한화투자증권

2022년 8월 19일
기업분석

JW중외제약 (001060)

한화가 기대한 만큼 좋아진 2분기

▶Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 0237727613

Buy (유지)

목표주가(유지): 35,000원

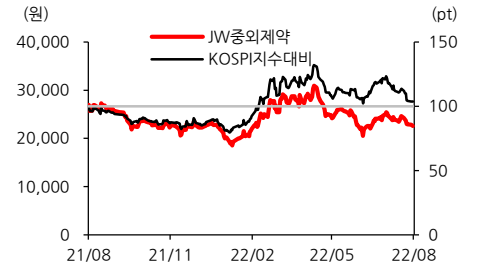
현재 주가(8/18)	22,600원
상승여력	▲54.9%
시가총액	5,012억원
발행주식수	22,178천주
52 주 최고가 / 최저가	30,900 / 18,500원
90 일 일평균 거래대금	19.89억원
외국인 지분율	7.2%
주주 구성	
JW 홀딩스 (외 9 인)	42.9%
자사주 (외 1 인)	1.3%
JW 중외제약우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.4	-8.9	2.7	-20.2
상대수익률(KOSPI)	-15.0	-4.4	11.3	0.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	543	602	651	702
영업이익	2	36	45	52
EBITDA	22	50	60	66
지배주주순이익	-15	5	24	30
EPS	-694	217	1,069	1,360
순차입금	128	87	89	93
PER	-49.1	105.3	21.1	16.6
PBR	3.7	2.5	2.5	2.3
EV/EBITDA	41.5	12.0	10.1	9.3
배당수익률	0.9	1.4	1.4	1.4
ROE	-6.9	2.5	11.4	13.6

주가 추이



JW 중외제약의 2 분기 실적은 영업이익 기준 컨센서스를 하회했지만, 전년 동기 대비 매출과 수익성을 크게 개선시켜 당 리서치 추정치에는 부합했습니다. 원가율이 높은 상품의 판매가 계획 대비 증가해 수익성이 소폭 하락 하였지만, 2022 년 수익성 개선은 지속될 전망입니다.

2분기 규모와 수익성 모두 좋아진 시기

동사의 2분기 별도기준 실적은 매출액 1,630억 원(YoY +12.4%) 영업이익 103억 원(YoY +173.7%, OPM 6.3%)으로 당사 추정치(매출액 1,602억 원, 영업이익 112억 원)에 부합했다. 높은 수익성(OPM 8.7%)을 기대했던 시장기대치에 부합되지 못했지만, 이는 시장의 기대치가 과도하게 높았기 때문이다.

매출은 전문의약품 1,306억 원(YoY +11.8%)과 일반의약품 133억 원(YoY +22.3%)으로 고르게 성장을 견인했다. 2분기 매출에서 주목할 점은 1) 동사의 수익성 개선을 견인하는 '리바로'(고지혈증 치료제)의 성장(183억 원, YoY +8.7%) 지속, 2) 코로나19 중증환자 치료로 적응증을 확대한 '악템라'(류마티스관절염치료제)의 선전(57억 원, YoY +31.2%)이다. 1분기 대비 수익성이 소폭 하락한 이유는 고마진 제품에 비해, 수액제(QoQ +12%)를 비롯해 악템라(류마티스관절염), 페린젝트(빈혈) 등 상품 매출이 증가(795억 원→840억 원)하며 원가율이 상승한 것이 원인이다.

2022년 매출 8%, 영업이익 26% 성장 전망

동사에 대해 2022년 별도기준 매출액 6,510억 원(YoY +8.2%), 영업이익 447억 원(YoY +25.9%)을 전망한다. 리바로 주원료 자사생산 전환에 따른 매출원가율 개선은 지속 중이며, 복합제 리바로젯 매출 성장에 따라 추가적인 수익성 개선이 기대된다. 코로나19 재확산과 중증환자 확대로 '악템라'의 매출 확대도 예상된다. '헴리브라'(혈우병치료제)의 비항체환자 대상 보험급여 확대도 이르면 하반기에 기대해볼 수 있다. 현재 항체환자 대상으로 급여가 인정되고 있으나, 비항체 시장이 항체에 비해 약 20배 크기 때문에, 보험급여 전환 시 수혜가 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 35,000원 유지

2022년 수익성을 크게 개선시키고 있는 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원을 유지한다.

[표1] JW 중외제약 2Q22 실적 vs. 당사추정치 vs. 컨센서스 (단위: 억 원)

	2Q22			vs. 발표치(금액)		vs. 발표치(비율)	
	한화 추정치	컨센서스	회사 발표치	한화 추정치(억 원)	컨센서스(억 원)	한화 추정치(%,%p)	컨센서스(%,%p)
매출액	1,602	1,612	1,630	28	18	*1.7*	*1.1*
영업이익	112	140	103	-9	-37	*-8.0*	*-26.4*
영업이익률	*7.0*	*8.7*	*6.3*	-	-	*-0.7*	*-2.4*

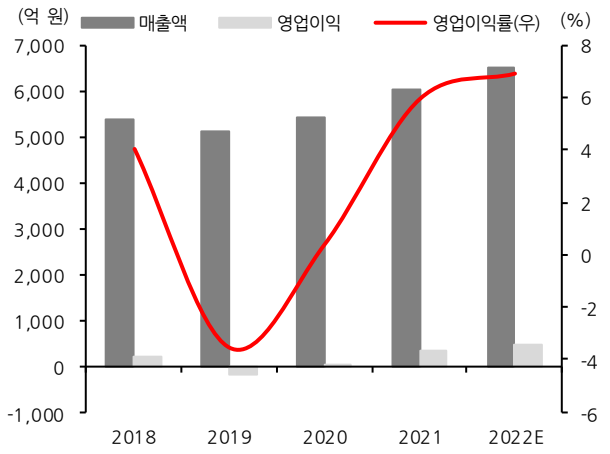
자료: JW중외제약, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] JW 중외제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도) (단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E
매출	5,426	6,018	6,510	1,284	1,356	1,356	1,430	1,406	1,449	1,481	1,682	1,543	1,630	1,627	1,712
YoY(%)	*6.3*	*10.9*	*8.2*	*(1.4)*	*1.1*	*1.9*	*26.4*	*9.4*	*6.9*	*9.2*	*17.6*	*9.7*	*12.4*	*9.8*	*1.8*
매출원가	3,602	3,607	3,804	842	951	924	885	800	875	923	1,009	890	970	953	991
YoY(%)	*3.1*	*0.1*	*5.5*	*(1.3)*	*9.5*	*4.7*	*(0.5)*	*(5.0)*	*(8.0)*	*(0.2)*	*14.1*	*11.4*	*10.8*	*3.3*	*(1.8)*
매출원가율(%)	66.4	59.9	58.4	65.5	70.2	68.1	61.9	56.9	60.4	62.3	60.0	57.7	59.5	58.6	57.9
매출총이익	1,825	2,411	2,706	443	405	432	545	606	574	559	672	652	660	673	721
YoY(%)	*13.2*	*32.1*	*12.2*	*(1.7)*	*(14.4)*	*(3.4)*	*125.4*	*36.9*	*41.9*	*29.3*	*23.3*	*7.6*	*15.0*	*20.5*	*7.2*
매출총이익률(%)	33.6	40.1	41.6	34.5	29.8	31.9	38.1	43.1	39.6	37.7	40.0	42.3	40.5	41.4	42.1
판관비	1,804	2,056	2,259	441	446	421	495	508	536	473	538	511	557	579	612
YoY(%)	*0.6*	*14.0*	*9.9*	*6.9*	*(2.4)*	*0.5*	*(1.7)*	*15.2*	*20.2*	*12.3*	*8.7*	*0.5*	*3.8*	*22.4*	*13.7*
판관비율(%)	33.2	34.2	34.7	34.3	32.9	31.1	34.6	36.2	37.0	31.9	32.0	33.1	34.2	35.6	35.7
영업이익	21	355	447	2	(42)	11	50	98	38	86	134	141	103	94	109
YoY(%)	*흑전*	*1589.9*	*25.9*	*(95.6)*	*적전*	*(62.0)*	*흑전*	*5753.6*	*흑전*	*702.9*	*166.2*	*44.5*	*173.7*	*10.1*	*(18.9)*
영업이익률(%)	0.4	5.9	6.9	0.1	(3.1)	0.8	3.5	7.0	2.6	5.8	8.0	9.2	6.3	5.8	6.4
순이익	(149)	52	239	(25)	(72)	46	(98)	48	(4)	64	(56)	107	20	52	60
YoY(%)	*적지*	*흑전*	*355.6*	*적지*	*적전*	*223.1*	*적지*	*흑전*	*적지*	*40.3*	*적지*	*122.0*	*흑전*	*(18.9)*	*흑전*
순이익률(%)	(2.8)	0.9	3.7	(1.9)	(5.3)	3.4	(6.9)	3.4	(0.3)	4.3	(3.3)	6.9	1.2	3.2	3.5

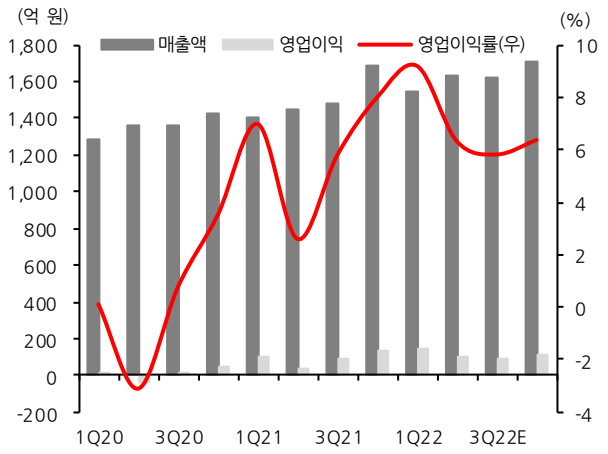
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	511	543	602	651	702
매출총이익	161	182	241	271	294
영업이익	-18	2	36	45	52
EBITDA	2	22	50	60	66
순이자손익	-11	-7	-5	-6	-9
외화관련손익	1	-2	-1	-1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-34	-13	26	35	40
당기순이익	-24	-15	5	24	30
지배주주순이익	-24	-15	5	24	30
증가율(%)					
매출액	-4.9	6.3	10.9	8.2	7.8
영업이익	적전	흑전	1,589.9	25.9	16.7
EBITDA	-95.2	1,039.6	133.8	19.0	10.3
순이익	적전	적지	흑전	355.6	26.7
이익률(%)					
매출총이익률	31.6	33.6	40.1	41.6	41.9
영업이익률	-3.5	0.4	5.9	6.9	7.4
EBITDA 이익률	0.4	4.0	8.4	9.2	9.4
세전이익률	-6.6	-2.4	4.3	5.3	5.7
순이익률	-4.8	-2.8	0.9	3.7	4.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	328	288	348	369	396
현금성자산	35	46	82	95	86
매출채권	183	128	156	150	195
재고자산	90	100	101	114	106
비유동자산	241	249	205	202	201
투자자산	85	62	81	86	89
유형자산	142	174	107	101	97
무형자산	13	13	17	15	15
자산총계	568	537	553	571	597
유동부채	275	224	268	220	233
매입채무	77	79	88	92	97
유동성이자부채	156	98	115	72	77
비유동부채	65	107	79	139	130
비유동이자부채	33	77	53	112	102
부채총계	340	330	347	359	363
자본금	54	56	57	59	59
자본잉여금	99	98	97	95	95
이익잉여금	85	64	63	80	103
자본조정	-10	-10	-11	-22	-22
자기주식	-10	-10	-11	-11	-11
자본총계	228	207	206	211	234

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	56	69	19	9	16
당기순이익	-24	-15	5	24	30
자산상각비	20	19	15	15	14
운전자본증감	64	39	-48	-8	-29
매출채권 감소(증가)	39	46	-41	4	-45
재고자산 감소(증가)	19	-8	-3	-15	8
매입채무 증가(감소)	4	0	4	0	5
투자현금흐름	-32	-70	17	-21	-16
유형자산처분(취득)	-9	-10	56	-10	-9
무형자산 감소(증가)	-4	-3	-5	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-3	-48	-34	-8	-3
재무현금흐름	-24	-24	-18	17	-12
차입금의 증가(감소)	8	-17	-11	17	-5
자본의 증가(감소)	-7	-7	-7	-8	-7
배당금의 지급	7	7	7	-7	-7
총현금흐름	10	35	72	37	45
(-)운전자본증가(감소)	-69	-58	-2	12	29
(-)설비투자	9	10	7	10	9
(+)자산매각	-4	-3	58	-1	-1
Free Cash Flow	66	80	124	14	7
(-)기타투자	21	27	49	0	3
잉여현금	45	53	75	14	3
NOPLAT	-13	2	7	31	40
(+) Dep	20	19	15	15	14
(-)운전자본투자	-69	-58	-2	12	29
(-)Capex	9	10	7	10	9
OpFCF	67	68	16	25	16

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-1,122	-694	217	1,069	1,360
BPS	10,553	9,287	9,017	8,989	9,962
DPS	298	307	316	320	320
CFPS	415	1,498	3,067	1,552	1,923
ROA(%)	-4.2	-2.7	1.0	4.3	5.2
ROE(%)	-10.1	-6.9	2.5	11.4	13.6
ROIC(%)	-3.3	0.5	2.7	12.5	15.1
Multiples(x,%)					
PER	-24.9	-49.1	105.3	21.1	16.6
PBR	2.7	3.7	2.5	2.5	2.3
PSR	1.3	1.5	0.9	0.8	0.8
PCR	67.4	22.7	7.4	14.6	11.8
EV/EBITDA	413.0	41.5	12.0	10.1	9.3
배당수익률	1.1	0.9	1.4	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	148.9	159.9	168.1	169.8	154.9
Net debt/Equity	67.5	62.0	42.2	42.1	39.8
Net debt/EBITDA	8,156.0	594.5	173.0	148.7	141.1
유동비율	119.1	128.6	129.9	167.7	170.5
이자보상배율(배)	n/a	0.3	6.4	5.6	5.0
자산구조(%)					
투하자본	75.0	73.5	60.0	58.0	61.0
현금+투자자산	25.0	26.5	40.0	42.0	39.0
자본구조(%)					
차입금	45.3	45.7	45.0	46.6	43.4
자기자본	54.7	54.3	55.0	53.4	56.6

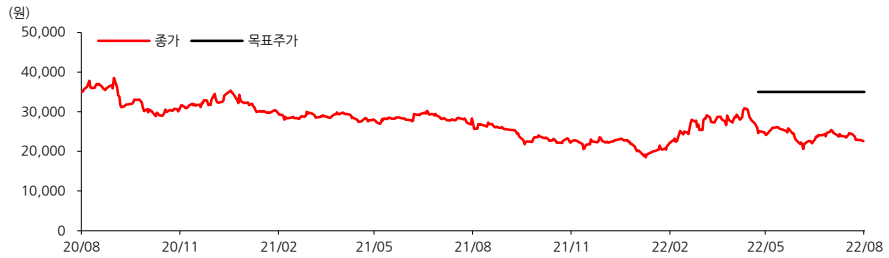
주: IFRS 별도 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2022 년 8 월 19 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수, 유영솔)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[JW중외제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.05.12	2022.05.12	2022.05.30	2022.08.19		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	김형수	35,000	35,000	35,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.12	Buy	35,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2022 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%