

2023. 2. 21



▲ 제약/바이오

Analyst 박송이
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -

현재주가 (2.21) 46,750 원

상승여력 -

KOSDAQ	793.42pt
시가총액	7,387억원
발행주식수	1,580만주
유동주식비율	51.25%
외국인비중	6.05%
52주 최고/최저가	78,500원/41,250원
평균거래대금	25.2억원

주요주주(%)

녹십자 외 11 인	42.56
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.3	-24.8	-32.5
상대주가	-9.8	-22.9	-24.8

주가그래프



지씨셀 144510

NDR 노트

- ✓ 전 세계 최대 제조 기록을 가진 면역항암제 이문셀엘씨 보유 및 최장암 3상 임상 시험으로 적응증 추가 기대
- ✓ 검체 검사 서비스 국내 MS 1위 기반 OPM 높은 특수 검체 검진으로 확장 예상
- ✓ 세포유전자치료제 CDMO 경험을 바탕으로 바이오센트릭까지 확대 기대
- ✓ AB-101 패스트 트랙 지정 후 임상시험 순항 중, AB-201 상반기 내 환자 모집 예정

COVID-19 엔데믹에도 검체 검사 서비스는 꾸준히 성장 중

검체 검사 서비스의 매출액은 전체 지씨셀 매출액의 약 70% 수준이다. 검체 매출액의 50% 정도 COVID-19 관련 매출액이었다. 실내 마스크 착용 의무 해제 등으로 COVID-19 관련 매출액은 감소 추이지만 지씨셀은 다양한 일반 검체 서비스와 OPM 높은 특수 검체 검사 서비스를 5000가지 이상 보유하고 있다. 기존 검체 검사 서비스 국내 MS 1위인 점을 바탕으로 COVID-19 외에 다른 검체 서비스로의 확장이 기대된다.

글로벌 세포치료제 및 CDMO 수요는 증가 추세

간암 적응증으로 전세계 최대 제조 기록을 보유하고 있는 이문셀엘씨는 2017년부터 2021년까지 연평균 18.3%로 성장했다. 최근 최장암을 적응증으로 3상 임상시험 진행 중에 있어 장기적으로 성장 가능성이 있다. 2022년 1월에는 인도 Rivaara Immune 사에 기술 수출 계약을 맺었다. 항암제 특성상 계절성이 없고, medical unmet needs가 큰 간암과 최장암에서 이문셀엘씨의 꾸준한 성장이 기대된다. 또한 세포유전자치료제가 글로벌 R&D 트렌드로 자리매김하면서 CDMO의 수요도 급격하게 증가할 전망이다. 바이오텍 위주의 개발사가 많아 임상 위탁생산 물량이 향후 상업화 물량으로 이어질 것이다.

2023년 기대해 볼만한 이벤트

글로벌 NK세포 기반 임상시험은 초기 소수의 환자에서 반응을 보인 경우 data를 발표 했었다. 지씨셀의 AB-101 재발/불응성 림프종 1/2상 임상시험에서 연내 학회 data 발표가 기대된다. AB-201 파이프라인은 한국과 미국에서 1상 임상시험 환자 모집이 상반기 내 시작될 예정이다. 간접적인 CAR-NK 세포의 임상시험 경험을 통해 내년 상반기에는 지씨셀이 직접 국내에서 1상을 진행할 예정이다. 지씨셀이 CD5 CAR-NK 1상을 국내에서 진행하고 향후 2상을 아티바가 미국에서 진행할 예정이다.

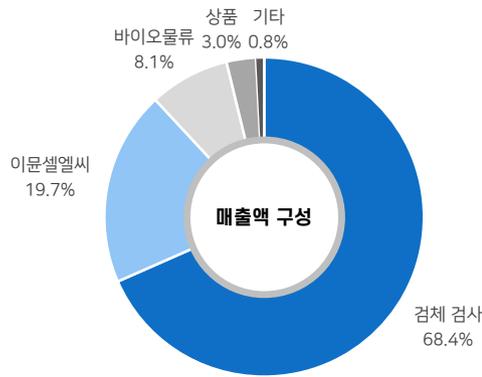
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	45.8	1.7	1.1	100	-54.6	4,579	499.1	10.9	207.6	2.2	14.6
2018	50.6	0.4	1.0	95	-5.2	4,522	483.4	10.2	325.1	2.1	20.0
2019	55.3	-3.5	1.7	160	68.7	4,554	236.6	8.3	711.0	3.5	35.1
2020	79.4	6.6	5.7	536	234.6	5,021	171.8	18.3	94.1	11.2	35.6
2021	159.3	41.2	36.5	3,200	545.8	32,987	31.8	3.1	35.3	12.7	22.9

Q&A

Q1 지씨셀의 전체 매출액 구성 (2022년 기준)

A1 2022년 전체 매출액은 2,361억원, 주요 매출원은 검체 검사 서비스와 세포치료제 이뮤셀엘씨

그림1 지씨셀 매출액 구성



자료: 지씨셀, 메리츠증권 리서치센터

Q2 검체 검사 서비스 중 COVID-19 관련 매출액의 영향

A2 검체 검사 서비스 중 50%가 COVID-19 매출액으로 엔데믹 전환, 실내 마스크 착용 의무 해제 등에 영향을 받는 것은 사실. 하지만 선별 진료소의 COVID-19 검체는 줄었지만 건강검진 등 지속적으로 발생하는 검체를 확보할 수 있음. 국내 검체 검사 서비스 MS 1위를 차지하고 있기 때문에 이를 기반으로 지씨셀이 가진 5,000 가지 이상의 검체 검사 서비스를 제공할 계획

Q3 머크 deal 구조

A3 2+1 계약으로 플랫폼에서 머크와 합의한 항체 2가지를 고를 수 있고 추가적으로 1개의 항체를 더 선택할 수 있는 권리가 있음. 첫 번째 후보 물질은 동물 전임상 진행중이고, 두 번째 물질 선정 중. 전체적으로 머크가 항체 선택 후 지씨셀이 전 임상 진행, 미국에서 아티바가 임상시험 진행, 머크가 이후 상업화가 마케팅을 하는 구조. 자세한 항체는 임상시험 IND 신청시 공개될 예정

Q4 미국 바이오센트릭 인수 목적

A4 국내에서 세포유전자치료제에 대한 CDMO 사업을 진행하고 있었음. 미국 cGMP 시설에 대한 needs가 계속 있었고, 국내 CDMO 사업 노하우를 바탕으로 국내 10개 suite, 미국 10개 suite까지 확장할 계획. 현재 세포유전자치료제를 개발하는 기업들은 주로 소형 바이오텍 위주임. 따라서 글로벌 세포유전자치료제 위탁생산 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상. 초기에는 작은 규모의 임상시험 물량을 수주할 수 있지만 향후 상업화 이후 상업화 물량까지 이어질 수 있는 부분이 긍정적

Q5 아티바와 지씨셀의 관계

A5 NK 세포에 대한 원천기술은 지씨셀이 갖고 전임상을 진행하고, 아티바가 임상시험을 진행하는 구조임. 향후 사업화될 경우 권리는 50%씩 보유. 지씨셀 NK 세포 기반 의약품의 글로벌 진출 교두보 역할을 하는 것이 주된 목적

Q6 아티바 지분 보유 현황

A6 녹십자 홀딩스가 19% 보유, 지씨셀이 8% 보유

Q7 아티바 상장이 자진 철회된 배경

A7 전체적인 시장 상황이 좋지 않고, 글로벌 peer group들의 valuation이 내려가 향후 시장 상황이 좋아지면 다시 진행할 예정. 현재까지 아티바가 투자 받은 1억 9천만불 중 1억 5천만불이 남아 있는 상황이라 당장 현금에 대한 risk는 없음. 또한 연초 AB-101이 미국 FDA에서 패스트 트랙 지정 받고 임상시험 순항 중에 있어 기술적인 문제도 없음

Q8 R&D 업데이트**A8 AB-101**

1상 임상시험에서는 보통 안전성만 확인하는데, 최근 임상시험 디자인 변경하여 1/2상으로 진행하고 AB-101 단독, 리톡시맙 병용, 2상 용량까지 확정할 수 있음. 기존 8개 기관 60명 모집에서 12개 기관 80명으로 확장되어 빠른 환자 모집 기대할 수 있음. 또한 패스트 트랙으로 지정되어 2상에서도 조건부 허가를 기대할 수 있어 전체적인 타임라인은 단축할 수 있을 것. 2024년 말 종료 목표

AB-201

미국과 한국에서 고품암을 대상으로 진행, HER2 CAR-NK로 HER2가 과발현된 위암이나 유방암을 적응증으로 예상해 볼 수 있음. 한국과 미국 모두 아티바가 임상시험 비용 부담 예정

CD5-CAR NK

국내 기업 중 CAR-NK 세포의 임상시험을 직접 operation한 기업이 없었음. 향후 지씨셀이 직접 1상 임상 시험 국내에서 진행해 CAR-NK 세포 연구 개발 기업의 상징성을 가져갈 계획. 내년 상반기 임상시험 진입 목표. 이후 2상 임상시험부터 아티바가 진행할 예정

Q9 현금 보유액과 연간 R&D 비용 지출 현황

A9 3Q22기준 보유 현금 및 현금성 자산은 약 450억원, R&D 비용은 매출액의 10~15% 수준

표1 지씨셀 파이프라인 현황									
구분	Project	Indication	Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	BLA	Territory
동종	CBNK + Rituximab (AB101)	재발/불응성 림프종							Overseas artiva
	CBNK + new Ab	고형암							Overseas artiva
	HER2 CAR-NK (AB201)	고형암							Overseas & Inland artiva
	CD19 CAR-NK (AB202)	B세포 림프종							Overseas & Inland artiva
	CD5 CAR-NK	T세포 림프종							Overseas & Inland artiva
	Merck CAR-NK #1	고형암							Overseas artiva MSD
	Merck CAR-NK #2	고형암							Overseas artiva MSD
	편도유래 중간엽 줄기세포	건선							
급성호흡곤란증후군									Inland
자가	CIK (이뮤셀엘씨)	간암 (HCC)							Inland
		위장암							Inland
	MSLN CAR-T	고형암							Inland & Overseas

자료: 지씨셀, 메리츠증권 리서치센터

지씨셀 (144510)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	45.8	50.6	55.3	79.4	159.3
매출액증가율 (%)	8.0	10.5	9.2	43.6	100.7
매출원가	35.6	38.4	41.2	56.1	90.7
매출총이익	10.2	12.2	14.1	23.3	68.7
판매관리비	8.6	11.8	17.6	16.7	27.4
영업이익	1.7	0.4	-3.5	6.6	41.2
영업이익률	3.6	0.9	-6.3	8.3	25.9
금융손익	0.7	0.7	0.5	0.8	4.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.8	-0.3	4.5	-0.1	0.2
세전계속사업이익	1.5	0.9	1.6	7.3	46.1
법인세비용	0.5	-0.1	-0.1	1.7	9.6
당기순이익	1.1	1.0	1.7	5.7	36.5
지배주주지분 순이익	1.1	1.0	1.7	5.7	36.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	44.1	36.0	18.5	18.4	84.5
현금및현금성자산	38.6	23.3	10.1	6.0	8.0
매출채권	5.2	5.9	6.2	11.0	60.1
재고자산	0.1	0.7	1.1	0.5	7.1
비유동자산	11.2	21.3	46.4	53.4	556.1
유형자산	3.7	8.4	10.0	11.5	76.8
무형자산	1.6	2.8	2.6	3.4	402.2
투자자산	0.5	0.5	16.5	25.3	33.5
자산총계	55.4	57.3	64.9	71.8	640.6
유동부채	4.6	7.2	10.3	14.9	77.5
매입채무	0.2	0.8	1.1	0.7	3.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	32.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.5	2.3	6.6	4.0	41.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0
부채총계	7.0	9.5	16.9	18.9	119.4
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	7.9
자본잉여금	36.3	36.3	36.3	36.3	543.4
기타포괄이익누계액	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	6.8	6.5	6.9	11.8	48.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	48.3	47.7	48.1	53.0	521.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	2.9	0.5	-0.1	8.8	29.4
당기순이익(손실)	1.1	1.0	1.7	5.7	36.5
유형자산상각비	0.6	0.8	3.8	3.4	5.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7
운전자본의 증감	-1.4	-2.4	-3.1	-3.2	-21.9
투자활동 현금흐름	36.3	-15.3	-10.3	-10.8	7.3
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-4.8	-3.8	-2.4	-6.4
투자자산의감소(증가)	-0.5	0.0	-16.0	-8.7	-8.3
재무활동 현금흐름	-0.8	-0.5	-2.8	-2.1	-34.7
차입금의 증감	0.0	0.0	4.4	-2.5	26.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	509.8
현금의 증가(감소)	38.4	-15.3	-13.2	-4.1	2.0
기초현금	0.2	38.6	23.3	10.1	6.0
기말현금	38.6	23.3	10.1	6.0	8.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	4,339	4,796	5,236	7,521	13,957
EPS(지배주주)	100	95	160	536	3,200
CFPS	359	258	250	1,190	4,409
EBITDAPS	223	133	53	977	4,126
BPS	4,579	4,522	4,554	5,021	32,987
DPS	50	35	25	100	0
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	499.1	483.4	236.6	171.8	31.8
PCR	139.5	178.1	151.4	77.4	23.1
PSR	11.5	9.6	7.2	12.2	7.3
PBR	10.9	10.2	8.3	18.3	3.1
EBITDA	2.4	1.4	0.6	10.3	47.1
EV/EBITDA	207.6	325.1	711.0	94.1	35.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	2.1	3.5	11.2	12.7
EBITDA 이익률	5.1	2.8	1.0	13.0	29.6
부채비율	14.6	20.0	35.1	35.6	22.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.4	0.2	0.3
이자보상배율(x)	N/A	N/A	-14.6	49.7	99.1
매출채권회전율(x)	9.4	9.2	9.2	9.3	4.5
재고자산회전율(x)	1,021.0	131.0	61.4	96.7	41.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율