



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy(initiate)

목표주가	40,000 원
현재주가	28,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(4/19)	2,718.89 pt
시가총액	6,232 억원
발행주식수	22,178 천주
52주 최고가 / 최저가	30,277 / 18,500 원
90일 일평균거래대금	80.39 억원
외국인 지분율	8.0%
배당수익률(22.12E)	1.2%
BPS(22.12E)	10,169 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 10.0%
	6개월 27.3%
	12개월 9.3%
주주구성	JW홀딩스 (외 9인) 42.9%
	자사주 (외 1인) 1.2%
	JW중외제약우리사주 (외 1인) 0.0%

Stock Price



JW중외제약 (001060)

보여줄게 완전히 달라진 나

4월은 2022년의 턴어라운드를 확인 할 수 있을 것

동사의 2022년 추정 연결 매출액은 6,935억원(+15.2% yoy), 영업이익 705억원(+126.0% yoy), 영업이익률 10.2%(+5.0%p yoy)를 전망하며, 실적 성장의 주요 이유는 1)리바로의 원료 내재화/대량생산으로 마진을 상당 부분 개선, 2)리바로 복합제(리바로 젯 등)의 추가 성장, 3)코로나 중증 치료제 약템라의 독점 판권으로 인한 큰 불임, 4)리오프닝으로 인한 수액제 국내외 매출 회복, 그리고 5)시플랫폼으로 도출한 후보물질 JW1601 아토피치료제 연말 2상 완료에 따른 마일스톤 약 200억원 유입이 있다.

리바로가 끌어주고 수액제가 밀어주고, 파이프라인이 받쳐주고 + 약템라는 덤

동사의 블록버스터급 의약품으로 분류되는 리바로는 피타바스타틴 계열 고지혈증 치료제로, 고지혈증 치료제(스타틴 계열) 중에서도 부작용 위험이 가장 낮은 것으로 알려져 있다. 최근에는 화이자의 먹는 코로나19 치료제(팍스로비드)와 병용이 가능한 극소수의 고지혈증 치료제 중 가장 각광받으며 추가적인 M/S 확대가 가능할 것이라는 판단이다. 수액제 또한 2020, 2021년 증가했던 수출 매출에 코로나19로 지지부진했던 국내 매출까지 증가할 것이라는 전망이다. 마시는 수액제 엔커버와 영양수액제의 성장, 그리고 동사의 연구개발 파이프라인들의 유의미한 임상 진전(역대 최초의 마일스톤 유입)은 추가적인 성장동력의 밑받침이 될 것이다. 덧붙여, 코로나19 중증 치료제 약템라(3월 긴급사용 승인, 보험 등재)의 독점 판권을 갖고 있으므로 2022년의 코로나19 확진자 급증에 따른 업사이드가 더해질 수 있다.

목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

동사의 2022년 추정 연결 매출액은 6,935억원(+15.2% yoy), 영업이익 705억원(+126.0% yoy), 영업이익률 10.2%(+5.0%p yoy)를 전망한다. 또한, 1Q22 매출액은 1,592억원(+12.0% yoy), 영업이익 167억원(+77.7% yoy)일 것으로 예상된다. 목표 주가는 2022년 추정 EBITDA에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA 배수(30%할인율)를 적용한 영업가치와 시플랫폼 클로버로 발굴한 후보물질 1건의 비영업가치를 합산하여 산출하였다. 지속되는 전문의약품 매출 회복과 라이선스인으로 가져온 의약품의 자체생산으로 인한 성장성, 그리고 시 연구개발 플랫폼(주얼리, 클로버)을 통한 추가적인 라이선스 아웃 가능성이 기대되는 한 해이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	547	607	694	728	765
영업이익	-1	31	71	75	79
세전계속사업손익	-13	21	64	68	73
순이익	-15	-1	49	52	56
EPS (원)	-715	-64	2,285	2,424	2,590
증감률 (%)	적지	적지	흑전	6.1	6.9
PER (x)	n/a	n/a	12.3	11.6	10.8
PBR (x)	3.7	2.6	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	45.1	14.1	9.4	8.9	8.4
영업이익률 (%)	-0.2	5.1	10.2	10.2	10.4
EBITDA 마진 (%)	3.5	7.8	12.3	12.4	12.8
ROE (%)	-7.0	-0.5	22.7	20.4	18.5
부채비율 (%)	164.7	235.8	205.3	172.6	148.0

주: IFRS 연결 기준

자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

JW중외제약 실적 추정 및 목표주가

표1 JW 중외제약 연결 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	1,421	1,460	1,490	1,695	1,592	1,689	1,767	1,887	5,473	6,066	6,935
yoY %	10.2	7.0	8.7	17.1	12.0	15.7	18.6	11.3	7.0	10.8	14.3
영양수액	247	278	297	290	298	308	312	314	1,027	1,112	1,232
기초수액	186	196	208	216	204	206	208	205	803	806	823
특수수액	72	71	71	65	72	77	79	73	288	279	301
리바로 패밀리	187	184	194	225	251	265	309	311	708	789	1,136
약템라	41	44	53	62	78	80	83	70	160	200	311
엔커버	44	52	58	63	57	56	57	55	117	217	225
OTC	105	109	110	116	119	121	123	124	432	440	487
글로벌(수출)	60	69	50	108	65	69	75	78	277	266	287
B2B (CMO 등)	72	85	74	93	89	92	93	92	285	325	366
연결 및 기타	407	372	375	457	359	415	428	565	1,376	1,632	1,767
매출총이익	589	557	542	656	689	743	793	898	1,775	2,344	3,123
yoY %	36.3	42.8	29.7	22.6	17.0	33.4	46.3	36.9	10.2	32.1	33.2
GPM %	41.4	38.2	36.4	38.7	43.3	44.0	44.9	47.6	32.4	38.6	45.0
영업이익	94	20	76	123	167	173	179	186	-13	312	705
yoY %	흑전	흑전	533.3	179.5	77.7	765.0	135.5	51.2	적자	흑전	126.0
OPM	6.62%	1.37%	5.10%	7.26%	10.49%	10.24%	10.13%	9.86%	적자	5.14%	10.17%

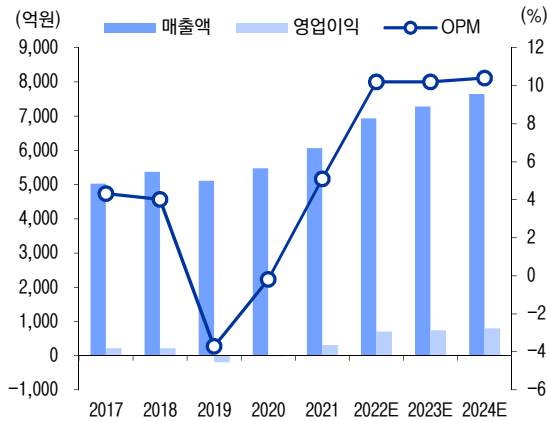
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 JW 중외제약 목표주가 산출

구분 (십억원)	추정치	비고
1. 영업가치	1,020	2022E EBITDA, EV/EBITDA 12X
2. 비영업가치	45	
JW1601	45	LEO PHARMA에 라이선스 아웃 (아토피 치료제)
3. 순차입금	162	2022E
4. 적정 기업가치	903	
5. 주식수 (천주)	22,178	
6. 목표주가 (원)	40,000	천원 아래 단위에서 내림
7. 현재주가 (원)	28,100	
8. 상승여력	42.3%	

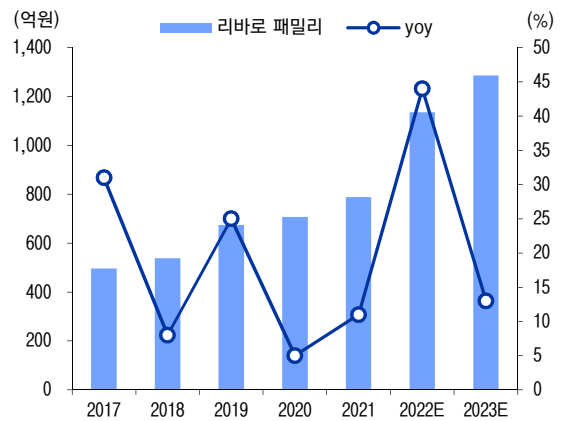
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 JW 중외제약 실적 추이 및 전망



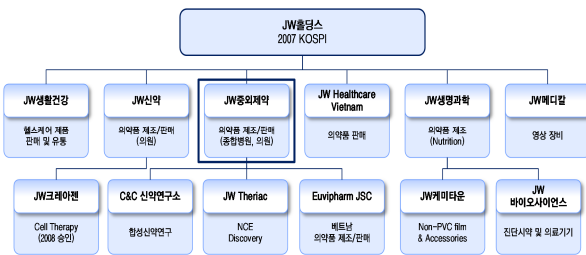
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 리바로 패밀리 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 JW 중외제약 그룹사 현황



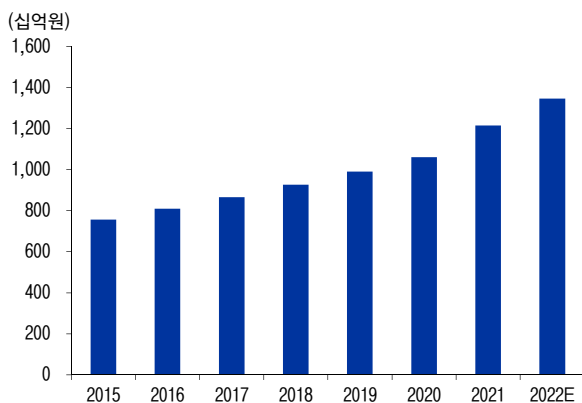
자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 JW 중외제약 파이프라인 현황



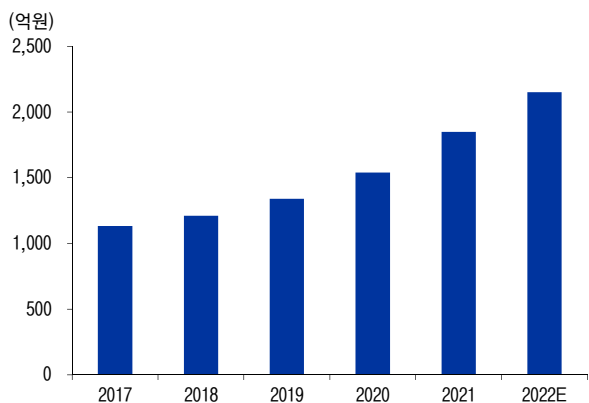
자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국내 고지혈증(콜레스테롤) 시장 규모 및 추이



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 국내 영양수액제 시장 규모 및 추이



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

기업개요 및 투자포인트

동사는 1945년에 설립되어 원내 필수약품과 기초·영양 수액분야 국내 시장의 리더로서 자리잡았다. 일반적인 제약사 대비 강력한 오리지널 의약품 포트폴리오와 고품질 원료약품 생산 및 위수탁사업으로 글로벌 시장에 진출했다. 주요제품으로는 위너프(영양 수액), 리바로(고지혈증), 악템라(류마티스 관절염 및 코로나19 치료제)가 있으며, 대표적인 파이프라인으로는 JW1601(아토피 치료제, LEO Pharma L/O)와 URC102(통풍 치료제, Simcere L/O)를 보유하고 있다. 동사는 독점적인 전문의약품과 다수의 신약 파이프라인으로 꾸준히 성장하고 있으며, 자체 빅데이터 AI 플랫폼(클로버, 주얼리) 또한 신성장 동력으로서 확실한 유효성이 입증되고 있다.

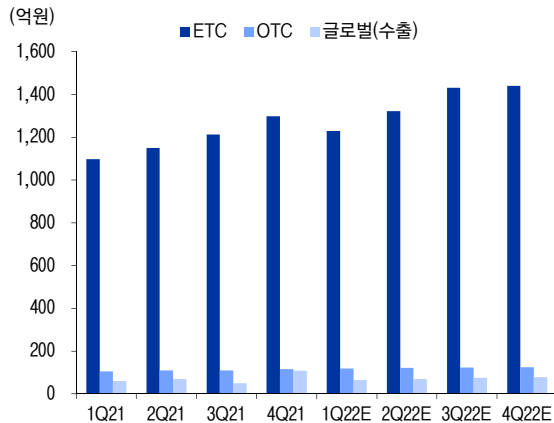
2021년은 10년 이상의 재고자산 조정 및 추정금, 그리고 창고 자문료로 인한 약재가 모두 해소되는 한 해였으며, 2022년은 전문의약품 자체생산과 리오프닝으로 인한 실적 개선이 뚜렷하게 보일 것이라는 판단이다. 전문의약품 부문에서도 큰 부분의 매출 비중(약 14%)을 차지하고 있는 리바로(고지혈증)는 2021년부터 원료 자사생산 및 대량생산에 들어감으로써 원가율이 43%에서 12%까지 감소했다. 이에 덧붙여, 리바로(단일제)의 복합제(리바로 젯)는 2021년 말에 출시되어 1달만에 30억원의 매출을 내기도 했다. 리바로 젯은 고지혈증 치료제의 트렌드로 자리잡고 있는 '복합제'로서, 리바로 패밀리에(리바로, 리바로 젯)에 28%정도 불임이 될 수 있을 것이라는 판단이다. 그 외에도 자체 AI플랫폼으로 발굴한 약 10개의 후보물질 모두 임상이 꾸준히 진행 중이며, 라이선스 아웃에 성공한 2개의 파이프라인 중 JW1601(아토피 치료제)의 임상 2상이 연말에 마무리됨에 따라 유입될 마일스톤(약 200억원) 또한 유의미하게 적용될 것이라는 기대다.

전문의약품 매출 회복과 자체생산

코로나 19 로 인해 국내 로컬 병의원 방문이 급감함에 따라 제약사들의 전문의약품 및 일반의약품 매출이 저조했었다. 그러나 2022년 1분기부터 확진자 증가에 따른 병의원 방문 증가와 코로나 19 의 재택치료로 인한 전문의약품 처방 급증은 제약사들의 매출회복에 큰 기여를 했다. 그 중에서도 오리지널 의약품 포트폴리오를 보유하고 있으며, 코로나 19 치료제(악템라)를 독점 판권으로 갖고 있는 동사의 실적 개선폭은 독보적일 것이라는 판단이다.

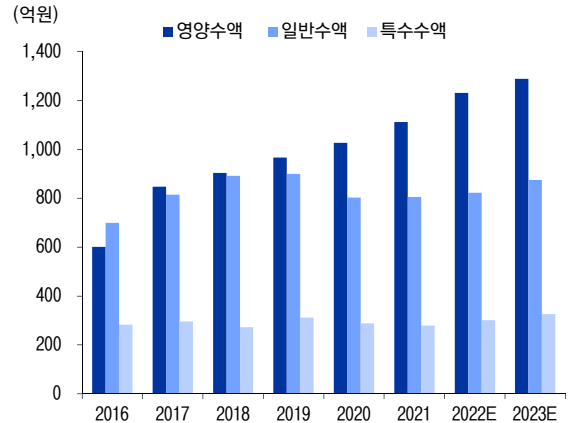
류마티스 관절염약으로 쓰이는 '악템라'의 급여 범위가 코로나 19 치료 목적으로 확대되며 3월 1일부로 만 2세 이상의 코로나 19 환자에 투여할 경우, 요양급여가 적용되었다. 악템라의 2020년 월 평균 매출은 13.5억원, 2021년 상반기까지는 14억원을 유지하다가 7월부터 10월까지 약 16~17억원, 그리고 12월에는 27억원까지 급증했다. 이는 작년 미국과 유럽의 승인 이후 허가 외 사용으로 중증환자에게 쓰이면서 매출이 증가한 것으로 보인다.

그림7 의약품별 매출 추이 및 전망



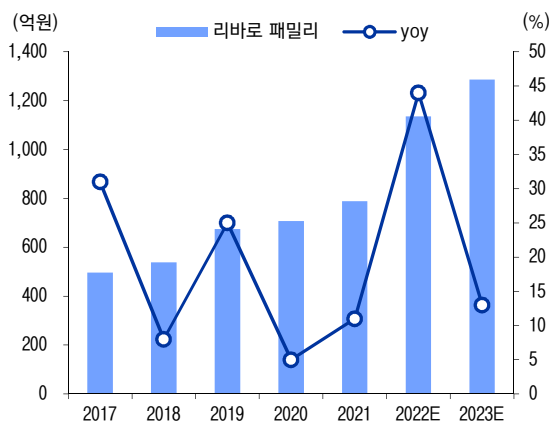
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 수액제 매출 추이 및 전망



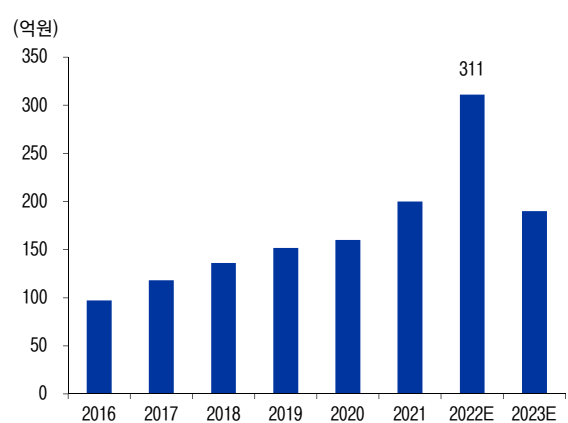
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 리바로 및 리바로 복합제 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 악템라 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

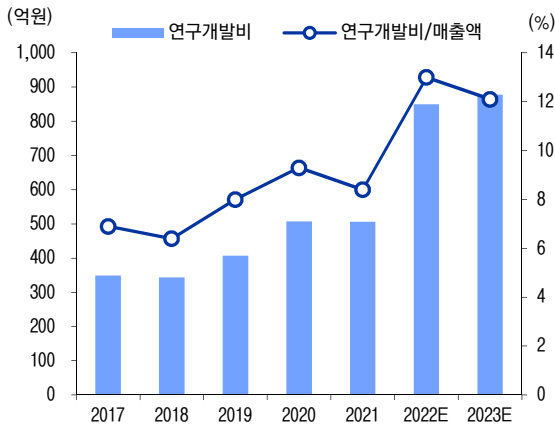
확진자 급증에 따른 악템라의 매출 급상승과는 별개로 '리오프닝'이 주목 받는 요즘, 코로나 19 로 부진이었던 수액제의 매출에도 수혜가 있을 것이라는 전망이다. 상대적으로 수액제의 실적에 큰 타격이 없어 보였던 이유는 수출의 꾸준한 증가로, 2022 년은 수출의 지속적인 증가와 부진했던 일반/특수수액의 성장으로 이익 증가가 예상된다. 수액제 중에서도 매출 비중이 가장 높은 영양수액은 CAGR 9%를 자랑하기 때문에 공장 캐파 증가로 인한 성장도 기대되는 바이다.

AI 연구개발 플랫폼을 이용한 연구개발 시너지

동사는 1983 년 종합연구소 설립 이래 연구개발 역량을 꾸준히 키워오며 국산 신약 개발뿐만 아니라 신약 후보물질 발굴(AI 플랫폼)을 통해 라이선스 아웃 이력을 쌓고 있다. 자체 플랫폼 이외에도 국내외 오픈 이노베이션을 가속화하며 2021 년 이후 R&D 중심의 사업계획을 수립하고 있다. 탐색-전임상-임상 단계의 파이프라인 수를 증가시키며 각 부문의 사업계획 수립 시에도 연구개발 투자 재원 확보를 최우선시 하고

있다. 2022 년 연구개발비 투자비용은 850 억원으로 예상되며, 2021 년 연구개발비용 506 억원 대비 연구개발비의 절대적인 금액과 연구개발비/매출액 비율도 증가할 전망이다.

그림11 연구개발비 투자 비용 추이 및 전망



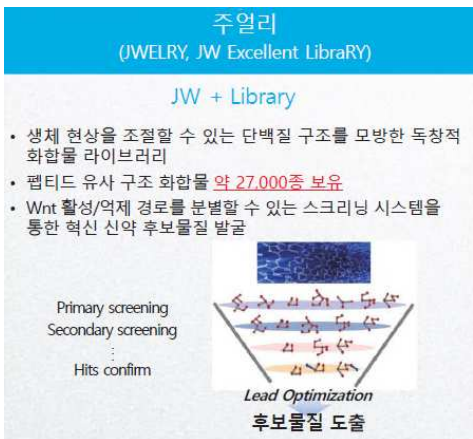
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 연구개발 파이프라인



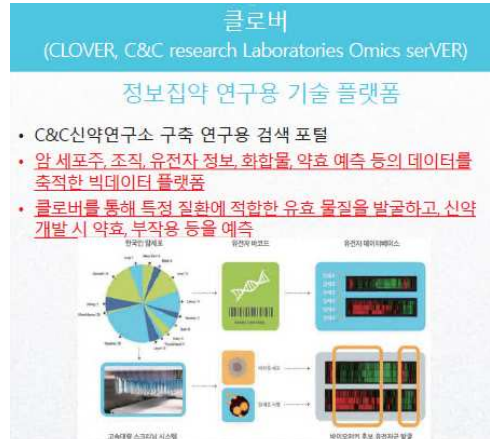
자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 연구개발 플랫폼: JWELRY(주얼리)



자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 연구개발 플랫폼: CLOVER(클로버)



자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

연구개발을 중심으로 중장기 성장전략을 세우며 다양한 적응증을 타겟으로 연구개발을 진행하고 있다. 그 중에서도 unmet needs 가 높은 질환을 타겟하여 글로벌 트렌드에 적합한 연구개발을 추구한다. 향후 Wnt 및 STAT 신호 경로 타겟의 신약개발에 중점을 두고자 하는 가운데, 동사는 과거 바이오 라이브러리 기반의 자체 빅데이터 플랫폼을 구축한 바 있다. 동사의 바이오 빅데이터 플랫폼은 1)주얼리(Wnt 스크리닝)와 2)클로버(STAT 스크리닝)로 나뉘는데, 클로버 플랫폼의 경우 이미 현재까지 발굴한 물질만 10 여종이 넘는다.

지금까지는 클로버 플랫폼으로 발굴한 10 여종 중 2 개의 후보물질을 라이선스 아웃 시키며 클로버의 유효성을 입증시켰던 반면, Wnt 억제 경로를 기반으로 하는 항암제에도 활발한 임상이 진행 중이다. Wnt 는 항암제 이외에도 탈모치료제의

기전으로도 개발되고 있기 때문에 향후 동일 기전의 파이프라인/적응증 확대가 가능 할 것이라는 판단이다.

동사의 파이프라인 중 가장 유의미한 기술수출 계약을 성사시켰던 JW1601 은 아토피 치료제로, 히스타민 H4 수용체에 선택적으로 작용한다. 아토피를 유발하는 면역세포의 활성을 차단하며 가려움을 일으키는 히스타민의 신호전달 자체를 억제하는 이중 억제제이다. 덴마크 피부질환 전문기업 'LEO Pharma'가 선급금 200 억원에 총 계약규모는 약 4,500 억원으로 계약하며 현재 2b 상 환자 투약을 시작한 상황이다(2022 년말 2 상 완료 기대, 마일스톤 1,500 만달러).

후시딘과 자미올 같은 블록버스터급 피부질환 치료제를 개발한 역량으로 높은 임상 성공률을 기대하며 향후 상업화 시의 마일스톤과 매출액에 따른 두 자리 수 로열티를 기대해볼 수 있다. 현재 글로벌 빅파마 노바티스가 같은 기전으로 시도를 했었으나 임상을 중단 했기 때문에 기전이 확실한 상황에서 경쟁자의 감소는 동사의 파이프라인의 업사이드를 증명할 수 있을 것이다.

JW중외제약 (001060)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	299	366	381	408	416
현금 및 현금성자산	10	33	41	38	15
매출채권 및 기타채권	128	157	159	171	180
재고자산	101	103	112	131	149
기타유동자산	60	73	69	67	72
비유동자산	250	267	290	314	359
관계기업투자등	20	99	113	119	125
유형자산	184	116	113	110	108
무형자산	18	21	30	49	88
자산총계	549	633	672	721	774
유동부채	235	283	290	294	300
매입채무 및 기타채무	80	90	97	102	107
단기금융부채	108	125	125	125	125
기타유동부채	47	67	67	67	67
비유동부채	107	162	162	162	163
장기금융부채	77	136	136	136	136
기타비유동부채	30	26	26	26	27
부채총계	342	445	452	457	462
지배주주지분	207	201	233	277	325
자본금	56	57	57	57	57
자본잉여금	98	97	97	97	97
이익잉여금	65	59	100	145	193
비지배주주지분(연결)	0	-13	-13	-13	-13
자본총계	207	189	220	265	312

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	63	18	45	40	52
당기순이익(손실)	-15	-1	49	52	56
비현금수익비용가감	49	72	0	14	17
유형자산감가상각비	17	14	12	12	12
무형자산상각비	4	2	2	4	7
기타현금수익비용	25	54	-14	-1	-2
영업활동 자산부채변동	35	-46	-5	-26	-21
매출채권 감소(증가)	46	-41	-2	-12	-9
재고자산 감소(증가)	-9	-3	-10	-19	-17
매입채무 증가(감소)	-2	4	7	5	5
기타자산, 부채변동	0	-6	0	0	0
투자활동 현금	-79	-23	-30	-35	-67
유형자산처분(취득)	-12	56	-9	-9	-9
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-11	-23	-47
투자자산 감소(증가)	-62	-29	-10	-4	-11
기타투자활동	-2	-45	0	0	0
재무활동 현금	-14	27	-7	-8	-8
차입금의 증가(감소)	-7	34	0	0	0
자본의 증가(감소)	-7	-7	-7	-8	-8
배당금의 지급	-7	-7	7	8	8
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-31	23	7	-3	-23
기초현금	42	10	33	41	38
기말현금	10	33	41	38	15

자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	547	607	694	728	765
매출원가	370	372	381	405	432
매출총이익	178	234	312	323	333
판매비 및 관리비	179	203	242	249	253
영업이익	-1	31	71	75	79
(EBITDA)	19	47	85	90	98
금융손익	-9	-6	-5	-5	-5
이자비용	8	7	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	-13	21	64	68	73
계속사업법인세비용	2	22	15	16	17
계속사업이익	-15	-1	49	52	56
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-15	-1	49	52	56
지배주주	-15	-1	49	52	56
총포괄이익	-16	-1	49	52	56
매출총이익률 (%)	32.4	38.6	45.0	44.4	43.5
영업이익률 (%)	-0.2	5.1	10.2	10.2	10.4
EBITDA마진률 (%)	3.5	7.8	12.3	12.4	12.8
당기순이익률 (%)	-2.8	-0.2	7.1	7.2	7.3
ROA (%)	-2.7	-0.2	7.5	6.3	4.8
ROE (%)	-7.0	-0.5	22.7	13.5	7.9
ROIC (%)	-0.3	-0.8	20.6	19.6	17.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	12.3	11.6	10.8
P/B	3.7	2.6	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	45.1	14.1	9.4	8.9	8.4
P/CF	23.8	7.6	13.1	9.7	8.8
배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.2	1.2	1.3
성장성 (%)					
매출액	7.0	10.8	14.3	5.0	5.0
영업이익	적지	흑전	126.0	5.8	6.4
세전이익	적지	흑전	211.8	6.4	7.2
당기순이익	적지	적지	흑전	6.0	6.8
EPS	적지	적지	흑전	6.1	6.9
안정성 (%)					
부채비율	164.7	235.8	205.3	172.6	148.0
유동비율	127.5	129.6	131.7	138.5	138.7
순차입금/자기자본(x)	62.1	87.9	73.7	63.2	59.3
영업이익/금융비용(x)	-0.2	4.3	9.5	10.1	10.7
총차입금 (십억원)	184	261	261	261	261
순차입금 (십억원)	129	166	162	167	185
주당지표(원)					
EPS	-715	-64	2,285	2,424	2,590
BPS	9,327	8,793	10,169	12,116	14,199
CFPS	1,431	3,019	2,153	2,902	3,186
DPS	307	316	330	350	370

JW중외제약 목표주가 추이		투자이건 변동내역											
		일시 2022.04.20 2022.04.20	투자 의견 신규 Buy	목표 가격 강하나 40,000	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	90.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유) Sell (매도)	-15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	9.2%	
		합계		100.0%	투자이건 비율은 2021. 4. 1 ~ 2022. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)