

2017/08/28

# 코오롱 (002020)

## TissueGene, Inc. 원조집은 다르다

### ■ 이제부터 TissueGene, Inc. 원조집의 성장가치 본격화 될 듯

코오롱생명과학이 퇴행성 관절염 치료제 인보사(티슈진-C)에 대하여 국내 임상 을 마치고 올해 7월 주사제를 통해 통증 및 기능개선의 효능을 줄 수 있는 골관절염 치료제로서 품목허가를 완료함에 따라 오는 10월경부터 판매가 예상된다. 국내 임상 3상의 경우 관찰 기간 1년에 12개 병원 환자 156명 대상으로 실시 하였는데, 관찰기간 및 임상 대상 환자 수 등을 고려할 때 당연히 연골 재생 등에 효과에 대하여는 통계적 유의성을 얻는 것 자체가 불가능한데도 불구하고 식약처 보도자료에 연골 재생 효과에 대한 통계적 의미 미확보에 대한 내용이 포함되어 있어서 논란이 되었다. 어찌되었든 10월부터 판매가 가능하기 때문에 무엇보다 의사 및 환자의 선택 유무가 중요할 것이다. 또한 포지션상 코오롱생명과학은 향후 인보사(티슈진-C)에 대한 생산기지로서의 역할에 주력할 것으로 예상된다.

한편, 인보사(티슈진-C)의 원조회사인 미국 TissueGene, Inc.는 인보사(티슈진-C)에 대하여 미국 FDA 임상 2상을 완료한 이후 2015년 5월 임상 3상 승인을 받았다. 현재 미국 전역 1,020명으로 대상으로 환자투약 준비 중으로 2018년부터 순차적으로 환자투약이 이루어질 것으로 예상되며, 관찰기간은 2년으로 2021년 상반기에 환자에 대한 장기관찰을 마무리하여 오는 2022년에 판매허가를 목표로 하고 있다. 이번 미국 FDA 임상 3상의 경우 관찰기간 및 임상 대상 환자 수 등을 고려해 볼 때 구조 개선 효과에 대한 통계적 유의성을 얻을 수 있을 것이다. 만약 DMOAD(Disease Modifying OA Drug: 질환을 근본적으로 치료하는 퇴행성 관절염 치료제)로서의 가능성을 증명하게 된다면, 인보사(티슈진-C)가 적용할 수 있는 시장규모는 더욱 더 커지면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

### ■ TissueGene, Inc. 상장 가시화로 원조로서의 위상 높아질 듯

지난해 5월 한국수출입은행이 미국 TissueGene, Inc. 1.1% 지분에 대하여 1,000만달러를 투자하였다. 또한 미국 TissueGene, Inc.는 지난 6월 14일에 한국거래소에 상장 예비 심사 청구서를 제출함에 따라, 심사 등을 거쳐 올해 안으로 상장이 가능할 것으로 전망되며, 공모자금은 미국 FDA 임상 3상에 소요될 것으로 예상된다. 무엇보다 미국 TissueGene, Inc.의 경우 미국 FDA 임상 3상이라는 점과 더불어 미국 등 시장규모 등을 고려할 때 원조로서의 기업가치는 높아질 수 있을 것이다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

# Buy (Maintain)

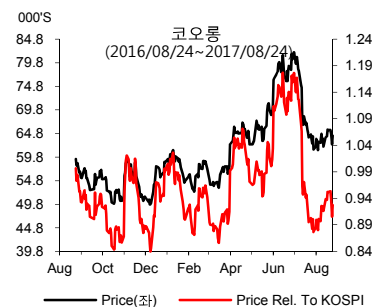
목표주가(12M) 90,000원

종가(2017/08/24) 64,300원

### Stock Indicator

자본금	66십억원
발행주식수	1,314만주
시가총액	805십억원
외국인지분율	9.8%
배당금(2016)	500원
EPS(2017E)	4,399원
BPS(2017E)	49,389원
ROE(2017E)	9.3%
52주 주가	49,750~82,000원
60일평균거래량	132,685주
60일평균거래대금	9.5십억원

### Price Trend



## ■ TissueGene, Inc. 상장 및 성장성 가시화로 동사 기업 가치 상승할 듯

동사에 대한 Sum-of-part 밸류에이션에서 상장회사의 주가 하락 및 차입금 증가 등을 반영하여 목표주가를 90,000원으로 하향한다.

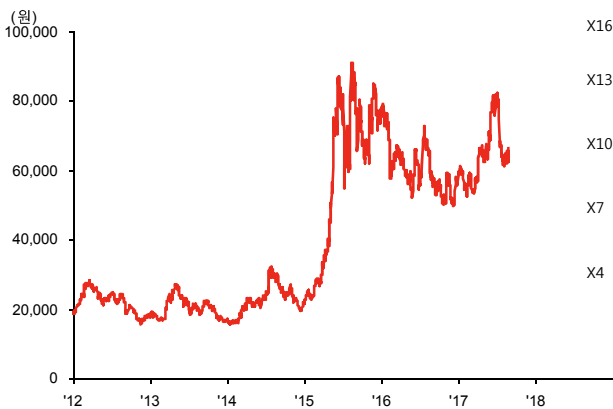
그러나 코오롱생명과학 인보사(티슈진-C) 논란에 대한 불확실성은 이미 동사 주가에 반영되었다. 무엇보다 인보사(티슈진-C)의 원조격인 TissueGene, Inc. 가 미국 FDA 임상 3상에서 구조 개선 효과에 대하여 입증할 예정으로 성장성 등이 가시화 될 수 있을 뿐만 아니라 상장 등으로 원조로서의기업가치가 높아 질 수 있을 것이다.

결국에는 TissueGene, Inc. 상장 및 성장성 가시화로 동사 기업가치가 상승할 수 있을 것이다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	3,591	29	-64	-4,873		32.9	43,459	1.8	-11.2	308.7
2016	3,937	137	20	1,557	37.6	10.9	45,691	1.3	3.5	301.0
2017E	4,197	158	58	4,399	14.6	10.1	49,389	1.3	9.3	283.3
2018E	4,305	189	77	5,823	11.0	8.7	54,512	1.2	11.2	256.4
2019E	4,440	214	91	6,946	9.3	7.8	60,758	1.1	12.1	230.6

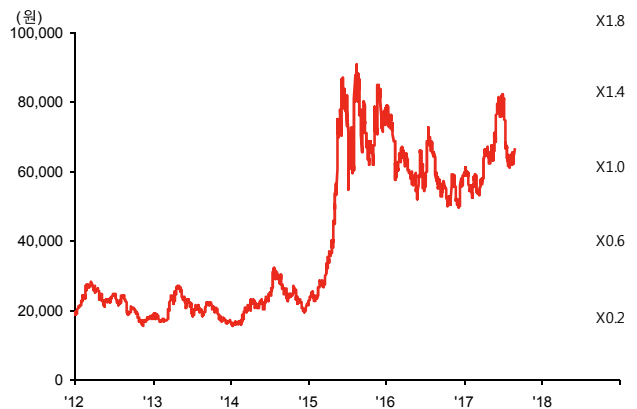
자료 : 코오롱, 하이투자증권 리서치센터

<그림 10> 코오롱 PER 밴드



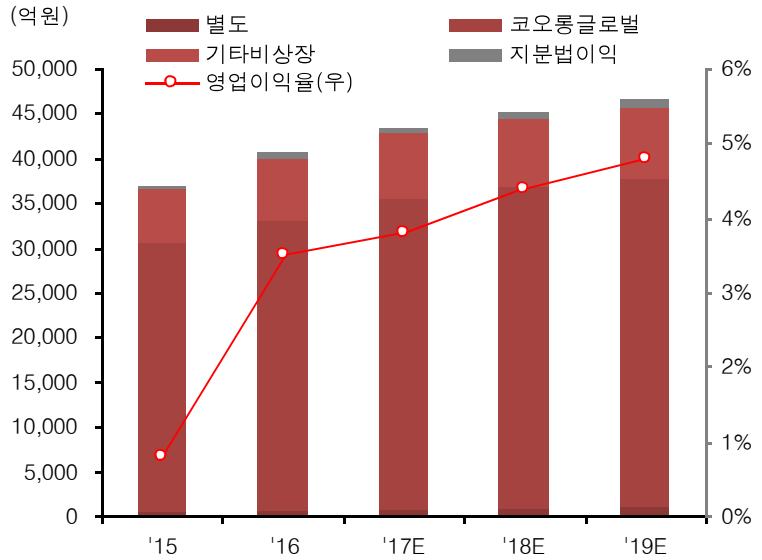
자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 11> 코오롱 PBR 밴드



자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 12> 코오롱 실적 추이



자료: 코오롱, 하이투자증권

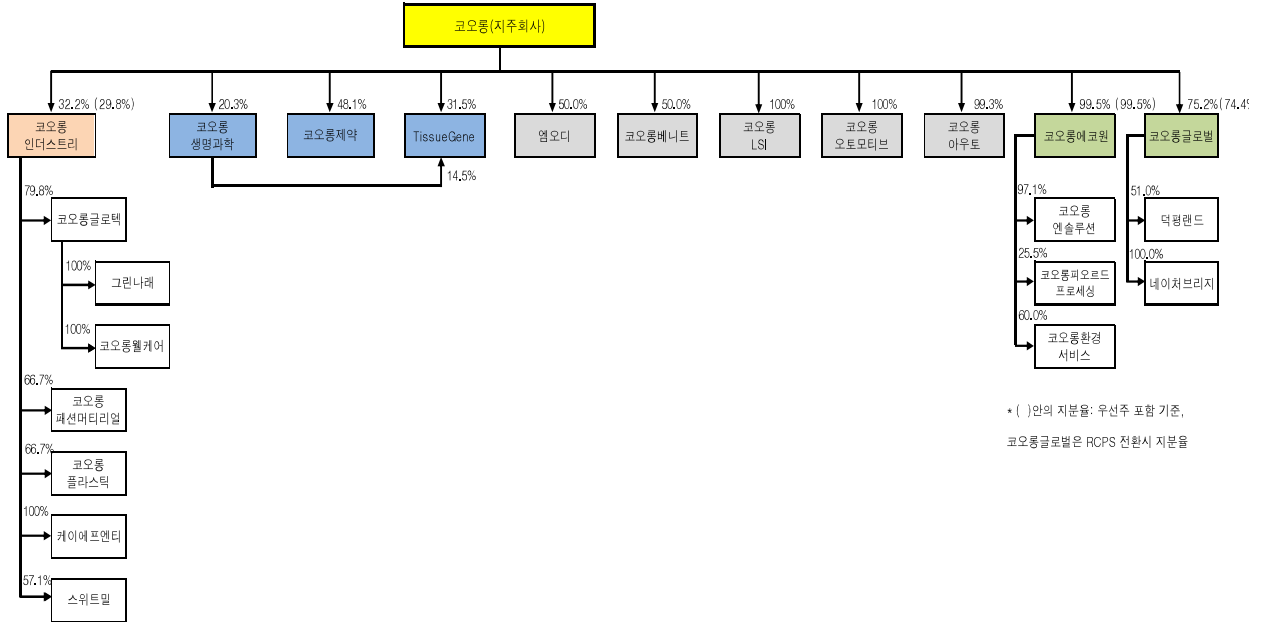
<표 4> 코오롱 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사 가치	14,066
사업가치(법인세 고려)	4,000
순차입금	6,850
우선주	280
NAV	10,936
발행주식수(자기주식 제외)	12,061,185
주당 NAV(원)	90,671

자회사	지분율	자회사가치
코오롱인더스트리	32.2%	5,133
코오롱글로벌	75.2%	1,896
코오롱제약	48.1%	124
코오롱생명과학	20.4%	1,545
코오롱베니트	51.0%	173
코오롱아우토	99.3%	669
엠오디	50.0%	133
코오롱에코원	99.2%	558
Tissuegene INC	31.5%	3,465
코오롱엘스아이	100.0%	148
기타		220

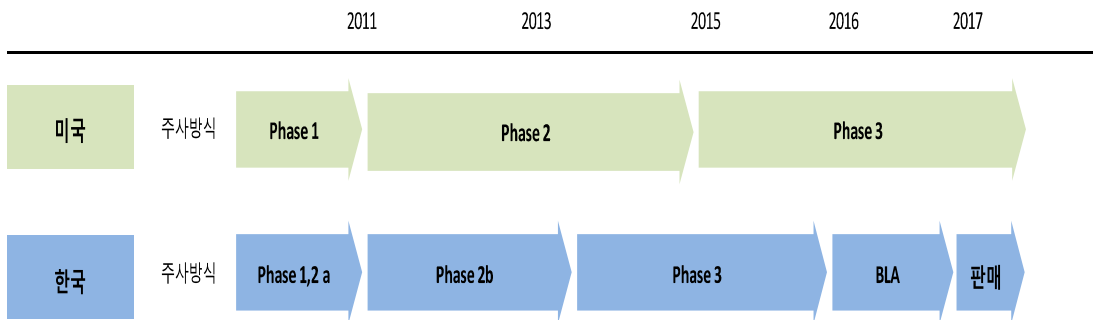
자료: 코오롱, 하이투자증권

<그림 13> 코오롱그룹 지배구조(2017년 7월 30일 기준)



자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

<그림 14> 인보사(티슈진-C) 임상 진행 일정



자료: 코오롱, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,277	1,353	1,424	1,519
현금 및 현금성자산	101	135	157	190
단기금융자산	61	47	36	27
매출채권	767	797	839	888
재고자산	214	229	235	242
비유동자산	2,057	2,082	2,086	2,095
유형자산	456	432	412	395
무형자산	156	160	163	166
자산총계	3,334	3,435	3,510	3,613
유동부채	1,918	1,954	1,941	1,936
매입채무	633	675	692	714
단기차입금	581	611	611	611
유동성장기부채	317	317	317	317
비유동부채	585	585	585	585
사채	185	185	185	185
장기차입금	152	152	152	152
부채총계	2,502	2,539	2,525	2,520
지배주주지분	600	649	716	798
자본금	66	66	66	66
자본잉여금	379	379	379	379
이익잉여금	180	232	302	386
기타자본항목	4	4	4	4
비지배주주지분	231	247	269	295
자본총계	831	896	985	1,093

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,937	4,197	4,305	4,440
증가율(%)	9.6	6.6	2.6	3.1
매출원가	3,481	3,700	3,770	3,871
매출총이익	456	497	535	569
판매비와관리비	319	340	346	354
연구개발비	4	5	5	5
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	137	158	189	214
증가율(%)	372.1	15.3	19.9	13.4
영업이익률(%)	3.5	3.8	4.4	4.8
이자수익	6	6	7	5
이자비용	54	56	56	56
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-35	-5	-7	-6
세전계속사업이익	41	98	129	154
법인세비용	10	24	31	37
세전계속이익률(%)	1.0	2.3	3.0	3.5
당기순이익	28	74	98	117
순이익률(%)	0.7	1.8	2.3	2.6
지배주주귀속 순이익	20	58	77	91
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	26	72	95	115
지배주주귀속총포괄이익	19	56	74	89

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	137	189	204	224
당기순이익	28	74	98	117
유형자산감가상각비	21	24	20	16
무형자산상각비	7	6	5	5
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-97	-8	14	11
유형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	14	10	8	8
금융상품의 증감	-30	20	10	25
재무활동 현금흐름	-52	8	-22	-22
단기금융부채의증감	140	30	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-15	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-12	34	22	34
기초현금및현금성자산	112	101	135	157
기말현금및현금성자산	101	135	157	190

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,557	4,399	5,823	6,946
BPS	45,691	49,389	54,512	60,758
CFPS	3,698	6,673	7,755	8,591
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	37.6	14.6	11.0	9.3
PBR	1.3	1.3	1.2	1.1
PCR	15.8	9.6	8.3	7.5
EV/EBITDA	10.9	10.1	8.7	7.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.5	9.3	11.2	12.1
EBITDA 이익률	4.2	4.5	5.0	5.3
부채비율	301.0	283.3	256.4	230.6
순부채비율	129.0	120.8	108.9	95.8
매출채권회전율(x)	4.9	5.4	5.3	5.1
재고자산회전율(x)	21.4	18.9	18.6	18.6

자료 : 코오롱, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-08-28	Buy	90,000
2015-06-08	Buy	110,000

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상현, 조경진\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

**하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-