

Growth Call
Long-term Issue

티슈진
(950160.KQ)

Coming Soon!

제약·바이오 담당 엄여진
T.02)2004-9201 / eom.yeo-jin@shinyoung.com

매수(신규)

공모가액 27,000원
목표주가(12M) 39,000원

Key Data (기준일: 2017. 11. 3)

KOSPI(pt)	2557.97
KOSDAQ(pt)	701.13
보통주 시가총액(억원)*	16,320
발행주식수(DR, 천주)	60,443
외국인지분율(%)	-
주요주주 지분율(%)	
코오롱	31.2
이웅열 회장	20.4
코오롱생명과학	14.4
코오롱글로텍	3.2

참고: 공모가 기준

월요일 상장, 수요일 제품 출시

내일부터 티슈진 DR이 코스닥 시장에서 거래될 예정. 상장주관사인 NH투자증권은 지난 일반 공모 청약 결과 청약경쟁률이 300대 1로 집계됐다고 밝힘. 다음주 수요일(11월 8일)부터는 동사의 골관절염 치료제 인보사-K가 출시되어 병원에서 처방될 예정

상업화된 치료제를 파이프라이너로 보유

인보사가 국내에서 골관절염 치료제로서 상업화까지 검증되었다는 점은 미국 임상의 성공 가능성에 대한 기대감을 높이는 요인으로 판단됨. 향후 미국에서 DMOAD 라벨을 획득할 경우 글로벌 마케팅에서 유리한 포지셔닝이 가능할 수 있음

시장의 성장성에 주목

티슈진은 미국과 유럽의 거대 잠재 시장을 타겟으로 하며, 코오롱생명과학이 판권을 갖고 있는 22개국에 대해서도 일정 비율의 라이선스 금액을 수취함. 티슈진이 보유한 인보사의 미국 시장 가치만 2조 2,020억원, 코오롱생명과학과 미쓰비시타나베를 통한 인보사의 일본 사업 가치는 2,655억원으로 추정됨. 두 시장만을 합산했을 때 인보사의 적정가치는 2조 4,675억원으로 추정됨

투자의견 매수, 목표주가 39,000원 제시

티슈진에 대한 투자의견 매수, 목표주가 39,000원을 제시함. 이는 동사가 보유한 미국과 일본 내 인보사의 추정가치 2조 4,675억원만을 고려한 수치로서 충분히 보수적인 valuation으로 판단됨. 동사가 판권을 보유한 유럽 시장과 코오롱생명과학의 추가 라이선스 아웃 가능 국가에 대해서 고려하지 않았으므로 향후 라이선스 아웃이 있을 경우 목표주가 상향 가능. 또한 미국 시장 내 가치 산정시 고려하지 않은 DMOAD 라벨 획득 가능성이 높아질 경우 목표주가 상향 가능

결산기(12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	0.3	13.3	4.3	7.4	8.8
영업이익(십억원)	-6.1	6.0	-8.3	-8.8	-9.4
계속사업세전순익(십억원)	-6.3	5.5	-7.1	-7.3	-8.0
지배주주순이익(십억원)	-6.3	7.3	-7.1	-7.3	-8.0
EPS(원)	-258	299	-278	-120	-132
증감율(%)	na	흑전	적전	적지	적지
ROE(%)	-349.5	62.5	-6.0	-3.4	-3.9
PER(배)	-	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-0.3	-1.0	25.6	22.9	21.3

수요예측 기관의 98.5%가
25,625원 초과 제시

도표 1. 수요예측 신청가격 분포

(단위: 건, 천 주)

구 분	참여건수	신청수량	비율
27,000원 초과	49	175,949	9.8%
25,625원 초과 27,000원 이하	562	1,593,372	88.7%
24,250원 초과 25,625원 이하	2	650	0.0%
22,875원 초과 24,250원 이하	8	6,994	0.4%
21,500원 초과 22,875원 이하	24	7,930	0.4%
21,500원	1	230	0.0%
20,125원 이상 21,500원 미만	0	0	0.0%
18,750원 이상 20,125원 미만	3	5,577	0.3%
17,375원 이상 18,750원 미만	1	178	0.0%
16,000원 이상 17,375원 미만	4	46	0.0%
16,000원 미만	1	6,000	0.3%
합 계	655	1,796,926	100%

자료: NH투자증권

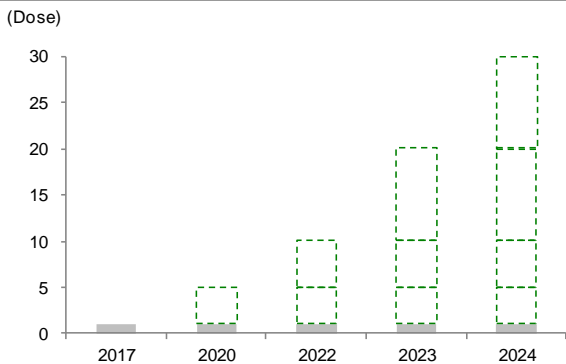
의무보유확약 비중
총 신청수량 대비 22.5%

도표 2. 의무보유확약 현황

구 분	신청수량(천 주)
6개월 확약	75,519
3개월 확약	152,041
1개월 확약	163,728
15일 확약	12,160

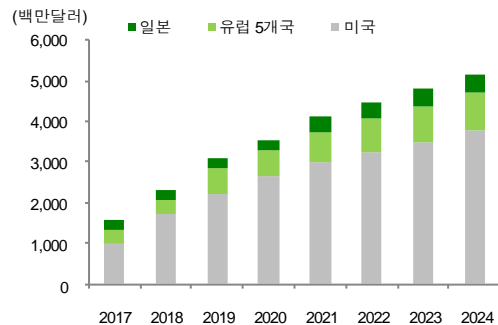
자료: NH투자증권

도표 3. 인보사 생산 Capa 증설계획



자료 : 코오롱생명과학, 신영증권 리서치센터

도표 4. 기존 골관절염 치료제 시장 전망



자료 : Global Data, 티슈진

도표 5. 티슈진 목표주가 산출

(단위 : 억원)

구분	적정가치	비고
신약가치		
인보사 미국 사업가치	22,020	도표 6 번 참조
인보사 일본 사업가치	2,655	도표 7 번 참조
적정가치	24,675	
총발행주식 수(DR)	63,315,495	
DR 당 적정가치(원)	38,972	
목표주가(원)	39,000	

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 6. 인보사 미국 사업가치 평가

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
무류퇴행성관절염 환자 수(천명)	33,022	33,990	35,010	36,060	37,142	38,256	39,404	40,586	41,803	43,058
인보사 예상 매출액(백만 달러)	547	1,129	1,852	2,450	2,800	2,946	2,761	2,849	3,027	3,118
원화 환산 수익(억원)	6,417	13,248	21,735	28,463	31,878	34,569	32,396	33,431	34,466	35,501
PV	1,656	3,022	4,384	5,076	5,026	4,819	3,993	3,644	3,321	3,025
NPV(억원)	37,966									
성공 확률 추정(%)	58									
적정 가치 (억원)	22,020									
발행주식수(천주)	63,315									
DR당 적정 가치 (원)	34,778									

자료 : 신영증권 리서치센터

주1: 환율: 1,150원, WACC: 13.1%,

주2: 인보사 출시 6년 후(2028년) 최대 매출 도달, 인보사 가격: 9,000달러(DMOAD 라벨 미획득시 가격 적용), 인보사 주시횟수: 1년 6개월에 일회 투여

도표 7. 인보사 일본 사업기회 평가

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
퇴행성관절염 환자 수(만명)	2,525	2,601	2,679	2,759	2,842	2,927	3,015	3,105	3,199	3,295	3,393	3,495	3,600	3,708	3,819
무릎 퇴행성관절염 환자 수(만명)	1,234	1,271	1,309	1,348	1,389	1,430	1,473	1,518	1,563	1,610	1,658	1,708	1,759	1,812	1,866
K&L Grade 2,3기 환자 수(만명)	802	826	851	877	903	930	958	986	1,016	1,046	1,078	1,110	1,143	1,178	1,213
인보사 예상 기술 매출액(억 엔)						35	72	119	155	174	189	177	182	188	194
인보사 예상 매출액(억 엔)						361	745	1,222	1,600	1,792	1,944	1,822	1,880	1,938	1,996
주요 R&D Milestone		임상 2상 개시	임상 2상 종료	임상 3상 개시	임상 3상 종료	출시									
Upfront 및 Milestone 수익(억 엔)					145	146	71	71							
Loyalty 수익(억 엔)						36	75	123	162	181	196	184	190	196	202
원화 환산 수익					1,583	1,944	1,501	1,969	1,568	1,756	1,904	1,785	1,842	1,899	1,956
EBIT					1,425	1,749	1,351	1,772	1,411	1,580	1,714	1,606	1,657	1,709	1,760
FCF					1,282	1,574	1,216	1,595	1,270	1,422	1,543	1,446	1,492	1,538	1,584
NPV	5,590														
성공 확률 추정(%)	95														
적정 가치	5,311														
티슈진 라이선스 비율(%)	50														
티슈진 귀속 가치	2,655														
발행 주식(DR(천 DR))	63,315														
DR당 적정 가치(원)	4,193														

주1 : 2016년 11월 미츠비시타타베에 총 5,000억원 규모 기술수출 계약한 상세내역을 반영하여 추정

주2 : 로열티 비율 = 10.1%

주3 : WACC = 13.1%

자료 : 신영증권 리서치센터

티슈진(950160.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	0.3	13.3	4.3	7.4	8.8
증가율(%)	NA	4,333.3	-67.7	72.1	18.9
매출원가	0.0	0.0	3.7	6.5	7.6
원가율(%)	0.0	0.0	86.0	87.8	86.4
매출총이익	0.3	13.3	0.6	0.9	1.2
매출총이익률(%)	100.0	100.0	14.0	12.2	13.6
판매비와 관리비 등	6.4	7.3	8.9	9.7	10.6
판매비율(%)	2,133.3	54.9	207.0	131.1	120.5
영업이익	-6.1	6.0	-8.3	-8.8	-9.4
증가율(%)	NA	-198.4	-238.3	6.0	6.8
영업이익률(%)	-2,033.3	45.1	-193.0	-118.9	-106.8
EBITDA	-5.7	6.4	-7.9	-8.4	-9.2
EBITDA마진(%)	-1,900.0	48.1	-183.7	-113.5	-104.5
순금융손익	-0.1	-0.5	2.1	2.0	1.9
이자손익	-0.1	-0.5	2.1	2.0	1.9
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.1	-1.0	-0.5	-0.5
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	-6.3	5.5	-7.1	-7.3	-8.0
계속사업손익법인세비용	0.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-6.3	7.3	-7.1	-7.3	-8.0
증가율(%)	NA	-215.9	-197.3	2.8	9.6
순이익률(%)	-2,100.0	54.9	-165.1	-98.6	-90.9
지배주주지분 당기순이익	-6.3	7.3	-7.1	-7.3	-8.0
증가율(%)	NA	-215.9	-197.3	2.8	9.6
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-6.3	7.3	-7.1	-7.3	-8.0

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	-5.6	6.2	-7.5	-8.5	-8.1
당기순이익	-6.5	7.6	-7.1	-7.3	-8.0
현금유출이없는비용및수익	1.0	-1.0	-1.7	-1.7	-1.7
유형자산감가상각비	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
영업활동관련자산부채변동	0.0	2.2	-0.7	-1.5	-0.4
매출채권의감소(증가)	0.0	0.0	-0.5	-0.4	-0.2
채고자산의감소(증가)	0.0	0.0	-0.3	-1.2	-0.3
매입채무의증가(감소)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
투자활동으로인한현금흐름	-2.7	-10.6	-20.6	-20.6	-20.6
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동으로인한현금흐름	8.3	21.0	20.9	0.4	0.4
장기차입금의증가(감소)	8.2	8.5	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	12.1	202.5	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	20.2	20.2	20.2
현금의 증가	0.0	16.6	195.0	-8.5	-8.1
기초현금	6.6	6.8	23.5	218.5	210.0
기말현금	6.6	23.5	218.5	210.0	201.9

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	6.8	24.1	220.0	213.2	205.7
현금및현금성자산	6.6	23.5	218.5	210.0	201.9
매출채권 및 기타채권	0.1	0.0	0.5	0.9	1.1
채고자산	0.0	0.0	0.3	1.5	1.8
비유동자산	3.7	18.1	17.7	17.4	17.1
유형자산	0.8	0.9	0.6	0.4	0.3
무형자산	2.9	13.2	13.1	12.9	12.8
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	10.6	42.2	237.7	230.6	222.8
유동부채	0.4	3.1	3.2	3.4	3.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	0.4	2.8	2.9	3.1	3.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.4	17.5	17.5	17.5	17.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.2	16.9	16.9	16.9	16.9
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8.8	20.6	20.7	20.9	21.0
지배주주지분	1.8	21.6	217.0	209.7	201.7
자본금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자본잉여금	71.7	86.1	288.6	288.6	288.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-70.0	-64.5	-71.7	-79.0	-86.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1.8	21.6	217.0	209.7	201.7
총차입금	8.2	16.9	16.9	16.9	16.9
순차입금	1.6	-6.6	-201.6	-193.1	-185.0

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Per Share (원)					
EPS	-258	299	-278	-120	-132
BPS	73	881	3,583	3,463	3,331
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	0.0	na	na	na
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-0.3	-1.0	25.6	22.9	0.0
Financial Ratio					
성장성 (%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	특전	적전	적지	적지
EBITDA(발표기준) 증가율	na	-212.3%	-223.4%	6.3%	9.5%
수익성 (%)					
ROE(순이익 기준)	-349.5%	62.5%	-6.0%	-3.4%	-3.9%
ROE(지배순이익 기준)	-349.5%	62.5%	-6.0%	-3.4%	-3.9%
ROIC	-172.7%	26.3%	-70.0%	-69.6%	-71.1%
WACC	1.5%	3.9%	2.9%	2.9%	2.9%
안전성 (%)					
부채비율	492.2%	95.3%	9.6%	10.0%	10.4%
순차입금비율	88.9%	-30.6%	-92.9%	-92.1%	-91.7%
이자보상배율	-48.7	12.1	-16.7	-17.6	-18.9

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(2017.09.30)	매수 : 82.39%	중립 : 17.61%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
	ELW	주식선물			
티슈진(Reg.S)	-	-	-	-	-

티슈진(Reg.S) : 과거 2년간 투자 의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2017-11-06	매수	39000		

