

# Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		유지
적정주가			
Earnings			

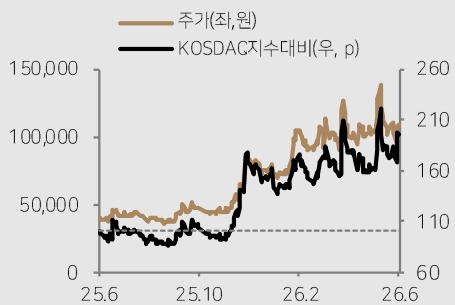
## Stock Information

현재가(6/5)	99,200원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	84,058억원
비중(KOSDAQ내)	1.45%
발행주식수	84,736천주
52주 최저가/최고가	36,300 - 138,800원
3개월 일평균거래대금	620억원
외국인 지분율	4.8%
주요주주지분율(%)	99,200원
코오롱 (외 9인)	65.7
Sean Ho Woo (외 1인)	0.0
권순욱 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	24.1	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(5.3)	24.0	154.7	24.6
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	12.1	15.6	122.1	16.3

## Price Trend



# 코오롱티슈진 (950160)

## 카운트다운 시작

### Issue

기업 현황 업데이트

### Pitch

7월 TG-C(골관절염) 미국 임상3상 탐라인 발표 예정. 미국 2상·국내 3상에서 통증·기능성 개선 일관되게 확인된 만큼 성공 가능성 높다고 판단. 구조적 개선까지 입증 시 세계 최초 DMOAD로 독점적 시장 지위 확보 가능. 결과 발표 전 관심 구간

### Rationale

- TG-C는 무릎 관절강 내 1회 주사로 연골 구조 자체를 회복시키는 근본 치료제(DMOAD)를 목표로 하는 세포/유전자 치료제. 현재 FDA 승인 DMOAD는 전무하며, 수술 없이 1회 투여로 장기 효과가 유지된다는 점에서 상업화 경쟁력 보유
- 미국 2상·한국 3 상에서 통증·기능성 개선이 대조군 대비 유의하게 확인됨. 인종과 임상 환경이 다른 두 임상에서 효과가 입증된 만큼 미국 3 상 성공 가능성 높다고 판단
- 미국 3상은 두 건(15302, 12301)으로 진행. 탐라인 결과는 각각 7월과 10월 발표 예정. 성공 시 글로벌 L/O 및 미국 파트너링 협상 본격화로 기업가치 재평가 기대. 구조적 개선까지 입증 시 세계 최초 DMOAD(근본적 치료법)로 독점적 시장 지위 확보 가능. 부분 성공(통증 개선 성공, 구조적 개선 실패)의 경우 DMOAD 포지셔닝은 어렵더라도 FDA 허가는 가능할 전망
- 론자와 BLA(품목 허가 신청) 및 초기 상업화까지 CMC 협업 진행 중으로 제조 리스크 상당 부분 해소. 중장기 생산처 다변화도 검토 중.
- 임상 결과 확인 후 1Q27 FDA 품목 허가 신청, 2028년 상업 판매 개시 목표. 미국 외 글로벌 L/O, 미국 내 파트너십, 직접 판매까지 다중 옵션 보유

### Earnings Forecasts

	(단위:십억원,%)						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	3.0	3.6	4.0	9.5	3.7	5.1	5.2
영업이익	(45.2)	(41.6)	(46.9)	(16.3)	(20.5)	(22.0)	(22.3)
EBITDA	(43.9)	(39.9)	(45.4)	(14.6)	(19.1)	(21.2)	(21.5)
차배주주순이익	(50.0)	(41.8)	(47.4)	(11.1)	(17.2)	(33.8)	(192.6)
자산총계	124.1	72.8	61.4	109.9	134.9	222.3	424.0
자본총계	92.2	48.1	38.6	91.5	115.0	145.9	64.1
순차입금	(82.3)	(40.8)	(31.8)	(51.2)	(21.0)	46.2	253.7
매출증가율	(18.1)	17.2	12.6	136.2	(60.8)	36.9	1.7
영업이익률	(1,488.6)	(1,168.7)	(1,171.7)	(172.4)	(553.3)	(433.6)	(432.7)
순이익률	(1,647.2)	(1,175.2)	(1,183.3)	(117.8)	(464.8)	(666.2)	(3,733.3)
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
ROE	(43.6)	(59.6)	(109.2)	(17.1)	(16.7)	(25.9)	(183.4)

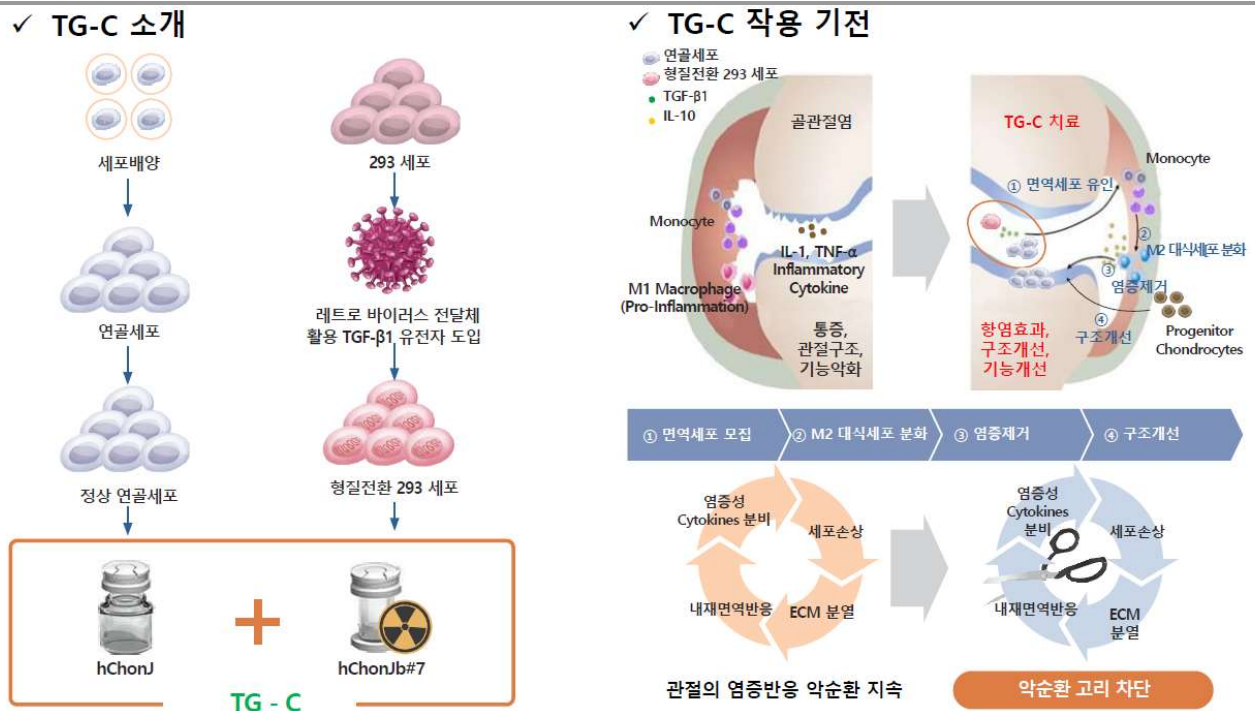
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 1: 골관절염의 미충족 수요: 기존 약물과 수술 사이 치료법 부재로 Treatment Gap 존재



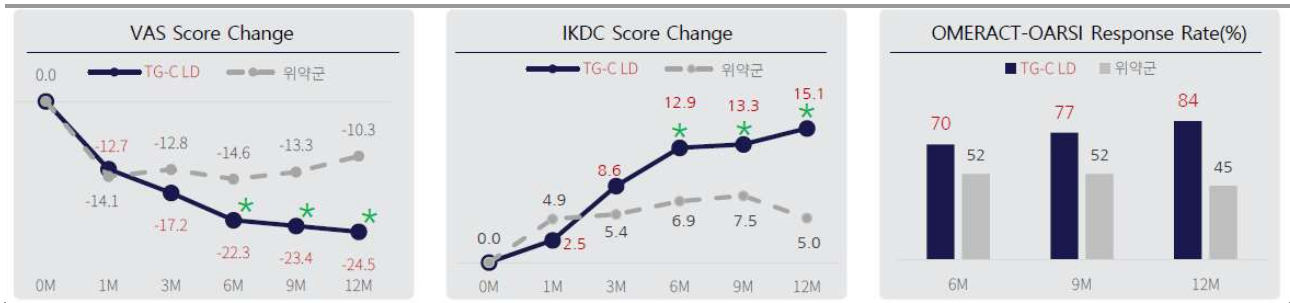
Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

Fig. 2: TG-C 구조 및 작용 기전



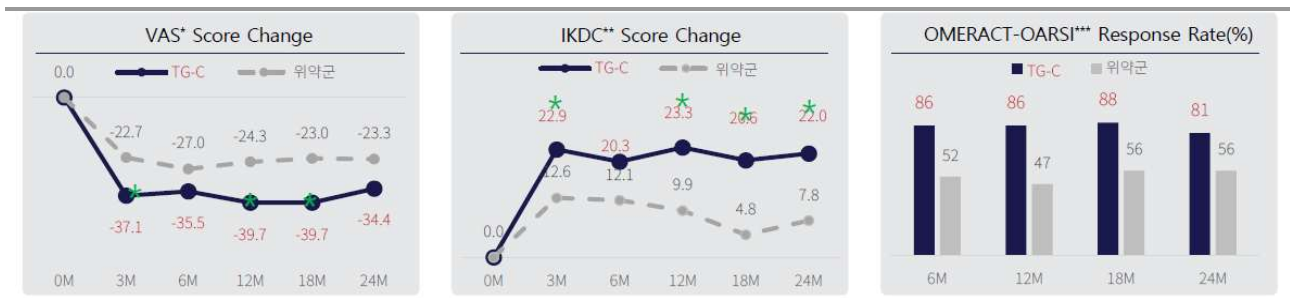
Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

Fig. 3: 한국 임상3상 통증 및 기능성 평가 결과



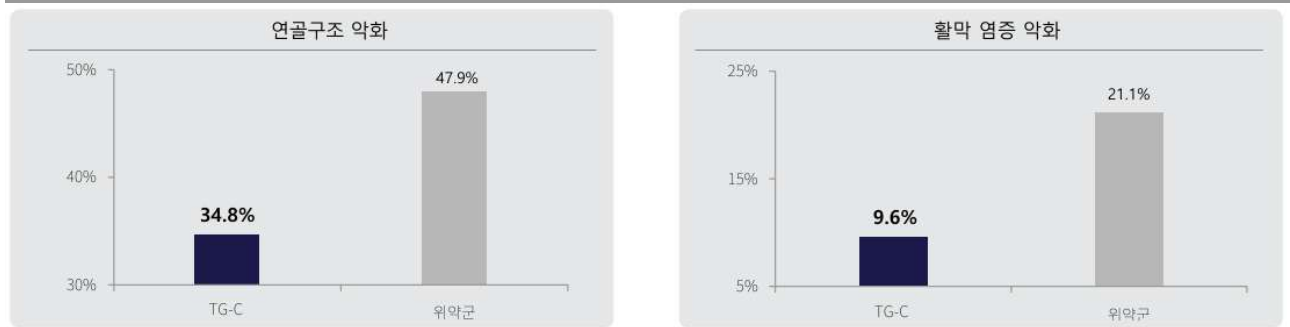
Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권  
 Note: VAS(Visual Analogue Scale): 무릎 통증 강도를 0~100점 선형 스케일로 측정하는 지표(100mm=최악의 통증), IKDC Score(International Knee Documentation Committee Score): 무릎 기능을 평가하는 국제 표준 점수(0~100점, 점수 높을수록 기능성 좋음), OMERACT-OARSI Response Rate(Osteoarthritis Research Society International + Outcome Measures in Rheumatology): 통증/기능/전반 평가를 통합한 반응률

Fig. 4: 미국 임상2상 통증 및 기능성 평가 결과



Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권  
 Note: VAS\*(Visual Analogue Scale): 무릎 통증 강도를 0~100점 선형 스케일로 측정하는 지표(100mm=최악의 통증), IKDC\*(International Knee Documentation Committee Score): 무릎 기능을 평가하는 국제 표준 점수(0~100점, 점수 높을수록 기능성 좋음), OMERACT-OARSI\*(Response Rate(Osteoarthritis Research Society International + Outcome Measures in Rheumatology): 통증/기능/전반 평가를 통합한 반응률

Fig. 5: 미국 임상2상 MRI WORMS 결과



Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권  
 Note: MRI WORMS(Whole Organ MRI Score): 전체 조직체계 MRI 평가지표

Fig. 6: 미국 임상2상 연골결손 부위 구조적 개선 사례



▶ 연골의 부분 결손 3개월째까지 관찰되지만, 12개월째에는 구조적 개선 확인

Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

Fig. 7: 근본적 치료제(DMOAD) 입증을 위한 설계



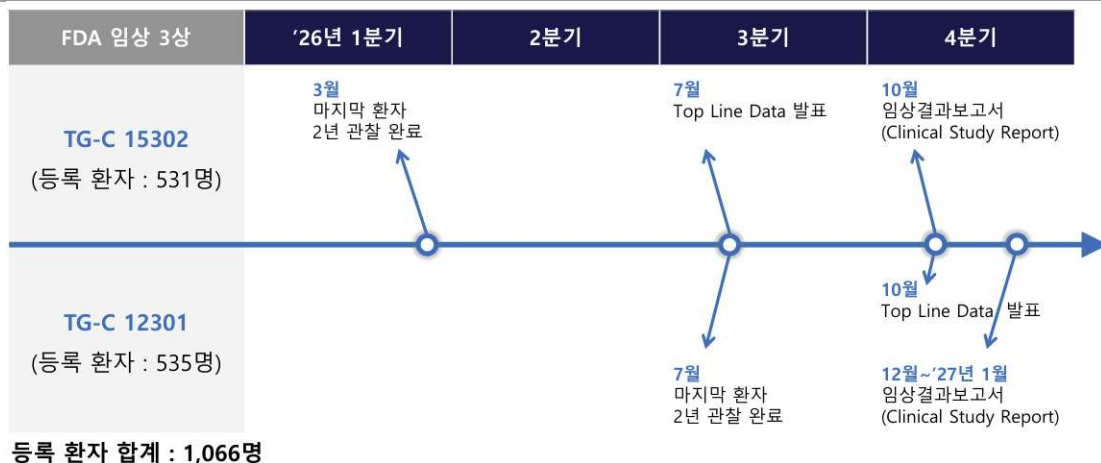
Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

Fig. 8: 미국 임상3상 디자인

	미국	한국	
임상 구조	무작위, 이중눈가림, 위약대조, 다기관	무작위, 이중눈가림, 위약대조, 다기관	
임상 기관	미국 내 약 80개의 사이트	한국 내 12개의 사이트	
환자수	1,020명	159명	
K&L Grade	Grade 2 or 3	Grade 3	
치료군	TG-C 680명 / 위약 340명	TG-C: 78명 / 위약 81명	
관찰기간	24개월	12개월	
평가변수	주평가변수	VAS, WOMAC Total	IKDC, VAS
	부평가변수	MRI, SF-12, HAQ-DI	WOMAC, KOOS, MRI, X-Ray, Biomarkers
	기타평가변수	X-Ray, Liquid Biomarker, IKDS 등	-
Claim Range	주 평가변수 + 부 평가변수	주 평가변수	

Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

Fig. 9: 품목 허가 타임라인



Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

Fig. 10: DMOAD 후보물질 개발 현황

물질명	개발사(국가)	작용기전	임상 결과 요약	구조개선	통증개선	FDA 임상 현황
TG-C	Kolon TissueGene (한국)	유전자 치료제 (TGF-β1)	통증 및 기능 모두 개선 유의성 확인	△	○	임상 3상 진행
Lorecivivint (SM04690)	Biosplice Therapeutics (미국)	Wnt/β-catenin 억제제	단일 관절 통증 개선, 구조 개선 불확실	X	△	임상 3상 완료
Sprifermin	TrialSpark (미국)	FGF-18 유사체	연골 두께 증가 유의미, 통증 개선 없음	○	X	임상 2상 완료
Cindunistat	Pfizer (미국)	INOS 억제제	구조 및 통증 개선 효과 없음	X	X	임상 2상 완료
UBX0101	Unity Biotechnology (미국)	세놀리틱제	구조 및 통증 개선 효과 없음	X	X	임상 2상 완료
TPX-100	OrthoTrophix (미국)	MEPE 유사 펩타이드	통증 개선 확인, 구조 개선은 제한적	X	○	임상 2상 완료
GLPG1972	Galapagos (벨기에)	ADAMTS-5 억제제	효과 없음, 두통 증가	X	X	임상 2상 완료
Lutikizumab	AbbVie (미국)	IL-1α/β 억제제	효과 없음, 부작용 존재	X	X	임상 2상 완료
SAR113945	Sanofi (프랑스)	NF-κB 억제제	효과 없음	X	X	임상 2a상 완료
MIV-711	Medivir (스웨덴)	Cathepsin K 억제제	구조 개선 확인, 통증 개선은 일부 환자군에서만 관찰	△	△	임상 2상 완료
LNA043	Novartis (스위스)	ANGPTL3 유사체	연골 손실 억제, 통증 개선 없음	X	X	임상 2상 진행 중

Source: 코오롱티슈진, 다올투자증권

## 코오롱티슈진 재무제표 (K-IFRS 별도)

### 대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	43.4	63.1	32.0	7.4	86.3
현금성자산	39.0	58.3	27.4	0.8	82.1
매출채권	0.3	0.7	1.4	0.3	0.6
재고자산	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
비유동자산	18.0	46.8	102.9	214.9	337.7
투자자산	9.2	13.3	13.3	12.5	23.6
유형자산	2.7	2.3	1.9	2.1	2.1
무형자산	6.0	31.2	87.7	200.3	312.0
자산총계	61.4	109.9	134.9	222.3	424.0
유동부채	16.1	11.6	14.3	71.1	355.7
매입채무	15.1	8.9	11.2	26.9	18.0
유동성이자부채	0.7	0.8	0.9	41.8	331.6
비유동부채	6.6	6.8	5.6	5.3	4.2
비유동이자부채	6.6	6.3	5.6	5.3	4.1
부채총계	22.8	18.4	19.9	76.4	359.9
자본금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	339.6	424.2	470.5	586.6	689.6
이익잉여금	(300.7)	(332.4)	(355.2)	(441.5)	(625.4)
자본조정	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.9	(0.1)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	38.6	91.5	115.0	145.9	64.1
투하자본	6.9	40.3	94.0	192.2	317.7
순차입금	(31.8)	(51.2)	(21.0)	46.2	253.7
ROA	(70.6)	(13.0)	(14.1)	(18.9)	(59.6)
ROE	(109.2)	(17.1)	(16.7)	(25.9)	(183.4)
ROIC	(481.0)	(50.1)	(22.1)	(11.1)	(6.3)

### 손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	4.0	9.5	3.7	5.1	5.2
증가율 (Y-Y,%)	8.0	136.2	(60.8)	36.9	1.7
영업이익	(46.9)	(16.3)	(20.5)	(22.0)	(22.3)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(45.4)	(14.6)	(19.1)	(21.2)	(21.5)
영업외손익	(0.2)	6.5	3.5	(11.9)	(170.2)
순이자수익	(0.3)	0.3	1.9	1.0	1.7
외화관련손익	0.1	1.5	0.3	0.8	0.8
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(47.2)	(9.8)	(17.0)	(33.9)	(192.6)
당기순이익	(47.4)	(11.1)	(17.2)	(33.8)	(192.6)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(34.0)	(11.8)	(14.9)	(15.9)	(16.2)
(+) Dep	1.6	1.7	1.4	0.8	0.8
(-) 운전자본투자	(8.7)	5.1	(2.8)	(13.9)	2.8
(-) Capex	0.5	0.1	0.3	0.1	1.2
OpFCF	(24.3)	(15.3)	(10.9)	(1.3)	(19.4)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.9	46.1	1.4	8.2	(18.3)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	10.9	81.3	11.1	11.7	13.3
영업이익률(%)	(1,171.7)	(172.4)	(553.3)	(433.6)	(432.7)
EBITDA마진(%)	(1,132.9)	(154.8)	(515.2)	(417.6)	(417.5)
순이익률(%)	(1,183.3)	(117.8)	(464.8)	(666.2)	(3,733.3)

### 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(40.0)	(26.8)	(24.1)	(20.5)	(24.0)
당기순이익	(47.4)	(11.1)	(17.2)	(33.8)	(192.6)
자산상각비	1.6	1.7	1.4	0.8	0.8
운전자본증감	0.6	(7.1)	(2.8)	10.4	168.6
매출채권감소(증가)	5.0	(11.9)	(7.7)	(0.6)	(4.6)
재고자산감소(증가)	0.3	0.1	(0.1)	(0.1)	0.0
매입채무증가(감소)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0
투자현금	(0.2)	0.0	0.2	0.1	(0.0)
단기투자자산감소	4.7	(12.1)	(7.7)	(0.6)	(4.6)
장기투자증권감소	33.4	(40.1)	(29.0)	(77.2)	(131.6)
설비투자	39.6	(15.6)	17.2	0.0	(14.2)
유무형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무현금	(0.5)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(1.2)
차입금증가	(5.6)	(24.3)	(45.9)	(77.1)	(116.2)
자본증가	24.6	66.9	38.1	69.5	222.1
배당금지급	(9.6)	(1.1)	(1.2)	22.5	178.6
현금 증감	34.2	37.4	39.3	46.9	43.5
총현금흐름(Gross CF)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	18.0	0.1	(15.0)	(28.3)	66.4
(-) 설비투자	(45.1)	(13.9)	(18.6)	(21.0)	(20.8)
(+) 자산매각	(8.7)	5.1	(2.8)	(13.9)	2.8
Free Cash Flow	0.5	0.1	0.3	0.1	1.2
(-) 기타투자	(5.6)	(24.3)	(45.9)	(77.1)	(116.2)
잉여현금	(6.7)	(65.9)	(55.3)	(98.9)	(157.1)

자료: 다음투자증권

### 주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(732)	(162)	(237)	(425)	(2,314)
BPS	503	873	375	(682)	(2,974)
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	15.9	10.2	24.1	n/a	n/a
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	129.8	64.9	177.2	365.1	1,285.9
재무건전성 (%)					
부채비율	58.9	20.1	17.4	52.4	561.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	31.7	395.8
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	269.2	543.5	223.9	10.4	24.3
이자보상배율	n/a	54.5	10.6	23.1	13.4
이자비용/매출액	11.7	3.9	7.7	1.8	1.7
자산구조					
투하자본(%)	12.5	36.0	69.8	93.5	75.0
현금+투자자산(%)	87.5	64.0	30.2	6.5	25.0
자본구조					
차입금(%)	15.8	7.2	5.3	24.4	84.0
자기자본(%)	84.2	92.8	94.7	75.6	16.0

## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

## 투자등급 비율

BUY : 91.7%      HOLD : 8.3%      SELL : 0.0%

## 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

[www.daolfn.com](http://www.daolfn.com)

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

**DAOL** 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이니, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.