



# BUY(Maintain)

목표주가: 50,000원  
주가(5/13): 27,900원  
시가총액: 6,839억원

### 성장기업분석팀

Analyst 정승규

02) 3787-3693 sk12@kiwoom.com

RA 이지훈

02) 3787-4855 gihonlee@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (5/13)		708.8pt	
52주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	43,600원	20,400원	
등락률	-36.0%	36.8%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.9%	9.3%
	6M	19.0%	12.6%
	1Y	-34.0%	-19.3%

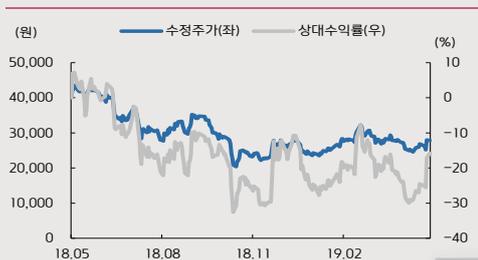
### Company Data

발행주식수	24,511천주
일평균 거래량(3M)	271천주
외국인 지분율	6.1%
배당수익률(2018)	0.00%
BPS(2018)	2,084원
주요 주주	유양디앤유 9.7%

### 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017	2018
매출액	168	177	172	464
영업이익	-31	-40	-45	-31
EBITDA	-26	-36	-40	-26
세전이익	-43	-54	-52	40
순이익	-43	-54	-52	42
지배주주지분순이익	-43	-52	-48	46
EPS(원)	-217	-239	-210	193
증감률(%YoY)	-131.3	-10.3	12.3	192.1
PER(배)	-61.7	-69.6	-167.7	145.9
PBR(배)	9.04	10.87	21.19	10.06
EV/EBITDA(배)	-105.0	-105.6	-204.8	-267.5
영업이익률(%)	-18.7	-22.8	-26.2	-6.6
ROE(%)	-16.4	-16.3	-13.3	8.5
순부채비율(%)	6.3	14.1	14.6	-14.6

### Price Trend



# 지트리비엔티(115450)

## 점증적으로 가시화될 파이프라인의 가치



ARISE-3 임상 첫 피험자 투여 개시, Novartis의 Xiidra 대규모 품목인수 계약 등 동사 안구건조증 파이프라인 가치와 관련된 긍정적인 소식이 이어지고 있다. 점점 가시화되고 있는 안구건조증 파이프라인 가치와 보유하고 있는 희귀질환 파이프라인들을 고려하면 현재 주가수준은 저평가 국면인 것으로 판단된다.

### >>> 첫 걸음을 시작한 ARISE-3

동사는 지난 5월 10일 ARISE-3에 대한 첫 피험자 투약이 시작되었다고 밝혔다. 5월 6일 Clinical Trials에 게재된 ARISE-3 프로토콜에 따르면 Endpoint는 첫 투여 15일 이후 Sign과 Symptom의 평균 변화로, 시장에서 인지하고 있던 내용과 동일하게 설정되었다. ARISE-3의 Endpoint는 ARISE-1, ARISE-2 각 임상 데이터와 이들에 대한 Pooled Data를 활용하여 설정한 Endpoint인 만큼, 이전 임상 대비 성공가능성에 대한 기대감을 높일 수 있는 부분이라 판단된다.

### >>>노바티스의 Xiidra 계약이 보여준 안구건조증 치료제 가치

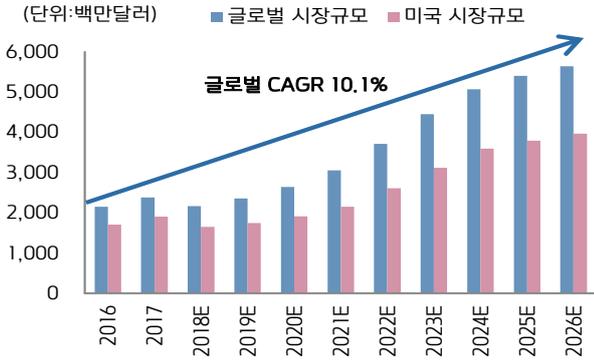
지난 5월 9일 노바티스는 다케다 제약의 Xiidra를 총 계약금 53억 달러(선금금 34억 달러, 마일스톤 19억 달러)에 인수하였다. 1) 보통 가치가 높은 파이프라인일수록 총 계약금에서 선금금 비중이 높다는 점, 2) Xiidra의 18년 매출액이 3.9억 달러 수준임을 감안하면, 이 계약을 통해 글로벌 빅파마인 노바티스에서 안구건조증 시장과 치료제의 전망 및 가치에 대해 매우 긍정적인 견해를 가지고 있음을 유추해볼 수 있다.

이번 Xiidra 계약 건은 동사 RGN-259 가치에 대한 실제적인 가이드라인을 제시해주며, 잠재적 가치를 높여줄 수 있다는 점에서 동사에게 긍정적인 이슈로 해석된다. RGN-259가 1) Multi functions 기전을 보유하고 있다는 점, 2) 치료기간이 15일(2주)로 84일(3개월)인 Xiidra 대비 작용이 빠르다는 점, 3) 부작용이 적다는 점 4) 글로벌 시장 조사기관에서 동사의 치료제를 향후 예상 매출 1위에 선정했다는 점 등 여러 장점이 있음을 고려하면, 향후 ARISE-3 경과에 따라 RGN-259의 잠재적 가치를 이전 대비 더 높게 산정해도 무리는 없을 것이라 판단된다.

### >>> BUY(Maintain), 목표주가 50,000원 유지

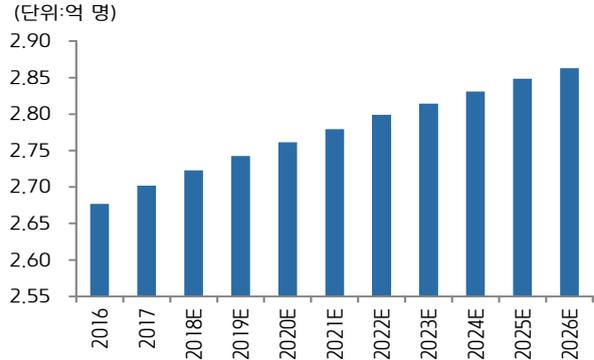
동사의 현재 시가총액 6,839억원은 키움증권이 이전 보고서에서 보수적인 가정을 통해 추정된 RGN-259 파이프라인 하나의 가치(약 8,700억원) 보다 낮으며, Xiidra 한 품목에 총 계약금 53억 달러(약 6조원) 계약이 체결되었음을 감안하면 RGN-259 임상이 진행중이라는 불확실성을 감안하더라도 지나친 저평가 국면으로 판단된다. 키움증권은 지트리비엔티에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 50,000원을 유지한다.

안구건조증 시장규모 추이



자료: GlobalData, 키움증권

글로벌 안구건조증 환자 수 추이



자료: GlobalData, 키움증권

지트리비엔티 임상 3상 프로토콜

	ARISE-1	ARISE-2
임상 3 상		
임상주체	ReGenTree	ReGenTree
환자수	317	601
성분	Thymosin Beta4 0.1%	Thymosin Beta4 0.1%
임상시작일	2015.09	2016.11
임상종료일	2016.07	2017.11
<b>평가지표</b>		
<b>Primary Outcome</b>	Total corneal fluorescein staining Score 변화 (29일후) Total ocular discomfort Score 변화 (29일후)	Corneal fluorescein staining Score 변화 (29일후) Ocular discomfort Score 변화 (29일후)
<b>Secondary Outcome</b>	Tear film break-up time (8, 15, 29일후) Unanesthetized Schirmer's Test (8, 15, 29일후) Ocular Surface Disease Index (8, 15, 29일후)	Corneal Fluorescein staining (8, 15, 29일후) Unanesthetized Schirmer's Test (29일후) Ocular Surface Disease Index (8, 15, 29일후) Tear film break-up time (8, 15, 29일후)

자료: ClinicalTrials.gov, 키움증권

ARISE-3 임상 프로토콜

구분	내용	비고
성분	Thymosin Beta4 0.1%	1일4회, 14일 투여
모집환자 수	700	350명씩 2그룹
환자 연령대	18세 이상	
기간	2019.05~2020.07	
시험 방식	다가관, 무작위, 이중맹검, 위약대조	
시험 지역	미국	

자료: ClinicalTrials.gov

ARISE-3 평가변수

	평가항목
Primary endpoint	<b>Corneal staining</b> [ Time Frame: 15 days after first dosing ]: Mean change from baseline to Day 15 of Inferior Corneal Fluorescein Staining
	<b>Ocular Discomfort 6-point (0=none, 5=worst) scale</b> [ Time Frame: 15 days after first dosing ]: Mean change from baseline to Day 15 of Ocular Discomfort severity

자료: ClinicalTrials.gov

작용기전, 이상반응, 치료기간 비교

	RGN-259	Restasis	Xiidra
작용기전	Multi Functions	Single Function	Single Function
이상반응	위약 투여군과 동일한 수준	작열감(17%)	미각장애(13.7%)
		점안부위 통증(22%)	점안부위 통증(13.3%)
치료기간	2 주(15 일)	결막출혈(6%)	자극감(12.5%)
		6 개월	3 개월(84 일)

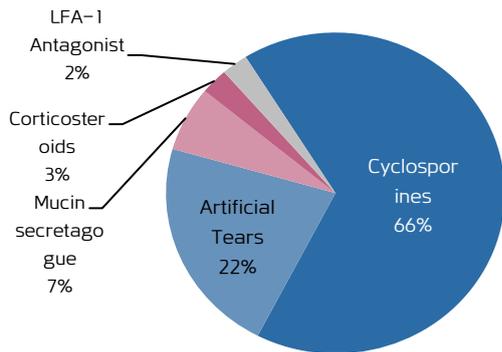
자료: 지트리비엔티, 키움증권

안구건조증 치료제 비교

구분	RGN-259	Restasis	Xiidra	Reproxalap	SYL-1001
임상주체	ReGenTree	Allergan	Shire	Aldeyra	Sylentis
성분	Thymosin Beta4, 0.1%	Cyclosporine, 0.05%	Lifitegrast, 5%	Reproxalap	Tivanisiran
투여량	1 일 2 회	1 일 2 회	1 일 2 회	1 일 4 회	1 일 1 회
작용기전	Multiple Functions	항염 단일 기전	항염 단일 기전	항염 단일 기전	유전자치료: RNAi
타겟	Moderate DES Severe DES	Mild DES Moderate DES Severe DES	Mild DES Moderate DES Severe DES	Moderate DES	Moderate DES Severe DES
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>최초 Tβ4 펩타이드 성분 치료제</li> <li>미국, 일본, 중국에서 다양한 파트너 확보</li> <li>위약과 동일 수준의 이상반응</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>안구건조증 치료제로 시장 선점</li> <li>Allergan 브랜드 활용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sign 과 Symptom 모두 유의미한 최초 치료제</li> <li>Restasis 보다 적은 치료 기간 소요(3 개월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>임상 2 상에서 4 주차에 Sign 과 Symptom 개선</li> <li>임상 2 상에서 위약과 동일 수준의 이상반응</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>최초 RNAi 기반 치료제</li> <li>투여 편의성</li> <li>신경병성 통증에 효과</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>RegeneRx 의 마케팅 경험, 영업 인력, 유통 역량 부족</li> <li>상용화 파트너에 대한 의존도 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sign(눈물량 증가)에만 유의미</li> <li>치료기간 6 개월 소요</li> <li>환자 중 적은 비율에게만 효능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Restasis 보다 작은 보험적용 범위</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aldeyra 의 마케팅 경험, 영업 인력, 유통 역량 부족</li> <li>상용화 파트너에 대한 의존도 높음</li> <li>투여 불편</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sylentis 의 마케팅 경험, 영업 인력, 유통 역량 부족</li> <li>상용화 파트너에 대한 의존도 높음</li> <li>낮은 Sign 개선</li> </ul>
2016 년 매출	-	\$1,417.5M	\$54.2M	-	-
2026 년 예상 매출	\$1,045.1M	\$171.9M	\$486.7M	\$483.9M	\$470.1M

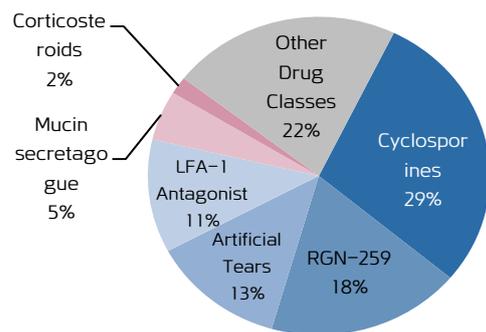
자료: GlobalData, 키움증권

2016년 글로벌 안구건조증 작용기전별 매출



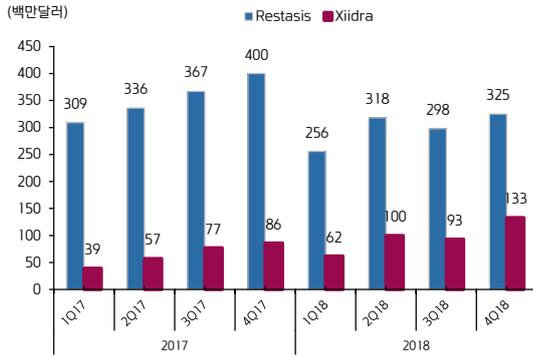
자료: GlobalData, 키움증권

2026년 글로벌 안구건조증 작용기전별 예상매출



자료: GlobalData, 키움증권

Xiidra, Restasis 매출 추이



자료: Allergan, Shire, 키움증권

Novartis의 Xiidra 품목 인수

**Novartis to acquire Xiidra<sup>®</sup>, expanding front-of-eye portfolio and strengthening leadership in eye care**

May 09, 2019

- Xiidra (lifitegrast ophthalmic solution) 5% fits strategically within industry-leading USD 4.6 billion Novartis ophthalmic pharmaceutical portfolio, laying groundwork for front-of-the-eye pipeline products currently in development[1]
- Xiidra is the first and only prescription treatment approved for both signs and symptoms of dry eye disease with a mechanism of action that targets inflammation[2]
- Xiidra achieved USD 0.4 billion of revenue in 2018 and is well positioned for blockbuster potential; closing expected in second half of 2019, subject to satisfaction of customary closing conditions, including regulatory approvals
- Deal terms include a USD 3.4 billion upfront payment with potential milestone payments of up to USD 1.9 billion

자료: Novartis

지트리비엔티 파이프라인 및 임상개발 현황

자회사/치료분야	파이프라인	적응증	Market	시판제품	비고
ReGenTree (안과질환치료)	RGN-259 (GBT-201)	Dry Eye Syndrome (DES, 안구건조증)	미국, 캐나다 및 아시아 태평양 28개국	·Restasis(Allergan) ·Xiidra(Shire)	·ARISE-1 완료 ·ARISE-2 완료 ·ARISE-3 시작 ·Best in Class
		Neurotrophic Keratopathy (신경영양성각막염, NK)	미국, 캐나다 및 아시아 태평양 28개국	·Oxervate(Dompé)	·SEER-1 진행 중
Lenus (상처치료)	RGN-137 (GBT-101)	희귀의약품 Epidermolysis Bullosa (수포성표피박리증, EB)	미국, 캐나다, 유럽, 한국, 일본, 호주	·FDA 허가 제품 없음	·Open Study 진행중 ·First in Class
Oblato (뇌암치료)	OKN-007	Glioblastoma Multiforme (교모세포종, GBM)	글로벌	·Temodar(MSD) ·Avastin(Roche): off-label	·임상 1b 완료 ·Temozolomide와의 병용임 상 진행중

자료: 지트리비엔티, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017	2018
<b>매출액</b>	176	168	177	172	464
매출원가	130	135	144	146	401
매출총이익	46	32	33	26	62
판관비	55	64	73	71	93
<b>영업이익</b>	-9	-31	-40	-45	-31
<b>EBITDA</b>	-2	-26	-36	-40	-26
영업외손익	-4	-11	-13	-7	71
이자수익	2	3	1	1	2
이자비용	5	7	5	7	8
외환관련이익	3	3	3	2	4
외환관련손실	3	3	2	2	2
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	-13
기타	-1	-8	-10	-1	87
<b>법인세차감전이익</b>	-12	-43	-54	-52	40
법인세비용	0	0	0	0	-2
계속사업손익	-13	-43	-54	-52	42
<b>당기순이익</b>	-16	-43	-54	-52	42
<b>지배주주순이익</b>	-16	-43	-52	-48	46
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-15.5	-4.7	5.5	-3.2	170.3
영업이익 증감율	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA 증감율	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익 증감율	적지	적지	적지	적지	흑전
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	26.2	19.3	18.6	14.9	13.4
영업이익률(%)	-5.0	-18.7	-22.8	-26.2	-6.6
EBITDA Margin(%)	-1.4	-15.7	-20.1	-23.5	-5.6
지배주주순이익률(%)	-9.1	-25.6	-29.4	-28.1	9.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017	2018
<b>유동자산</b>	440	164	93	126	388
현금 및 현금성자산	19	58	43	54	167
단기금융자산	70	45	8	23	41
매출채권 및 기타채권	24	24	22	29	133
재고자산	14	16	17	18	43
기타유동자산	382	67	11	24	46
<b>비유동자산</b>	145	339	423	502	688
투자자산	36	112	78	38	122
유형자산	100	97	95	93	91
무형자산	6	126	250	371	475
기타비유동자산	3	3	0	0	0
<b>자산총계</b>	585	503	516	627	1,077
<b>유동부채</b>	308	45	131	168	237
매입채무 및 기타채무	18	23	24	26	144
단기금융부채	46	17	103	141	89
기타유동부채	244	5	4	0	4
<b>비유동부채</b>	52	123	16	19	25
장기금융부채	39	107	0	0	0
기타비유동부채	13	16	16	19	25
<b>부채총계</b>	360	169	147	187	262
<b>지배지분</b>	223	301	339	384	687
자본금	95	101	111	116	122
자본잉여금	481	515	608	708	959
기타자본	-58	-55	-49	5	1
기타포괄손익누계액	0	79	62	-2	1
이익잉여금	-295	-339	-393	-442	-398
비지배지분	2	34	31	56	128
<b>자본총계</b>	225	335	370	440	814

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017	2018
<b>영업활동 현금흐름</b>	-53	-43	-27	-47	-35
당기순이익	-16	-43	-54	-52	42
비현금항목의 가감	17	17	23	20	-55
유형자산감가상각비	6	5	4	4	4
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	-102
기타	12	12	19	16	42
영업활동자산부채증감	-49	-19	2	-13	-23
매출채권및기타채권의감소	-5	-1	2	-7	-65
재고자산의감소	2	-1	-2	-1	49
매입채무및기타채무의증가	16	3	1	-4	-2
기타	-63	-21	0	-1	-5
기타현금흐름	-6	3	2	-2	1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-108	5	-65	-165	-45
유형자산의 취득	-5	-3	-2	-2	-2
유형자산의 처분	0	0	3	0	0
무형자산의 순취득	-2	-87	-106	-149	-15
투자자산의감소(증가)	-31	-77	34	40	-97
단기금융자산의감소(증가)	-68	25	37	-15	-18
기타	-3	147	-32	-39	87
<b>재무활동 현금흐름</b>	153	76	77	223	193
차입금의 증가(감소)	18	77	78	126	94
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	136	0	0	98	81
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-1	-1	-1	-1	0
기타	0	0	0	0	18
기타현금흐름	-12	0	1	0	0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-20	39	-15	11	112
기초현금 및 현금성자산	39	19	58	43	54
기말현금 및 현금성자산	19	58	43	54	167

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017	2018
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-94	-217	-239	-210	193
BPS	1,177	1,483	1,532	1,662	2,804
CFPS	11	-133	-141	-139	-57
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-36.8	-61.7	-69.6	-167.7	145.9
PER(최고)	-47.6	-91.2	-106.3	-181.7	294.5
PER(최저)	-22.0	-12.4	-55.8	-73.4	103.8
PBR	2.93	9.04	10.87	21.19	10.06
PBR(최고)	3.79	13.35	16.61	22.96	20.30
PBR(최저)	1.75	1.82	8.71	9.27	7.15
PSR	3.36	15.82	20.42	47.08	14.40
PCFR	309.0	-100.6	-117.8	-253.2	-496.3
EV/EBITDA	-271.7	-105.0	-105.6	-204.8	-267.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-3.3	-7.9	-10.6	-9.1	4.9
ROE	-9.9	-16.4	-16.3	-13.3	8.5
ROIC	-2.0	-13.9	-13.1	-10.6	-5.6
매출채권회전율	6.6	7.0	7.7	6.7	5.7
재고자산회전율	11.3	11.0	10.6	9.6	15.0
부채비율	159.9	50.4	39.7	42.5	32.2
순차입금비율	-1.7	6.3	14.1	14.6	-14.6
이자보상배율	-1.9	-4.7	-8.0	-6.7	-3.8
<b>총차입금</b>	85	124	103	141	89
순차입금	-4	21	52	64	-119
NOPLAT	-2	-26	-36	-40	-26
FCF	-54	-136	-139	-204	-66

Compliance Notice

- 당사는 5월 13일 현재 '지트리비엔티(115450)' 발행주식을 1% 미만 보유하고 있습니다.
- 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.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
지트리비엔티 (115450)	2019/02/13	BUY(Initiate)	50,000원	6개월	-44.40	-35.50
	2019/05/14	BUY(Maintain)	50,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70
중립	6	3.30
매도	0	0.00