

# 코오롱티슈진(950160)

## 바이오 섹터 관심은 온통 TG-C

### TG-C 임상 3상 결과가 섹터 반등의 트리거

TG-C 임상 3상 결과가 섹터 반등의 트리거라는 의견이 늘고 있다. 성공한다면 빅파마마저 실패한 무릎 골관절염 임상 3상의 최초 성공 사례로, 대형 파트너링 계약으로 이어질 수 있기 때문이다. 당사는 임상 3상 결과를 통해 TG-C가 통증 감소와 연골 반응을 동반한 완벽한 DMOAD로 인정받을 것이라는 의견을 유지하며 목표주가 28만원, 바이오텍 최선호주로 추천한다. TG-C 임상 성공과 상업화 가치 대비 현재 밸류에이션은 여전히 매력적인 수준이다. 최근 금리 인상 가능성 등이 바이오텍 투자 센터먼트에 영향을 주고 있지만 매크로 우려보다 임상 성공에 따른 파급력, 가치 상승이 더 크다. 첫 번째 탐라인은 7월에 발표된다.

### 임상 관전 포인트는 통증 감소와 연골 반응

신약 승인 여부를 가르는 핵심 효능은 통증 감소 및 기능 개선이다. 임상 2상 결과가 3상에서 재현되기만 해도 FDA 신약 승인 확률이 매우 높아진다. 당사는 지난 보고서를 통해 통증 감소에 더해 연골 반응도 관찰될 수 있다고 분석했다. 과거 임상 결과와 3상 설계에서 연골 반응을 기대할 수 있는 단서들이 확인됐기 때문이다. 독립적인 2개의 임상 3상은 2상 대비 5.2배 증가된 환자 수로 진행되며, TG-C에 반응할 연골이 상당량 남아있는 KL 2등급 경증 환자를 포함한다. 이 두 가지 차이는 2상에서 경향성에 그쳤던 MRI 기반 이차 평가 지표(연골 손상 감소 환자 비율, 활막염 감소 환자 비율)에서 통계적 유의성을 확보하게 하는 요인이다.

### 다음 메가블록버스터는 TG-C

알러지, 면역질환, 무릎 골관절염의 공통점은 생명을 위협하지는 않지만 삶의 질을 떨어뜨리는 만성질환이라는 점이다. 알러지에서는 듀피젠트, 면역질환에서는 스카이리지가 각각 280억달러, 335억달러의 글로벌 피크 세일즈를 기록할 전망이다. 신약이 없었던 무릎 골관절염 시장에 TG-C가 2028년 최초로 진입할 것이다. FDA 최초, 1회 무릎 주사, 중장기 통증 감소 및 연골 반응, 인공관절수술 예방, 복제약 개발 불가 등의 강점을 입증하고 있는 TG-C는 만성질환 신약과 유사한 성장 경로를 밟을 것이다. TG-C 미국 피크 세일즈 추정치는 125억달러다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2024A	5	(22)	(34)	(2,196)	NM	(21)	NM	NM	12.7	(25.9)	0.0
2025A	5	(22)	(193)	(11,719)	NM	(22)	NM	NM	103.4	(183.4)	0.0
2026F	6	(29)	(39)	(281)	NM	(28)	NM	NM	336.3	(64.2)	0.0
2027F	6	(45)	(53)	(379)	NM	(44)	NM	NM	NM	(41.2)	0.0
2028F	194	27	4	26	NM	27	3,940.3	327.9	NM	1.1	0.0

## 매수(유지)

목표주가: 280,000원(유지)

### KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

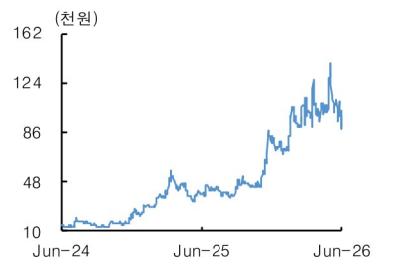
### Stock Data

KOSPI(6/9)	8,097
주가(6/9)	102,900
시가총액(십억원)	8,719
발행주식수(백만)	85
52주 최고/최저(원)	138,800/36,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	54,099
유동주식비율/외국인지분율(%)	33.6/4.6
주요주주(%)	코오롱 외 8 인 65.7

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(19.5)	27.2	164.9
KOSDAQ 대비(%)	0.4	23.3	138.2

### 주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hwji@koreainvestment.com

이다용

dayong@koreainvestment.com

<표 1> TG-C 매출 전망 및 rNPV

(단위: 십억원, 건, 달러, 명)

	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차	7년차	8년차	9년차	10년차	11년차	12년차	13년차	14년차
	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F	2039F	2040F	2041F
<b>매출(십억원)</b>	<b>187</b>	<b>723</b>	<b>1,840</b>	<b>2,909</b>	<b>4,465</b>	<b>9,637</b>	<b>14,166</b>	<b>16,544</b>	<b>17,578</b>	<b>17,930</b>	<b>19,775</b>	<b>21,729</b>	<b>23,720</b>	<b>24,541</b>
성장률		286%	155%	58%	53%	116%	47%	17%	6%	2%	10%	10%	9%	3%
미국+서유럽 처방	4,305	17,778	45,786	93,398	142,423	332,307	488,491	570,497	606,153	618,276	681,896	749,279	817,942	846,243
<b>미국 매출(십억원)</b>	<b>187</b>	<b>621</b>	<b>1,537</b>	<b>2,210</b>	<b>3,681</b>	<b>7,716</b>	<b>11,343</b>	<b>12,856</b>	<b>13,659</b>	<b>13,932</b>	<b>15,244</b>	<b>16,581</b>	<b>17,943</b>	<b>18,122</b>
약가(달러)	30,000	30,000	30,000	22,000	22,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
적격 환자(명)	7,175,000	7,139,125	7,067,734	6,926,379	6,787,851	6,652,094	6,519,053	5,541,195	4,710,015	4,003,513	4,043,548	4,083,984	4,124,824	4,166,072
점유율	0.06%	0.20%	0.50%	1.00%	1.70%	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%	15.00%
처방	4,305	14,278	35,339	69,264	115,393	266,084	391,143	443,296	471,002	480,422	525,661	571,758	618,724	624,911
<b>서유럽 매출(십억원)</b>		<b>102</b>	<b>303</b>	<b>700</b>	<b>784</b>	<b>1,920</b>	<b>2,823</b>	<b>3,689</b>	<b>3,919</b>	<b>3,998</b>	<b>4,531</b>	<b>5,148</b>	<b>5,777</b>	<b>6,419</b>
약가(달러)		20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
적격 환자(명)		3,500,000	3,482,500	3,447,675	3,378,722	3,311,147	3,244,924	3,180,026	2,703,022	2,297,569	1,952,933	1,972,463	1,992,187	2,012,109
점유율		0.1%	0.3%	0.7%	0.8%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
처방		3,500	10,448	24,134	27,030	66,223	97,348	127,201	135,151	137,854	156,235	177,522	199,219	221,332
현재가치	33	113	254	353	1,050	1,994	2,580	2,653	2,481	2,228	2,163	2,092	2,010	1,831
영구현금흐름														9,351
영구현금흐름 현재가치														2,613
현재가치의 합														24,447
<b>위험 조정 현재가치(LOA 95%, 신약 3상)</b>														<b>23,225</b>

주: WACC 13.6%(글로벌 바이오백 평균 WACC), 영구 성장률 -5% 가정  
 자료: 한국투자증권

<표 2> 코오롱티슈진 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
<b>매출액</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>194</b>	<b>729</b>	<b>1,846</b>	<b>2,916</b>	<b>4,471</b>
% YoY	1.7	10.5	9.3	3,017.0	275.3	153.3	57.9	53.4
바이오(TG-C)	1	0	0	187	723	1,840	2,909	4,465
% YoY	NM	NM	NM	NM	285.9	154.7	58.1	53.5
매출총이익	1	1	0	116	419	1,075	1,726	3,912
% YoY	15.3	(19.0)	(43.4)	36,949	260.4	156.4	60.6	126.7
영업이익	(22)	(29)	(45)	27	284	900	1,499	3,662
% YoY	NM	NM	NM	흑전	971.6	216.2	66.6	144.4
순이익	(193)	(40)	(55)	3	219	714	1,196	2,930
% YoY	NM	NM	NM	흑전	6,762.5	226.0	67.5	145.0

자료: 한국투자증권

<표 3> TG-C 미국 무릎 골관절염 임상 2, 3상 디자인 비교

ID	NCT01221441	NCT03291470	NCT03203330
임상 단계	2상	3상	3상
제목	Study of TG-C in Patients With Grade 3 Degenerative Joint Disease of the Knee	Study to Determine the Efficacy and Safety of TG-C in Subjects with Kellgren/Lawrence Grade 2 or 3 OA of the Knee(TGC-15302)	A Study to Determine the Safety and Efficacy of TG-C in Subjects with Kellgren and Lawrence Grade 2 or 3 OA of the Knee(TGC-12301)
시작/종료	2011.05/2014.10	2021.12/2026.05	2018.10.30/2026.07.10(추정)
환자수	102명	531명	535명
투여군	TG-C vs 위약, 2:1 투여	TG-C vs 위약, 2:1 투여	TG-C vs 위약, 2:1 투여
포함 기준	18 ~ 70세, BMI 18.5~45.5 KL 3등급의 만성 무릎 OA 환자 VAS 기준 통증 40 ~ 90	40세 이상, BMI 18.5~40 KL 2~3등급의 무릎 OA 환자 VAS 기준 통증 ≥40 등	40세 이상, BMI 18.5~40 KL 2~3등급의 무릎 OA 환자 VAS 기준 통증 ≥40 등
관찰 기간	24개월	24개월	24개월
일차 평가 지표	(12개월차) VAS 통증 및 IKDC 변화	(12개월차) VAS 통증 및 WOMAC 변화	(12개월차) VAS 통증 및 WOMAC 변화
이차 평가 지표	(12개월차) 연골 반응(MRI WORMS) KOOS(무릎 통증/기능 점수) 변화 등	(12개월차) 연골 반응(MRI WORMS) WOMAC 변화 등	(12개월차) 연골 반응(MRI WORMS, MOAKS) WOMAC 변화 등

자료: Clinicaltrials.gov, 한국투자증권

<표 4> TG-C 장기 추적 임상 인구 특성

(단위: 명)

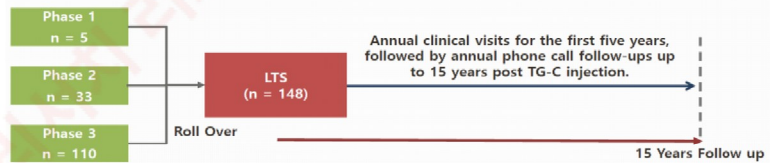
변수	OAI 군(n=595)	LTS 군(n=143)
연령(년) 평균(표준편차)	62.2 (8.81)	61.0 (8.85)
< 60세	235 (39.5%)	58 (40.6%)
≥ 60세	360 (60.5%)	85 (59.4%)
성별		
여성	367 (61.7%)	92 (64.3%)
남성	228 (38.3%)	51 (35.7%)
인종		
백인	408 (68.6%)	105 (73.4%)
기타	187 (31.4%)	38 (26.6%)
BMI (kg/m <sup>2</sup> ) 평균(표준편차)	30.4 (4.38)	30.0 (5.36)
KL 등급		
2등급	272 (45.7%)	54 (37.8%)
3등급	323 (54.3%)	89 (62.2%)
Total Knee Arthroplasty (TKA) 여부		
Yes	92 (15.5%)	10 (7.0%)
TKA 까지의 소요 기간(년), 중앙값(최소, 최대)	5.08 (0.3, 8.9)	5.73 (2.4, 7.7)

주: OAI - 미국 골관절염 이니셔티브 제공 무릎 골관절염 환자 데이터. US LTS - TG-C 임상에 참여한 위약, TG-C 투여군의 데이터  
 자료: 코오롱티슈진(OARSI2025 공개 자료), 한국투자증권

[그림 1] TG-C 미국 장기 추적 임상 개요

US Long-Term Safety (LTS) Study Design

Long-Term Safety Follow-up of Study Subjects who Were Previously Enrolled in a Kolon Tissuegene TG-C Clinical Trial



Key Criteria:

- Subjects received an injection of TG-C in US Phase I or II.
- Subjects received an injection of TG-C or Placebo in a US Phase III.

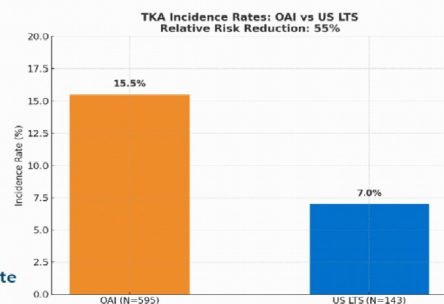
자료: 코오롱티슈진(OARSI2025 공개 자료), 한국투자증권

[그림 2] 미국 임상 중장기 관찰 결과 TKA 빈도 55% 감소 확인

Key Points

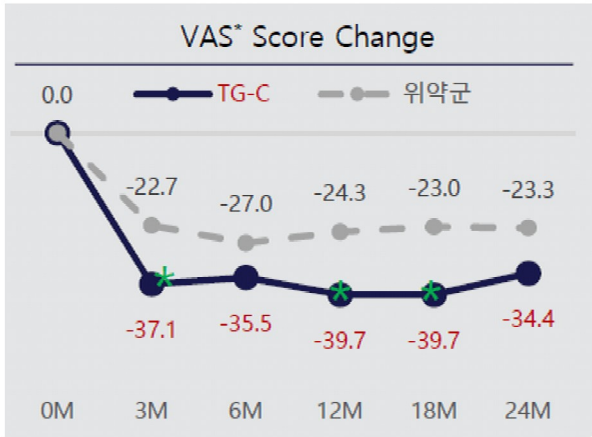
- **TKA Incidence**
  - OAI: 92 of 595 Subjects (15.5%)
  - US LTS: 10 of 143 Subjects (7.0%)
- **Relative Risk Reduction**
  - 55% lower incidence of TKA observed in US LTS
- **Median Time to TKA**
  - OA: 5.08 years
  - US LTS: 5.73 years
- **Interpretation**
  - Lower incidence in LTSS may indicate slower disease progression
  - Supports potential disease-modifying effect of TG-C

TKA Incidence (%) in OAI vs. US LTS



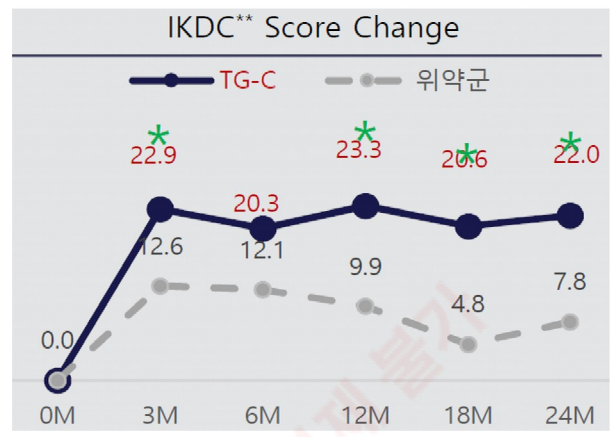
주: OAI - 미국 골관절염 이니셔티브 제공 무릎 골관절염 환자 데이터. US LTS - TG-C 임상에 참여한 위약, TG-C 투여군의 데이터  
 자료: 코오롱티슈진(OARSI2025 공개 자료), 한국투자증권

[그림 3] TG-C 미국 2상 - 위약 보정 통증 15.5점 감소



자료: 코오롱티슈진, 한국투자증권

[그림 4] TG-C 미국 2상 - 위약 보정 기능 13.4점 개선



자료: 코오롱티슈진, 한국투자증권

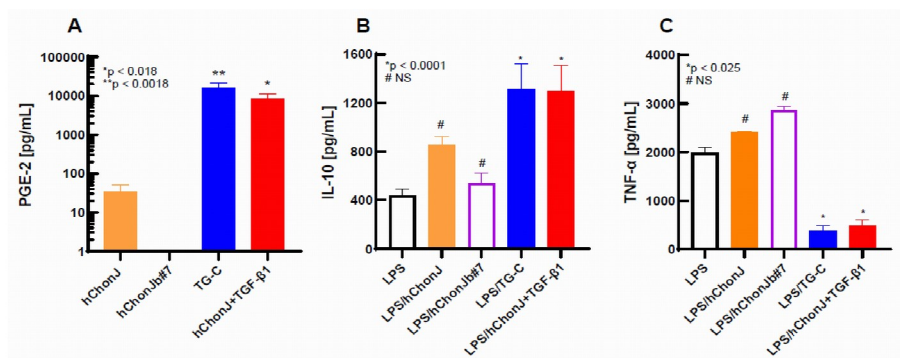
<표 5> 미국 임상 2상, 12개월차 MRI 연골 손상 및 염증 감소 분석 결과

(단위: 명)

구분	정의	분석한 총 환자수		MRI 상 질병이 진행된 환자수(%)		RR (95% CI)	p-값
		TG-C	위약	TG-C	위약		
<b>부위</b>							
<b>무릎</b>	<b>질병 진행</b>	133	71	46 (34.6%)	34 (47.9%)	0.7 (0.5,1.1)	0.077
외측 경골대퇴	질병 진행	133	71	20 (15.0%)	12 (16.9%)	0.8 (0.3,1.9)	0.617
내측 경골대퇴	질병 진행	133	71	23 (17.3%)	12 (16.9%)	1.1 (0.5,2.5)	0.767
슬개대퇴	질병 진행	131	71	18(13.7%)	16(22.5%)	0.6(0.3,1.3)	0.176
<b>MRI 특징</b>							
호파 활막염/삼출 활막염 동반*	악화	136	71	13 (9.6%)	15 (21.1%)	0.5 (0.2,1.2)	0.115
호파 활막염	악화	133	71	4 (3.0%)	5 (7.0%)	0.3 (0.1,1.8)	0.2
삼출 활막염	악화	136	71	12 (8.8%)	11 (15.5%)	0.6 (0.2,2.0)	0.428

주: \*무릎 관절에서 호파 지방체의 염증과 함께 관절 삼출(활액 증가)이 동반되는 경우. 무릎 OA 또는 외상 후 발생할 가능성 높음. 무릎 부종, 통증, 운동 범위 감소 등이 주요 증상  
 자료: BMC Musculoskeletal Disorders 2017, 한국투자증권

[그림 5] TG-C에 의한 항염증 기전은 연골세포가 발현하는 PGE2에 의해 나타남. 연골세포와 형질전환세포를 함께 배양할 경우 EP4 수용체 의존적 PGE-2 분비가 증폭되고, LPS 유래 염증을 억제함(IL-10 증가, TNF-α 감소로 확인)



자료: 코오롱티슈진(OARS12025 공개 포스터), 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5	5	6	6	194
매출원가	4	4	5	6	78
매출총이익	1	1	1	0	116
판매관리비	23	23	30	45	90
<b>영업이익</b>	<b>(22)</b>	<b>(22)</b>	<b>(29)</b>	<b>(45)</b>	<b>27</b>
영업이익률(%)	(433.6)	(432.7)	(515.1)	(715.1)	13.7
EBITDA	(21)	(22)	(28)	(44)	27
EBITDA Margin(%)	(417.6)	(417.5)	(496.4)	(700.3)	13.9
영업외수익	(12)	(171)	(10)	(8)	(13)
금융수익	1	2	4	6	2
금융비용	14	174	14	14	14
기타영업외손익	1	2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(34)</b>	<b>(193)</b>	<b>(39)</b>	<b>(53)</b>	<b>14</b>
법인세비용	(0)	0	0	0	11
<b>당기순이익</b>	<b>(34)</b>	<b>(193)</b>	<b>(39)</b>	<b>(53)</b>	<b>4</b>
당기순이익률(%)	-680.0	-3,860.0	-650.0	-883.3	2.1
성장성(% YoY)					
매출 증가율	36.9	1.7	10.5	9.3	3,017.0
영업이익 증가율	NM	NM	NM	NM	NM
당기순이익 증가율	100	468	(80)	36	(108)
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA 증가율	NM	NM	NM	NM	NM

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>(20)</b>	<b>(24)</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>(179)</b>
당기순이익	(34)	(193)	(32)	38	0
유형자산감가상각비	1	1	1	1	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(1)	(5)	53	(23)	(179)
기타	14	173	1	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(77)</b>	<b>(132)</b>	<b>(21)</b>	<b>(15)</b>	<b>170</b>
유형자산투자	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(14)	0	0	0
무형자산순증	(77)	(116)	(18)	(13)	147
기타	0	(1)	(3)	(2)	23
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>69</b>	<b>222</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
자본의증가	47	43	0	0	0
차입금의순증	23	179	(1)	(1)	(1)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(28)	66	1	1	(10)
FCF	(119)	(148)	40	(13)	136

주: K-IFRS (개별) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

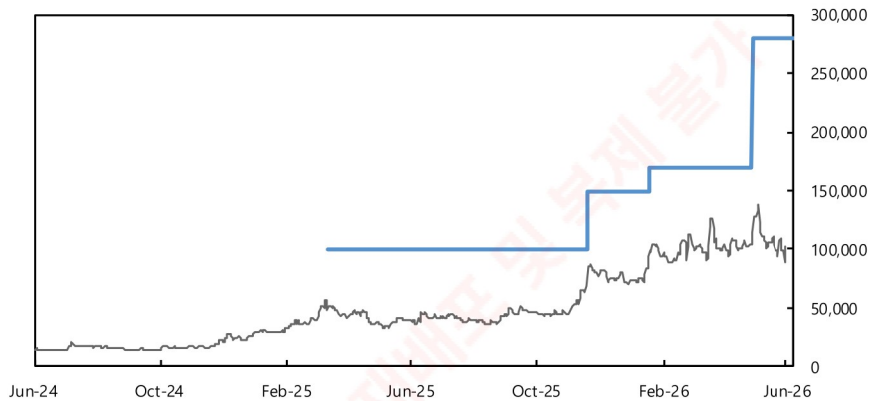
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	<b>222</b>	<b>424</b>	<b>477</b>	<b>628</b>	<b>870</b>
유동자산	7	86	119	161	208
현금성자산	1	68	85	125	155
매출채권및기타채권	0	1	1	1	2
재고자산	0	0	0	0	2
비유동자산	215	338	359	467	662
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	2	2	2	2	2
무형자산	200	312	331	436	583
<b>부채총계</b>	<b>76</b>	<b>360</b>	<b>420</b>	<b>430</b>	<b>431</b>
유동부채	71	356	415	425	426
매입채무및기타채무	27	18	18	18	18
단기차입금및단기사채	11	74	74	74	74
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	4	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	5	4	4	4	4
<b>자본총계</b>	<b>146</b>	<b>64</b>	<b>58</b>	<b>198</b>	<b>440</b>
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	587	690	690	690	690
기타자본	1	0	0	0	0
이익잉여금	(442)	(625)	(665)	(717)	(714)
순차입금	46	254	222	180	142

주요 투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(2,196)	(11,719)	(281)	(379)	26
BPS	1,834	770	306	(341)	(296)
DPS	0	0	0	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROA	(18.9)	(59.6)	(8.7)	(9.5)	0.5
ROE	(25.9)	(183.4)	(64.2)	(41.2)	1.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	NM	NM	0.0
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	52.4	561.6	725.4	216.9	97.9
차입금/자본총계비율(%)	32.2	523.9	580.5	169.6	76.3
이자보상배율(x)	(244.8)	(249.1)	(186.8)	(283.5)	168.9
순차입금/EBITDA(x)	(2.2)	(11.5)	(7.9)	(4.1)	5.3
<b>Valuation(x)</b>					
PER	NM	NM	NM	NM	3,940.3
최고	NM	NM	NM	NM	5,705.6
최저	NM	NM	NM	NM	2,420.1
PBR	12.7	103.4	336.3	NM	NM
최고	15.6	115.2	487.0	NM	NM
최저	4.7	29.6	206.5	NM	NM
PSR	352.0	1,267.5	1,471.9	1,346.5	43.2
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	327.9

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	-56.5	-31.1
	2025.11.28	매수	150,000원	-48.7	-37.4
	2026.01.27	매수	170,000원	-40.3	-25.3
	2026.05.07	매수	280,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 자료 공표일 현재 코오롱티슈진 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 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 (2026. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.3%	18.7%	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 높게 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.