

2026.07.22.

코오롱티슈진의 TG-C 임상 3상 결과에 대한 KR의 견해

- 코오롱티슈진 주가 변화에 따른 (주)코오롱 재무구조 변동성 내재

- (주)코오롱 신용등급에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단

한민수 기업1실 선임연구원
02.368.5434
mshan@korearatings.com

장미수 기업1실 책임연구원
02.368.5471
msjang@korearatings.com

최주욱 기업1실 실장
02.368.5303
jwchoi@korearatings.com

코오롱티슈진은 2026년 7월 20일 TG-C(구 인보사) 임상 3상(등록번호 NCT03291470) 결과를 발표하였다. 결과에 따르면 임상적으로 의미있는 안전성 우려는 발견되지 않았으나, 위약 대비 통계적으로 유의한 유효성을 입증하지 못한 것으로 파악된다. 코오롱티슈진은 본 임상시험과 현재 진행 중인 별도 3상(등록번호 NCT03203330) 결과를 종합하여 향후 FDA와의 협의 근거 자료로 활용할 예정이다.

금번 임상시험 결과 발표에 따라 (주)코오롱의 지원 부담이 유지되고, 코오롱티슈진의 주가 변화에 따른 재무구조 변동성이 발생할 것으로 예상된다. (주)코오롱은 코오롱티슈진의 최대주주로 2026년 3월말 기준 지분 39.26%를 보유하고 있으며, 2021년부터 2026년 3월말까지 누적 2,560억원을 출자하였다. 금번 임상시험 결과에 따라 (주)코오롱의 투자 회수가 지연되고, 당분간 코오롱티슈진에 대한 지원 부담이 유지될 것으로 판단된다. 한편 2026년 3월말 (주)코오롱의 코오롱티슈진 지분 장부가치는 2,693억원으로 당기순손실이 지속되었음에도 시장가격이 장부가액을 상회하여 손실이 발생하지 않고 있다. 다만 2019~2021년 주식 거래정지 기간 전액 손상차손을 인식하였고, 최근 코오롱티슈진 주가가 높은 변동성을 보이고 있어 주가 변화에 대한 모니터링이 필요하다. 또한 코오롱티슈진 주식을 기반으로 코오롱티슈진이 발행한 제 3·4회 전환사채는 2027년 2월 26일, 2027년 9월 26일 이후 투자자의 조기상환 청구가 가능하다. 각 사채의 전환가액과 주가를 감안할 때 조기상환 청구에 따른 단기 상환 부담이 확대될 가능성이 내재한 것으로 판단되어 향후 투자자의 조기상환 청구 여부와 코오롱티슈진의 대응방안, (주)코오롱의 지원 부담 확대 여부를 모니터링할 계획이다.

다만 (주)코오롱의 신용등급에 미치는 영향은 제한적이다. (주)코오롱의 신용등급은 Building Block Approach를 적용하고 있다. 주력계열사(코오롱인더스트리, 코오롱글로벌, 코오롱모빌리티그룹)의 자체신용도를 가중평균하여 통합신용도를 산출하고 있으며, 핵심 자회사인 코오롱인더스트리가 통합신용도의 근간으로 작용하고 있다. 코오롱티슈진에 대한 (주)코오롱의 자금 지원 부담이 지속될 것으로 예상됨에 따라 지주회사에 대한 배당 지급 확대 등으로 주력계열사의 현금흐름 개선이 다소 제약될 수 있겠으나, 각 사 신용도에 미치는 영향은 제한적일 것으로 본다. (주)코오롱은 자체 재무부담이 높은 수준(2025년말 이중레버리지 195.5%, 순차입금/실질현금창출력 10.6배)으로 신용등급에 지주회사의 구조적 후순위성이 반영되어 있다. 코오롱티슈진의 실적변동성이 지속됨에 따라 당분간 자체 재무부담 완화 여력이 제한될 것으로 예상되나, 주력계열사 자회사의 신용도 저하 가능성이 크지 않다는 점에서 금번 임상결과 발표가 (주)코오롱의 신용도에 미치는 영향은 제한적일 것으로 본다.

1. 코오롱티슈진의 TG-C 임상 3상 결과 발표

코오롱티슈진은 2026년 7월 20일 TG-C(구 인보사) 임상 3상(등록번호 NCT03291470) 결과를 발표하였다. 결과에 따르면 안전성 결과는 기존에 알려진 TG-C의 안전성 프로파일과 일치하여 임상적으로 의미있는 안전성 우려를 시사하지 않았다. 그러나, 공동 1차 유효성 평가변수(VAS, WOMAC) 모두 위약 대비 통계적으로 유의한 유효성을 입증하지 못하였다. 코오롱티슈진은 본 임상시험과 현재 진행 중인 별도 3상(등록번호 NCT03203330) 결과를 종합하여 향후 FDA와의 협의 근거 자료로 활용할 예정이다.

[표 1] 임상시험 개요

내용	
임상명칭	TG-C 15302 Study(무작위배정, 이중눈가림, 위약대조, 다기관, 임상 3상)
대상질환	무릎 골관절염(Kellgren-Lawrence 등급 2 또는 3)
승인기관	미국 식품의약국(Food and Drug Administration, FDA), 등록번호 NCT03291470
실시국가 / 기관	미국 / 27개 기관
신청일 / 승인일	2018-03-15 / 2018-04-14
목표/실제 환자수	510명 / 531명
시험군:대조군 비율	2:1 무작위배정(TG-C 단회 관절강 내 주사 vs 식염수)
임상기간	첫번째 환자 등록: 2021-12-09 / 마지막 환자 추적 관찰 종료: 2026-05-01

자료) 공시자료

[표 2] 1차 평가변수 결과값

구분	TG-C군	위약군	군간차이(95% CI)	P-Value	판정
VAS 통증점수 변화	-38.7	-39.2	0.5(-4.3, 5.3)	0.8322	통계적 유의성 미확보
WOMAC 총점 변화	-27.61	-26.54	-1.07(-4.75, 2.62)	0.5701	통계적 유의성 미확보

자료) 공시자료

[표 3] 안전성 평가 변수 결과값

구분	TG-C군	위약군
이상반응(TEAE) 발생률	83.9%	78.1%
중증 이상사례	14.8%	11.9%
중대한 이상사례	10.3%	8.6%
이상사례로 인한 중단	1.3%	0.7%
전체 무릎 인공관절 치환술	0.6%	5.3%

자료) 공시자료

2. (주)코오롱 신용등급에 미치는 영향

금번 임상시험 결과 발표에 따라 (주)코오롱의 투자 회수가 지연되고, 당분간 연 500억원 내외의 지원 부담이 유지될 것으로 예상된다. (주)코오롱은 2021년 이후 매년 코오롱티슈진의 제3자유상증자에 참여하면서 2026년 3월말 까지 누적 2,560억원을 출자하는 등 대규모 자금을 지원하였다. KR은 금번 임상시험 결과가 긍정적일 경우 코오롱티슈진의 2028년 TG-C 상업화 계획이 가시화되고, 자체 자금 조달 여력이 강화되면서 (주)코오롱의 지원 부담이 다소 완화될 것으로 예상하였다. 그러나 상업화 계획 지연 가능성이 확대됨에 따라 당분간 코오롱티슈진에 대한 (주)코오롱의 지원 부담이 유지될 전망이다.

코오롱티슈진의 주가 변화에 따른 (주)코오롱의 재무구조 변동성이 내재한 것으로 판단된다. 2026년 3월말 (주)코오롱이 보유한 코오롱티슈진 지분(39.26%)의 장부가치는 2,693억원으로, 코오롱티슈진은 당기순손실을 지속하고 있으나 2022년 주식 거래재개와 함께 시장가격이 장부가액을 상회하여 손실이 발생하지 않고 있다. 다만 2019~2021년 주식 거래정지 기간 전액 손상차손을 인식하였고, 최근 코오롱티슈진 주가가 높은 변동성을 보이고 있어 주가 변화에 대한 모니터링이 필요하다.

또한 코오롱티슈진 주식을 기반으로 코오롱티슈진, (주)코오롱이 발행한 전환·교환사채 잔액은 2,075억원(코오롱티슈진 전환사채 1,475억원, (주)코오롱 교환사채 600억원)으로 파악된다. 코오롱티슈진이 발행한 제 3·4회 전환사채는 2027년 2월 26일, 2027년 9월 26일 이후 조기상환 청구가 가능하며, 각 사채의 전환가액은 38,422원, 43,618원(코스닥 상장 KDR 기준)이다. 각 사채에 전환가액 하향조정(리픽싱) 조항이 존재하나, 하한이 설정(KDR 기준 각각 34,598원, 37,075원)되어 있어 주가 하락에 따른 조기상환 청구 가능성이 내재한 것으로 판단된다. (주)코오롱이 발행한 교환사채의 경우 투자자의 조기상환 청구권이 부재하여 단기 상환부담은 크지 않을 것으로 판단되나, 주식 교환을 통한 재무부담 완화 효과는 다소 제한될 전망이다. 향후 투자자의 조기상환 청구 여부와 그에 따른 코오롱티슈진의 대응방안, (주)코오롱의 지원 부담 확대 여부를 모니터링할 계획이다.

[표 4] 코오롱티슈진 주식 관련 사채 발행 내역

구분	코오롱티슈진		(주)코오롱
	제3회 전환사채	제4회 전환사채	제256회 교환사채
발행일/만기일	2025.02.26 / 2030.02.26	2025.09.26 / 2030.09.26	2026.04.06 / 2031.04.06
발행금액	565억원	1,225억원	600억원
잔액(2026.03말 기준)	250억원	1,225억원	600억원
전환·교환가액	38,442원(KDR기준)	43,618원(KDR기준)	101,665원(KDR기준)
전환·교환권청구기간	2026.02.26~2030.01.26	2026.09.26~2030.08.26	2026.04.13~2031.03.06
조기상환청구기간	2027.02.26 이후 3개월마다 청구 가능	2027.09.26 이후 3개월마다 청구 가능	없음

주) 코오롱티슈진이 발행한 전환사채의 전환가액은 주당 192,210원, 218,090원이나, 코스닥에 상장된 KDR(1주당 5KDR)을 기준으로 재산출 자료) 각 사 분기보고서, 공시자료

다만 (주)코오롱의 신용등급에 미치는 영향은 제한적이다. (주)코오롱의 신용등급은 Building Block Approach 를 적용하고 있다. 주력계열사인 코오롱인더스트리, 코오롱글로벌, 코오롱모빌리티그룹의 자체신용도를 가중평균하여 통합신용도를 산출하고 있다. 2023~2025년 평균 주력계열사의 가중치는 코오롱인더스트리 67.9%, 코오롱글로벌 17.3%, 코오롱모빌리티그룹 14.7%이다. 가중치가 가장 높은 코오롱인더스트리가 핵심 자회사로, (주)코오롱의 신용등급 산출 시 사용되는 통합신용도의 근간으로 작용하고 있다.

2026년 들어서는 코오롱인더스트리의 아라미드 공장 가동률이 개선세를 보이고 있고, 코오롱글로벌 또한 원가율 안정화를 지속하고 있어 중단기간 점진적인 영업실적 개선세를 시현할 것으로 예상된다. 코오롱티슈진에 대한 (주)코오롱의 자금 지원 부담이 지속될 것으로 예상됨에 따라 지주회사에 대한 배당 지급 확대 등으로 주력계열사의 현금흐름 개선이 다소 제약될 수 있겠으나, 각 사 신용도에 미치는 영향은 제한적일 것으로 본다.

(주)코오롱은 자체 재무부담이 높은 수준(2025년말 이종레버리지 195.5%, 순차입금/실질현금창출력 10.6배 등)으로, 신용등급에 지주회사의 구조적 후순위성이 반영되고 있다. 코오롱티슈진의 실적변동성이 지속됨에 따라 당분간 자체 재무부담 완화 여력은 크지 않을 것으로 예상된다. 다만 주요 자회사의 신용도 저하 가능성이 크지 않을 것으로 판단된다는 점에서 금번 임상결과 발표가 (주)코오롱의 신용도에 미치는 영향은 제한적일 것으로 본다. 현재 진행 중인 별도 3상 결과가 2026년 10월 발표될 예정으로, 해당 임상시험 결과를 활용해 FDA 와의 협의 가능성이 존재하여 해당 임상 결과와 코오롱티슈진의 자금 조달 여력 개선 여부를 모니터링할 계획이다.

[표 5] (주)코오롱 등급변동요인

상향변동요인	✓ 코오롱인더스트리 등 주요 자회사의 신용도 제고 ✓ 자체 재무부담 축소 등으로 지주회사의 구조적 후순위성 완화
하향변동요인	✓ 코오롱인더스트리 등 주요 자회사의 신용도 저하

주) 상기 등급변동요인은 장기신용등급 기준임.

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권/채권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 약속하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자 의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.