와 전략적 제휴 | | | | | Phase II 준비 중 |
| | | 나이관련 황반변성증(AMD) | 미국 아스텔라스(줄 오카타 테라퓨틱스 社)와 전략적 제휴 | | | | | Phase I / II a 진행 중 |
| 태아 줄기세포 | PMD-NPC | 파킨슨병(PD) | | | | | | 연구자주도임상시험 (IT) |
| | CORDSTEM® | 퇴행성요추 추간판만성요통(DD) | | | | | | Phase I / II a IND승인 |
| | | 뇌졸중(ST) | | | | | | Phase I / II a 종료 (Double-blind) |
| | PLASTEM® | 알츠하이머병(AD) | | | | | | Phase I / II a 진행 중 (Double-blind) |
| | PLX-PAD | 간헐성 파행증(IC) | 글로벌 임상파트너: 이스라엘 Pluristem therapeutics 社 | | | | | Phase II 글로벌임상 종료 (2018.04) |
| 중증하지허혈증(CLI) | | 글로벌 임상파트너: 이스라엘 Pluristem therapeutics 社 | | | | | Phase III 진행 중 (Pluristem 社) | |
| 면역세포 | AKC | 재발성 교모세포종(GBM) | | | | | | 연구자주도임상시험 (IT) |

자료: 차바이오텍 IR자료

[표 4] 해외 네트워크 강화를 통한 성장 추진



자료 : 차바이오텍 IR자료

Stock Data

| | |
|---------------|----------------|
| KOSPI(04/17) | 633.7pt |
| 시가총액 | 8,895억원 |
| 발행주식수 | 52,481천주 |
| 액면가 | 500원 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 19,550/10,300원 |
| 90일 일평균거래대금 | 93억원 |
| 외국인 지분율 | 6.6% |
| 배당수익률(20.12E) | 0.0% |
| BPS(20.12E) | |

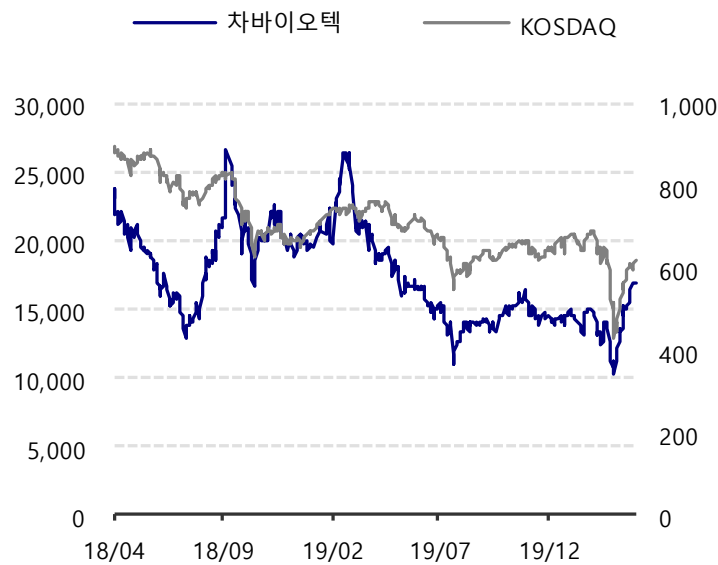
주가수익률

| (%) | 1W | 1M | 6M | 1Y |
|-------|-----|------|------|-------|
| 절대수익률 | 6.6 | 58.4 | 11.5 | -11.9 |
| 상대수익률 | 4.0 | 34.8 | 15.9 | 6.6 |

주주구성

| | |
|--------------|-------|
| 차광열 (외 19 인) | 28.4% |
|--------------|-------|

Stock Price



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)

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 하시기 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.

투자등급 및 적용 기준

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후 12개월) | 투자의견 비율 | 비고 |
|------------------------|----------------------------------|--------------------|-------------------|------------|---|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 | Overweight(비중확대) | | | |
| | 업종 비중 기준 | Neutral (중립) | | | |
| | 투자등급 3 단계 | Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 절대수익률 기준 | Buy (매수) | +15% 이상 | 54.0% | |
| | 투자등급 4 단계 | Hold (보유) | -15% ~+15% | 1.8% | 투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |
| | | Sell (매도) | -15% 이하 기대 | 0.0% | |
| | | Not Rated(투자의견없음) | 등급보류 | 44.2% | |
| | | 합계 | | 100.0% | |