

2020.03.11

## 지트리비엔티 (115450)

임상 3상 기대감에  
주가 안 오른 종목 없다.

### 가장 확실한 모멘텀, 임상 3상 결과발표 예정.

바이오주 주가에 가장 확실한 모멘텀은 누가 뭐래도 임상결과 발표다. 임상 발표 이벤트가 다가오면 아무도 관심 없던 바이오 기업에도 시장의 관심이 쏠리고 거래량이 증가한다. 대규모 자금이 투입된 큰 임상 3상은 더욱 기대감을 모은다. 올해 3분기 지트리비엔티는 안구건조증 치료제 RGN-259의 임상 3상 결과를 발표할 예정이다. RGN-259는 글로벌 리서치 기관들로부터 시판된다면 조단위 매출을 낼 것으로 예측 받고 있는 약이다. 따라서 임상이 끝나갈수록 상당한 기대감을 받을 수 있을 것으로 예상된다. 메지온, 에이치엘비, 신라젠 등은 3상 기대감에 몇배의 주가상승을 겪었다. 동사는 현재 임상 3상에서 700명 모집 중 약 400명이 모집되었으며, 상반기 내 임상이 종료될 것이다. 현 주가는 과거 고점(55,400원)대 비해서 반토막 수준이며 매집하기에도 부담이 없는 수준이다.

### 지금 주가는 경쟁사의 반도 반영이 안되었다.

동사의 경쟁 안구건조증 치료제 HL036을 개발중인 한올바이오파마는 1/16일 임상 3-1상 데이터를 공개했으며, 물론 발표 3개월 전부터 상당한 주가상승도 겪었다. 그러나 임상 데이터가 기대에 미치지 않자 4거래일간 시가총액 약 5천억원이 증발했다(1/15일 1조8,807억원→1/21일 1조3,139억원). HL036의 권리는 한올바이오파마와 대웅제약이 50%씩 보유하고 있는 것을 고려할 때, 시장에서 HL036의 가치는 조단위 이상을 인정받고 있었다는 뜻이다. 반면 지트리비엔티의 현 시가총액은 6,400억원 수준인데, 임상 데이터와 보유한 다른 파이프라인 고려시 상대적으로 매우 저평가 받고 있는 상황으로 볼 수 있겠다. 지금까지 적어도 한국 바이오투자의 키포인트는 큰 이벤트를 앞두고 있고이나 아직 이벤트가 주가에 반영되지 않은 종목을 미리 사는 것이다. 현재의 지트리비엔티가 아주 잘 부합한다. 저평가된 주가만큼 결과 발표 일정이 다가옴에 따라 큰 폭의 주가상승을 기대해 볼 수 있겠다.

### 임상 점점 빨라진다.

RGN-259의 미국내 임상 사이트는 현재 12개까지 늘어났으며, 향후 19~21개까지 늘어날 예정이다. 지난해 말부터 환자모집에 가속도가 붙고 있는 상황이다. 같은 CRO를 쓰는 한올바이오파마의 경우 마지막에 가속도가 붙어 10개월만에 임상을 끝냈다. 동사 RGN-259의 임상은 지난해 5월부터 시작했다. 벌써 3월이다. 지트리비엔티의 시간이 다가오고 있다.

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17	46	59	61	72
영업이익	-4	-3	-6	-6	8
영업이익률	-26.2%	-6.6%	-10.7%	-10.5%	11.4%
순이익[지배]	-5	5	1	1	18
EPS(원)	-210	193	113	54	719
PER(배)	(167.7)	145.9	276.3	458.8	34.5
PBR	20.9	9.9	5.4	8.5	6.8
EV/EVITA	(194.7)	133.2	246.3	200.7	34.3
ROE(%)	-12.9%	6.7%	1.6%	1.5%	17.8%

자료: 지트리비엔티, 한양증권

# 매수

[신규]

목표주가(12M) 47,000원

현재주가(2019.03.10) 25,600원

상승여력 83.6%

### 제약/바이오 오병용 Analyst

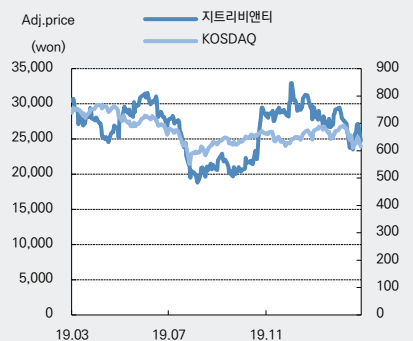
byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

### 주가지표

KOSPI(03/10)	1,963P
KOSDAQ(03/10)	620P
현재주가(03/10)	25,600원
시가총액	644십억원
총발행주식수	2,515만주
120일 평균거래대금	77억원
52주 최고주가	33,600원
52주 최저주가	15,200원
유동주식비율	87.4%
외국인지분율(%)	5.16%
주요주주	유양디앤유 (9.5%) KB자산운용 (9.5%)

### 상대주가차트



### 임상 성공을 낙관할 근거들이 있다.

임상 성공률이 높다고 보는 이유는 과거 임상 2회(ARISE-1, ARISE-2)에서 이미 상당부분 유의성을 확인했기 때문이다. 특히 투자자들이 잘 모르고 있으나, 3상 2번째 임상인 ARISE-2에서는 Sign과 Symptom 두개의 주평가지표에서 모두 통계적 유의성을 입증하였다. 투약 후 15일차 Sign의 P-value는 0.0207이었고, Symptom의 P value는 0.0149였다. 완벽하게 통계적 유의성을 확보한 것이다. 이번에 진행중인 ARISE-3은 기본적으로 새로운 효능효과를 보여주는 임상 이 아니다. 과거 보여줬던 결과의 재현에 가깝다고 볼 수 있으며, 그만큼 확률은 높다.

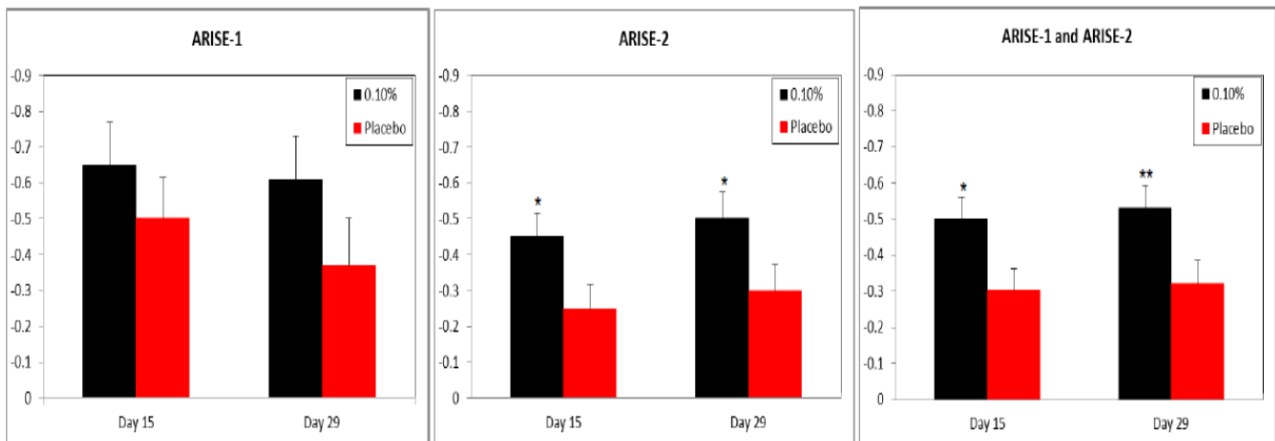
또 한가지 중요한 것은 현재 진행중인 ARISE-3에서 모집되는 환자 기준으로 ARISE-1과 ARISE-2의 환자군을 추린 Pooled 데이터에서도 Sign에서 14일차, 29일차에 통계적 유의성이 입증되었고, Symptom 에서도 14일차에 통계적 유의성이 입증되었다는 것이다. 이번에 진행중인 ARISE-3는 Pooled 데이터상 유의미했던 Sign과 Symptom 14일차만 확인하는 임상이다. 환자 스크리닝에도 상당한 공을 들이고 있어 긍정적인 데이터를 기대해 볼 수 있겠다.

**[도표 1] 지트리비엔티 RGN-259 임상 프로토콜**

구분	ARISE-1	ARISE-2	ARISE-3
임상 주체	ReGenTree	ReGenTree	ReGenTree
환자수	317	601	700
시험방법	실험군 : 1 일 4 회씩 28 일간 점안 대조군 Placebo : 1 일 4 회씩 28 일간 점안	실험군 : 1 일 4 회씩 28 일간 점안 대조군 Placebo : 1 일 4 회씩 28 일간 점안	실험군 : 1 일 4 회씩 14 일간 점안 대조군 Placebo : 1 일 4 회씩 14 일간 점안
기간	2015.09~2016.07	2016.11~2017.11	2019.05~2020.상반기
주평가지표	Total corneal fluorescein staining score 변화(29 일후) Ocular discomfort score 변화(29 일후)	Inferior corneal Staining score 변화(29 일후) Ocular discomfort score 변화(29 일후)	Inferior corneal Staining score 변화(15 일후) Ocular discomfort score 변화(15 일후)

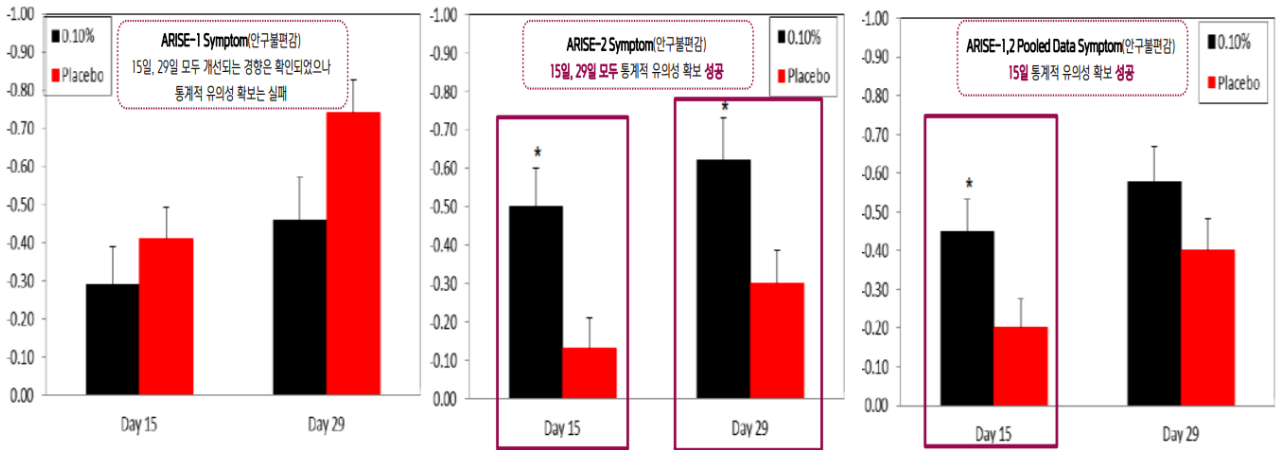
출처: 한양증권 리서치센터

**[도표 2] ARISE-1, ARISE-2, Pooled Sign 임상데이터**



출처: 한양증권 리서치센터

[도표 3] ARISE-1, ARISE-2, Pooled Symptom 임상데이터



출처: 한양증권 리서치센터

**지트리비엔티도 임상 발표 때마다 주가 올랐다.**

지트리비엔티도 대부분의 바이오주식과 마찬가지로 임상 기대감이 있을 때마다 주가가 크게 상승했다. ARISE-1 임상 발표 이전에 2배 이상 상승하였고, ARISE-2 임상 이전에 2.5배 이상 상승하였다. 이번 ARISE-3은 과거 임상보다 성공 확률이 높고 기대감도 크다. 또한 이전의 데이터들을 근거로 RGN-259는 글로벌 리서치 기관으로부터 차세대 안구건조증 치료제 대표 주자로 인정받고 있는 상황이다. 기대감이 물리는 시기가 얼마 남지 않았다. KB자산운용은 동사 주식을 꾸준히 매집하여 이제는 최대 주주까지 올라섰다. 바이오주식에 편견을 가져선 안된다. 어느 순간 기대감이 폭발하면 주가는 오른다. 이들과처럼 지금부터 미리 주식을 매집하기를 권고한다.

[도표 4] 지트리비엔티 주가 흐름



출처: 한양증권 리서치센터

## 투자의견 BUY, 목표가 47,000원 제시

RGN-259는 기존 안구건조증 치료제(레스타시스 Restasis, 자이드라 Xiidra) 대비하여 부작용이 인공눈물 수준이며, 치료효과가 2주만에 나온다는 확연한 장점이 있다. Globaldata 및 IQVIA가 아무런 근거없이 RGN-259를 미래 안구건조증 시장점유율 1위로 예측하는 것이 아니다. 결국 효과좋은 약이 살아남게 된다. 안구건조증 시장은 너무나 크고 약의 기대감은 살아있다. 자이드라가 노바티스에 총액 53억달러에 팔린 것은 안구건조증 시장의 성장성을 증명한다.

우리는 지트리비엔티에 대해 투자의견 BUY 및 목표가 47,000원을 제시한다. 보수적인 추정과 추정의 단순화를 위해 1)안구건조증치료제와 2)EB치료제 파이프라인 가치만을 더하여 산정하였다.

**[도표 5] RGN-259(안구건조증) 파이프라인 가치 추정**

(백만달러, 억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
주요 8 개국 안구건조증 치료제 시장	2,606	2,870	3,159	3,479	3,830	4,217	4,643	5,111	5,628	5,912	6,210	6,524	6,854
개발단계		3 상시작	3 상완료	NDA,허가									
시장점유율				1.0%	4.0%	8.0%	15.0%	18.0%	20.0%	21.0%	19.0%	18.0%	17.0%
글로벌 매출액				34.8	153.2	337.3	696.4	920.1	1,125.5	1,241.5	1,180.0	1,174.3	1,165.1
EBIT				24.3	107.2	236.1	487.5	644.0	787.9	869.1	826.0	822.0	815.6
동사귀속이익				12.2	53.6	118.1	243.7	322.0	393.9	434.5	413.0	411.0	407.8
세후순이익				9.7	42.9	94.5	195.0	257.6	315.2	347.6	330.4	328.8	326.2
현재가치환산				8.0	32.2	64.5	121.1	145.4	161.7	162.2	140.1	126.8	114.3
예측가치	1,076												
잔여가치	327												
파이프라인가치(백만달러)	1,404												
파이프라인가치(원화환산(억원))	16,844												
확률가정 가치(50%가정)	8,422												

출처: 한양증권 리서치센터

**[도표 6] RGN-137(EB 치료제) 파이프라인 가치 추정**

(백만달러, 억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
미국 내 수포성 표피박리증 환자 수	25,000	25,250	25,503	25,758	26,015	26,275	26,538	26,803	27,071	27,342	27,616	27,892	28,171
개발단계			3 상 시작		3 상완료	허가							
환자점유율						3.0%	9.0%	11.7%	15.2%	20.0%	20.0%	18.0%	16.0%
글로벌 매출액(연간약가 10 만달러)						78.0	236.5	310.5	407.7	541.4	546.8	497.1	446.3
영업이익						54.6	165.5	217.3	285.4	379.0	382.8	348.0	312.4
동사귀속이익						27.3	82.8	108.7	142.7	189.5	191.4	174.0	156.2
세후순이익						21.9	66.2	86.9	114.2	151.6	153.1	139.2	125.0
현재가치환산						14.9	41.1	49.1	58.6	70.7	64.9	53.7	43.8
예측가치	724												
잔여가치	115												
파이프라인가치(백만달러)	838												
파이프라인가치(원화환산(억원))	10,058												
확률가정 가치(75%가정)	7,040												
지분율 적용 가치(지분율 50%)	3,520												

출처: 한양증권 리서치센터

---

**[도표 7] 밸류에이션**

(억원, 배)

안구건조증치료제 가치(억원)(a)	8,422
EB 치료제 파이프라인 가치(억원)(b)	3,520
기업가치(억원)(a+b)	11,942
유통주식수	25,057,555
적정주가(원)	47,659
목표가(원)	47,000

출처: 한양증권 리서치센터

## 요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	Balance sheet	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	17	46	59	61	72	유동자산	13	39	58	61	81
매출원가	15	40	48	50	48	재고자산	2	4	6	6	7
매출총이익	3	6	10	11	25	단기금융자산	2	4	4	5	5
매출총이익률(%)	14.9%	13.4%	17.8%	17.9%	34.1%	매출채권및기타채권	3	13	17	17	21
판매비와관리비등	7	9	17	17	16	현금및현금성자산	5	17	30	29	35
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	50	69	65	65	64
영업이익	-4	-3	-6	-6	8	유형자산	9	9	9	8	8
영업이익률(%)	-26.2%	-6.6%	-10.7%	-10.5%	11.4%	무형자산	37	48	47	47	47
조정영업이익	-4	-3	-6	-6	8	투자자산	4	12	9	9	9
EBITDA	-4	5	3	3	18	자산총계	63	108	123	126	145
EBITDA 마진율(%)	-24.5%	11.0%	5.3%	5.0%	24.3%	유동부채	17	24	27	28	32
조정 EBITDA	-4	-3	-6	-6	9	단기차입금	0	0	0	0	0
순금융손익	-1	0	-1	-1	-1	매입채무및기타채무	3	14	18	19	22
이자손익	-1	-1	-1	-1	-1	비유동부채	2	3	13	13	13
외화관련손익	0	0	0	0	0	사채	0	0	10	10	10
기타영업외손익	0	9	9	9	9	장기차입금	0	0	0	0	0
중속기업및관계기업관련손익	0	-1	0	0	0	부채총계	19	26	40	41	44
법인세차감전계속사업손익	-5	4	1	1	16	지배주주지분	38	69	71	73	90
당기순이익	-5	4	1	1	17	자본금	12	12	12	13	13
당기순이익률(%)	-30.4%	9.1%	2.2%	2.1%	22.9%	자본및이익잉여금	27	56	57	59	75
지배지분순이익	-5	5	1	1	18	기타자본	0	0	0	0	0
비지배지분순이익	0	0	0	0	-1	비지배지분	6	13	13	13	11
총포괄이익	-12	5	2	2	17	자본총계	44	81	83	85	101

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	Valuation Indicator	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	-5	-4	1	0	7	Per Share (원)					
당기순이익	-5	4	1	1	17	EPS(당기순이익 기준)	-227	177	104	50	659
현금유출이없는비용및수익	2	-6	3	3	2	EPS(지배순이익 기준)	-210	193	113	54	719
유형자산상각비	0	0	0	0	0	BPS(자본총계 기준)	1,902	3,325	6,668	3,392	4,016
무형자산상각비	0	0	0	0	0	BPS(지배지분 기준)	1,684	2,839	5,798	2,929	3,621
기타	2	-6	2	2	2	DPS(보통주)	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	-1	-2	-2	-3	-10	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	-1	-6	-4	-1	-3	PER(당기순이익 기준)	-154.9	159.1	301.2	500.2	37.6
재고자산의감소	0	5	-1	0	-1	PER(지배순이익 기준)	-167.7	145.9	276.3	458.8	34.5
매입채무및기타채무의증가	0	0	4	1	4	PBR(자본총계 기준)	18.5	8.5	4.7	7.3	6.2
기타	0	0	-1	-3	-10	PBR(지배지분 기준)	20.9	9.9	5.4	8.5	6.8
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	-1	-1	-1	EV/EBITDA (발표 기준)	-194.7	133.2	246.3	200.7	34.3
투자활동으로인한현금흐름	-16	-5	12	8	8	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)	4	-10	3	0	0	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	0	0	0	매출액증가율	-3.2%	170.3%	27.1%	3.0%	19.1%
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	0	0	0	영업이익증가율	11.1%	-31.9%	106.5%	0.7%	-229.0%
무형자산의 감소(증가)	-15	-2	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	8.5%	178.0%	-41.4%	-52.3%	1229.9%
단기금융자산의감소(증가)	-2	-2	0	0	0	EPS(지배기준) 증가율	12.3%	192.1%	-41.4%	-52.3%	1229.9%
기타	-4	9	9	9	9	EBITDA(발표기준) 증가율	6.0%	221.2%	-38.9%	-2.6%	479.0%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	22	19	12	2	2	ROE(당기순이익 기준)	-12.9%	6.7%	1.6%	1.5%	17.8%
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROE(지배순이익 기준)	-13.3%	8.5%	2.0%	1.9%	22.2%
사채의증가(감소)	14	9	10	0	0	ROIC	-10.6%	-5.6%	-10.4%	-10.1%	11.9%
자본의 증가(감소)	10	8	0	0	0	ROA	-9.1%	4.9%	1.1%	1.0%	12.2%
기타	-2	2	2	2	2	배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	-11	-11	-12	부채비율	42.5%	32.2%	48.0%	47.7%	43.8%
현금의 증가	1	11	13	-1	5	순차입금비율(자본총계 대비)	14.6%	-14.6%	-18.6%	-17.6%	-20.4%
기초현금	4	5	17	30	29	이자보상비율	-6.7%	-3.8%	-3.6%	-3.7%	4.7%
기말현금	5	17	30	29	35						

자료: 지트리비엔티, 한양증권





---

## 한양증권 점포현황

Hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.

---