

코오롱티슈진 (950160.KQ)

6,500억 규모 기술수출로 명예회복

Company Comment | 2018. 11. 20

먼디파마 대상 일본지역 권리 기술수출 성공. 미츠비시타나베 기술이전 계약 해지 이후 불확실성 해소 국면. 미국 3상 순항 중. 국내 인보사 연매출 100억~120억 전망. 2019년 기술료 150억원 수취로 적자폭 축소 예상

먼디파마 대상 일본 권리 기술수출

전일 코오롱생명과학(동사의 계열사이자, 아시아 지역 파트너)은 먼디파마 대상 6,500억원 규모의 일본지역 권리 기술수출을 공시함. 2017년 12월 기존 일본 파트너사였던 미츠비시타나베 계약으로부터 기술이전 계약 취소의향이 접수된 이후 불투명해졌던 인보사의 일본 판매 시점에 대한 불확실성 해소로 판단됨. 반환의무가 없는 초기계약금은 300억원, 상업화 이후 판매 실적에 따른 마일스톤은 약 6,200억원 규모의 계약임

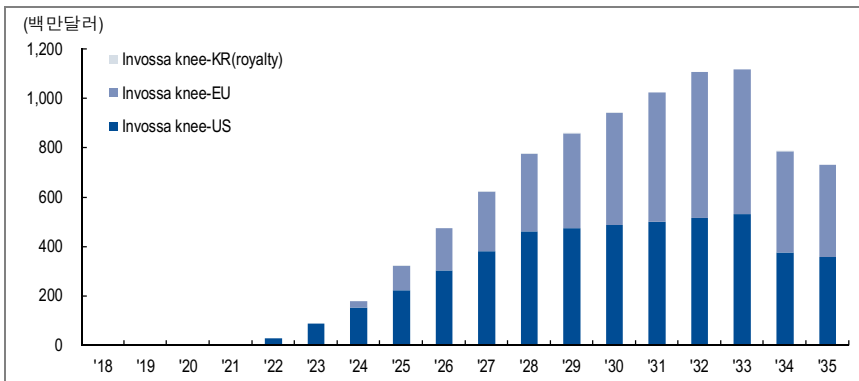
일본, 미국, 한국 모두 순항 중

동사는 이번 기술수출로 계약금, 로열티 등의 50%를 수취할 예정. 2019년 초기계약금의 50%인 150억원 반영. 2023년 일본 출시 목표. 한편, 미국 임상 3상 환자 모집은 2018년 10월부터 개시, 순항 중. 국내 인보사 처방건수 또한 누적 기준 2,200건 돌파. 2018년 연간 코오롱생명과학 기준 매출액 100~120억 달성 전망. 동사는 국내 판매 매출의 2% 로열티 수취 예상

인보사 품질에 대한 우려 불식

기존 일본 파트너사인 미츠비시타나베 계약과의 기술계약 해지로 시장에서 우려한 것은 1) 임상 시료의 품질 이슈 2) 미국 3상의 재개 가능성 등이었음. 그러나 7월 중국 하이난지역 공급계약 체결, 10월 미국 3상 개시, 11월 일본 기술수출로 이러한 우려들을 불식시키는 국면으로 판단됨. 테마감리 이후 가이드라인에 따라 미국 3상 비용은 무형자산으로 인식 예정. 2019년 초기계약금 150억원 수취에 따른 영업적자폭 축소 전망

Invostra risk-adjusted sales forecast



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Not Rated

현재가 ('18/11/19) **47,000원**

업종	바이오
KOSPI / KOSDAQ	2,100.56 / 702.13
시가총액(보통주)	2,865.6십억원
발행주식수(보통주)	61.0백만주
52주 최고가 ('17/11/21)	68,600원
최저가 ('18/05/30)	32,250원
평균거래대금(60일)	23,017백만원
배당수익률 (2018E)	0.00%
외국인지분율	5.5%

주요주주
코오롱 외 6 인 62.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	28.2	33.7	-22.2
상대수익률 (%p)	41.1	65.6	-14.0

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	3.2	3.5	20.4	20.7
증감률	-76.0	10.5	477.9	1.7
영업이익	-15.1	-15.9	-1.7	-4.1
영업이익률	-474.3	-450.5	-8.3	-20.0
(지배지분)순이익	-19.8	-19.5	-2.4	-5.9
EPS	-492.2	-320.9	-39.3	-96.1
증감률	적전	적지	적지	적지
PER	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	16.0	16.3	16.5	17.1
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	-18.2	-10.5	-1.4	-3.4
부채비율	16.6	13.6	34.8	36.4
순차입금	-161.5	-118.8	-89.2	-55.1

단위: 십억원, %, 원, 배
주: IFRS별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst **구완성**
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

표1. 코오롱생명과학-먼디파마 기술수출 계약 내용 요약 (신규)

분류	내용
일시	• 2018년 11월 19일
개발사	• 코오롱생명과학
파이프라인	• 골관절염 세포유전자 치료제 인보사(Invossa)
계약 상대	• 미국 먼디파마의 일본법인 먼디파마 케이케이
계약 조건	• 총 계약규모: 6,500억원 • 계약금: 300억원 • 로열티: 별도
계약 기간	• 시판 후 15년(추후 1년 단위로 연장 가능)
비고	• 계약금 중 150억원은 60일 이내 수령할 계획. 나머지 150억원은 분기별로 분할 수령 예정 • 코오롱티슈진에 50%를 수수료로 지급할 예정

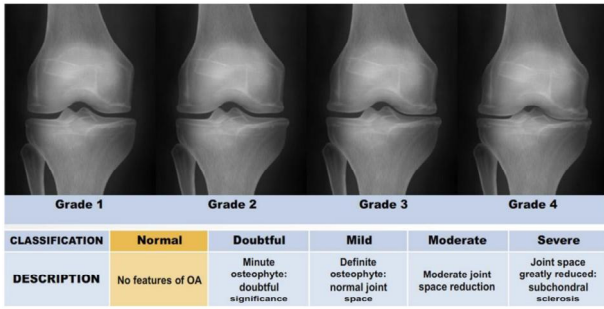
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

표2. 코오롱생명과학-미츠비스타나베 제약 기술수출 계약 내용 요약 (기존)

분류	내용
일시	• 2016년 11월 1일
개발사	• 코오롱생명과학
파이프라인	• 골관절염 세포유전자 치료제 인보사(Invossa)
계약 상대	• 일본 미츠비스타나베 제약
계약 조건	• 총 계약규모: 4,716억원 • 계약금: 273억원 • 로열티: 별도
계약 기간	• 시판 후 10년
비고	• 코오롱생명과학은 일본 시장에 대한 제품 공급권 보유 • 코오롱티슈진에 50%를 수수료로 지급할 예정 • 2017년 12월 계약취소 의향 접수 • 2018년 4월 계약 해지

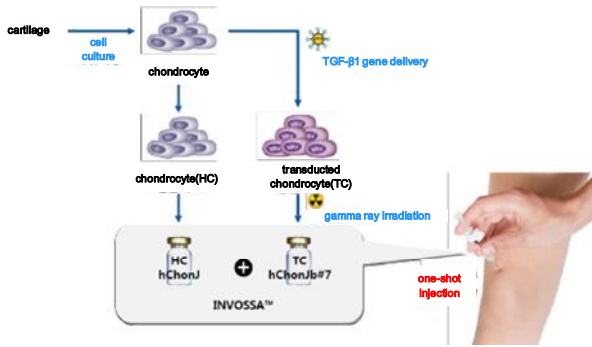
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

그림1. Kellgren-Lawrence Grade: joint 감격에 따른 분류



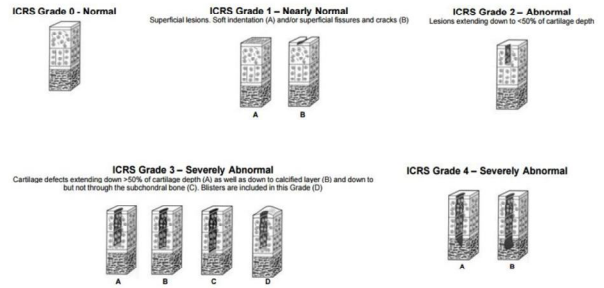
자료: NH 투자증권 리서치본부

그림3. 인보사 제조 과정



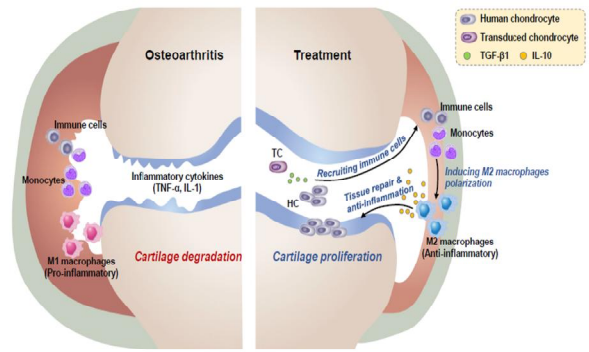
자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

그림2. ICRS Grade: cartilage 손상 정도에 따른 분류



자료: NH 투자증권 리서치본부

그림4. 인보사 작용 기전



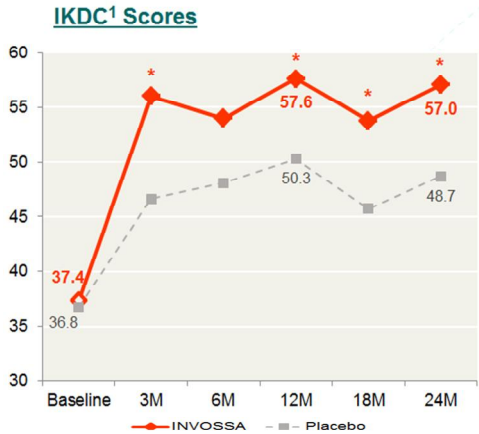
자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

표3. Invozza 미국 2상 디자인

항목	내용	비고
적응증	Osteoarthritis, Knee (Grade 3)	
환자수	102명(실험군 67명, 대조군 35명)	
용법용량	실험군: 3 x 10 ⁷ cells per injection (intraarticular) 대조군: normal saline	
추적관찰	2년	
1차지표	IKDC, VAS (모두 1년차)	
2차지표	Lysholm Knee Score(2년차), MRI(1년차), pain(2년차)	
NCT Number	NCT01221441	

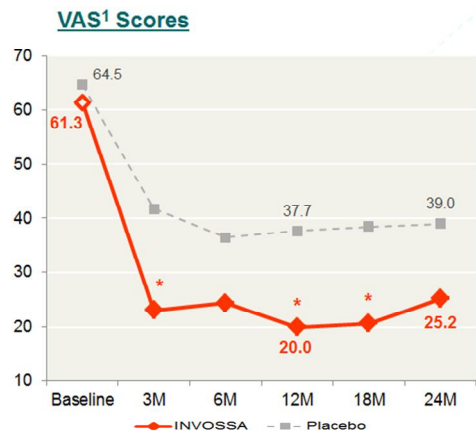
자료: Clinicaltrials.gov, NH 투자증권 리서치본부

그림5. Invozza 미국 2상 결과: fuction



자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

그림6. Invozza 미국 2상 결과: pain



자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

표4. Invozza 한국 3상 디자인

항목	내용	비고
적응증	Degenerative Arthritis (Grade 3)	
환자수	156 명(실험군 78 명, 대조군 81 명)	
용법용량	실험군: 1.8 x 10 ⁷ cells per injection (intraarticular) 대조군: normal saline	
추적관찰	1년	
1차지표	IKDC, VAS	
2차지표	WOMAC, MRI, JSW, biomarker	
NCT Number	NCT02072070	

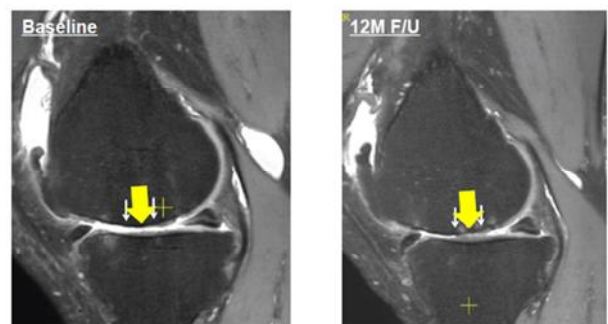
자료: Clinicaltrials.gov, NH 투자증권 리서치본부

그림7. Invozza 한국 3상 결과: pain



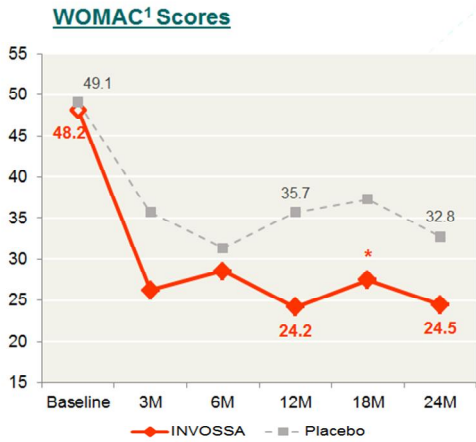
자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

그림8. Invozza 한국 3상 결과: structure



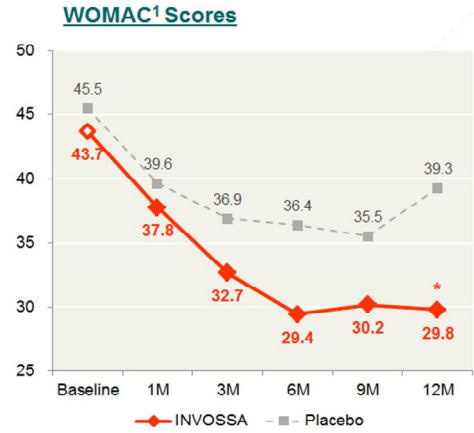
자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

그림9. Invozza 미국 2상 결과: pain



자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

그림10. Invozza 한국 3상 결과: pain



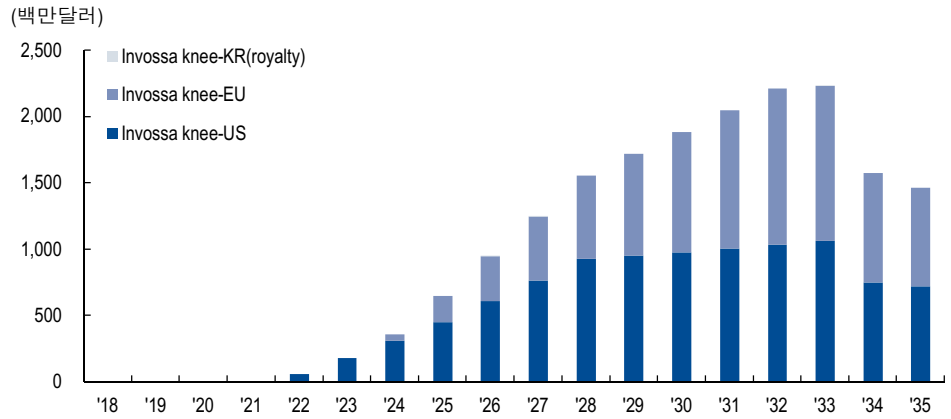
자료: 티슈진, NH 투자증권 리서치본부

표5. Invozza 미국 3상 디자인

항목	내용	비고
적응증	Degenerative Osteoarthritis (Grade 2 or 3)	
환자수	1,020 명	
용법용량	실험군: 3 x 10e7 cells per injection (intraarticular) 대조군: normal saline	
추적관찰	2년	
1차지표	WOMAC, VAS(모두 1년차)	
2차지표	IKDC, JSW, MRI, OARSI, biomarker	
NCT Number	NCT03291470, NCT03203330	

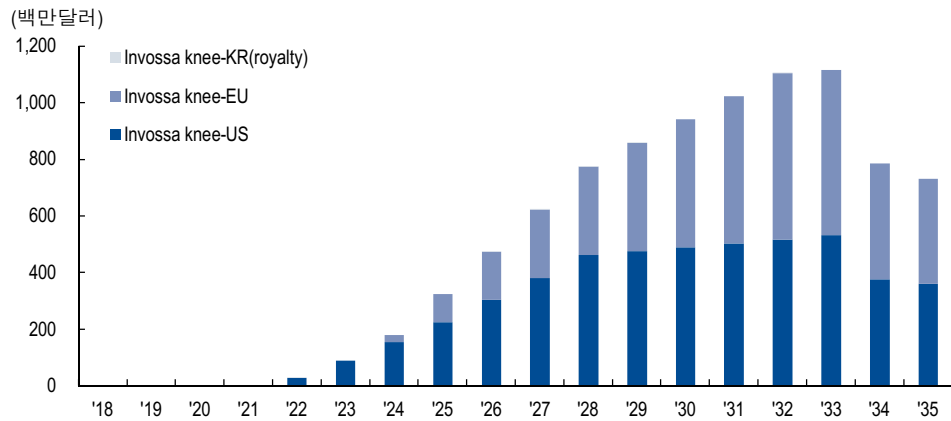
자료: Clinicaltrials.gov, NH 투자증권 리서치본부

그림 11. Invossa un-adjusted sales forecast



자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

그림 12. Invossa risk-adjusted sales forecast



자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

표6. 티슈진 실적 추정

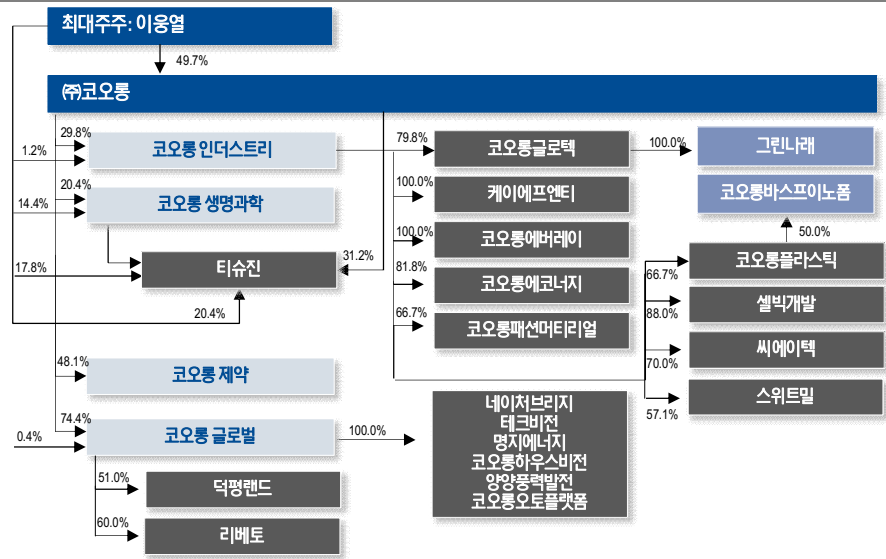
(단위: 십억원)

구 분	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	21.1	82.5	213.6	411.6	730.4	1,061.6	1,389.4	1,724.8	1,907.3	2,088.8
y-y	1.7%	291.5%	158.8%	92.7%	77.5%	45.4%	30.9%	24.1%	10.6%	9.5%
drug sales	n/a	61.1	192.2	390.1	708.9	1,040.1	1,368.5	1,703.9	1,886.6	2,068.1
Invossa knee-US	n/a	61.1	192.2	335.7	492.7	664.1	834.6	1,014.1	1,042.6	1,072.0
Invossa knee-EU	n/a	n/a	n/a	54.4	216.2	376.0	533.9	689.8	843.9	996.1
royalty revenue	1.3	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.2	1.1	1.0	0.9
other sales(w-store)	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
매출원가	2.4	4.1	10.7	20.6	36.5	53.1	69.5	86.2	95.4	104.4
연구개발비	5.9	12.4	32.0	61.7	109.6	159.2	208.4	258.7	286.1	313.3
판매&관리비	19.5	21.5	23.6	41.2	73.0	106.2	138.9	172.5	190.7	208.9
영업이익	-6.8	44.6	147.3	288.1	511.2	743.1	972.6	1,207.4	1,335.1	1,462.2
y-y	적지	흑전	230.5%	95.6%	77.5%	45.4%	30.9%	24.1%	10.6%	9.5%
영업외 손익	-0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
세전이익	-7.6	45.7	148.4	289.2	512.3	744.2	973.7	1,208.5	1,336.2	1,463.3
법인세	1.8	9.1	29.7	57.8	102.5	148.8	194.7	241.7	267.2	292.7
당기순이익	-9.4	36.5	118.7	231.4	409.9	595.4	779.0	966.8	1,069.0	1,170.6
y-y	59.6%	-490.5%	224.9%	94.9%	77.2%	45.3%	30.8%	24.1%	10.6%	9.5%

주: IFRS 연결 기준

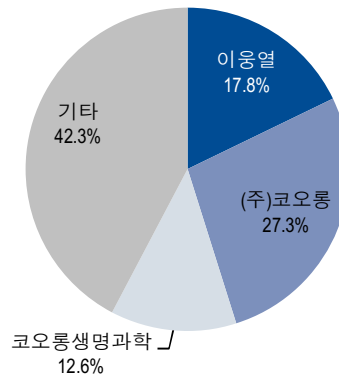
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림13. 코오롱그룹 지배구조



자료: 전자공시시스템, NH 투자증권 리서치본부

그림14. 티슈진 주주구성



자료: 전자공시시스템, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	3.2	3.5	20.4	20.7
증감률 (%)	-76.0	10.5	477.9	1.7
매출원가	1.7	1.8	2.0	2.2
매출총이익	1.5	1.7	18.4	18.5
Gross 마진 (%)	47.8	48.0	90.1	89.3
판매비와 일반관리비	16.7	17.6	20.0	22.7
영업이익	-15.1	-15.9	-1.7	-4.1
증감률 (%)	적전	적지	적지	적지
OP 마진 (%)	-474.3	-450.5	-8.3	-20.0
EBITDA	-14.6	-14.9	-0.1	-2.4
영업외손익	-0.9	0.0	-0.3	-0.6
금융수익(비용)	-0.2	0.0	-0.3	-0.6
기타영업외손익	-0.7	0.0	0.0	0.0
중속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-16.1	-15.9	-1.9	-4.8
법인세비용	3.8	3.7	0.5	1.1
계속사업이익	-19.8	-19.5	-2.4	-5.9
당기순이익	-19.8	-19.5	-2.4	-5.9
증감률 (%)	적전	적지	적지	적지
Net 마진 (%)	-621.2	-554.4	-11.7	-28.3
지배주주지분 순이익	-19.8	-19.5	-2.4	-5.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-19.7	-19.5	-2.4	-5.9

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	16.0	16.3	16.5	17.1
PCR(배)	-138.7	-192.3	-21,927.6	-1,171.2
PSR(배)	653.7	811.9	140.6	138.2
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBIT(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS(원)	-492	-321	-39	-96
BPS(원)	3,232	2,884	2,845	2,749
SPS(원)	79	58	334	340
자기자본이익률(ROE, %)	-18.2	-10.5	-1.4	-3.4
총자산이익률(ROA, %)	-14.7	-9.1	-1.1	-2.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	-62.8	-42.0	-2.8	-4.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-82.5	-67.4	-51.3	-32.8
총부채/ 자기자본(%)	16.6	13.6	34.8	36.4
이자발생부채	24	19	30	30
유동비율(%)	1,464.8	1,608.3	354.9	269.6
총발행주식수(백만원)	61	61	61	61
액면가(원)	0	0	0	0
주가(원)	51,800	47,000	47,000	47,000
시가총액(십억원)	3,131	2,866	2,866	2,866

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	28.6	1.1	12.9	9.0
매출채권	0.7	0.8	4.6	4.7
유동자산	189.3	142.3	146.6	113.2
유형자산	1.0	0.7	1.1	0.7
투자자산	0.0	0.0	0.2	0.2
비유동자산	38.8	58.0	87.6	115.9
자산총계	228.2	200.2	234.2	229.1
단기성부채	4.8	4.4	15.7	16.0
매입채무	0.6	0.6	3.6	3.6
유동부채	12.9	8.8	41.3	42.0
장기성부채	18.7	14.4	14.4	14.4
장기충당부채	0.1	0.1	0.7	0.7
비유동부채	19.5	15.2	19.1	19.2
부채총계	32.4	24.0	60.4	61.2
자본금	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	271.6	271.6	271.6	271.6
이익잉여금	-76.0	-95.6	-98.0	-103.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	195.7	176.2	173.8	167.9

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	-15.1	-22.6	1.6	-4.1
당기순이익	-19.8	-19.5	-2.4	-5.9
+ 유/무형자산상각비	0.5	1.0	1.6	1.7
+ 중속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	-15.1	-14.9	-0.1	-2.4
- 운전자본의증가(감소)	-0.4	-4.0	2.5	0.1
투자활동 현금흐름	-180.8	-0.1	-1.2	0.0
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.3	0.0	-1.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.0	0.0	-0.2	0.0
Free Cash Flow	-15.4	-22.6	0.6	-4.1
Net Cash Flow	-195.9	-22.7	0.4	-4.1
재무활동현금흐름	203.7	-4.8	11.3	0.2
자기자본 증가	185.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	18.2	-4.8	11.3	0.2
현금의증가	7.8	-27.5	11.7	-3.9
기말현금 및 현금성자산	28.6	1.1	12.9	9.0
기말 순부채(순현금)	-161.5	-118.8	-89.2	-55.1

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2018년 11월 16일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.3%	19.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "코오롱티슈진"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- "코오롱티슈진"은 당사 공식 Coverage 기업의자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회할 수 있습니다.