



제약/바이오

이나경

02)6260-2436

nklee@heungkuksec.co.kr

(001060)

# JW중외제약

BUY(유지)

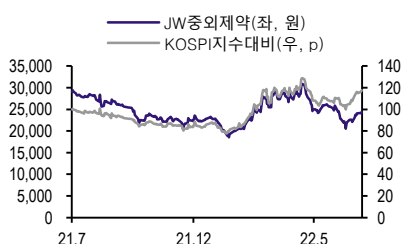
이익률 개선 중

목표주가	36,000원(유지)
현재주가(07/14)	23,800원
상승여력	51.3%
시가총액	528십억원
발행주식수	22,178천주
52주 최고가 / 최저가	30,900 / 18,500원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	8.2%
주요주주	
JW홀딩스 (외 9인)	42.9%
자사주 (외 1인)	1.2%
JW중외제약우리스주 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-0.2 -15.9 11.4 -16.7
상대수익률(KOSPI)	6.8 -1.6 32.8 12.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	547	607	682	733
영업이익	-1	31	67	72
EBITDA	19	47	81	87
지배주주순이익	-15	-1	56	57
EPS	-707	-63	2,594	2,638
순차입금	129	166	157	132
PER	-48.2	-359.5	9.6	9.4
PBR	3.7	2.6	2.4	2.0
EV/EBITDA	45.1	14.1	8.9	8.1
배당수익률	0.9	1.4	1.3	1.3
ROE	-7.0	-0.5	25.3	21.4
컨센서스 영업이익	-1	31	66	74
컨센서스 EPS	-707	-63	2,061	2,380

## 주가추이



당사는 JW중외제약에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 36,000원을 유지한다. 2Q22E 실적은 지난 1분기에 이어 고지혈증 치료제 리바로 패밀리와 고성장세 지속과 수액제 매출의 안정적인 성장을 이어갈 것으로 전망된다. 특히 작년부터 시작된 리바로 자사생산 전환에 따른 이익률 개선세가 지속될 것으로 예상된다.

## 2Q22 Preview

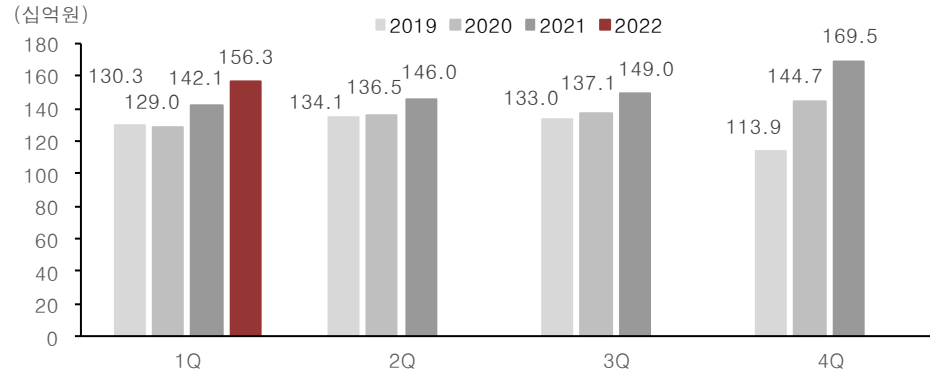
동사의 2Q22E 실적은 매출액 1,647억원(YoY +12.8%), 영업이익 160억원(YoY +697.7%, OPM 9.7%)이 전망된다. 2Q22E 실적은 고지혈증 치료제 리바로 패밀리(리바로, 리바로브이, 리바로젯)의 매출액이 2Q21 184억원 → 2Q22E 277억원(YoY +50.5%)으로 예상된다. 특히 에제티미브+피타바스 타틴 복합제 리바로젯이 출시 이후 고성장하고 있으며, 현재 월 30억원 수준의 매출을 기록하고 있는 것으로 파악된다. 게다가 작년부터 시작된 리바로 자사생산 전환으로 매출원가율이 40%대에서 10%대로 빠르게 개선된 것과 전사 매출 증가를 리바로패밀리가 주도하고 있다는 점을 감안하면 향후 이익률의 순조로운 개선이 기대된다.

게다가 동사의 주력 제품인 수액제는 퇴장방지급여의약품이 저마진 품목이지만 원가 상승시 유일하게 약가 인상이 가능하다. 마진은 매우 낮으나 장기산업이라 신규진입자가 들어오기 어렵고, 코로나19 재확산에도 거리두기가 제한적일 것이라 판단하며, 입원환자 수 증가로 수액제 매출 성장률의 정상화를 예상한다.

## 헴리브라 급여 전환 기대

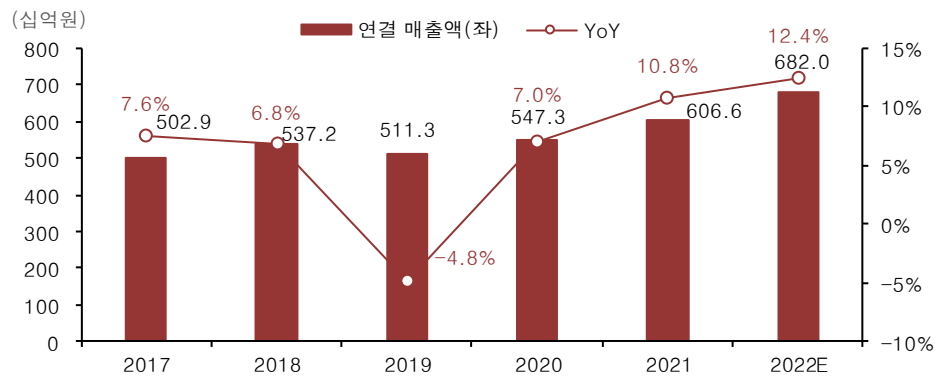
올해 하반기 혈우병 치료제 헴리브라의 국내 급여 전환이 동사의 주요 실적 포인트 중 하나이다. 헴리브라는 일본 주가위제약에서 개발한 A형 혈우병 치료제로 동사가 국내 판권을 보유하고 있다. 국내 시장 규모 1,500억 원 수준이며, 로슈의 1Q22 헴리브라 매출액은 약 1조1,400억원으로 파악된다. 로슈는 지난 7월 11일 HAVEN6 경증 및 중증 A형 혈우병 환자 추가 임상 결과(안전성, 지혈 효과)를 발표했다. 국내 급여 전환 승인 가능성이 기대되며, 이에 따른 동사의 외형 성장 역시 기대된다.

그림 1 JW중외제약 분기별 매출액 추이



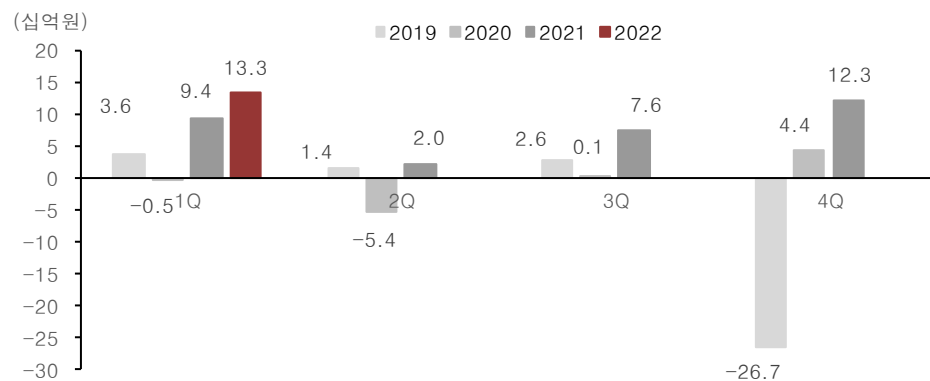
자료: JW중외제약, 흥국증권 리서치센터

그림 2 JW중외제약 연간 매출액 전망



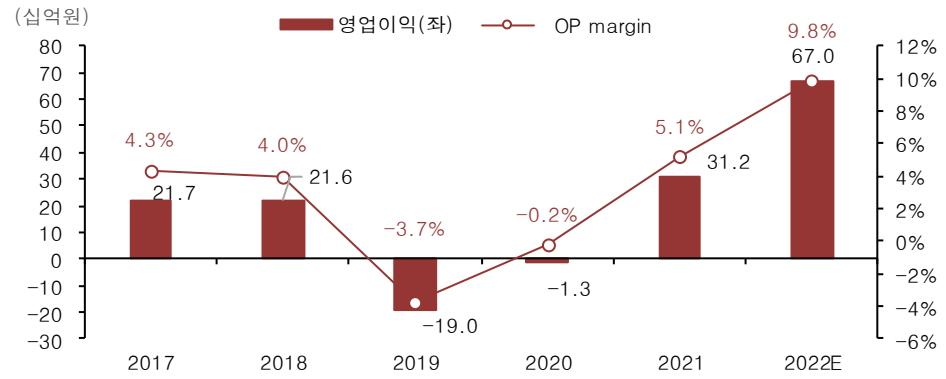
자료: JW중외제약, 흥국증권 리서치센터

그림 3 JW중외제약 분기별 영업이익 추이



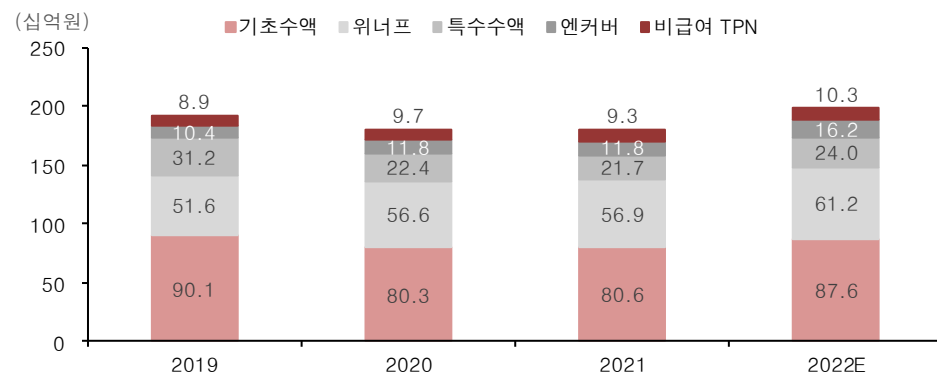
자료: JW중외제약, 흥국증권 리서치센터

그림 4 JW중외제약 연간 영업이익 전망



자료: JW중외제약, 흥국증권 리서치센터

그림 5 JW중외제약 주요 수액제 매출액 추이 및 전망



자료: JW중외제약, 흥국증권 리서치센터

그림 6 JW중외제약 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
연결 매출액	142.1	146.0	149.0	169.5	156.3	164.7	170.0	191.0	547.3	606.6	682.0
YoY(%)	10.1%	7.0%	8.6%	17.1%	10.0%	12.8%	14.1%	12.7%	7.0%	10.8%	12.4%
<b>수액제</b>											
기초수액	18.6	19.6	20.8	21.5	19.5	21.6	22.9	23.7	80.3	80.6	87.6
위너프	13.2	14.2	15.1	14.3	14.5	15.2	16.2	15.3	56.6	56.9	61.2
특수수액	4.4	5.2	5.9	6.2	6.1	5.3	6.1	6.4	22.4	21.7	24.0
비급여 TPN	1.7	2.3	1.0	4.3	2.3	2.4	1.1	4.5	9.7	9.3	10.3
엔커버	2.6	2.6	3.0	3.6	6.6	2.7	3.2	3.8	11.8	11.8	16.2
<b>ETC</b>											
리바로	17.1	16.8	17.3	18.3	19.1	18.0	18.5	19.6	63.6	69.5	75.1
리바로브이	1.6	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6	1.6	1.8	7.2	6.5	6.6
리바로젯	0.0	0.0	0.5	2.6	4.7	8.1	8.7	10.0	0.0	3.1	31.5
페린젝트	3.7	3.8	4.0	4.0	4.6	4.2	4.3	4.4	13.8	15.4	17.5
악템라	5.6	5.4	5.6	4.7	6.4	5.9	6.3	5.3	16.0	21.4	23.9
헴리브라	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	3.2	3.2	1.2	4.4	8.7
<b>OTC</b>											
프렌즈아이	1.9	2.3	1.9	2.2	2.6	2.5	2.1	2.4	8.1	8.3	9.6
크린클	1.6	1.6	1.6	1.5	2.0	1.7	1.7	1.6	6.3	6.3	7.0
<b>기타</b>	68.8	69.6	69.6	83.3	65.2	74.2	74.2	89.1	250.2	291.3	302.7
매출원가	83.2	90.4	94.8	103.9	92.1	95.2	98.2	111.3	369.8	372.2	396.8
매출원가율(%)	58.5%	61.9%	63.6%	61.3%	58.9%	57.8%	57.8%	58.3%	67.6%	61.4%	58.2%
YoY(%)	-3.0%	-7.3%	-0.6%	13.8%	10.7%	5.3%	3.6%	7.2%	5.6%	0.6%	6.6%
매출총이익	58.9	55.7	54.2	65.6	64.3	69.5	71.8	79.6	177.5	234.4	285.2
GPM(%)	41.5%	38.1%	36.4%	38.7%	41.1%	42.2%	42.2%	41.7%	32.4%	38.6%	41.8%
YoY(%)	36.3%	42.7%	29.6%	22.7%	9.1%	24.8%	32.4%	21.4%	10.2%	32.0%	21.7%
판매관리비	49.5	53.7	46.7	53.3	51.0	53.5	53.6	60.2	178.8	203.2	218.2
YoY(%)	13.4%	20.9%	11.8%	8.7%	2.9%	-0.3%	14.8%	12.9%	-0.7%	13.6%	7.4%
영업이익	9.4	2.0	7.6	12.3	13.3	16.0	18.3	19.5	-1.3	31.2	67.0
영업이익률(%)	6.6%	1.4%	5.1%	7.2%	8.5%	9.7%	10.7%	10.2%	-0.2%	5.1%	9.8%
YoY(%)	흑전	흑전	6002.4%	179.9%	42.2%	697.7%	141.3%	58.8%	적지	흑전	114.9%
지배주주순이익	4.0	-3.4	5.1	-6.7	9.6	12.0	12.0	12.4	-15.2	-1.0	46.0
NPM(%)	2.8%	-2.3%	3.4%	-4.0%	6.1%	7.3%	7.1%	6.5%	-2.8%	-0.2%	6.7%
YoY(%)	-247.2%	-60.4%	72.5%	-3.2%	137.7%	흑전	135.6%	흑전	적지	적지	흑전

자료: JW중외제약, 흥국증권 리서치센터

그림 7 JW중외제약 P/E 밸류에이션

	Value	비고
(1)영업가치		
기존 사업	465 억원	12M FWD 지배주주순이익 Target PER 적용 <sup>1)</sup>
NAV	7,897 억원	
유통주식수(천주)	21,540	자사주 제외
주당 가치(원)	36,660	
목표주가(원)	36,000	
현재주가(원)	23,800	
Upside(%)	51.3%	

자료: 흥국증권 리서치센터

주1: 2015년~2021년 PEER 평균 PER 25배, 작년까지의 순이익 적자를 감안해 30% 디스카운트

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	547	607	682	733	774
증가율 (Y-Y,%)	7.0	10.8	12.4	7.5	5.5
영업이익	(1)	31	67	72	81
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	114.9	8.1	11.2
EBITDA	19	47	81	87	95
영업외손익	(10)	(8)	3	1	(3)
순이자수익	(7)	(5)	1	0	(4)
외화관련손익	(2)	(1)	0	0	0
지분법손익	0	0	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	(13)	21	70	73	77
당기순이익	(15)	(1)	56	57	60
지배기업당기순이익	(15)	(1)	56	57	60
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	1.7	5.9
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	2.9	4.1	10.1	10.2	8.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	13.1	n/a	n/a	37.2
EBITDA증가율(3Yr)	(21.8)	6.4	293.7	64.9	26.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(0.2)	5.1	9.8	9.9	10.4
EBITDA마진(%)	3.5	7.8	11.9	11.8	12.3
순이익률 (%)	(2.8)	(0.2)	8.2	7.7	7.8
NOPLAT	(1)	(2)	53	56	62
(+) Dep	21	16	14	14	15
(-) 운전자본투자	(54)	(4)	10	14	11
(-) Capex	12	7	10	9	10
OpFCF	62	10	48	48	57

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	299	366	427	517	599
현금성자산	55	96	141	210	276
매출채권	128	157	160	173	182
재고자산	101	103	115	123	130
비유동자산	250	267	286	297	311
투자자산	48	129	145	156	165
유형자산	184	116	114	111	109
무형자산	18	21	27	30	37
<b>자산총계</b>	<b>549</b>	<b>633</b>	<b>714</b>	<b>813</b>	<b>909</b>
유동부채	235	283	318	360	394
매입채무	80	90	96	103	109
유동성이자부채	108	125	155	190	218
비유동부채	107	162	169	177	187
비유동이자부채	77	136	143	151	160
<b>부채총계</b>	<b>342</b>	<b>445</b>	<b>487</b>	<b>537</b>	<b>580</b>
자본금	56	57	57	57	57
자본잉여금	98	97	97	97	97
이익잉여금	65	59	107	156	209
자본조정	(11)	(11)	(22)	(22)	(22)
자기주식	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)
<b>자본총계</b>	<b>207</b>	<b>189</b>	<b>227</b>	<b>276</b>	<b>329</b>
투하자본	316	255	272	288	305
순차입금	129	166	157	132	103
ROA	(2.7)	(0.2)	8.3	7.4	7.0
ROE	(7.0)	(0.5)	25.3	21.4	19.0
ROIC	(0.3)	(0.8)	20.2	20.1	21.1

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(707)	(63)	2,594	2,638	2,795
BPS	9,327	8,793	10,452	12,611	14,916
DPS	307	316	316	316	316
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	(48.2)	(359.5)	9.6	9.4	8.9
PBR	3.7	2.6	2.4	2.0	1.7
EV/ EBITDA	45.1	14.1	8.9	8.1	7.0
배당수익율	0.9	1.4	1.3	1.3	1.3
PCR	23.8	7.6	9.0	7.4	6.9
PSR	1.5	0.9	0.8	0.8	0.7
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	164.7	235.8	215.0	194.8	176.6
Net debt/Equity	62.1	87.9	69.3	47.7	31.3
Net debt/EBITDA	665.4	350.1	192.7	151.5	107.8
유동비율	127.5	129.6	134.4	143.4	152.0
이자보상배율	n/a	5.8	n/a	n/a	20.8
이자비용/매출액	1.4	1.2	0.8	0.7	1.1
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	75.3	53.2	48.7	44.0	40.9
현금+투자자산(%)	24.7	46.8	51.3	56.0	59.1
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	47.0	58.1	56.9	55.3	53.5
자기자본(%)	53.0	41.9	43.1	44.7	46.5

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업현금</b>	<b>63</b>	<b>18</b>	<b>53</b>	<b>63</b>	<b>71</b>
당기순이익	(15)	(1)	56	57	60
자산상각비	21	16	14	14	15
운전자본증감	35	(46)	(10)	(14)	(11)
매출채권감소(증가)	46	(41)	(3)	(12)	(9)
재고자산감소(증가)	(9)	(3)	(12)	(9)	(7)
매입채무증감(감소)	(2)	4	5	7	6
<b>투자현금</b>	<b>(79)</b>	<b>(23)</b>	<b>(30)</b>	<b>(22)</b>	<b>(26)</b>
단기투자자산감소	(56)	(29)	0	0	0
장기투자증권감소	(6)	0	(12)	(8)	(7)
설비투자	(12)	(7)	(10)	(9)	(10)
유무형자산감소	(3)	58	(8)	(5)	(10)
<b>재무현금</b>	<b>(14)</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>21</b>
차입금증가	(7)	34	30	35	28
자본증가	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
배당금지급	7	7	7	7	7
현금 증감	(31)	23	46	68	66
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>34</b>	<b>71</b>	<b>63</b>	<b>77</b>	<b>82</b>
(-) 운전자본증감(감소)	(54)	(4)	10	14	11
(-) 설비투자	12	7	10	9	10
(+) 자산매각	(3)	58	(8)	(5)	(10)
Free Cash Flow	73	125	35	49	52
(-) 기타투자	6	(0)	12	8	7
잉여현금	67	125	23	41	45

### JW중외제약 - 주가 및 당사 목표주가 변경



### 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-23	담당자변경			
2022-05-23	Buy	36,000		
2022-07-15	Buy	36,000		

### 투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

### 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 06월 30일 기준)

Buy (94.4%)	Hold (5.6%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

### Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

### 흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)  
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635  
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286