

티슈진(950160.KQ)

파이프라인 순항중

■ 인보사 국내 성공적 출시

인보사는 11월 8일 국내 출시 이후 한달만에 100건 이상 시술되며 판매 호조세를 보임. 국내에서 유전자치료제로 유일하게 허가받은 인보사를 병원이 처방하기 위해서는 유전자치료기관으로 등록해야하는데 12월 5일 기준 유전자치료기관 등록 병원은 282개로 집계되는 등 빠르게 시술 병원 확대중

■ 파이프라인 순항중

인보사의 국내 판매 호조를 고려해볼 때 향후 글로벌 시장에서도 고가 전략이 유효할 것으로 전망됨. 또한 국내에서 출시와 생산 역량을 입증했다는 점에서 미국 허가 가능성도 높다고 판단됨. 따라서 티슈진이 보유한 인보사의 미국 시장 가치를 4조 2,940억원으로 상향함. 코오롱생명과학과 미쓰비시타나베를 통한 인보사의 일본 사업 가치는 2,655억원으로 미국과 일본 두 시장만을 합산했을 때 인보사의 적정가치는 4조 5,595억원으로 추정하였음

■ 투자 의견 매수 유지, 목표주가 72,000원 상향

국내 성공적 제품 출시로 인해 미국 내에서도 허가 가능성이 높아짐에 따라 인보사의 티슈진에 대한 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가를 기존 39,000원에서 72,000원으로 상향함. 이는 동사가 보유한 미국과 일본 내 인보사의 추정 가치 4조 5,595억원만을 고려한 수치임. 동사가 판권을 보유한 유럽 시장과 코오롱생명과학의 추가 라이선스 아웃 가능 국가에 대해서 고려하지 않았으므로 향후 라이선스 아웃이 있을 경우 목표주가 상향 가능성이 있음

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
세전손익(십억원)	-6.3	5.5	-7.1	-7.3	-8.0
지배순이익(십억원)	-6.3	7.3	-7.1	-7.3	-8.0
EPS(원)	-258	299	-165	-120	-132
증감률(%)	na	흑전	적전	적지	적지
ROE(%)	-349.5	62.5	-6.0	-3.4	-3.9
PER(배)	na	0.0	na	na	na
PBR(배)	0.0	0.0	13.9	14.4	15.0
EV/EBITDA(배)	na	-1.0	na	na	na

매수(유지)

현재주가(12/12) 49,800원
 목표주가(상향) 72,000원

제약·바이오 담당 엄여진

T.02)2004-9201

eom.yeo-jin@shinyoung.com

Key Data (기준일: 2017. 12. 12)

KOSPI(pt)	2461.00
KOSDAQ(pt)	760.40
액면가(원)	0
시가총액(억원)	30,069
발행주식수(천주)	60,497
평균거래량(3M, 주)	4,037,119
평균거래대금(3M, 백만원)	241,288
52주 최고/최저	68,600 / 42,700
52주 일간Beta	0.0
배당수익률(17F, %)	0.0
외국인지분율(%)	0.0
주요주주 지분율(%)	
코오롱 외 6 인	62.6

Company Performance

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	-	-	-
KOSDAQ대비상대수익률	-2.1	-	-	-

Company vs KOSDAQ composite

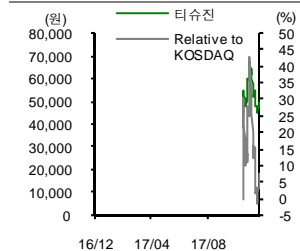
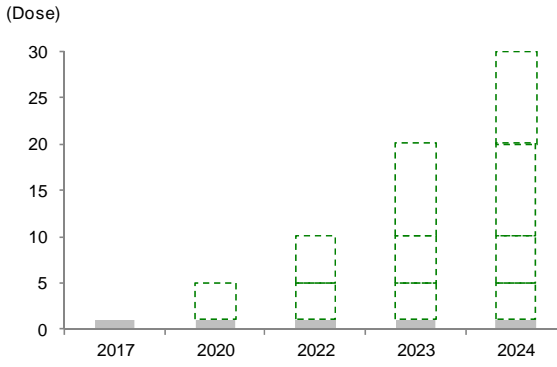
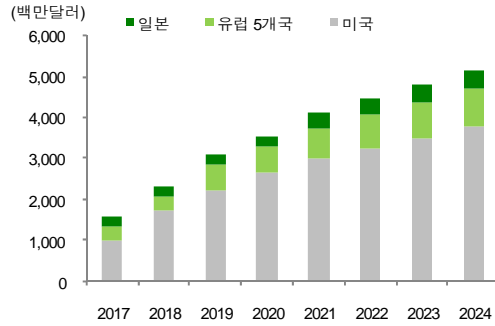


도표 1. 인보사 생산 Capa 증설계획



자료 : 코오롱생명과학, 신영증권 리서치센터

도표 2. 무릎관절염 치료제 시장 전망



자료 : Global Data, 티슈진

도표 3. 티슈진 목표주가 산출

(단위 : 억원)

구분	적정가치	비고
신약가치		
인보사 미국 사업가치	42,940	도표 4 번 참조
인보사 일본 사업가치	2,655	도표 5 번 참조
적정가치	45,595	
총 발행주식 수(DR)	63,315,495	
DR 당 적정가치(원)	72,012	
목표주가(원)	72,000	

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 인보사 미국 사업가치 평가

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
퇴행성관절염 환자(백만명)	33	34	35	36	37	38	39	41	42	43	44	46	47	48	50	51
인보사 매출액(조원)	0.7	1.6	2.8	3.9	4.7	5.2	5.3	4.0	3.9	4.1	4.0	4.2	4.3	4.4	4.6	4.7
PV	1.8	3.7	5.6	7.0	7.5	7.3	6.6	4.3	3.7	3.5	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
NPV(억원)	65,657															
성공 확률 추정(%)	65.4															
적정 가치 (억원)	42,940															
발행주식수(천주)	63,315															
DR당 적정 가치 (원)	67,819															

자료 : 신영증권 리서치센터

주1: 환율: 1,150원, WACC: 13.1%

도표 5. 인보사 일본 사업가치 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 시술 건수(천건)						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	5,590				1,583	1,944	1,501	1,969	1,568	1,756	1,904	1,785	1,842	1,899	1,956
EBIT	95				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															
상금 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 미츠비시타바베에 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
세후종당사업손익	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

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
재고자산	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 금융업 자산	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 금융업 부채	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

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
재고자산의감소(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	202.9	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
자본의증가(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

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Per Share (원)					
EPS	-258	299	-165	-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	13.9	14.4	15.0
EV/EBITDA	-0.3	-1.0	-355.8	-333.1	-308.0
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	흑전	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%	23.9%	23.9%	23.9%
안정성(%)					
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