



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	74,000 원
현재주가	43,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(10/12)	671.67 pt
시가총액	6,818 억원
발행주식수	15,800 천주
52주 최고가/최저가	124,000 / 41,950 원
90일 일평균거래대금	51.8 억원
외국인 지분율	5.5%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	34,902 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -6.9%
	6개월 -10.1%
	12개월 -22.5%
주주구성	녹십자 (외 13인) 42.6%
	국민연금공단 (외 1인) 5.0%
	자사주 (외 1인) 5.0%

Stock Price



지씨셀 (144510)

3Q22 Preview: 양호한 실적과 SITC 발표

3Q22 Preview: 코로나19 재유행으로 양호한 실적

3Q22 실적은 매출액 524억원(+36.8% yoy, -5.9% qoq), 영업이익 106억원(+2.9% yoy, +112.0% qoq)으로 예상된다. 3Q22 코로나19 확진자 증가와 세포치료제 부문의 견조한 성장세로 양호한 실적을 기대한다. 동사는 확실한 캐시카우가 있어 자금조달 리스크가 없는 소수의 바이오텍 중 하나이면서 11월과 12월 학회에서 주요 파이프라인 임상 데이터 공개가 예정되어있다.

SITC(미국 면역항암학회, 11월)와 ASH(미국 혈액학회, 12월)학회

동사는 SITC에서 혈액암 및 고형암에서의 AB101 전임상 데이터를 발표할 예정이다. 포스터 발표에서 AB101의 ADCC(항체 의존성 세포 독성) Enhancer로서의 평가와 리튬사마과의 병용요법에 대해 설명할 것이다. AB101의 ADCC Enhancer 효능이 중요한 이유는 1)올해 4월 머크와 NK세포 인게이지 병용요법에 대한 공급계약을 체결했기 때문이고, 2) 단독요법과 병용요법 2가지 방식에서의 약물 효능과 안전성을 확인할 수 있기 때문이다. ASH에서는 임상1상 중간결과를 공개할 확률이 높기 때문에 임상 모멘텀이 유효하다.

AB101 이외에도 9월에는 FDA로부터 HER2 CAR-NK인 AB201 임상1/2상 IND승인을 받아 임상단계 진입 파이프라인을 확대 중이다. AB201은 작년 SITC에서 난소암, 위암 등 동물 모델에서 완전관해를 보이며 우수한 전임상 데이터를 공개한 바 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가를 74,000원으로 하향

1Q22이후 진단부문 매출이 피크아웃 되면서 영업가치가 하락했으나 그 외 사업부인 세포치료제와 바이오물류가 외형성장하고 있기 때문에 검체사업부를 제외한 영업가치는 지속적으로 성장할 것이다. 목표주가를 86,000원에서 74,000원으로 14% 하향한다. 2023년 이후 진단 매출의 감소 영향이 반영되기 때문이다. 다만, 1)CAR-NK 플랫폼이 바이오트렌드로서 각광받고 있다는 점, 2)AB101의 임상 데이터가 기대된다는 점, 그리고 3)2023년 아티바 나스닥 상장 모멘텀이 유효하기 때문에 투자의견 Buy를 유지한다

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	86	168	236	189	207
영업이익	6	36	57	22	27
세전계속사업손익	5	40	58	23	28
순이익	4	30	39	14	18
EPS (원)	394	2,092	2,606	938	1,185
증감률 (%)	흑전	430.8	24.5	-64.0	26.4
PER (x)	233.7	48.6	16.6	46.0	36.4
PBR (x)	20.6	3.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	91.4	37.9	10.9	24.9	21.8
영업이익률 (%)	7.5	21.6	24.2	11.5	12.9
EBITDA 마진 (%)	12.4	26.0	28.6	15.3	16.0
ROE (%)	9.1	11.3	7.4	2.6	3.2
부채비율 (%)	47.3	25.2	20.5	21.0	28.3

자료: 지씨셀, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q22 Preview

표1 지씨셀 3Q22 Preview

(억원)	3Q22E	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
매출액	524	383	+36.8%	557	-5.9%	472	-
영업이익	106	103	+2.9%	50	+112.0%	134	-

주: 3Q21은 녹십자랩셀과 녹십자셀 합병이전의 녹십자랩셀 별도 실적임
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)지씨셀 실적 추이

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	838	557	524	437	411	458	489	527	1,683	2,356	1,885
YoY	-	-	-	-	-51.0%	-17.8%	-6.7%	20.6%	96.7%	40.0%	-20.0%
검체검사	654	285	290	210	155	163	179	188	1,235	1,439	686
세포치료제	95	147	126	112	129	155	160	176	67	480	619
바이오물류	32	58	55	57	63	69	75	83	124	202	290
상품	19	17	18	19	21	22	23	25	58	73	92
기타	38	50	35	39	43	49	52	55	199	162	199
매출총이익	469	183	224	152	148	158	158	143	687	1,028	607
YoY	-	-	-	-	-68.4%	-13.7%	-29.5%	-5.9%	194.8%	49.6%	-41.0%
GPM	56.0%	32.9%	42.7%	34.8%	36.0%	34.5%	32.3%	27.1%	40.8%	43.6%	32.2%
영업이익	361	50	106	53	52	54	53	57	363	570	216
YoY	-	-	-	-	-85.6%	8.0%	-47.5%	7.5%	464.9%	57.0%	-62.1%
OPM	43.1%	9.0%	20.2%	12.1%	12.7%	11.8%	10.8%	10.8%	21.6%	24.2%	11.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 지씨셀 valuation

(억원)		추정치
1. 영업가치	검체사업 및 세포치료제	7,430
	2022E EBITDA * EV/EBITDA 10배 적용	검체사업+ 이문셀엘씨 등
2. 비영업가치	파이프라인 및 해외법인	3,849
	AB101 및 CAR-NK 플랫폼	3,031
	CAR-NK 바이오텍 3사 시가총액 평균 (지분 8.5%, 30% 할인)	Artiva Biotherapeutics
	818	
3. 순현금	2022E	448
4. 적정 기업가치		11,727
5. 주식수 (천주)		15,800
6. 목표주가 (원)	1000원 단위에서 내림	74,000
7. 현재주가 (원)	10.12 증가 기준	43,150

주: CAR-NK 상위 바이오텍: FATE, NKTX, AFMD 평균(10.11기준)
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 (변경 전)지씨셀 분기별 실적 추이 및 연간 전망

(억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	838	685	472	416	412	458	499	542	1,683	2,411	1,911
YoY	-	-	-	-	49.2%	-133.1%	-94.3%	-69.7%	96.7%	43.3%	-20.7%
검체검사	654	486	265	189	155	162	178	187	1,235	1594	682
세포치료제	95	98	100	112	129	155	162	179	67	405	624
바이오물류	32	35	36	38	41	46	52	58	124	141	197
상품	19	20	21	23	25	26	29	32	58	83	112
기타	38	46	50	55	62	70	77	87	199	189	295
매출총이익	469	364	224	175	171	185	205	225	687	1232	786
YoY	-	-	-	-	-63.5%	-49.2%	-8.5%	28.6%	194.8%	79.3%	-36.2%
GPM	56.0%	53.1%	47.5%	42.1%	41.5%	40.4%	41.1%	41.5%	40.8%	51.1%	41.1%
영업이익	361	235	134	113	79	88	92	108	363	843	367
YoY	-	-	-	-	-78.1%	-62.7%	-31.3%	-4.4%	464.9%	132.2%	-56.5%
OPM	43.1%	34.3%	28.4%	27.2%	19.2%	19.1%	18.5%	19.9%	21.6%	35.0%	19.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

지씨셀 (144510)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	26	97	82	107	146
현금 및 현금성자산	9	18	-1	23	58
매출채권 및 기타채권	13	63	71	72	74
재고자산	1	8	4	4	7
기타유동자산	3	8	8	8	8
비유동자산	50	549	579	566	579
관계기업투자등	13	12	17	13	15
유형자산	16	84	85	89	94
무형자산	5	404	409	410	411
자산총계	76	646	662	673	725
유동부채	17	84	65	55	93
매입채무 및 기타채무	14	28	29	23	26
단기금융부채	2	38	18	13	49
기타유동부채	1	18	18	18	18
비유동부채	7	46	47	62	67
장기금융부채	5	32	33	48	53
기타비유동부채	2	14	14	14	14
부채총계	25	130	112	117	160
지배주주지분	47	511	545	552	560
자본금	5	8	8	8	8
자본잉여금	36	543	538	531	522
이익잉여금	6	38	77	91	109
비지배주주지분(연결)	5	5	5	5	5
자본총계	52	516	549	557	565

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	9	24	28	43	22
당기순이익(손실)	4	30	39	14	18
비현금수익비용가감	9	17	-8	36	6
유형자산감가상각비	4	6	9	6	6
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	5	4	-18	29	0
영업활동 자산부채변동	-3	-20	-3	-7	-2
매출채권 감소(증가)	-6	-42	-8	-1	-2
재고자산 감소(증가)	1	-1	4	1	-3
매입채무 증가(감소)	4	8	1	-6	2
기타자산, 부채변동	-3	16	0	0	0
투자활동 현금	-15	17	-22	-8	-14
유형자산처분(취득)	-5	-11	-11	-10	-10
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-6	-1	-2
투자자산 감소(증가)	-9	18	-5	3	-1
기타투자활동	0	13	0	0	0
재무활동 현금	2	-32	-26	-12	27
차입금의 증가(감소)	1	13	-20	-5	36
자본의 증가(감소)	1	-45	-6	-7	-9
배당금의 지급	0	1	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-4	9	-19	24	35
기초현금	14	9	18	-1	23
기말현금	9	18	-1	23	58

자료: 지씨셀, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	86	168	236	189	207
매출원가	62	100	133	128	137
매출총이익	23	69	103	61	71
판매비 및 관리비	17	32	46	39	44
영업이익	6	36	57	22	27
(EBITDA)	11	44	67	29	33
금융손익	0	0	0	0	0
이자비용	0	1	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	3	1	1	1
세전계속사업이익	5	40	58	23	28
계속사업법인세비용	1	9	19	9	10
계속사업이익	4	30	39	14	18
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	30	39	14	18
지배주주	4	31	39	14	18
총포괄이익	4	31	39	14	18
매출총이익률 (%)	27.2	40.8	43.6	32.2	34.2
영업이익률 (%)	7.5	21.6	24.2	11.5	12.9
EBITDA마진률 (%)	12.4	26.0	28.6	15.3	16.0
당기순이익률 (%)	4.8	17.9	16.6	7.5	8.6
ROA (%)	5.8	8.7	6.0	2.1	2.5
ROE (%)	9.1	11.3	7.4	2.6	3.2
ROIC (%)	86	168	236	189	207

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	233.7	48.6	16.6	46.0	36.4
P/B	20.6	3.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	91.4	37.9	10.9	24.9	21.8
P/CF	74.3	34.0	21.7	13.6	28.4
배당수익률 (%)	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	47.8	96.7	40.0	-20.0	10.0
영업이익	흑전	465.0	56.8	-62.1	23.8
세전이익	흑전	634.5	45.8	-60.8	22.2
당기순이익	흑전	634.2	30.2	-64.0	26.4
EPS	흑전	430.8	24.5	-64.0	26.4
안정성(%)					
부채비율	47.3	25.2	20.5	21.0	28.3
유동비율	151.6	115.2	125.7	196.2	157.6
순차입금/자기자본	-3.8	10.1	9.4	6.8	7.8
영업이익/금융비용	26.0	65.0	81.4	108.0	66.9
총차입금 (십억원)	7	70	51	61	102
순차입금 (십억원)	-2	52	52	38	44
주당지표 (원)					
EPS	394	2,092	2,606	938	1,185
BPS	4,469	32,341	34,465	34,932	35,464
CFPS	1,239	2,993	1,984	3,171	1,517
DPS	100	n/a	n/a	n/a	n/a

지씨셀 목표주가 추이		투자이건 변동내역							
		일시 투자 의견 목표 가격	과리율(%) 최고 최저 평균			일시 투자 의견 목표 가격	과리율(%) 최고 최저 평균		
			대비 대비 대비	대비 대비 대비	대비 대비 대비				
2022.06.13 2022.06.13 2022.10.13	신규 Buy Buy	강하나 86,000 74,000	-18.3	-34.2					

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.8% 9.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이건 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)