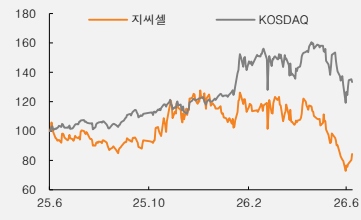


Not Rated

목표주가	-
현재주가(26/6/16)	18,170원
상승여력	-

영업이익(26F,십억원)	-
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-
EPS 성장률(26F,%)	-
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	-
KOSDAQ	1,018.68
시가총액(십억원)	287
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	52.4
외국인 보유비중(%)	3.5
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	15,710
52주 최고가(원)	27,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-16.5 -33.0 -11.4
상대주가	-7.3 -39.7 -32.4



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

지씨셀

NDR 후기: 세포치료제 포트폴리오 확대

지씨셀: 캐시카우가 있는 세포치료제 기업

지씨셀은 녹십자 그룹의 세포치료제 전문 기업이다. 2011년 녹십자랩셀로 설립되어 2021년 11월 녹십자셀을 흡수합병하며 현재의 지씨셀이 출범했고, 검체 검사 서비스, 바이오물류, 이문셀엘씨주 등 자체 사업에서 창출되는 현금을 R&D 재원으로 활용한다는 점에서 일반 신약 개발 바이오텍과 차별화된다.

NK&T 세포치료제 포트폴리오 구축 중

동사의 파이프라인은 1) 배양한 세포를 그대로 투여하는 1세대 자산(T세포 기반 이문셀엘씨주, NK세포 기반 아티바 AB-101)과, 2) 유전자 조작을 더한 차세대 자산 [CAR-T(BCMA 표적 푸카소), CAR-NK(CD5, HER2 표적)]으로 구성된다. T와 NK 양쪽에서 1세대 상용 및 임상 자산과 차세대 CAR 자산을 동시에 확보해 'T, CAR-T, NK, CAR-NK' 포트폴리오를 완성한다는 것이 핵심 전략이다.

CD5 CAR-NK는 T세포 림프종 초기 데이터(환자 8명)에서 ORR 62.5%, CR 37.5%를 달성했다. 연말 추가 환자 데이터 발표와 함께 1b상 개시를 준비하고 있다. AB-101은 기존 미만성거대세포림프종(DLBCL) 임상에서 안전성과 유효성을 확인한 뒤, 상업화에 유리한 자가면역질환으로 적응증을 전환했다. 초기 난치성 류마티스관절염 환자에서 ACR50 71%(표준 치료 반응률 20~30% 대비)를 달성했다. 추후 FDA와 3상 디자인 협의를 마치고 연내 3상 개시, 2029년 BLA 신청 일정 예상된다.

푸카소는 중국 IASO Bio로부터 도입한 다발성골수종(MM) 표적 BCMA CAR-T로, 2026년 2월 수입품목허가를 신청했다. 국내에서 푸카소가 허가되면 기존 이문셀엘씨주에 푸카소 매출이 더해지며 T세포 기반 외형이 확대될 것으로 보인다. 검체 검사 사업에서 확보한 콜드체인 물류 역량을 활용해 원가 측면의 추가 개선도 기대된다.

지씨셀의 2025년 영업손실은 138억원으로 전년 대비 31% 축소됐으며, 2026년에도 마일스톤 인식, 비용 통제, 사업구조 개선 등을 통해 적자 폭 감소가 가능할 것으로 예상된다. 다만 2개년 연속 영업적자, 2026년 11월 자기주식 70만 주 처분, 임상 초기 단계의 불확실성 등은 리스크 요인이다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	159	221	170	159	150
영업이익 (십억원)	41	46	3	-16	-12
영업이익률 (%)	25.8	20.8	1.8	-10.1	-8.0
순이익 (십억원)	37	31	8	-65	-261
EPS (원)	3,200	1,970	517	-4,098	-16,513
ROE (%)	12.7	5.8	1.5	-12.4	-72.5
P/E (배)	31.8	23.9	88.1	-5.8	-1.5
P/B (배)	2.7	1.2	1.1	0.7	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.7	0.2	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

1. 기업 개요 및 핵심 경쟁력

지씨셀은 세포치료제의 연구개발뿐 아니라 제조(CDMO), 상업화, 유통까지 전밸류체인을 갖춘 GC그룹 계열사다. 최대주주는 녹십자(33.3%)이며 녹십자홀딩스(8.5%)를 포함해 그룹이 약 42%의 지분을 보유하고 있다. 모회사 녹십자의 연결 실적에 편입되어 그룹 차원의 관심도가 높다.

동사는 자체 사업의 현금으로 R&D 자원 조달이 가능하다. 2025년 연결 매출액은 1,655억 원으로, 검체 검사 서비스(48.7%), 이문셀엘씨주를 포함한 세포치료제(23.7%), 바이오물류(18.8%), 기타(8.8%)로 구성되어 있다. 동사는 검체 검사 약 800억원, 이문셀엘씨주, 물류 각각 약 400억원의 안정적 외형을 기반으로, R&D를 수행할 체력을 갖추고 있다.

1) 주력 캐시카우: 검체 검사 서비스

검체 검사 서비스는 GC녹십자의료재단이 수행하는 진단검사에 대해, 병원에서 검체를 수거하고 영업하며 결과를 통보하는 용역 사업이다. 직접 검사를 수행하지 않으나 그룹 내에서 안정적으로 위탁받아 운영한다. 건강검진 수요에 연동되어 연말로 갈수록 매출이 늘어나는 '상저하고' 계절성을 보이며, 의정 갈등 완화로 수요가 회복되고 있다.

2) R&D 양대 축: T세포, NK세포 → CAR-T, CAR-NK

동사의 파이프라인은 1) 배양한 세포를 그대로 투여하는 1세대 자산(T세포 기반 이문셀엘씨주, NK세포 기반 아티바의 AB-101)과, 2) 유전자 조작을 더한 차세대 자산[CAR-T(BCMA 표적 푸카소), CAR-NK(CD5, HER2 표적)]으로 구성된다. T와 NK 양쪽에서 1세대 상용, 임상 자산과 차세대 CAR 자산을 동시에 확보해 'T, CAR-T, NK, CAR-NK' 포트폴리오를 완성한다는 것이 핵심 전략이다.

그림 1. CGT 통합 비즈니스 밸류체인



자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

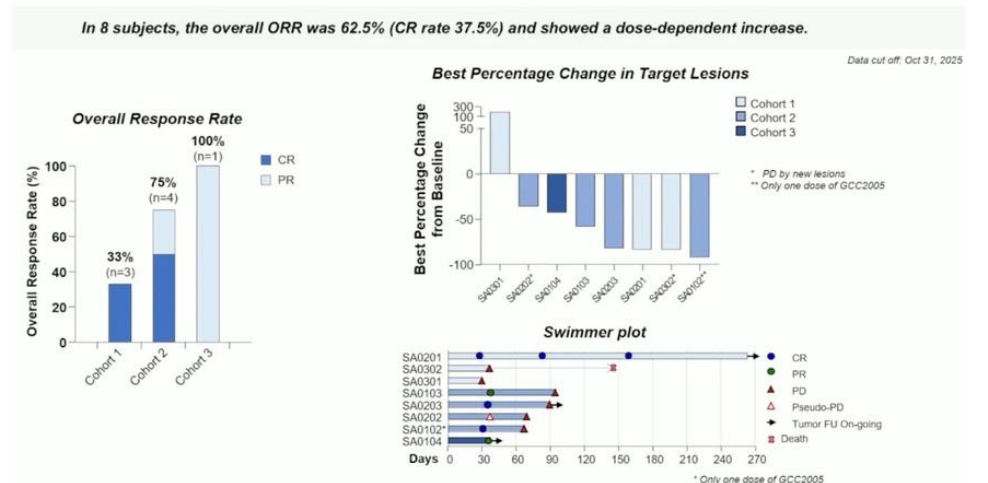
2. 주요 파이프라인 현황 및 임상 결과

1) CD5 CAR-NK: 국내 최초 CAR-NK, ASH 구두 발표

CD5 CAR-NK는 동종(건강한 공여자 제대혈 유래) NK세포에 CAR를 탑재한 CAR-NK다. 적응증은 T세포 림프종으로, 1970년대 항암화학요법 이후 마땅한 신약이 없어 3차 표준치료 반응률이 20~30%에 그치는 고 미충족 질환이다. CD5는 T세포의 주요 표지자이므로 환자 유래 T세포로 CAR-T를 만들 경우 암세포 오염 및 재유입 위험이 크지만, 건강한 제대혈 유래 동종 CAR-NK는 이러한 한계를 회피할 수 있어 구조적으로 유리하다.

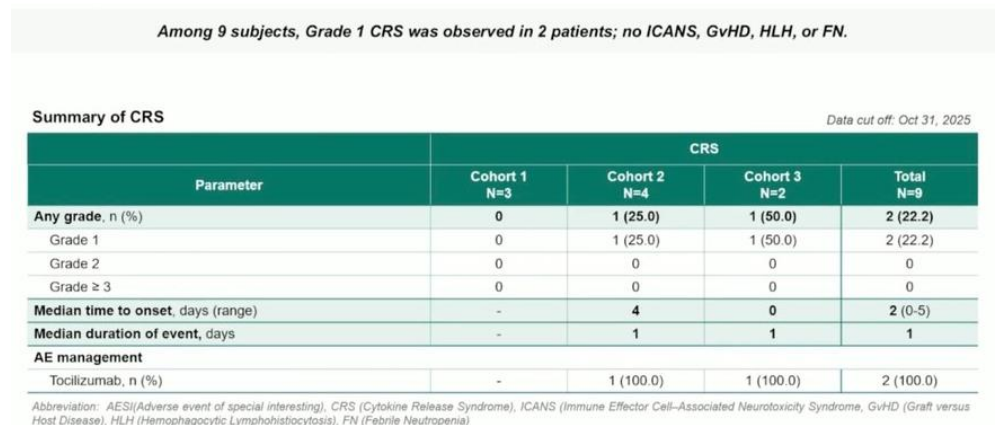
2025년 미국혈액학회(ASH)에서 발표한 초기 데이터(n=8)는 ORR 62.5%, CR 37.5%다. 저용량 코호트의 한 환자는 완전관해(CR)를 9개월까지 유지하는 등 기존 치료제 대비 개선된 결과로 소수 환자의 데이터임에도 ASH 구두 발표 세션에 선정됐다. 현재 1a상(목표 18명, 현재 용량 레벨 4 진행)을 진행 중이며, 연말 추가 환자 데이터 발표와 함께 1b상 개시를 준비하고 있다. 1a상은 1주 간격 3회 투여 디자인이나, 1b상에서는 환자 편의성을 고려해 단회 투여도 검토할 것으로 보인다. 2H27 다국가 등록 임상 개시(2상)가 목표다.

그림 2. CD5 CAR-NK 유효성 결과



자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. CD5 CAR-NK 안전성 결과



자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

2) AB-101(아티바): 난치성 류마티스관절염, 연내 3상 개시

미국 관계사 아티바(Artiva, 2024년 7월 나스닥 상장)의 주요 임상은 아티바가 보유한 비조합 NK세포(AB-101)와 리툽시맙 병용요법이다. 기존 미만성거대B세포림프종(DLBCL) 임상에서 안전성과 유효성을 확인한 뒤, 상업화에 유리한 자가면역질환으로 적응증을 전환했다. 현재 난치성 류마티스관절염을 타깃한다.

2026년 유럽류마티스학회(EULAR)에서 초기 난치성 류마티스관절염에서 ACR50 71%(표준치료 반응을 20~30% 대비)를 달성했음을 발표했다. FDA와 3상 디자인 협의를 마치고 연내 3상 개시, 2029년 BLA 신청이 진행될 것으로 보인다. B세포 자체를 제거하는 기전으로 증상 완화가 아닌 '근본 치료'를 지향하며, 단회 투여로 1년 이상의 Drug-free 상태 유지를 목표한다는 점이 타 경쟁 기전과의 차별점이다. 3상은 시험군(AB-101+리툽시맙) 100명, 대조군(리툽시맙) 50명이며, 6개월 ACR50을 1차 지표로 2028년 탑라인 결과 발표가 예상된다. 아티바는 최근 300m\$ 규모 유상증자로 임상 종료까지 자금을 확보했다. 지씨셀은 AB-101에 대해 로열티 수령이 가능하며, 아시아 및 태평양 판권을 보유하고 있다. AB-101 임상 진전에 따라 2026년 인식예정 마일스톤은 약 15억원이다.

그림 4. AB-101과 리툽시맙 병용요법 작용 기전

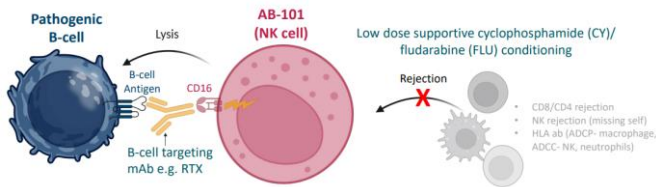
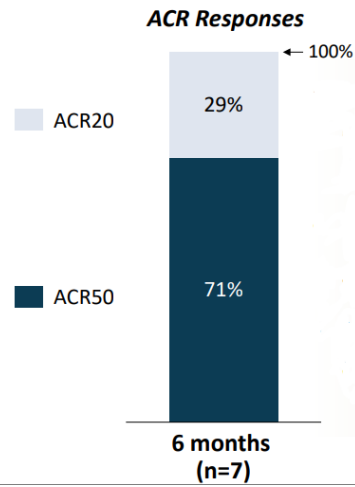


그림 5. 6개월 도달 시점, ACR50 71% 달성



자료: Artiva, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Artiva, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 지씨셀 주요 파이프라인 현황

구분	파이프라인	기전 / 플랫폼	적응증	개발단계	비고
항암	CD5 CAR-NK	동종 CAR-NK(제대혈)	T세포 림프종	임상 1a상	ASH 발표
항암	HER2 CAR-NK	동종 CAR-NK	유방암, 위암	연구자임상	첨생법 정부과제
항암	푸카소	BCMA CAR-T(도입)	다발성골수종	수입허가 신청	중 IASO 도입·'27 매출
항암	이문셀엘씨주	자가 T세포	간세포암	시판('07~)	'24 인니 기술수출
자가면역	AB-101(아티바)	NK + 리툽시맙	난치성 류마티스관절염	임상 3상 예정	EULAR 발표·'29 BLA

자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

3) 푸카소(Fucaso): BCMA CAR-T 도입으로 T세포 포트폴리오 확장

푸카소는 중국 IASO Bio(이아소)로부터 도입한 다발성골수종(MM) 표적 BCMA CAR-T로, 2026년 2월 수입 품목 허가를 신청했다. 중국 내 107명 환자 데이터로 허가받은 품목이며, 회사는 궁극적으로 국내 제조회목허가까지 추진할 예정이다. 동일 적응증 경쟁약(J&J 카빅티)은 국내 허가를 받았으나 고가(미국판가 약 6억원)로 실질 판매가 부진한 반면, 푸카소는 중국판가 약 2억원 수준으로 가격 경쟁력이 있고 유효성도 동등 이상이라는 것이 회사 판단이다.

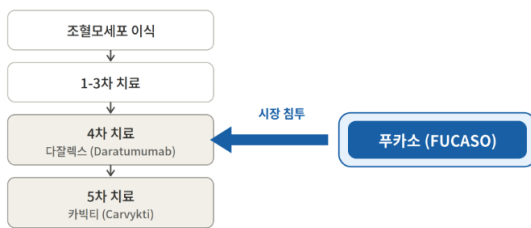
동사의 타깃 환자인 국내 다발성골수종 4차 치료 대상 환자는 약 1,000명으로 추정된다. 2027년부터 판매 개시가 예상되며, 기존 이뮤셀엘씨주와 더해져 T세포 기반 외형이 확대 될 것으로 보인다. 검체 검사 사업에서 확보한 콜드체인 물류 역량을 활용해 원가 측면의 추가 개선도 기대된다.

표 2. 국내 BCMA CAR-T 경쟁 구도

구분	푸카소 (도입)	카빅티 (J&J)
원개발사	IASO Bio (중국)	J&J / Legend
약가(참고)	중국판가 약 2억원	미국판가 약 6억원
유효성	ORR 96% CR 77%(n=107)	ORR 97% CR 82%(n=97)
국내 현황	수입품목허가 신청(26)	허가 보유, 실질 판매 부진
지씨셀 전략	4차 진입 → 급여 추진, 국내 제조·콜드체인 시너지	-

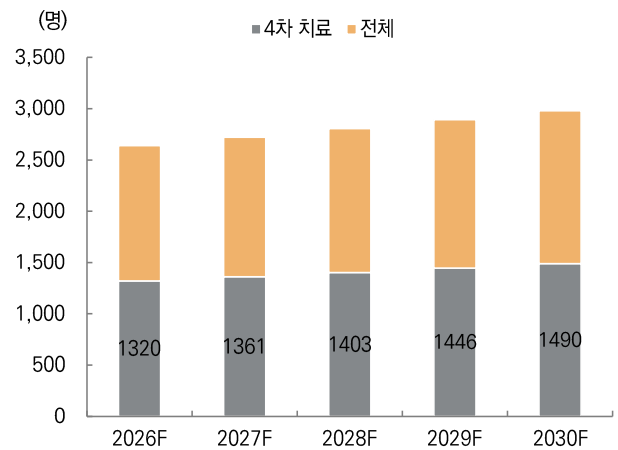
자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 다발성골수종 치료 가이드라인



자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 국내 다발성골수종 환자 규모

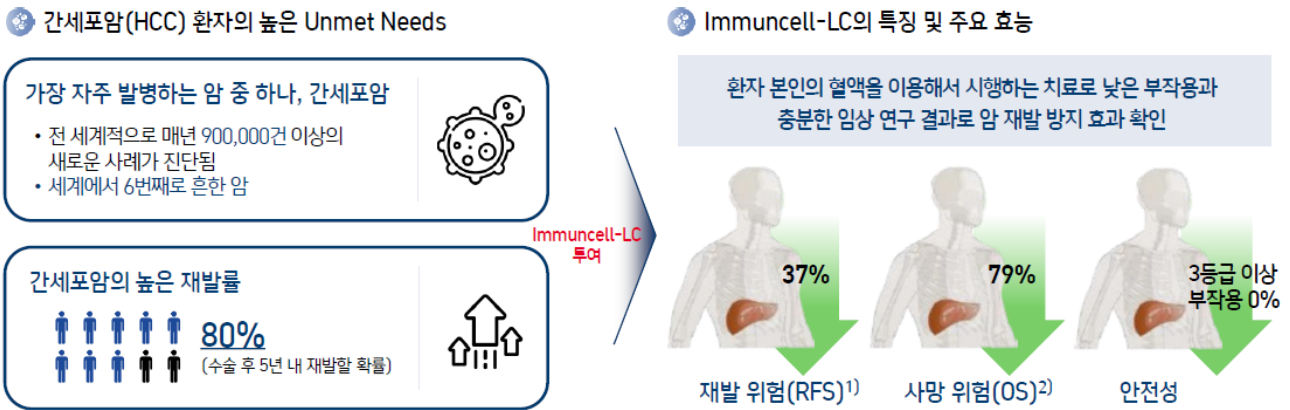


자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

4) 이문셀엘씨주: 안정적 캐시카우, 해외 진출 본격화

이문셀엘씨주는 자가 T세포 기반 간세포암 치료제로 2007년 국내 허가 이후 사망 사례 0건의 안전성을 입증한 품목이다. 국내 약 400억원의 안정적 외형을 가진다. 매출의 약 30%는 간암 적응증, 약 70%는 폐암, 유방암 등 오프라벨 처방이다. 2024년 9월 인도네시아 기술수출에 성공해 2026년 5월 현지 첫 환자 투여를 완료했고 관련 마일스톤 약 7억원이 인식될 예정이다. 러시아, 중국 등 추가 국가 진출을 파트너사와 협의 중이다.

그림 8. 이문셀엘씨의 특징 및 주요 효능



1) 전반적생존(OS, Overall Survival)
2) 무재발생존(RFS, Relapse-Free Survival)

자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

5) HER2 CAR-NK: 고행암, 정부 지원 연구자 임상

고행암(유방암, 위암) 표적 HER2 CAR-NK는 첨단재생의료(첨생법) 정부 지원 연구과제로 수행 중이며, 2026년 5월 첫 환자 투여를 완료했다. 기업 R&D 비용이 아닌 정부지원금으로 진행해 비용 효율성이 높고, 연구 수행 기관에서 치료 목적 처방으로 이어질 수 있다는 제도적 이점이 있다. 안전성을 1차 지표로 하는 초기 단계다.

표 3. 주요 카탈리스트

시점	이벤트
2026.8	반기 실적 발표 (실적 턴어라운드 확인)
2026 연말	CD5 CAR-NK 추가 데이터 발표 + 1b상 개시
2026 연내	아티바 AB-101 난치성 RA 3상 개시
2027 하반기	CD5 CAR-NK 등록 임상 개시 / 푸카소 국내 매출
2028	아티바 RA 3상 타라인 데이터
2029	아티바 BLA 신청

자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

3. 재무 구조 및 리스크

2025년 연결 매출은 1,655억원(-5.1% YoY), 영업손실은 138억원으로 전년 대비 적자 폭을 31% 축소했다. 순손실은 2,589억원으로 확대되었는데, 이는 합병 시 인식된 영업권에 대한 일회성 손상차손(현금유출 없음)을 반영한 결과이며 회사는 추가 상각 계획이 없는 것으로 보인다. 즉 회계상 대규모 순손실에도 현금흐름과 본업의 비용 구조는 개선 흐름이다. 1Q26에도 매출 373억원(-5.5%), 영업손실 51억원(전년동기 영업손실 57억원)으로 적자 폭이 축소됐다. 마일스톤 인식, 판관비 절감, 사업구조 개선을 통해 26년도 영업적자 폭 감소가 예상된다. 사업구조 개선은 고마진 의료소모품 상품 매출(유비케어의 '미소물' 플랫폼 품 입점) 신규 도입과, 저마진 해외 바이오물류 정리로 구성된다.

하반기~중기 모멘텀: 실적·R&D 동시 라운드

동사는 하반기 반기 실적(8월)을 통한 턴어라운드 확인과 연말 CD5 CAR-NK 데이터 및 1b상 개시, 아티바 3상 개시 등 R&D 이벤트가 동시에 형성되는 구간으로 진입한다. 2027년 이후로는 CD5 CAR-NK 등록 임상, 푸카소 판매, 2029년 아티바 AB-101 BLA 등의 모멘텀이 있다.

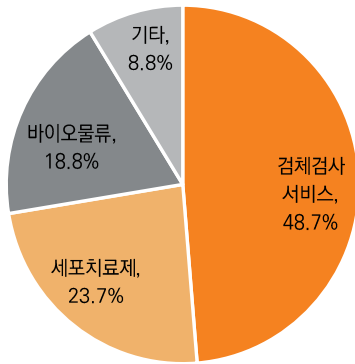
리스크 요인

지씨셀은 2개년 연속 영업적자가 이어지고 있어, 회사의 2026년 적자 축소에 대한 목표 달성 여부가 주가 신뢰 회복의 전제 조건이다.

2021년 합병 시 주식매수청구권으로 취득한 자기주식 77만 주 중 70만 주(발행주식의 약 4.5%)를 2026년 11월까지 처분해야 한다. 이는 단기 수급 부담으로 작용할 수 있다.

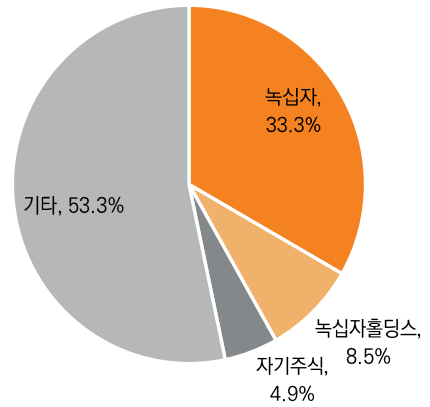
세포치료제는 생산 공정, 품질관리(CMC) 난이도가 높고, 공정 변경 시마다 규제기관과의 비교동등성 입증에 요구된다. 동종(allogeneic) NK 배양의 핵심 생산 공정 특허는 개선 특허 출원, 노하우로 방어하고 있으나 제대혈 의존과 경쟁사의 회피 가능성은 잔존한다.

그림 9. 지씨셀 2025년 매출 구성



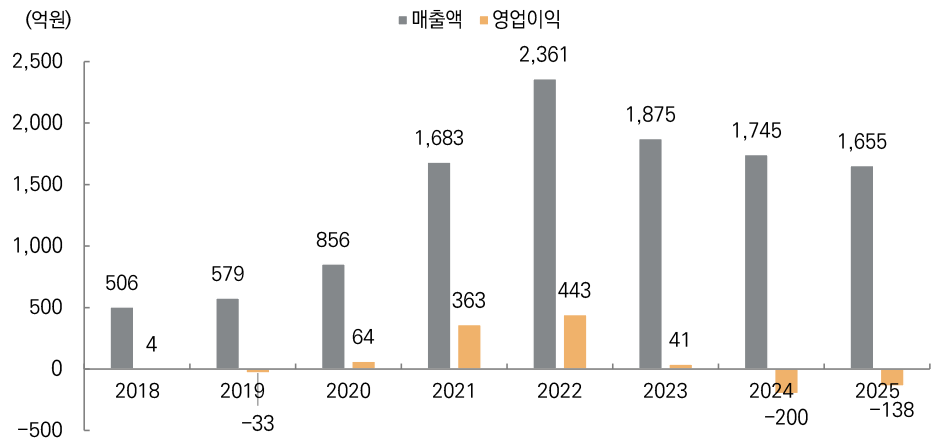
자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지씨셀 주주 구성



자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 지씨셀 매출액 및 영업이익 추이



자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

지씨셀 (144510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	221	170	159	150
매출원가	129	122	129	124
매출총이익	92	48	30	26
판매비와관리비	47	46	47	39
조정영업이익	46	3	-16	-12
영업이익	46	3	-16	-12
비영업손익	-4	-2	-52	-248
금융손익	-1	-2	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	42	1	-68	-260
계속사업법인세비용	11	-8	-4	1
계속사업이익	31	8	-65	-261
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	31	8	-65	-261
지배주주	31	8	-65	-261
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	32	8	-67	-258
지배주주	32	8	-67	-258
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	58	16	-3	1
FCF	62	-3	10	5
EBITDA 마진율 (%)	26.2	9.4	-1.9	0.7
영업이익률 (%)	20.8	1.8	-10.1	-8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.0	4.7	-40.9	-174.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	74	49	33	31
현금 및 현금성자산	31	3	1	0
매출채권 및 기타채권	31	29	16	16
재고자산	8	8	8	6
기타유동자산	4	9	8	9
비유동자산	598	625	562	304
관계기업투자등	62	74	58	54
유형자산	75	73	69	64
무형자산	407	411	361	131
자산총계	671	673	595	335
유동부채	79	72	75	73
매입채무 및 기타채무	6	4	3	5
단기금융부채	43	50	55	56
기타유동부채	30	18	17	12
비유동부채	39	44	31	31
장기금융부채	27	38	24	20
기타비유동부채	12	6	7	11
부채총계	118	116	106	105
지배주주지분	554	558	489	230
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	493	493	493	293
이익잉여금	131	134	66	7
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	554	558	489	230

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	67	4	12	6
당기순이익	31	8	-65	-261
비현금수익비용가감	33	14	66	268
유형자산감가상각비	10	11	11	11
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	21	1	53	255
영업활동으로인한자산및부채의변동	18	-20	11	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	29	2	12	-3
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-3	-2	0
법인세납부	-16	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-38	-29	-4	1
유형자산처분(취득)	-4	-5	-2	-1
무형자산감소(증가)	-7	-6	-1	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-27	-18	-1	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	-2	-10	-7
장단기금융부채의 증가(감소)	6	18	-9	-2
자본의 증가(감소)	-50	0	0	-200
배당금의 지급	0	-5	-2	0
기타재무활동	39	-15	1	195
현금의 증가	23	-28	-3	-1
기초현금	8	31	3	1
기말현금	31	3	1	0

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	23.9	88.1	-5.8	-1.5
P/CF (x)	11.6	32.7	269.0	57.7
P/B (x)	1.2	1.1	0.7	1.3
EV/EBITDA (x)	13.5	49.8	-155.2	873.8
EPS (원)	1,970	517	-4,098	-16,513
CFPS (원)	4,049	1,390	88	431
BPS (원)	40,026	40,252	35,854	19,503
DPS (원)	350	100	0	0
배당성향 (%)	16.9	18.4	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.7	0.2	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	38.9	-23.0	-6.4	-5.8
EBITDA증가율 (%)	22.8	-72.1	적전	흑전
조정영업이익증가율 (%)	11.8	-93.3	적전	적지
EPS증가율 (%)	-38.4	-73.8	적전	적지
매출채권 회전율 (회)	4.9	5.9	7.3	9.8
재고자산 회전율 (회)	28.9	20.9	19.4	20.2
매입채무 회전율 (회)	35.7	37.2	51.9	37.4
ROA (%)	4.7	1.2	-10.2	-56.1
ROE (%)	5.8	1.5	-12.4	-72.5
ROIC (%)	6.2	7.0	-2.9	-3.4
부채비율 (%)	21.3	20.7	21.7	45.4
유동비율 (%)	93.2	67.6	43.9	42.3
순차입금/자기자본 (%)	6.9	15.0	15.9	33.1
조정영업이익/금융비용 (x)	21.3	1.0	-3.6	-2.9

자료: 지씨셀, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.