



JW중외제약 (001060)

매수로 대응해야 할 물장수의 변신

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 35,000원

현재 주가(1/3)	18,300원
상승여력	▲91.3%
시가총액	4,059억원
발행주식수	22,178천주
52 주 최고가 / 최저가	30,900 / 17,150원
90 일 일평균 거래대금	15.53억원
외국인 지분율	7.2%

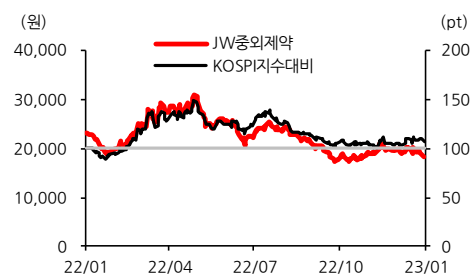
주주 구성	
JW 홀딩스 (외 8 인)	42.9%
자사주 (외 1 인)	1.3%
JW 중외제약우리스주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.9	4.0	-17.0	-20.8
상대수익률(KOSPI)	2.0	1.0	-13.2	5.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	543	602	672	747
영업이익	2	36	55	81
EBITDA	22	50	69	92
지배주주순이익	-15	5	35	57
EPS	-694	217	1,583	2,596
순차입금	128	87	89	50
PER	-49.1	105.3	11.2	7.0
PBR	3.7	2.5	1.8	1.5
EV/EBITDA	41.5	12.0	7.1	5.2
배당수익률	0.9	1.4	1.8	1.7
ROE	-6.9	2.5	16.0	22.2

주가 추이



JW 중외제약은 수액제 중심의 제품 구성으로 전통적으로 수익성이 높지 못했습니다. 만성질환의약품 원료 자사 생산과 수익성 높은 오리지널의약품 매출 확대로 2년 연속 수익성이 크게 개선될 전망입니다.

2022년은 아름다운 마무리

동사의 4분기 예상 실적은 매출액 1,868억 원(YoY +11.1%)과 영업이익 175억 원(YoY +30.4%)으로 기존 전망치 1,712억 원과 108억 원에서 각각 9.1%와 62.5% 상향 조정했다. 전망치를 상향조정한 이유는 1) 리바로 원료 자사 생산 전환으로 수익성 향상과 리바로 제품군 매출 증가, 2) 코로나19 중증환자 확대에 따른 악템라(로슈, 류마티스관절염, 코로나19 위.중증 환자 치료제) 판매 증대, 3) 수탁 및 수출 품목의 4분기 매출 집중이다. 최근 국내 코로나19 중증환자 확대로 1분기에도 악템라의 판매는 지속될 전망이다. 4분기 호실적으로 연간 매출은 6,725억 원(YoY +11.7%) 영업이익 546억 원(YoY +53.7%)으로 4~5%에 머물던 영업이익률을 8.1%로 크게 개선할 것으로 예상된다.

헴리브라 급여확대는 Game Changer

동사는 로슈가 개발한 A형 혈우병 치료제 ‘헴리브라’에 대한 국내 판권을 2017년 5월에 확보하고, 2018년 식약처로부터 허가를 받아 출시 중이다. 현재는 항체를 보유한 A형 혈우병 환자를 대상으로만 보험급여를 적용 받고 있어 그 투여 대상자가 78명에 불과하다. ‘헴리브라’는 기존 치료제 대비 가격(보험약가 기준: 8만원 vs. 24만원)경쟁력도 보유하고 있으며, 피하투여로 복용편의성도 높다. 환우들은 2019년부터 국민청원 게시판을 통해서 보험급여기준 변경을 요청했으며, 지난 10월 국정감사에서 급여 확대 논의가 있었다. 이에 심평원은 오는 2월에 약제급여평가심의위원회를 통해 급여 확대 여부를 확정할 전망이다. 보험급여가 확대되면 항체가 없는 A형 혈우병 환자 1,589명으로 적용 범위가 20배 이상 커질 예정이다. 빠르면 3월부터 건강보험이 적용돼 작년 61억 원 예상매출액의 5~10배 성장이 가능할 것으로 판단된다.

투자의견 ‘BUY’, 목표주가 35,000원 유지

2023년 연간 추정치 매출액 7,474억 원(YoY +11.1%)과 영업이익 806억 원(YoY +47.6%)은 ‘헴리브라’ 급여 확대 미반영 수치이며, 2월 약평위의 결과에 따라 추정치 상향 조정이 가능하다. 동사에 대한 투자 의견과 목표주가를 유지한다.

[표1] 추정치 변경내역

	4Q22E				2022E			
	변동 전	변동 후	변동금액(억 원)	변동률(% , %p)	변동 전	변동 후	변동금액(억 원)	변동률(% , %p)
매출액	1,712	1,868	156	9.1	6,569	6,725	156	2.4
영업이익	108	175	67	62.5	479	546	67	14.0
영업이익률	6.3	9.4	-	3.1	7.3	8.1	-	0.8

자료: Quantivise, JW중외제약, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 컨센서스 vs. 한화추정치

	4Q22E				2022E			
	컨센서스	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)	컨센서스	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)
매출액	1,738	1,868	130	7.5	6,594	6,725	131	2.0
영업이익	136	175	39	28.6	508	546	38	7.5
영업이익률	7.8	9.4	-	1.5	7.7	8.1	-	0.4

자료: Quantivise, JW중외제약, 한화투자증권 리서치센터

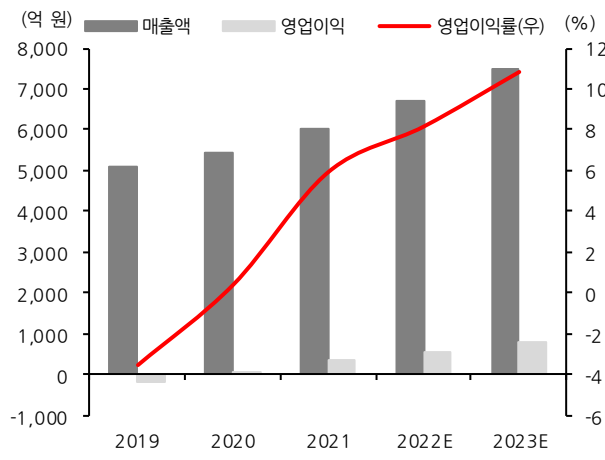
[표3] JW 중외제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출	5,426	6,018	6,725	1,284	1,356	1,356	1,430	1,406	1,449	1,481	1,682	1,543	1,630	1,684	1,868
YoY(%)	6.3	10.9	11.7	(1.4)	1.1	1.9	26.4	9.4	6.9	9.2	17.6	9.7	12.4	13.7	11.1
매출원가	3,602	3,607	3,918	842	951	924	885	800	875	923	1,009	890	970	972	1,086
YoY(%)	3.1	0.1	8.6	(1.3)	9.5	4.7	(0.5)	(5.0)	(8.0)	(0.2)	14.1	11.4	10.8	5.3	7.5
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	58.1
매출총이익	1,825	2,411	2,807	443	405	432	545	606	574	559	672	652	660	712	783
YoY(%)	13.2	32.1	16.4	(1.7)	(14.4)	(3.4)	125.4	36.9	41.9	29.3	23.3	7.6	15.0	27.5	16.4
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	41.9
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	33.6	34.3	32.9	31.1	34.6	36.2	37.0	31.9	32.0	33.1	34.2	34.7	32.5
영업이익	21	355	546	2	(42)	11	50	98	38	86	134	141	103	127	175
YoY(%)	흑전	1589.9	53.7	(95.6)	적전	(62.0)	흑전	5753.6	흑전	702.9	166.2	44.5	173.7	48.7	30.4
영업이익률(%)	0.4	5.9	8.1	0.1	(3.1)	0.8	3.5	7.0	2.6	5.8	8.0	9.2	6.3	7.6	9.4
순이익	(149)	52	351	(25)	(72)	46	(98)	48	(4)	64	(56)	107	20	96	129
YoY(%)	적지	흑전	570.4	적지	적전	223.1	적지	흑전	적지	40.3	적지	122.0	흑전	50.2	흑전
순이익률(%)	(2.8)	0.9	5.2	(1.9)	(5.3)	3.4	(6.9)	3.4	(0.3)	4.3	(3.3)	6.9	1.2	5.7	6.9

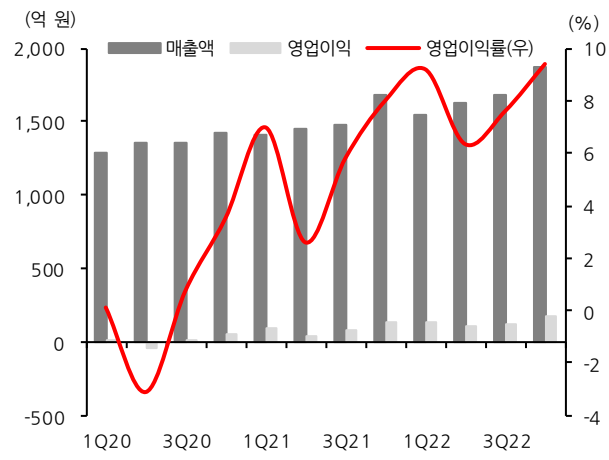
자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

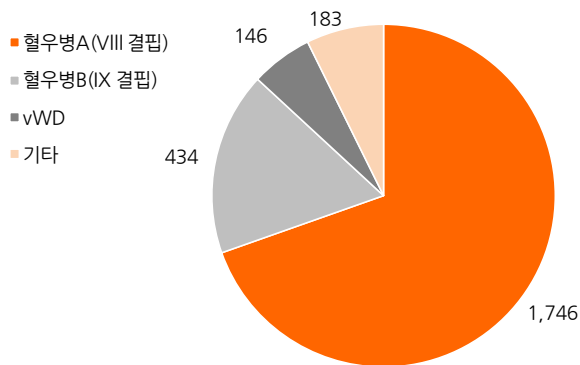
[표4] JW 중외제약 주요 제품별 매출 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
제품별 매출															
기초수액	803	806	853	202	192	206	203	186	196	208	215	193	209	222	229
리바로	636	695	778	147	166	156	166	171	168	173	183	191	183	199	205
위너프	566	569	589	134	141	146	145	132	142	151	143	135	147	156	151
엔커버	118	217	279	14	25	37	41	44	52	59	62	66	62	74	77
악템라	160	200	242	37	40	41	41	41	44	53	63	64	57	56	65
페린젝트	138	172	204	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	137	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	67	21	17	18	15	16	16	16	15	17	16	16	18
헴리브라	12	44	61	1	4	4	3	11	11	11	11	12	14	16	19
리바로젯	0	31	335	0	0	0	0	0	0	5	26	47	69	96	123
제품별 YoY(%)															
기초수액	(10.8)	0.3	5.9	(6.6)	(15.2)	(8.7)	(12.5)	(8.0)	2.1	1.1	5.9	3.9	6.5	6.6	6.4
리바로	(5.7)	9.2	11.9	(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	3.6	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	28.3	(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	20.9	2.4	10.5	8.2	1.5	10.3	7.6	29.1	50.8	56.3	30.8	5.3	4.0
페린젝트	12.5	24.7	18.9	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)	16.1	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)	6.1	1.2	(21.2)	(3.3)	(13.9)	(26.3)	(6.1)	(12.2)	1.8	9.4	(1.2)	(0.2)	16.7
헴리브라	1,320.2	266.5	37.4	-	-	-	254.9	1,832.7	168.3	139.8	276.8	5.2	30.8	46.3	67.8
리바로젯	-	-	976.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,894.4	367.5

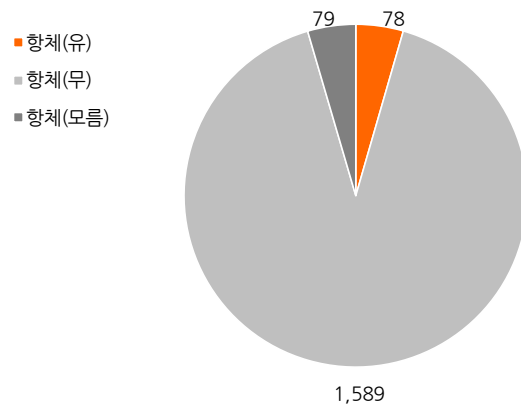
자료: JW중외제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내 혈우병 환자 현황(명)



자료: 한국혈우재단(2019년 기준), 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 A형 혈우병 환자 항체 유무 현황(명)



자료: 한국혈우재단(2019년), 한화투자증권 리서치센터

[그림5] '헴리브라' 급여확대 국민청원 게시글

· 국민청원 및 제안(4)

혈우병 아이들의 약이 끊겼습니다.

[청원시작 : 2021-04-09] [청원마감 : 2021-05-09] [청원인원 : 28,722]

... 맞아야하는 억손원에 시달렸습니다. 거의 매일 어른 세명이 아이 하나를 포박하고 1시간 넘게 주사를 놓는 상황이 짐작 가시나요... 그런데 최근 인술린주사를 개발한 회사에서 피부에 간단하게 놓는 **헴리브라**라는 효과좋은 약이 나왔습니다. 심지어 2주~4주에 한 번만 맞아도 되는 약입니다. 1년 반 전부터 우리...

HOME > 국민소통광장 > 국민청원 및 제안

제목 : 보건복지부 보험약제과 “보험급여 관계자들의 처벌을 촉구”합니다.

[청원시작 : 2020-08-25] [청원마감 : 2020-09-24] [청원인원 : 1,706]

... 유망하므로 명확하게 개선되어야 한다고 강조하였다. 아래 혈우병 치료제 혁신적 신약 피하주사(**헴리브라**)의 보험급여 기준은 환자의 진료 받을 권리를 침해하는 대표적 사례다. ▲ 혈우병 치료제 혁신적 ... 필요한 사항은 건강보험심사평가원장이 정함. ■ 혈우병 치료제 신약 기부프로그램 (피하주사 : **헴라**...

HOME > 국민소통광장 > 국민청원 및 제안

희귀난치성 혈우병 피하주사를 사용할수있게 도와주세요

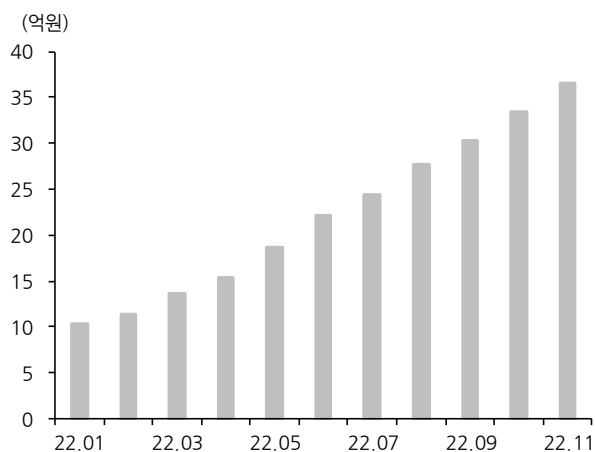
[청원시작 : 2019-11-01] [청원마감 : 2019-12-01] [청원인원 : 1,009]

... 2시간여 병원에가 보이지는 않는 혈관을 찾아 바늘을 찌릅니다. 한두 번에 성공하지 못하고 몇 번을 찌르기 도합니다. 그래야 출혈을 예방할 수 있기 때문입니다. 그런데 피하 주사할 수 있는 **헴리브라**가 도입되었습니다. 1주에 2회~3회 정맥주사하던 유지요법이 1주일에 1번 피하로 주사합니다. 이러한 이유로 ...

HOME > 국민소통광장 > 국민청원 및 제안

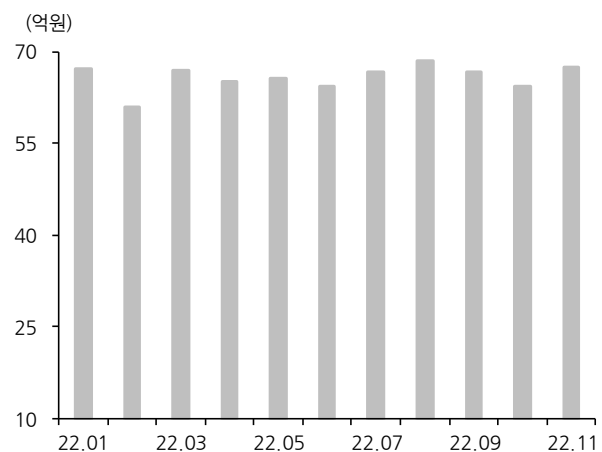
자료: 언론자료, 한화투자증권

[그림6] 리바로젯(고지혈증복합제) 월별 원외처방 현황



자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 리바로(고지혈증) 월별 원외처방 현황



자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	511	543	602	672	747
매출총이익	161	182	241	281	312
영업이익	-18	2	36	55	81
EBITDA	2	22	50	69	92
순이자손익	-11	-7	-5	-4	-4
외화관련손익	1	-2	-1	0	0
지분법손익	0	-5	0	0	0
세전계속사업손익	-34	-13	26	50	76
당기순이익	-24	-15	5	35	57
지배주주순이익	-24	-15	5	35	57
증가율(%)					
매출액	-4.9	6.3	10.9	11.7	11.1
영업이익	적전	흑전	1,589.9	53.7	47.6
EBITDA	-95.2	1,039.6	133.8	37.6	33.0
순이익	적전	적지	흑전	570.4	63.2
이익률(%)					
매출총이익률	31.6	33.6	40.1	41.7	41.7
영업이익률	-3.5	0.4	5.9	8.1	10.8
EBITDA 이익률	0.4	4.0	8.4	10.3	12.3
세전이익률	-6.6	-2.4	4.3	7.4	10.2
순이익률	-4.8	-2.8	0.9	5.2	7.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	56	69	19	32	61
당기순이익	-24	-15	5	35	57
자산상각비	20	19	15	15	12
운전자본증감	64	39	-48	-13	-9
매출채권 감소(증가)	39	46	-41	-14	-8
재고자산 감소(증가)	19	-8	-3	-21	-14
매입채무 증가(감소)	4	0	4	12	12
투자현금흐름	-32	-70	17	-9	-17
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	-39	-47
차입금의 증가(감소)	8	-17	-11	-31	-40
자본의 증가(감소)	-7	-7	-7	-8	-7
배당금의 지급	-7	-7	-7	-7	-7
총현금흐름	10	35	72	79	70
(-)운전자본증감(감소)	-69	-58	-2	20	9
(-)설비투자	9	10	7	10	9
(+)자산매각	-4	-3	58	-1	-2
Free Cash Flow	66	80	124	47	50
(-)기타투자	21	27	49	-5	4
잉여현금	45	53	75	52	46
NOPLAT	-13	2	7	39	61
(+) Dep	20	19	15	15	12
(-)운전자본투자	-69	-58	-2	20	9
(-)Capex	9	10	7	10	9
OpFCF	67	68	16	23	55

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	328	288	348	337	359
현금성자산	35	46	82	49	48
매출채권	183	128	156	163	171
재고자산	90	100	101	121	135
비유동자산	241	249	205	218	221
투자자산	85	62	81	97	100
유형자산	142	174	107	105	104
무형자산	13	13	17	16	17
자산총계	568	537	553	555	580
유동부채	275	224	268	240	228
매입채무	77	79	88	102	113
유동성이자부채	156	98	115	86	61
비유동부채	65	107	79	82	68
비유동이자부채	33	77	53	52	37
부채총계	340	330	347	321	296
자본금	54	56	57	59	59
자본잉여금	99	98	97	95	95
이익잉여금	85	64	63	91	141
자본조정	-10	-10	-11	-11	-11
자기주식	-10	-10	-11	-11	-11
자본총계	228	207	206	234	284

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-1,122	-694	217	1,583	2,596
BPS	10,553	9,287	9,017	9,938	12,062
DPS	298	307	316	320	320
CFPS	415	1,498	3,067	3,366	2,979
ROA(%)	-4.2	-2.7	1.0	6.3	10.1
ROE(%)	-10.1	-6.9	2.5	16.0	22.2
ROIC(%)	-3.3	0.5	2.7	15.1	22.4
Multiples(x, %)					
PER	-24.9	-49.1	105.3	11.2	7.0
PBR	2.7	3.7	2.5	1.8	1.5
PSR	1.3	1.5	0.9	0.6	0.6
PCR	67.4	22.7	7.4	5.2	6.1
EV/EBITDA	413.0	41.5	12.0	7.1	5.2
배당수익률	1.1	0.9	1.4	1.8	1.7
안정성(%)					
부채비율	148.9	159.9	168.1	137.3	104.3
Net debt/Equity	67.5	62.0	42.2	38.0	17.6
Net debt/EBITDA	8,156.0	594.5	173.0	128.3	54.1
유동비율	119.1	128.6	129.9	140.7	157.1
이자보상배율(배)	n/a	0.3	6.4	9.3	17.1
자산구조(%)					
투하자본	75.0	73.5	60.0	64.8	65.0
현금+투자자산	25.0	26.5	40.0	35.2	35.0
자본구조(%)					
차입금	45.3	45.7	45.0	37.1	25.7
자기자본	54.7	54.3	55.0	62.9	74.3

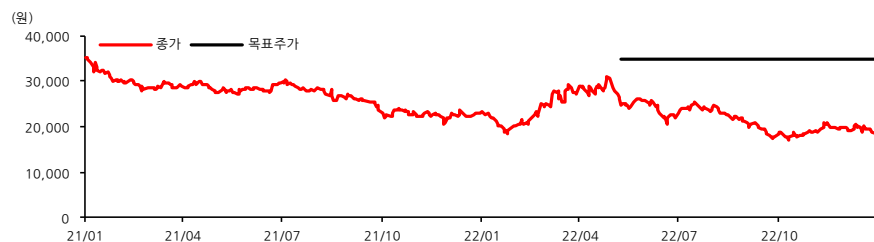
[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 1월 4일)

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	2023.01.04
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김형수	35,000	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 추정에 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%