



BUY(유지)

목표주가(12M) 47,000원(상향)
현재주가(8.09) 42,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,605.12
52주 최고/최저(원)	42,500/16,656
시가총액(십억원)	965.9
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	22,835.0
60일 평균 거래량(천주)	373.5
60일 평균 거래대금(십억원)	12.9
외국인지분율(%)	8.81
주요주주 지분율(%)	
JW홀딩스 외 7인	42.89

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	758.7	829.7
영업이익(십억원)	82.3	112.5
순이익(십억원)	56.7	76.8
EPS(원)	2,312	3,140
BPS(원)	12,319	15,128

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	601.8	676.9	754.3	847.5
영업이익	35.5	67.2	94.8	125.7
세전이익	25.8	49.8	91.3	124.5
순이익	5.2	34.2	71.8	98.1
EPS	217	1,412	2,937	4,012
증감율	폭전	550.69	108.00	36.60
PER	102.04	13.00	14.40	10.54
PBR	2.47	1.73	3.20	2.51
EV/EBITDA	11.72	5.92	4.89	3.23
ROE	2.54	15.03	25.60	27.51
BPS	8,972	10,637	13,213	16,863
DPS	307	364	364	364



Analyst 박재경 jaeyoung2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 8월 10일 | 기업분석_Earnings Review

JW중외제약 (001060)

2Q23 Re: 턴어라운드 입증, 앞으로의 임상 결과에 주목

2Q23 Re: 리바로젯, 헴리브라가 견인한 성장

JW중외제약은 2Q23 별도 기준 매출액 1,835억원(+12.6%YoY, +7.1%QoQ), 영업이익 227억원(+120.3%YoY, +5.5%QoQ, OPM 12.4%)으로 컨센서스 매출액 1,837억원, 영업이익 184억원에 매출액은 부합, 영업이익은 상회하는 실적을 기록했다. 실적을 견인한 핵심 품목은 고콜레스테롤 혈증 개량신약 리바로젯(pitavastatin/ezetimibe)과 헴리브라다. 리바로젯은 170억원(+146.4%YoY, +25.7%QoQ)의 매출액을 기록했으며, 21년 9월 출시 이후 순조롭게 점유율을 확대하고 있다. 5월에 급여 확대가 결정된 헴리브라는 44억원(+211.1%YoY, +171.6%QoQ)의 매출액을 기록하며 성장을 견인했다.

22년의 턴어라운드에 이어 23년 본격적인 실적 성장이 확인될 것

JW중외제약의 23년 별도 기준 매출액은 7,543억원(+11.4%YoY), 영업이익은 948억원(+41.1%YoY)으로 전망하며 기존 추정치인 매출액 7,511억원, 영업이익 828억원을 상향조정한다. 성장 핵심 품목은 리바로젯과 헴리브라다. 올해 리바로젯의 매출액은 725억원(+123.1%YoY), 헴리브라의 매출액은 201억원(+244.0%YoY)으로 전망한다. 헴리브라는 기존에 항체가 형성된 중증 A형 혈우병 환자에만 급여가 적용됐으나, 올해 5월부터 비항체 중증 A형 혈우병 환자까지 급여가 확대됐다. 중증 A형 혈우병 환자의 90% 이상이 항체가 형성되지 않은 환자로, 금번 급여 결정을 통해 헴리브라의 처방 확대가 이뤄질 것으로 예상된다.

목표주가 47,000원으로 상향, 다만 AI 신약개발과 관련해선 장기적 관점 필요

실적 추정치 상향 조정을 반영해, 목표주가를 47,000원으로 상향하며, JW중외제약에 대해 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 23년 EBITDA 1,178억원에 Target multiple인 중소형 제약사 평균 EV/EBITDA 9.2배를 적용해 산출했다. JW중외제약은 7월 이후로 +82.3%의 주가 수익률을 기록했다. 밸류에이션 매력이 높았던 업체인 만큼, 빠른 속도로 리레이팅이 이뤄지고 있다. 다만 최근 주가 상승을 이끌었던 AI 신약개발에 대해서는 단기적 성과 기대보다는 장기적 관점이 필요해 보인다. JW중외제약은 올해 1월 독일 머크 라이프사이언스와 AI를 활용(신시야 소프트웨어)한 신약 원료의약품 개발을 위한 업무협약을 체결했다. 신시야는 원료의약품의 합성 공정을 분석하는 프로그램으로 신약 후보물질의 합성 연구에 활용될 예정이다. 합성 연구의 속도를 높일 수 있다는 점은 긍정적이나 신약 개발에 있어 중요한 1) 의학적 미충족 수요에 맞는 타겟 선정, 2) TPP(Target Product Profile) 설정과 후보물질 도출, 3) 임상을 통한 효능, 안전성 입증은 시로 대체될 수는 없다. 중장기적으로 AI를 기반으로 도출된 후보 물질의 성과 확인이 필요하다. 이보다 주목할 부분은 임상 결과 발표를 앞둔 파이프라인이다. Leo Pharma에 기술이전된 JW1601은 올해 하반기 임상 2상 결과 발표가 이뤄질 것으로 기대된다. 임상 결과에 따라, 파이프라인 가치를 목표주가에 추가적으로 반영할 예정이다.

도표 1. JW중외제약 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 천주)

항목	가치	주당가치	비고
1. 영업가치	1,087	48,212	23년도 EBITDA에 중외제약 EV/EBITDA(Fwd.12M) 9.2배 적용
2. 순차입금	19	832	23년 말 추정치 기준
3. 총 기업가치(1-2)	1,068	47,380	
4. 주식수	22,551		자사주 제외
5. 적정 주가(3/4)	47,380		

자료: 하나증권

도표 2. 2Q23 Review

(단위: 십억원, %)

	2Q23(P)	2Q22	1Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)	당사추정	차이(%)
매출액	183.5	163.0	171.4	12.6	7.1	183.7	(0.1)	183.5	(0.0)
영업이익	22.7	10.3	21.5	120.3	5.5	18.4	23.4	17.7	28.3
당기순이익	16.9	2.0	16.8	736.0	0.5	12.0	40.9	10.6	59.7
영업이익률(%)	12.4	6.3	12.6			10.0		9.6	
당기순이익률(%)	9.2	1.2	9.8			6.5		5.8	

주: 별도 기준, 자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. JW중외제약 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2022	2023F
매출액	154.3	163.0	168.4	191.3	171.4	183.5	194.6	204.9	676.9	754.3
YoY(%)	9.7	12.4	13.7	13.7	11.1	12.6	15.6	7.1	12.5	11.4
매출총이익	65.2	66.0	71.2	90.5	77.5	83.0	86.7	91.6	292.9	338.8
YoY(%)	7.6	15.0	27.3	34.6	18.8	25.7	21.8	1.3	21.5	15.7
매출총이익률(%)	42.3	40.5	42.3	47.3	45.2	45.2	44.5	44.7	43.3	44.9
영업이익	14.1	10.3	12.7	30.1	21.5	22.7	24.2	26.4	67.2	94.8
YoY(%)	44.6	173.2	47.8	124.3	52.2	120.4	90.8	(12.3)	89.1	41.1
영업이익률(%)	9.2	6.3	7.5	15.7	12.6	12.4	12.4	12.9	9.9	12.6
당기순이익	10.7	2.0	9.6	11.9	16.8	16.9	18.0	20.1	34.2	71.8
YoY(%)	122.0	흑전	49.7	흑전	57.8	736.0	87.1	68.3	552.8	109.8
당기순이익률(%)	6.9	1.2	5.7	6.2	9.8	9.2	9.2	9.8	5.1	9.5

주: 2Q23 매출총이익은 추정치, 자료: Quantwise, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	601.8	676.9	754.3	847.5	920.1
매출원가	360.7	384.0	415.6	469.1	510.2
매출총이익	241.1	292.9	338.7	378.4	409.9
판매비	205.6	225.7	244.0	252.6	266.2
영업이익	35.5	67.2	94.8	125.7	143.6
금융손익	(9.5)	(6.2)	(3.0)	(0.6)	2.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	(11.3)	(0.5)	(0.7)	(0.7)
세전이익	25.8	49.8	91.3	124.5	145.3
법인세	20.5	15.6	19.5	26.4	30.9
계속사업이익	5.2	34.2	71.8	98.1	114.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.2	34.2	71.8	98.1	114.3
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	5.2	34.2	71.8	98.1	114.3
지배주주지분포괄이익	6.9	40.2	71.8	98.1	114.3
NOPAT	7.2	46.2	74.5	99.1	113.0
EBITDA	50.4	82.7	117.8	143.6	157.5
성장성(%)					
매출액증가율	10.91	12.48	11.43	12.36	8.57
NOPAT증가율	200.00	541.67	61.26	33.02	14.03
EBITDA증가율	134.42	64.09	42.44	21.90	9.68
영업이익증가율	1,590.48	89.30	41.07	32.59	14.24
(지배주주)순이익증가율	흑전	557.69	109.94	36.63	16.51
EPS증가율	흑전	550.69	108.00	36.60	16.58
수익성(%)					
매출총이익률	40.06	43.27	44.90	44.65	44.55
EBITDA이익률	8.37	12.22	15.62	16.94	17.12
영업이익률	5.90	9.93	12.57	14.83	15.61
계속사업이익률	0.86	5.05	9.52	11.58	12.42

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	217	1,412	2,937	4,012	4,677
BPS	8,972	10,637	13,213	16,863	21,179
CFPS	2,983	4,162	4,769	5,875	6,443
EBITDAPS	2,082	3,413	4,822	5,876	6,444
SPS	24,878	27,924	30,865	34,675	37,646
DPS	307	364	364	364	364
주기지표(배)					
PER	102.04	13.00	14.40	10.54	9.04
PBR	2.47	1.73	3.20	2.51	2.00
PCFR	7.42	4.41	8.87	7.20	6.57
EV/EBITDA	11.72	5.92	4.89	3.23	2.25
PSR	0.89	0.66	1.37	1.22	1.12
재무비율(%)					
ROE	2.54	15.03	25.60	27.51	25.19
ROA	0.96	6.10	11.28	12.93	13.08
ROIC	3.65	27.50	40.22	52.34	65.19
부채비율	168.10	128.54	125.65	102.80	84.40
순부채비율	42.22	18.98	6.02	(23.06)	(39.86)
이자보상비율(배)	6.40	11.18	12.99	16.57	18.89

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	348.4	361.8	464.8	588.5	720.3
금융자산	81.5	93.5	180.8	292.3	401.9
현금성자산	23.1	31.5	114.4	218.5	322.5
매출채권	151.2	146.6	157.0	163.3	175.5
재고자산	101.0	109.6	113.9	118.5	127.4
기타유동자산	14.7	12.1	13.1	14.4	15.5
비유동자산	204.8	207.0	238.9	224.8	213.8
투자자산	55.7	59.1	61.3	65.1	67.9
금융자산	27.8	35.1	35.6	36.5	37.1
유형자산	106.8	111.3	101.2	84.8	72.3
무형자산	16.9	11.9	16.6	15.1	13.7
기타비유동자산	25.4	24.7	59.8	59.8	59.9
자산총계	553.1	568.8	703.7	813.4	934.1
유동부채	268.2	306.4	349.9	369.1	383.4
금융부채	115.4	137.8	168.9	169.1	169.3
매입채무	50.7	81.8	87.7	97.5	104.7
기타유동부채	102.1	86.8	93.3	102.5	109.4
비유동부채	78.6	13.5	41.9	43.2	44.1
금융부채	53.3	3.0	30.7	30.7	30.7
기타비유동부채	25.3	10.5	11.2	12.5	13.4
부채총계	346.8	319.9	391.8	412.3	427.5
지배주주지분	206.3	248.9	311.9	401.1	506.5
자본금	57.2	59.4	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	96.6	104.4	102.7	102.7	102.7
자본조정	(10.8)	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	63.3	96.2	159.2	248.4	353.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	206.3	248.9	311.9	401.1	506.5
순금융부채	87.1	47.2	18.8	(92.5)	(201.9)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	18.9	62.2	76.9	120.4	126.0
당기순이익	5.2	34.2	71.8	98.1	114.3
조정	61.4	31.5	21.9	17.9	13.9
감가상각비	14.8	15.5	23.1	17.9	13.9
외환거래손익	0.2	1.4	(1.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	3.8	0.0	0.0	0.0
기타	46.4	10.8	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(47.7)	(3.5)	(16.8)	4.4	(2.2)
투자활동 현금흐름	16.7	(27.6)	(36.0)	(11.2)	(8.3)
투자자산감소(증가)	(15.0)	(3.4)	(2.2)	(3.8)	(2.8)
자본증가(감소)	56.1	(9.4)	(11.2)	0.0	0.0
기타	(24.4)	(14.8)	(22.6)	(7.4)	(5.5)
재무활동 현금흐름	(18.2)	(26.7)	28.4	(8.6)	(8.7)
금융부채증가(감소)	(5.5)	(27.9)	58.9	0.2	0.2
자본증가(감소)	0.4	10.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.0)	(1.4)	(21.7)	0.0	(0.1)
배당지급	(7.1)	(7.4)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
현금의 증감	17.5	8.4	82.5	104.0	104.1
Unlevered CFO	72.2	100.9	116.6	143.6	157.5
Free Cash Flow	11.6	52.8	65.7	120.4	126.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

JW중외제약



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.10	BUY	47,000		
23.7.11	BUY	40,000	-8.34%	6.25%
23.5.2	BUY	35,000	-32.09%	-23.14%
23.2.9	BUY	33,993	-38.84%	-33.22%
22.10.11	BUY	29,136	-35.24%	-26.50%
22.8.11	BUY	31,079	-36.55%	-28.44%
22.5.20	BUY	33,993	-31.24%	-25.29%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 8월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2023년 8월 10일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 08월 09일