

KOSPI | 제약과생물공학

JW중외제약 (001060)

2023년 주목해야 할 중소제약사

체크포인트

- ETC 의약품 중심으로 병원시장을 선도하고 있으며 우수한 오리지널 의약품을 보유 및 수액제제 분야에서는 국내 시장점유율 1위의 업체
- ETC 주력제품인 고지혈증치료제 리바로젯 패밀리의 고성장세, 혈우병 치료제 헴리브라의 2023년 하반기 급여확대로 연간 실적 성장에 긍정적일 전망. 아토피 신약 JW1601의 임상2상이 2023년 하반기 중으로 종료된다면 이에 따른 마일스톤 유입이 예상, 실적개선에 주목
- 동사의 2023년 PER은 16.7배 수준으로 고지혈증 치료제 비중이 높은 업체들의 평균 multiple인 20.9배 보다 낮아 밸류에이션 매력력이 높음. 2023년부터 실적 모멘텀과 본격적인 R&D 모멘텀이 주가에 반영될 것으로 판단

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

JW중외제약 (001060)

Analyst 이달미 junho.yang@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSPI
제약과생물공학

수액제제 전문회사에서 오리지널 의약품 회사로 변신

동사는 1945년 8월 '조선중외제약소'라는 사명으로 출범, 1953년 '대한중외제약'으로 법인을 설립하였고 1976년 기업공개를 거쳐 거래소에 상장. ETC 의약품 중심으로 병원시장을 선도하고 있으며 우수한 오리지널 의약품을 보유 및 수액제제 분야에서는 국내 시장점유율 1위의 업체. 동사는 리바로, 시그마트, 악템라 등 강력한 오리지널 파이프라인과 3세대 영양수액 위너프 등을 보유.

2023년 실적개선에 주목

동사의 2023년 연간 실적은 매출액 7,943억원(+16.1%YoY), 영업이익 902억원(+43.2%YoY, OPM 11.4%)이 전망. ETC 주력제품인 고지혈증치료제 리바로젯 패밀리와 고성장세, 혈우병 치료제 헴리브라의 2023년 하반기 급여확대가 연간 실적 성장세를 견인할 전망. 또한 아토피 신약 JW1601의 임상2상이 2023년 하반기 중으로 종료된다면 이에 따른 마일스톤 유입이 예상되어 실적개선에 주목.

업계 평균보다 낮은 밸류에이션이 매력적

동사의 2023년 PER은 16.7배 수준으로 고지혈증 치료제 비중이 높은 업체들의 평균 multiple인 20.9배 보다 낮아 밸류에이션 매력이 높음. 2023년부터 실적 모멘텀과 본격적인 R&D 모멘텀이 주가에 반영될 것으로 판단. 우선 고지혈증 치료제 리바로젯과 혈우병 치료제 헴리브라의 실적 증가가 하반기에 본격적으로 나타날 전망. R&D 모멘텀으로는 아토피 피부염 치료제인 JW1601이 글로벌 임상2상을 마치고 임상3상에 진입할 전망이다. 전임상 단계에 있는 탈모치료제 JW0061은 2024년 임상1상 진입 예정. JW0061은 좋은 전임상 결과를 발표하여 라이선스 아웃에 대한 기대감이 높음. 따라서 2023년부터 동사의 실적과 R&D모멘텀에 의한 장기적인 주가 우상향이 기대.

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(억원)	6,066	6,844	7,943	9,103	10,270
YoY(%)	10.8	12.8	16.1	14.6	12.8
영업이익(억원)	312	630	902	1,269	1,556
OP 마진(%)	5.1	9.2	11.4	13.9	15.2
지배주주순이익(억원)	-10	319	308	372	811
EPS(원)	-58	1,291	1,234	1,497	3,293
YoY(%)	적지	흑전	-4.4	21.3	120.0
PER(배)	N/A	14.2	17.5	14.4	6.6
PSR(배)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBIDA(배)	13.9	6.2	5.2	3.7	2.7
PBR(배)	2.7	1.9	2.0	1.8	1.5
ROE(%)	-0.5	14.4	12.3	13.5	24.8
배당수익률(%)	1.4	2.0	1.7	1.7	1.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (4/21)	21,600원
52주 최고가	30,011원
52주 최저가	16,656원
KOSPI (4/20)	2,544.40p
자본금	594억원
시가총액	4,932억원
액면가	2,500원
발행주식수	23백만주
일평균 거래량 (60일)	9만주
일평균 거래액 (60일)	18억원
외국인지분율	8.31%
주요주주	JW홀딩스 외 7인 42.89%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	18.5	-25.0
상대주가	-1.0	2.6	-20.4

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

수액제제 전문 회사에서 오리지널 의약품 회사로 변신

**1945년에 설립,
수액제제 전문회사에서
다수의 오리지널 의약품들
보유한 회사로의 변신**

동사는 1945년 8월 '조선중외제약소'라는 사명으로 출범, 1953년 '대한중외제약'으로 법인을 설립하였고 1976년 기업공개를 거쳐 거래소에 상장되었다. ETC 의약품 중심으로 병원시장을 선도하고 있으며 우수한 오리지널 의약품 보유 및 수액제제 분야에서는 국내 시장점유율 1위의 업체이다. 자체적으로 핵심 R&D 플랫폼을 기반하여 면역, 항암, 재생의약품 분야에서 연구개발을 진행하고 있으며 오픈 이노베이션을 다각화하여 신약 파이프라인을 지속적으로 확장 중에 있다.

동사는 리바로, 트루페스, 시그마트, 악템라 등 강력한 오리지널 의약품 및 세계 5대 수액제 브랜드로 오메가3와 오메가6를 이상적으로 배합한 3세대 영양수액 위너프 등을 보유하고 있다. 뿐만 아니라 R&D에도 집중하고 있는데 1983년 중앙연구소를 설립한 이후 1992년에는 일본 유가이 제약과 공동으로 국내 최초의 합작법인인 C&C신약연구소를, 2000년에는 미국 시애틀에 화학 유전체 전문연구기관인 JW Theriac을 차례로 설립하였다. 따라서 이러한 글로벌 R&D 네트워크를 통해 동사는 신약개발에 집중하고 있다.

동사의 회사개요

회사명	JW 중외제약 주식회사
대표이사	신영섭
설립일	1945-08-08
자본금	594 억 원
임직원수	1,218 명(2022 년 사업보고서 기준)
최대주주	JW 홀딩스 및 특수관계자 45.47%

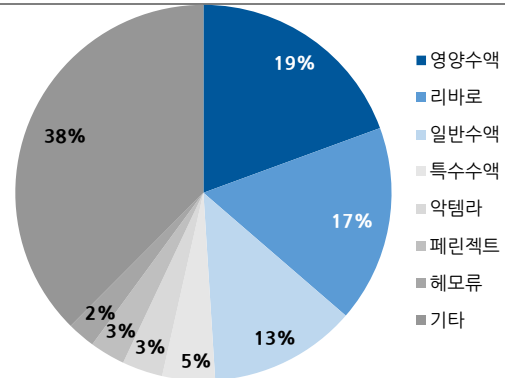
자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주요 연혁

2013	2014	2015	2016	
<ul style="list-style-type: none"> • '중외15%포도당주사액' 등 기초 수액제 11개 품목의 건강보험 약가 5월부터 평균 5% 인상 • 일본 SKK社 '글로벌 중장기 공동 개발협력계약' 체결 (순환기 분야 등에서 개량신약 3종 공동 개발) 	<ul style="list-style-type: none"> • '통풍질환 신약 <UR-1102> 임상 2상 계획 승인 • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 다발성 골수종 임상 범부처 협약과제 선정 	<ul style="list-style-type: none"> • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 급성골수성백혈병 임상 1상 중간결과 발표 • '통풍질환 신약 <URC-102> 임상 2상 진행 중 • DPP-4억제 당뇨병치료제 가드렛정 출시 	<ul style="list-style-type: none"> • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 급성골수성백혈병 임상 1상 임상결과 발표 • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 급성골수성백혈병 임상 1b상 韓, 美 IND 승인 • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 다발성골수종 임상 1a, b상 중간결과 발표 • '통풍치료제 <URC-102> 임상 2상 종료 • '통풍치료제 <URC-102> 임상 2상 완료 및 결과발표 (2017.11.08 미국류마티스학회, ACR) • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 다발성골수종 임상설계 관련 발표(미국 중앙학회, ASCO) • 'A형 혈우병치료제 <ACE910> 국내 판권 확보 • 'Wnt표적항암제 <CWP291> 다발성골수종 임상 1a/b 중간 결과 발표 	
2018	2019	2020	2021	2022
<ul style="list-style-type: none"> • 덴마크 LEO Pharma社 'JW1601 아토피 피부염 치료제 license out 계약' 체결 • 'Wnt 표적항암제 <CWP291> 급성골수성 백혈병 임상 2a상 사전 IND 승인 • '통풍치료제 'URC102 임상 2b상 IND 승인 • 아토피 피부염 치료제 'JW1601' 임상 1상 IND 승인 	<ul style="list-style-type: none"> • 'Wnt 표적항암제 <CWP291> 다발성골수종 임상 1상 종료 • 중국 심시어 社 'URC 102 통풍치료제 license out 계약' 체결 • '이머징 마케팅' 공략위한 베트남 Euvipharm 사 지분인수 • '유가이제약'으로부터 C&C신약연구소 지분 50% 취득 종속회사 편입 	<ul style="list-style-type: none"> • '아토피 신약 JW1601 임상 1상 종료 • 'Cwp291 신규 적응증인 COVID-19 특허 출원 • 'STAT3 타겟 표적항암제 'ST-2286' 도입 개발 협약 	<ul style="list-style-type: none"> • 'URC102 임상 2상 성공적으로 종료 • '아토피 신약 JW1601 글로벌 임상 2상 돌입 • '만성 면역성 혈소판 감소증(ITP) 치료제인 <포스타타딘> 국내 개발 및 판매 권한 확보 • '2제 복합(피타바스타틴+에제티미브) 고지혈증 치료제 리바로셋 국내 최초 출시 	<ul style="list-style-type: none"> • 'URC102 다국가 임상 3상 시험계획의 한국 식품의약품안전처(MFDS) 승인 • 'URC102 대만식품의약품청(TFDA) 제3상 임상시험에 대한 임상시험계획(IND) 신청

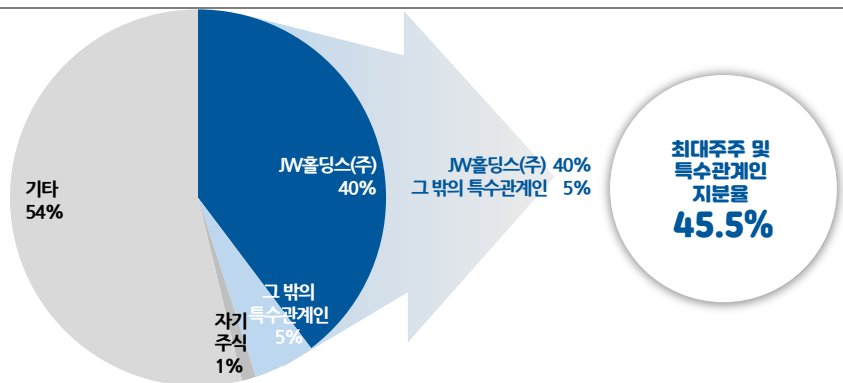
자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 매출구조는 수액제제와 리바로가 가장 큰 비중을 차지



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주주구성



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

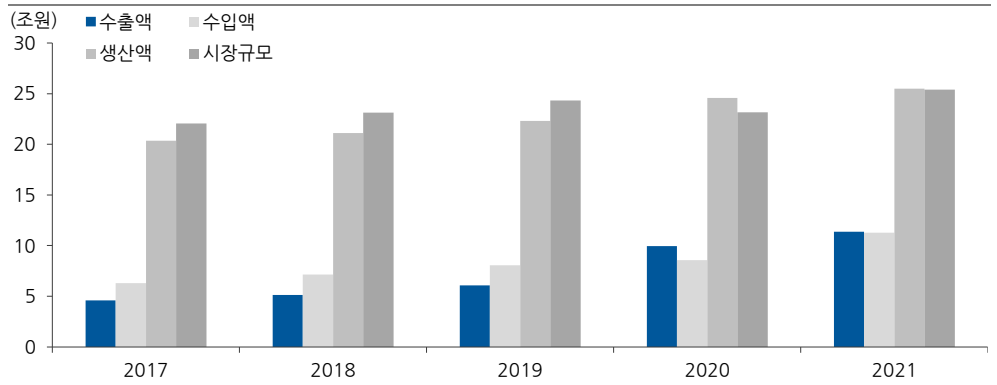
산업 현황

국내 의약품 시장규모는 23.4조원 수준으로 연평균 3.6%의 성장률을 시현하며 저성장 중

1 국내 의약품 시장규모는 연평균 3.6%의 낮은 성장률 기록 중

국내 제약산업은 허가된 의약품을 개발, 생산, 판매하는 산업으로 국민의 건강과 직접적으로 연결되어 있어 정부의 규제를 심하게 받는다. 따라서 제품 개발에 있어 임상시험, 인허가 및 제조, 유통, 판매에 이르는 모든 과정이 엄격히 규제를 받고 있기 때문에 진입장벽이 다른 산업에 비해서 높은 편이다. 또한 신제품 개발을 위한 연구에 큰 비용이 투자되지만 성공적인 결과를 도출해낸다면 높은 부가가치 창출이 가능, 미래가 유망한 산업이라 할 수 있다. 식품의약품안전처에 따르면 2021년 전체 시장규모는 23.4조원 수준으로 국내 연평균 기간 시장 성장률 3.6%를 기록, 낮은 성장률을 시현 중이다.

국내 의약품 시장규모는 연평균 3.6%의 낮은 성장률 시현 중



자료: JW중외제약, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 제약산업은 완전경쟁 시장으로 완제의약품 업체수는 2010년 270개에서 2021년 399개로 약 48% 증가, 이는 향후 지속적인 증가 추세가 예상된다. 따라서 생산량과 경쟁도 더욱 치열해질 것으로 전망되고 있다. 이러한 시장 상황에서 살아남기 위해서는 각 업체별 특별한 경쟁력을 갖추어야 할 것으로 판단된다. 또한 2023년부터 제네릭 의약품에 대한 생물학적 동등성 재평가로 인해 진입장벽은 더욱 높아질 것으로 전망된다.

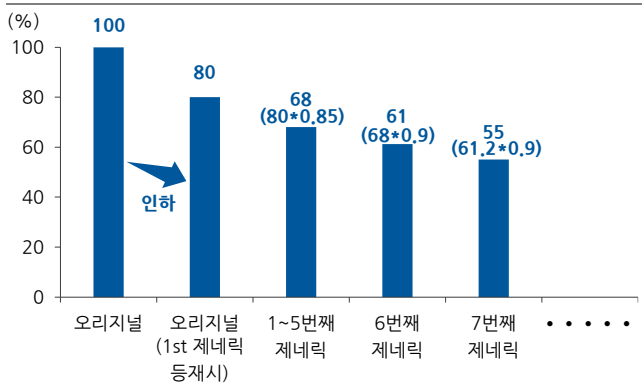
연도별 국내 완제 의약품 생산업체 수 추이

구분	총계	10억원 미만	10 ~50억원	50 ~100억원	100 ~500억원	500 ~1,000억원	1,000 ~3,000억원	3,000 ~5,000억원	5,000억원 이상
2010	270	57	49	28	69	29	27	6	5
2011	267	58	41	26	71	31	29	8	3
2012	285	54	49	28	86	35	22	8	3
2013	285	45	61	21	85	35	27	7	4
2014	299	51	61	28	83	36	30	5	5
2015	356	124	50	28	77	36	31	5	5
2016	353	111	54	27	80	39	29	8	5
2017	357	108	56	23	84	40	32	9	5
2018	329	107	43	16	72	43	36	6	6
2019	349	111	54	16	70	39	45	8	6
2020	395	137	53	23	84	40	43	9	6
2021	399	133	57	26	80	44	40	11	8

자료: JW중외제약, 한국R협의회 기업리서치센터

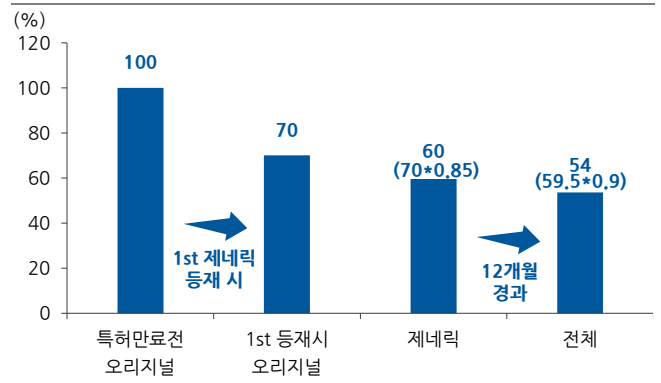
국내 제네릭 의약품은 2012년 2월 보건복지부의 일괄약가인하 시행으로 2012년 4월 1일부터 이미 특허가 만료되고 제네릭 제품이 출시된 기등재의약품 가격이 2007년 1월1일자 동일성분의약품 최고 가격의 53.55%까지 인하되었다. 2012년 이전에는 계단식으로 약가가 낮아진 반면, 2012년 이후부터는 동일성분의 제네릭일 경우 동일한 약가를 일괄적으로 적용하면서 약가가 대폭 낮아지게 되었다. First 등재시 오리지널의 경우 오리지널 가격의 70.0%, 이후 출시되는 동일성분의 제네릭은 모두 59.5%, 12개월이 경과되면 53.55%까지 낮아지게 된다.

2012년 4월 이전 제네릭 의약품의 단계별 약가인하



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협의회 기업리서치센터

2012년 4월 이후 제네릭 일괄약가인하 시행



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 제네릭 의약품은 일괄약가인하 시행으로 지속적으로 가격이 낮아지고 있어

2012년 이후 7년동안 일괄약가인하가 유지되다 2020년 7월 1일에 제네릭 의약품 약가제도가 개편되었다. 우선 제네릭 의약품이 2가지 조건을 만족해야 하는데 1. 자체 생물학적 동등성 시험을 실시하거나, 2. 등록된 원료 의약품을 사용하였고 약제급여목록표에 20개 이내로 약제가 등재되었다면 오리지널 약가의 53.55%를 받을 수 있다. 만약 2가지 조건 중 1가지만 만족한다면 45.52%의 약가를, 2가지 모두 만족하는 조건이 없으면 38.69%의 약가를 적용 받게 되는 것이다.

이는 이전보다 약가산정에 있어 더 보수적으로 바뀌었음을 의미, 제네릭 의약품 보유하고 있는 제약사들에게는 수익성 악화로 이어질 수 있는 우려가 제기되었다. 따라서 결국은 꾸준한 R&D 투자를 통한 자체개발 의약품, 높은 개량신약 개발역량, 우수한 연구 인프라를 보유한 기업이 살아남을 수 있는 시장으로 재편되고 있는 상황이다.

2020년에 개정된 제네릭 의약품의 약가산정 구조

2개 조건 모두 만족	20개 이내		20개 이후
	1개 조건 만족	만족요건 없음	
53.55%	45.52%	38.69%	최저가의 85%
	-53.55%의 85%	-45.52%의 85%	

주: 조건 1은 자체 생물학적 동등성 시험 실시, 조건 2는 식약처에 등록된 원료의약품 사용
 자료: 언론보도, 한국R협회의 기업리서치센터

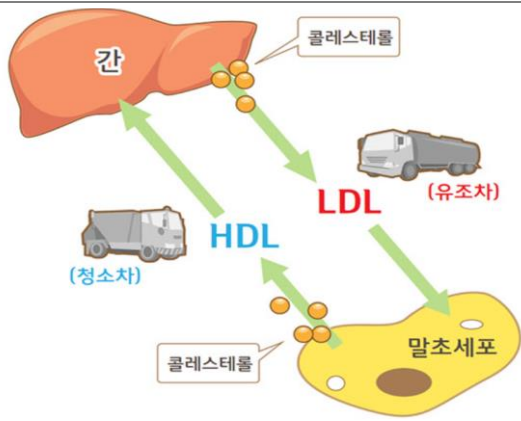
2 고지혈증 치료제 시장은 복합제 개발이 대세

**인구고령화로 인해 만성질환인
고혈압, 당뇨병, 고지혈증
치료제 활발히 진행 중**

인구고령화, 저출산과 의학기술의 발달로 인해 평균수명이 늘어나면서 관련된 질환들이 증가하고 있다. 대표적으로 대사성 질환이 크게 증가하고 있는데 특히 국내에서는 고혈압, 당뇨병, 고콜레스테롤, 암 등의 질환들이 증가 추세다. 특히 현대인들의 식습관이 서구화되면서 콜레스테롤 수치가 높은 '이상지질혈증(Dyslipidemia)' 질환이 증가하고 있다.

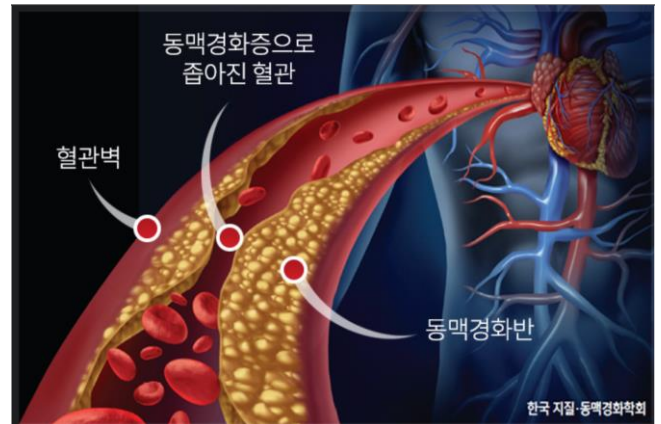
콜레스테롤은 우리 몸에 꼭 필요한 성분이다. 우선 인체내 세포들의 세포막 형성에 꼭 필요한 구성 성분이며 성호르몬, 비타민을 비롯한 각종 호르몬의 전구체로서 필요하다. 그러나 수치가 너무 높으면 인체에 부담을 준다. 콜레스테롤은 종류가 여러가지가 있는데 고밀도 콜레스테롤 HDL-C(High Density Lipoprotein Cholesterol)는 수치가 높을수록 좋지만 나쁜 콜레스테롤인 저밀도 콜레스테롤인 LDL-C(Low Density Lipoprotein Cholesterol)의 수치가 높으면 건강에 악영향을 미친다. LDL-C의 수치가 높으면 혈관벽을 좁게 만들고 그에 따라 동맥경화, 심혈관 질환 등 각종 혈관 관련 만성질환을 유발하게 된다.

LDL은 낮을 수록, HDL은 높을 수록 좋다



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

높은 LDL 수치는 각종 혈관 관련 질환 유발



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

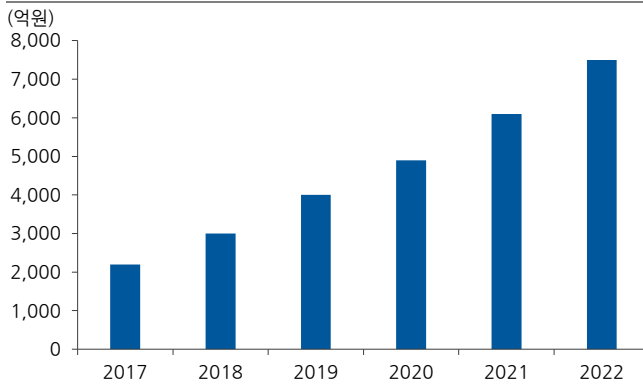
**고지혈증 치료제는
부작용 때문에
복합제 개발이 많다**

가장 대표적인 고지혈증 치료제로는 1987년에 미국 머크에서 개발된 ‘로바스타틴(Lovastatin)’으로 미국 FDA에서 처음 승인되었다. 이후 심바스타틴, 아토르바스타틴, 피타바스타틴 등 다양한 스타틴 계열의 약물이 개발되었고 전세계적으로 하루에 3,000만명이 이 약을 복용하고 있다. 스타틴 계열의 약은 협심증이나 뇌졸중을 겪은 환자나 아직 혈관 관련 질병이 발병되지는 않았으나 그럴 위험이 높은 환자에게서 발병률을 낮추고 생존률을 높인다는 것이 여러 임상을 통해서 증명되었다. 그러나 이 치료제는 당뇨병 발생의 위험, 근육통, 간 기능 이상 등 부작용이 있다. 따라서 최근에는 이러한 부작용을 낮추기 위해 복합제 개발이 활발히 이루어지고 있다. 그 중에서 ‘에제티미브(ezetimibe)’라는 새로운 성분이 개발되었는데 스타틴과는 작용 기전이 다르면서 스타틴의 부작용 발생을 예방해준다.

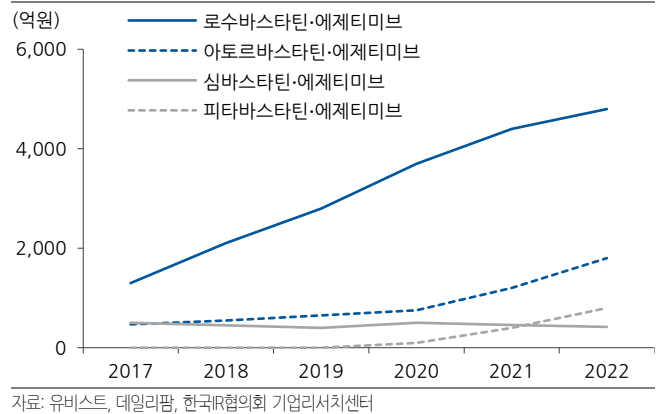
스타틴은 간에서 콜레스테롤 형성을 억제하는 반면, 에제티미브는 장에서 콜레스테롤 흡수를 억제하여 스타틴과 같이 복합제로 사용하면 당뇨병 발생 위험을 낮추는 효과를 볼 수 있다. 따라서 고용량 스타틴을 처방하기 보다는 스타틴+에제티미브 복합제 처방을 하게 되면 콜레스테롤을 떨어뜨리는 동시에 당뇨병에 대한 우려도 낮출 수 있다. 이러한 장점 때문에 최근에 스타틴+에제티미브 복합제가 많이 개발되고 있는데 국내에서는 2022년 기준 약 7,500억원 규모의 시장을 형성하고 있다.

스타틴+에제티미브 복합제 주요 제품으로는 한미약품의 로수젯, 아모잘탄, 보령제약의 듀카브, 종근당의 텔미누보, 유한양행의 로수바미브 등이 있으며 최근 동사에서 피타바스타틴과 에제티미브를 병용한 복합제 리바로젯을 출시, 향후 성장세가 주목된다.

연도별 스타틴+에제티미브 복합제 외래 처방금액



연도별 스타틴+에제티미브 복합제 유형별 외래 처방금액



투자포인트

1 ETC 주력제품은 고지혈증 치료제 '리바로젯'

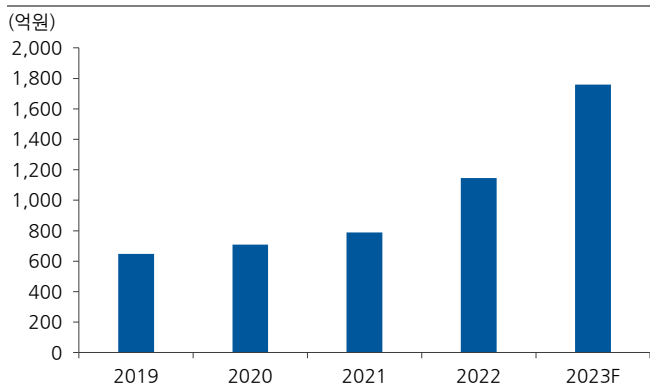
동사의 ETC 주력제품인 '리바로젯'이 고성장 중, 향후 동사의 전체 이익개선에 긍정적인 전망

동사의 첫번째 투자포인트는 고지혈증 치료제인 '리바로젯'의 고성장세로 인한 이익개선세다. 동사의 ETC 부문 주요제품은 고지혈증 치료제인 '리바로젯'이다. 리바로젯은 일본 교와제약에서 개발한 신약인데 신약개발 당시 2020년에 동사가 라이선스인한 제품으로 임상3상부터 개발에 같이 참여하였다. 따라서 2021년 출시 이후 동사가 독점판매권을 보유, 주 원료는 교와제약에서 수입을 하여 판매하였다. 그러나 2021년말부터 원료를 자체생산하기 시작하면서 기존에 50%대에 그쳤던 매출중이익률이 2021년말부터 상승하기 시작, 2022년에는 90%까지 크게 개선되었다. 따라서 고마진 제품인 리바로젯은 매출증가에 따라 규모의 경제 실현으로 큰 폭의 이익개선이 가능하다.

리바로젯은 고지혈증 치료제로 피타바스타틴과 에제티미브 조합의 복합제로서 국내에서 출시된 첫 개량신약이다. 기존 스타틴 제제는 길게 복용하면 당뇨라는 부작용이 발생하지만 리바로젯은 그러한 부작용이 없이 강력한 HDL-C 감소효과로 시장에 어필하면서 매출 성장세를 실현 중에 있다.

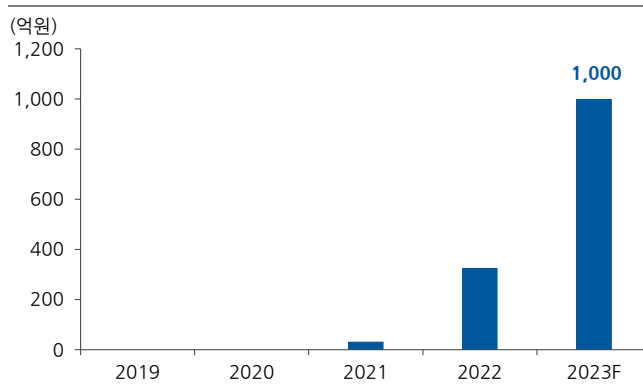
2021년 출시 이후 매 분기마다 30% 이상 성장하고 있으며 2022년도 연간 매출액 325억원을 기록, 2023년에는 1,000억원 실현이 예상된다. 따라서 고마진 제품인 '리바로젯'의 고성장세에 따른 동사의 이익개선세는 충분히 가능할 것으로 전망된다.

리바로젯 패밀리 연간 매출액 추이



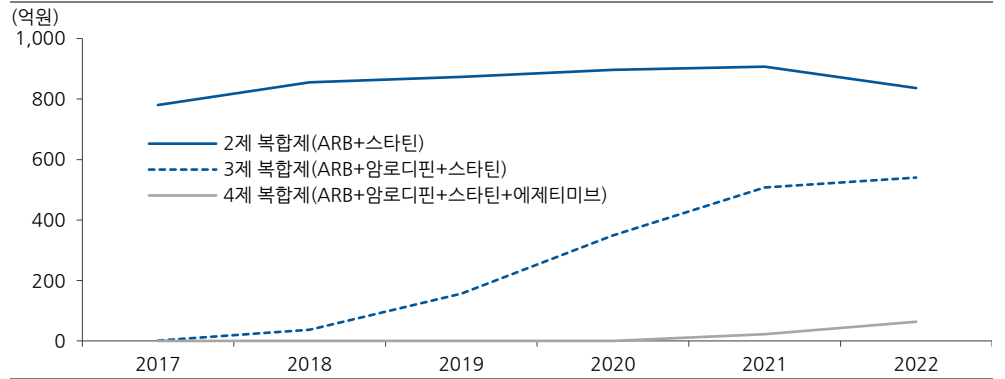
자료: JW중외제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

리바로젯 매출액 추이



자료: JW중외제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

고혈압 고지혈증 복합제의 연도별 처방실적 추이



주: ARB: Angiotensin Receptor Blocker의 약자로 고혈압 치료제, 암로디핀: 고혈압 치료제
 자료: JW중외제약, 한국R협의회 기업리서치센터

2 혈우병 치료제 '헴리브라'의 매출증가에 대한 기대감

혈우병 치료제 '헴리브라'의
하반기 급여확대에 따라
하반기 본격적인 매출창출 가능

동사의 두번째 투자포인트는 혈우병 치료제 '헴리브라'의 비항체 환자에 대한 급여 허가에 따른 매출확대이다. 로슈의 자회사인 일본 주카이제약이 개발한 '헴리브라'는 2017년 동사가 국내 권리를 확보하였고 2019년에 식약처 허가를 획득하였다.

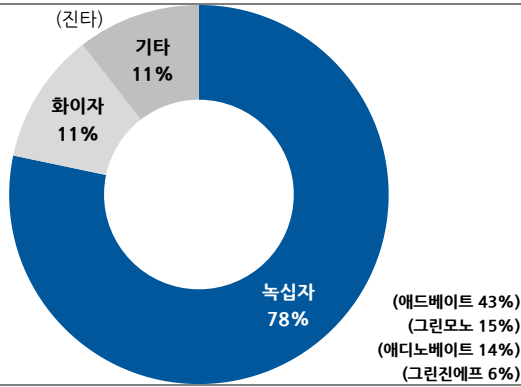
혈우병은 지혈이 되지 않는 선천성 유전병으로서 혈우병 환자는 질병이 발견되면 평생 정맥주사를 맞아 혈액응고 인자 활성도를 유지해야 한다. 크게 A형과 B형으로 나뉘는데 A형은 8번 응고인자가, B형은 9번 응고인자가 없거나 부족할 때 발생한다. 혈우병 환자 중에서는 A형이 전체의 80%로 대부분이며 A형은 다시 기존 치료제에 내성을 가진 항체 환자와 내성이 없는 비항체 환자로 나뉜다. A형 혈우병 환자 중에서 비항체 환자의 비중은 91%에 달할 만큼 비항체 환자의 비중이 매우 높다. 국내에서는 2019년 헴리브라가 식약처 허가를 받았지만 A형 혈우병 환자 중에서 항체 환자만이 보험급여를 적용받고 있고 환자의 대부분인 비항체 환자는 보험급여를 받지 못하고 있었다.

그러나 지난 2월 건강보험심사평가원에서 개최한 약제급여평가위원회 심의 결과 헴리브라가 비항체 중증 A형 혈우병 환자의 예방요법제로 급여적정성을 인정받게 되었다. 이에 따라 약가산정 이후인 2023년 하반기부터 동사의 헴리브라 매출증가가 기대된다.

현재 국내 혈우병 치료제 시장규모는 1,500억원 수준이며 녹십자가 시장점유율 1위에 있다. 판매 제품으로는 다케다제약과 공동판매하고 있는 애드베이트, 애디노베이트, 자체개발 신약인 그린모노와 그린진F이다. 이 4가지 제품의 2022년 3분기 기준 시장점유율은 78.3%에 달한다.

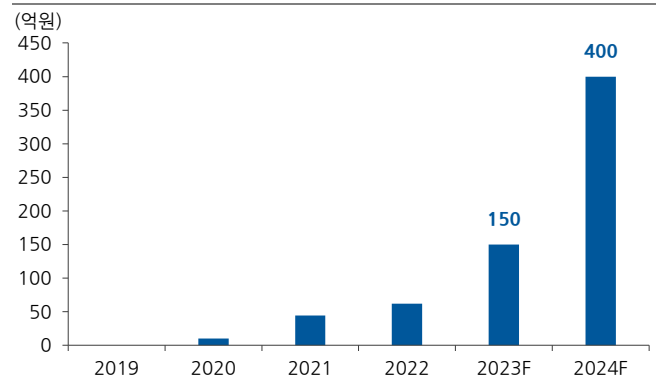
반면, 글로벌 시장에서 1위 제품인 헴리브라는 2026년에 글로벌 혈우병 시장에서 연매출 5조원에 달할 것으로 전망, 블록버스터급 제품이다. 그 만큼 헴리브라가 다른 치료제 대비 장점이 많은데 우선 기존 제품들이 정맥주사제인 반면, 피하주사 형태로 투약편의성이 높다. 또한 기존 치료제들은 일주일에 2~3회씩 투여해야 하지만 헴리브라의 투약 횟수는 최대 한달에 1번만 투여해도 되어서 기존 치료제 대비 환자가 연간 부담해야 하는 투약비용도 줄어든다. 따라서 2023년 하반기부터 급여적용 이후 헴리브라의 매출액은 2022년 62억원에서 2023년에는 100억 원 이상도 가능할 것으로 전망, 장기적인 고성장세가 예상된다.

A형 비항체 혈우병 치료제 시장점유율



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

헴리브라 매출액 추이



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 다양한 R&D파이프라인 보유

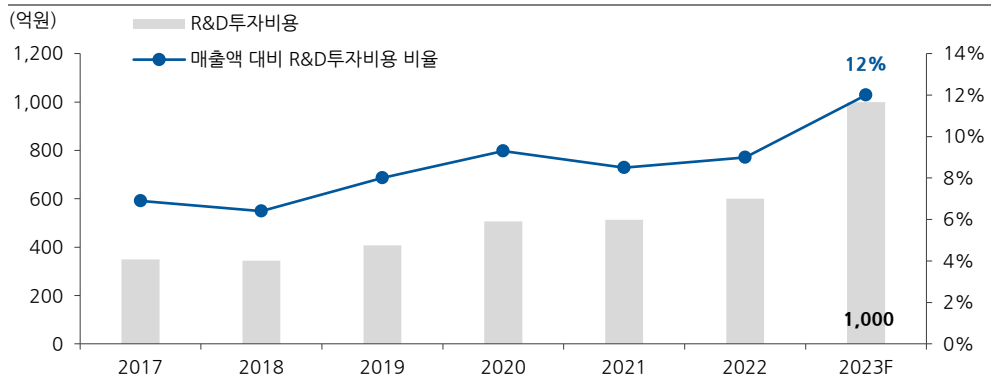
다양한 R&D 파이프라인을 보유하고 있어 향후 라이선스 아웃에 대한 기대감 높아

동사는 향후 고성장세가 예상되는 리바로젯과 헵리브라 이외에도 다양한 R&D 파이프라인을 보유하고 있어 향후 그 임상결과가 주목된다. 1992년 C&C 신약연구소 설립 이후 R&D 역량을 키워오면서 다양한 후보물질들을 보유하고 있다.

우선 기술수출 가능성이 가장 높은 후보물질은 Wnt 신호전달 단백질을 활용한 탈모 치료제 JW0061인데 현재 전임상 단계로 일본에서 열린 Wnt 학회에서 인정을 받았다. 전임상 단계에서 결과를 발표한 국내 최초의 회사로 관심을 받고 있으며 2024년 상반기 중으로 임상1상 진입 예정이다.

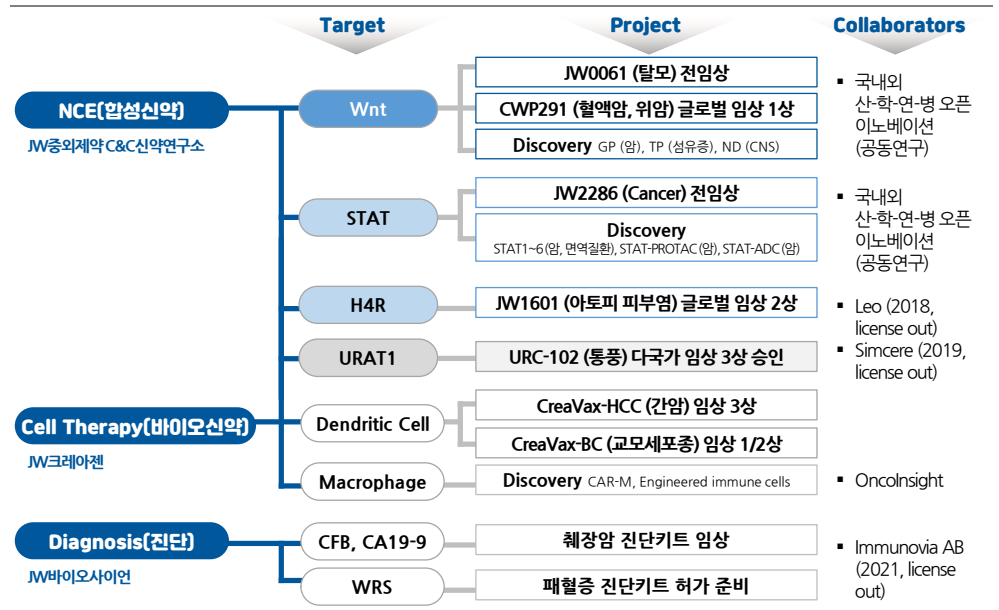
JW1601은 아토피 치료제인데 현재 글로벌 임상2상 진행 중, 2018년에 LEO Pharma로 4,500억원 규모에 기술수출 하였다. 현재 남아있는 마일스톤이 4,000억원 수준, 2023년 말 혹은 2024년 초에 임상 2상 종료 후 3상 진입 시에 추가적인 마일스톤 유입이 예상된다. 예정대로 마일스톤 유입 시 동사의 실적성장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

R&D 중심으로 경영체제 전환 중



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주요 R&D 파이프라인



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

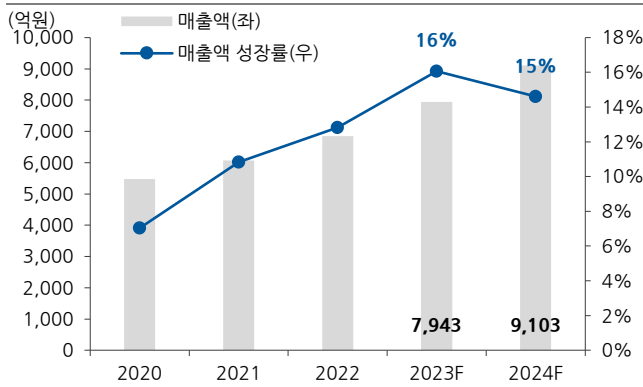
실적 추이 및 전망

1 2022년 리바로젯에 의한 실적 고성장세 시현

2022년 리바로젯 패밀리가 동사의 실적 성장세를 견인

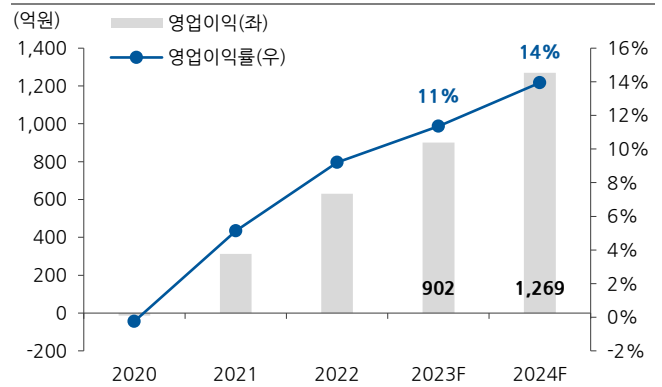
동사의 2022년 연간 실적은 연결기준 매출액 6,844억원(+12.8%YoY), 영업이익 630억원(+101.8%YoY, OPM 9.2%)를 시현, 역대 최대 실적을 시현하였다. 2022년 외형성장의 주된 원인은 1) 2023년 리바로젯의 연간 매출액이 1,000억원이 기대되면서 리바로젯 패밀리의 매출 고성장세(+45.4%YoY), 2) 매년 10%의 성장세를 시현 중인 동사의 효자 품목인 수액제품, 3) 류마티스 관절염 치료제 '악템라'의 코로나19 긴급사용 승인으로 인해 2022년 상반기 판매호조세 시현 때문이었다. 리바로젯 패밀리, 수액제품 등 고마진 제품의 매출성장세로 동사의 영업이익 성장률은 전년대비 101.8%로 크게 개선된 모습을 보였다.

동사의 연간 매출액 성장률 추이



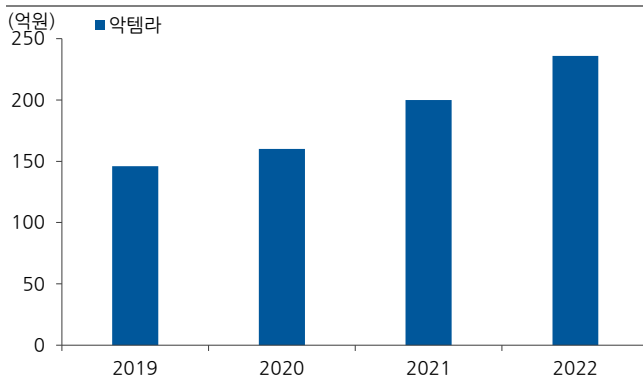
자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연간 영업이익률 추이



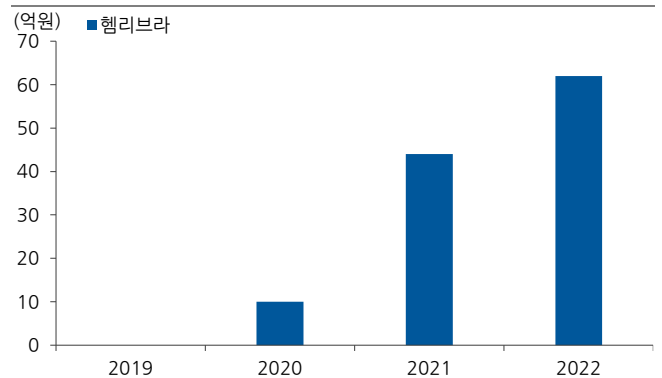
자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 악템라(류마티스 관절염 치료제) 연간 매출액 추이



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 헴리브라(혈우병 치료제) 연간 매출액 추이



자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년에는 리바로젯과 험리브라가 동사의 실적 성장세를 견인할 전망

2023년에는 리바로젯과 험리브라에 의한 실적개선 기대

2023년에도 호실적세는 이어질 것으로 전망된다. 동사의 2023년 연간 실적은 연결기준 매출액 7,943억원 (+16.1%YoY), 영업이익 902억원(+43.2%YoY, OPM 11.4%) 시현이 전망된다. 우선 ETC 주력제품인 고지혈증 치료제 리바로젯 패밀리가 2022년 매출액 1,147억원에서 2023년에는 전년대비 53.4% 증가한 1,760억원 시현이 전망되면서 동사의 전체 외형성장세를 견인할 전망이다. 또한 혈우병 치료제 험리브라는 2023년 하반기 비항체 환자들 대상으로 급여적용이 된다면 하반기부터 본격적인 매출창출이 예상되어 2023년 연간 실적 성장에 긍정적 일 것으로 판단된다. 그리고 아토피 신약 JW1601의 임상2상이 2023년 하반기 중으로 종료된다면 이에 따른 마일스톤 유입이 예상된다.

동사는 2022년 연간 R&D비용 300억원을 집행, 2023년에는 통풍치료제 에파미뉴라드(URC102)의 글로벌 임상3상, STAT3 표적항암제 JW2286과 Wnt 탈모치료제 JW0061 전임상 막바지 단계에 따라 600억원 집행이 예상된다. 또한 과천 신사옥 이전비용이 30억원 발생이 예상, 대부분의 비용집행은 2023년 상반기 중으로 집행될 것으로 판단, 하반기에 이익개선이 기대된다.

동사의 주요 제품군별 매출 Breakdown

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	5,113	5,473	6,066	6,844	7,943
수액제제	2179	2118	2197	2477	2725
리바로젯 패밀리	648	708	789	1147	1760
악템라	146	160	200	236	250
험리브라	0	10	44	62	100
영업이익	-190	-13	312	630	902
세전이익	-343	-132	205	454	714
순이익	-253	-153	-14	299	288

주: 수액제제에는 일반수액, 특수수액, 영양수액이 포함.
 자료: JW중외제약, 한국 IR협의회

Valuation

업계 평균보다 낮은 밸류에이션이 매력적

동사의 2023년 PER은
16.7배 수준,
업계 평균보다 낮아
밸류에이션 매력 있어

동사의 2023년 PER은 16.7배 수준으로 고지혈증 치료제 비중이 높은 업체들의 평균 multiple인 20.9배 보다 낮아 밸류에이션 매력이 높다는 판단이다. 최근 제약사들의 주가는 R&D 모멘텀에 의한 주가 상승세가 대부분이었는데 동사는 타사대비 상대적으로 R&D 모멘텀이 약해 주가 움직임이 크지 않았다.

동사는 2023년부터 실적과 본격적인 R&D 모멘텀이 주가에 반영될 것으로 판단된다. 우선 고지혈증 치료제 리바로젯과 혈우병 치료제 헴리브라의 실적 증가가 하반기에 본격적으로 나타날 전망이다. 또한 대부분이 임상 초기 단계에 있던 R&D 파이프라인이 2023년부터는 그 성과를 보일 것으로 판단된다. 우선 아토피 피부염 치료제인 JW1601이 글로벌 임상2상을 마치고 임상3상에 진입하게 되며 전임상 단계에 있는 탈모치료제 JW0061은 2024년 임상1상 진입 예정, 좋은 전임상 결과를 발표하여 라이선스 아웃에 대한 기대감이 높다. 따라서 2023년부터 동사의 실적과 R&D모멘텀에 의한 장기적인 주가 우상향이 예상된다.

JW중외제약의 PBR 밴드차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 고지혈증 치료제 주요 제약사 Valuation Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

	JW 중외제약	한미약품	녹십자	종근당	보령	동아에스티	평균	
코드	A001060	A128940	A006280	A185750	A003850	A170900		
현재 주가 (4/19)	21,850	316,500	129,400	85,500	9,130	57,000		
시가총액	4,989	39,759	15,122	10,746	6,271	4,815		
매출액	2021	6,066	12,032	15,378	13,436	6,273	5,932	
	2022	6,844	13,315	17,113	14,883	7,605	6,354	
	2023F	7,943	14,883	17,500	15,697	8,109	6,626	
	2024F	9,103	16,216	18,316	16,566	8,538	7,169	
영업이익	2021	312	1,254	737	948	414	156	
	2022	630	1,581	813	1,099	566	167	
	2023F	902	1,998	744	1,218	596	359	
	2024F	1,269	2,308	908	1,279	646	494	
영업이익률	2021	5.1	10.4	4.8	7.1	6.6	2.6	
	2022	9.2	11.9	4.7	7.4	7.4	2.6	
	2023F	11.4	13.4	4.3	7.8	7.4	5.4	
	2024F	13.9	14.2	5.0	7.7	7.6	6.9	
순이익	2021	-10	670	1,232	427	430	128	
	2022	319	828	655	810	419	136	
	2023F	313	1,170	585	883	395	293	
	2024F	391	1,391	736	937	422	408	
EPS 성장률	2021	93.7	460.5	52.0	-53.4	50.3	-52.7	91.3
	2022	3,388.3	23.5	-46.9	89.5	-6.7	5.7	13.0
	2023F	-2.9	71.0	-1.7	10.5	-5.7	116.4	38.1
	2024F	25.5	18.8	24.1	4.8	6.8	39.2	18.7
PER	2021	N/A	49.7	20.7	29.7	22.3	47.2	33.9
	2022	14.0	44.3	23.1	12.2	14.9	37.9	26.5
	2023F	16.7	34.0	25.9	12.2	15.9	16.7	20.9
	2024F	13.3	28.6	20.6	11.5	14.9	12.0	17.5
PBR	2021	2.6	4.1	2.0	2.2	2.0	0.9	2.2
	2022	1.9	4.2	1.1	1.5	1.2	0.8	1.7
	2023F	1.9	4.0	1.1	1.5	1.2	0.7	1.7
	2024F	1.7	3.6	1.1	1.3	1.1	0.7	1.5
ROE	2021	-0.5	8.8	10.3	7.7	10.6	2.0	7.9
	2022	14.5	9.9	5.0	13.6	8.5	2.0	7.8
	2023F	12.4	12.6	4.4	13.5	7.6	4.3	8.5
	2024F	14.1	13.3	5.4	12.7	7.8	5.7	9.0
PSR	2021	0.9	2.8	1.7	0.9	1.5	1.0	1.6
	2022	0.7	2.8	0.9	0.7	0.8	0.8	1.2
	2023F	0.6	2.7	0.9	0.7	0.8	0.7	1.1
	2024F	0.6	2.5	0.8	0.7	0.7	0.7	1.1

주:1) JW중외제약의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 4월 19일 종가 기준
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터


리스크 요인
환리스크에 노출
**달러 및 엔화 결제로
환율 변동에 의한
환리스크에 노출**

동사는 의약품 제조 및 판매회사로서 의약품 제조 시 투입되는 원재료 가격상승에 대한 리스크가 있다. 원재료 중 일부를 일본 등의 해외거래처에서 수입하고 있어 환율 상승에 따른 가격 변동폭이 존재할 수가 있다. 또한 해외수출(비중 1%)의 경우 미달러화로 이루어지고 있고 원재료 구매대금 지급은 미달러와 일본 엔화(각각 4:4 비중)로 결제가 이루어진다. 따라서 이러한 환율 변동은 동사의 원가에 영향을 줄 수 있다.

그렇기 때문에 이러한 환리스크를 피하기 위해 해외거래처와 정기적인 정보교류를 하면서 환율변동에 따른 원료 가격 조정, 결제시기 조정 등을 실시하고 있다. 그러나 환율 변동에 따른 원가율 상승 우려는 존재한다는 판단이다.

동사의 주요 원재료 가격변동 추이

품목	규격	2020	2021	2022
PITAVASTATIN	g	13,729	12,408	11,558
NICORANDIL	g	7,524	7,524	5,070
LACTULOSE	ℓ	3,872	3,872	3,070
ACETONE	kg	1,320	1,290	1,270
METHANOL	kg	395	595	556

자료: JW중외제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,066	6,844	7,943	9,103	10,270
증가율(%)	10.8	12.8	16.1	14.6	12.8
매출원가	3,722	3,964	4,261	4,602	5,016
매출원가율(%)	61.4	57.9	53.6	50.6	48.8
매출총이익	2,344	2,880	3,682	4,501	5,254
매출이익률(%)	38.6	42.1	46.4	49.4	51.2
판매관리비	2,032	2,250	2,780	3,232	3,697
판매비율(%)	33.5	32.9	35.0	35.5	36.0
EBITDA	473	798	1,059	1,403	1,670
EBITDA 이익률(%)	7.8	11.7	13.3	15.4	16.3
증가율(%)	144.3	68.7	32.7	32.5	19.1
영업이익	312	630	902	1,269	1,556
영업이익률(%)	5.1	9.2	11.4	13.9	15.2
증가율(%)	흑전	101.8	43.2	40.8	22.6
영업외손익	-95	-162	-174	-215	-210
금융수익	56	163	175	182	195
금융비용	157	252	274	318	324
기타영업외손익	5	-73	-75	-79	-81
총속/관계기업관련손익	-11	-13	-13	-13	-13
세전계속사업이익	205	454	714	1,041	1,333
증가율(%)	흑전	120.9	57.4	45.7	28.1
법인세비용	220	155	426	692	574
계속사업이익	-14	299	288	348	759
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-14	299	288	348	759
당기순이익률(%)	-0.2	4.4	3.6	3.8	7.4
증가율(%)	적지	흑전	-3.4	20.9	117.9
지배주주지분 순이익	-10	319	308	372	811

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	181	568	377	406	796
당기순이익	-14	299	288	348	759
유형자산 상각비	145	141	136	115	98
무형자산 상각비	16	28	21	18	16
외환손익	12	35	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-461	-62	-142	-150	-151
기타	483	127	74	75	74
투자활동으로인한현금흐름	-229	-189	-187	-193	-194
투자자산의 감소(증가)	-110	-70	-11	-12	-12
유형자산의 감소	634	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-75	-99	0	0	0
기타	-678	-20	-176	-181	-182
재무활동으로인한현금흐름	272	-369	214	73	109
차입금의 증가(감소)	-190	-661	48	60	77
사채의증가(감소)	560	296	254	102	121
자본의 증가	4	100	0	0	0
배당금	-71	-74	-88	-88	-88
기타	-31	-30	0	-1	-1
기타현금흐름	5	-4	0	0	0
현금의증가(감소)	229	5	403	286	712
기초현금	105	334	339	742	1,028
기말현금	334	339	742	1,028	1,740

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,665	4,255	5,187	6,032	7,306
현금성자산	334	339	742	1,028	1,740
단기투자자산	624	1,187	1,278	1,374	1,470
매출채권	1,518	1,475	1,712	1,962	2,214
재고자산	1,025	1,117	1,296	1,485	1,676
기타유동자산	164	137	159	182	206
비유동자산	2,666	2,025	1,890	1,780	1,690
유형자산	1,161	1,203	1,067	951	853
무형자산	215	163	142	123	108
투자자산	1,051	414	436	459	483
기타비유동자산	239	245	245	247	246
자산총계	6,331	6,280	7,078	7,812	8,995
유동부채	2,827	3,801	4,101	4,421	4,745
단기차입금	818	460	481	506	534
매입채무	516	829	962	1,103	1,244
기타유동부채	1,493	2,512	2,658	2,812	2,967
비유동부채	1,618	221	519	674	862
사채	1,202	0	254	356	477
장기차입금	5	0	24	56	102
기타비유동부채	411	221	241	262	283
부채총계	4,445	4,022	4,620	5,095	5,607
지배주주지분	2,012	2,404	2,623	2,907	3,629
자본금	572	594	594	594	594
자본잉여금	966	1,044	1,044	1,044	1,044
자본조정 등	-108	-111	-111	-111	-111
기타포괄이익누계액	-4	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	586	891	1,111	1,395	2,117
자본총계	1,885	2,258	2,457	2,717	3,388

주요투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
P/E(배)	N/A	14.2	17.5	14.4	6.6
P/B(배)	2.7	1.9	2.0	1.8	1.5
P/S(배)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	13.9	6.2	5.2	3.7	2.7
배당수익률(%)	1.4	2.0	1.7	1.7	1.7
EPS(원)	-58	1,291	1,234	1,497	3,293
BPS(원)	8,315	9,835	10,732	11,893	14,851
SPS(원)	25,075	28,232	32,500	37,247	42,022
DPS(원)	307	364	364	364	364
수익성(%)					
ROE	-0.5	14.4	12.3	13.5	24.8
ROA	-0.2	4.7	4.3	4.7	9.0
ROIC	-1.8	17.1	15.4	17.8	36.4
안정성(%)					
유동비율	129.6	111.9	126.5	136.4	154.0
부채비율	235.8	178.2	188.0	187.5	165.5
순차입금비율	87.9	28.9	18.7	8.8	-11.0
이자보상배율	4.3	6.7	9.9	12.7	14.5
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	4.4	4.6	5.0	5.0	4.9
재고자산회전율	6.0	6.4	6.6	6.5	6.5

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.