



Not Rated

주가(07/16): 109,600원

시가총액: 11,567억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (07/16)		1,051.98pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	128,200원	44,650원
등락률	-14.5%	145.5%
수익률	절대	상대
1M	14.9%	10.9%
6M	5.9%	-4.9%
1Y	116.2%	60.9%

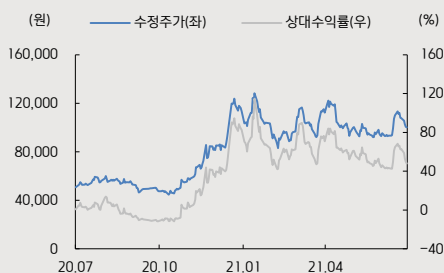
Company Data

발행주식수	10,554	전주
일평균 거래량(3M)	146	천주
외국인 지분율	5.8%	
배당수익률(2020)	0.1%	
BPS(2020)	5,021원	
주요 주주	녹십자 외 7 인	49.2%

투자지표

(십억 원)	2017	2018	2019	2020
매출액	45.8	50.6	55.3	79.4
영업이익	1.7	0.4	-3.5	6.6
EBITDA	2.4	1.4	0.6	10.3
세전이익	1.5	0.9	1.6	7.3
순이익	1.1	1.0	1.7	5.7
지배주주지분순이익	1.1	1.0	1.7	5.7
EPS(원)	100	95	160	536
증감률(% YoY)	-58.7	-5.2	68.7	234.6
PER(배)	499.1	483.4	236.6	171.8
PBR(배)	10.92	10.15	8.32	18.34
EV/EBITDA(배)	207.6	325.1	711.0	94.1
영업이익률(%)	3.7	0.8	-6.3	8.3
ROE(%)	2.2	2.1	3.5	11.2
순차입금비율(%)	-79.9	-59.3	-7.3	-4.5

Price Trend



# 녹십자랩셀(144510)

## NK와 T의 만남. 강력한 시너지 기대



NK 연구개발사 녹십자랩셀과 고행암 CAR-T 개발사 녹십자셀이 합병을 결정하였습니다. 이로써 선천면역+획득면역 기술 융합이 가능하고, 동종 고행암 CAR-T와 같은 개발 시너지가 기대됩니다. 녹십자랩셀과 아티바의 글로벌 임상 개발 및 기술이전 역량 활용이 가능하며, 세포 치료제 CDMO 사업 및 안정적인 실적을 확보하였다는 점 또한 긍정적입니다. 합병 시너지 기반으로 추후 기업가치 상승이 예상되어 바이오텍내 관심 종목으로 추천합니다.

### >>> 녹십자랩셀과 녹십자셀 합병 결정

7/16일 녹십자랩셀(합병법인)과 녹십자셀(피합병법인)은 1:0.4023542의 비율로 흡수 합병을 결정하였다. 9/13일 주주 총회를 거쳐 11/1일 합병하여 **11/12일 합병신주가 상장될 예정**이며, 합병법인명은 지씨셀(GC Cell)이다. 합병 후 녹십자의 지씨셀 지분율은 33.6%, 녹십자홀딩스는 7.8%로 최대주주 지분율은 42%이 될 예정이다.

### >>> 연구개발, CDMO, 실적 등 시너지 다수

합병 시너지 주요 요소로는 **1) 유전자 세포 치료제 연구개발 시너지 강화, 2) CDMO 사업 확보, 3) 안정적인 실적(CASH COW)** 등 있다. 지씨셀은 글로벌 선두 수준의 동종 고행암 CAR-T 개발 및 NK와 T세포 융합 물질 개발이 가능하며, R&D 인력이 120명 규모로 글로벌 평균 세포치료제 개발사 114명 수준을 상회하게 된다. 녹십자랩셀은 아티바를 통해 미국 임상 개발 및 기술이전 역량을 보유하고 있으며, 녹십자셀은 해외에서 개발, 제조, 유통이 가능한 자회사 노바셀을 보유하고 있어 글로벌 임상 개발 및 기술이전에 효율성이 높아질 것으로 기대한다. 최근 글로벌 업체들이 세포 치료제 CDMO 사업을 공격적으로 확보하고 있는데, 동사 또한 녹십자셀 합병을 통해 세포치료제 CDMO 사업부를 확보하게 된다. 녹십자셀은 이문셀-LC를 통한 오랜 세포치료제 생산 업력과 노하우를 보유하고 있고, 녹십자랩셀은 공정 기술 및 동결건조 기술 특허 등을 보유하고 있어 CDMO 분야에서도 시너지가 창출 될 것으로 기대한다. '20년 기준 녹십자랩셀과 녹십자셀의 합산 매출액은 1,264억원(YpY +32%), 영업이익 77억원(YoY +214%)로 이문셀-LC 판매 및 검체 서비스 확대 등으로 양호한 실적을 기록하였다. 올해에도 머크로부터 계약금 분할 인식 및 검체 서비스 매출 증가 등으로 호실적이 예상된다.

### >>> 합병 시너지로 기업가치 상승 기대

NK 개발사 난퀘스트와 IL-15 개발사 이뮤니티바이오 또한 R&D 시너지 기대로 합병 발표 직후 주가 +56% 상승하며 시가총액 \$1.3bn에서 \$14.8bn으로 상승한 바 있다. 합병기일 11월로 단기 시너지를 기대하기 보다는 중장기적으로 시너지 창출이 기대된다. 다만, 개발 업체별로도 단기 모멘텀 존재하는데 **올해 하반기 아티바 상장, AB101+리톡시맙 1/2상 연말~내년초 중간 결과 발표, '22년 녹십자셀 고행암 CAR-T 임상 진입 등이 예정되어 있다.** 합병 시너지 기반 기업가치 상승이 예상되어 바이오텍내 관심 종목으로 추천한다.

## >>> 합병 시너지 (1) 유전자 세포 치료제 연구개발 강화

연구개발 강화  
세포 CDMO 확보,  
실적 개선 등  
시너지 기대

양사간 이번 합병을 통해 1) 유전자 세포 치료제 연구개발 시너지 강화, 2) CDMO 사업 확보, 3) 안정적인 실적(CASH COW)을 보유할 수 있게 되었다. NK 대장주 기업과 T세포업력 이 가장 긴 업체간의 합병으로 GC셀이 국내 유전자·세포 치료제 대장주가 될 것으로 전망한다.

동종 고형암 CAR-T,  
NK와 T세포 융합 물질,  
글로벌 수준 R&D 조직,  
빅파마 기술이전 노하우

**1) R&D 시너지 강화:**  
글로벌 업체 수준의 동종 NK, CAR-NK, 동종 고형암 CAR-T 개발 기대

자연살해세포(NK) 기반 녹십자랩셀과 T세포 기반의 녹십자셀 합병을 통해 연구개발 시너지 강화가 기대된다. 주요 R&D 시너지 요인으로 1) 동종 고형암 CAR-T 개발, 2) NK와 T 세포 융합 물질 개발, 3) 글로벌 업체 수준의 R&D 인력 수, 4) 빅파마 기술이전 노하우 공유 등을 통한 글로벌 수준의 파이프라인 개발 역량 개선이 기대된다.

녹십자랩셀은 자연살해세포(NK) 개발 전문 기업으로 T세포 관련 파이프라인 부재로 인한 R&D 할인 요소를 이번 합병을 통해 없앴다. 게다가 녹십자랩셀의 동종(Allogeneic) 플랫폼 기술 및 CAR 발현체 기술 IP 보유하고 있어 이와 녹십자셀의 고형암 CAR-T 개발 기술을 접목한다면, 글로벌 선두 수준의 동종 고형암 CAR-T 개발이 가능하다.

초기 방어하는 선천면역 NK세포와 항원 특이적으로 기억하고 강력하게 제거하는 획득면역 T세포를 활용한다면, 다각도에서 암을 제거하고 재발과 전이 억제하는 NKT세포 치료제 등으로 세포 치료제 활용 범위가 넓어질 것으로 기대한다.

### 합병 후 파이프라인 변화

회사명	구분	프로젝트명	적응증	전임상	1상	2상	3상	허가신청	비고
녹십자랩셀	말초NK 단독	MG4101(동종NK)	색전술 후 간세포암			(KR)			2상 완료
	말초NK 병용	MG4101+리툽시맙	난치성 림프종		(KR)				1상 완료
	제대혈NK 병용	CBNK+리툽시맙	혈액암		(US)				아티바, 4Q20 IND 승인
		CBNK+new Ab	고형암						아티바.
	CAR-NK	HER2 CAR-NK	고형암						애플클론, 아티바, 4Q21 IND
		CD19 CAR-NK	B세포 림프종						22.2Q IND
		Merck CAR-NK	-						Merck, 2개 + 옵션 1개
		Gene edited-NK	-						Feldan, 유전자가위
	줄기세포	iPSc-CAR-NK	-						
		T-MSc 항염증	-						
녹십자셀	CIK 세포	이문셀-엘씨	간세포암					(KR)	시판 중
			교모세포종					(KR)	
			췌장암					(KR)	
			간이식					(KR)	
			간암 초기~중기					(KR)	
			유방암					(KR)	
			난소암					(KR)	
			진행성 위암					(KR)	
	CAR-T	MSLN CAR-T(자가)	췌장암						
	CAR-CIK	자가/동종	고형암						

자료: 녹십자랩셀, 녹십자셀, 키움증권 리서치센터

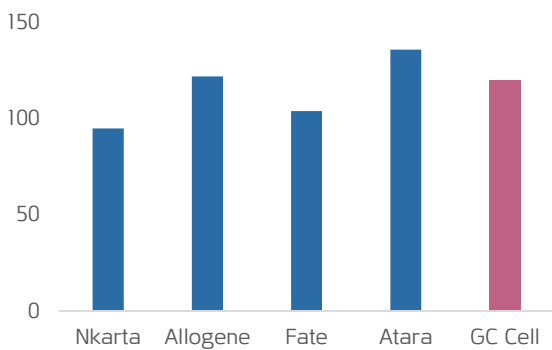
글로벌 세포 치료제 연구인력 평균 114명 지사셀 120명 수준.

연구 인력 또한 글로벌 세포 치료제 개발 업체들과 유사 수준으로 레벨업 될 것으로 보인다. CAR-NK 개발사 Nkart 95명, CAR-T 업체 Allogene 122명, iPSC기반 NK 개발사 Fate 104명, CAR-T 개발사 ATARA 136명으로 **글로벌 평균 114명 수준**이다. 합병 법인 **지사셀의 연구 인력은 120명 규모로 글로벌 업체 수준의 인력** 수이다.

각 사의 글로벌 역량 시너지 창출 기대 글로벌 임상 개발 및 기술이전 탄력

합병을 통해 글로벌 시장 진출이 더욱 수월해 질 것으로 보인다. 녹십자랩셀은 아티바를 통해 미국 임상 진행 및 머크로 기술이전을 한 경험을 보유하고 있으며, 녹십자셀은 해외에서 개발, 제조, 유통이 가능한 자회사 노바셀을 보유하고 있다. 양사가 보유한 글로벌 역량을 통해서 **향후 개발하는 파이프라인의 미국 진출 및 기술이전에 탄력**이 붙을 것으로 예상된다. 이 밖에도 아티바항 임상 시료 생산은 녹십자셀을 통해서 공급되고 있었기 때문에 이번 합병으로 인하여 효율성이 높아질 것으로 기대한다.

**세포 치료제 개발사 연구 인력 비교**



자료: 녹십자홀딩스, 키움증권

**글로벌 임상 및 기술이전 역량 시너지 기대**

구분	업체명	비고
임상	Artiva	- 녹십자랩셀의 미국 임상 진행, - 미국 펀딩 경험 보유
임상	Novacel	- 녹십자셀의 CAR-T 미국 임상 진행
기술이전	Merck	- 체결일 : '21.1 월 - 규모: 총 \$1.9bn (약 2 조원) - 타겟: 3 가지 고형암에 대한 CAR- NK 세포 치료제

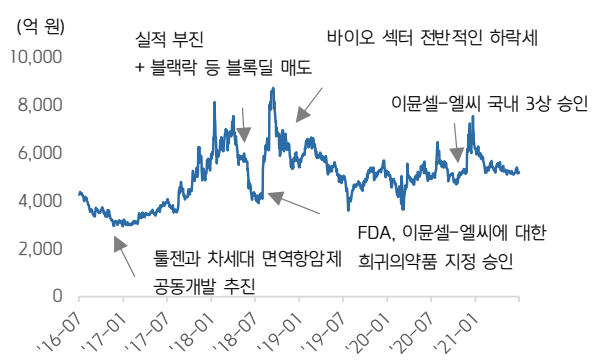
자료: 녹십자홀딩스, 키움증권

**녹십자랩셀 시가총액 추이**



자료: 언론보도, FnGuide, 키움증권

**녹십자셀 시가총액 추이**



자료: 언론보도, FnGuide, 키움증권

## >>> 합병 시너지 (2) 요즘 대세 세포 치료제 CDMO

세포 치료제 시장 확대.  
생산 까다로워 해외업체  
CDMO 확보 경쟁

**최근 글로벌 업체들의 세포 치료제 CDMO 사업을 공격적으로 확보**하고 있다. 올해들어 Thermo Fisher, Catalent, SK, FujiFilm 등 세포 치료제 시장 개화 준비를 위한 생산시설 확보에 나서고 있다. **세포 유전자 치료제 생산은 관리가 더욱 까다롭고 생산 노하우가 필요하여 아웃 소싱 비중이 높아질** 것으로 보인다. 생물학제제의 아웃소싱 비율은 35%에 불과한데 반해, 세포/유전자의 경우 아웃소싱 비율이 65%가 될 것으로 추정되고 있다. 특히 세포/유전자 치료제의 FDA 허가 승인에는 CMC(Chemistry, Manufacturing and Control)와 같은 제조/품질을 몹시 중요한 평가 요소이다.

글로벌 세포치료제 시장은 '19년 \$1.85bn에서 '25년 \$11.96bn이 될 것으로 전망되고 있으며, **관련하여 세포치료제 CDMO 시장 또한 '19년 \$537mn에서 연평균(CAGR) 36% 성장하여 '26년 \$4.68bn이** 될 것으로 전망되고 있다.

녹십자셀 세포 치료제  
생산 노하우 보유.

녹십자셀은 이문셀-LC 등을 통한 세포 치료제 공정 및 생산 한 경험과 노하우를 갖추고 있다. 이문셀-LC는 '07년 국내 허가 받은 세포 치료제로 누적 약 49,200 pack을 판매한 바 있으며, 녹십자셀은 이문셀-LC 기준으로 연18,000 pack CAPA가 가능한 셀 센터를 보유하고 있다. 국내 및 해외 업체들의 유전자 치료제 임상 및 CAR-T, 줄기세포, 세포 치료제의 전임상 및 임상 시료를 위탁 생산하고 있다. **녹십자셀은 세포 치료제의 오래된 생산 업력과 노하우를 보유하고 있고, 녹십자랩셀 또한 공정 기술 및 동결건조 기술 특허 등을 보유하고 있어 CDMO 분야에서도 시너지가 창출** 될 것으로 기대한다.

녹십자랩셀 동결 건조  
및 공정 기술 보유

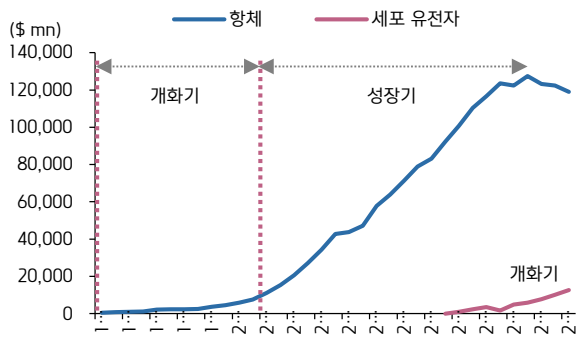
### 최근 세포치료제 CDMO 및 CMO 투자와 합병 사례

(단위, \$mn)

인수기업	피인수기업	구분	금액	일자	비고
Thermo Fisher	Patheon	M&A	7,200	'17-05	당시 시총 \$5,022mn + 순부채 약 \$2,000mn
Catalent	Cook Pharmica	M&A	950	'17-09	생산 시설(81,290㎡)
Catalent	Juniper Pharmaceuticals	M&A	133	'18-07	당시 시총 \$127.15mn + 순부채 약 \$17mn
Thermo Fisher	Brammer Bio	M&A	1,700	'19-03	생산 시설(6,131㎡, 최대 2,000L), 창고 및 물류센터(4,552㎡), 임상 캠퍼스(7,432㎡)
Catalent	Paragon	M&A	1,200	'19-04	생산 시설(18,580㎡)
Ampersand	Vibalogsics	투자	-	'19-05	Ampersand사는 바이오 기업이 아닌 PEF / 생산 시설(2,500㎡)
Cognate	Cobra Biologics	M&A	-	'19-11	스웨덴 및 영국 공장 (1,300L)
Catalent	MaSTherCell	M&A	315	'20-02	생산 시설(2,322㎡)과 증축 부지(5,574㎡) / 미국 공장(2,972㎡)
Catalent	Skeletal Cell Therapy	M&A	14	'20-10	SCTS는 Bone Therapeutics의 자회사
Thermo Fisher	Henogen S.A.	M&A	875	'21-01	생산 시설(7,000㎡)
Fujifilm	Fujifilm Diosynth Biotech	투자	40	'21-01	보스턴 공장 증설
Catalent	Delphi Genetics	M&A	-	'21-02	생산 시설(1,600㎡)
Charles River	Cognate	M&A	875	'21-02	
SK	Yposkesi	M&A	-	'21-03	70% 확보. 25% 창립주(H-MRB), 5% 프랑스공공투자은행 소유
WuXi AppTec	OXGENE	M&A	135	21-03	Oxgene 인수를 통해 미국 세포 유전자 치료제 시장 진입
Fujifilm	Fujifilm Diosynth Biotech	투자	85	'21-06	CAPA 증설 (유전자치료 10배, 세포치료 3배, 미생물 배양 2배, 기존 5,000L)

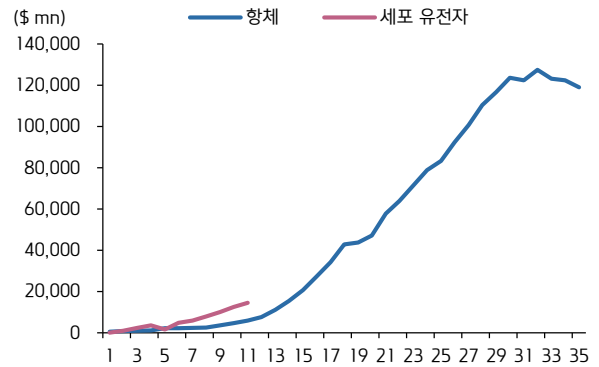
자료: 언론보도, businesswire.com, 키움증권 리서치센터

**바이오의약품 성장 곡선 1**



자료: Cortellis, 키움증권

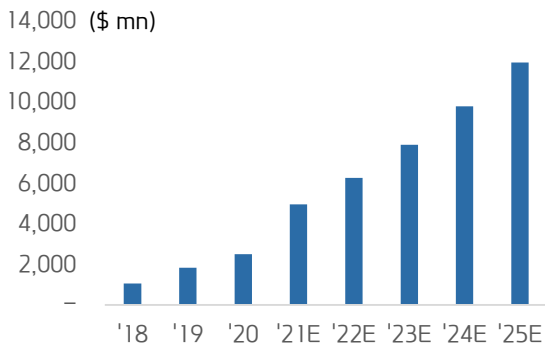
**바이오의약품 성장 곡선 2**



주: 항체 1991=1, 유전자세포 2016=1

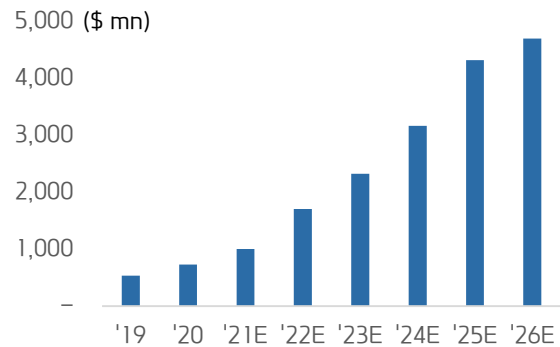
자료: Cortellis, 키움증권

**글로벌 세포 치료제 시장 전망**



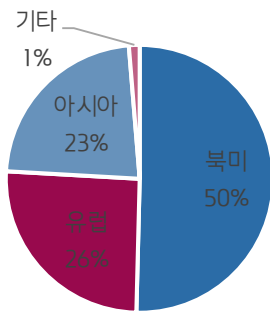
자료: BIS Research, Global Cell and Gene Therapy Market, 키움증권

**세포 유전자 CDMO 시장 규모**



자료: 프로스트앤설리번, 생명공학정책연구센터, 키움증권

**세포 치료제 지역별 시장 비중**



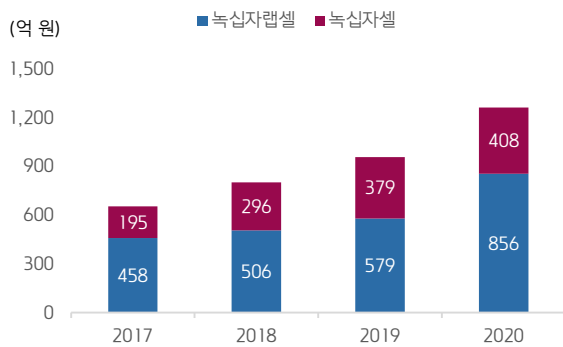
자료:업계 자료, 키움증권

## >>> 합병 시너지 (3) 캐시카우 확보한 흑자 바이오텍

### 안정적인 실적 확보

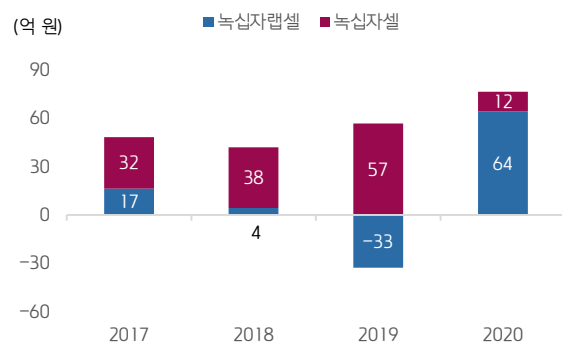
지난해 기준 녹십자랩셀과 녹십자셀의 합산 매출액은 1,264억원(YoY +32%), 영업이익은 77억원(YoY +214%)을 기록하였다. **녹십자랩셀은 코로나19로 인한 검체 검사 서비스 매출 증가하고 있으며, 녹십자셀은 이문셀 LC로 안정적인 매출을 확보해 가고 있다.** 1분기에도 녹십자랩셀 매출액은 273억원(YoY +80%), 녹십자셀은 114억원(YoY +33%)으로 합산 매출액은 387억원(YoY +63%)으로 고성장을 이어갔다. 영업이익 또한 녹십자랩셀 37억원(YoY 흑전), 녹십자셀 -3억원(YoY 적전)으로 합산 이익은 34억(YoY 1,843%)을 기록하였다. **올해에도 녹십자랩셀이 머크와 아티바에 기술 이전하며 계약금 유입과 검체 검사 서비스 매출 확대에 양호한 실적이 전망된다.**

### 합산 매출 추이



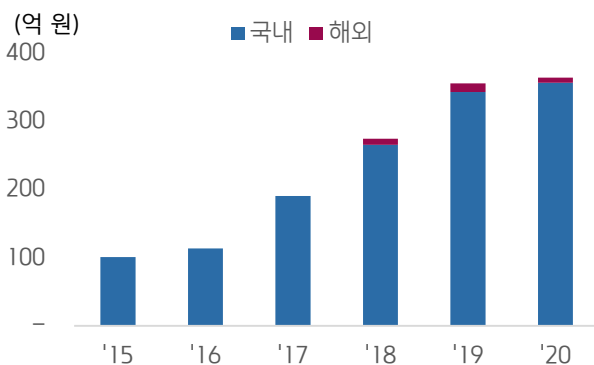
자료: 전자공시, 키움증권

### 합산 이익 추이



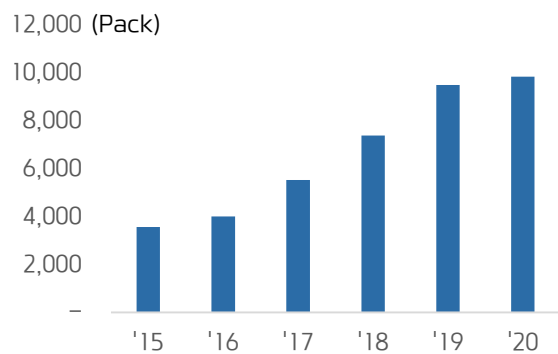
자료: 전자공시, 키움증권

### 이문셀-LC 매출 추이



자료: 전자공시, 키움증권

### 이문셀-LC 제조 실적



자료: 녹십자셀, 키움증권

## >>> 합병 사례 – NantKwest와 ImmunityBio

난퀘스트 역합병으로  
파이프라인 리스크 완화  
면역 세포 치료제  
시너지 기대

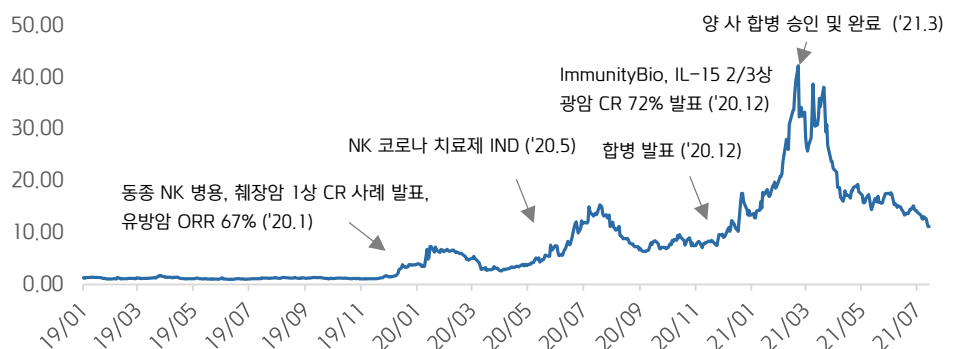
NK 연구개발 기업 NantKwest가 비상장기업 ImmunityBio에 역병합되면서, 난퀘스트는 이뮤니티바이오의 11개의 후기 NK, 항암 세포 치료제 및 감염치료제 등 파이프라인 확보 하였다. 난퀘스트는 **다양한 파이프라인 확보로 임상 리스크를 완화시켰으며, 연구개발 시너지 효과도 기대**할 수 있게 되었다. 이뮤니티바이오는 선천 면역과 적응 면역을 표적으로 하는 IL-15 superagonist Anktiva(N-803)을 보유하고 있으며, 올해 비근육 침습성 방광암 환자 71명 대상(평가 가능 환자 수 51명)으로 표준 치료인 BCG 면역요법 병용한 2/3 상에서 CR 72%를 기록한 바 있다. 올해 하반기 Anktiva의 승인 신청을 제출할 예정이다. FDA로부터 혁신치료제로 지정되었기 때문에 신속한 출시가 예상되며, '22년부터 Anktiva 관련 매출이 발생되어 실적 개선에 기여하겠다.

난퀘스트는 이뮤니티바이오와 합병 발표 직후(12/21) 주가 +56% 상승하였다. 합병 전인 지난해말 시가총액 \$1.3bn(약 1.5조원)에서 합병 승인 직후인 3/10일 \$14.8bn(약 16.7조원)로 상승 후 차익실현 및 바이오 섹터 부진으로 현재 \$4.2bn(약 4.8조원)의 시가총액을 형성하고 있다.

이뮤니티바이오의 Anktiva(IL-15 superagonist)가 포함된 면역치료 플랫폼과 난퀘스트의 NK 플랫폼을 결합하여 **선천면역(NK와 대식세포)과 적응면역(T세포) 모두 활성화 할 수 있는 광범위한 제품 포트폴리오를 갖게 된다는 점에서 녹십자랩셀과 녹십자셀의 합병과 유사**하다.

다만, 난퀘스트와 이뮤니티바이오의 합병은 이뮤니티바이오의 상장을 위한 합병이었다는 논란이 있다는 점에서 이미 상장되어 있는 녹십자셀과 녹십자랩셀과는 다르다. 취장암 회사인 Abraxis를 셀진에 \$2.9bn에 매각한 난퀘스트 회장 Patrick Soon-Shiong은 이뮤니티바이오의 최대 주주로 난퀘스트의 지분 또한 67.6% 보유하여 합병으로 인해 합병법인 이뮤니티바이오(IBRX)의 지분 79.2%를 소유하게 되었다.

### NantKwest와 ImmunityBio의 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

NantKwest와 ImmunityBio 합병 후 파이프라인

# Unparalleled Pipeline Across Oncology and Infectious Disease

		Phase	Target Indication	Pre-clinical	Ph I	Ph II	Ph III	ImmunityBio	NantKwest
Clinical Stage	Late Stage Clinical Development: Anktiva	Bladder	II / III	BCG Unresponsive NMIBC Carcinoma In-Situ (CIS) Disease	Breakthrough & Fast Track			✓	
			II	BCG Unresponsive NMIBC Papillary Disease	Fast Track			✓	
		Lung	III	1L Squamous & Non-Squamous NSCLC CPI Alone				✓	
			III	1L NSCLC CPI + Concurrent Chemo				✓	
			IIb	2L or Greater Checkpoint Relapsed NSCLC				✓	
		Glioblastoma	II	Recurrent Glioblastoma				✓	
		Pancreatic	II / III	3L Metastatic Pancreatic Cancer				✓	✓
			II / III	1L / 2L Metastatic Pancreatic Cancer				✓	✓
		Breast	Ib/II	3L or Greater Triple Negative Breast Cancer				✓	✓
		Merkel	II	Recurrent Merkel Cell Carcinoma				✓	✓
Infectious Disease	COVID-19	I	COVID-19 Therapeutic				✓	✓	
		I / II / III	COVID-19 Vaccine Trials: TCELLVACCINE hAd5 S-Fusion + N-ETSD (SC, Oral)				✓	✓	
		I	Human Immunodeficiency Virus (HIV)				✓		
Pre-Clinical	Antibody Cytokine Fusion Proteins	N-820	Pre-IND	Liquid Tumors: IL-15 Superagonist + Anti CD20 Fusion Protein				✓	
		N-809	Pre-IND	Solid Tumors: IL-15 Superagonist + Anti PD-L1 Fusion Protein				✓	
		N-830	Pre-IND	Solid Tumors: Tumor Necrosis Targeting (TNT)				✓	
				TNT + TGFb Trap Fusion Protein				✓	
		N-812	Pre-IND	Solid Tumors: Tumor Necrosis Targeting (TNT) TNT + IL-12 Fusion Protein				✓	
	NK Platform	CD19 t-haNK	IND Auth	Diffuse Large B Cell Lymphoma					✓
		HER2 t-haNK	Pre-IND	HER2+ Breast Cancer / Gastric Cancer					✓
		EGFR t-haNK	Pre-IND	EGFR+ Squamous Cell Carcinoma					✓
		M-cαNK	Pre-IND	All Solid & Liquid Tumors					✓

자료: ImmunityBio, 키움증권 리서치센터



## >>> 향후 모멘텀 및 시사점

시너지 단기는 어려워  
개별 모멘텀은 존재

합병 완료 시점은 11월로 당장 합병 시너지를 기대하긴 이르다. 다만, 하반기부터 개별 모멘텀이 다수 존재하는데, 녹십자랩셀과 녹십자셀의 임상 데이터 발표에 따라 기업가치는 상승할 것으로 예상된다.

하반기 모멘텀:  
아티바 상장,  
AB101+리톡시맙 연말  
데이터 발표,  
HER2 CAR-NK IND

아티바가 지난 4월 상장 신청을 하였기 때문에 **하반기에 나스닥 상장**이 예상되며, 녹십자랩셀이 아티바에 기술 이전한 제대혈유래 NK **AB101**와 리톡시맙 병용 임상 **1/2상의 중간 결과가 올해말 혹은 내년 상반기** 발표가 예상된다. **HER2 CAR-NK 물질은 올해말 IND 제출이 전망**되며, CD19 CAR-NK의 전임상 데이터 발표도 기대된다.

녹십자랩셀과 녹십자셀  
의 임상 데이터 발표로  
기업가치 상승 기대

경쟁업체 Fate가 Janssen에 \$3bn(약 3.4조원)의 대규모 기술 이전한 '20.4월 당시 Fate의 시가총액은 \$1.7bn(약 1.9조원)이었으며, FT516과 리톡시맙 병용 1상 긍정적인 중간결과 발표한 '20.12월에는 \$8bn(약 9.1조원)으로 기업가치 재평가가 이루어졌다. 물론 녹십자랩셀이 머크에 기술 이전한 파이프라인은 아티바와 50대 50의 이익 배분이며, CBNK+리톡시맙은 기술이전하여 매출 로열티 유입이나 임상 진척과 긍정적인 임상 중간발표 및 추가 기술이전이 된다면 신약가치 재평가가 이뤄질 것으로 보인다.

녹십자셀은 **내년 고형암 타겟 CAR-T 치료제 미국 1/2a상 진입이 전망**되는데 전임상에서 **혜장암에 긍정적 데이터**를 보인 만큼 **혜장암 위주로 진행할 것으로** 예상된다. **혜장암 미충족 수요가 높기** 때문에 임상 승인 받는다면, **신속한 환자 모집 및 데이터 발표가 가능할 것으로 기대**하고 있다. 동종 CAR-T 개발사 알로젠의 경우 첫 동종 CD19 타겟 림프종 CAR-T 치료제 ALLO-501 1상 9명 대상 **'20년 ASCO 초록 발표 후 시가총액은 \$7~8bn**에 달하였다.

M&A에 긍정적 영향

로이반트가 R&D 사업 부문을 분할하여 상장시키는 'vant' 전략이 국내에서도 유행처럼 시작되는 가운데 동사는 시너지를 위한 합병 결정을 선택하였다는 점에서 매우 반가운 소식이다. 지씨셀의 향후 성공적인 행보에 따라 국내 바이오텍에도 M&A 활성화에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

경쟁사 신기술 도입,  
공동연구 개발 시도  
증가 예상

NK 개발 경쟁사, CAR-T 및 세포 치료제 경쟁사들은 변화된 경쟁 구도에 맞춰 혁신적인 신약 개발이 필요해졌으며 새로운 기술 도입 및 공동연구 개발 등을 시도할 것으로 전망된다.

## >>> 합병 개요

합병법인명 지씨셀,  
비율 1:0.4  
주주총회 9/13일  
상장일 11/12일

7/16일 녹십자랩셀(합병법인)과 녹십자셀(피합병법인)은 1:0.4023542의 비율로 흡수 합병을 결정하고, 9/13일 주주 총회를 거쳐 11/1일 합병하여 **11/12일 합병신주가 상장될 예정**이다. 합병법인명은 지씨셀(GC Cell)이다.

녹십자랩셀은 NK 세포치료제 사업, 검체검사 서비스, 바이오물류, 제대혈 보관하는 셀뱅크 사업을 영위하고 있으며, '20년 매출액 856억원(YoY +48%), 영업이익 64억원(YoY 흑전, OPM +7.5%)으로 코로나19 검체검사 서비스 호실적 등으로 성장하였다.

녹십자셀은 항암면역세포치료제 이문셀LC 개발, 제조, 판매를 영위하며, 세포치료제 위탁 생산(CMO) 및 세포치료제의 배양용 배지를 개발 및 판매하고 있다. '20년 매출액은 위탁 용역 사업 성장으로 408억원(YoY +7.7%) 기록하였으나 대형 용인 셀 센터로 인한 원가 상승으로 영업이익 12억원(YoY -79%, OPM +3%)에 그쳤다.

합병 후 녹십자의 지씨셀 지분율은 33.6%, 녹십자홀딩스는 7.8%로 최대주주 지분율은 42%이 될 예정이다.

### 녹십자랩셀과 녹십자셀의 합병 개요 및 일정

합병의개요		주요 일정	
합병의방법	<ul style="list-style-type: none"> <li>녹십자랩셀(합병법인)이 녹십자셀(피합병법인)을 흡수 합병함</li> </ul>	07/16	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병 이사회결의</li> <li>주요사항보고서 및 증권신고서 제출</li> <li>주주총회 소집 이사회 결의</li> <li>주주 확정 기준일 공고</li> </ul>
합병 후 법인	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병법인명 : GC Cell Corp. (주식회사 지씨셀)</li> </ul>	08/02	<ul style="list-style-type: none"> <li>주주 확정 기준일</li> </ul>
합병의방법	<ul style="list-style-type: none"> <li>코스닥 상장사간 합병으로 자본시장법에 따라 시가를 통해 산출된 합병비율을 바탕으로 GC녹십자셀 주주에게 GC녹십자랩셀 신주를 교부</li> <li>합병비율 = 1 : 0.4023542 (녹십자랩셀 102,882원, 녹십자셀 41,395원)</li> </ul>	08/27	<ul style="list-style-type: none"> <li>주총소집 통지 및 공고</li> </ul>
		08/27 ~ 09/13	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병반대의사 통지 접수 기간</li> </ul>
합병 반대 주주의 권리	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병 반대 주주는 주주총회일로부터 20일 이내 기간 중 주식매수청구권 행사 가능</li> <li>주식매수청구권의 한도는 양사 합산 1,500억</li> <li>한도초과시 합병 당사 회사의 이사회 결의를 통해 본 건 합병의 진행 여부를 결정</li> </ul>	09/13	<ul style="list-style-type: none"> <li>주주총회 (합병 승인)</li> </ul>
		09/13~10/04	<ul style="list-style-type: none"> <li>주식매수청구권 행사기간</li> </ul>
		09/13~10/14	<ul style="list-style-type: none"> <li>채권자 이의제출 기간</li> </ul>
		10/15	<ul style="list-style-type: none"> <li>주식병합 기준일 공고</li> </ul>
		11/01	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병 기일</li> </ul>
		11/12	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병신주 상장 예정일</li> </ul>

자료: 녹십자홀딩스, 키움증권 리서치센터

합병 후 지분율

(단위 : 주)

성명	관계	합병 전				합병 후	
		주식회사 녹십자랩셀		주식회사 녹십자셀		주식회사 지씨셀	
		주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
(주)녹십자	최대주주 본인	4,080,000	38.66%	2,927,055	23.08%	5,257,712	33.58%
(주)녹십자홀딩스	최대주주 지배회사	980,300	9.29%	588,882	4.64%	1,217,239	7.77%
허은철	임원	-	0.00%	-	-	-	0.00%
황유경	관계사임원	17,030	0.16%	-	-	17,030	0.11%
박순영	관계사임원	18,000	0.17%	-	-	18,000	0.11%
허용준	관계사임원	31,000	0.29%	-	-	31,000	0.20%
허일섭	관계사임원	30,000	0.28%	-	-	30,000	0.19%
박용태	관계사임원	10,000	0.09%	-	-	10,000	0.06%
박대우	관계사임원	21,000	0.20%	-	-	21,000	0.13%
양송현	관계사임원	11,500	0.11%	-	-	11,500	0.07%
강우봉	관계사임원	-	0.00%	-	-	-	0.00%
이득주	임원	-	-	3,800	0.03%	1,528	0.01%
안종성	임원	-	-	1,630	0.01%	655	0.00%
한준희	임원	-	-	1,330	0.01%	535	0.00%
<b>계</b>		<b>5,198,830</b>	<b>49.26%</b>	<b>3,522,697</b>	<b>27.78%</b>	<b>6,616,199</b>	<b>42.26%</b>

자료: 녹십자홀딩스, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 7월 16일 현재 '녹십자랩셀' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%