

BUY 유지

목표주가 하향 50,000원

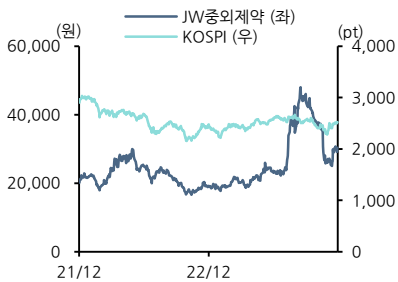
종가(23.11.30) 30,050원

상승여력 66.4%

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| KOSPI(11/30) | 2,535.3pt |
| 시가총액 | 6,862억원 |
| 액면가 | 2,500원 |
| 52주 최고가 | 48,000원 |
| 52주 최저가 | 17,773원 |
| 외국인지분율 | 10.6% |
| 90일 일평균거래대금 | 105억원 |
| 주요주주지분율 | |
| JW홀딩스 (외 8인) | 42.9% |
| 유동주식비율 | 55.8% |

Stock Price



고마진구조 안착, R&D 기반도 좋다

고마진 제품 매출 고성장으로 영업이익 레벨업

2023년 4분기 매출액 2,054억원(YoY +6.3%), 영업이익 288억원(YoY +0.3%)으로 전망된다. 엔데믹으로 전문의약품 매출이 성장하고, 핵심 고마진 제품인 리베로패밀리와 헴리브라(상품)가 고성장한 결과이다. 매출원가율이 안정되고 판매비율이 낮아지며, 분기별 영업이익의 레벨이 달라지고 있다.

2024년 영업이익 1천억원시대 진입, 수익성 업계 최상위권

첫째, 2024년 리바로패밀리 안정성장, 헴리브라 고성장 예상된다. 리바로 패밀리는 복합제 리바로젯 고성장으로 2023년 29.3% 증가한 1,483억원으로 추정된다. 2024년에도 13.0% 성장한 1,676억원으로 전망된다. 복합제 리바로젯이 약가 가산이 종료되어 2023년 8월에 9.1% 약가인하 등으로 3분기 리바로 패밀리 매출액은 전분기와 비슷했다. 4분기에는 이러한 효과가 종료되며 다시 QoQ 증가세할 것이다. 향후 리바로젯(비타스타틴+에제티미브)은 당노 안정성 장점으로 고지혈증시장에서 고성장을 지속할 전망이다. 추가적인 리바로 복합제도 개발 중이다.

또한, 혈우병치료제 헴리브라의 성장폭이 예상보다 가파르다. 2023년 5월에 비항체군까지 보험적용에 힘입어 3분기에만 85억원으로 성장하면서 2023년 연간 240억원, 2024년 연간 400억원대로 성장할 전망이다.

둘째, 2024년에 영업이익 1천억원시대로 진입할 전망이다. 마진 좋은 리바로와 헴리브라가 고성장하는 가운데, 기타 페린젝트(철분제), 악림타(류마티스 관절염), 엔커버(경장 영양)등이 성장하면서 영업이익이 2023년에 958억원(YoY +52.1%), 2024년에 1,040억원(YoY +8.6%)으로 대폭 증가할 전망이다. 이 경우 2024년 영업이익률은 12.9%으로 중상위권 제약사 중에서 최상위권이다.

Financial Data

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2021 | 607 | 31 | -1 | -62 | n/a | 14.1 | 2.5 | -0.5 | 1.4 |
| 2022 | 684 | 63 | 32 | 1,370 | 13.4 | 7.1 | 1.8 | 14.4 | 2.0 |
| 2023E | 749 | 96 | 36 | 1,575 | 19.1 | 7.2 | 2.9 | 14.6 | 1.2 |
| 2024E | 809 | 104 | 70 | 3,097 | 9.7 | 6.3 | 2.3 | 24.6 | 1.2 |
| 2025E | 883 | 115 | 78 | 3,445 | 8.7 | 5.4 | 1.9 | 22.2 | 1.2 |

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

기업 수익성 체질 개선, 길게 보면 주가 상승 잠재력 있다

**JW1601 반환으로
단기 기대는 크게 줄었지만,
R&D플랫폼 기반
성장 잠재력은 여전하다**

아토피 피부염 치료제 JW1601의 권리를 덴마크 Leo파마로부터 반환 받아 마일스톤 수입에 대한 기대가 크게 감소했지만 R&D잠재력은 여전하다고 평가된다. 동사가 집중하고 있는 신약 Pipeline은 전임상 중인 탈모치료제 JW0061과 항암제 JW2286인데, 둘다 2024년 임상 1상 진입을 목표로 하고 있다. 특히 독일 머크와의 AI소프트 웨어 “신시아”를 활용하는 협약을 체결, 신약개발의 효율성 개선에 대한 기대도 큰 있다. 또한 통풍치료제 URC102가 한국에서 임상 3상 중이고, 기술수출된 중국 Simcere사에서 임상 2상을 진행 중이다. 이외에도 동사는 WNT 스크리닝 플랫폼(JWELRY)과 STATs 스크리닝 플랫폼(CLOVER) 기술로 다양한 신약 Pipeline을 지속적으로 개발하고 있어, 향후 신약개발 잠재력(시간단축, 성공확률 제고)이 국내 상위사와 거의 대등한 수준으로 볼 수도 있다.

**영업실적 성장 잠재력과
주가 저평가요인을 감안
장기관점에서
매수의견 유지**

주가는 2023년에는 영업실적이 개선되면서 8월에 52,500원까지 상승했으나, 기술수출이 반환되고 공정위로부터 대규모 일회성 과징금을 부과 받으면서 현재 3만원 내외에서 조정 중이다. 향후 주가 시나리오를 그려 보면 다음과 같다.

첫째, 우선 2024년 추정이익 기준 PER이 9배대로 중상위 제약사와 비교하면 크게 낮다. 현재 한미약품, 유한양행, 녹십자, 대웅제약, 종근당 등 중상위 5개사의 2024년 평균 PER 컨센서스가 27배 수준이다. JW중외제약의 영업실적 성장률과 영업이익률 13%를 감안하면 주가는 중상위 제약사 PER대비 크게 저평가된 수준이다.

둘째, 따라서 기술수출이 반환과 과징금 부과 악재에 대해 투자심리적으로 적응기간을 거치고 나면 주가가 상승할 수 있을 것이다. 또한 R&D측면에서는 전임상 2개 Pipeline (JW0061과 JW2286)중에서 2024년 임상 1상에 진입하면 주가 밸류에이션 Multiple상에서 할인이 조금씩 해소될 수 있을 것이다. 다만 목표주가는 현실을 반영, 적정 PER을 하향 조정해서 기존 56,000원에서 50,000원으로 소폭 하향 조정한다.

최근까지 주가가 크게 조정을 받은 만큼 큰 폭의 조정가능성은 적은 상태이다. 2024년까지 길게 본다면 추세적인 주가 상승여지가 있는 것으로 판단된다. 장기관점에서 매수의견을 유지한다.

표 1. 주요 품목별 매출 추이

(단위: 억원)

| 구분 | 2020 | 2021 | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 2022 | 1Q | 2Q | 3Q | 4QE | 2023E |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 5,473 | 6,066 | 1,563 | 1,650 | 1,698 | 1,932 | 6,844 | 1,734 | 1,859 | 1,842 | 2,054 | 7,489 |
| (매출액 증가율) | 7.0% | 10.8% | 10.0% | 13.0% | 14.0% | 14.0% | 12.8% | 10.9% | 12.7% | 12.1% | 8.5% | 6.3% |
| 리바로 고지혈증 | 708 | 789 | 255 | 265 | 311 | 316 | 1,147 | 340 | 373 | 375 | 395 | 1,483 |
| | | 11.4% | 36.4% | 44.0% | 60.3% | 41.1% | 45.4% | 33.3% | 40.8% | 20.6% | 25.0% | 29.3% |
| 수액제(전체) 일반, 영양, 특수 수액 | 2,118 | 2,197 | 558 | 461 | 574 | 648 | 2,241 | 600 | 458 | 566 | 635 | 2,259 |
| | 1.7% | 3.7% | 10.3% | -15% | -0.5% | 13.5% | 2.0% | 7.5% | -0.7% | -1.4% | -2.0% | 0.8% |
| (영양수액제) 영양수액제 | 1,027 | 1,112 | 282 | 332 | 359 | 340 | 1,313 | 310 | 320 | 346 | 374 | 1,350 |
| | 6.2% | 8.3% | 14.2% | 19.4% | 20.9% | 18.0% | 18.1% | 9.9% | -3.6% | -3.6% | 10.0% | 2.8% |
| 시그마트 협심증치료제 | 152 | 148 | 32 | 32 | 33 | 33 | 130 | 32 | 33 | 34 | 34 | 133 |
| | | -2.6% | -30% | -18% | 0.0% | 10.0% | -12% | 0.0% | 3.1% | 3.0% | 2.0% | 2.0% |
| 페린렉트 고탐량 철분주사제 | 138 | 171 | 46 | 50 | 52 | 56 | 206 | 59 | 55 | 53 | 68 | 235 |
| | | 23.9% | 17.9% | 19.0% | 20.0% | 20.0% | 20.5% | 28.3% | 10.0% | 2.7% | 20.0% | 13.9% |
| 악템라 관절염제 | 160 | 200 | 64 | 57 | 57 | 58 | 236 | 57 | 58 | 66 | 61 | 242 |
| | | 25.0% | 56.1% | 29.5% | 7.5% | -6.5% | 18.0% | -11% | 6.0% | 15.8% | 6.0% | 2.7% |
| 기타 | 2,197 | 2,561 | 608 | 785 | 672 | 820 | 2,886 | 646 | 882 | 748 | 861 | 3,137 |
| | | 16.5% | 1.1% | 29.1% | 12.0% | 12.0% | 12.7% | 6.2% | 12.4% | 11.3% | 5.0% | 8.7% |

자료: JW중외제약, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

| 12월결산 (억원) | 2022 | | | | 2023E | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4QE |
| 매출액 | 1,563 | 1,650 | 1,698 | 1,932 | 1,734 | 1,859 | 1,842 | 2,054 |
| 영업이익 | 133 | 94 | 116 | 287 | 203 | 206 | 261 | 288 |
| 세전이익 | 107 | 67 | 115 | 165 | 208 | 186 | -99 | 278 |
| 순이익 | 94 | 9 | 81 | 114 | 154 | 160 | -179 | 254 |
| YoY(%) | | | | | | | | |
| 매출액 | 10.0 | 13.0 | 14.0 | 14.0 | 10.9 | 12.7 | 8.5 | 6.3 |
| 영업이익 | 42.2 | 369.2 | 52.7 | 133.9 | 52.6 | 118.8 | 125.9 | 0.3 |
| 세전이익 | 99.2 | 흑전 | 64.6 | 89.7 | 94.8 | 177.5 | 적전 | 68.0 |
| 순이익 | 131.7 | 흑전 | 62.0 | 흑전 | 63.1 | 1,776.3 | 적전 | 122.3 |

자료: JW중외제약, 연결기준, 상상인증권

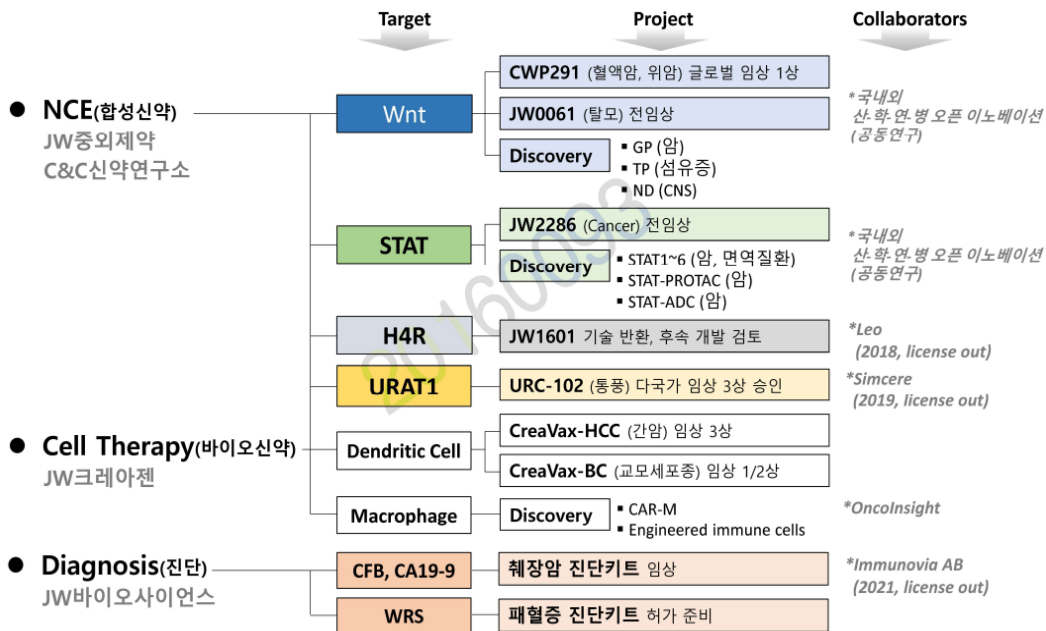
표 3. JW중외제약 주가 밸류에이션

(단위: 배, 억원)

| | | |
|-----------------|------------|---|
| 2024년 지배주주 추정이익 | 705 | Peer 5개사 2023년 평균 PER 27배(한미약품, 녹십자, 종근당, 유한양행, 대웅제약) 주요 중상위 5개사평균 대비 40% 할인 |
| PER(배) | 17.0 | |
| 기업가치 | 13,596 | |
| 발행주식수(주) | 24,439,812 | |
| 자기주식수(주) | 297,387 | |
| 유통주식수(주) | 24,142,425 | |
| 적정주가(원) | 49,640 | |

자료: 상상인증권

표 4. R&D Pipeline



자료: JW중외제약, 상상인증권

대차대조표

| (단위: 십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 366.5 | 425.5 | 378.5 | 452.5 | 535.2 |
| 현금 및 현금성자산 | 33.4 | 33.9 | 15.8 | 93.3 | 146.8 |
| 매출채권 | 157.3 | 153.5 | 168.8 | 170.1 | 185.6 |
| 재고자산 | 102.5 | 111.7 | 129.0 | 121.5 | 132.6 |
| 비유동자산 | 266.6 | 202.5 | 292.2 | 293.6 | 296.6 |
| 관계기업투자등 | 98.9 | 33.9 | 64.7 | 67.3 | 70.1 |
| 유형자산 | 116.1 | 120.3 | 127.9 | 124.2 | 122.0 |
| 무형자산 | 21.5 | 16.3 | 26.7 | 26.1 | 25.6 |
| 자산총계 | 633.1 | 628.0 | 670.7 | 746.0 | 831.8 |
| 유동부채 | 282.7 | 380.1 | 315.9 | 329.1 | 345.0 |
| 매입채무 | 90.5 | 132.9 | 142.6 | 154.0 | 168.0 |
| 단기금융부채 | 125.4 | 208.1 | 128.1 | 128.1 | 128.1 |
| 비유동부채 | 161.8 | 22.1 | 98.6 | 99.1 | 99.6 |
| 장기금융부채 | 136.1 | 9.6 | 84.9 | 84.9 | 84.9 |
| 부채총계 | 444.5 | 402.2 | 414.5 | 428.2 | 444.6 |
| 지배주주지분 | 201.2 | 240.4 | 256.2 | 317.8 | 387.2 |
| 자본금 | 57.2 | 59.4 | 61.1 | 61.1 | 61.1 |
| 자본잉여금 | 96.6 | 104.4 | 102.8 | 102.8 | 102.8 |
| 이익잉여금 | 58.6 | 89.1 | 116.5 | 178.1 | 247.5 |
| 비지배주주지분 | -12.7 | -14.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 188.5 | 225.8 | 256.2 | 317.8 | 387.2 |

현금흐름표

| (단위: 십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 영업활동 현금흐름 | 18.1 | 56.8 | 41.1 | 110.2 | 87.6 |
| 당기순이익(손실) | -1.4 | 29.9 | 38.8 | 74.2 | 82.5 |
| 현금수익비용가감 | 72.5 | 68.6 | 63.5 | 16.8 | 16.0 |
| 유형자산감가상각비 | 14.5 | 14.1 | 19.9 | 15.4 | 15.0 |
| 무형자산상각비 | 1.6 | 2.8 | 2.7 | 4.7 | 4.6 |
| 기타현금수익비용 | 54.4 | 47.2 | 39.3 | -3.2 | -3.6 |
| 운전자본 증감 | -46.1 | -6.2 | -43.3 | 19.2 | -10.9 |
| 매출채권의 감소(증가) | -41.3 | -4.5 | -12.2 | -1.3 | -15.5 |
| 재고자산의 감소(증가) | -2.7 | -11.5 | -14.2 | 7.5 | -11.1 |
| 매입채무의 증가(감소) | 3.9 | 36.5 | -17.8 | 11.3 | 14.0 |
| 기타영업현금흐름 | -6.0 | -26.7 | 0.8 | 1.6 | 1.6 |
| 투자활동 현금흐름 | -22.9 | -18.9 | -60.1 | -23.8 | -25.2 |
| 유형자산 처분(취득) | 56.0 | -9.9 | -26.9 | -11.7 | -12.8 |
| 무형자산 감소(증가) | -5.4 | -2.4 | -7.6 | -4.1 | -4.1 |
| 투자자산 감소(증가) | -29.3 | -5.9 | -4.2 | -5.0 | -5.2 |
| 기타투자활동 | -44.2 | -0.6 | -21.5 | -3.0 | -3.1 |
| 재무활동 현금흐름 | 27.2 | -36.9 | 0.7 | -8.8 | -9.0 |
| 차입금의 증가(감소) | 34.4 | -39.3 | 9.9 | 0.0 | 0.0 |
| 자본의 증가(감소) | -7.2 | 2.4 | -9.1 | -8.8 | -9.0 |
| 배당금 지급 | 7.1 | 7.4 | 8.8 | 8.8 | 9.0 |
| 기타재무활동 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | 22.9 | 0.5 | -18.1 | 77.6 | 53.4 |
| 기초현금 | 10.5 | 33.4 | 33.9 | 15.8 | 93.3 |
| 기말현금 | 33.4 | 33.9 | 15.8 | 93.3 | 146.8 |

손익계산서

| (단위: 십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 606.6 | 684.4 | 748.9 | 808.9 | 882.6 |
| 매출원가 | 372.2 | 396.4 | 415.2 | 441.1 | 476.6 |
| 매출총이익 | 234.4 | 288.0 | 333.7 | 367.7 | 406.0 |
| 판매비와 관리비 | 203.2 | 225.0 | 238.0 | 263.7 | 291.3 |
| 영업이익 | 31.2 | 63.0 | 95.8 | 104.0 | 114.7 |
| EBITDA | 47.3 | 79.8 | 118.4 | 124.1 | 134.4 |
| 금융손익 | -6.3 | -5.9 | -6.8 | -4.5 | -4.2 |
| 관계기업등 투자손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -2.1 | -8.7 | -31.9 | -0.6 | -0.6 |
| 세전계속사업이익 | 20.5 | 45.4 | 57.1 | 98.9 | 110.0 |
| 계속사업법인세비용 | 22.0 | 15.5 | 18.4 | 24.7 | 27.5 |
| 당기순이익 | -1.4 | 29.9 | 38.7 | 74.2 | 82.5 |
| 지배주주순이익 | -1.0 | 31.9 | 36.2 | 70.5 | 78.4 |
| 매출총이익률 (%) | 38.6 | 42.1 | 44.6 | 45.5 | 46.0 |
| 영업이익률 (%) | 5.1 | 9.2 | 12.8 | 12.9 | 13.0 |
| EBITDA 마진률 (%) | 7.8 | 11.7 | 15.8 | 15.3 | 15.2 |
| 세전이익률 (%) | 3.4 | 6.6 | 7.6 | 12.2 | 12.5 |
| 지배주주순이익률 (%) | -0.2 | 4.7 | 4.8 | 8.7 | 8.9 |
| ROA (%) | -0.2 | 5.1 | 5.6 | 10.0 | 9.9 |
| ROE (%) | -0.5 | 14.4 | 14.6 | 24.6 | 22.2 |
| ROIC (%) | -0.8 | 14.4 | 20.0 | 24.4 | 27.4 |

주요투자지표

| (단위: 십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 투자지표 (배) | | | | | |
| P/E | n/a | 13.4 | 19.1 | 9.7 | 8.7 |
| P/B | 2.5 | 1.8 | 2.9 | 2.3 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 14.1 | 7.1 | 7.2 | 6.3 | 5.4 |
| P/S | 0.9 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 배당수익률 (%) | 1.4 | 2.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 증가율 | 10.8 | 12.8 | 9.4 | 8.0 | 9.1 |
| 영업이익 증가율 | 흑전 | 101.8 | 52.1 | 8.6 | 10.3 |
| 세전이익 증가율 | 흑전 | 120.9 | 25.9 | 73.3 | 11.2 |
| 지배주주순이익 증가율 | 적지 | 흑전 | 13.4 | 95.0 | 11.2 |
| EPS 증가율 | 적지 | 흑전 | 14.9 | 96.7 | 11.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 235.8 | 178.2 | 161.8 | 134.7 | 114.8 |
| 유동비율 | 129.6 | 111.9 | 119.8 | 137.5 | 155.1 |
| 순차입금/자기자본 | 87.9 | 56.3 | 54.1 | 18.4 | 0.7 |
| 영업이익/금융비용 | 4.3 | 6.7 | 7.4 | 8.1 | 8.9 |
| 총차입금 (십억원) | 261.4 | 217.7 | 213.1 | 213.1 | 213.1 |
| 순차입금 (십억원) | 165.7 | 127.2 | 138.5 | 58.6 | 2.6 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS | -62 | 1,370 | 1,575 | 3,097 | 3,445 |
| BPS | 8,793 | 10,113 | 10,483 | 13,005 | 15,844 |
| SPS | 25,068 | 28,001 | 30,643 | 33,097 | 36,114 |
| DPS | 307 | 364 | 370 | 370 | 370 |

JW 중외제약 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

| 구분 | 투자의견 기준 및 기간 | 투자등급 | 투자의견 비율 | 비고 | 구분 | 투자의견 기준 및 기간 | 투자등급 | 투자의견 비율 | 비고 |
|------------------|--|-----------------------|------------|-----------------|-----------------|--------------------------------|------|------------|----------------------|
| 산업 (Industry) | 투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률 | Overweight (비중확대) | 85.7% | 시가총액 대비 비중확대 | 기업 (Company) | 투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률 | BUY | 990% | 절대수익률 15% 초과 |
| | | Neutral (중립) | 14.3% | 시가총액 수준 유지 | | | HOLD | 10% | 절대수익률 +15% ~ -15% |
| | | Underweight (비중축소) | 0.7% | 시가총액 대비 비중축소 | | | SELL | 0.0% | 절대수익률 -15% 초과 |
| | | 합계 | 100% | | | | 합계 | 100% | |