

코오롱티슈진(950160)

플랫폼보다 빛날 신약의 가치

DCF 밸류에이션 기준 적정 시총 8.3조원, 목표주가 10만원 유지

TG-C의 가치 8.3조원, 목표주가 10만원을 유지한다. 다만 이전 추정치 대비 DCF 밸류에이션의 약가, 점유율 추정을 변경했다. 1) 약가: 도매가 25,000달러로 상향했다. 1회 주사 시 효능이 2년간 유지되므로 연간 도매가는 12,500달러다. 임상 결과와 장기 추적 결과를 통해 확인된 TG-C의 안전성, 통증 감소, 기능 개선 효능, 인공관절수술 지연 효과를 반영해 약가 추정치 상향 필요성을 인지했다. 2) 점유율: 생산 캐파를 고려해 조정했다. 2041년 적격 환자의 8% 즉 40만명에 처방 될 경우 피크세일즈는 13조원, 순이익은 7.2조원으로 추정된다.

지금 주목할 건 TG-C의 가치

내년 6~7월 임상 3상 결과 발표가 주요 모멘텀이다. 모멘텀 공백을 고려해도 지금 관심 가질 만한 바이오 중형주는 코오롱티슈진이다. 환자 수 많고, 경쟁약 없는 미국 OA 신약 시장에서 성공 가능성 높은 임상 3상 중인데 시총은 3.8조원에 불과하다. KRX헬스케어 지수의 12MF PER은 42배이며, 특히 미국 수출 기업에 멀티플 프리미엄을 부여한다. TG-C가 미국 시장에서 의미 있는 초기 점유율 0.5%를 달성할 시점은 2030년이며 매출 1.2조원, 순이익 2,910억원이 전망된다.

무릎 OA 신약 과거 딜 사례 참고

일라이 릴리는 2013년 무릎 OA 신약 후보 타네주맵(Tanezumab, NGF 차단 항체)의 50:50 공동개발 권리 확보를 위해 화이자와 18억달러 계약을 체결했다. 일 반적인 기술 이전 딜이 아니라 비용과 수익을 절반으로 나누는 공동개발 딜이었다. 당시 미국 시장은 타네주맵 계열의 시장 가치를 110억달러로 평가하기도 했다. 하지만 결국 타네주맵은 FDA 승인을 받지 못했는데 이유는 NSAID 소염진통제와 병용했을 때 관절 손상 위험이 2~3배로 증가했기 때문이다. 한편 TG-C는 안전성 우려가 없다. 미국에서 진행한 임상 2상 결과 한국 임상 시험에서와 같이 일관된 통증 감소 효능을 확인했고, 15년 이상의 장기 추적 결과 임상적 이점은 유지되고 있는데 안전성 이슈는 없었다. 오히려 암 발생 위험은 일반 인구 대비 낮았다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	4	(21)	(17)	(1,201)	NM	(19)	NM	NM	5.7	(16.7)	0.0
2024A	5	(22)	(34)	(2,196)	NM	(21)	NM	NM	12.7	(25.9)	0.0
2025F	5	(25)	(72)	(511)	NM	(24)	NM	NM	30.1	(55.6)	0.0
2026F	6	(28)	(38)	(265)	NM	(26)	NM	NM	27.8	(31.5)	0.0
2027F	6	(31)	(40)	(285)	NM	(30)	NM	NM	29.8	(33.7)	0.0

매수(유지)

목표주가: 100,000원 (유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

Stock Data

KOSPI(9/11)	3,344
주가(9/11)	45,200
시가총액(십억원)	3,752
발행주식수(백만)	83
52주 최고/최저가(원)	56,600/13,430
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,016
유동주식비율/외국인지분율(%)	33.5/4.2
주요주주(%)	코오롱 외 8 인 66.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.7	7.6	236.6
KOSDAQ 대비(%)	11.9	(8.1)	218.9

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hjwi@koreainvestment.com

이다용

dayong@koreainvestment.com

<표 1> 코오롱티슈진 밸류에이션: 목표주가 100,000원

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

TG-C 미국 가치	NPV	LOA	rNPV
	9,210	90.0%	8,289
목표주가 산출			
주식수			83,004
적정주가			99,860
목표주가			100,000
현재주가(9/11)			45,200
상승여력			121.2%

자료: 한국투자증권

<표 2> TG-C 미국 가치 NPV 9.2조원, LOA 90% 적용한 rNPV 8.3조원

(단위: 천명, 십억원)

연도	1년차 2028F	2년차 2029F	3년차 2030F	4년차 2031F	5년차 2032F	6년차 2033F	7년차 2034F	8년차 2035F	9년차 2036F	10년차 2037F	11년차 2038F	12년차 2039F	13년차 2040F	14년차 2041F
론자 생산					코오롱생명과학 생산									
미국 도매가(달러)	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
적격 환자수(천명)	7,175	7,174	7,159	7,123	7,074	6,967	6,842	6,705	6,538	6,341	6,088	5,783	5,436	5,056
점유율	0.02%	0.2%	0.5%	0.7	1.5%	1.8%	2%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
적용 환자수(명)	1,435	14,347	35,796	49,864	106,103	125,414	136,841	167,630	196,127	253,658	304,389	347,004	380,547	404,468
코오롱티슈진 매출(백만달러)	36	359	895	1,247	2,653	3,135	3,421	4,191	4,903	6,341	7,610	8,675	9,514	10,112
성장률		900%	150%	39%	113%	18%	9%	23%	17%	29%	20%	14%	10%	6%
코오롱티슈진 매출(십억원)	47	466	1,163	1,621	3,448	4,076	4,447	5,448	6,374	8,244	9,893	11,278	12,368	13,145
성장률		1,000%	250%	139%	213%	118%	109%	123%	117%	129%	120%	114%	110%	106%
GP	28	280	698	972	3,276	3,872	4,225	5,176	6,055	7,832	9,398	10,714	11,749	12,488
GPM	60%	60%	60%	60%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
OP	16	163	407	567	2,069	2,446	2,668	3,269	3,824	4,946	5,936	6,767	7,421	7,887
OPM	35%	35%	35%	35%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
NP	12	117	291	405	1,897	2,242	2,446	2,996	3,506	4,534	5,441	6,203	6,802	7,230
NPM	25%	25%	25%	25%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
WACC														13.6%
영구성장률														-15%
PV	8	67	147	181	745	775	744	802	826	941	994	997	963	901
영구현금흐름														428
영구현금흐름PV														120
NPV														9,210
rNPV	LOA	90%	(신약 3상)											8,289

주: 미국 적격 환자수는 전체 무릎 골관절염 환자의 25%, 치료가 필요한 KL 2~3단계 환자로 가정
 자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4	5	5	6	6
매출원가	3	4	5	6	7
매출총이익	0	1	0	(0)	(1)
판매관리비	21	23	25	27	30
영업이익	(21)	(22)	(25)	(28)	(31)
영업이익률(%)	(553.3)	(433.6)	(479.9)	(483.6)	(492.0)
EBITDA	(19)	(21)	(24)	(26)	(30)
EBITDA Margin(%)	(515.2)	(417.6)	(456.8)	(464.9)	(477.2)
영업외수익	4	(12)	(47)	(10)	(9)
금융수익	2	1	1	1	1
금융비용	0	14	50	14	14
기타영업외손익	2	1	1	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(17)	(34)	(72)	(38)	(40)
법인세비용	0	(0)	0	0	0
당기순이익	(17)	(34)	(72)	(38)	(40)
당기순이익률(%)	-425.0	-680.0	-1,440.0	-633.3	-666.7
성장성(% , YoY)					
매출 증가율	(60.8)	36.9	2.0	10.2	9.3
영업이익 증가율	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익 증가율	55	100	112	(47)	5
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA 증가율	NM	NM	NM	NM	NM

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	(24)	(20)	(2)	23	16
당기순이익	(17)	(34)	(89)	(32)	38
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(8)	(1)	86	53	(23)
기타	0	14	0	1	0
투자활동현금흐름	(29)	(77)	2	(21)	(15)
유형자산투자	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	17	0	0	0	0
무형자산순증	(46)	(77)	3	(18)	(13)
기타	0	0	0	(3)	(2)
재무활동현금흐름	38	69	(1)	(1)	(1)
자본의증가	39	47	0	0	0
차입금의순증	(1)	23	(1)	(1)	(1)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(15)	(28)	(0)	1	1
FCF	(74)	(119)	53	13	13

주: K-IFRS (개별) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

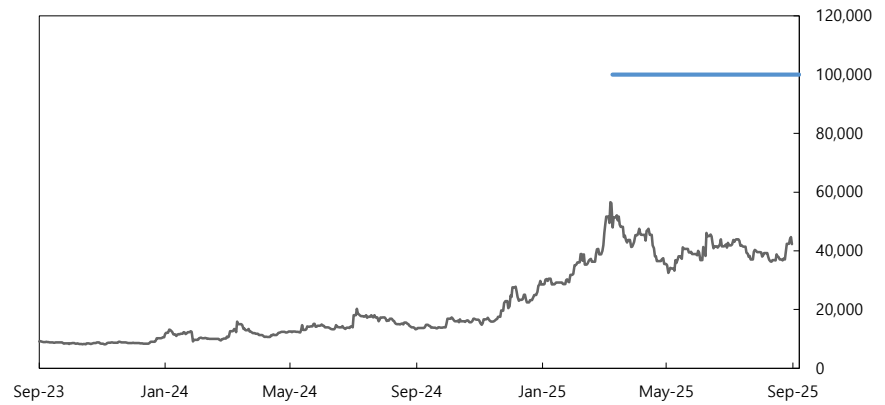
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	135	222	256	275	284
유동자산	32	7	32	28	12
현금성자산	27	1	32	28	12
매출채권및기타채권	1	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	103	215	223	246	272
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	2	2	3	4	5
무형자산	88	200	220	242	267
부채총계	20	76	141	151	168
유동부채	14	71	136	146	163
매입채무및기타채무	11	27	32	39	47
단기차입금및단기사채	0	11	11	11	11
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	5	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	6	5	5	5	5
자본총계	115	146	115	124	116
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	470	587	587	587	587
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	(355)	(442)	(514)	(552)	(592)
순차입금	(21)	46	15	19	35

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(1,201)	(2,196)	(511)	(265)	(285)
BPS	1,581	1,834	1,406	1,523	1,419
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	(14.1)	(18.9)	(30.3)	(14.2)	(14.5)
ROE	(16.7)	(25.9)	(55.6)	(31.5)	(33.7)
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	NM	NM	NM
안정성					
부채비율(x)	17.4	52.4	123.1	121.2	145.4
차입금/자본총계비율(%)	5.6	32.2	41.1	37.9	40.7
이자보상배율(x)	(71.7)	(244.8)	(157.2)	(174.5)	(194.0)
순차입금/EBITDA(x)	1.1	(2.2)	(0.6)	(0.7)	(1.2)
Valuation(x)					
PER	NM	NM	NM	NM	NM
최고	NM	NM	NM	NM	NM
최저	NM	NM	NM	NM	NM
PBR	5.7	12.7	30.1	27.8	29.8
최고	7.2	15.6	42.2	38.9	41.8
최저	4.9	4.7	16.2	15.0	16.1
PSR	173.6	352.0	665.8	605.1	553.5
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
코오롱티슈진 (950160)	2024.12.18	NR	—	—	—
	2025.03.20	매수	100,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 9월 11일 현재 코오롱티슈진 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.9%	22.1%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.