

2022.03.14

# JW중외제약 (001060)

## 베일에 싸여있던 바로 그 제약사

N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2022.03.11)	27,950원
상승여력	-

**Analyst 오병용**

bryoh@hygood.co.kr

**주가지표**

KOSPI(03/11)	2,661P
KOSDAQ(03/11)	892P
현재주가(03/11)	27,950원
시가총액	633십억원
총발행주식수	2,353만주
120일 평균거래대금	23억원
52주 최고주가	31,881원
52주 최저주가	18,200원
유동주식비율	55.9%
외국인지분율(%)	6.96%
주요주주	JW홀딩스 외 8인 (42.9%)

**시장에 잘 알려지지 않은 저평가 제약사.**

JW중외제약은 연간 매출액이 6천억원이 넘으며, 특히 처방의약품 매출 순위(IMS기준)로는 국내에서 한미약품과 종근당 다음으로 3위에 있는 대형 제약사이다. 매출액 규모로는 HK이노엔, 보령제약, 동아에스티 등과 비슷한 수준이나, 시가총액은 6천억원 수준에 불과하다. 동사는 지난 몇 년 간 주식시장에 거의 알려지지 않았으며, 따라서 여전히 주가가 크게 저평가 받고 있는 것으로 보인다. 올해는 동사 실적의 급격한 상승이 예상된다. 게다가 주가 상승 모멘텀들이 여러 개 존재한다. 반드시 지켜봐야 할 제약사로 판단한다.

**올해 영업실적 급상승 예상.**

실적 증가세가 특히 눈에 띈다. '20년 매출액 5,426억원, 영업이익 21억원에 이어 '21년 매출액 6,018억원(+10.9%), 영업이익 377억원(+1,693.6%)을 달성하며 영업실적 턴어라운드를 본격적으로 시작했다. 동사에 따르면 올해 실적 목표치는 매출액 7천억원 이상, 영업이익 800억원 이상이다. 동사의 지난해 매출액이 +10.9%증가할 때 매출총이익은 +32.1% 증가했으며, 영업이익은 10배이상 증가했다. 동사의 주력제품은 타 제약사처럼 제네릭이나 도입상품이 아니라, 해외 제약사에서 L/in해서 직접 개발한 오리지널 제품인 '리바로', '악템라', '엔커버' 등이다. 이런 제품들은 원가율이 상대적으로 낮으며, 매출액이 일정 수준을 넘어 고정비용을 커버하기 시작하면 영업이익률이 크게 증가하는 구조다. 이러한 영업레버리지효과가 지난해부터 본격적으로 나타나기 시작했다. 올해 영업이익의 가이던스 800억원을 달성한다고 가정 시 현 주가의 fwd PER은 대략 10배 수준밖에 되지 않는다. 지금과 같은 상황에서 동사가 유사규모 제약사들 대비 밸류에이션이 낮을 이유도 없어 보인다.

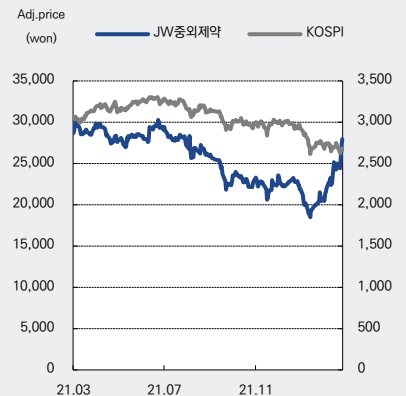
**코로나19 치료제 '악템라'의 허가 기대됨.**

동사가 주가이제약으로부터 L/in하여 국내허가를 받은 동사의 자가면역질환 치료제 '악템라'가 최근 오프라벨로 중증 코로나19 치료제로 사용되고 있다. 동사는 '악템라'를 코로나19 치료제로 식약처에 정식 허가를 신청한 상황이다. 유일한 국산 치료제인 셀트리온의 '렉키로나'가 공급중단된 상황에서, '악템라'가 정식허가 된다면 주식시장에도 파급력이 있을 전망이다. 수십만 명의 확진자가 나오는 상황에서 주사 한 대에 수십만원인 '악템라'가 실적에 거대한 +@가 될 수 있다. 뿐만 아니라 동사가 급성골수성백혈병 대상으로 임상 1상 중인 Wnt저해제 신약 'CWP-291' 또한 기대해볼 만하다. 동사는 2000년대 초반부터 새로운 타겟인 Wnt에 대한 연구를 지속해왔으며, 현재 많은 파트너들과 상업화 협상을 진행 중이라고 한다. 올해 L/out 또한 기대해 볼 수 있겠다.

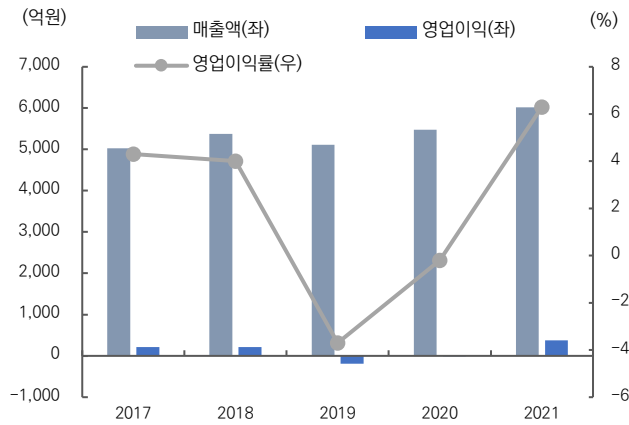
(억원, 별도)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021P
매출액	5,029	5,372	5,113	5,473	6,018
영업이익	217	216	-190	-13	377
영업이익률	4.3%	4.0%	-3.7%	-0.2%	6.3%
순이익[지배]	-7	81	-253	-152	29
EPS(원)	-31	337	-1,071	-648	123
PER(배)	(1309.6)	111.0	(26.1)	(52.6)	185.2
PBR	3.6	3.4	2.8	3.8	2.6
EV/EVITA	39.4	27.0	(267.0)	60.5	13.8
ROE(%)	-0.3%	3.0%	-10.3%	-7.0%	1.4%

자료: JW중외제약, 한양증권

**상대주가차트**

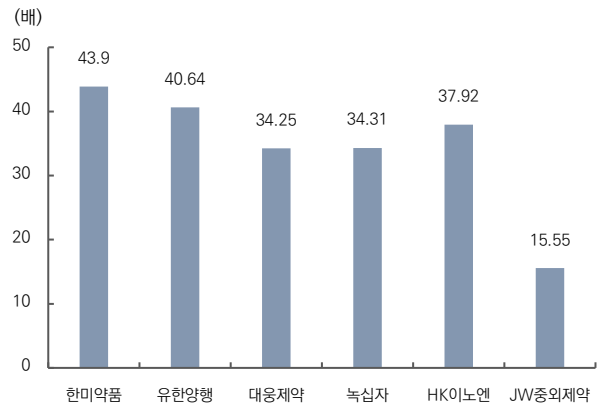


[도표1] 매출액, 영업이익 추이



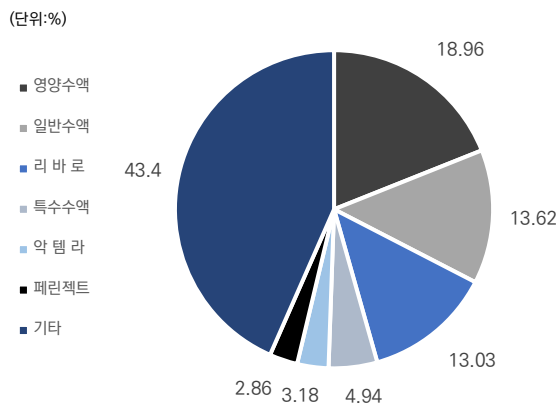
출처: Quantwise, 한양증권 리서치센터

[도표2] 상위제약사 22년 fwd PER 비교(컨센서스)



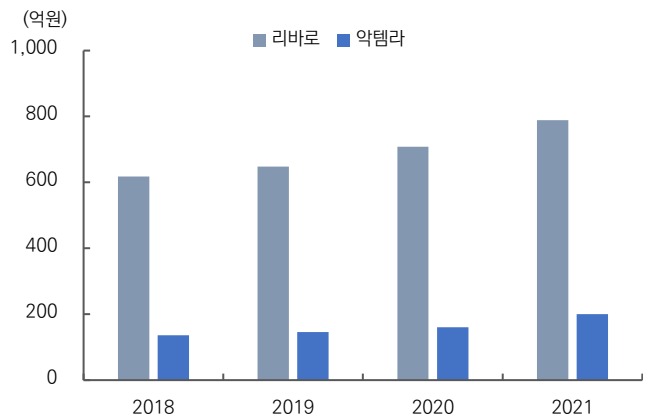
출처: Quantwise, '22년 컨센서스 참조, 한양증권 리서치센터

[도표3] 매출액 비중(3Q21)



출처: JW중외제약, 한양증권 리서치센터

[도표4] 리바로/악템라 매출액 추이



출처: JW중외제약, 한양증권 리서치센터

[도표5] 임상시험 파이프라인 현황

구분	코드명	적응증	전임상	임상			임상단계	시장규모(해외)	임상병원	비고
				1상	2상	3상				
항암제	CWP291	급성골수성백혈병					1b상 연장연구	2026년 15억 달러 수준	서울대병원, 서울아산병원, 삼성서울병원	다국가임상 (미국/한국)
	Project A	암줄기세포, 섬유증, 골관절염 등					탐색연구			
	ST-2286	유방암					전임상			1상을 위한 검토단계
면역질환치료제	JW1601	아토피 항염증					글로벌 2상	2024년 73억 달러 수준		기술수출(레오파마) 정부지원과제 FDA IND승인
	URC102	통풍					2상 완료	2025년 9조원 수준	한양대병원 외 9개병원	심시어사 3상 진입을 위한 IND 제출 예정 신장에 영향평가 1상 돌입
	Project C	섬유증, 골관절염 등					탐색연구			
재생의학	STAT3	아토피 피부염					전임상			국가신약개발사업 과제로 선정
	CWL080061	발모					전임상			편실베니아대 공동연구 진행중
	CWL0800**	탈모방지					인체시험			기능성화장품 Wnt신호전달 활성화
	Project D	치매, 근육, 피부등의 조직재생					전임상			

출처: JW중외제약, 한양증권 리서치센터

## 요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2017A	2018A	2019A	2020A	2021P	Balance sheet	2017A	2018A	2019A	2020A	2021P
매출액	503	537	511	547	602	유동자산	411	374	335	299	325
매출원가	314	340	350	370	361	재고자산	107	101	90	101	111
매출총이익	189	197	161	178	241	단기금융자산	0	0	0	45	45
매출총이익률(%)	37.5%	36.7%	31.5%	32.4%	40.1%	매출채권및기타채권	268	230	183	128	141
판매비와관리비등	167	175	180	179	203	현금및현금성자산	32	31	42	10	17
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	220	220	238	250	222
영업이익	22	22	-19	-1	38	유형자산	122	118	148	184	166
영업이익률(%)	4.3%	4.0%	-3.7%	-0.2%	6.3%	무형자산	20	15	21	18	14
조정영업이익	22	22	-19	-1	38	투자자산	10	13	9	27	21
EBITDA	26	37	-3	14	45	자산총계	631	594	573	549	548
EBITDA 마진율(%)	5.2%	6.8%	-0.6%	2.6%	7.6%	유동부채	275	228	278	235	236
조정 EBITDA	41	39	1	19	59	단기차입금	131	112	118	70	70
순금융손익	-25	-11	-17	-12	-10	매입채무및기타채무	87	74	80	80	82
이자손익	-9	-9	-11	-7	0	비유동부채	86	105	65	107	107
외화관련손익	-4	2	1	-2	0	사채	0	40	20	70	70
기타영업외손익	2	0	2	1	-4	장기차입금	14	8	10	4	4
종속기업및관계기업관련손익	1	0	-1	-1	0	부채총계	360	334	343	342	343
법인세차감전계속사업손익	-1	10	-34	-13	24	지배주주지분	271	260	230	207	204
당기순이익	-1	8	-25	-15	3	자본금	51	53	54	56	57
당기순이익률(%)	-0.1%	1.5%	-4.9%	-2.8%	0.5%	자본및이익잉여금	210	217	186	163	158
지배지분순이익	-1	8	-25	-15	3	기타자본	-1	-10	-10	-10	-10
비지배지분순이익	0	0	0	0	0	비지배지분	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1	4	-28	-15	3	자본총계	271	260	230	207	204

주 : K-IFRS 별도 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2017A	2018A	2019A	2020A	2021P	Valuation Indicator	2017A	2018A	2019A	2020A	2021P
영업활동으로인한현금흐름	33	52	56	63	25	Per Share (원)					
당기순이익	-1	8	-25	-15	3	EPS(당기순이익 기준)	-31	337	-1,071	-649	123
현금유출이없는비용및수익	59	56	34	49	59	EPS(지배순이익 기준)	-31	337	-1,071	-648	123
유형자산감가상각비	12	12	15	17	17	BPS(자본총계 기준)	11,372	10,878	9,783	8,821	8,688
무형자산상각비	7	6	5	4	4	BPS(지배지분 기준)	11,381	10,992	9,889	8,921	8,791
기타	40	38	14	28	37	DPS(보통주)	275	325	325	325	325
영업활동관련자산부채변동	-16	0	63	35	-17	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	0	29	38	46	-13	PER(당기순이익 기준)	-1,309.6	111.0	-26.1	-52.5	184.8
재고자산의감소	-11	-6	20	-9	-10	PER(지배순이익 기준)	-1,309.6	111.0	-26.1	-52.6	185.2
매입채무및기타채무의증가	0	-15	3	-2	2	PBR(자본총계 기준)	3.6	3.4	2.9	3.9	2.6
기타	-4	-9	2	0	4	PBR(지배지분 기준)	3.6	3.4	2.8	3.8	2.6
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-9	-11	-16	-6	-20	EV/EBITDA (발표 기준)	39.4	27.0	-267.0	60.5	13.8
투자활동으로인한현금흐름	-10	-14	-22	-79	5	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)	1	-3	3	-19	6	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	0	0	0	매출액증가율	7.6%	6.8%	-4.8%	7.0%	10.0%
유형자산의 증가(CAPEX)	-7	-8	-9	-12	0	영업이익증가율	-11.5%	-0.6%	-188.1%	-93.0%	-2948.4%
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	-4	-3	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	93.6%	1181.7%	-417.5%	39.4%	119.0%
단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	-45	0	EPS(지배기준) 증가율	93.6%	1181.7%	-417.5%	39.5%	119.0%
기타	-1	-3	-12	-1	-1	EBITDA(발표기준) 증가율	-29.7%	39.6%	-107.7%	609.3%	214.7%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	-28	-41	-24	-14	-8	ROE(당기순이익 기준)	-0.3%	3.0%	-10.3%	-7.0%	1.4%
장기차입금의증가(감소)	0	0	20	-7	0	ROE(지배순이익 기준)	-0.3%	3.0%	-10.3%	-7.0%	1.4%
사채의증가(감소)	0	40	0	50	0	ROIC	2.3%	2.8%	-6.5%	0.2%	1.4%
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	2	ROA	-0.1%	1.3%	-4.3%	-2.7%	0.5%
기타	-22	-74	-37	-50	-2	배당수익률	0.6%	0.8%	1.1%	0.9%	1.4%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-6	-7	-7	-7	-7	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	0	0	-15	부채비율	133.0%	128.3%	149.1%	164.7%	168.0%
현금의 증가	-7	-1	11	-31	7	순차입금비율(자본총계 대비)	58.4%	66.1%	64.1%	62.1%	59.6%
기초현금	39	32	31	42	10	이자보상비율	2.4%	2.5%	-1.7%	-0.2%	NA
기말현금	32	31	42	10	18						

자료 : JW중외제약, 한양증권





---

## 한양증권 점포현황

[www.hygood.co.kr](http://www.hygood.co.kr)

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산프리미어센터	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천프리미어센터	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.

---