



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	30,000 원
현재주가	17,750 원

컨센서스 대비 (3Q22 영업이익 기준)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(9/29)	2,170.93 pt
시가총액	3,937 억원
발행주식수	22,178 천주
52주 최고가/최저가	30,900 / 17,200 원
90일 일평균거래대금	16.66 억원
외국인 지분율	7.3%
배당수익률(22.12E)	1.5%
BPS(22.12E)	9,776 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -6.7%
	6개월 -14.5%
	12개월 1.7%
주주구성	JW 홀딩스 (외 8인) 42.8%
	자사주 (외 1인) 1.3%
	JW중외제약우리사주 (외 1인) 0.0%

Stock Price

JW중외제약 (001060)

3Q22 Preview: Seize the day

3Q22 Preview: 전분기 대비 비용 감소와 리바로 패밀리리의 성장

3Q22 실적은 별도 매출액 1,699억원(+14.7% yoy, +4.2% qoq), 영업이익 169억원(+96.5% yoy, +64.1% qoq)으로 컨센서스에 부합할 것이라 예상된다. 리바로 패밀리리와 수액제가 지속적으로 성장했고 2Q22에 발생했던 대손상각비(약 30억원 추가 발생)의 기저 효과가 제거됐다. 전반적인 외형성장은 계속되나 원가율을 개선하기엔 제품군의 성장 대비 상품 매출이 빠르게 올라오고 있다. 기존 추정치 대비 하향 및 목표주가 조정의 이유로는 1)리바로젯과 약템라의 성장이 기대치 대비 더딘 것, 2)대손상각비 총당금 설정 소폭 인식 가능성, 3)매크로 이슈와 섹터 부진으로 인한 밸류에이션 조정이다.

헴리브라 보험 등재 및 아토피 치료제 모멘텀 유효

여전히 혈우병치료제 헴리브라의 비항체 환자 대상 치료 급여가 추진 중이다. 2H22에 가능할 것이라고 생각했던 보험 등재가 1H23로 지연되면서 헴리브라 급여 가능성에 대한 의문이 제기되었으나 1)로슈의 헴리브라 매출 고성장, 2)기존 혈우병 치료제 대비 투약기간 편의성, 3)수술시 출혈 부작용 최소화라는 장점을 고려했을 때 2023년에는 높은 확률로 등재가 가능하다. 2023년에는 후시딘 개발사 LEO파마에 L/O한 아토피 치료제 JW1601 임상2상이 완료될 예정(코로나로 환자모집 지연)이기 때문에 2023년 마일스톤 유입 또한 기대할 만하다. 탈모치료제 파이프라인 JW0061는 현재 glp tox를 진행 중이기 때문에 늦어도 1Q24에는 임상 진입이 가능하며 학회 데이터 발표 후 다양한 가능성이 열려있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원으로 하향

실적 방향성과 모멘텀은 유지하나 1)헴리브라의 건보 적용이 2023년으로 지연, 2)리바로 패밀리리의 연초 기대치 대비 더딘 성장, 3)매출원가가 높은 상품의 성장으로 OPM의 더딘 개선, 그리고 4)최근 매크로 환경을 반영하여 목표주가를 하향한다. 2022E Target EV/EBITDA를 12X에서 11X로 조정해 목표주가를 37,500원에서 30,000원으로 하향한다. 그러나 앞서 언급한 사항들은 해소가 가능하며 1)1H22 대비 2H22 실적이 크게 개선될 것이라는 점과 2)2023년 모멘텀이 다수 유효하다는 점에서 투자의견 Buy를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	547	607	672	728	757
영업이익	-1	31	57	63	77
세전계속사업손익	-13	21	52	60	75
순이익	-15	-1	40	46	58
EPS (원)	-715	-64	1,868	2,129	2,688
증감률 (%)	적지	적지	흑전	14.0	26.3
PER (x)	-47.6	-355.2	9.5	8.3	6.6
PBR (x)	3.7	2.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	45.1	14.1	8.1	7.3	5.8
영업이익률 (%)	-0.2	5.1	8.5	8.6	10.2
EBITDA 마진 (%)	3.5	7.8	10.6	10.8	12.6
ROE (%)	-7.0	-0.5	18.9	18.8	20.0
부채비율 (%)	164.7	235.8	214.1	185.3	159.0

자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q22 Preview

표1 JW 중외제약 3Q22 Preview

(억원)	3Q22E	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
별도 매출액	1,699	1,481	14.7%	1,630	4.2%	1,663	1,698
별도 영업이익	169	86	96.5%	103	64.1%	177	172

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)JW 중외제약 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
연결 매출액	1,421	1,460	1,490	1,695	1,563	1,650	1,715	1,789	5,473	6,066	6,717
별도 매출액	1,406	1,450	1,481	1,682	1,543	1,630	1,699	1,768	5,426	6,018	6,640
연결 yoy %	10.2	7.0	8.7	17.1	10.0	13.0	15.1	5.5	7.0	10.8	10.7
영양수액	247	278	297	290	282	332	339	342	1,027	1,112	1,295
기초수액	186	196	208	216	195	210	215	222	803	806	842
특수수액	72	71	71	65	81	76	72	72	288	279	301
리바로 패밀리	187	184	194	225	255	265	292	296	708	789	1,108
약템라	41	44	53	62	64	57	65	76	160	200	262
엔커버	44	52	58	63	66	63	65	66	117	217	260
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	83	82	85	86	285	325	336
연결 및 기타	407	372	375	457	353	375	384	427	1,376	1,632	1,539
매출총이익	589	557	542	656	643	652	745	778	1,775	2,344	2,818
yoy %	36.3	42.8	29.7	22.6	9.2	17.1	37.5	18.6	10.2	32.1	20.2
GPM %	41.4	38.2	36.4	38.7	41.1	39.5	43.4	43.5	32.4	38.6	42.0
연결 영업이익	94	20	76	123	133	94	160	181	-13	312	568
별도 영업이익	98	38	86	134	141	103	169	190	21	355	603
연결 yoy %	흑전	흑전	533.3	179.5	41.5	370.0	110.5	47.2	적지	흑전	82.1
OPM	6.6%	1.4%	5.1%	7.3%	8.5%	5.7%	9.3%	10.1%	적자	5.1%	8.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 JW 중외제약 목표주가 산출 변경

구분 (십억원)	추정치	비고
1. 영업가치	784	2022E EBITDA, EV/EBITDA 11X
2. 비영업가치	45	
JW1601	45	LEO PHARMA에 라이선스 아웃 (아토피 치료제)
3. 순차입금	166	2022E
4. 적정 기업가치	663	
5. 주식수 (천주)	22,178	
6. 목표주가 (원)	30,000	백원 아래 단위에서 올림
7. 현재주가 (원)	17,750	
8. 상승여력	69.0%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 (변경 전) JW 중외제약 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
연결 매출액	1,421	1,460	1,490	1,695	1,563	1,612	1,689	1,732	5,473	6,066	6,596
별도 매출액	1,406	1,450	1,481	1,682	1,543	1,602	1,663	1,712	5,426	6,018	6,568
연결 yoy %	10.2	7.0	8.7	17.1	10.0	10.4	13.4	2.2	7.0	10.8	8.7
영양수액	247	278	297	290	282	299	301	304	1,027	1,112	1,186
기초수액	186	196	208	216	195	206	208	214	803	806	821
특수수액	72	71	71	65	81	75	72	73	288	279	301
리바로 패밀리	187	184	194	225	255	265	292	296	708	789	1,108
악템라	41	44	53	62	64	70	90	77	160	200	301
엔커버	44	52	58	63	66	63	65	66	117	217	260
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	83	82	85	86	285	325	336
연결 및 기타	407	372	375	457	353	362	378	414	1,376	1,632	1,509
매출총이익	589	557	542	656	643	743	793	826	1,775	2,344	3,005
yoy %	36.3	42.8	29.7	22.6	9.2	33.4	46.3	25.9	10.2	32.1	28.2
GPM %	41.4	38.2	36.4	38.7	41.1	46.1	47.0	47.7	32.4	38.6	45.6
연결 영업이익	94	20	76	123	133	161	170	184	-13	312	648
별도 영업이익	98	38	86	134	141	164	177	190	21	355	672
연결 yoy %	흑전	흑전	533.3	179.5	41.5	705.0	123.7	49.6	적지	흑전	107.7
OPM %	6.6	1.4	5.1	7.3	8.5	10.0	10.1	10.6	적자	5.1	9.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

JW중외제약 (001060)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	299	366	377	401	424
현금 및 현금성자산	10	33	37	39	55
매출채권 및 기타채권	128	157	159	164	156
재고자산	101	103	112	131	141
기타유동자산	60	73	69	67	72
비유동자산	250	267	285	313	357
관계기업투자등	20	99	109	119	123
유형자산	184	116	112	110	107
무형자산	18	21	30	49	88
자산총계	549	633	663	715	781
유동부채	235	283	290	302	317
매입채무 및 기타채무	80	90	98	110	124
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	464	479
지배주주지분	207	201	224	263	314
자본금	56	57	57	57	57
자본잉여금	98	97	97	97	97
이익잉여금	65	59	91	131	182
비지배주주지분(연결)	0	-13	-13	-13	-13
자본총계	207	189	211	251	302

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	63	18	37	48	88
당기순이익(손실)	-15	-1	40	46	58
비현금수익비용가감	49	72	1	13	18
유형자산감가상각비	17	14	12	12	11
무형자산상각비	4	2	2	4	7
기타현금수익비용	25	54	-13	-3	-1
영업활동 자산부채변동	35	-46	-4	-11	13
매출채권 감소(증가)	46	-41	-2	-5	8
재고자산 감소(증가)	-9	-3	-10	-19	-10
매입채무 증가(감소)	-2	4	7	12	15
기타자산, 부채변동	0	-6	0	0	0
투자활동 현금	-79	-23	-26	-39	-65
유형자산처분(취득)	-12	56	-8	-9	-9
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-11	-23	-47
투자자산 감소(증가)	-62	-29	-7	-7	-9
기타투자활동	-2	-45	0	0	0
재무활동 현금	-14	27	-7	-6	-7
차입금의 증가(감소)	-7	34	0	0	0
자본의 증가(감소)	-7	-7	-7	-6	-7
배당금의 지급	-7	-7	7	6	7
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-31	23	3	2	16
기초현금	42	10	33	37	39
기말현금	10	33	37	39	55

자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	547	607	672	728	757
매출원가	370	372	390	412	421
매출총이익	178	234	282	316	336
판매비 및 관리비	179	203	225	253	259
영업이익	-1	31	57	63	77
(EBITDA)	19	47	71	78	96
금융손익	-9	-6	-5	-5	-5
이자비용	8	7	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	0	2	3
세전계속사업이익	-13	21	52	60	75
계속사업법인세비용	2	22	12	14	17
계속사업이익	-15	-1	40	46	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-15	-1	40	46	58
지배주주	-15	-1	40	46	58
총포괄이익	-16	-1	40	46	58
매출총이익률 (%)	32.4	38.6	42.0	43.4	44.4
영업이익률 (%)	-0.2	5.1	8.5	8.6	10.2
EBITDA마진률 (%)	3.5	7.8	10.6	10.8	12.6
당기순이익률 (%)	-2.8	-0.2	6.0	6.3	7.6
ROA (%)	-2.7	-0.2	6.2	6.6	7.7
ROE (%)	-7.0	-0.5	18.9	18.8	20.0
ROIC (%)	-0.3	-0.8	16.7	16.9	19.1

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-47.6	-355.2	9.5	8.3	6.6
P/B	3.7	2.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	45.1	14.1	8.1	7.3	5.8
P/CF	23.8	7.6	9.8	6.9	5.4
배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.5	1.7	2.1
성장성 (%)					
매출액	7.0	10.8	10.7	8.4	4.0
영업이익	적지	흑전	82.1	10.2	23.0
세전이익	적지	흑전	154.8	14.3	25.4
당기순이익	적지	적지	흑전	13.9	26.2
EPS	적지	적지	흑전	14.0	26.3
안정성(%)					
부채비율	164.7	235.8	214.1	185.3	159.0
유동비율	127.5	129.6	130.3	133.0	133.8
순차입금/자기자본	62.1	87.9	78.7	66.1	48.2
영업이익/금융비용	-0.2	4.3	7.7	8.4	10.4
총차입금 (십억원)	184	261	261	261	261
순차입금 (십억원)	129	166	166	166	145
주당지표 (원)					
EPS	-715	-64	1,868	2,129	2,688
BPS	9,327	8,793	9,776	11,506	13,731
CFPS	1,431	3,019	1,807	2,576	3,292
DPS	307	316	270	300	380

JW중외제약 목표주가 추이		투자 의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
		2022.04.20	신규	강하나											
		2022.04.20	Buy	40,000	-22.8		-36.8								
		2022.07.12	Buy	37,500	-32.3		-40.0								
		2022.09.30	Buy	30,000											

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)	투자 의견 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) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.0% 9.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2021. 7. 1 ~ 2022. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)