



JW중외제약 (001060)

2022년 기대치를 높인 3분기 실적 시현

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 35,000원

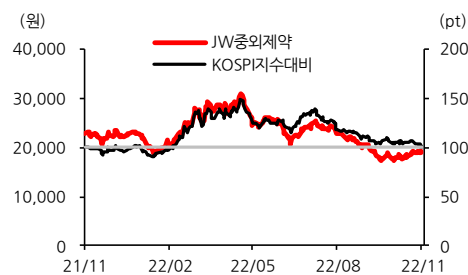
현재 주가(11/11)	19,300원
상승여력	▲81.3%
시가총액	4,280억원
발행주식수	22,178천주
52 주 최고가 / 최저가	30,900 / 17,150원
90 일 일평균 거래대금	14.35억원
외국인 지분율	7.3%
주주 구성	
JW 홀딩스 (외 8 인)	42.8%
자사주 (외 1 인)	1.3%
JW 중외제약우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.0	-15.9	-25.6	-14.8
상대수익률(KOSPI)	-3.3	-14.3	-21.4	0.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	543	602	657	708
영업이익	2	36	48	63
EBITDA	22	50	62	74
지배주주순이익	-15	5	30	43
EPS	-694	217	1,345	1,960
순차입금	128	87	67	43
PER	-49.1	105.3	14.3	9.8
PBR	3.7	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	41.5	12.0	8.3	6.6
배당수익률	0.9	1.4	1.7	1.7
ROE	-6.9	2.5	13.8	17.6

주가 추이



JW 중외제약의 3 분기 실적은 시장기대치에 부합는 매출액과 당리서치 추정치보다 높은 영업이익을 시현했습니다. 2 분기대비 원가율이 1.8% 개선되어 수익성이 좋아졌습니다. 수익성 개선의 모습이 확실해지고 있는 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지합니다.

컨센서스 부합하는 매출, 한화 추정치 보다 좋은 영업이익

동사의 3분기 별도기준 실적은 매출액 1,684억 원(YoY +13.7%) 영업이익 127억 원(YoY +48.7%, OPM 7.6%)으로 매출액은 컨센서스 (1,659억원, 차이 +3.5%)에 부합했다. 영업이익은 한화추정치 94억원 대비 34.4% 높게 시현해 2분기 대비 수익성이 개선되었다. 주요 파이프라인 R&D비용 증가로 판관비가 585억원으로 전년동기대비 34.7% 증가했음에도, 수익성이 높은 오리지널 제품의 성장으로 매출원가율이 57.7%(YoY -4.6%p, QoQ -1.8%p)를 기록해 호실적을 견인했다. 그리고 역대 최대 분기 매출을 달성하며 외형과 수익성 측면에서 의미있는 3분기 실적으로 판단한다.

매출은 전문의약품 1,386억 원(YoY +12.8%)과 일반의약품 132억 원 (YoY +21.1%)으로 고르게 성장했다. 작년 출시된 고지혈증 2제 복합제 ‘리바로젯’이 96억 원 매출로 고성장하며 ‘리바로 패밀리’(310억 원, YoY +59.8%)의 성장을 견인했다. ‘엔커버’(경장영양수액), ‘페린젝트’(빈혈)도 전년 동기 대비 각각 25.4%, 18.6% 성장했다.

2022년 매출 9%, 영업이익 35% 성장 전망

동사에 대해 2022년 별도기준 매출액 6,569억 원(YoY +9.1%), 영업이익 479억 원(YoY +35.0%)을 전망한다. 영업이익을 기존 전망치 대비 7% 상향했다. ‘리바로’ 주원료 자사생산 전환 효과가 빠른 매출원가율 개선에서 확인되고 있으며, 복합제 ‘리바로젯’도 안정적으로 시장에 안착해 분기 100억 원 매출을 목전에 두고있다. ‘헴리브라’(혈우병치료제)의 비항체환자 대상 급여 확대는 건강보험심사평가원이 내년 2월 이후 약제급여평가위원회에서 논의할 것을 공식적으로 언급되어 동사의 2023년 주요 투자포인트가 될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 35,000원 유지

JW0061(탈모), JW1601아토피 등 R&D를 확대하면서도 수익성을 개선 중인 동사에 대한 투자의견 ‘Buy’와 목표주가 35,000원을 유지한다.

[표1] 회사발표치 vs. 한화추정치 vs. 컨센서스

	3Q22P						
	회사 발표치	컨센서스	차이(억 원)	차이(% , %p)	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)
매출액	1,684	1,659	25	1.5	1,627	57	3.5
영업이익	127	135	-8	-6.3	94	32	34.4
영업이익률	7.5	8.2	-	-0.6	5.8	-	1.7

자료: Quantwise, JW중외제약, 한화투자증권 리서치센터

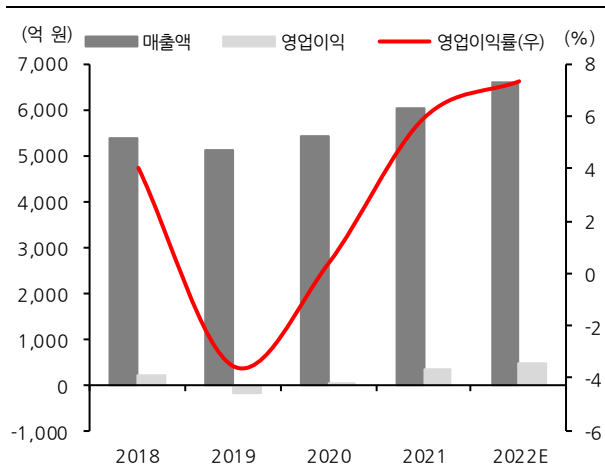
[표2] JW 중외제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
매출	5,426	6,018	6,569	1,284	1,356	1,356	1,430	1,406	1,449	1,481	1,682	1,543	1,630	1,684	1,712
YoY(%)	6.3	10.9	9.1	(1.4)	1.1	1.9	26.4	9.4	6.9	9.2	17.6	9.7	12.4	13.7	1.8
매출원가	3,602	3,607	3,828	842	951	924	885	800	875	923	1,009	890	970	972	996
YoY(%)	3.1	0.1	6.1	(1.3)	9.5	4.7	(0.5)	(5.0)	(8.0)	(0.2)	14.1	11.4	10.8	5.3	(1.3)
매출원가율(%)	66.4	59.9	58.3	65.5	70.2	68.1	61.9	56.9	60.4	62.3	60.0	57.7	59.5	57.7	58.2
매출총이익	1,825	2,411	2,740	443	405	432	545	606	574	559	672	652	660	712	716
YoY(%)	13.2	32.1	13.6	(1.7)	(14.4)	(3.4)	125.4	36.9	41.9	29.3	23.3	7.6	15.0	27.5	6.4
매출총이익률(%)	33.6	40.1	41.7	34.5	29.8	31.9	38.1	43.1	39.6	37.7	40.0	42.3	40.5	42.3	41.8
판매비	1,804	2,056	2,261	441	446	421	495	508	536	473	538	511	557	585	608
YoY(%)	0.6	14.0	10.0	6.9	(2.4)	0.5	(1.7)	15.2	20.2	12.3	8.7	0.5	3.8	23.6	13.0
판매비율(%)	33.2	34.2	34.4	34.3	32.9	31.1	34.6	36.2	37.0	31.9	32.0	33.1	34.2	34.7	35.5
영업이익	21	355	479	2	(42)	11	50	98	38	86	134	141	103	127	108
YoY(%)	흑전	1589.9	35.0	(95.6)	적전	(62.0)	흑전	5753.6	흑전	702.9	166.2	44.5	173.7	48.7	(19.7)
영업이익률(%)	0.4	5.9	7.3	0.1	(3.1)	0.8	3.5	7.0	2.6	5.8	8.0	9.2	6.3	7.6	6.3
순이익	(149)	52	299	(25)	(72)	46	(98)	48	(4)	64	(56)	107	20	96	76
YoY(%)	적지	흑전	471.2	적지	적전	223.1	적지	흑전	적지	40.3	적지	122.0	흑전	50.2	흑전
순이익률(%)	(2.8)	0.9	4.6	(1.9)	(5.3)	3.4	(6.9)	3.4	(0.3)	4.3	(3.3)	6.9	1.2	5.7	4.4

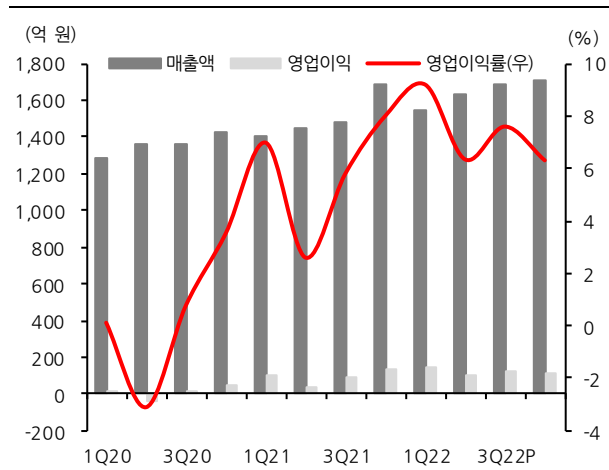
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] JW 중외제약 주요 제품별 매출 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
제품별 매출															
기초수액	803	806	843	202	192	206	203	186	196	208	215	193	209	222	224
리바로	636	695	777	147	166	156	166	171	168	173	183	191	183	199	205
위너프	566	569	585	134	141	146	145	132	142	151	143	135	147	156	151
엔커버	118	217	272	14	25	37	41	44	52	59	62	66	62	74	77
악템라	160	200	232	37	40	41	41	41	44	53	63	64	57	56	59
페린젝트	138	172	198	33	34	35	36	39	42	43	47	46	52	51	55
시그마트 G	152	148	129	38	45	37	32	46	39	34	30	32	32	33	32
듀파락	129	118		30	31	32	36	26	26	30	36	32	33	35	37
트루패스	112	103	97	24	29	28	32	26	29	28	20	25	23	25	24
크린클	63	65	77	16	16	15	16	16	16	16	18	20	18	19	20
리바로브이	72	63	65	21	17	18	15	16	16	16	15	17	16	16	17
헴리브라	12	44	56	1	4	4	3	11	11	11	11	12	14	16	19
리바로젯	0	31	261	0	0	0	0	0	0	5	26	47	69	96	118
제품별 YoY(%)															
기초수액	(10.8)	0.3	4.7	(6.6)	(15.2)	(8.7)	(12.5)	(8.0)	2.1	1.1	5.9	3.9	6.5	6.6	4.1
리바로	(5.7)	9.2	11.8	(11.9)	(6.1)	(10.7)	7.2	16.3	1.2	10.6	9.8	11.5	8.7	15.2	12.2
위너프	9.7	0.4	2.9	18.1	11.6	8.0	2.9	(1.3)	0.6	3.6	(1.4)	1.9	3.4	3.3	5.6
엔커버	13.5	84.9	25.1	(72.5)	174.1	129.0	44.5	226.4	104.9	58.9	49.7	48.7	19.9	24.5	24.3
악템라	5.6	24.9	15.9	2.4	10.5	8.2	1.5	10.3	7.6	29.1	50.8	56.3	30.8	5.3	(5.6)
페린젝트	12.5	24.7	15.4	21.3	8.4	19.1	3.6	18.3	21.6	25.3	33.1	17.3	24.6	18.0	16.1
시그마트G	(0.9)	(2.3)	(13.0)	1.0	7.6	(4.0)	(9.3)	20.8	(13.7)	(9.1)	(6.0)	(30.0)	(17.6)	(1.7)	6.2
듀파락	21.3	(8.2)	-	18.8	22.4	19.3	24.2	(11.9)	(16.8)	(6.8)	1.0	22.3	28.8	16.3	2.5
트루패스	1.4	(8.3)	(5.9)	(9.9)	2.4	(1.1)	13.6	7.1	(0.2)	2.1	(36.5)	(3.3)	(20.5)	(11.2)	19.1
크린클	(1.5)	3.3	17.8	1.4	(8.6)	2.9	(0.9)	(0.0)	0.6	2.7	9.8	23.3	14.0	21.2	13.1
리바로브이	(9.4)	(11.9)	2.9	1.2	(21.2)	(3.3)	(13.9)	(26.3)	(6.1)	(12.2)	1.8	9.4	(1.2)	(0.2)	10.2
헴리브라	1,320.2	266.5	26.1	-	-	-	254.9	1,832.7	168.3	139.8	276.8	5.2	30.8	46.3	67.8
리바로젯	-	-	738.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,894.4	348.5

자료: JW중외제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	511	543	602	657	708
매출총이익	161	182	241	274	299
영업이익	-18	2	36	48	63
EBITDA	2	22	50	62	74
순이자손익	-11	-7	-5	-4	-5
외화관련손익	1	-2	-1	-1	0
지분법손익	0	-5	0	0	0
세전계속사업손익	-34	-13	26	43	57
당기순이익	-24	-15	5	30	43
지배주주순이익	-24	-15	5	30	43
증가율(%)					
매출액	-4.9	6.3	10.9	9.1	7.7
영업이익	적전	흑전	1,589.9	35.0	31.2
EBITDA	-95.2	1,039.6	133.8	22.7	20.4
순이익	적전	적지	흑전	471.2	45.0
이익률(%)					
매출총이익률	31.6	33.6	40.1	41.7	42.2
영업이익률	-3.5	0.4	5.9	7.3	8.9
EBITDA 이익률	0.4	4.0	8.4	9.4	10.5
세전이익률	-6.6	-2.4	4.3	6.5	8.1
순이익률	-4.8	-2.8	0.9	4.6	6.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	56	69	19	37	45
당기순이익	-24	-15	5	30	43
자산상각비	20	19	15	14	12
운전자본증감	64	39	-48	-2	-11
매출채권 감소(증가)	39	46	-41	-5	-10
재고자산 감소(증가)	19	-8	-3	-14	-20
매입채무 증가(감소)	4	0	4	11	18
투자현금흐름	-32	-70	17	-8	-16
유형자산처분(취득)	-9	-10	56	-10	-9
무형자산 감소(증가)	-4	-3	-5	-1	-2
투자자산 감소(증가)	-3	-48	-34	5	-2
재무현금흐름	-24	-24	-18	-27	-47
차입금의 증가(감소)	8	-17	-11	-20	-40
자본의 증가(감소)	-7	-7	-7	-8	-7
배당금의 지급	-7	-7	-7	-7	-7
총현금흐름	10	35	72	66	56
(-)운전자본증감(감소)	-69	-58	-2	10	11
(-)설비투자	9	10	7	10	9
(+)자산매각	-4	-3	58	-1	-2
Free Cash Flow	66	80	124	45	35
(-)기타투자	21	27	49	-6	3
잉여현금	45	53	75	51	32
NOPLAT	-13	2	7	34	48
(+) Dep	20	19	15	14	12
(-)운전자본투자	-69	-58	-2	10	11
(-)Capex	9	10	7	10	9
OpFCF	67	68	16	28	39

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	328	288	348	356	371
현금성자산	35	46	82	83	67
매출채권	183	128	156	156	166
재고자산	90	100	101	113	133
비유동자산	241	249	205	200	202
투자자산	85	62	81	79	83
유형자산	142	174	107	105	103
무형자산	13	13	17	16	16
자산총계	568	537	553	556	573
유동부채	275	224	268	217	212
매입채무	77	79	88	97	115
유동성이자부채	156	98	115	68	43
비유동부채	65	107	79	110	96
비유동이자부채	33	77	53	82	67
부채총계	340	330	347	327	308
자본금	54	56	57	59	59
자본잉여금	99	98	97	95	95
이익잉여금	85	64	63	86	122
자본조정	-10	-10	-11	-11	-11
자기주식	-10	-10	-11	-11	-11
자본총계	228	207	206	229	265

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-1,122	-694	217	1,345	1,960
BPS	10,553	9,287	9,017	9,717	11,249
DPS	298	307	316	320	320
CFPS	415	1,498	3,067	2,807	2,381
ROA(%)	-4.2	-2.7	1.0	5.4	7.7
ROE(%)	-10.1	-6.9	2.5	13.8	17.6
ROIC(%)	-3.3	0.5	2.7	13.7	19.0
Multiples(x, %)					
PER	-24.9	-49.1	105.3	14.3	9.8
PBR	2.7	3.7	2.5	2.0	1.7
PSR	1.3	1.5	0.9	0.7	0.6
PCR	67.4	22.7	7.4	6.9	8.1
EV/EBITDA	413.0	41.5	12.0	8.3	6.6
배당수익률	1.1	0.9	1.4	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	148.9	159.9	168.1	143.1	116.3
Net debt/Equity	67.5	62.0	42.2	29.4	16.3
Net debt/EBITDA	8,156.0	594.5	173.0	108.7	57.8
유동비율	119.1	128.6	129.9	164.0	175.2
이자보상배율(배)	n/a	0.3	6.4	7.7	11.5
자산구조(%)					
투하자본	75.0	73.5	60.0	60.2	63.1
현금+투자자산	25.0	26.5	40.0	39.8	36.9
자본구조(%)					
차입금	45.3	45.7	45.0	39.6	29.3
자기자본	54.7	54.3	55.0	60.4	70.7

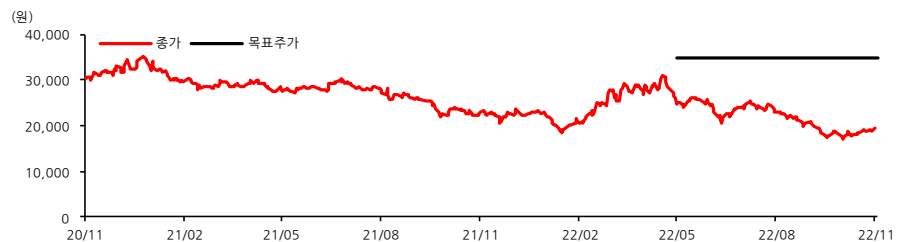
[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 11월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수, 유영술)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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	2022.11.14	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	김형수	35,000	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 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%