

JW GROUP

▪ JW중외제약(001060)

BUY(Initiate)

목표주가: 56,000원

▪ JW생명과학(234080)

BUY(Initiate)

목표주가: 40,000원

2017. 3.27

‘해방동이, 제약구세(製藥救世)를 꿈꾸다.’

JW그룹은 70년 넘는 역사를 지닌 전통 제약회사입니다. 설립 초기부터 환자들에게 꼭 필요한 필수약품을 공급하며 국민건강과 보건주권에 크게 이바지했습니다. 비록 동사가 의약품 산업의 성장과 함께 해왔지만, 규제강화 및 경영부진 등으로 한 때 어려움을 겪기도 했습니다. 재무구조가 악화되기도 했습니다. 하지만 동사는 미래를 위한 성장동력 마련을 위해 과감한 투자를 집행, 당진에 cGMP급 글로벌 생산기지를 마련하였고 현재는 투자의 결실을 맺고 있는 상황입니다. 신약 R&D에서도 제네릭 의약품 개발보다는 오리지널 신약 개발에 더 집중하고 있으며, 선진국과의 공동개발, 혁신 표적항암제 개발 등 어려운 도전을 지속하고 있습니다. 재무구조도 개선되고 있고 영업실적도 턴어라운드를 시작했습니다. 회사가 변화하고 있습니다.



제약/바이오/헬스케어

Analyst 김주용

(02) 3787-5109

jykim21@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. Group summary 3

- > 해방동이, 製藥救世를 꿈꾸다 3

II. Group 사업영역 9

- > 지주사 체제의 사업 다각화 전략 9

기업분석 16

- > JW중외제약 (001060) 17
- > JW생명과학 (234080) 35

- 당사는 3월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

JW홀딩스 그룹

>>> 해방동이, 製藥救世를 꿈꾸다

JW그룹은 1945년 광복과 함께 탄생한 대표적인 해방동이 기업. 중외제약은 필수약품인 수액을 국산화해 생산하면서 기업의 면모를 갖추게 되었고 창업의 모토였던 ‘製藥救世’(약을 만들어 세상을 구한다)를 실천하면서 국민건강과 보건주권에 크게 이바지. 2006년 충남 당진에 세계 최대 규모의 cGMP급 수액제조 공장을 준공, 글로벌 수출을 위한 생산기지 확보. 70년 넘는 수액개발의 역사와 생산경험을 바탕으로 글로벌 수액생산 전문업체로 도약할 것.

>>> 지주사 체제의 사업 다각화 전략

동사는 2007년 인적분할 및 지주회사 전환을 완료하고 지주사 중심의 사업 다각화 전략을 통해 성장을 이어가고 있음. JW홀딩스는 그룹의 지주회사로 그룹의 투자 및 자회사 총괄, 해외사업을 영위. 종속회사로는 JW중외제약, JW신약, JW메디칼, JW생명과학, JW산업 등이 있으며 필리핀, 베트남 등 2곳의 아시아 지역 법인이 있음. 전문의약품 및 일반의약품 생산 판매, 수액개발 및 생산 판매에서부터 진단, 의료기기, 생활용품 등 다각화된 사업 포트폴리오를 보유. 글로벌 헬스케어 그룹으로 도약 기대.

>>> 기업분석: JW중외제약, JW생명과학

JW중외제약

- 1) 2017년 본격적인 실적개선이 예상: 동사는 70여년간의 수액 연구개발 및 생산 경험을 바탕으로 국내 수액시장에서의 높은 점유율을 차지. 수액 및 영양수액의 점유율 확대에 힘입어 안정적인 실적이 뒷받침 될 것.
- 2) 혁신신약 R&D의 글로벌 성과가 기대: ‘Wnt 표적항암제 CWP291’은 암의 줄기세포를 사멸시켜 근원적으로 암을 치료하는 획기적인 치료제, 글로벌 파트너링이 가시화되는 시점에 동사 기업가치도 한 단계 업그레이드.

JW생명과학

- 1) 2018년부터 미국 박스터사와 계약한 3-Chamber 영양수액(TPN)의 공급을 유럽지역으로 시작, JW홀딩스형 공급물량 확대로 높은 외형성장 전망.
- 2) 의원, 병원 등 내수시장에서 안정적인 실적이 뒷받침 될 것, 마진높은 영양수액 매출확대로 수익성 개선.

I. Group summary

>>> 해방동이, 製藥救世를 꿈꾸다

수액개발의 신기원 달성

JW그룹은 1945년 광복과 함께 탄생한 대표적인 해방동이 기업이다. 광복 직후 산업 기반이 마련되지 않았던 상황에서 이들 기업은 초기 기업의 형태를 만들고 한국의 경제발전과 함께 동반 성장했다. 중외제약은 필수약품인 수액을 국산화해 생산하면서 기업의 면모를 갖추게 되었고 창업의 모토였던 ‘製藥救世’(약을 만들어 세상을 구한다)를 실천하면서 국민 건강과 보건주권에 크게 이바지할 수 있었다. 1945년 ‘조선중외제약소’로 출발해 1953년 ‘대한중외제약’으로 상호를 변경, 1958년부터 본격적인 수액개발을 시작했다. 1959년 국내 최초로 ‘5% 포도당’ 수액을 상업화하면서 국내 수액사업의 근간을 마련했다. 수액사업은 최적의 수원(水源)을 필요로 하는 대표적인 장치 산업이다. 동사는 1964년 국내 최초로 수액제 일관 제조 시설을 도입했고 1980년대에 들어서는 수액 생산 자동화 시스템을 구축해 대량생산을 시작했다. 2006년에는 충남 당진에 세계 최대 규모의 cGMP급 수액제조 공장을 준공해 글로벌 제약사로 수액을 수출할 수 있는 시설도 확보했다. 수액은 병원에 입원한 환자에게는 꼭 필요한 필수약품으로 생산시설 등 투자규모에 비해 수익성은 크지 않아 수많은 기업들이 생산을 기피하는 제품이다. 그럼에도 불구하고 동사는 수액생산을 포기하지 않았다. 동사의 창업주故이기석 사장은 국민건강에 꼭 필요한 생명수를 만든다는 사명감을 강조하였고, 그 생명존중의 철학은 지금까지 이어지고 있다. 최근 화두가 되고 있는 사회적 기업(사회공헌과 기업성장을 동시에 추구)의 개념과 유사하다. 동사는 70년 넘는 수액개발의 역사와 생산경험을 바탕으로 글로벌 수액생산 전문업체로 도약할 수 있게 됐다.

수액이야기



초창기 수액은 전 공정이 수작업으로 이루어져 가내수공업의 형태였다. 하루 생산량이 4 백병정도 밖에 되지 않았다. 해방이후 미군에서 사용하던 폐병을 회수해서 모래 등을 사용해 씻어 사용했다. 이때 규격이 일정하지 않아 파손되는 경우도 많았다 한다. 이후 정수시설이 생기고 자동 증류수 제조기 등이 도입되면서 하루 3 천~4 천병으로 늘게 되었다. 현재는 전 공정이 자동화되면서 대규모 생산이 가능하게 되었다. 수액은 환자들의 생명수다. 인체의 혈관에 직접 투여하는 만큼 까다로운 생산과정을 거친다. 안전성이 무엇보다도 중요하다. 수액 영업을 하는 직원들의 이야기를 들으면 수액에 이물질, 오염발생, 튜브불량 등이 발생해 병원으로부터 클레임이 들어오면 깊은 밤이나 새벽, 시간을 가리지 않고 병원을 찾아가 클레임을 해결한다고 한다. 수액의 제조공정은 13 단계로 매우 까다롭다. 지하수를 끌어올려 여과, 멸균, 정제 등의 과정을 필히 거친다. 수액백속에 이물질을 확인하는 작업도 필수다. 이때는 품질부서의 직원들이 직접 눈으로 확인하는 작업도 필요하다. 대략적인 과정은 물공급-원료칭량-약액조제-용기성형-충전-검사-오버랩-포장-멸균-검사-포장-운반-보관-출고 순이다. 이렇게 만들어진 수액은 우리가 병원에서 수술을 받거나 입원을 했을 경우 만나볼 수 있다. 병원에 입원하는 일이 발생하는 것은 좋지 않지만 만약 기회가 된다면 한방울씩 떨어지는 수액을 살펴보자. 지하수가 생명수가 되기까지 고생이 많았다. 수액은 참 간간한 물이다.

1945~1980년 | 수액사업의 기틀 마련

중외제약의 전신은 1945년 해방과 함께 출범한 조선중외제약소이다. 초창기 가내수공업 형태에서 탈피해 총무로에 공장을 신축했다. 회사명도 대한중외제약소로 변경했다. 1950년대는 전쟁 이후 산업의 틀이 형성되지 않았던 시기였다. 당시 병원에서는 미군에서 사용하기 위해 들여온 수액으로 수요를 충족시킬 수 밖에 없었다. 1959년 10월 대한중외제약은 5% 포도당 수액을 독자적으로 개발하기에 이른다. 1969년 인공신장투석액 ‘인페리놀’을 개발해 필수약품의 생산을 확대하였고 1971년부터 5% 포도당 주사를 일본으로 수출하게 되면서 본격적인 수액사업의 기틀을 다져나갔다. 1977년 경기도 화성에 공장을 신축 이전하였고 최신 자동화 설비를 구축하면서 글로벌 수출이 가능한 제약사의 면모를 갖추게 됐다. 동사에게도 위기는 있었다. 1966년은 창업 이래 재무 및 영업활동에 어려움을 겪기도 했다. 이 시기에 현재 이종호 명예회장이 영입되었다. 이종호 명예회장은 경영기획실장으로써 총무로 본사를 하월곡동으로 이전하고 시설 확충에 집중했다. 또 재무구조 개선을 위한 자금 조달, 조직 개편 등을 통해 경영위기 상황을 진정시킬 수 있었다. 이러한 노력으로 1970년대 중반에는 회사가 정상화되었고 새로운 조직체계를 구축하며 성장세로 돌아서게 됐다.

1945년 조선중외제약소



자료: JW중외제약

고 성천 이기석 사장



자료: JW중외제약

1960년대 주력품목



자료: JW중외제약

1976년 기업공개



자료: JW중외제약

1981~2000년 | 신약 R&D를 위한 열정

동사에게 있어 1980년대는 신약 R&D 역량 강화를 위한 시기였다. 1980년대 중반까지만 해도 국내 제약산업의 연구활동은 외국제품을 국산화 하는 데 머물러 있었다. 동사는 1983년 종합연구소를 설립한데 이어 1992년과 2000년에는 각각 연구개발 합작 법인인 C&C신약연구소와 미국 시애틀 JW Theriac 연구소를 설립하면서 한국, 미국, 일본에 걸친 글로벌 R&D 네트워크를 구축했다. 종합연구소 설립 후 미국에 이어 세계 두번째로 지사제 원료 ‘염산리다미딘’ 합성, 일본에 이어 두번째로 항암제 원료 ‘에노시타빈’ 합성, 항진균제 ‘케타코나졸’(1990), PPI 제제 ‘오메프라졸’(1991), 항진균제 ‘이트라코나졸’(1993) 등의 합성 및 개발에 성공했다. 1987년 물질특허 제도 도입 이후 단순한 외국제품의 국산화 중심의 연구개발은 한계가 있었다. 의약품의 수입개방이 이루어 지면서 상황은 더욱 어려워 졌다. 이를 계기로 동사는 연구개발의 포커스를 독창적인 신물질 개발에 집중해 나갔다. 그 결과 동사는 국내 4호 신약인 ‘큐록신’(항진균제)의 상업화에 성공할 수 있었다.

R&D 투자실적(1983~1994년) (금액: 백만원)

	연구개발비				매출액
	Research	Development	Total	%	
1983			155	0.6	25,762
1984			238	0.7	29,783
1985			500	1.5	33,775
1986			650	1.9	31,775
1987			1,059	2.7	37,740
1988			1,265	2.9	43,623
1989	1,121	344	1,465	3	49,054
1990	1,423	577	2,000	3.4	59,453
1991	1,797	704	2,500	3.3	75,600
1992	2,800	400	3,523	4.2	83,145
1993	3,216	1,057	4,273	4.3	98,395
1994	3,948	1,298	5,246	4.8	110,118

자료: 출처: JW중외제약, 키움증권

1983년 종합연구소 설립



자료: JW중외제약

미국 시애틀 JW Theriac 연구소



자료: JW중외제약

2001~현재 | 글로벌 진출을 위한 투자

2000년대에 들어서 동사는 글로벌 진출을 위한 투자를 확대하고 신약 개발을 통한 경쟁력을 확보하기 위한 노력을 지속하고 있다. 2001년 이경하 사장(현 회장)이 취임하면서 글로벌 경영을 위한 행보가 본격화 되었다. 국내 제약 산업은 1950년대 외국산 의약품 수입과 판매에서 1960년대 원료 수입 및 제제화 기술 도입, 1970년대 원료의약품 합성 제조 모방, 1980년대 완제 기술 확보 단계 등으로 발전해 왔다. 1990년대부터 본격적으로 물질 도입부터 자체 신약개발을 위한 노력이 지속됐으나 현재까지도 글로벌 혁신 신약 상업화 단계까지는 도달하지 못한 상태다. 국내 제약산업이 글로벌 경쟁에 발맞추기 위해서는 신약 개발을 통한 세계 시장 진출이 핵심이다. 동사는 원료합성 기술을 비롯해 혁신 신약 개발을 통해 미래 성장 동력을 모색하고 있다. 이러한 노력을 통해 국내 3번째 신약 ‘큐록신정’의 상업화, 차세대 항생제 ‘이미페넴’ 개발, 국내 17번째 신약 ‘제피드정’(발기부전치료제) 상업화 등 우수한 R&D 경쟁력을 인정받게 됐다. 또 글로벌 수액시장 진출을 위해 국내 최대 규모의 Non-PVC 수액공장을 준공했다. JW당진공장은 연간 1억 2천만 백에 달하는 수액제를 비롯해 주사제, 고형제, 무균제 등 의약품을 생산한다. 그 결과 동사는 미국 박스터와 일본 SKK 등 글로벌 제약사와 수출 계약을 체결하는 등 글로벌 경쟁력을 갖춰 나가는 모습을 보여주고 있다.

Non-PVC백 수액



자료: JW중외제약

영양수액군



자료: JW중외제약

시화공장 전경(원료합성)



자료: JW중외제약

당진공장 전경(수액 및 완제)



자료: JW중외제약

회사연혁

1945년	▪ 회사 설립 : 조선중외제약소 (서울 중구 충무로 3가)
1953년	▪ 법인설립 : 대한중외제약 주식회사
1969년	▪ 발명상 수상 : TC 수용성 유도체법(LymecyclineHCL) 개발
1972년	▪ 자회사 설립 : 대한중외상사 주식회사
1975년	▪ JGMP 기준 제조 기록 및 공정검사기록서 제정(국내 최초)
1976년	▪ 기업공개(신주공모) : 자본금 8억원 - 서울 증권거래소 상장
1977년	▪ 공장 신축 이전 : 경기도 화성군 태안읍 안녕리 146-141 ▪ 자회사 설립 : 중외기계 주식회사
1982년	▪ 상호변경 : 주식회사 중외제약
1983년	▪ 종합연구소 설립 : 과기처 민간기업부설연구소 지정
1984년	▪ 새마을훈장 협동장 수훈
1986년	▪ 본사사옥 신축 이전 : 서울 동작구 신대방동 698 ▪ 중외상사 용인공장 준공
1987년	▪ KGMP 적격업체 지정(보사부) ▪ 국민훈장 목련장 수훈
1988년	▪ 자회사 설립 : 주식회사 중외산업
1990년	▪ 기업인수 : 정모제약 ▪ 국민훈장 모란장 수훈
1991년	▪ 정모제약 상호변경 : 주식회사 대유신약 ▪ 전제형 KGMP 적격업체 지정(보사부)
1992년	▪ C&C 신약연구소 설립
1993년	▪ 중외기계, 중외상사 합병 : 중외메디칼 출범 ▪ 3년 연속 환경관리 모범업체 지정
1994년	▪ 자회사 설립 : 중외화학 ▪ 부정맥치료제 KCB 신물질 개발
1995년	▪ 제 4 회 경제정의기업상 수상 ▪ 동탑산업훈장 수훈
1997년	▪ 노사협력우량기업 선정(노동부) ▪ 항진균제 Itraconazole 개발
1998년	▪ 제 1 회 모범제약사 선정(의학신문.일간보사) ▪ 제 5 회 창업대상 수상(한국경영사학회)
1999년	▪ 수액생산 10억병 돌파 ▪ 자회사 설립 : 중외정보기술(CIT)

자료: JW홀딩스, 키움증권

회사연혁 (계속)

2000년	<ul style="list-style-type: none"> 수출 1천만불탑 수상 Theriac Research Corporation 설립(襄 PNRI와 공동연구 협약 체결)
2001년	<ul style="list-style-type: none"> 제 1회 CEO 대상 수상(한국전문경영인학회) 규록신정, 국내최초 3상신약 1호 신약청 허가 획득
2002년	<ul style="list-style-type: none"> 규록신정, 2002년 대한민국 신약개발상 수상(한국신약개발연구조합) 항진균제 Ketoconazole, 유럽 COS 인증 획득
2003년	<ul style="list-style-type: none"> 제 3회 경기그린환경대상 수상(경기도) 제 4회 대한민국 기업이미지대상 수상(한국능률협회 컨설팅) 제 5회 경기도 산업평화상 기업체부문 대상(경기도)
2004년	<ul style="list-style-type: none"> 세계 6억불 규모 초대형 항생제 '이미페넴' 퍼스트제네릭 최초 개발 성공 EU GMP 기준의 '이미페넴' 합성공장 준공(시화)
2005년	<ul style="list-style-type: none"> 세계 최초 신개념 대장암치료제 개발(CBP-베타카테닌 결합 차단 약물 규명) '존경받는 30대 한국기업' 선정(동아일보, IBM BCS) '최우수 아시아 200 대기업' 선정(Forbes Asia) (주)대유신약과 (주)중외메디칼 합병 및 (주)중외신약 법인 설립
2006년	<ul style="list-style-type: none"> 세계 최대 규모의 Non PVC 수액제 전문공장 준공(충남 당진) 제 12회 환경의날 대통령표창 수상
2007년	<ul style="list-style-type: none"> 지주회사 중외홀딩스 출범 산업자원부 신약개발 지원 사업 '바이오스타' 선정 경실련, 경제정의기업 부문 제약업계 1위 / 전업종 8위 랭크
2008년	<ul style="list-style-type: none"> 노동부 '노사문화 우수기업' 인증
2010년	<ul style="list-style-type: none"> 국내 최대 규모 당진생산단지 준공 그룹사 CI 및 사명 변경
2011년	<ul style="list-style-type: none"> Wnt 표적항암제 미국 임상 돌입 국산신약 17호 발기부전치료제 '제피드' 개발
2012년	<ul style="list-style-type: none"> C&C 신약연구소 이전 (수원 성균관대 자연과학캠퍼스 DRC 관) 본사 사옥 이전 (서울 서초구 서초동 남부순환로 2477)
2015년	<ul style="list-style-type: none"> Vision 70+5 선포

자료: JW홀딩스, 키움증권

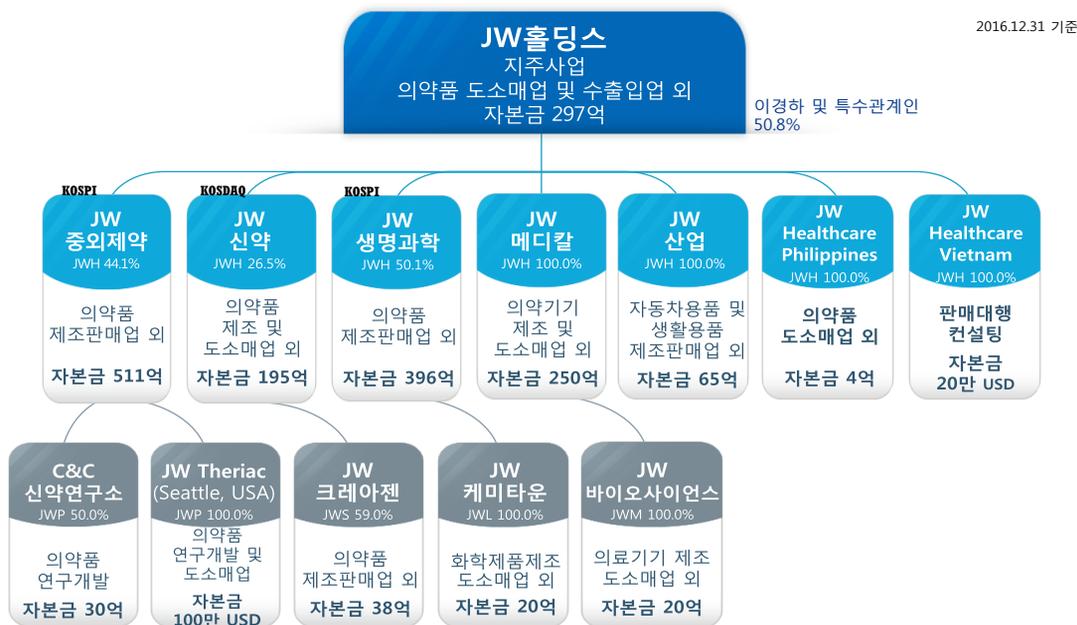
II. Group 사업영역

>>> 지주사 체제의 사업 다각화 전략

JW홀딩스, JW중외제약, JW생명과학, JW신약 등 그룹 내 4개의 상장사

동사는 2007년 인적분할 및 지주회사 전환을 완료하고 지주사 중심의 사업 다각화 전략을 통해 성장을 이어가고 있다. JW홀딩스는 그룹의 지주회사로 그룹의 투자 및 자회사 총괄, 해외사업을 영위한다. 종속회사로는 JW중외제약, JW신약, JW메디칼, JW생명과학, JW산업 등이 있으며 필리핀, 베트남 등 2곳의 아시아 지역 법인이 있다. 주목할만한 점은 지주사 JW홀딩스(KOSPI)를 비롯해 JW중외제약(KOSPI), JW생명과학(KOSPI), JW신약(KOSDAQ) 등 그룹 내 4개의 회사가 상장되어 있다는 점이다. JW중외제약은 의약품 판매 및 신약 연구 개발에 주력하고 있으며 JW생명과학은 수액생산, 수액 및 수액용기 개발 등의 사업을 영위한다. JW신약 역시 자체적으로 의약품 판매 및 바이오 신약 연구개발을 진행하고 있다. JW메디칼은 수술용 의료기기, 진단시약 등의 사업을 영위한다. 최근 JW메디칼은 진단/시약 및 의료기기 일부 사업부분을 스핀오프해 JW바이오사이언스를 설립하였고 머지 않아 국내 증권시장 상장을 위한 준비를 시작할 것으로 기대된다. JW산업은 자동차 용품 및 생활용품을 제조 판매한다. 이렇듯 동사는 전문의약품 및 일반의약품 생산 판매, 수액개발 및 생산 판매에서부터 진단, 의료기기, 생활용품 등 다각화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있다. 이를 통해 Global Healthcare Group으로 도약하길 기대해 본다.

JW그룹 지배구조



자료: JW홀딩스, 키움증권

▪ JW홀딩스

JW그룹 지주회사로 지주사업, 의약품 도소매업, 수출입업, 부동산임대, 브랜드 및 지적재산권 라이선스업, 투자 경영자문 및 컨설팅업 등을 영위한다. 2007년 7월 1일 JW중외제약(주)로부터 투자사업 부문과 해외사업 부문을 인적분할하여 설립됐다. 2010년 12월 JW홀딩스로 사명을 변경했다. 동사는 대표적인 사업지주회사로 일반적인 지주사 사업에 항생제, 수액제 등 의약품의 수출입 사업을 담당한다. 자회사들은 수액 및 의약품을 지주사로 공급하고 지주사는 도입한 상품을 해외로 수출하는 방식이다. 2016년 IFRS 별도기준 실적은 영업수익과 영업이익 각각 전년대비 9.1%, 2.3% 성장한 825억원, 98억원을 기록했다. 현재 이경하회장 및 특수관계인의 지분은 50.8% 이다.

주요 수출계약 I

구분	계약일자	공급상대	계약규모 (억원)	공급계약(억원)			진행상황	비 고
				2015	2016	2017~		
콤비플렉스 리피드 (영양수액)	09.10.13	항주민생그룹	1,166	7	233	926	2015년 4Q 등록완료 및 수출개시	JW 생명과학
콤비플렉스 리피드 외 (영양수액)	10.07.20	Berlin-Chemie	276			276	단가 등 세부요건 재 협의	JW 생명과학
큐록신 (항생제)	13.01.20	GreenPine	93			93	18년 3Q 허가 취득 후 5년간 공급	JW 중외제약
창포엔 (염색제)	13.01.21	GreenPine	21	1	3	16	15년 4Q 허가 취득 후 5년간 공급	JW 중외제약
소 계			1,556	8	236	1,311		

자료: 출처: JW홀딩스, 키움증권

주요 수출계약 II

구분	계약일자	공급상대	계약규모 (억원)	공급계약(억원)			진행상황	비 고
				2015	2016	2017~		
잘코넥스 (건비염치료제)	13.03.25	Relin	65			65	18년 1Q 허가 취득 후 5년간 공급	JW 중외신약
프리페넴 (항생제)	13.06.13	GreenPine	414	58	59	297	계약종류 후 매 1년간 자동 연장	JW 중외제약
제네릭 공동연구개발	13.07.08	SKK	995		4	991	중장기 공동개발 후보 품목 (32개 제네릭) 중 1차 3개 품목 공급계약	JW 중외제약
위너프외 (영양수액)	13.07.30	Baxter	8,627			8,627	계약금: 2,500 만 USD 단계별 기술료: 1,000 만 USD 판매매출에 따라 러닝로열티 발생 (미국, 중국, 유럽 5개국)	JW 생명과학
수액 공급계약	15.07.01	Al Osool					사우디아라비아 독점 수액 공급계약 4 품목 7 규격 계약기간 5년 공급규모: 1 달 후 추가 결정	JW 생명과학
소 계			10,101	58	63	9,980		
합 계			11,657	66	299	11,291		

자료: 출처: JW홀딩스, 키움증권

SKK제네릭 공동연구개발 예상 매출 (단위: 백만원)

구분	공급계약현황			
	2016	2017~2021	2022	합계
폐동맥고혈압치료제		51,048		51,048
비염치료제		32,772	7,128	39,900
정신분열증치료제	432	8,136		8,568
합계	432	91,956	7,128	99,516

자료: 출처: JW홀딩스, 키움증권

Baxter 영양수액 공급계약 현황 (단위: 천USD)

구분	공급계약현황			
	2013	2018	2018~2027	합계
Upfront Fee	25,000			25,000
Milestone		10,000		10,000
Sales Forecast				
멀티챔버백			616,000	616,000
모노백			133,240	133,240
합계	25,000	10,000	749,240	784,240

자료: 출처: JW홀딩스, 키움증권

그룹 R&D 파이프라인 현황

구분	과제	적용증	탐색 연구	동물 실험	임상			NDA	비고
					1상	2상	3상		
Chemical 분야	CWP291	급성골수성백혈병	■	■	■				JW 중외제약
	CWP291	재발성다발골수종	■	■	■				
	CWP291	위암, 난소암 등	■	■	■				
	URC102	통풍	■	■	■				
	Tenofivir	B 형간염(개량)	■	■	■	■	■		
	Fedterodin	과민성방광(개량)	■	■	■				
	Dutasteride	전립선비대증	■	■	■				
Bio 분야	CreaVax RCC	신장암	■	■	■	■	■		JW 중외신약
	CreaVax HCC	간암	■	■	■	■	■		
	CreaVax BC	뇌암(교모세포종)	■	■	■	■	■		
	CreaVax RA	류마티스관절염	■	■	■	■	■		
	CreaVax PC	전립선암	■	■	■	■	■		
기타	프로젝트 A	아토피	■	■	■				C&C 신약 연구소
	프로젝트 B	유방암	■	■	■				
	프로젝트 C-G	항암, 면역	■	■	■				

자료: 출처: JW홀딩스, 키움증권

■ JW중외제약

동사는 의약품의 연구, 개발, 제조, 판매를 주요 사업으로 하는 자회사이다. 동사의 매출은 수액류가 37%를 차지하면서 가장 큰 비중을 나타내고 있으며, 순환기 13%, 항생제 10%, 소화기 9%, 정신/신경제제 3% 등 다양한 제품 포트폴리오를 갖추고 있다. 수액의 경우 계열사 JW생명과학을 통해서 제품을 공급받아 국내 유통을 하고 있으며, 명실상부하게 국내 수액 시장 점유율 1위를 차지하고 있다. 특히 당, 아미노산, 지질 등의 3대 영양소를 복합적으로 제공하는 3챔버 영양수액은(제품명: 위너프) 국내뿐만 아니라 해외에서도 높은 품질과 사용의 편의성으로 경쟁력을 확보했으며, 국내 수액시장에서 매출이 급성장하고 있다. ETC 부문에서도 리바로(고지혈증), 트루패스(전립선비대증), 악템라(류마티스관절염), 가드렛(당뇨), 페린젝트(철분주사) 등 경쟁력 있는 오리지널 품목을 보유하고 있어 안정적인 매출성장이 가능하다.

무엇보다도 투자자들이 가장 많은 관심을 갖는 것은 동사의 R&D 경쟁력이다. 동사는 일본 주가이 제약과 합작 연구소인 C&C 신약연구소와 미국에 있는 JW Theriac 연구소 두 트랙으로 신약개발을 진행 중이다. JW Theriac 연구소에서 진행하고 있는 ‘Wnt 표적항암제 CWP291’은 암의 줄기세포를 사멸시켜 근원적으로 암을 치료하는 획기적인 표적항암제이다. 동 약물은 미국 MD앤더스 병원과 프레드허친슨 암센터, 국내 아산병원 등에서 ‘급성골수백혈병’ 환자를 대상으로 글로벌 임상1a상을 완료했다. C&C 신약연구소에서 개발 중인 통풍치료제 ‘URC102’는 지난해 연세 세브란스병원, 아산병원 등에서 임상2상이 종료됐다.

■ JW생명과학

JW생명과학은 JW그룹의 수액 생산을 담당하는 업체다. 1994년 주식회사 중외화학으로 설립되어 2002년 (주)중외로 변경하였고 2011년 JW생명과학이 되었다. 자회사로 수액용기인 수액백 필름과 튜브를 개발, 생산하는 JW케미타운을 보유하고 있다. 동사는 2016년 10월 거래소에 상장되었다. 제품별 매출비중은 2015년 기준 기초수액 38.4%, 영양수액 36.0%, TPN(Total Parenteral Nutrition, 종합영양수액) 25.6%로 구성되어 있다.

주요 매출처는 관계사 JW중외제약으로 매출비중은 80% 수준이다. 관계사향 Captive 매출 비중이 높아 의존도가 높지만 동사 입장에서는 안정적인 거래처를 확보하고 있는 것으로 볼 수 있다. 수액은 수술, 입원환자에게는 필수적인 의약품으로 영양공급이 어려운 환자에게 수분, 포도당, 아미노산 등을 공급하는 전문의약품이기 때문에 인구고령화 및 입원환자 수 증가와 더불어 꾸준한 수요증가가 예상된다. JW중외제약은 국내 수액시장 점유율 1위업체이기 때문에 동사가 생산한 제품의 매출이 지속적으로 발생할 것이다. 2016년 IFRS 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 5.0%, 15.9% 증가한 1,322억원, 216억원을 기록해 성장을 이어나가고 있다.

▪ JW신약

JW신약은 2008년 코스닥 시장에 상장되어 있는 손톱깎이 제조업체 ㈜쓰리세븐을 ㈜중외홀딩스가 인수하였고 이후 2009년 ㈜중외신약과 흡수합병됐다. 동사는 피부과, 비뇨기과, 소아과, 이비인후과 등에 특화된 전문의약품을 생산, 판매하는 업체로 클리닉 채널에서의 마케팅 강점을 보유한 기업이다. 주요 품목은 모나드정(발모제), 피디정(알러지성비염), 히트라졸정(항진균제), 리스로마이신(항생제), 잘코넥스 나잘스프레이(비염), 레바큐어정(위염) 등이 있다.

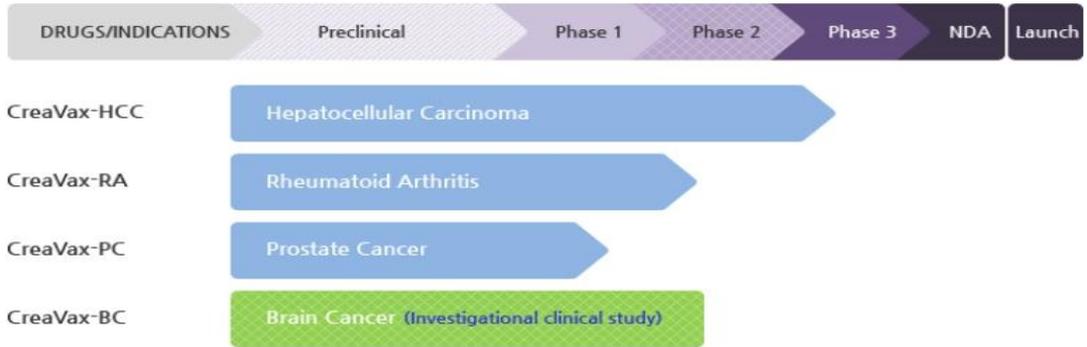
자회사 JW크레아젠은 바이오 신약 연구개발 기업으로 수지상세포를 이용한 면역세포치료제 R&D를 진행하고 있어 업계의 많은 관심을 받아왔다. JW크레아젠이 보유한 수지상세포 기술은 면역 반응을 유도해 면역기능을 활성화 시켜 각종 암, 감염바이러스, 자가면역질환 등을 치료하는 면역세포치료제이다. 최근 인체의 면역기능을 활용해 암, 자가면역질환 등을 치료하려는 연구개발이 활발히 진행되고 있다. 동사는 2007년 수지상세포를 활용한 신장암 치료제 CreaVax-RCC를 상업화 시켰고 2013년 12월 수출용 의약품 전환을 완료한 바 있으나 상업적으로 크게 성공하진 못했다. 하지만 해당기술을 활용한 다양한 암증에 적응증을 확대하고 있다. 뇌종양 치료제인 CreaVax-BC는 임상 1/2a상을 준비중에 있고 간암치료제(CreaVax-HCC)는 보건복지부의 보건의료기술 연구개발사업 신규과제로 선정되어 임상3상(연구자임상2상 종료)을 진행할 예정이다.

수지상세포 활용 항암치료제 제조 및 치료과정 모식도



자료: 출처: JW크레아젠

JW크레아젠 파이프라인



자료: 출처: JW크레아젠

▪ JW메디칼

JW메디칼은 1990년대 중외상사와 중외기계가 합병해 탄생한 업체로 의료기기, 진단시약 등을 제조, 판매, 유통하는 업체이다. 주요 제품군으로는 영상진단기기, 유방촬영기기, 초음파기기 등이 있다. 최근 진단사업 및 의료기기사업부를 스피노프하여 JW바이오사이언스를 설립했다. JW바이오사이언스는 디지털 엑스레이를 비롯해, LED 무영등, 수술대, 인큐베이터, 검진대 등 다양한 의료기기를 개발해 해외시장 진출을 모색하고 있다. 특히 진단분야에서 면역화학 진단에 특화된 R&D를 진행한다. 동사가 개발중인 패혈증 진단시약은 그람양성균, 음성균, 진균 등이 모두 감지가 가능하고 항체를 최적화 해 민감도 90~95% 수준의 정확도가 장점이다. 상업화가 완료될 경우 JW제약, JW신약의 항생제 및 항진균제 파이프라인들과 시너지를 낼 수 있을 것이다. JW바이오사이언스는 국내 주식시장에 상장을 계획하고 있어 그룹내 상장기업이 추가될 수 있다는 점에서 기대가 높다.

자체개발 Digital x-ray system



자료: JW메디칼

자체개발 Digital x-ray system



자료: JW메디칼

▪ JW산업

JW산업은 1986년 중외제약의 자동차 용품사업부로 시작해 1990년대 독자적인 신설회사로 독립했다. 초창기 영국 홀트사로부터 Redex 시리즈를 도입해 국내 연료첨가제 시장의 활성화에 기여했다. 매출구성은 자동차용품 80%, 산업용품 20%의 비중을 차지하고 있다. 자동차관리용품은 엔진내부 세척제인 Redex(레덱스), 엔진내부 코팅제 QMI(큐엠아이), 부동액, 라지에타쿨러트, 방향제, 코팅제 등의 품목을 보유했다. 산업용품은 엘피엘피에스부터 도입한 방청윤활제, 미국 테크사로부터 도입한 정전기방지제가 있고 윤활세척제, PC크린 등의 자체 품목을 출시하기도 했다.



기업분석

JW중외제약
(001060)

BUY(Initiate)/목표주가 56,000원
실적개선 및 R&D성과 기대

JW생명과학
(234080)

BUY(Initiate)/목표주가 40,000원
글로벌 시장을 무대로

JW중외제약 (001060)



BUY(Initiate)

주가(3/24) 42,500원

목표주가 56,000원

JW중외제약은 국내 수액시장에서 점유율 1위를 차지하는 중견기업입니다. 한때 동사는 주력품목 약가인하 및 경쟁심화로 수익성이 둔화되었습니다. 그러나 회사가 변화하고 있습니다. 기초수액 및 영양수액의 안정적인 실적에 ETC 부문의 실적 턴어라운드로 수익성 개선이 진행되고 있습니다. 또 혁신신약 R&D를 통해 중장기 성장동력을 마련해 가고 있습니다. 실적 개선과 R&D 성과 모두 기대됩니다.

Stock Data

KOSPI (3/24)	2,168.95pt		
시가총액	8,125억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	101,000원	34,900원	
최고/최저가 대비 등락	-57.92%	21.78%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.7%	-11.4%
	6M	-45.6%	-48.6%
	1Y	18.7%	9.0%

Company Data

발행주식수	21,164천주
일평균 거래량(3M)	153천주
외국인 자본율	3.07%
배당수익률(15.E)	0.47%
BPS (15.E)	12,682원
주요 주주	JW홀딩스 45.84%
	자사주 0.08%

Price Trend



실적개선 및 R&D 성과 기대

>>> 본격적인 실적개선 전망

동사는 국내 수액시장에서 점유율 1위를 차지. 수액 및 영양수액의 점유율 확대에 힘입어 안정적인 실적이 뒷받침 될 것. 2015년부터 실시된 퇴장방지의약품 약가인상 효과로 평균 5% 이상의 가격인상 효과가 반영되면서 수익성 개선. ETC사업부는 악템라(류마티스관절염), 트루패스(전립선비대증), 가드렛(당뇨치료제) 등 2015년부터 판매가 본격화된 오리지널 제품군의 점유율이 빠르게 증가하고 있어 외형성장에 크게 기여할 전망.

>>> 혁신신약 R&D의 글로벌 성과 기대

혁신신약 'Wnt 표적항암제 CWP291'의 글로벌 R&D 성과 기대. 동 약물은 미국 MD앤더스 병원과 프레드허친슨 암센터, 국내 아산병원 등에서 '급성골수백혈병' 환자를 대상으로 글로벌 임상 1a상을 완료. 현재까지 Wnt 타겟으로 상업화 된 항암제가 없기 때문에 신약가치 높을 것. CWP291의 글로벌 임상 플로우에 관심 주목. 이외에도 C&C 신약연구소에서 개발 중인 통풍치료제 'URC102', 아토피성피부염치료제와 비외존성유방암치료제 등도 기대감 높음.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 56,000원

동사 커버리지 개시. JW중외제약의 영업가치와 Wnt표적항암제의 신약가치를 합산해 산정, 영업가치는 2017년 예상실적 기준에 PSR 1.6배 적용, DCF방식에 의거 CWP291의 가치 산정.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	4,344	4,675	5,022	5,344	5,687
보고영업이익(억원)	221	201	251	298	317
핵심영업이익(억원)	221	201	251	298	330
EBITDA(억원)	399	387	391	433	461
세전이익(억원)	18	25	97	187	230
순이익(억원)	17	-142	80	154	190
지배주주지분순이익(억원)	21	-142	80	154	190
EPS(원)	112	-722	397	727	896
증감율(%YoY)	37.2	N/A	N/A	82.9	23.4
PER(배)	319.3	-73.0	107.1	58.5	47.4
PBR(배)	3.0	4.1	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA(배)	24.3	31.8	22.0	20.8	19.5
보고영업이익률(%)	5.1	4.3	5.0	5.6	5.6
핵심영업이익률(%)	5.1	4.3	5.0	5.6	5.8
ROE(%)	0.8	-5.7	3.0	5.6	6.7
순부채비율(%)	122.9	77.5	79.3	75.4	71.0

투자포인트 및 Valuation

당사는 동사에 대해 목표주가 56,000원과 투자 의견은 Buy를 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자포인트는 다음과 같다.

1) 2017년 본격적인 실적개선이 예상된다. 당사는 70여년간의 수액 연구개발 및 생산 경험을 바탕으로 국내 수액시장에서의 높은 점유율을 차지하고 있다. 수액 및 영양수액의 점유율 확대에 힘입어 안정적인 실적이 뒷받침 될 것이다. 또 2015년부터 실시된 퇴장방지의약품 약가인상 효과로 평균 5% 이상의 가격인상 효과가 반영되면서 수익성이 개선되었다. ETC 전문의약품 사업부도 마찬가지다. 당사는 한때 대형품목인 가나톤(위장관운동개선)의 특허만료 및 약가인하로 역성장을 기록하기도 했다. 하지만 리바로(고지혈), 프리페넴(항생제), 시그마트(협심증) 등 주력품목에 대한 마케팅을 집중하면서 정체되었던 처방실적이 회복되고 있다. 또 약탐라(류마티스관절염), 트루패스(전립선비대증), 가드렛(당뇨치료제) 등 2015년부터 판매가 본격화된 오리지널 제품군의 점유율이 빠르게 증가하고 있어 외형성장에 크게 기여할 것으로 전망된다.

2) 혁신신약 R&D의 글로벌 성과가 기대된다. 당사는 일찌감치 미래 성장동력 마련을 위한 R&D를 꾸준히 진행해 왔다. 현재 일본 주가이 제약과 합작 연구소인 C&C 신약연구소와 미국에 있는 JW Theriac 연구소 두 트랙으로 신약개발을 진행 중이다. JW Theriac 연구소에서 진행하고 있는 'Wnt 표적항암제 CWP291'은 암의 줄기세포를 사멸시켜 근원적으로 암을 치료하는 획기적인 표적항암제이다. 동 약물은 미국 MD앤더스 병원과 프레드허친슨 암센터, 국내 아산병원 등에서 '급성골수백혈병' 환자를 대상으로 글로벌 임상1a상을 완료했다. C&C 신약연구소에서 개발 중인 통풍치료제 'URC102'는 지난해 연세 세브란스병원, 아산병원 등에서 임상2상이 종료됐다. 추가적으로 C&C 신약 연구소에서 진행하고 있는 프로젝트는 아토피성피부염치료제와 비의존성유방암치료제 등이 있다. 현재 아토피성피부염은 보습 및 염증완화 등 대증치료 밖에는 뚜렷한 치료제가 없어 업계의 관심이 높다. 비의존성유방암치료제는 전체 유방암 환자의 25~30%에 지나지 않지만 전이율과 재발율이 높아 아직 의학적으로 해결되지 못한 분야다. 두 프로젝트가 아직 초기 단계이긴 하지만 의료적 미충족수요에 대한 니즈가 높아 다국적제약사들의 관심이 높을 것으로 기대된다.

목표주가 56,000원은 JW중외제약의 영업가치와 R&D 파이프라인 중 가장 시장성이 높을 것으로 예상되는 Wnt 표적항암제의 신약가치를 합산해 산정했다. 당사는 수액, 영양수액의 점유율 확보 및 ETC 전문의약품의 처방실적 증가로 안정적인 외형성장을 달성해 나갈 것이다. 이에 따라 당사의 영업가치를 2017년 예상실적 기준에 PSR 1.6배(상위 제약사 평균)를 적용해 산정했다. 향후 당사는 수액제품 가격인상 효과 본격 반영, 당진공장 감가상각 마무리 등 수익성이 본격적으로 개선될 시점에 이익가치로 당사의 영업가치를 재산정할 계획이다. 당사는 동사에 대해 안정적인 외형성장을 이어 나가는 가운데 고성장 하고 있는 항암제 시장에서 난이도가 높은 혁신 신약 R&D를 진행하고 있는 점을 높게 평가한다. Wnt 표적항암제 'CWP291'의 임상단계가 높아지고 글로벌 파트너링이 가시화되는 시점에 동사 기업가치도 한 단계 업그레이드 될 것으로 전망한다.

JW중외제약 Valuation Table

	산정내역	비고
가. JW중외제약 2017년 예상실적 기준 매출액(억원)	5,022	
적정PSR(배): 상위 제약사 평균	1.6	
영업가치(억원)	8,035	
나. Wnt표적항암제 CWP291 가치: DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 글로벌 임상 1a상 완료(억원)	2,743	성공확률 38.3% 가정
기업 적정가치(억원): 가+나	10,778	
주식수(주)	19,117,112	
주당가치(원)	56,380	

자료: 키움증권 추정

CWP291 신약가치 산정 시 급성골수성백혈병치료제 시장 2022년 출시, 미국시장 10% 점유율, 유럽시장 20% 점유율, 기타시장은 미국시장의 10% 가정, 기술이전 계약 총 마일스톤 10억달러, 계약금 10%, 할인율(WACC): 6.9%, 신약성공확률: 38.3% 가정

Wnt표적항암제 CWP291 NPV 산정(DCF)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
급성골수성백혈병치료제시장	367	429	499	580	675	759	814	872	917	1,013	1,119	1,237	1,367	1,510	1,669	1,844
미국	220	266	319	381	436	494	543	583	618	694	779	875	982	1,103	1,239	1,391
유럽	109	123	135	150	185	210	224	241	250	272	296	322	350	381	414	451
일본	38	40	45	50	54	55	47	47	49	50	52	53	54	55	57	58
기타	26	27	28	29	30	31	32	33	34	36	37	38	39	41	42	44
CWP291 매출액																
				임상2상	임상3상 (조건부허가)	출시										
미국(시장의 10%가정)파트너					68	76	81	87	92	101	112	124	137	151	167	184
유럽(시장의 20%가정)파트너					37	42	45	48	50	54	59	64	70	76	83	90
기타(시장의 10%가정)파트너					7	8	8	9	9	10	11	12	14	15	17	18
마일스톤(계약금포함)및로열티(10%)			100	175	225	245	255	14	15	17	18	20	22	24	27	29
총기술료(US\$백만)			100	175	232	245	255	14	15	17	18	20	22	24	27	29
법인세(해외기술수출 15%)			24	42	56	59	62	3	4	4	4	5	5	6	6	7
세후기술료			76	133	176	186	193	11	11	13	14	15	17	18	20	22
할인율	6.9%															
단리	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
복리	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	2.7	2.9
NPV(US\$백만)	0	0	62	102	126	124	121	6	6	6	7	7	7	7	7	8
TNPV(US\$백만)	597															
TNPV(억원)	7,163															
TNPV(억원)성공률 38.3%적용	2,743															

자료: 글로벌데이터, 키움증권 추정

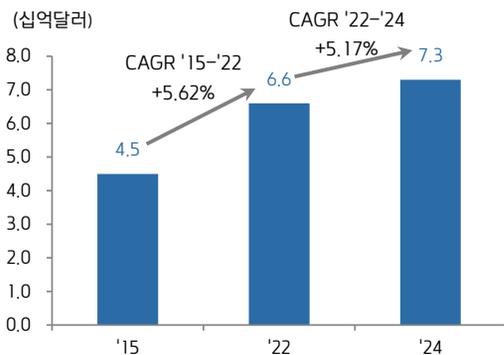
2017년 실적개선 뚜렷할 전망

동사는 70여년간의 수액 연구개발 및 생산 경험을 바탕으로 국내 수액시장에서의 높은 점유율을 차지하고 있다. 수액 및 영양수액의 점유율 확대에 힘입어 안정적인 실적이 뒷받침 될 것이다. 또 2015년부터 실시된 퇴장방지의약품 약가인상 효과로 평균 5% 이상의 가격 인상 효과가 반영되면서 수익성이 개선되겠다. 동사의 수액사업부의 매출액은 전체 매출액의 38.8%(2016년 기준)를 차지하고 있다. 품목별로는 전체 수액매출에서 기초수액 38.5%, 영양수액 33.2%, 특수수액 15.6%, 해모류 12.8%를 차지한다.

세계 수액시장은 2011년 29억달러 규모에서 연간평균 7.8% 성장해 2018년 49억달러 규모를 형성할 전망이다. 인구고령화에 따른 입원환자수 증가, 건강관리 클리닉에서의 수요가 점차 확대되고 있어 안정적인 성장이 가능하겠다. 기업별 점유율을 살펴보면 박스터(Baxter)가 29.5%, 프레지니우스카비(Fresenius Kabi) 28.7%, 비브라운(B. Braun) 22.2%, 호스피라(Hospira) 16.9%의 시장 점유율을 나타낸다. 국내 시장의 경우도 몇몇 기업이 과점 형태를 보인다. 수액사업의 경우 물의 수급부터 약액조제, 용기성형, 충전, 멸균, 검사, 포장, 운반, 보관 등 까다로운 제조과정이 필요하고 제조공정에 자동제어 생산시스템이 필요하다. 대규모 장치산업에 가깝다. 진입장벽이 높을 수 밖에 없다. 국내 업체로는 동사를 비롯해 CJ헬스케어, 대한약품, 엠지 등이 있다.

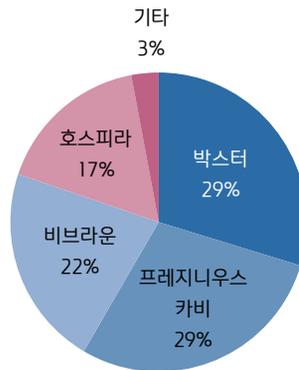
수액은 퇴장방지의약품으로 지정되어 있다. 환자에게 꼭 필요한 필수약품이기 때문이다. 특히 음식을 먹지 못하는 환자에게는 기초수액 및 영양수액, 주사치료제 등이 복합적으로 투여된다. 그러나 선진국 기준의 생산시설을 갖추는 데 많은 비용이 들어가는 반면 약가는 높지 않아 수익성은 높지 않다. 여타 제약회사들이 수액생산을 기피하는 주된 이유다. 그러나 상황이 달라지고 있다. 2015년부터 기초수액 및 영양수액의 약가가 평균 5% 이상 인상되었다. 또 퇴장방지의약품의 도매, 유통에서도 약가의 91% 이하로 입찰에 들어갈 수 없게 조치했다. 정부차원에서도 퇴장방지의약품의 생산중단에 따른 의약품 수급 불안정을 방지하기 위한 조치였을 것이다. 수액제품의 가격인상으로 동사 수액사업부의 수익성은 개선 될 것이다.

수액시장 규모 및 전망



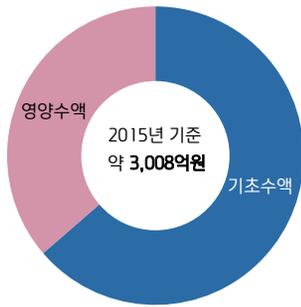
자료: IMS, 키움증권

글로벌 수액시장 점유율



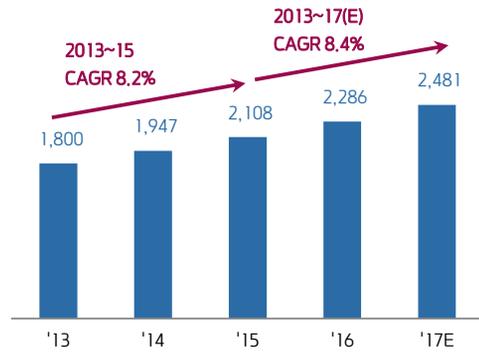
자료: Research and Market, 키움증권

국내 수액시장 규모(2015년 기준)



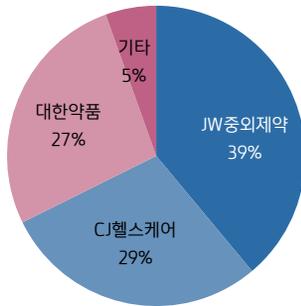
자료: JW생명과학, 키움증권

글로벌 영양수액 시장전망 (단위: 백만달러)



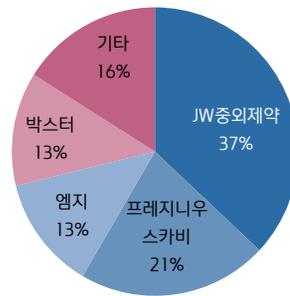
자료: 키움증권

국내 기초수액 기업별 점유율



자료: 키움증권

국내 영양수액 기업별 점유율



자료: 키움증권

수액 가격인상 현황(2015.12.01 시행)

구분	제품명	규격	단위	상한금액			
				변경 전	변경 후	인상률	
2015.12.01 시행	1	중외 5%포도당주사액 50 밀리리터	50	mL	947	1,051	11.0%
	2	중외 5%포도당주사액 100 밀리리터	100	mL	1,093	1,188	8.7%
	3	중외 5%포도당주사액 200 밀리리터	200	mL	1,177	1,272	8.1%
	4	중외 5%포도당주사액 500 밀리리터	500	mL	1,240	1,272	2.6%
	5	중외 0.45%염화나트륨주사액	1000	mL	1,426	1,505	5.5%
	6	에스.디 1-4 주 500 밀리리터	500	mL	1,144	1,240	8.4%
	7	중외 5%포도당생리식염액 1000 밀리리터	1000	mL	1,456	1,466	0.7%
	8	중외엔에스주사액(염화나트륨)	50	mL/백	384	1,035	5.2%
	9	중외엔에스주사액(염화나트륨)	50	mL/병	384	1,047	6.4%
	10	중외엔에스주사액(염화나트륨)	100	mL/백	1,005	1,065	6.0%
	11	중외엔에스주사액(염화나트륨)	100	mL/병	1,014	1,076	6.1%
	12	중외엔에스주사액(염화나트륨)	500	mL/백	1,134	1,227	8.2%
	13	중외엔에스주사액(염화나트륨)	1000	mL/백	1,401	1,458	4.1%
	14	중외엔에스주사액(염화나트륨)	3000	mL/백	4,227	4,374	3.5%
	15	중외주사용수	1000	mL	1,240	1,289	4.0%

자료: JW중외제약, 키움증권

ETC 전문의약품 사업부도 본격적인 성장세를 나타내기 시작했다. 동사는 한때 대형품목인 가나톤(위장관운동개선)의 특허만료 및 약가인하로 역성장을 기록하기도 했다. 하지만 리바로(고지혈), 프리페넴(항생제), 시그마트(협심증) 등 주력품목에 대한 마케팅을 집중하면서 정체되었던 처방실적이 회복되고 있다. 또 악템라(류마티스관절염), 트루패스(전립선비대증), 가드렛(당뇨치료제) 등 2015년부터 판매가 본격화된 오리지널 제품군의 점유율이 빠르게 증가하고 있어 외형성장에 의미있게 기여할 것으로 전망된다.

주요 약효군별 매출 추정

약효군	2016	2017	2018
수액류계	181,626	201,605	223,781
순환기군	72,206	77,983	80,322
소화기군	37,198	38,313	39,463
항생제군	33,765	36,129	37,935
비뇨기군	18,989	20,128	21,336
ETC 기타	14,609	14,901	15,199
항암제군	13,380	13,514	13,649
산부인과군	12,105	12,348	12,594
ETC 기타	44,777	47,016	48,426
ETC 계	428,655	461,936	492,706
밴드군	5,247	5,299	5,352
인공눈물군	3,893	4,009	4,130
첩부제군	2,467	2,517	2,567
기타관리군	2,228	2,384	2,551
빈혈제군	1,539	1,570	1,601
헤어케어군	1,384	1,412	1,440
감기약군	1,361	1,388	1,416
영양제군	1,128	1,207	1,231
OTC 기타	1,449	1,550	1,659
OTC 계	20,696	21,337	21,948
헬스케어 계	7,948	8,663	9,443
기타매출 계	10,166	10,268	10,370
합계	467,465	502,203	534,466

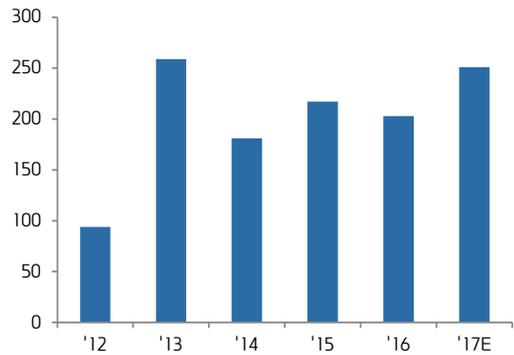
자료: JW중외제약, 키움증권 추정

JW중외제약 매출액 추이 및 전망(단위: 억원)



자료: 키움증권 추정

JW중외제약 영업이익 추이 및 전망(단위: 억원)



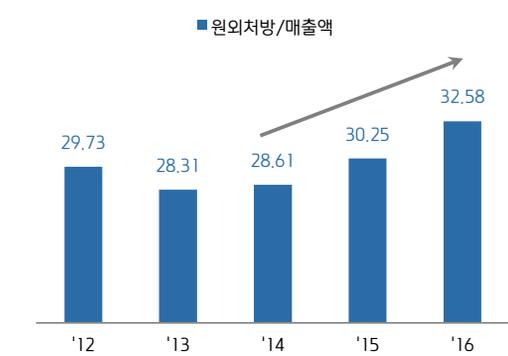
자료: 키움증권 추정

JW중외제약 원외처방조제금액 추이(단위: 억원)



자료: 유비스트, 키움증권

JW중외제약 매출액 대비 원외처방 비중(단위: %)



자료: 유비스트, 키움증권

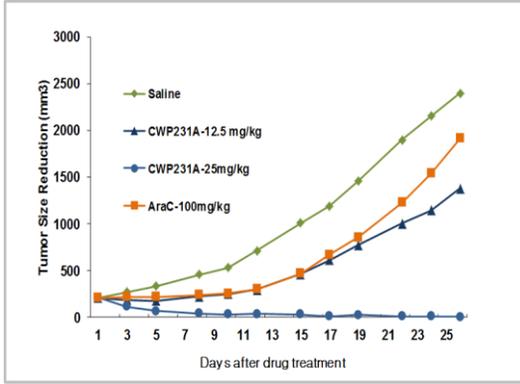
Wnt 표적항암제가 이끄는 혁신신약 R&D 성과

혁신신약 R&D의 글로벌 성과가 기대된다. 동사는 일찌감치 미래 성장동력 마련을 위한 R&D를 꾸준히 진행해 왔다. 현재 일본 주가이 제약과 합작 연구소인 C&C 신약연구소와 미국에 있는 JW Theriac 연구소 두 트랙으로 신약개발을 진행 중이다. JW Theriac 연구소에서 진행하고 있는 ‘Wnt 표적항암제 CWP291’은 암의 줄기세포를 사멸시켜 근원적으로 암을 치료하는 획기적인 표적항암제이다. 동 약물은 미국 MD앤더스 병원과 프레드허친슨 암센터, 국내 아산병원 등에서 ‘급성골수백혈병’ 환자를 대상으로 글로벌 임상 1a상을 완료했다.

C&C 신약연구소에서 개발 중인 통풍치료제 ‘URC102’는 지난해 연세 세브란스병원, 아산병원 등에서 임상 2상이 종료됐다. 추가적으로 C&C 신약 연구소에서 진행하고 있는 프로젝트는 아토피성피부염치료제와 비의존성유방암치료제 등이 있다. 현재 아토피성피부염은 보습 및 염증완화 등 대증치료 밖에는 뚜렷한 치료제가 없어 업계의 관심이 높다. 비의존성유방암치료제는 전체 유방암 환자의 25~30%에 지나지 않지만 전이율과 재발율이 높아 아직 의학적으로 해결되지 못한 분야다. 두 프로젝트가 아직 초기 단계이긴 하지만 의료적 미충족수요에 대한 니즈가 높아 다국적제약사들의 관심이 높을 것으로 기대된다.

동사의 파이프라인 중 가장 많은 관심을 받고 있는 것은 Wnt 표적항암제이다. 동 약물은 급성골수백혈병(Acute Myeloid Leukemia) 환자를 대상으로 임상 1b상을 준비 중에 있다. 임상 1b상은 레날리도마이드, 텍사메타손과 병용투여해 안전성과 약동성(PK)을 확인한다. 급성골수성백혈병은 급성백혈병 중 65%(전체 백혈병의 30%)를 차지하는 질환이다. 조혈모세포에 유전자 변이가 생겨 발생하며, 빈혈, 출혈, 감염성 증가 등의 증상이 있다. 통상 안트라사이클린계 약제(Daunorubicin, Idarubicin)와 시타라빈(ARA-C) 등 다제병용화학요법(세포독성치료) 치료가 일반적이다. 치료성적은 5년 생존율이 35~40% 수준이다. 기존 치료요법은 백혈구 수치를 낮추는 데 집중되기 때문에 재발 확률이 높아 조혈모세포 이식 등 보완적인 요법이 필요하다. 동사의 CWP291은 조혈모세포의 분화에 필요한 Wnt 신호전달 체계를 조절해 백혈병 세포를 관해시키는 기전을 갖는다.

CWP291 유효성(전임상)



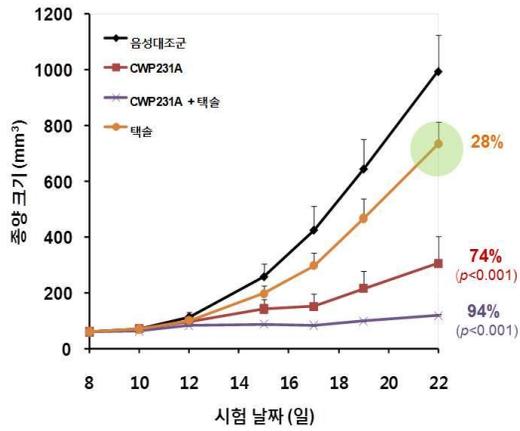
자료: JW중외제약, 키움증권

CWP291 유효성(전임상)



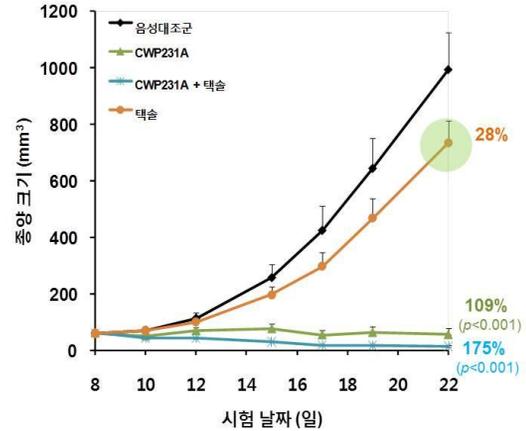
자료: JW중외제약, 키움증권

CWP291 유효성(전임상)



자료: JW중외제약, 키움증권

CWP291 유효성(전임상)



자료: JW중외제약, 키움증권

급성골수백혈병 (AML)

급성골수백혈병은 전반적인 예후가 좋지 않은 급속히 진행되는 혈액 암이다. AML은 드물며, 주로 나이가 많은 사람들에게 영향을 미친다. 대부분의 AML 사례는 명확한 병인이 없이 자연 발생적이다. 그러나 AML 환자의 일부는 다른 암에 대한 화학 요법 치료 후 또는 진성적혈구 증가증, 본태혈소판감소증, 원발성골수섬유증, 만성 골수성 백혈병 등과 같은 후천성혈소판기능장애 병을 발생시킨다. 뿐만 아니라, 골수형성이상증후군(myelodysplastic syndrome (MDS)) 환자는 AML이 생길 가능성이 있다. 치료 후 발생하거나 이전의 MDS 또는 골수 증식 성 질환과 관련된 AML의 경우는 2차 AML(sAML)로 분류되며 비교적 그 사례가 적다. 후천적 유전 영향과 비정상 세포가 AML 및 질병 진행의 징후와 관련되어 있지만, 대부분의 경우 비정상을 불러일으키는 자극이 아직 밝혀지지 않았다. 염색체 이탈과 비정상 세포는 둘 다 백혈병(leukemia)이나 백혈병유발(leukemogenesis) 일으킨다고 생각된다. 이러한 현상은 가장 일반적으로 전사 인자 및 티로신 키나아제 신호 전달에 영향을 미치는데, 이는 세포 분화를 조절하지 않고 백혈병 세포의 증식과 생존을 촉진한다.

전 세계적으로 Wnt 표적항암제를 연구하는 기업은 바이엘(Oncomed+Bayer), 에자이(Prismpharma+Eisai), 노바티스(Novartis) 등이 있지만 아직 상업화되지 않았다. 동사의 CWP291의 Status가 경쟁 파이프라인 대비 비교적 앞서 있고, 2015년 ASCO(미국임상종양학회)에서 발표한 임상결과도 우수해 글로벌 제약사들의 관심이 높을 것으로 기대한다.

경쟁약품 현황

단계	화합물	회사	설명
Phase 1b	OMP-18R5	OncoMed Pharmaceuticals/Bayer	원트 베타카테닌 신호전달경로를 표적으로 하여 암을 치료할 수 있을 것으로 기대되는 단클론항체. 음성 유방암 (반티크투맵 + 파클리탁셀 투여), 진행중인 췌장암 (반티크투맵 + 젠시타빈 + 아브락산주 투여)
	OMP-54F28	OncoMed Pharmaceuticals/Bayer	두 건의 1b 단계 이파프리센트 임상 실험 진행 중 췌장암 (젠시타빈/알부민에 파클리탁셀 결합 + 이파프리센트 투여), 난소암 (카보플라틴/파클리탁셀+이파프리센트 투여)
Phase 1	BNC101	Bionomics Limited	암 줄기 세포를 타겟으로 하는 항암제, 젠자+아브락산 투여로 종양의 성장과 생존을 막음
Phase 2	PRI-724	Prism Pharma Co.Ltd/Eisai	베타카테닌과 전사 활성 인자 CBP (CREB-결합 단백질) 사이의 상호작용을 억제하는 길항제, JW 중외제약으로부터 기술 사용허가 획득

자료: 키움증권

암종에 따른 Wnt 이상비율

암 종류	Wnt 이상 비율	측정법	출 처
급성골수성백혈병	61-100%	WB	Leukemia (2006), 20, 1211
다발성골수종	75-100%	PCR	Ai Zheng (2007) 26:1010
대장암	80-85%	APC 돌연변이	Science (1997) 275:1784
간암	78%	면역조직화학	World J Gastr. (2005) 11:2398
폐암	75%	WB (Dvl3)	Oncogene (2003)22:7218
위암	40-60%	APC 돌연변이	(in differentiated types)
식도암	59%	면역조직화학	Int J can (2005) 113:981
췌장암	39%	면역조직화학	Human Path. (2006), 37:212
전립선암	36%	면역조직화학	Int J can (2005) 113:415
난소암	27%	면역조직화학	J Path (2004) 204:268
유방암	13%	WB	EJC (2000) 242:248

자료: JW중외제약, 키움증권 추정

표적항암제에 대한 이해를 돕기 위해 간단하게 설명해 본다. 항암제는 암세포뿐 만 아니라 정상세포에도 영향을 끼치기 때문에 심각한 부작용을 나타내는 경우가 있다. 세포증식이 왕성하게 일어나는 골수, 모낭, 위장관 등의 문제가 많이 발생하고 백혈구의 감소, 혈액응고 저해, 세균감염 및 출혈, 구토 등의 부작용이 발생한다. 또한 오랜기간 동안 항암제를 복용 및 투여할 경우 약물에 대한 내성이 생겨, 더 이상 항암제의 효과가 줄어들어 치료에 실패하는 경우도 발생한다. 이러한 이유로 수많은 연구기관 및 제약, 바이오업체들은 암세포만을 선택적으로 살상하는 표적항암제 출시 및 개발에 박차를 가하고 있다. 표적항암제는 암세포의 분자생물학적 특성을 고려해 분자의 표적이 되는 신호전달 경로(Signal Transduction Pathway), 신생혈관 생성(Angiogenesis) 등을 차단 및 억제하는 특성을 갖는다. 다만 표적항암제는 암 생성과정의 특정인자만을 공격하기 때문에 동종의 암이라도 특정 표적인자가 나타나는 환자에게만 효과가 있다는 단점이 있다.

1) 신호전달 경로 억제제

신호전달 경로 억제제는 암세포의 성장, 분열, 증식에 관여하는 신호전달 물질을 억제함으로써 세포의 활성을 막는 표적항암제이다. 신호전달 경로를 활성화 하는 물질들로는 타이로신 카이네이즈(Tyrosine Kinase), 프로틴 카이네이즈 C(Protein Kinase C) 등의 효소가 대표적이다. 카이네이즈는(Kinase)는 인산화효소로도 불리우는데, 세포내 신호전달에 광범위하게 영향을 끼치고 세포 간 상호작용을 조절한다. 인체 내에는 500개 이상의 인산화효소가 존재하고 이들은 환경 조건이나 신호에 따라 반응을 하게 된다. 이러한 요소들이 비정상적 또는 과도하게 활성화될 경우 암 또는 기타질병을 유발하게 된다.

<p>인간상피세포 성장인자(Human Epidermal Growth Factor Receptor_EGFR) 길항제</p>	<p>인간 상피세포 성장인자 수용체(Human Epidermal Growth Factor Receptor_EGFR)가 '리간드'라는 물질과 결합하면서 타이로신 카이네이즈(TK)가 활성화 되고, 세포 내부로 세포성장신호를 전달해 암세포의 성장과 전이를 유발한다. EGFR 타겟 길항제는 단일클론항체 또는 Small Molecule 화합물을 이용해 TK 의 활성을 억제하는 항암제이다. 인간 상피세포 성장인자 수용체는 HER1, HER2, HER3, Her4 등이 대표적인 수용체이며, 단일클론항체 치료제인 허셉틴(Trastumab), 아비투스(Cetuximab) 등이 있으며 Small Molecule 화합물 항암제로는 글리벡(Imatinib), 이레사(Gefitinib), 타세바(Erlotinib) 등이 대표적인 항암제이다.</p>
--	--

EGFR 타겟 길항제 개발현황

Class	Target	Name	Trade Name	Company	Approval	Indication
1st G. Rev. TKI	EGFR	Gefitinib	Iressa	Astra Zeneca	2003/05(FDA)	NSCLC
1st G. Rev. TKI	EGFR	Erlotinib	Tarceva	Roche	2004/11(FDA)	NSCLC
1st G. Rev. TKI	EGFR/Her2	Lapatinib	Tykerb	GSK	2007/03(FDA)	Breast
1st G. Rev. TKI	EGFR	Icotinib	Conmana	Zhejiang Beta	2011/06(China)	NSCLC
2nd G. Irrev. TKI	EGFR/Her2/Her4	Afatinib	Gilotrif	Behringer Ingelheim	2013/07 (FDA)	NSCLC
2nd G. Irrev. TKI	EGFR/Her2/Her4	Dacomitinib		Pfizer	PIII (2failed, 1 Ongoing)	NSCLC
2nd G. Irrev. TKI	EGFR/Her2/Her4	Neratinib		Puma Biotech	PIII	Breast
3rd G. Irrev. TKI	EGFR T790M	Rociletinib(CO-1686)		Clovis	PIII	NSCLC
3rd G. Irrev. TKI	EGFR T790M	AZD9291		Astra Zeneca	PIII	NSCLC
3rd G. Irrev. TKI	EGFR T790M	HM61713		Hanmi	PIII	NSCLC
mAb (chimeric)	EGFR	Cetuximab	Erbix	BMS/Nerck KGaA	2004/02 (FDA)	Colon
maAb (fully human)	EGFR	Panitumumab	Vertibix	Amgen	2006/09 (FDA)	Colon

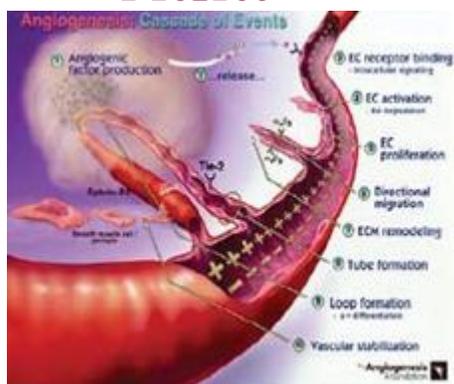
자료: 항암신약개발사업단, 키움증권

2) 신생혈관생성(Angiogenesis) 억제제

암세포가 생성되어 생존하고 성장하기 위해서는 산소 및 영양이 공급되어야 한다. 이를 위해서 종양조직 주변으로 신생혈관이 생성되고 이 혈관들을 통해 암세포가 산소와 영양을 공급받아 성장하게 된다. 신생혈관생성 억제제는 종양조직 주변에 신생혈관이 생성되는 것을 억제하는 표적항암제이다.

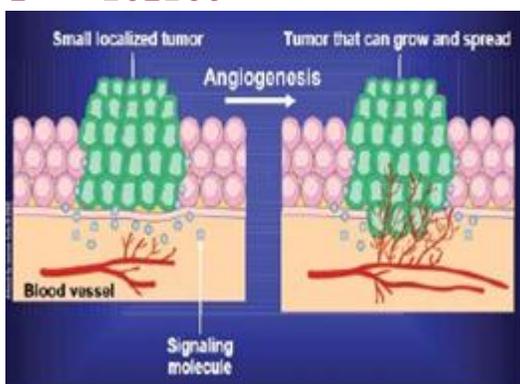
<p>혈관내피세포 성장인자 (Vascular Endothelial Growth Factor_VEGF) 억제제</p>	<p>암세포는 혈관내피세포 성장인자를 분비하고, 분비된 성장인자는 혈관 표면의 VEGFR(Vascular Endothelial Growth Factor Receptor)과 결합하게 된다. 이후 타이로신 카이네이즈(TK)가 활성화되어 신생혈관들이 종양조직 주변부에 생성되어 종양조직이 성장하고 전이될 수 있는 환경을 만들어 준다. VEGF 억제제는 이러한 경로를 차단해 신생혈관 생성을 억제한다. 이 때에도 단일클론항체 또는 Small Molecule 화합물이 사용되며 대표적인 단일클론항체 치료제는 아바스틴(Bevacizumab), Small Molecule 화합물 항암제로는 수텐(Sunitinib), 넥사바(Sorafenib) 등이 있다.</p>
---	---

VEGF에 의한 신생혈관생성



자료: The Angiogenesis Foundation, Inc., National Cancer Institute, 2009

암세포의 신생혈관생성



자료: The Angiogenesis Foundation, Inc., National Cancer Institute, 2009

대표적인 신생혈관생성 억제제

상품명	성분명	회사명	특징
아바스틴	Bevacizumab	제넨텍	<ul style="list-style-type: none"> 주사용항암제 VEGF의 수용체에 대한 단일클론항체 전이성 대장암 1차요법, 비소세포성 폐암에도 사용
수텐트	Sunitinib	화이자	<ul style="list-style-type: none"> 경구용항암제, 단독요법 가능 VEGFR과 혈소판유래성장인자수용체의 TK 수용체 억제 진행성 신세포암, 위장관 기저종양
넥사바	Sorafenib	바이엘/오닉스	<ul style="list-style-type: none"> 경구용항암제, 단독요법 가능 진행성 신세포암, 간암

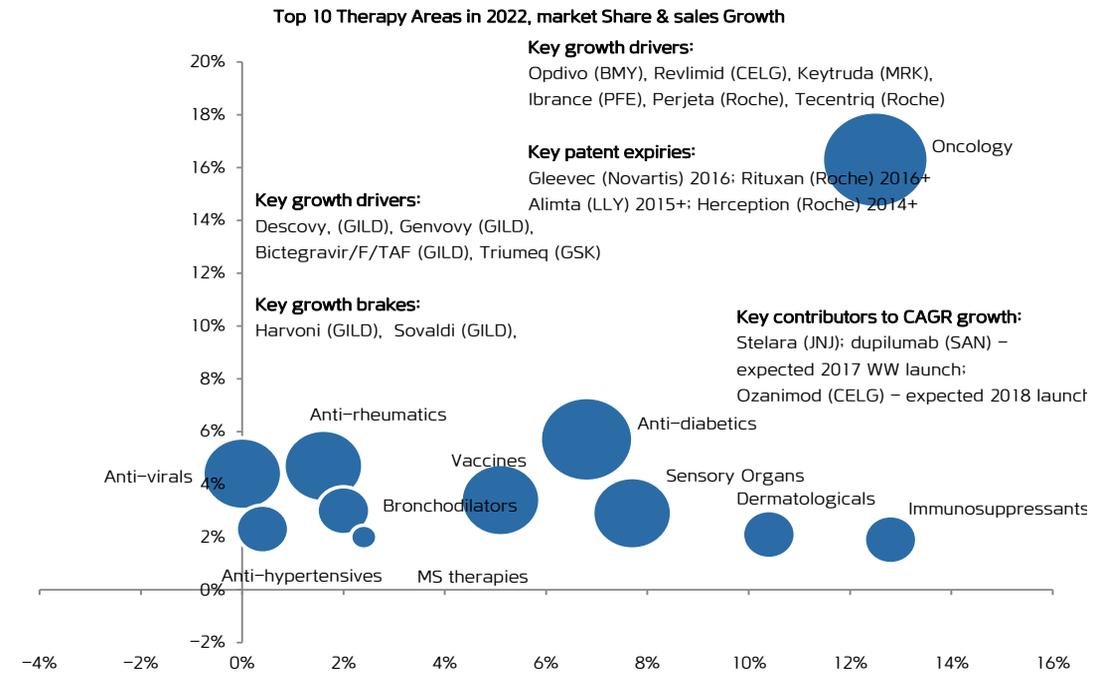
자료: 생명공학정책연구원, 키움증권

글로벌 항암제 시장 고성장

글로벌 항암제 시장은 인구고령화 및 식습관, 환경변화 등의 요인으로 암발생 인구가 매년 급격하게 증가하고 있어 전 세계 의약품 시장에서 가장 높은 비중을 차지하고 있을 뿐만 아니라 질환별 치료제 시장에서도 가장 높은 성장률을 나타내고 있다. Evaluate Pharma에 따르면 전 세계 항암제 시장은 2015년 83.2B 달러를 기록하였고 연간 평균 15%씩 성장해 2022년 190B 달러에 이를 것으로 전망했다. 2020년까지 최대 31%까지 암발병률이 증가할 것으로 예측되고, 특히 이머징 국가에서는 선진국 시장에서 이미 출시된 블록버스터급 항암제의 특허가 만료되면서 제네릭 및 바이오시밀러를 중심으로 더 높은 성장을 나타낼 것으로 전망된다.

글로벌 항암제 시장에서 블록버스터급 항체의약품 리툽산, 아바스틴, 허셉틴 등을 보유하고 있는 로슈가 1위를 차지하고 있다. 그러나 로슈는 이들 의약품의 바이오시밀러 출시 및 새로운 혁신 항암제 출현에 따른 위기에 직면해 있다. 이로 인해 로슈의 시장 점유율은 현재 30.9% 수준에서 2022년 약 14%p 감소한 17.0%(5개년 평균 성장률 3.0%) 수준을 나타낼 것으로 전망된다. 반면 머크는 현재 10위권의 매출 순위를 나타내고 있지만 면역항암제 키트루다의 매출확대에 힘입어 5개년 평균 31.0% 수준의 매출 성장률을 나타낼 전망이다. 최근 키트루다의 경쟁약품인 브리스톨 마이어스 스퀵의 옵디보가 비소세포성폐암을 타겟으로 한 임상에 실패하면서 키트루다의 위상은 더 높아질 것으로 판단된다. 한편 애브비는 2015년 파마사이클릭을 인수하면서 BTK 저해제 임부르비카를 확보했다. 임부르비카는 출시 첫 해 약 1.4조원의 매출을 달성한 만큼 2022년까지 연간 평균 28% 성장해 약 8조원 규모의 매출을 기록할 전망이다.

주요 질환별 시장규모 및 성장률



2022년 질환별 시장 전망 (단위: \$bn)

Rank	Therapy Area	2015	2022	CAGR % Growth
1	Oncology	83.2	190	12.50%
2	Anti-diabetics	41.7	66.1	6.80%
3	Anti-rheumatics	48.8	54.5	1.60%
4	Anti-virals	50.7	50.9	0%
5	Vaccines	27.6	39	5.10%
6	Bronchodilators	30.2	34.7	2.00%
7	Sensory Organs	19.8	33.3	7.70%
8	Anti-hypertensives	25.7	26.5	0.40%
9	Dematologicals	12.1	24.3	10.40%
10	MS therapies	20.2	23.2	2.40%
11	Immunosuppressants	9.5	22.1	12.80%
Total 'Prescription & OTC Sales' includes:				
	WW Generic Sales	73.1	114.8	6.70%
	Otc Pharmaceuticals	34.7	43.5	3.30%

자료: Evaluate Pharma

2022년 글로벌 Top5 항암제 매출 전망

Rank	Product	Generic Name	Company	Pharma Class	WW Sales (\$m)		CAGR 2015-22
					2015	2022	
1	Opdivo	nivolumab	Bristol-Myers Squibb Ono Pharmaceutical	+Anti-programmed death-1(PD-1) Mab	1,119	14,634	44%
2	Revlimid	lenalidomide	Celgene	Immunomodulator	5,801	13,024	12%
3	Imbruvica	ibrutinib	AbbVie + Johnson Johnson + Pharmacyclics	&Bruton's tyrosine kinase (BTK) inhibitor	1,299	7,287	28%
4	Keytruda	pembrolizumab	Merck & Co	Anti-programmed death-1(PD-1) Mab	566	5,959	40%
5	Ibrance	palbociclib	Pfizer	Cyclin-dependent kinase(CDK) 4 & 6 inhibitor	723	5,703	34%

자료: Evaluate Pharma

항암제 반응평가 기준은 약물이 암환자를 대상으로 얼마나 좋은 치료효과를 나타내느냐를 측정하는 평가기준으로 고형암에 대해서 암세포의 크기변화를 그 기초로 한다. 암세포 크기의 측정에는 X-ray, CT scan, MRI scan 등의 방법을 사용한다. 평가기준은 완전관해(Complete Response), 부분관해(Partial Response), 안정상태(Stable Disease), 진행성 질환(Progressive Disease) 등으로 구분된다. 완전관해는 모든 타겟 병조직에 대해 증상과 징후가 완전히 제거된 상태를 말하며, 부분관해는 가장 큰 암세포 조직에 대하여 30% 이상 크기가 감소하고 최소한 1개월 동안 새로운 병조직이 발생하지 않는 상태를 말한다. 진행성 질환은 하나 또는 그 이상의 새로운 병조직이 발생하거나 기존의 암조직이 20% 이상 증가했을 경우를 이르며, 안정상태는 부분관해 또는 진행성 질환이 아닌 상태, 즉 암조직이 30% 이상 크기가 감소하거나 20% 이상 크기가 증가하지 않고 최소한 1개월 이상 새로운 병조직이 발생하지 않는 상태를 일컫는다.

항암제 반응평가 기준(Response Evaluation Criteria In solid Tumor)

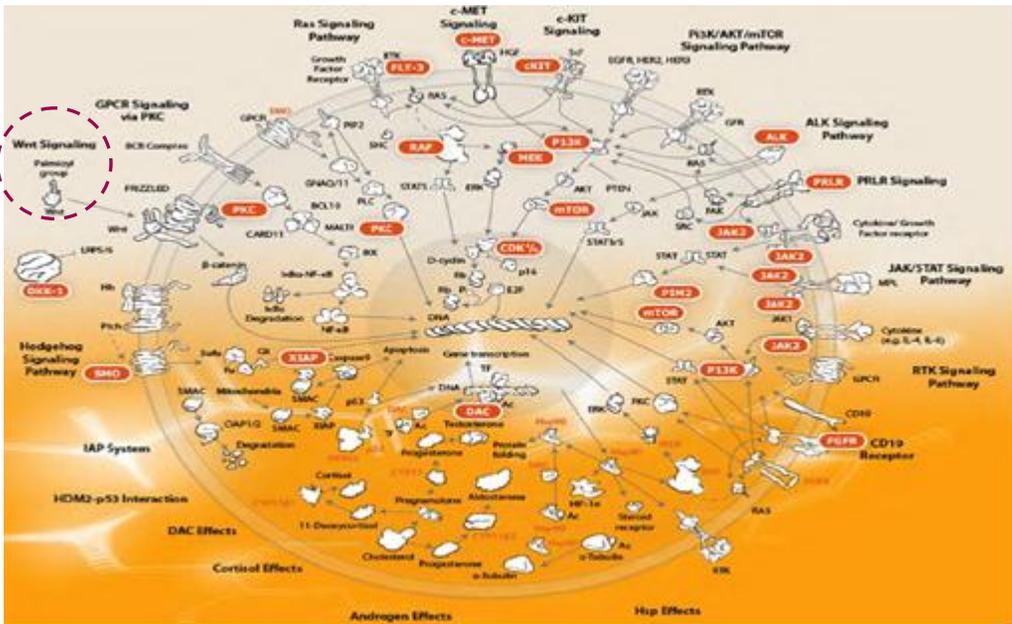
기준	상태	비고
Complete Response(CR)	모든 타겟 병조직에 대해 증상과 징후가 완전히 제거된 상태	완전관해
Partial Response(PR)	가장 큰 암세포 조직에 대하여 30% 이상 크기가 감소, 1개월간 새로운 병조직 없음	부분관해
Stable Disease(SD)	부분관해 또는 진행성 질환이 아닌 상태	안정상태
Progressive Disease(PD)	하나 또는 그 이상의 새로운 병조직이 발생, 기존의 암조직이 20% 이상 증가했을 경우	진행성 질환
Overall Response Rate(ORR)	Complete Response + Partial Response	전반적인 반응을
Disease Control Rate(DCR)	Complete Response + Partial Response + Stable Disease	질환조절 반응을
Hazard Ratio(HR)	두 치료 그룹에서의 생존확률 (HR=1, HR<1, HR>1)	-

자료: 항암신약개발사업단, 키움증권

유의미한 CWP291임상결과, 글로벌 제약사 관심 증대될 듯

동사의 주력 파이프라인 CWP291은 재발성/난치성 급성골수백혈병과 다발성골수종을 적응 증으로 각각 임상 1b상, 1a/1b상을 진행하고 있다. 급성골수백혈병은 미국 엠디앤더슨, 프레드허친슨과 한국 아산병원, 삼성병원, 서울대병원에서 임상을 하고 있으며 다발성골수종은 미국 엠디앤더슨, 한국 서울대병원, 세브란스병원, 성모병원 등에서 진행한다. 임상목표는 최대투여용량과 안전성, 유효성을 검증하는 동시에 약물의 PK 약동학(체내흡수, 분포, 대사, 배설 등)의 연구를 종합적으로 검증한다. 전기 임상 1상이 단독요법으로의 효과를 검증하는 단계였다면 후기 임상 1상에서는 레날리도마이드, 텍사메타손 등과 병용투여해 OS(전반적인 반응률) 및 PFS(무진행생존률), 독성 등을 정밀하게 검증하는 것이 주된 목표다. 지난해 미국 혈액학회(ASL) 중간발표 결과 암세포의 성장억제, 생존기간 연장, 바이오마커의 변화, M protein감소 등에서 유의미한 결과를 나타냈으며 병용투여 결과도 세포독성화학물인 레날리도마이드보다 우수한 결과를 보여주었다. 그 결과 안정상태(Stable Disease) 지속, 중앙크기의 감소 및 생존율 증가 등의 결과를 보였다.

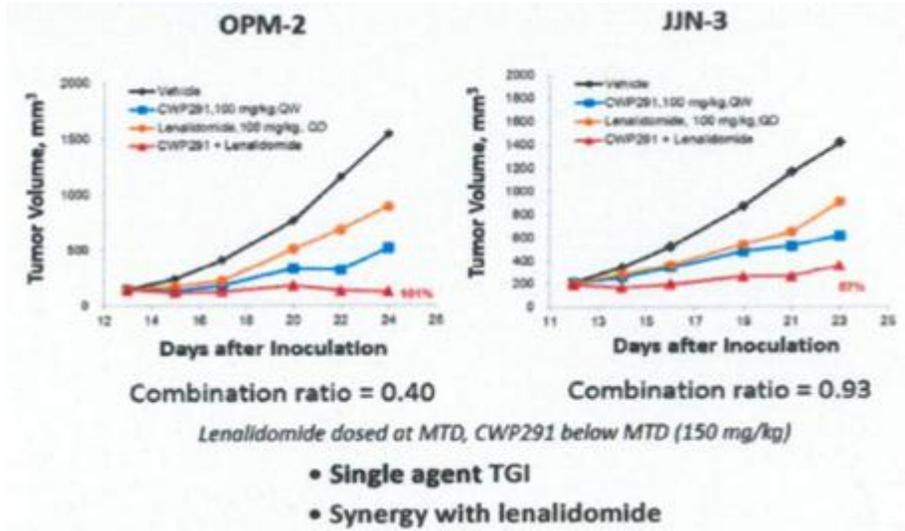
신호전달을 유도하는 주요 Signal



자료: 노바티스, 키움증권

당사는 동사의 Wnt 표적항암제 개발을 높게 평가한다. Wnt 신호차단을 활용하는 기술이 현재 상업화된 신호전달억제제가 타겟하고 있는 체계보다 난이도가 높기 때문에 시간과 비용, 상업화 가능성에 대한 우려도 존재하고 있다. 하지만 난이도가 높은 신약일수록 기술 진입장벽이 높고, 현재까지의 임상 결과도 우수하기 때문에 글로벌 제약사들로부터 높은 관심을 받을 수 있을 것으로 기대한다.

미국 혈액학회에서 발표한 MM(다발골수종) 임상1b상 결과



자료: JW중외제약, 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,344	4,675	5,022	5,344	5,687
매출원가	2,737	2,941	3,135	3,323	3,532
매출총이익	1,606	1,733	1,887	2,022	2,156
판매비및일반관리비	1,385	1,533	1,636	1,724	1,826
영업이익(보고)	221	201	251	298	317
영업이익(핵심)	221	201	251	298	330
영업외손익	-203	-176	-154	-111	-100
이자수익	11	6	4	3	3
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	22	43	21	31	31
이자비용	143	121	149	128	124
외환손실	44	58	38	34	34
관계및지분법손익	-4	0	1	1	1
투자및기타자산처분손익	0	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-3	16	0	0	0
기타	-41	-63	7	16	23
법인세차감전이익	18	25	97	187	230
법인세비용	1	167	17	33	40
유효법인세율 (%)	5.8%	669.8%	17.5%	17.6%	17.6%
당기순이익	17	-142	80	154	190
지배주주지분순이익(억원)	21	-142	80	154	190
EBITDA	399	387	391	433	461
현금순이익(Cash Earnings)	195	44	220	289	321
수정당기순이익	20	-39	80	154	190
증감률(% YoY)					
매출액	5.2	7.6	7.4	6.4	6.4
영업이익(보고)	21.6	-9.3	25.2	18.6	6.4
영업이익(핵심)	21.6	-9.3	25.2	18.6	10.8
EBITDA	14.8	-3.1	1.1	10.8	6.5
지배주주지분 당기순이익	2.9	N/A	N/A	91.8	23.4
EPS	37.2	N/A	N/A	82.9	23.4
수정순이익	2.6	N/A	N/A	91.8	23.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-39	64	142	169	166
당기순이익	17	-142	80	154	190
감가상각비	129	115	101	100	99
무형자산상각비	50	71	38	35	32
외환손익	26	5	17	3	3
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	-1
영업활동자산부채 증감	-379	-146	14	-119	-154
기타	119	160	-107	-3	-3
투자활동현금흐름	-80	-88	-109	-106	-110
투자자산의 처분	11	10	-2	-2	-2
유형자산의 처분	0	2	0	0	0
유형자산의 취득	-55	-81	-89	-87	-91
무형자산의 처분	-36	-19	-18	-17	-17
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	147	338	-107	45	-19
단기차입금의 증가	-49	-843	-12	-15	-20
장기차입금의 증가	147	1,218	-62	93	33
자본의 증가	83	0	0	0	0
배당금지급	-27	-27	-52	-53	-53
기타	-7	-9	19	20	21
현금및현금성자산의순증가	28	307	-74	108	37
기초현금및현금성자산	47	75	382	308	416
기말현금및현금성자산	75	382	308	416	453
Gross Cash Flow	340	210	128	288	320
Op Free Cash Flow	-84	-1,202	253	157	142

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,806	4,225	4,161	4,447	4,700
현금및현금성자산	75	382	309	416	454
유동금융자산	38	0	0	0	0
매출채권및유동채권	2,869	2,867	3,080	3,277	3,488
재고자산	824	976	773	753	758
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,346	2,269	2,245	2,222	2,207
장기매출채권및기타비유동채권	67	75	81	86	91
투자자산	683	666	668	671	674
유형자산	1,295	1,268	1,255	1,242	1,234
무형자산	286	234	214	196	181
기타비유동자산	15	27	27	27	27
자산총계	6,152	6,494	6,406	6,669	6,907
유동부채	2,608	2,580	2,516	2,639	2,700
매입채무및기타유동채무	628	863	928	987	1,050
단기차입금	1,102	919	907	892	872
유동성장기차입금	797	711	631	706	721
기타유동부채	80	86	50	53	57
비유동부채	1,273	1,168	1,206	1,246	1,286
장기매입채무및비유동채무	15	15	16	17	18
사채및장기차입금	1,006	494	512	530	548
기타비유동부채	253	659	679	699	720
부채총계	3,881	3,748	3,722	3,884	3,986
자본금	452	501	511	511	511
주식발행초과금	856	1,496	1,496	1,496	1,496
이익잉여금	531	317	345	445	581
기타자본	332	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	2,271	2,747	2,684	2,784	2,921
비지배주주지분자본총계	2,271	2,747	2,684	2,784	2,921
자본총계	2,271	2,747	2,684	2,784	2,921
순차입금	2,792	2,129	2,129	2,099	2,075
총차입금	2,905	2,512	2,438	2,516	2,529

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	112	-722	397	727	896
BPS	11,739	12,982	12,682	13,157	13,801
주당EBITDA	2,095	1,963	1,936	2,046	2,179
CFPS	1,025	222	1,089	1,366	1,517
DPS	150	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	319.3	-73.0	107.1	58.5	47.4
PBR	3.0	4.1	3.4	3.2	3.1
EV/EBITDA	24.3	31.8	22.0	20.8	19.5
PCFR	34.9	237.3	48.4	38.6	34.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.1	4.3	5.0	5.6	5.6
영업이익률(핵심)	5.1	4.3	5.0	5.6	5.8
EBITDA margin	9.2	8.3	7.8	8.1	8.1
순이익률	0.4	-3.0	1.6	2.9	3.3
자기자본이익률(ROE)	0.8	-5.7	3.0	5.6	6.7
투자자본이익률(ROIC)	4.6	-25.2	4.7	5.5	6.0
안정성(%)					
부채비율	170.9	136.4	138.7	139.5	136.5
순차입금비율	122.9	77.5	79.3	75.4	71.0
이자보상배율(배)	1.5	1.7	1.7	2.3	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
재고자산회전율	5.6	5.2	5.7	7.0	7.5
매입채무회전율	7.1	6.3	5.6	5.6	5.6

JW생명과학 (234080)



BUY(Initiate)

주가(3/24) 28,850원

목표주가 40,000원

JW생명과학은 JW그룹의 수액 생선기질 역할을 충실히 해내고 있습니다. JW홀딩스의 영양수액(국내 제품명: 위너프) 미국 박스터사 공급으로 유럽향 수출이 가시화 될 것입니다. 글로벌 시장을 무대로 동사의 활약이 기대됩니다. 내수시장의 경우 인구고령화 및 병원 입원환자수 증가에 따라 안정적인 성장을 나타내고 있습니다. 견조한 실적에다 해외주주 모멘텀까지 갖췄습니다.

Stock Data

KOSPI (3/24)	2,168.95pt		
시가총액	2,284억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	42,950원	23,200원	
최고/최저가 대비 등락	-32.83%	24.35%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.1%	-8.4%
	6M	N/A	N/A
	1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	7,917천주
일평균 거래량(3M)	92천주
외국인 지분율	0.00%
배당수익률(15.E)	2.19%
BPS (15.E)	13,004원
주요 주주	JW홀딩스 50.11%

Price Trend



글로벌 시장을 무대로

>>> 유럽향 수출 가시화

동사는 2018년부터 미국 박스터사와 계약한 3-Chamber 영양수액(TPN)의 공급을 유럽지역으로 시작할 계획. 총 계약규모는 10년간 약 1조원 규모, 연간 1,000억원 규모의 공급이 이뤄질 것. 현재 해당 제품은 유럽에서 품목허가를 대기 중에 있음. 박스터사향 공급 물량 납품이 시작될 경우 현재 매출액 대비 약 30%(당사추정)의 외형성장이 가능할 것. 관계사향 공급으로 마진율이 높지는 않겠지만 외형확대에 따른 이익의 절대규모가 늘어나는 만큼 수익성 측면에서도 높은 성장 기대.

>>> 의원, 병원 등 내수시장에서 안정적인 실적 뒷받침

인구고령화에 따른 병원입원환자수 증가로 내수시장에서 안정적인 실적 뒷받침 될 것. 국내 기초수액 시장 규모는 2011년 1,431억원에서 연평균 7.6% 성장해 2017년 2,300억원 규모를 형성할 전망, TPN(Total Parental Nutrition) 시장은 2011년 884억원에서 연평균 5.5%씩 성장해 2017년 1,250억원 규모를 형성할 것, 영양수액은 기초수액 대비 마진율이 높기 때문에 수익성 크게 개선될 듯.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원

당사는 동사에 대해 목표주가 40,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지 개시. 목표주가 40,000원은 2017년 예상실적 기준 EPS에 PER 18배를 적용해 산정.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,260	1,323	1,441	1,603	1,924
보고영업이익(억원)	187	216	242	262	317
핵심영업이익(억원)	187	216	243	267	323
EBITDA(억원)	313	348	357	380	436
세전이익(억원)	160	192	221	247	311
순이익(억원)	129	152	174	194	245
지배주주지분순이익(억원)	129	152	174	194	245
EPS(원)	1,625	1,915	2,198	2,451	3,092
증감율(%YoY)	37.5	17.9	14.8	11.5	26.2
PER(배)	0.0	14.3	12.4	11.2	8.8
PBR(배)	0.0	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	2.1	8.2	7.9	7.0	5.7
보고영업이익률(%)	14.8	16.4	16.8	16.4	16.5
핵심영업이익률(%)	14.8	16.4	16.9	16.7	16.8
ROE(%)	16.1	17.5	18.0	17.6	19.2
순부채비율(%)	80.6	75.7	61.9	41.8	24.2

투자포인트 및 Valuation

당사는 동사에 대해 목표주가 40,000원과 투자의견은 Buy를 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자포인트는 다음과 같다.

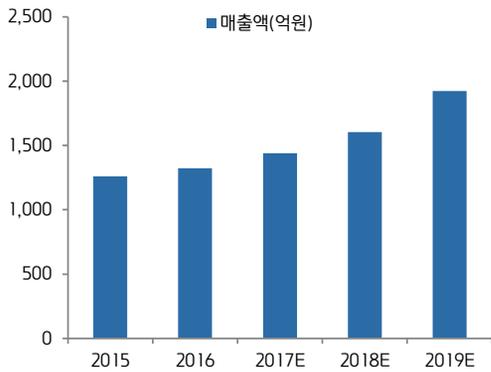
1) 당사는 2018년부터 미국 박스터사와 계약한 3-Chamber 영양수액(TPN)의 공급을 유럽지역으로 시작할 계획이다. 총 계약규모는 10년간 약 1조원 규모, 연간 1,000억원 규모의 공급이 이뤄질 것이다. 당사는 해외수출을 담당하는 사업주회사 JW홀딩스로 제품을 공급하고, 홀딩스가 수출을 담당하게 된다. 현재 해당 제품은 유럽에서 품목허가를 대기 중에 있다. 박스터사향 공급물량 납품이 시작될 경우 현재 매출액 대비 약 30%(당사추정)의 추가 매출액이 발생할 것이다. 관계사향 공급으로 마진율이 높지는 않겠지만 외형확대에 따른 이익의 절대규모가 늘어나는 만큼 수익성 측면에서도 높은 성장이 기대된다.

2) 의원, 병원 등 내수시장에서 안정적인 실적이 뒷받침될 것이다. 국내 기초수액 시장 규모는 2011년 1,431억원에서 연평균 7.6% 성장해 2017년 2,300억원 규모를 형성할 전망이다. 종합 영양수액, TPN(Total Parental Nutrition) 시장도 꾸준히 성장한다. TPN 시장은 2011년 884억원에서 연간평균 5.5%씩 성장해 2017년 1,250억원 규모를 형성할 것이다. 동사의 경우 영양수액의 공급이 늘어나면서 영양수액이 전체 매출액에서 차지하는 비중이 35.7%(2013년 27.4%)까지 확대되었다. 영양수액은 기초수액 대비 마진율이 높기 때문에 동사의 영업이익률도 2014년 11.7%, 2015년 13.5%, 2016년 16.3%로 개선되고 있는 추세다. 이익 개선에 가장 크게 기여하고 있는 제품이 3-Chamber 영양수액 '위너프'이다.

동사의 안정적 실적에 가장 중요한 요인은 인구고령화에 따른 병원입원환자수 증가다. 현재 국내 병원에서 65세 이상의 고령환자의 입원일수가 증가하고 있다. 총 병원일수 증가율은 연평균 7.3% 증가하는 반면 노인인구의 입원일수는 연평균 10.5%씩 증가한다. 전체 입원일 수 중 노인환자의 비중이 45%를 넘어섰다. 국내 유통은 JW중외제약이 담당한다. JW중외제약은 국내 수액시장에서 강력한 마케팅 채널을 보유하고 있다. 안정적인 내수 시장 점유율도 꾸준히 유지한다. 이로 인해 당사는 내수 시장에서의 안정적인 생산, 판매 구조를 유지해 나갈 수 있겠다.

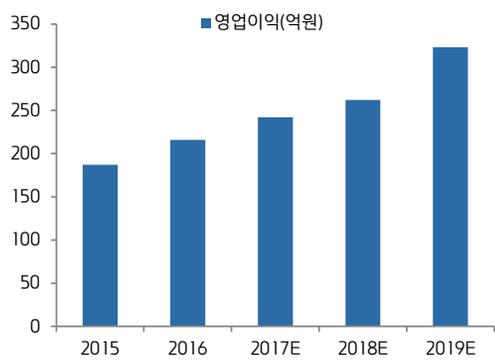
목표주가 40,000원은 2017년 예상실적 기준 EPS에 PER 18배(중소형제약사 평균 15배에 20% 할증)를 적용해 산정했다. 프리미엄 요인은 2018년부터 본격화될 유럽향 수출이 반영되기 때문이다. 미국 박스터사가 글로벌 시장점유율 1위 업체인 만큼 해외 수출향 제품 생산이 순조롭게 진행될 것이다. 또 다른 프리미엄 요인은 당사는 JW케미타운(원료용기 및 원재료 제조)을 자회사로 보유하고 있고, 생산시설에 대한 플랜트 기술이전 및 제조과정에 대한 컨설팅 사업을 계획하고 있다. 아직은 사업계획 단계이지만 수액 플랜트는 대규모 장치산업이면서, 까다로운 제조 과정에 대한 노하우가 필수적이기 때문에 플랜트 기술이전을 받으려는 개발도상국 중심의 수요가 있을 것으로 기대된다. 목표주가는 지주사 및 관계사향 안정적인 매출 및 해외수주 물량 증가, 중장기 플랜트 사업 계획 등을 감안했을 경우 적정하다는 판단이다.

JW생명과학 매출액 추이 및 전망



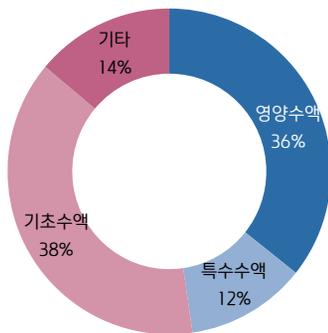
자료: 키움증권 추정

JW생명과학 영업이익 추이 및 전망



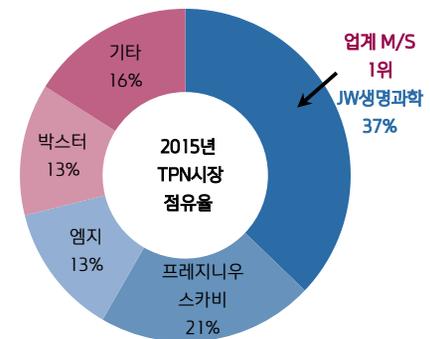
자료: 키움증권 추정

JW생명과학 제품별 비중



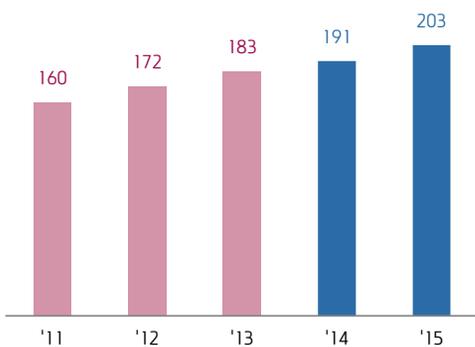
자료: JW생명과학, 키움증권

JW생명과학 TPN(영양수액) 시장 점유율



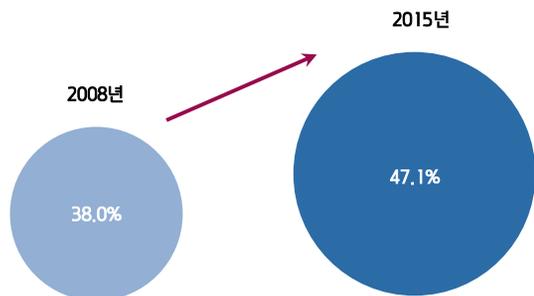
자료: JW생명과학, 키움증권

국내 총 병원 입원일 수 추이(단위: 백만일)



자료: JW생명과학, 키움증권

TPN(영양수액) 관련 65세 이상 고령환자 비중



자료: JW생명과학, 키움증권

주요제품군(기초수액)

내 용	주요 제품	용기 형태
<p>기초 수액</p> <ul style="list-style-type: none"> • 수분, 전해질, 칼로리 공급 	<ul style="list-style-type: none"> • Techflex (50, 100, 500 & 1000 mL) / PP (50, 100 mL) 	<ul style="list-style-type: none"> • Non-PVC Bag / PP Bottle

자료: JW생명과학

주요제품군(영양수액)

내 용	주요 제품	용기 형태
<p>영양 수액</p> <ul style="list-style-type: none"> • 아미노산, 지방산 및 칼로리 공급 	<ul style="list-style-type: none"> • 아미노산 • 지방 • CVS 	<ul style="list-style-type: none"> • Non-PVC Bag • Non-PVC Dual Chamber Bag • Non-PVC Three Chamber Bag

자료: JW생명과학

주요제품군(특수수액)

내 용	주요 제품	용기 형태
<p>특수 수액</p> <ul style="list-style-type: none"> • 전해질 등 공급 	<ul style="list-style-type: none"> • 삼투압 • 알칼리 • 프리믹스액 • 관류액 	<ul style="list-style-type: none"> • Non-PVC Bag / PP Bottle

자료: JW생명과학

주요제품군(투석액)

내 용	주요 제품	용기 형태
<p>투석액</p> <ul style="list-style-type: none"> • 인공 신장 투석액 	<ul style="list-style-type: none"> • 혈액 투석액 	<ul style="list-style-type: none"> • Plastic Bottle

자료: JW생명과학

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,260	1,323	1,441	1,603	1,924
매출원가	957	980	1,068	1,187	1,422
매출총이익	302	343	373	416	502
판매비및일반관리비	115	126	130	149	179
영업이익(보고)	187	216	242	262	317
영업이익(핵심)	187	216	243	267	323
영업외손익	-26	-24	-22	-21	-12
이자수익	0	0	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	21	31	31
이자비용	26	24	28	31	34
외환손실	0	0	38	34	34
관계기업지분법손익	0	0	1	1	1
투자및기타자산처분손익	0	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-1	1	21	11	23
법인세차감전이익	160	192	221	247	311
법인세비용	32	41	47	53	66
유효법인세율 (%)	19.7%	21.1%	21.3%	21.3%	21.3%
당기순이익	129	152	174	194	245
지배주주지분손이익(억원)	129	152	174	194	245
EBITDA	313	348	357	380	436
현금순이익(Cash Earnings)	255	283	287	307	357
수정당기순이익	129	153	174	194	245
증감률(% YoY)					
매출액	13.3	5.0	8.9	11.3	20.0
영업이익(보고)	27.7	15.9	11.9	8.5	21.0
영업이익(핵심)	27.7	15.9	12.6	9.8	20.9
EBITDA	17.5	11.3	2.5	6.6	14.5
지배주주지분 당기순이익	37.5	17.9	14.8	11.5	26.2
EPS	37.5	17.9	14.8	11.5	26.2
수정순이익	37.7	18.7	14.0	11.5	26.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	259	161	197	293	308
당기순이익	129	152	174	194	245
감가상각비	122	127	109	108	106
무형자산상각비	4	4	4	5	6
외환손익	0	0	17	3	3
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	-1
영업활동자산부채 증감	-27	-148	-90	-13	-48
기타	32	24	-17	-3	-3
투자활동현금흐름	-247	-113	-109	-107	-111
투자자산의 처분	-2	-2	-2	-3	-3
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-231	-134	-89	-87	-91
무형자산의 처분	9	0	-18	-17	-17
기타	-22	22	0	0	0
재무활동현금흐름	-4	-53	-11	-11	0
단기차입금의 증가	-1	-45	-31	-37	-36
장기차입금의 증가	58	56	61	67	73
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-61	-64	-48	-48	-48
기타	0	0	6	6	10
현금및현금성자산의순증가	8	-5	76	175	197
기초현금및현금성자산	1	9	4	80	255
기말현금및현금성자산	9	4	80	255	452
Gross Cash Flow	286	309	286	306	356
Op Free Cash Flow	26	21	108	206	211

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	388	473	662	882	1,190
현금및현금성자산	9	4	80	255	452
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	232	330	360	400	481
재고자산	148	138	222	226	257
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,411	1,450	1,447	1,442	1,443
장기매출채권및기타비유동채권	5	5	5	6	7
투자자산	31	33	36	40	44
유형자산	1,331	1,368	1,348	1,327	1,312
무형자산	43	43	57	69	80
기타비유동자산	1	1	1	1	1
자산총계	1,799	1,922	2,109	2,324	2,633
유동부채	823	811	804	799	828
매입채무및기타유동채무	211	236	257	286	343
단기차입금	592	547	516	479	443
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	20	29	31	35	42
비유동부채	148	208	275	349	432
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	1
사채및장기차입금	84	140	201	268	341
기타비유동부채	64	67	74	80	90
부채총계	970	1,019	1,079	1,148	1,260
자본금	396	396	396	396	396
주식발행초과금	287	287	287	287	287
이익잉여금	149	224	350	497	694
기타자본	-4	-4	-4	-4	-4
지배주주지분자본총계	828	903	1,030	1,176	1,373
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	828	903	1,030	1,176	1,373
순차입금	667	684	637	492	332
총차입금	676	687	717	747	784

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,625	1,915	2,198	2,451	3,092
BPS	10,462	11,406	13,004	14,854	17,346
주당EBITDA	3,950	4,396	4,507	4,803	5,501
CFPS	3,219	3,579	3,630	3,878	4,509
DPS	0	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	0.0	14.3	12.4	11.2	8.8
PBR	0.0	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	2.1	8.2	7.9	7.0	5.7
PCFR	0.0	7.6	7.5	7.1	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.8	16.4	16.8	16.4	16.5
영업이익률(핵심)	14.8	16.4	16.9	16.7	16.8
EBITDA margin	24.8	26.3	24.8	23.7	22.6
순이익률	10.2	11.5	12.1	12.1	12.7
자기자본이익률(ROE)	16.1	17.5	18.0	17.6	19.2
투자자본이익률(ROIC)	10.2	10.9	11.6	12.4	14.8
안정성(%)					
부채비율	117.2	112.9	104.8	97.6	91.7
순차입금비율	80.6	75.7	61.9	41.8	24.2
이자보상배율(배)	7.2	9.0	8.7	8.7	9.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.3	4.7	4.2	4.2	4.4
재고자산회전율	9.3	9.2	8.0	7.2	8.0
매입채무회전율	6.6	5.9	5.9	5.9	6.1

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
JW중외제약	2017.3.27	BUY	56,000원

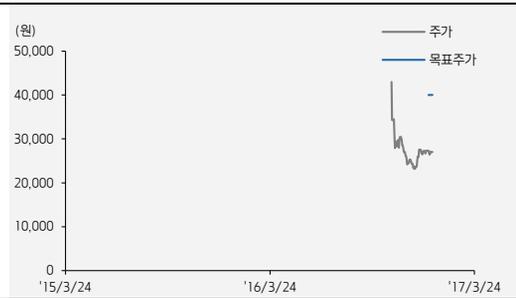
목표주가 추이 (2개년)



투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
JW생명과학	2017.3.27	BUY	40,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%