



지씨셀

| Bloomberg Code (144510 KS) | Reuters Code (144510.KQ)

2022년 11월 10일

[제약/바이오]

장세훈 책임연구원
☎ 02-3772-1546
✉ sehunjang@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

가치 재평가의 원년이 될 2023



Not Rated

-



현재주가 (11월 9일)

45,550 원



목표주가

-



상승여력

-

- ◆ 아티바와 아피메드의 파트너십으로 우수한 생산 공정 기술력 증명
- ◆ NK세포치료제 R&D 파이프라인은 계획대로 순항 중
- ◆ 조금 시간이 걸렸지만 2023년부터 본격화될 모멘텀 기대



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

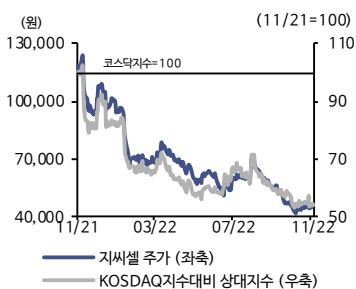


신한투자증권 기업분석부

투자판단	Not Rated
목표주가	-
상승여력	-

KOSPI	2,424.41p
KOSDAQ	714.60p
시가총액	719.7 십억원
액면가	500 원
발행주식수	15.8 백만주
유동주식수	8.1 백만주(51.2%)
52 주 최고가/최저가	124,000 원/41,250 원
일평균 거래량 (60 일)	67,591 주
일평균 거래액 (60 일)	3,497 백만원
외국인 지분율	5.79%
주요주주	
녹십자 외 12 인	42.57%
국민연금공단	5.00%
절대수익률	
3 개월	-35.2%
6 개월	-22.7%
12 개월	-61.7%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-24.4%
6 개월	-6.8%
12 개월	-45.9%

주가차트



아티바와 아피메드의 파트너십으로 우수한 생산 공정 기술력 증명

11월 3일, 아티바는 NK engager 이중항체 개발사 아피메드(Affimed)와 파트너십을 체결했다. 아피메드의 CD30xCD16A NK engager AFM13과 아티바의 동종 CBNK(제대혈 유래 NK세포치료제) AB-101 병용 개발 파트너십이다. IND 제출은 2023년 상반기로 예상된다.

이번 파트너십은 지씨셀-아티바의 동종 NK 세포치료제 플랫폼의 기술 경쟁력을 보여준다고 판단된다. NK engager는 고순도의 NK세포 병용이 필수적이며 상업화를 위해서는 동종 NK세포에 대한 고효율의 대량 생산 기술 및 동결 보존 기술이 필요하다. 아티바가 선택된 이유는 상업화에 적합한 기술력을 보유하고 있기 때문이다.

최근 아피메드가 2022 ASH(미국혈액학회) 초록을 통해 공개한 AFM13+CBNK 병용 CD30+ 림프종 1/2상 결과를 고려하면 향후 높은 상업화 가능성이 기대된다. RP2D(10^8 cells/kg) 기준 ORR 100%와 CR 70.8%(17/24)을 기록했다. 물론 MD 앤더슨의 CBNK 병용 결과이기 때문에 향후 아티바와의 병용 임상 성공 여부를 판단하기 어렵지만, AB-101의 높은 CD16 발현률과 우수한 AB-101+AFM13 병용 전임상 데이터를 고려할 때 향후 긍정적인 결과가 기대된다.

NK세포치료제 R&D 파이프라인은 계획대로 순항 중

AB-101 임상은 기존 계획인 2023년 말 완료 목표로 진행 중이다. 초기 결과 발표는 내년 상반기 주요 학회에 있을 것으로 예상된다. AB-201(HER2 CAR-NK)은 FDA로부터 임상 1/2상 IND 승인을 획득해 내년 상반기 임상이 개시될 전망이다. 올해 남은 학회에서는 AB-101 관련 다양한 종류의 항체 병용 전임상 데이터 발표가 진행된다.

조금 시간이 걸렸지만 2023년부터 본격화될 모넨텀 기대

첫 임상 데이터 확인 시점이 조금 늦어진 것은 아쉽지만 펀더멘탈은 변함 없다. AB-101의 임상 데이터가 가치 재평가의 시발점이 될 전망이다. 아티바의 나스닥 상장 자진 철회는 바이오텍 밸류에이션 하락이 크게 작용했다고 본다. 오히려 IPO 절차를 철회를 했기 때문에 파트너십 및 적극적인 IR/PR 활동이 가능해진 점은 긍정적이다. 바이오텍 반등이 예상되는 내년 상반기 봐야할 주요 기업 중 하나로 평가한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2017	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2018	50.6	0.4	0.9	1.0	95	N/A	4,522	483.4	325.1	10.2	2.1	(59.3)
2019	57.9	(3.3)	(3.4)	(2.3)	(216)	적전	4,174	(175.8)	462.7	9.1	(5.0)	(13.2)
2020	85.6	6.4	5.4	4.2	394	흑전	4,469	233.7	91.6	20.6	9.1	(9.6)
2021	168.3	36.3	39.5	31.4	2,752	598.3	32,341	37.0	38.0	3.1	11.3	9.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

NDR 주요 Q&A 정리

Q1) 아티바 상장 자진철회 이유

IPO 절차 진행 중에는 SEC의 가이드에 따라 주가에 영향을 줄 수 있는 적극적인 IPR 활동을 하지 못함. 파트너십 활동을 포함해 투자자와 적극적인 소통을 위해 공식적으로 자진철회를 결정한 것. 철회 후 바로 다음날 아피메드와 파트너십 체결을 발표한 것도 이런 부분 중 하나

Q2) 아피메드와의 AB-101 파트너십 관련 세부 내용

아피메드는 NK engager 개발사여서 고순도, 고수율의 NK세포 공급과 대량 생산 기술이 필요. 이를 위해 아티바가 AB-101을 공급할 예정. 상업화 이후 수익은 67:33으로 배분. 전체 계약 규모는 미공개

Q3) 아피메드가 아티바를 선택한 이유

기존 초기 임상 결과가 있었음에도 불구하고 아티바를 선택한 이유는 우수한 대량 생산 및 동결 보존 기술을 높게 평가해 AB-101과 병용으로 진행할 계획

Q4) AB101 임상 중간 결과 발표 지연 이유

임상 1상 완료 목표는 기존과 동일. 2023년 말 예상. 중간 결과 발표는 구체적으로 확정되지 않았지만 완료 전에 임상 데이터를 공개할 것으로 예상. 코로나 19 영향으로 환자 모집 속도가 제한적이었음. 최근 임상 사이트 수를 늘려 빠른 환자 모집 속도 기대

Q5) 향후 학회 발표 스케줄

11월 SITC에서는 AB-101과 항체 병용에 대한 전임상 데이터 발표. 12월 ASH에서는 CD38 항체와 AB-101 병용에 대한 전임상 데이터 발표

보통 PBNK는 CD38 발현량이 높아 CD38 항체와 병용하기 어렵지만 AB-101은 CBNK기 때문에 CD38 발현이 1/4 수준으로 낮아 병용이 가능한 것이 장점

내년 학회는 아직 구체적인 계획은 없지만 지금까지처럼 주요 학회에 되도록 참가할 계획

Q7) 머크 파트너십 진행 상황

2+1옵션 계약. 첫 번째 후보물질을 선정해서 동물 전임상 진행하는 중. 두 번째 물질은 후보물질 선정하고 있는 중

Q8) 검체검사 사업 매출 중 코로나19 진단 향후 수준

점차 하락하고 있으나 생각보다 빠르게 빠지지 않고 특수 검진 등의 수요 증가로 일반 검체검사 매출도 지속적으로 성장하고 있어 변동성이 크지는 않을 전망

Q9) 세포치료제 매출 breakdown

3분기 115억원 중 대부분인 85억원이 이문셀엘씨주 매출. 그 외는 CDMO와 기술이전 관련 매출. 이문셀엘씨주 매출 성장이 본격화돼 앞으로도 성장 가능 전망

Q10) 아티바와 지씨셀 현금 상황

6월 S-1 보고서 기준 약 1억 8천만달러의 현금을 보유하고 있어 당분간 자금 조달 관련 문제 없음. 지씨셀은 반기보고서 기준으로 470억 수준이고 지속적으로 현금 흐름 창출이 가능한 상황

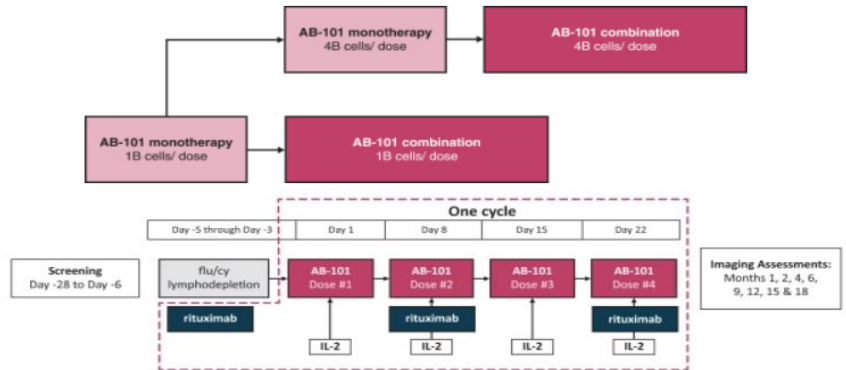
지씨셀 R&D 비용은 매출액의 10~15% 수준. 지씨셀은 초기 연구를 진행하고 미국 임상도 아티바가 진행하기 때문에 우리쪽 비용 부담은 크지 않을 전망

지씨셀 주요 R&D 파이프라인 현황

Classification	Project	Indication	Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	BLA	Territory
통증	C8NK + Rituximab (AB101)	생방/결승성 임프종							Overseas artiva
	C8NK + new Ab	고형암							Overseas artiva
	HER2 CAR-NK (AB201)	고형암							Overseas & Inland artiva
	CD19 CAR-NK (AB202)	B세포 임프종							Overseas & Inland artiva
	EDS CAR-NK	T세포 임프종							Overseas & Inland
	Merck CAR-NK #1	고형암							Overseas artiva MSD
	Merck CAR-NK #2	고형암							Overseas artiva MSD
	항도유래 종양암 줄기세포	건선							Inland
자가		급성호흡곤란증후군							Inland
	CRK (이문셀엘씨)	간암 (HCC)							Inland
	MSLN CAR-T	해장암							Inland & Overseas

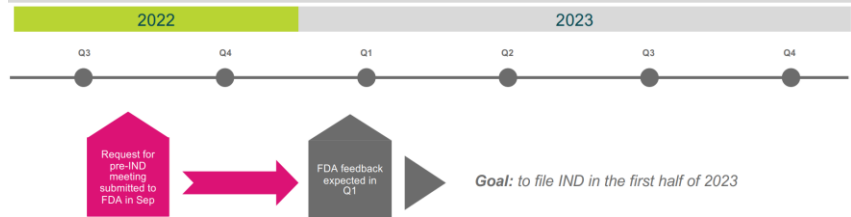
자료: 회사 자료, 신한투자증권

AB-101 임상 1/2상 디자인 개요



자료: SEC, 회사 자료, 신한투자증권

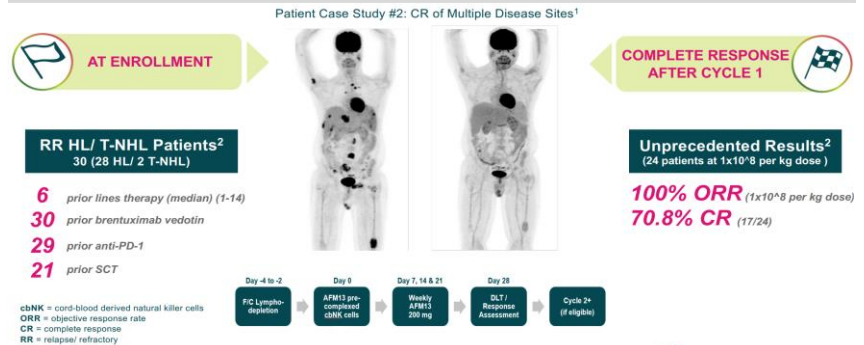
아피메드 AFM13+아티바 AB-101 병용 임상 개발 계획



Pending FDA feedback, the companies are planning a registration-directed study to evaluate the combination therapy in relapsed/refractory Hodgkin lymphoma with an exploratory arm evaluating the combination in r/r CD30-positive peripheral T-cell lymphoma (PTCL)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2022 ASH: 아피메드 AFM13+CBNK 병용요법 결과



자료: 회사 자료, 신한투자증권

지씨셀 보유 GMP 시설

용인 셀센터 (Pharmaceutical)

면적	GMP 설비 면적 약 2,000평. 650억원 투자
CAPA	월평균 1,500 pack (이문셀LC기준)
클린룸	2층 8개 (4개 이문셀용, 4개 CMO용) 1층 2개 증설 (CMO용)
인증	KGMP (2020년)
가동률	2021년 상반기 누적 평균 61%

일본 GC립포텍 (Therapy)

CAPA	연평균 7,200 pack (media 기준)
------	---------------------------

자료: 회사 자료, 신한투자증권 정리

미국 BioCentriq 인수 개요

회사 개요

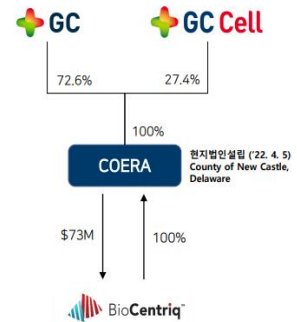
법인명 BioCentriq, Inc.
본사위치 미국, 뉴저지주 뉴저지공과대학 내
주요시설 SITE 1. Newark, HQ
 SITE 2. SouthBrunswick, PD연구소 & GMP



주요사업 1. Process Development
 : 제형 개발(Formulation Development)
 2. Cell & Gene therapy 제조
 : NK, T, CAR-T, 유전자치료제, 바이러스백터 등

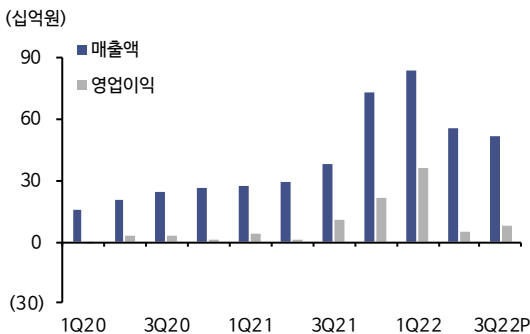
Full service CDMO

투자 구조



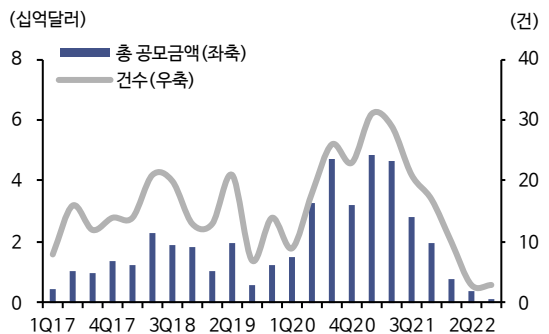
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지씨셀 분기별 실적 추이(4Q21 녹십자셀 합병)



자료: Quantiwise, 신한투자증권, 4Q21은 녹십자셀 2개월 반영

글로벌 분기별 바이오 IPO 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
자산총계	N/A	57.3	68.1	76.4	645.6
유동자산	N/A	36.0	22.9	25.9	96.8
현금및현금성자산	N/A	23.3	13.6	9.1	18.0
매출채권	N/A	5.9	6.9	12.3	61.6
재고자산	N/A	0.7	1.1	0.5	7.6
비유동자산	N/A	21.3	45.2	50.5	548.7
유형자산	N/A	8.4	13.1	15.6	84.0
무형자산	N/A	2.8	3.4	4.9	404.4
투자자산	N/A	0.5	8.7	13.3	11.8
기타금융투자자산	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	N/A	9.5	20.2	24.5	129.9
유동부채	N/A	7.2	12.9	17.1	84.0
단기차입금	N/A	0.0	0.0	0.0	34.7
매입채무	N/A	0.8	1.1	0.7	3.7
유동성장기부채	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	N/A	2.3	7.3	7.5	45.8
사채	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	N/A	0.0	5.1	5.3	32.0
기타금융투자부채	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	47.7	47.9	51.8	515.7
자본금	N/A	5.3	5.3	5.3	7.9
자본잉여금	N/A	36.3	36.3	36.3	543.4
기타자본	N/A	0.0	0.0	0.0	(78.5)
기타포괄이익누계액	N/A	(0.4)	(0.4)	(0.7)	0.1
이익잉여금	N/A	6.5	2.9	6.3	38.1
지배주주지분	N/A	47.7	44.1	47.1	511.0
비지배주주지분	N/A	0.0	3.8	4.7	4.7
*총차입금	N/A	0.0	7.3	7.1	69.9
*순차입금(순현금)	N/A	(28.3)	(6.3)	(5.0)	49.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동으로인한현금흐름	N/A	0.5	0.2	9.1	23.9
당기순이익	N/A	1.0	(2.2)	4.1	30.1
유형자산상각비	N/A	0.8	3.9	3.9	6.5
무형자산상각비	N/A	0.2	0.2	0.3	0.9
외화환산손실(이익)	N/A	0.0	(0.0)	0.1	(0.1)
자산손실손실(이익)	N/A	0.2	(0.0)	(0.1)	0.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	N/A	0.0	0.2	1.7	(3.0)
운전차분변동	N/A	(2.4)	(3.2)	(3.4)	(19.6)
(법인세납부)	N/A	(0.5)	(0.1)	(0.6)	(3.9)
기타	N/A	1.2	1.4	3.1	12.3
투자활동으로인한현금흐름	N/A	(15.3)	(10.9)	(15.0)	17.3
유형자산의증가(CAPEX)	N/A	(4.8)	(5.3)	(4.8)	(10.9)
유형자산의감소	N/A	0.0	0.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	N/A	(1.3)	(0.9)	(1.4)	(2.8)
투자자산의감소(증가)	N/A	(5.5)	(3.3)	(5.8)	15.3
기타	N/A	(3.7)	(1.6)	(3.0)	15.7
FCF	N/A	N/A	(1.5)	4.4	(8.3)
재무활동으로인한현금흐름	N/A	(0.5)	1.0	1.5	(32.4)
차입금의 증가(감소)	N/A	0.0	0.0	3.0	15.0
자기주식처분(취득)	N/A	0.0	0.0	0.0	44.4
배당금	N/A	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(1.1)
기타	N/A	0.0	1.4	(1.2)	(90.7)
기타현금흐름	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	N/A	0.0	0.0	(0.1)	0.1
현금의증가(감소)	N/A	(15.3)	(9.7)	(4.5)	8.9
기초현금	N/A	38.6	23.3	13.6	9.1
기말현금	N/A	23.3	13.6	9.1	18.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	N/A	50.6	57.9	85.6	168.3
증감률 (%)	N/A	N/A	14.4	47.8	96.7
매출원가	N/A	38.4	43.5	62.3	99.6
매출총이익	N/A	12.2	14.4	23.3	68.7
매출총이익률 (%)	N/A	24.2	24.9	27.2	40.8
판매관리비	N/A	11.8	17.7	16.9	32.4
영업이익	N/A	0.4	(3.3)	6.4	36.3
증감률 (%)	N/A	N/A	적전	흑전	465.0
영업이익률 (%)	N/A	0.9	(5.6)	7.5	21.6
영업외손익	N/A	0.4	(0.1)	(1.0)	3.2
금융손익	N/A	0.7	0.6	0.7	(0.1)
기타영업외손익	N/A	(0.3)	(0.5)	(0.1)	0.2
종속 및 관계기업관련손익	N/A	0.0	(0.2)	(1.7)	3.0
세전계속사업이익	N/A	0.9	(3.4)	5.4	39.5
법인세비용	N/A	(0.1)	(1.1)	1.3	9.5
계속사업이익	N/A	1.0	(2.2)	4.1	30.1
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	1.0	(2.2)	4.1	30.1
증감률 (%)	N/A	N/A	적전	흑전	634.2
순이익률 (%)	N/A	2.0	(3.9)	4.8	17.9
(지배주주)당기순이익	N/A	1.0	(2.3)	4.2	31.4
(비지배주주)당기순이익	N/A	0.0	0.0	(0.1)	(1.4)
총포괄이익	N/A	(0.0)	(3.2)	3.3	32.2
(지배주주)총포괄이익	N/A	(0.0)	(3.2)	3.4	33.6
(비지배주주)총포괄이익	N/A	0.0	0.0	(0.1)	(1.4)
EBITDA	N/A	1.4	0.9	10.6	43.7
증감률 (%)	N/A	N/A	(38.8)	1,135.5	312.1
EBITDA 이익률 (%)	N/A	2.8	1.5	12.4	26.0

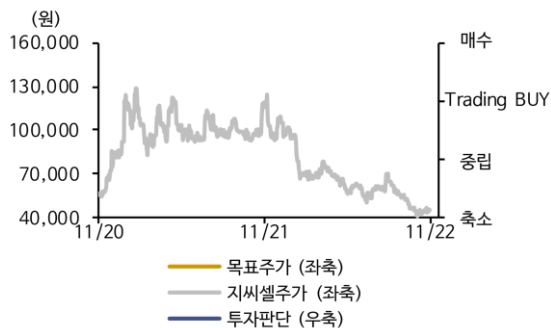
주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
EPS (당기순이익, 원)	N/A	95	(212)	388	2,633
EPS (지배순이익, 원)	N/A	95	(216)	394	2,752
BPS (자본총계, 원)	N/A	4,522	4,535	4,910	32,637
BPS (지배지분, 원)	N/A	4,522	4,174	4,469	32,341
DPS (원)	50	35	25	100	0
PER (당기순이익, 배)	N/A	483.4	(179.1)	237.4	38.6
PER (지배순이익, 배)	N/A	483.4	(175.8)	233.7	37.0
PBR (자본총계, 배)	N/A	10.2	8.4	18.8	3.1
PBR (지배지분, 배)	N/A	10.2	9.1	20.6	3.1
EV/EBITDA (배)	N/A	325.1	462.7	91.6	38.0
배당성향 (%)	N/A	36.9	(11.6)	25.4	0.0
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	N/A	2.8	1.5	12.4	26.0
영업이익률 (%)	N/A	0.9	(5.6)	7.5	21.6
순이익률 (%)	N/A	2.0	(3.9)	4.8	17.9
ROA (%)	N/A	1.7	(3.6)	5.7	8.3
ROE (지배순이익, %)	N/A	2.1	(5.0)	9.1	11.3
ROIC (%)	N/A	N/A	(32.4)	30.6	9.4
안정성					
부채비율 (%)	N/A	20.0	42.2	47.3	25.2
순차입금비율 (%)	N/A	(59.3)	(13.2)	(9.6)	9.7
현금비율 (%)	N/A	322.5	105.2	53.4	21.4
이자보상배율 (배)	N/A	N/A	(13.2)	26.0	65.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	N/A	99.1	(128.7)	(58.2)	11.4
재고자산회수기간 (일)	N/A	4.9	5.7	3.5	8.8
매출채권회수기간 (일)	-	42.3	40.2	40.9	80.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 차이

지씨셀(144510)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강세훈, 이동건)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 08일 기준)

매수 (매수)	96.64%	Trading BUY (중립)	1.49%	중립 (중립)	1.87%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------