LEADING
Mid-Cap Research

JW 중외제약 (001060 KS)

뿌리깊은 신약개발 능력

2012년 2월 13일

Analyst : 한용범
ybhan@leading.co.kr
82-2-2009-7195

RA : 장은현
ehjang@leading.co.kr
82-2-2009-7253

Leading Traffic Light: Green

JW 중외제약은...

- ✓ 수액제, 전문의약품이 매출의 85%를 차지하는 전통제약사
- ✓ 연구 개발을 통해 미래 성장을 추구하는 신약개발 제약사

Green light because:

- ✓ 획기적인 세계최초의 항암제 개발 중
- ✓ 정부의 약가인하에도 불구 수액제 매출증대와 신제품의 지속적인 출시로 연간 총 매출액은 증가 예상

성장 잠재력:

- ➢ 미국 임상중인 획기적인 세계최초 (first-in-class) 항암제 보유 및 높은 가치의 기술이전 기대
- ➢ 지속적인 연구개발을 통해 대규모 신약물 후보군 구축

경영진과 주주가치:

- ➢ 제약산업의 성장근간인 연구개발분야에 지속적인 투자
- ➢ 과도한 차입금을 자산정리를 통해 상환

탁월한 가치창출:

- ➢ 약가인하에 영향이 없는 신약, 신제품의 지속적 출시로 고매출 고마진 창출, 치열한 경쟁의 복제약 부문 점진적 축소 확대
- ➢ 해외 선진시장진출을 위한 생산설비 구축

Valuation:

- ➢ 신약개발, 흑자전환, 차입금 상환 등 호재만발
- ➢ 신약개발과 토지매각의 지연 가능성 감안하여 시장 PER 대비 30%의 Discount 부여
- ➢ 적정주가 26,400 = 80.8%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 매각 추진중인 기존 화성공장 매각 지연시 차입급 상환 계획 역시 지연되며 수익성과 안전성에 부정적 영향 가능
- ➢ 생산공장 (당진, 시화)의 선진국 실사 통과 지연시 수출 지연 가능

BUY

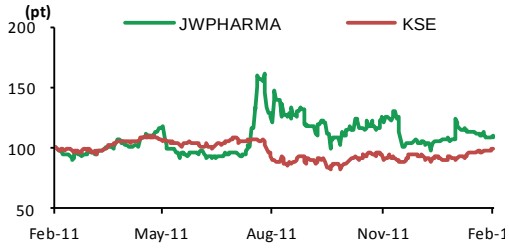
목표주가	26,400 원
현재주가	14,600 원
목표수익률	80.8%

Key Data	2012 년 2 월 10 일
산업분류	제약 및 바이오
코스피	1,993.7
시가총액 (십억원)	153.6
발행주식수 (백만주)	10.5
외국인 지분율 (%)	3.5
52 주 고가 (원)	22,650
저가 (원)	12,650
60 일 평균거래대금 (십억원)	

주요주주	(%)
JW 홀딩스	40.88
이영호외 특수관계인	1.28

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(10.6)	(21.6)	9.5
상대주가	(18.6)	(32.8)	10.2

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	437.6	13.7	36.7	8.4	6.4	711.6	(64.4)	20.7	2.7	4.2	0.6
2009	455.1	4.0	37.2	8.2	10.9	1,170.1	64.4	12.6	2.9	6.0	0.7
2010	443.3	(2.6)	29.2	6.6	5.6	582.8	(50.2)	25.3	3.7	3.0	0.7
2011E	432.0	(2.5)	18.1	4.2	(9.6)	(956.0)	n/a	(15.4)	5.5	(5.3)	0.8
2012F	462.5	7.1	57.4	12.4	38.5	3,819.1	n/a	3.9	2.2	19.7	0.7
2013F	519.9	12.4	76.8	14.8	50.3	4,987.9	30.6	3.0	1.7	21.2	0.6

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1: 기업 Snapshot 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가? 7

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은? 8

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은? 9

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 10

Section 6: CEO 와 경영진의 의 경영철학은? 11

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 8: 영업현황과 실적전망 14

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교..... 23

Section 9-2: Valuation – 목표주가 24

핵심 투자포인트

✓ 세계 최초 신약개발 ("First-in-class") 기술력 – 표적항암제

동사는 현재 획기적인 항암제를 개발하고 있다. CWP 231A 라고 불리는 이 항암제는 최근에 밝혀진 암세포 성장 기작(Wnt 신호전달체계)을 표적으로 한다. 이 신호전달 체계는 암의 줄기세포 증식에도 관여 하는 것으로 밝혀져 있다. 따라서 동사의 CWP 231A 는 기존 출시된 표적항암제와는 달리 암의 줄기세포까지 사멸 시켜 좀더 근원적인 치료제가 될 것으로 기대되고 있다. 세계최초 (first-in-class)이고 기대되는 효능성 또한 높아 많은 글로벌 제약사들이 관심을 표하고 있다. 의학계에서 거는 기대도 커서 미국 임상을 전세계적으로 유명한 M.D. Anderson 과 Fred Hutchinson 암센터가 진행시키고 있다. 동사는 임상 1상 종료를 전후해 (2012년 4분기) 기술이전을 추진 중에 있다. 이 물질의 희소성과 암줄기세포까지 사멸시킬 수 있는 기대되는 탁월한 효능성 때문에 이제까지 나온 어느 항암제보다 가치를 높게 받을 수 있을 것으로 판단된다. (페이지 15-18).

✓ 정부의 약가인하에도 전체매출은 늘어날 전망

정부가 2012 년 4 월 시행예정인 약가인하 정책으로 인해 국내의 많은 제약사들의 매출이 타격을 받을 것으로 예상된다. 하지만, 동사는 약가인하에 영향을 받지 않는 기초의약품, 퇴장방지의약품, 단독등재 의약품 등을 보유하고 있어 타사보다 전체 매출에 훨씬 타격이 적을 것으로 예상된다. 특히 동사 매출의 26.1%를 (2011 년 기준) 차지하는 수액제부분은 약가현실화로 오히려 단가가 올라 매출이 늘어날 전망이다. 약가인하의 영향을 받는 전문의약품(ETC) 부분에서도 감소하는 매출액은 지속적으로 출시되는 신제품이 상쇄시켜 줄 것으로 기대된다. 신제품이 출시 되는 제품군은 동사가 국내에서 유일하게 원료와 완제품을 동시에 생산하는 카파페넴계 항생제와 리바로 관련제품, 기타 도입신약 (제피드, 페린젝트, 악템라등), 제형변경등을 통해 출시하는 신약분야이다. 따라서, 2012 년 동사매출액은 전년대비 오히려 7.1% 늘어난 4,625 억원을 2013 년은 전년대비 12.4% 성장한 5,199 억원을 달성할 것이다(페이지 14-15).

✓ 차입금 상환으로 높은 부채 낮추기

동사는 글로벌 시장진출에 적합한 인프라 구축을 목적으로 당진과 시화공장의 시설을 확충했다. 이로 인해 2009 년부터 부채가 증가해서 2011 년에는 장단기부채가 3,393 억원 규모로 늘어났다. 생산시설은 2011 년 4 월에 완공되었고 더 이상 대규모의 설비투자는 없을 예정이다. 따라서 동사는 2012 년부터 본격적으로 차입금을 상환 할 예정이다. 2012 년에는 기존공장 부지를 매각하여 950 억원을 마련하고 순이익 증가와 매출채권의 감소로 창출되는 1,113 억원의 FCF 로 1,892 억원의 차입금을 상환 할 예정이다. 또한 2011 년에 영업이익을 초과한 248 억원의 이자비용도 2012 년 영업이익의 30.3% 규모인 174 억원으로 줄어들 예상이다. 2012 년에 발행한 BW 300 억원과 CB 200 억원은 만기되는 장기부채 차환으로 사용될 예정이다 (페이지 9).

✓ 지속적인 연구개발 통한 혁신형 제약기업으로 거듭나기

제약산업에서 신물질의 도출에서 상용화까지는 통상 10~15 년이 소요된다. 동사는 1990 년대 후반부터 항암제 개발에 지속적인 투자를 하여 그 결실로 획기적인 항암제를 세계최초로 임상시험 하고 있다. 따라서 연구의 첫 결실은 이르면 2014 년에 제품 출시로 이어질 것으로 예상된다. 또한 현재 140 여명으로 구성된 동사 연구진이 질병의 새로운 표적과 신물질 개발에 매진해 왔다. 그 결과 구축된 자체개발 후보약물군 (Drug Library) 물질들이 개발 파이프라인을 채울 것으로 기대된다. 이런 동사의 노력과 실질적인 연구개발비 투자는 정부가 2012 년 4 월에 선정예정인 연구 개발 중심의 "혁신형 제약기업" 선정 기준에 부합해 동사의 선정이 기대된다. "혁신형 제약기업" 선정은 동사가 앞으로 수행해 날 연구과제에 직간접적 (세제혜택, 금융지원, 연구비지원등) 으로 도움될 것으로 예상된다 (페이지 22).

✓ 목표주가 26,400 원은 80.8%의 상승여력

JW 중외제약은 현재 개발이 진행되고 있는 신약의 완제품 출시기대와 향상되는 수익성 그리고 증가하는 FCF 와 토지 매각 대금으로 동사의 큰 취약점인 과도한 차입금을 해소 등의 여러가지 호재가 기다리고 있다. 그러나 신약개발 출시와 토지 매각은 지연 가능한 이슈로 이에 대하여 2012년 year-high 9.8x 의 시장 Consensus PER 에 지연 가능성에 대한 Discount 율 30%를 부여하여 적정 PER 을 6.9x 로 산정한다. 2012년 예상 EPS 3,819원에 적정 PER 6.9x 를 적용하여 26,400원을 적정주가로 산정하며 이는 현재 주가에서 80.8%의 상승여력이 있는 적정 주가이다 (페이지24).

Section 1: 기업 Snapshot

뿌리 깊은 제약기업

전통있는 제약사

JW 중외제약은 1945년 창립이래 지속적인 성장을 해온 역사 깊은 제약기업이다. 동사의 매출구성은 수액제제, 전문의약품 (ETC), 일반의약품 (OTC) 와 기타 (진단시약/헬스제품)로 되어있다. 매출비중은 2011년 기준으로 수액제제가 26.1% 전문의약품 58.6%, 일반의약품 5.1%, 기타가 10.2%이다.

연간 총매출액은 약가인하에도 지속적증가

2012년 4월에 예정된 정부의 약가인하는 동사에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 하지만 약가인하에 영향을 받지 않는 기초의약품, 퇴장방지의약품, 단독등재 의약품 등을 보유하고 있는 동사는 타사보다 훨씬 타격이 작을 것으로 예상된다. 특히 국내 시장 점유율 50%인 수액제는 정부의 약가인하에 영향을 받지 않을뿐더러 오히려 약가 현실화로 단가가 올라가 매출이 늘어날 전망이다. 2011년 전문의약품 2,533억 매출 중 정부의 약가인하에 노출되는 부분은 1,296억원 규모로 예상된다. (2011년 기준 전체매출액의 30%, 전문의약품의 51.2%). 이 부분은 2012년에 전년대비 32.4% 감소한 877억으로 줄어들 전망이다. 하지만, 카바페넴계 항생제분야, 고지혈증 치료제 리바로 관련제품과 제피드, 악템라등 기타 신약분야에서 지속적인 신제품 출시로 동사의 2012년 전체매출은 오히려 전년대비 7.1% 성장한 4,625억원을 달성할 것으로 예상된다.

미국에서 임상중인 세계최초 (first-in-class) 의 혁신적인 표적항암제 보유

신약물개발 분야에서 동사는 이미 항생제 연구개발을 통해 국내 4호 신약 큐록신을 2002년에 출시한 경험이 있다. 또한, 1990년대 말 기획해서 연구해온 항암제 개발분야가 최근 성과를 보이기 시작했다. 12년의 연구개발 끝에 신개념 표적항암제 CWP231A 를 세계최초(first-in-class)로 2011년에 미국에서 임상에 돌입시켰다. 이 항암제는 기존에 나온 표적항암제와 달리 암의 발병근원이 되는 암줄기세포 사멸 가능성에 대한 기대감으로 글로벌제약사와 의료계의 주목을 받고 있다. 따라서, 높은 가치에 기술이전이 가능할 것으로 예상된다. 동시에 다른 후보약물군도 다량 보유하고 있어 지속적으로 이들을 개발 파이프라인에 투입될 예정이다.

해외 선진국시장 진출을 위한 생산시설 확보

동사는 신물질 개발뿐 아니라 제품생산에서도 해외 선진시장 진출을 염두에 두고 관련 생산기술을 확충해 왔다. 의약품 원료 생산 공장 (시화)과 완제품/수액생산 공장 (당진) 모두 의료품 선진 3개시장 (미국, 유럽, 일본) 규격에 맞는 생산시설을 확충해 놓았다. 2012년부터 이들 국가 식약청으로부터 차례로 생산시설 실사를 받을 예정이다. 실사가 완료되면 동사제품의 선진국 시장 수출의 문이 열릴 예정이다.

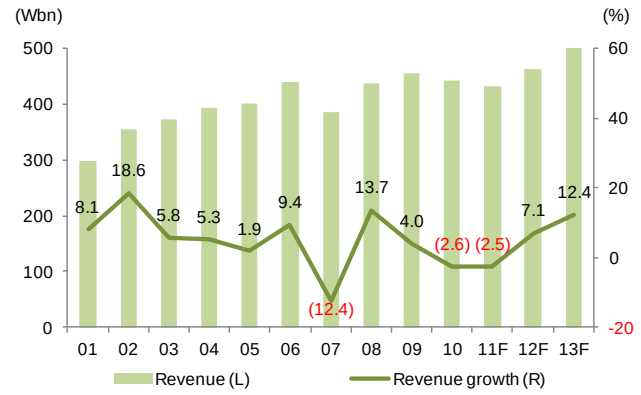
차입금 1,892억원 상환계획

동사는 당진과 시화공장의 생산시설을 확충하면서 장단기 금융부채가 2011년에 3,393억원으로 늘어났다. 하지만, 2012년에는 기존의 화성공장을 매각해서 차입금을 상환할 계획이고 매각금액은 950억원으로 추정된다. 여기에다 FCF 로 발생 예상되는 1113억원을 더해 총 1,892억원 규모의 부채상환을 계획하고 있다. 2013년에도 발생하는 영업이익과 기존보유 자금을 동원 지속적인 부채 상환을 해서 순부채 비율을 20%로 낮출 예정이다. 2012년에 발행한 BW 300억원과 CB 200억원은 만기되는 장기부채 차환으로 사용될 예정이다.

Exhibit 1. JW 중외제약의 사업구조

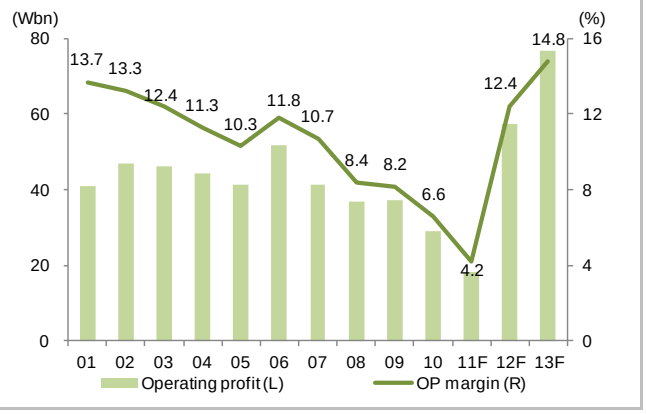
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 매출액 및 매출증가율 추이



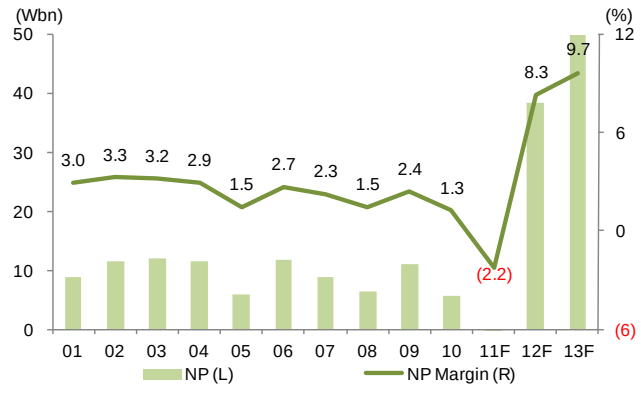
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



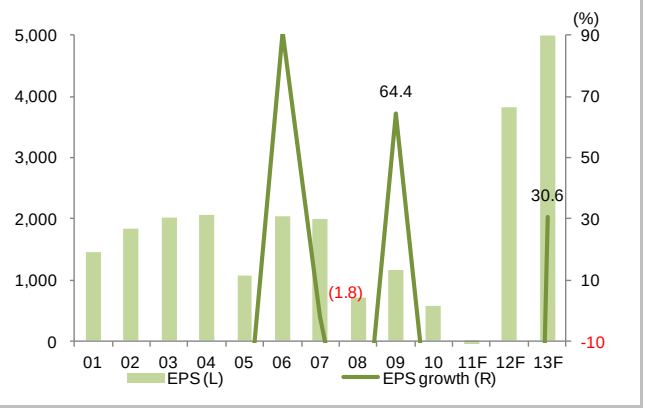
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 순이익 및 순이익률 추이



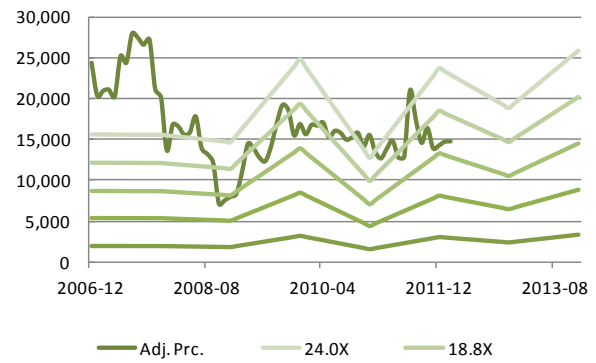
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



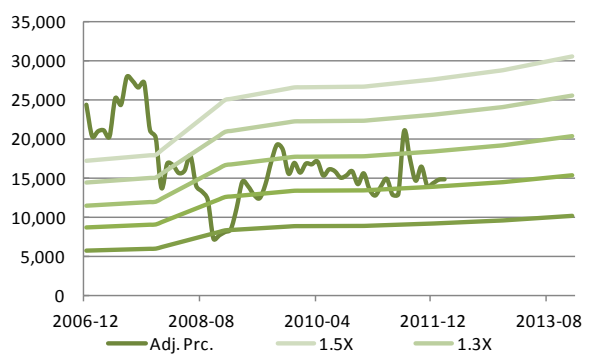
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 7. PBR Band



Source: FnGuide

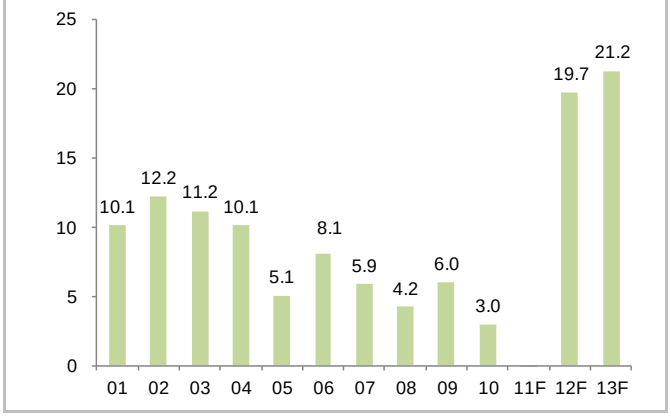
Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

자산매각을 통한 부채상환으로 ROE 개선

미래성장을 위한 연구개발에 투자

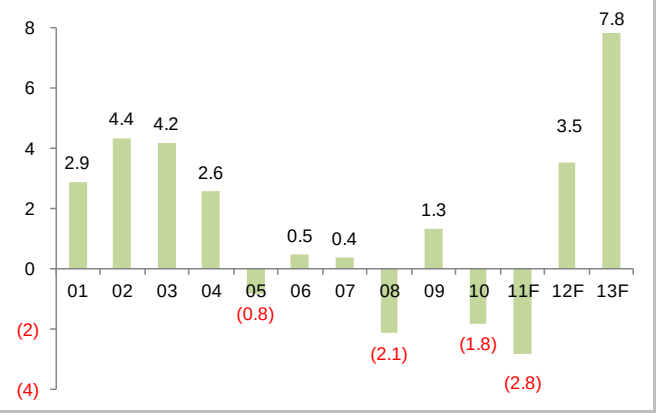
동사는 2011년 까지 통상 30% 넘는 높은 판관비와 영업이익을 초과하는 이자비용으로 ROE 가 마이너스를 보였다. 그러나 2012년에 매각이 계획되어있는 화성공장은 자산가치가 1,200억원대 이나 차입금의 조기 상환을 위해 950억원의 할인된 가격에 매각할 계획이다. 공장의 장부가액을 차감한 잉여금 149억원이 기타수익으로 계상될 예정이다. 또한, 매각대금으로 차입금을 상환해 이자비용도 2011년의 248억원에서 줄어 2012년에는 174억원이 될 전망이다. 이는 2012년 영업이익의 30.3% 로 2011년 이자비용이 영업이익을 초과했던 것에 비하면 발전된 모습이다. 따라서 2012년 ROE 가 19.7%로 급격히 늘어날 전망이다. 2013년에는 지속적인 매출확대와, 차입금 상환으로 인한 이자 비용 감소, 약가인하가 단행되면서 판관비 비중도 27% 대로 낮아져 ROE 가 21.2% 로 유지될 전망이다.

Exhibit 8. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

영업실적 향상으로 ROIC 회복

연구개발투자는 제약/바이오산업의 필수요소

동사는 2012 년 매출액 확대, 차입금 상환으로 이자비용감소, 현대시설의 생산공장가동으로 인한 원가 절감 등의 이유로 ROIC 가 2011 년 마이너서 2.8%에서 3.5%로 회복될 예정이다. 2013 년에 지속적인 매출확대와 판관비 감소로 인한 영업이익 증가로 EVA 도 7.8%로 향상 될 전망이다.

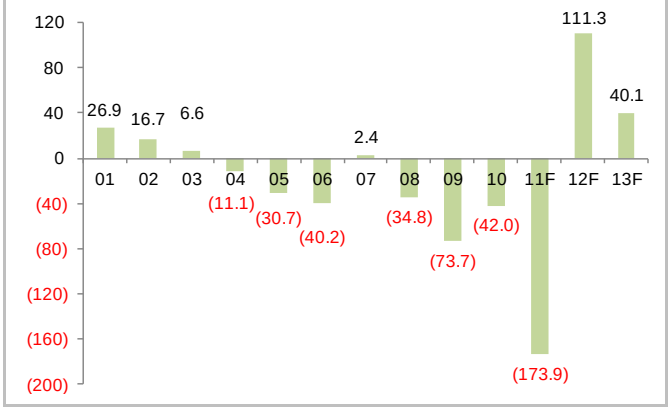
Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

자산매각과 매출확대로 현금흐름 회복

현금흐름은 회복예상

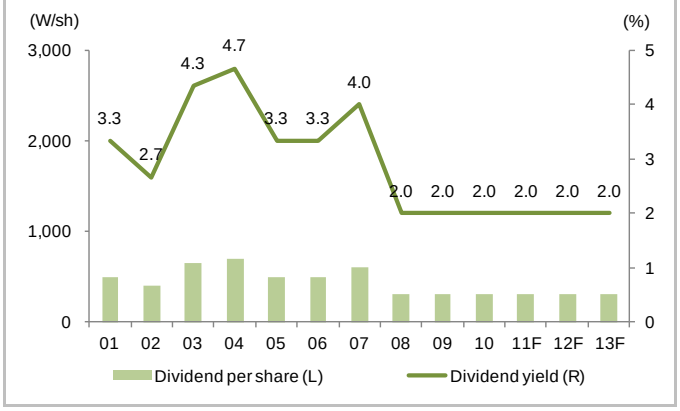
동사는 당진공장 건설과 매출액 대비 66.8%에 해당하는 매출채권으로 인해 2011 년 FCF 가 마이너스 1,739 억원을 나타냈다. 하지만 정부는 약가인하를 단행하는 대신 제약사가 병원과 도매상으로부터 매출채권비율을 감소시켜 줄 예정이다. 따라서 2012 년에는 동사의 매출채권비율이 45.3%로 낮아질 전망이고 영업이익 385 억에 매출채권 감소 분 846 억을 합한 FCF 가 1,113 억원으로 증가할 예정이다. 2013 년에는 지속적인 매출증대로 인한 영업이익 확대로 FCF 는 401 억원을 유지 할 것으로 판단된다.

Exhibit 10. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

동사는 연간 30 억원 규모의 배당을 계획하고 있다.

Exhibit 12. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	43.5	29.3	18.2	16.4	67.1	5.1	14.8	(1.3)	(11.1)	(11.7)	(164.2)	120.9	49.7
CAPEX	16.6	12.6	11.5	27.5	97.8	45.3	12.4	33.4	62.6	30.3	9.7	9.6	9.6
잉여현금흐름	26.9	16.7	6.6	(11.1)	(30.7)	(40.2)	2.4	(34.8)	(73.7)	(42.0)	(173.9)	111.3	40.1
총 배당금	2.8	2.3	3.9	4.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.9	6.3	3.0	3.0	3.0
주당 배당금	500	400	650	700	500	500	600	300	300	300	300	300	300
배당 수익률 (%)	5.7	5.8	7.8	3.8	1.3	1.1	1.3	3.4	1.6	1.8	2.1	2.0	2.0

Source: Company data, Leading Research Center

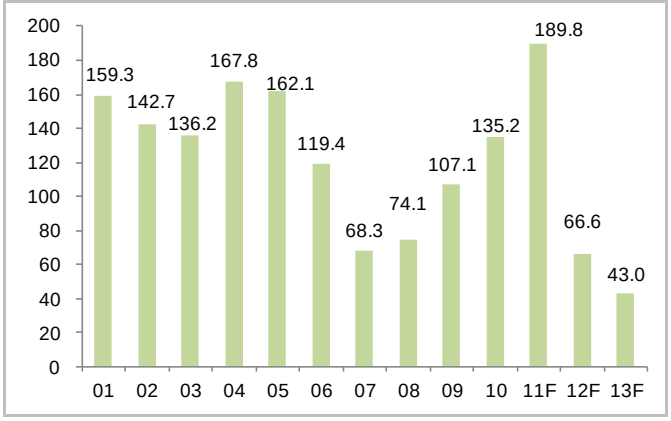
Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

부채비율감소

공장 매각과 FCF 개선으로 2012년 이후 급격한 부채 감소

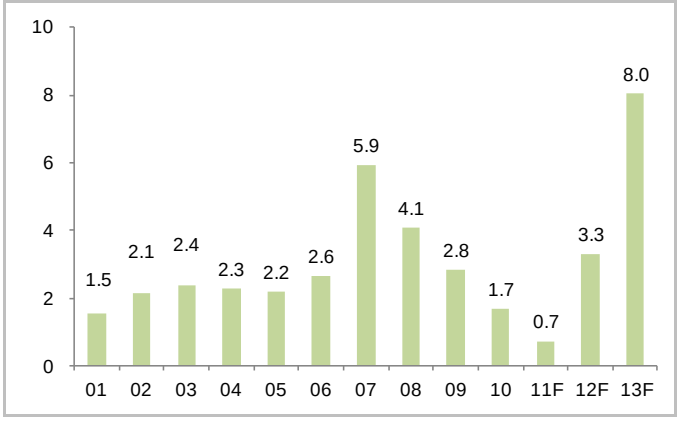
동사는 2012 년에 예상되는 자산매각 대금 950 억원을 모두 차입금 상환에 사용할 계획이다. 2012 년에 영업으로 창출한 385 억원과 공장매각대금 950 억원을 모두 차입금 상환에 사용하여 차입금을 2011 년 3,393 억원에서 2012 년 1,501 억원으로 크게 줄일 예정이다. 따라서 순부채비율이 2011 년 189.8%에서 66.6%로 하락할 예정이다. 2012 년 2 월에 BW (63 회) 와 CB (64 회) 발행으로 차입한 500 억원은 만기되는 장기차입금 차환에 쓰일 예정이어서 전체 차입금규모에는 영향이 없을 예정이다. 2013 년에는 매출신장으로 발생하는 401 억원의 FCF 로 순부채비율을 43% 까지 낮출 전망이다.

Exhibit 13. 순부채비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. 차입금과 이자보상비율

(Wbn)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	223.0	196.3	213.8	249.7	239.5	245.0	104.9	149.3	221.4	264.7	339.3	150.1	119.3
현금과 현금성 자산	81.4	52.5	60.5	53.1	45.9	39.1	18.3	18.6	20.1	9.8	2.2	8.2	7.3
순차입금	141.7	143.8	153.3	196.6	193.6	205.9	86.6	130.7	201.3	254.9	337.1	141.9	112.0
순차입금/총자본 (%)	159.3	142.7	136.2	167.8	162.1	119.4	68.3	74.1	107.1	135.2	189.8	66.6	43.0
이자비용	26.6	22.0	19.4	19.5	19.0	19.6	7.0	9.0	13.1	17.3	24.8	17.4	9.6
이자보상배율 (배)	1.5	2.1	2.4	2.3	2.2	2.6	5.9	4.1	2.8	1.7	0.7	3.3	8.0

Source: Company data, Leading Research Center

이자 비용도 2012 년에 영업이익의 30.1% 인 174 억원으로 2013 년에는 영업이익의 12.5%인 96 억원으로 지속적으로 감소할 예정이다.

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

2009~2010 년의 사업활황으로 추가자금 조달 불필요

동사는 2007 년 회사가 분할된 이후 증자 통하여 조달된 자금이 거의 없다. 그리고 향후 부채의 감소가 급격히 이루어지고 또한 영업을 통한 FCF 의 창출이 꾸준히 이어지며 증자를 통한 자금조달의 필요성은 없는 것으로 판단된다.

Exhibit 16. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '07-10
납입자본금	31.1	31.9	33.4	33.4	33.4	34.2	22.4	23.0	23.8	24.5	2.1
주식발행초과금	92.5	89.2	89.0	89.0	76.4	109.6	60.0	59.3	59.4	58.6	(1.4)
주식발행으로 인한 조달금		(2.4)	1.2	0.0	(12.6)	34.1	(61.5)	0.0	0.8	0.0	0.7

Source: Company data

Overhang – 있음

동사는 2009 년 당진공장 증설을 위해 58 회 무보증 전환사채 발행으로 300 억원의 자금을 조달했다. 아직 1,782 천주가 미행사되어 전환되지 않았다.

2012 년 2 월에는 만기 되는 장기 차입금 상황 목적으로 BW 300 억원 (63 회) 와 CB 200 억원 (64 회)를 발행했다. 총 3,313,892 의 신규 주식 전화 가능 물량이 발생했다.

Exhibit 17. CB 와 BW 잔액과 행사가능 주식 수

종류	발행일	만기일	권면총액 (Wbn)	행사가능기간	주당 행사가격	미행사액 (Wbn)	행사가능 주식수
제58회 무보증분리형 신주인수권부사채	2009.09.28	2012.09.28	30.0	2009.10.28~2012.08.28	15,550	24.5	1,782,483
제63회 무보증분리형 신주인수권부사채	2012.02.09	2015.02.09	30.0	2009.02.09~2015.01.09	15,088	30.0	1,988,335
제64회 기명식무보증 사모전환사채	2012.02.09	2015.02.09	20.0	2009.02.09~2015.01.09	15,088	20.0	1,325,557

Source: Company data

Section 6: CEO 의 경영철학은?

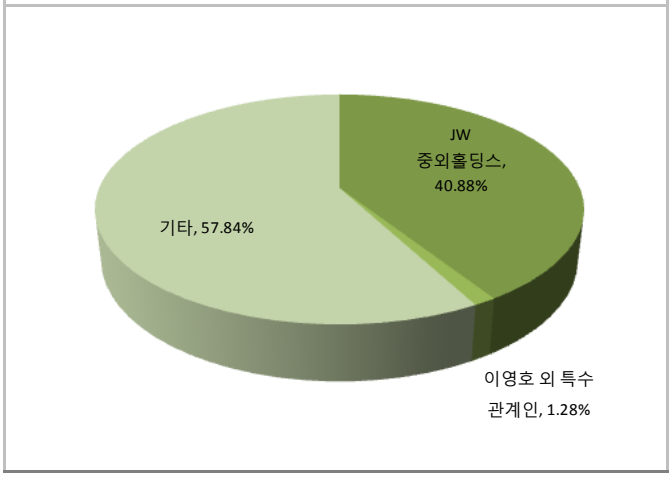
CEO 의 경영철학

연구개발 중심의 제약사와 세계시장을 목표하는 CEO 의 경영철학

CEO 이경하 부회장은 약사출신으로 2001 년부터 회사를 맡아 운영하고 있다. 따라서 제약회사의 성장동력이 연구개발이라는 것을 인지하고 있다. 또한 신약개발이 장기간의 개발기간과 막대한 자금이 소요가 된다는 것을 누구보다도 잘 알고 있다. 이런 CEO 의 의지가 있었기 때문에 국내에서는 보기 힘든 10 년이 넘는 개발기간과 500 억원의 연구개발비를 투입해서 세계최초로 임상개발중인 획기적 표적항암제 CWP 231A 를 탄생시켰다. 또한 급변하는 국내 제약산업의 환경변화를 약가 인하 제외 품목의 매출 확대, 자체 신약, 도입신약의 지속적 개발, 해외 선진시장 공략을 위한 인프라 구축을 통해 돌파해 나가는 계획을 가지고 있다.

또한 동사는 리베이트 금지, 공정경쟁규약준수 등 정도 영업, 정도 경영을 통해 지금까지 쌓아온 신뢰를 더욱 강화해 나가는데 주력 하려는 의지를 보이고 있다.

Exhibit 18. 주주구성 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 19. CEO 프로파일

이경하 대표이사 부회장

Period	경력과 학력
2001~현재	JW 중외제약 사장
2009~현재	JW 중외 홀딩스 부회장
1999~2001 년	㈜ 중외제약 부사장
1997~1999 년	㈜ 중외제약 전무이사
1996~1997 년	㈜ 중외제약 상무이사
1986 년	㈜ 중외제약 입사
1989 년	Drake University (미국) 경영학 석사
1986 년	성균관대학 약학과 졸업

Source: Company data

핵심 연구원들의 기술역량

세계적인 신약개발 경험이 있는 연구인력 포진

JW 중외제약과 JW 관계사 전체의 연구개발기획을 총괄하고 있는 한미경 박사는 세계적인 글로벌 제약사 Schering-Plough 에서 알러지 치료제 Claritin 의 제형변경 과제를 담당해 구강붕해 제형인 Claritin-RediTab 출시에 기여했다.

동사의 신약개발 연구를 총괄 Glenn Noronha 박사는 동사의 신약개발 연구를 총괄하고 있다. Wnt 표적항암제 (CWP231A) 과제에서 약물의 작용기작에 대한 연구를 이끌었다. 동사에 입사 전에는 TargeGen 에서 표적항암제 (JAK2 inhibitor) 연구 책임자로 일했다. 이 과제는 Sanofi-Aventis 가 2010 년 TargeGen 을 US$560m 에 인수하는 계기가 되었다.

정경윤 박사는 동사의 신약연구 센터장을 맡고 있으며 신물질 개발에 핵심적인 인물이다. 또한 그는 Wnt 표적항암제 연구과제의 선두약물 도출부터 전임상 완료까지를 책임졌던 핵심 연구인력이다.

이경준 박사는 현재 C&C 연구소에서 탐색연구 (PK & PD)를 책임지고 있다. Wnt 표적항암제 과제의 약물동력학 (Pharmacokinetic) 연구를 담당했었으며 국산 4 호 신약 큐록신 항생제 원료의약품 및 제품의 기시법 작성을 담당했다.

Exhibit 20. JW 중외제약 핵심연구원 구성 및 경력

주요연구진	직위	연구분야	경력
한미경 박사	상무	Group R&D 총괄 및 기획	성균관대 졸업, University of Cincinnati 박사 Gattefossé (프랑스) US Technical manager Schering-Plough 책임연구원
Glenn Noronha 박사	상무	신약연구 총괄 (저분자 항암제)	University of Madras 졸업, Loyola University 박사 TargeGen Inc. Director Alcon Research 글로벌 project head
정경윤 박사	상무	신약연구센터장 (저분자 항암제)	성균관대 졸업, 성균관대 박사 C&C 연구소 책임연구원
이경준 박사	상무	C&C 신약연구소 탐색연구센터장	중앙대 졸업, 중앙대 박사 중외제약 중앙연구소 책임연구원

Source: Company data, Leading Research Center

미래 성장동력 근간인 연구소

신약개발의 경험이 있는 연구소의 역량

동사는 1983년 종합연구소를 설립 지속적인 연구개발을 해왔다. 초기 연구역량은 신물질 개발보다는 합성공정개발과 수액제 개발에 초점이 맞춰져 있었다. 하지만 1990년대부터 항생제 연구에 매진 1991년 후보물질을 돌출한 후 10년 의 개발기간과 50억원의 연구비를 투입 2001년 국산 신약 4호인 큐록신 개발에 성공했다. 또한 카바페넴계 항생제인 이미페넴을 세계최초 복제약 (first generic)으로 출시에 성공한다. 1990년 후반부터는 항암제 연구에 초점을 맞춰 500억원의 개발비를 들여 Wnt 표적 항암제를 개발 임상 단계로 진입시키는데 성공했다.

신약물, 신표적 개발에 연구 초점, 해외와 연계된 연구 네트워크 보유

현재 140여명의 연구원이 4개의 연구소에서 약품개발 연구를 진행하고 있다. CMC 연구소를 제외한 나머지 3개 연구소가 신표적, 신물질 개발을 담당 동사의 향후 성장에 중추적인 역할을 할 것으로 예상된다. 해외와 연구개발 네트워크도 구축해 놓았다. C&C 연구소는 일본 쥬가이 제약과 합작으로 설립한 연구소로 지난 20년 동안 공동 및 위탁 연구과제를 해 왔다. 미국 시애틀에 있는 Theriac Pharmaceutical 연구소는 2000년 초반부터 Wnt 항암제 개발과정에서 해외 대학/연구소와의 공동연구를 담당해 왔다.

Exhibit 21. JW 중외제약 연구소 구성

연구소	소재	연구원 규모(명)	연구분야	주요 연구 성과
Drug Discovery Center	한국	36	신물질 개발	• 국산 4호 신약 큐록신 (항생제) 연구 및 출시 성공 • Wnt 항암제(CWP231A) 개발 • 다양한 신호전달 경로를 표적으로 하는 항암제 연구 진행중 – 미국 1상 추진중
CMC Research Center	한국	29	합성공정 연구 제형변경 (체내 흡수도 및 복용 순응도 향상)	• 개량된 프리페넴 원료 제조 기술 완성 및 세계 40개국 이상에 제품 판매 중 • 물에 잘 녹지 않는 항진균제 제제기술 개발, 일본등에 완제 및 중간체 수출 • Nano 기술로 난용성 약물의 용해도 높이는 platform technology 및 환자 복용 증대를 높인 기술 보유 • 글로벌 제약사와 동물의약품 개발 중
C&C 연구소	한국	67	신물질 개발	• JW 중외제약과 일본 Chugai 제약 합작연구소(50:50) • 20년간 약30개의 공동 및 위탁연구 진행 • 2010년 대사성 질환치료제 라이센싱 아웃 • 항암분야 대상으로 innovative research 수행중
Theriac Pharmaceutical	미국, Seattle	7	신표적 개발 신물질 개발	• Drug Discovery Center와 연계, 항암제 개발 주력

Source: Company data, Leading Research Center

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도

환율 민감도는 크지 않음

동사의 수출은 동사가 수출제품을 지주사인 JW 홀딩스사에게 판매하고 지주사가 수출을 담당하고 있는 구조이다. 따라서 동사의 매출은 환율변화에 노출되어 있지 않다. 반면 원재료의 35% 를 해외로부터 수입하고 있어 매출원가는 환율변화에 영향이 있으며 연간 수입규모는 약 420 억원이다. 2012 환율이 기준 연간평균 환율에서 1% 하락하면 영업이익은 0.7% 증가하고 EPS 는 1.1% 증가한다. 따라서 원화의 강세는 동사의 수익성을 향상 시킨다.

Exhibit 22. 2011 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,049	1,093	1,104	1,115	1,160
매출액(십억원)	432.0	432.0	432.0	432.0	432.0
영업이익(십억원)	20.2	18.5	18.1	17.7	15.9
순이익(십억원)	(7.5)	(9.2)	(9.6)	(10.1)	(11.8)
주당순이익(원)	(742)	(913)	(955)	(998)	(1,169)
PER	(20.2)	(16.4)	(15.7)	(15.0)	(12.8)
매출액 증가율(%)	0.0	0.0		0.0	0.0
영업이익 증가율(%)	11.9	2.4		(2.4)	(11.9)
순이익 증가율(%)	22.4	4.5		(4.5)	(22.4)
주당순이익 증가율(%)	22.4	4.5		(4.5)	()22.4

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 23. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,030	1,074	1,084.7	1,096	1,139
매출액(십억원)	462.5	462.5	462.5	462.5	462.5
영업이익(십억원)	59.6	57.8	57.4	57.0	55.3
순이익(십억원)	40.7	39.0	38.5	38.1	36.4
주당순이익(원)	4,031	3,861	3,819	3,777	3,607
PER	3.7	3.9	3.9	4.0	4.2
매출액 증가율(%)	0.0	0.0		0.0	0.0
영업이익 증가율(%)	3.7	0.7		(0.7)	(3.7)
순이익 증가율(%)	5.5	1.1		(1.1)	(5.5)
주당순이익 증가율(%)	5.5	1.1		(1.1)	(5.5)

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 24. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	966	1,006	1,016.5	1,027	1,067
매출액(십억원)	519.9	519.9	519.9	519.9	519.9
영업이익(십억원)	79.1	77.3	76.8	76.4	74.5
순이익(십억원)	52.6	50.8	50.3	49.9	48.1
주당순이익(원)	5,213	5,033	4,988	4,943	4,763
PER	2.9	3.0	3.0	3.0	3.1
매출액 증가율(%)	0.0	0.0		0.0	0.0
영업이익 증가율(%)	3.0	0.6		(0.6)	(3.0)
순이익 증가율(%)	4.5	0.9		(0.9)	(4.5)
주당순이익 증가율(%)	4.5	0.9		(0.9)	(4.5)

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 영업현황 및 실적전망

약가인하에도 불구 전체매출은 증가 지속

약가 인하에도 수액제, 신제품의 매출확대로 총매출액은 지속적 증가

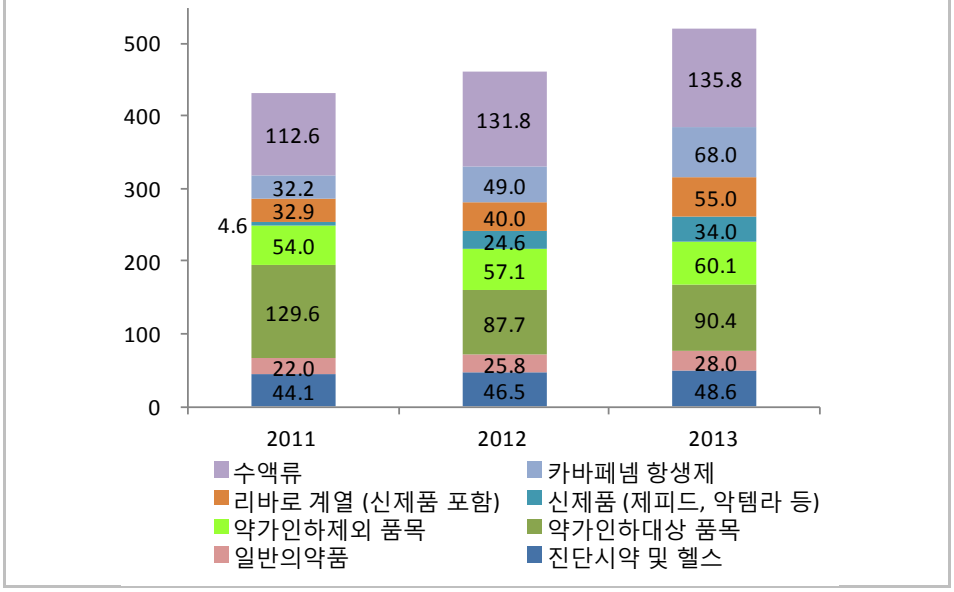
국내 제약산업은 정부의 약가인하 제도에 의해 지금 한치 앞을 내다 보기 힘든 상황이다. 2012년 4월에 예정되어 있는 약가인하가 단행 될 시에는 복제약 중심의 영업을 해온 모양뿐인 국내 많은 제약사들의 구조조정이 가시화될 전망이다. JW 중외제약의 일부 매출도 이런 약가인하에 영향을 받음에도 불구 전체 매출은 지속적으로 늘어날 전망이다.

동사 매출 중 약가인하에 영향을 받는 전문의약품 부분은 2011년 기준 1,296억원이다. 2012년에 약가인하 단행시 이부분 매출은 877억원으로 전년대비 32.4% 감소 할 것으로 예상된다. 이는 정부의 예정 약가 인하율 (46.5%) 보다는 낮은 수준이다. 그 이유는 약가인하로 구조조정 또는 퇴출되는 기업이 늘면서 오히려 동사 같은 상위 제약사들에게는 경쟁이 줄어들 전망이기 때문이다.

약가인하로 줄어든 매출은 동사가 경쟁력을 보유하고 있고 약가인하에 영향을 받지 않는 기초의약품, 특허보유 신약 등에서 매출증대를 일으켜 전체매출은 줄지 않고 오히려 신장시키는 전략을 취하고 있다. 대표적으로 동사가 국내 50% 시장점유율을 보유한 수액제 분야 매출은 2011년에 1,126억원에서 2012년에는 1,318억원으로 늘어날 전망이다. 이미페넴을 포함한 카바페넴계 항생제 매출도 2011년 322억원에서 2012년 490억원 2013년 680억원으로 증가한다. 이는 기존 이미페넴 (imipenem)의 단점을 보안한 메로페넴 (meropenem)을 출시했고 동사가 국내 유일의 원료와 완제품을 동시에 생산하는 업체이고 2013년부터는 수출도 본격적으로 이루어질 전망이기 때문이다. 동사의 도입신약으로 연간 300억원 이상의 매출을 보여오던 리바로 (고지혈증 치료제)도 2013년 특허가 만료되지만 복합제 출시와 용량변형에 힘입어 2012년에 400억 2013년에 550억원으로 매출증가가 기대된다. 또한 각종 도입신약 (제피드 페린젝트, 악템락 등)과 복합제등의 신제품이 지속적으로 출시 되어 전체 매출 증대에 기여할 것이다.

따라서 동사 연간 매출액은 약가인하 단행 첫해인 2012년에는 전년대비 7.1% 성장한 4,625억원이 예상되고 2013년에는 전년대비 12.4% 성장한 5,199억원이 예상된다.

Exhibit 25. JW 중외제약의 매출 구조



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 26. 각 사업부문의 매출 전망치

제품군 (단위 : 십억원)		11E		12F		13F	
		매출액	%	매출액	%	매출액	%
수액제제		112.6	26.1	131.8	28.5	135.8	26.1
전문의약품 (ETC)	항생제 (카바페넴)	32.2	7.4	49.0	10.6	68.0	13.1
	리바로 (신제품포함)	32.9	7.6	40.0	8.6	55.0	10.6
	기타 약가인하 제외	54.0	12.5	57.1	12.3	60.1	11.6
	약가인하 대상	129.6	30.0	87.7	19.0	90.4	17.4
	신제품	4.6	1.1	24.6	5.3	34.0	6.5
	전문의약품 합계	253.3	58.6	258.4	55.9	307.5	59.1
일반의약품 (OTC, 신제품 포함)		22.0	5.1	25.8	5.6	28.0	5.4
진단시약 및 헬스		44.1	10.2	46.5	10.1	48.6	9.3
총계		432.0	100.0	462.5	100.0	519.9	100.0

Source: Company data, Leading Research Center

신약개발만이 살길이다 – 항암제 개발

항암시장의 대세 – 표적항암제
기존 항암제에 비해 암세포에만 특이적으로 증식 저해

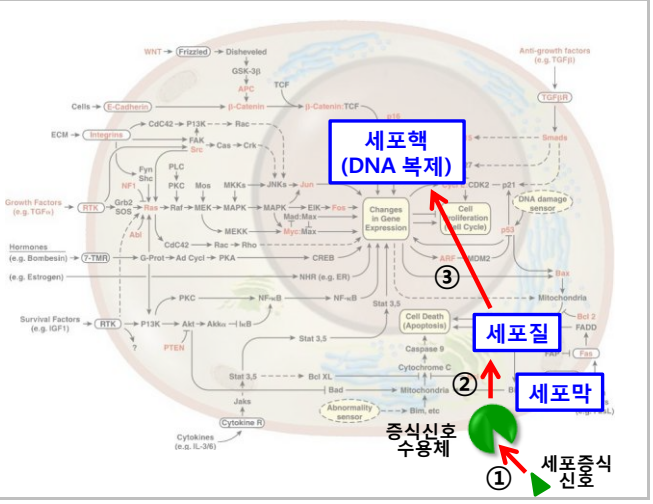
동사가 2000년부터 자체 신약개발에 매진한 결과 서서히 신약물이 연구단계에서 개발단계 파이프라인으로 올라 오기 시작하고 있다. 그 첫번째가 Wnt 신호전달 체계에 관여하는 표적항암제 CWP-231A 이다.

2000년 이전에 나온 대부분의 항암제들은 세포의 증식을 비특이적으로 억제해 암세포 뿐만 아니라 건강한 일반세포도 사멸시켰다. 해서 기존 항암제의 여러가지 부작용이 이러한 항암제의 비특이성으로부터 생겨났다. 하지만, 지속적인 연구를 통해 암세포가 돌연변이 등으로 인해 일반세포보다 훨씬 활성화된 세포 증식신호 체계들을 구축하고 있다는 것이 밝혀졌다. 이러한 특이 신호체계를 방해해서 암세포의 증식을 저해하는 항암제를 "표적 항암제"라고 한다. 최근에 출시되는 항암제의 대부분이 이런 표적항암제이다 (Exhibit 27).

Exhibit 27. 항암제의 변천

Source: Leading Research Center

Exhibit 28. 세포 증식신호 전달의 3 단계



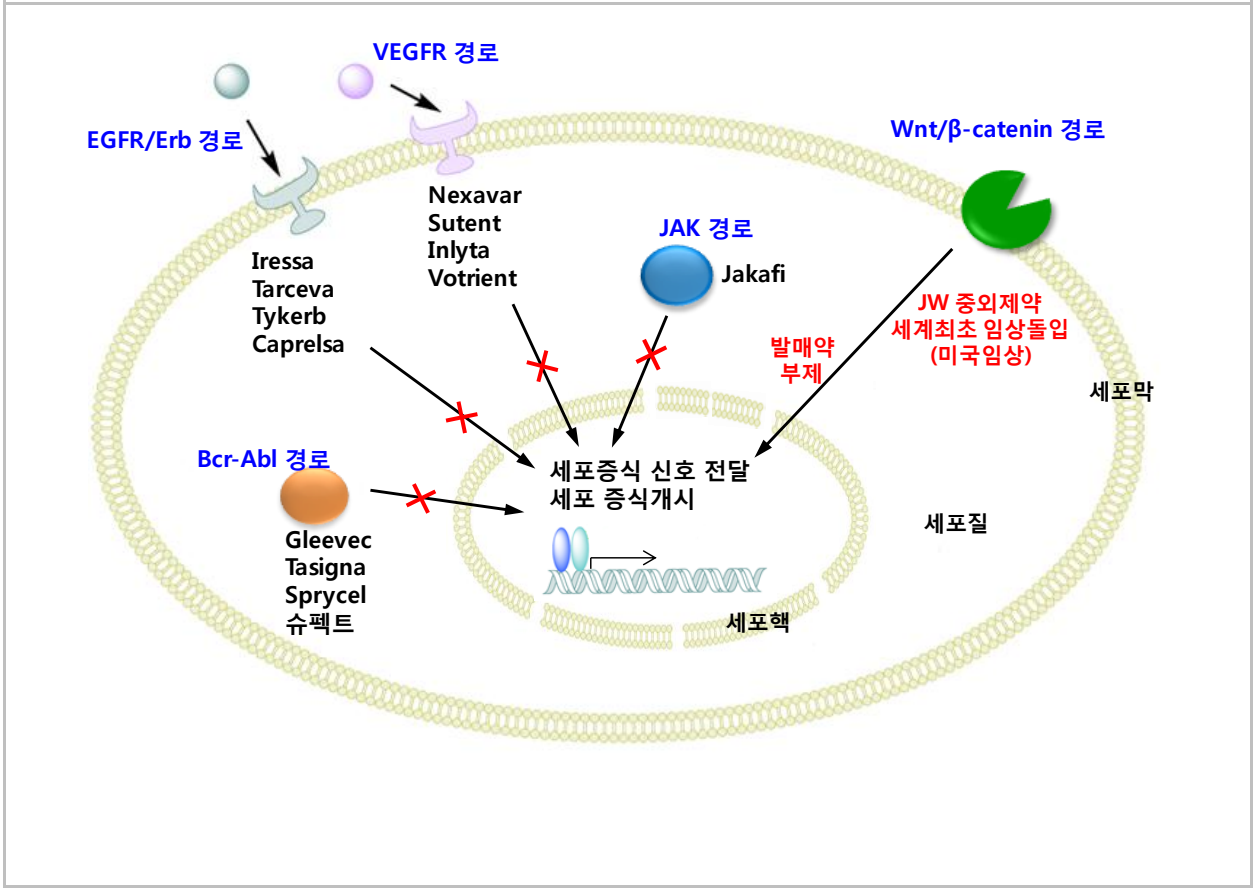
Source: Leading Research Center

암세포증식에 관여하는 신호 전달 체계는 매우 복잡한 세포내 단백질들의 네트워크이다 (Exhibit 28). 하지만 신호의 전달단계는 크게 3단계로 나눠진다. 첫번째가 세포 외부로부터 오는 증식신호가 암세포 표면에 도달하는 단계이다. 세포막에서 신호를 수용하는 수용체단백질과 세포막 부근의 단백질들이 관여한다. 두번째는 세포막에 도달한 신호를 세포 내부로 옮겨주는 단계이고 여기 관여한 단백질들은 세포질에 분포되어 있다. 마지막으로 증식신호를 세포질에서 세포핵 안으로 전달해서 유전자 복제와 세포증식을 일으키는 단계다.

표적항암제의 성공적 출시는 연간 조단위의 매출 가능

현재까지 여러 암증식관련 신호 전달 경로가 밝혀졌고 증식 신호전달을 차단하는 많은 종류의 표적항암제가 개발되어 발매에 성공했다 (Exhibit 29). 많은 종류의 표적항암제들은 증식신호 차단의 탁월한 효능성과 암세포에만 작용하는 특이성 때문에 연간 매출이 조단위가 넘는 블록버스터급 약들이 많다 (Exhibit 30). 대표적으로 Iressa 는 EGFR (endothelial growth factor receptor, 내피세포증식인자 수용체) 경로를 통한 신호억제 해서 폐암 치료제로 쓰이고 2010년 매출액이 4조원 이상이다. 또한 출시 당시 꿈의 항암제로 불리던 Gleevec 은 Bcr-Abl 경로를 통한 증식신호 차단시켜 만성 골수성 백혈병 치료제로 쓰이고 있다.

Exhibit 29. 암세포 증식신호전달 경로와 출시된 대표적인 표적항암제 (항체 제외)



Source: Leading Research Center

Exhibit 30. 시판된 대표적 표적항암제와 매출규모

신호전달 경로	약품명 (약물명)	제약사	적응증	매출액 2010 년 US$bn	Note
EFGR/Erb	Iressa (gefitinib)	AstraZeneca/Teva	폐암 (NSCLC)	4.265	
	Tarceva (erlotinib)	Genentech/Roche	폐암 (2 차 치료제)	1.284	
	Tykerb (lapatinib)	GSK	유방암	0.351	
	Caprelsa (vandetanib)	AstraZeneca	갑상선암	n/a	2011 년 승인 VEGFR 경로도 타겟
VEGFR	Nexavar (sorafenib)	Onyx/Bayer	신장암, 간암	0.936	PDGFR 경로도 타겟
	Sutent (sunitinib)	SUGEN/Pfizer	신장암	1.066	PDGFR 경로도 타겟
	Votrient (pazopanib)	GSK	신장암	0.059	2011 발매 시작
	Inlyta (axitinib)	Pfizer	신장암	n/a	2012 년 승인
Bcr-Abl	Gleevec (imatinib)	Novartis	만성 골수성백혈병	4.265	
	Tasigna (nilotinib)	Novartis	만성 골수성백혈병	1.27	
	Sprycel (dasatinib)	BMS	만성 골수성백혈병	0.576	
	슈펙트 (radotinib)	일양약품	만성 골수성백혈병	n/a	2012 년 국내조건부승인 임상 3 상 진행중
JAK	Jakafi (jakafi)	Incyte/Novartis	골수 섬유증	n/a	2011 년 승인
ALK	Xalkori (crizotinib)	Pfizer	폐암 (ALK 변이)	n/a	2011 년 승인

Source: 각사 Annual Report, Leading Research Center

새로 밝혀진 Wnt/β-catenin 암세포 증식 경로 – 암 줄기세포 증식에도 관여

이러한 신호 전달 경로 중에 Wnt/β-catenin 경로가 있다. 다른 경로에 비해 최근에야 전체적인 전달체계와 관련 단백질들이 밝혀졌다. 특히 여러 종류의 다양한 암이 이경로를 이용 암세포증식을 한다고 알려지고 있다. 예를 들면, 대장암 환자의 85% 이상이 이 경로에 관련된 단백질 (β-catenin, APC) 에 돌연변이가 있다고 한다 (Kinzler, K.W. 1996, Emami K.H. et. al., 2004, Liu C. et. al., 2010). 더욱이 이경로는 줄기세포가 줄기세포의 증식에 사용하는 것으로도 밝혀지고 있다. 따라서 Wnt/β-catenin 경로를 차단시키는 항암제는 암이 재발하는 원인이 될 수 있는 암줄기세포까지 사멸시켜 암의 재발 방지에도 효능이 있을 것으로 기대되고 있다. 이는 이제까지의 표적항암제가 하지 못했던 기능으로 항암치료에 획기적인 일이 될 수 있다.

세계최초(first-in-class)로 Wnt 표적 항암제 미국 임상 시험중

동사는 Wnt/β-catenin 경로의 중요성을 인지하고 2000년 초반부터 약물개발에 연구를 집중했다. 그 결과로 많은 글로벌 제약사와 학계에서 연구 되어지고 있는 약물들을 제치고 동사의 CWP-231A 가 세계 최초로 2011년에 임상에 돌입했다 (Exhibit 31). 현재 전세계적으로 유명한 미국의 M.D. Anderson (휴스턴 소재), Fred Hutchinson (시애틀 소재) 암센터에서 급성 골수성 백혈병 (Acute Myeloid Leukemia)에 대해 임상 1상을 진행 중이다. 먼저 약효를 쉽게 증명할 수 있는 혈액암에서 성공 하면 다른 고형암 (예, 폐암)으로 계속해서 적응증을 확대해 나갈 수 있을 것으로 기대된다.

CWP-231A 는 높은 가치에 기술이전 기대

CWP-231A 는 세계최초로 임상 돌입한 약물이라는 점과 높은 잠재 성장성으로 인해 많은 글로벌 제약사가 관심을 가지고 있다. 현재 동사는 임상 1상이 완료되는 2012년 말을 전후로 글로벌 제약사로의 기술이전을 추진 중이다. CWP-231A 약물의 희소성과 잠재 가치를 고려해 볼 때 높은 기술 이전료 계약이 예상되고 상업화에 성공 시 현재 출시된 표적항암제에 절대 뒤지지 않는 매출이 기대 된다.

동사는 현재 선두 약물인 CWP-231A 이외에 다양한 후보 약물을 전임상 실험 중에 있다. 전임상이 끝나는 데로 이들 약물들의 미국 임상도 추진 할 예정이다.

Exhibit 31. 현재 개발중인 Wnt/ β-catenin 신호경로 항암제

신호차단 단계	약물명	개발 제약사 또는 대학	Wnt 신호전달 경로 중 표적	개발단계	Note
Wnt 의 수용체 결합 저해	YW210.09	Genetech/Roche	Wnt	Discovery	항체
	n/a	UCSF	Wnt 1, Wnt 2	Discovery	항체
	OMP-18R5	OncoMed/Bayer	Fzds	전임상 완료	항체 2012년 임상 1상 돌입 계획
세포질 (cytosol)에서 신호전달 저해	**CWP 231A**	**JW 중외제약**	β-catenin	**미국임상 1상 진행중** (환자수 48명)	Prodrug (체내에서 분해되어 약효를 가진 CWP 232204가 됨)
	NSC668036	St. Jude Children's Hospital	Dvl	Discovery	
	XAV939	Novartis	Tankyrase 1, 2	Discovery	
	CCT031374	The Cancer Research UK center	β-catenin	Discovery	
	IWR	UTSW	Axin	Discovery	
	IWP	UTSW	Porcupine	Discovery	
세포핵에서 신호전달 저해	PKF115–584 PKF118–310 PKF118–744 PKF222–815	Harvard/Novartis	TCF/ β-catenin	Discovery	
	n/a	USC	CBP	Discovery	

Source: Leading Research Center

Watanabe K., et.al., Winning WNT : Race to Wnt signaling inhibitors. PNAS 2011 Apr 12;108(15):5929-30
Verkaar F. et. al., New avenues to target Wnt/β-catenin signaling. Drug Discovery Today. 2011 Jan;16(1-2):35-41
Curtin, J.C. et. al., Drug discovery approaches to target Wnt signaling in cancer stem cells. Oncotarget. 2010 Nov;1(7):563-77
Janssens N. et. al., The Wnt-dependent signaling pathways as target in oncology drug discovery. Invest New Drugs. 2006 Jul;24(4):263-80

신약개발만이 살길이다 – 도입신약

빠른 작용개시시간으로 경쟁력 있는 발기부전제 제피드 출시

동사는 자체 신약 외에도 외국제약사로부터 약물을 도입해 출시한 신약들이 있다. 이들 도입신약의 대표적인 예가 2011년 11월에 출시한 발기부전제 제피드이다. 2010년 기준으로 국내 발기부전제 시장은 1,000억원 규모이고 2012년 1,500억원 규모로 성장할 전망이다. 현재까지 5개의 제품이 국내에 출시되어 있다 (Exhbit 32). 또한 2012년 5월에 Pfizer 의 비아그라 국내 물질특허가 만료될 예정이다. 미국과 달리 Pifzer 가 국내 특허법원으로부터 비아그라의 발기부전제 적응증 특허를 인정받지 못할 경우 많은 비아그라 복제약 출시로 치열한 경쟁이 예상된다. 하지만 동사제품은 출시된 제품들 중 가장 빠른 작용개시시간과 최고의 약효 (PDE 5 와 PDE 11 선택성) 를 가지고 부작용을 최소한 제품이어서 이런 경쟁에 영향이 적을 것으로 예상된다. 제피드는 기존제품과의 차별화로 출시 첫 달 (2011년 12월) 10억의 매출을 올렸다. 따라서, 제피드의 약효 경쟁력을 고려해 볼 때 2012년 동사 매출목표 120억원은 무난할 것으로 기대된다. 또한 베트남을 비롯 동남아 5개국 판권도 가지고 있어 수출도 가능할 것으로 판단된다.

Exhibit 32. 발기부전제 (PDE-5 저해제)

상품명 (약물명)	제약사	작용개시시간	작용지속시간	PDE5 : PDE11 선택성	매출액 (2010 년 기준) 한국 : 십억원 전세계 : US$bn	Note
제피드 (Avanafil)	Mistusbishi 제약 한국 : 중외제약 미국 :Vivus	15 분 이내	6 시간	19,231x	1.0 (2011년 12월) 해외 출시 안됨	2011년 11월 국내 출시 Vivus사가 미국임상 3상 완료, 2012년 미국 출시 예정
Viagra (Sildenafil)	Pfizer	30 분~ 60 분	4 시간	1,500x	38 1.928	2012년 한국 물질특허 만료 2019년 미국 특허만료
Cialis (Tadalafil)	Eli Lilly	30 분~ 2 시간	36 시간	14x	30 1.699	2017년 미국 특허만료
Levitra/ 야일라 (Vardenafil)	Bayer/ 종근당	30 분~ 60 분	4~5 시간	1,100x	4.4 0.429	2018년 미국특허 만료 구강붕해 제형출시
자이데나 (Udenafil)	동아제약	30 분~ 60 분	24 시간	> 3,000x	20 해외 출시 안됨	미국임상 3상중 2013년 미국 출시 예정
브라본토/ 젬빅스 (Mirodenafil)	Jannsen/ SK 케미칼	30 분~ 60 분	24 시간	800x	3.6 해외 출시 안됨	구강붕해 제형출시

Source: Company data, 각사 Annual report, Leading Research Center

약가인하에 의한 매출액 감소 상쇄 – 도입신약 출시

도입신약중 2011 년 발매한 신개념 철분보급제 페린젝트 (스위스 Vifor 사로부터 도입)는 획기적인 신약으로 현재 유럽 등지에서 급속도로 시장을 잠식하고 있다. 이 제품은 제피드 같이 건강보험 비급여 품목으로 동사는 이 두 제품군에 공격적인 마케팅을 할 예정이다.

이외에도 도입신약 파이프라인에 일본 쥬가이 제약으로부터 도입한 관절염 치료제 악템라 및 역류성 식도염 치료제 그리고 일본 산와화학으로부터 도입한 당뇨병 치료제가 있다. 3 가지 약물 모두 현재 국내 임상시험 중이고 2013 년부터 출시 예정이다 (Exhibit 33).

Exhibit 33. JW 중외제약의 도입신약 (licensed-in) 파이프라인

제품명	질병 (Indication)	전 임상	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상	Note
악템라	류마티스성 관절염 IL-6 억제제					• 도입원 : 쥬가이-로슈 • 항체 치료제 • 국내 3 상 진행중, 2013 년 출시예정 • 해외시장에는 이미 로슈가 출시 • 기존 항체 치료제 (Rituxan, Enbrel 등) 보다 부작용 적음 • 해외 시장에서도 MS 늘어나고 있음
CWP-0403	당뇨병 (Type 2) DPP-4 억제재					• 도입원 : 일본 산와화학 • 국내 3 상 진행중, 2013 년 출시예정 • 기존제품보다 부작용이 적은 것으로 알려짐 • 기존 경쟁제품 다수
sTU-199 (tenatoprazole)	역류성 식도염 Proton pump 억제제					• 도입원 : 쥬가이-로슈 • 국내 1 상 완료, 2 상 준비중 • 2014 년 출시예정 • 기존 경쟁제품 다수

Source: Company data, Leading Research Center

약가인하에 의한 매출액 감소 상쇄 – 제형변경 신제품 출시

동사는 기존신약을 제형 변경한 신약도 파이프라인에 가지고 있다. 2 가지 약을 섞은 복합제로는 당뇨병용 글루패스트 복합제를 2012 년에 리바살탄을 2013 년에 출시할 예정이다. 글루패스트 복합제는 기존 인슐린 분비 촉진제(Mitiglinide)에 간에서 당합성을 저해하는 약물 (Metformin)을 첨가하여 복합제로 만든 제품이다. 리바살탄은 고지혈증 치료제 리바로 (Pitavastatin)에 혈압강하제 (Valsartan)를 첨가하여 만든 제품이다. 두 제품 모두 동사의 기존제품의 시장방어용으로 출시하는 제품들이다. 특히 리바살탄은 연매출 350 억인 리바로의 2013 년 특허만료 대비용으로 리바로의 특허가 만료되더라도 복합제 출시로 기존시장의 방어가 충분히 기대되는 제품이다.

대장암 치료제인 옥살린플라틴 (Oxaliplatin)을 기존 정맥 주사제에서 제형을 변경시켜 경구투여가 가능하도록 만든 제품도 연구중이다. 현재 미국에서 임상 1 상 개시 허가 신청 (IND)을 해 놓은 상태이다.

수액, 원료의약품

국내 시장점유율 1위인 수액제의 지속적 매출증가

일반적으로 링거제라고 하는 수액제제는 동사가 국내 시장점유율 1위를(50%) 유지해 오고 있다. 2011년에는 1126억원 (전체매출의 26.1%)의 수액제품 매출이 발생했다. 동사의 수액제품은 크게 기초수액제, 영양수액제, 특수수액제, 헤모류 4가지 제품군으로 구성되어 있다 (Exhibit 35). 이중 기초수액제 (포도당용액)와 특수수액제는 기초의약품이자 필수의약품으로(퇴장방지의약품) 분류가 되어 정부의 약가인하에 영향을 받지 않지 않는다. 또한 2011년까지는 병원이 납품단가를 제약사로부터 낮게 받을수록 마진을 병원이익으로 가져가는 저가구매 인센티브 제도(시장형 실거래가)가 시행되었었다. 하지만, 정부는 시행될 약가인하 정책으로 더 이상 이런 제도 없이도 충분히 공급가가 낮아 질 수 있다는 판단에 2012년 2월부터 이 제도를 1년간 유예시켰다. 따라서, 수액 같은 기초의약품은 약가 현실화 방안에 따라 2012년부터 약가가 올라 갈 예정이다. 현재 건강보험심사평가원과 약가 재조정중에 있다.

영양수액제는 아미노산과 기타 기능성 영양분 공급을 하는 수액제이다. 동사는 2011년에 닥터라민을 출시했다. 이 제품은 2시간이상의 투여시간이 필요했던 기존제품의 500ml 용량을 100ml로 줄여 30분안에 투여가능 하도록 만든 제품이다. 영양수액제는 의료보험 비급여 품목으로 약가가 높고 기능성 영양공급이라는 매력 때문에 꾸준히 매출이 늘어 2011년 대비 46% 늘어난 2012년 420억의 매출을 기대하고 있다.

장기적으로는 수액제 수출도 준비하고 있다. 현재 중국 항주민생그룹에 US$100m 수출계약이 체결되었고 관련 임상이 중국에서 진행되고 있다. 임상이 완료되면 2014년부터 본격적으로 수출 할 예정이다. 독일 베를린케미와는 €18m 수출 계약을 맺고 2013년부터 수출을 계획하고 있다.

Exhibit 34. JW 중외생명과학의 수액 생산설비

Exhibit 35. JW 중외제약의 수액제품

국내 유일에 카파페넴계 원료 및 완제품 생산 가능

동사는 카바페넴계 항생제의 일종인 이미페넴을 생산하고 있다. 이미페넴은 미국 Merck사의 Primaxin이 오리지날 제품이고 물질특허는 1999년 3월에 이미 만료가 되었다. 하지만, 원재료의 화학합성이 까다롭고 합성공정이 여러 특허로 보호되어 있어 세계적인 복제약사들도 출시를 하지 못했던 약이다. 동사는 2004년에 합성에 성공 세계최초로 이미페넴 복제약을 출시(first generic) 했으며 합성공정에 관한 원천특허도 보유하고 있다.

원료의약품 (API, active pharmaceutical ingredient) 또는 완제품이 미국시장에 수출되기 위해서는 FDA의 DMF (drug master file)에 등록과 생산공장 실사 (audit)를 통과해야 한다. 원료생산과정에 사용되는 각종 원재료와 생산공정에 철처한 심사를 통과해야 DMF 등록이 허용되고 있다. 주사용 항생제인 이미페넴은 무균용 제품으로 만들어진다. 따라서 무균용 재료를 가지고 무균시설에서 제품생산을 해야 한다. 동사는 시화와 당진공장의 무균시설에서 원료의약품과 완제품을 각각 생산해 내고 있다. 동사는 무균용 이미페넴 생산에 관해서 DMF 등록을 신청해 놓았고 2012년 상반기 안에 등록이 완료될 예정이다. 무균 생산시설에 대한 FDA 실사는 납품처인 Sandoz와의 협력 하에 진행 중이다. 예상보다 늦어지고는 있지만 글로벌 업체와 같이 진행 시키고 있으므로 통과에는 무리가 없을 것으로 보인다.

DMF 등록과 실사가 완료되면 이미페넴과 다른 카바페넴계 항생제인 메로페넴의 수출이 본격화 될 예정이다.

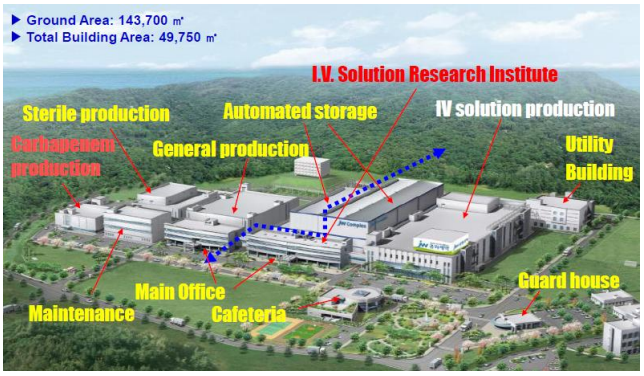
선진 해외시장 규격에 적합한 생산시설 확보

해외선진 시장 진출에 필요한 생산 시출 확보

동사는 948억의 자금을 투입 당진에 추가적으로 생산설비를 완공하였다 (Exhibit 36). 기존의 화성 공장 주변으로는 아파트 등 주거시설이 들어서면서 더 이상의 생산시설확대가 어려워졌다. 당진은 기존 JW 생명과학의 수액공장이 있어 JW 중외계열사의 생산시설 통합이라는 시너지도 기대 할 수 있었다. 또한, 해외선진시장 진출을 위해서는 선진국 규격에 맞는 cGMP (current Good Manufacturing Practice) 생산설비가 필요했다. 특히 2006년 Snadoz 와 이미페넴의 미국, 유럽시장 공급계약체결 후 생산설비의 선진화가 한층 더 요구가 되었다. 계약 초기에는 비교적 해외 규제기관의 실사 통과가 용이한 비무균 원료만을 수출할 계획이었으나 동사의 최종목표가 무균 완제품을 수출하는 것이므로 완제의약품 생산설비를 구축하게 되었다 (Exhibit 37). 현재 공장은 2011년 4월에 완공이 되어 가동 중이고 2012년에 유럽 EMA (EU Medical Agency)의 공장실사를 시작으로 일본 MOHW (Ministry of Health and Welfare)과 미국 FDA (Food and Drug Administration) 의 실사를 받을 예정으로 있다.

확장된 당진공장은 완제품 공장으로 시화에 있는 2공장은 이미페넴등의 원료의약품 생산시설로 쓰여지고 있다. 시화공장도 해외 식약청의 실사가 예정되어있다. 실사가 완료되면 해외 업체로부터의 위탁생산도 가능하다.

Exhibit 36. 당진공장 전경



Source: Company data, 파란점선 왼쪽부분이 증축된 설비

Exhibit 37. 당진공장 무균 이미페넴 완제품 생산시설

Source: Company data

혁신형 제약사 선정기대

정부의 혁신형 제약사 선정기대

2012년 정부의 제약산업 구조조정은 당근과 채찍을 동시에 쓰는 방향으로 진행될 예정이다. 2012년 4월에 이미 특허가 만료된 오리지날약과 복제약의 일괄약가인하라는 채찍과 동시에 국내 신약연구 활성화를 위해 혁신형 제약기업 선정이 있을 예정이다. 국내 218개의 완제 의약품 제조사 중(비상장사 포함) 50개의 제약사를 1차로 선정한 후 그 중 12곳을 중점 육성한다는 방침이다. 현재 발표된 선정기준은 아래와 같다 (Exhibit 38).

선정된 기업에 대한 주요 지원책은 신약으로 출시하는 약값의 가산 등의 약가우대, 여신 및 세제 지원확대, 연구개발비 지원 등이 있을 예정이다. 동사는 2011년 4,320억원의 매출에 약 6% 대의 연구개발비용을 지출했으며 또한 당진과 시화공장 모두 미국, 유럽기준에 맞는 GMP 시설을 확보해 놓은 상태다. 따라서 정부의 혁신형 제약기업으로 선정 되는데 별 무리 없을 것으로 예상된다. 이는 동사가 지속적으로 신약개발을 위한 연구개발과 선진시장 진출을 대비해 생산설비를 향상시킨 결과라 하겠다.

Exhibit 38. 보건복지부 발표 혁신형제약 기업 선정기준(2012 년 1 월 6 일)

선정기준		연구개발비 규모 (연간 매출액대비)
매출액 기준	1,000 억원 이상	5% 이상
	1,000 억원 미만	7% 이상 또는 총연구비 50 억원 이상
미국 FDA 또는 유럽 EMA 기준에 맞는 생산시설 (cGMP) 보유사		3% 이상

Source: 보건복지부, Leading Research Center

실적전망

부채상환과 매출증가로 영업이익 순이익 증가 기대

JW 중외제약은 IFRS 연결 기준으로 2012년 조정영업이익이 2011년 대비 217.5 % 증가하고 EPS 마이너스에서 3,819원으로 증가할 것으로 추정된다. 2013년에는 전년대비 조정영업이익이 33.8% 증가할 것으로 예상되고 EPS 는 30.6% 증가할 것으로 예상된다.

OPM 은 2011년 4.2%에서 2012년 12.4%로 증가하고 2013에는 14.8%를 유지할 것으로 전망된다. 년부터 2013년까지 평균 6.8%를 기록할 것으로 예상된다. OPM 향상 이유는 2012년 약가인하로 인한 판관비의 지속적인 감소와 향상된 생산설비로 인한 매출원가의 감소에 기인한다.

2012년 부채상환으로 2011년 248억원 이었던 이자비용이 2012년 174억원으로 줄고 2013년에는 96억으로 감소할 것으로 예상된다. 2013년에는 지속적인 매출신장과 이자비용감소로 영업이익률과 순이익률이 각각 14.8% 와 9.7%를 나타낼 예상이다.

Exhibit 39. 분기별 실적과 1Q12 전망

(Wbn,%)	1Q11	4Q11	1Q12E	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2012F	1Q12 QoQ(%)
매출	108.0	108.5	113.8	117.9	114.9	115.9	462.5	4.9
조정영업이익	7.0	(3.4)	14.8	16.9	12.4	13.4	57.5	n/a
세전이익	1.8	(9.8)	12.3	14.7	11.0	12.8	50.8	n/a
순이익	1.4	(7.7)	9.4	11.4	7.9	9.8	20.8	n/a
영업이익률(%)	6.5	(3.1)	13.0	14.3	10.8	8.4	11.6	n/a
순이익률(%)	1.3	(7.1)	8.3	9.7	6.9	8.4	8.3	n/a

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 40. 연도별 실적 전망

(Wbn,%)	2010	2011E	2012F	2013F	2011E yoy(%)	2012F yoy(%)	2013F yoy(%)
매출	443.3	432.0	462.5	519.9	n/a	7.1	12.4
매출총이익	161.5	148.5	183.4	216.9	n/a	23.5	18.3
조정영업이익	29.2	18.1	57.4	76.8	n/a	217.5	33.8
세전이익	8.9	(11.3)	50.8	66.2	n/a	n/a	30.4
당기순이익	5.6	(9.6)	38.5	50.3	n/a	n/a	30.6
EPS	583	(956)	3,819	4,988	n/a	n/a	30.6
영업이익률 (%)	6.6	4.2	12.4	14.8			
순이익률 (%)	1.3	(2.2)	8.3	9.7			
EPS 증가율 (%)	n/a	n/a	n/a	30.6			

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교

국내 : 대웅제약, 유한양행, LG 생명과학
해외 : Watson Pharmaceuticals, Dr. Reddy's Lab

성공적인 차입금 상환 시 국내 Peer 대비 저평가 되어있음

국내 제약업체 중 JW 중외제약과 연간매출액 규모가 비슷한 회사로는 대웅제약 (069620 KS), 유한양행 (000100 KS), LG 생명과학 (068870 KS)을 꼽을 수 있다. 세 기업을 비교시 유한양행과 LG 생명과학보다 동사의 OPM 과 ROE 가 높은 것을 볼 수 있다. 또한 동사의 2012 년 예상 PER 가 낮아 저평가 되어 있다는 것을 알 수 있다.

동사는 복제약 보다는 점진적으로 신약을 중심으로 하는 제약사로 탈바꿈해나가고 있다. 동사는 해외 혁신형 제약사 (innovator)와 복제약사 (generic firm)의 중간단계에 있다고 판단된다. 해외에 동사와 유사한 제품구성을 가진 회사로는 미국의 Watson Pharmaceuticals (WPI, NYSE)와 인도의 DR. Reddy's Lab (DRREDY, NSE) 가 있다. 해외 Peer 사는 OPM 이 20% 수준으로 동사보다 높다. 하지만 이들은 전세계시장을 무대로 영업을 하는 글로벌 업체라는 점을 감안하면 OPM 의 차이는 설명 될 수 있다고 판단한다. 하지만 동사의 2012 년 예상 PER 는 해외 업체들 보다 저평가 되어 있다는 것을 알 수 있다.

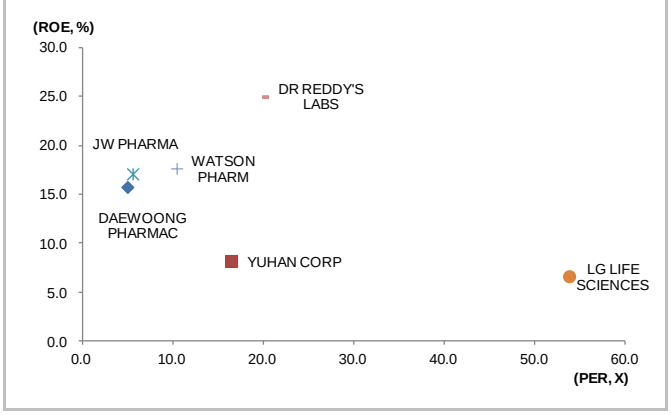
Exhibit 41. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
JW 중외제약	001060 KS	한국	137.8	437.6	455.1	432.0	462.5	8.2	6.6	4.2	12.4
대웅제약	069620 KS	한국	282.5	461.7	503.4	639.2	665.0	7.9	12.3	12.3	12.2
유한양행	000100 KS	한국	1,356.1	561.8	603.2	595.9	628.3	12.0	11.2	9.6	7.0
LG 생명과학	068870 KS	한국	547.8	295.1	344.7	332.8	356.6	3.3	2.8	4.9	3.9
WATSON PHARM	WPI US	미국	7,362.5	2,793.0	3,566.9	4,577.8	5,379.2	13.8	9.4	20.1	20.4
DR REDDY'S LABS	DRRD IN	인도	5,585.2	1,481.4	1,627.0	1,683.2	1,904.8	14.7	15.1	17.1	21.0

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
JW 중외제약	12.6	25.3	(15.4)	3.9	2.9	3.7	5.5	2.2	0.7	0.7	0.8	0.7	6.0	3.0	(5.3)	19.7
대웅제약	15.2	15.2	5.2	4.9	10.0	10.0	3.0	2.7	1.8	1.8	0.8	0.8	12.5	12.5	19.9	15.8
유한양행	15.0	15.0	15.2	16.4	15.1	15.1	13.5	15.9	1.7	1.7	1.3	1.2	12.2	12.2	9.8	8.2
LG 생명과학	52.4	52.4	47.9	53.8	32.5	32.5	17.2	18.8	3.5	3.5	2.6	2.3	n/a	n/a	4.4	6.6
WATSON PHARM	16.0	14.3	12.2	10.4	10.7	11.7	7.8	6.1	1.6	2.0	2.0	1.8	14.3	14.3	17.3	17.7
DR REDDY'S LABS	61.2	27.8	25.7	19.8	15.0	19.1	18.6	13.1	5.7	6.9	5.5	4.9	25.6	25.6	27.5	25.0

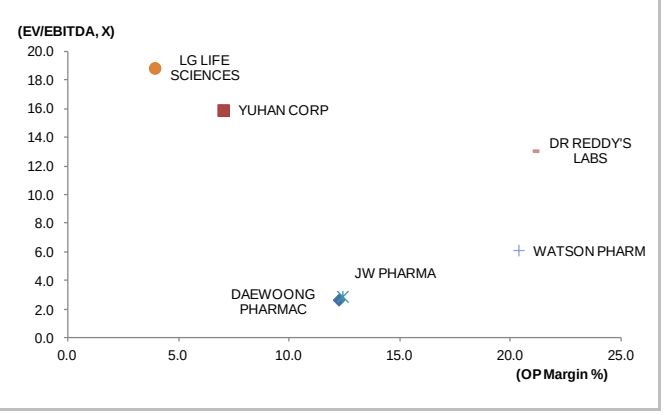
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (as of February 8, 2012)

Exhibit 42. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 43. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 9-2: Valuation – 목표주가 26,400 원

2002년부터 꾸준히 시장 PER 대비 Premium 받아온 JW 중외제약

JW 중외제약은 2004 년 이후 꾸준하게 연중최고 시장 PER 대비 Premium 을 받아왔다. 2011 은 적자를 기록하며 PER 비교를 할 수 없다. 그러나 현재 2012 년 Consensus 시장 PER 보다 55.6%의 Discount 된 Valuation 에 거래되고 있으며 2013 년에는 64.6% Discount 에 거래되고 있다.

신약에 대한 기대와 향상되는 수익성 그리고 감소하는 부채 등으로 시장대비 Premium 을 받을 수 있는 호재 만발

그러나 이러한 Discount 는 과도하다고 판단되는데 그 이유는:

- 정부의 약가 인하에도 불구하고 매출이 증가하는 우수한 영업과 상품구조
- 이르면 2014 년부터 시판을 예상하는 암 치료제
- 다수의 신약개발이 진행되고 있는 신약개발 Pipeline
- 정부의 제약사 리베이트 금지조치의 일환으로 2012 년부터 매출채권 회수일이 줄게 되며 운전자금이 846 억원 감소하며 FCF 증가
- 2011 년 96 억의 적자에서 2012 년 385 억의 흑자로 돌아서는 Turnaround
- 공장부지 매각으로 2012 년 내 약 950 억원의 현금 유입 예정
- 총 1,234 억의 FCF 와 950 억의 부지 매각대금으로 약 1,900 억원의 차입금 상환 하며 순차입금 비율이 2011 년 191.0% 에서 2012 년에는 70.4% 로 감소하며 JW 중외제약의 가장 큰 취약점이었던 높은 차입금 문제 해결

신약개발과 토지 매각은 지연 가능한 이슈로 이에 대하여 30% Discount 적용하여 적정가 26,400원 산정

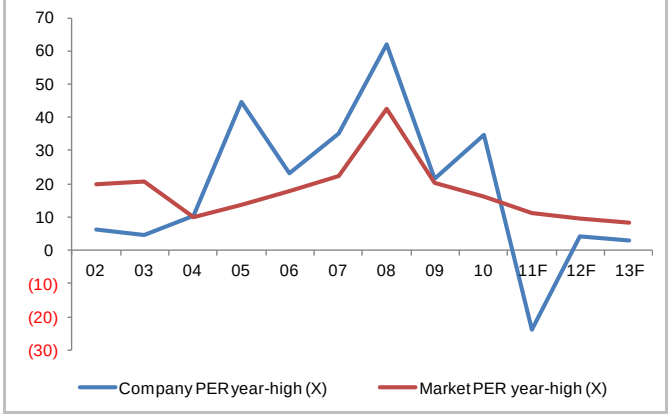
그러나 신약개발과 토지매각은 지연가능성 있는 이슈이다. 따라서 2012 년 year-high 9.8x 의 시장 Consensus PER 에 지연 가능성에 대한 Discount 율 30%를 부여하여 JW 중외제약의 적정 PER 을 6.9x 로 산정한다. 2012 년 예상 EPS 3,819 원에 적정 PER 6.9x 를 적용하여 26,400 원을 적정주가로 산정하며 이는 현재 주가에서 80.8%의 상승여력이 있는 적정 주가이다.

Exhibit 44. JW 중외제약 Valuation VS. Market Valuation

(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
JW 중외제약 year-high PER (X)	6.1	4.6	10.3	44.8	23.3	35.0	62.0	21.7	34.7	(23.7)	4.3	2.9
Market year-high PER (X)	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	9.8	8.3
Premium/(Discount) to market (%)	(69.3)	(77.9)	3.7	222.7	30.3	56.8	46.2	6.6	116.9	NA	(55.6)	(64.6)
JW 중외제약 year-high EV/EBITDA (X)	3.4	3.6	5.7	8.4	4.4	5.7	8.1	5.0	5.1	8.4	2.5	1.7
Market year-low EV/EBITDA (X)	8.7	7.9	7.1	9.8	11.3	14.2	12.3	11.3	10.3	10.6	8.8	7.9
Premium/(Discount) to market (%)	(60.2)	(56.8)	(49.6)	(42.2)	(25.6)	(69.2)	(53.7)	(27.8)	(51.4)	(51.8)	(5.3)	(72.1)

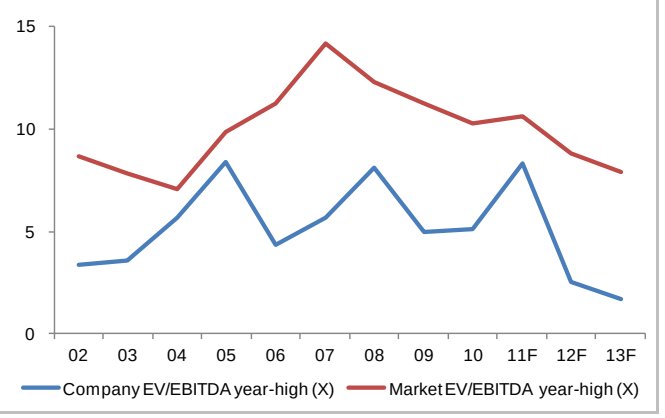
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 45. JW 중외제약 yr-hi PER vs. Market yr-hi PER



Source:Fnguide, Leading Research Center

Exhibit 46. 중외 yr-hi EV/EVITDA vs. 시장 yr-hi EV/EBITDA



Source: Fnguide, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**298.4**	**353.9**	**374.5**	**394.2**	**401.6**	**439.4**	**385.0**	**437.6**	**455.1**	**443.3**	**432.0**	**462.5**	**519.9**
매출액 증가율 (%)	8.1	18.6	5.8	5.3	1.9	9.4	(12.4)	13.7	4.0	(2.6)	(2.5)	7.1	12.4
매출원가	173.4	203.0	211.2	224.6	225.7	236.1	202.1	246.9	269.1	281.8	283.5	279.0	303.0
매출총이익	**125.0**	**150.9**	**163.3**	**169.6**	**175.9**	**203.3**	**183.0**	**190.7**	**186.1**	**161.5**	**148.5**	**183.4**	**216.9**
매출총이익율 (%)	41.9	42.6	43.6	43.0	43.8	46.3	47.5	43.6	40.9	36.4	34.4	39.7	41.7
판매관리비	**84.1**	**104.0**	**116.9**	**125.2**	**134.6**	**151.3**	**141.7**	**154.0**	**148.9**	**132.3**	**130.5**	**126.0**	**140.1**
조정영업이익	**40.9**	**46.9**	**46.3**	**44.4**	**41.3**	**51.9**	**41.3**	**36.7**	**37.2**	**29.2**	**18.1**	**57.4**	**76.8**
조정영업이익률 (%)	**13.7**	**13.3**	**12.4**	**11.3**	**10.3**	**11.8**	**10.7**	**8.4**	**8.2**	**6.6**	**4.2**	**12.4**	**14.8**
순 기타수익	(2.8)	(3.3)	(1.8)	4.1	0.2	(1.6)	(3.1)	(4.5)	1.8	(0.5)	(3.3)	13.7	0.9
발표영업이익	**40.9**	**46.9**	**46.3**	**44.4**	**41.3**	**51.9**	**41.3**	**36.7**	**37.2**	**29.2**	**14.8**	**71.1**	**77.7**
순 지분법 이익	0.2	0.3	(0.1)	(0.6)	0.4	0.1	(4.1)	(0.3)	(0.7)	0.5	0.0	2.9	3.1
금융수익	6.8	4.6	3.6	3.4	2.2	2.4	1.3	5.8	1.3	5.8	0.8	2.1	2.5
금융비용	27.8	25.9	24.5	26.8	26.5	26.2	14.0	18.3	23.2	26.1	26.9	25.4	17.1
법인세비용 차감전 순이익	17.3	22.6	23.6	24.5	17.7	26.6	21.4	19.3	16.3	8.9	(11.3)	50.8	66.2
법인세 비용	8.5	11.1	11.7	12.9	11.7	14.8	12.7	12.9	5.4	3.3	(1.7)	12.2	15.9
법인세율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.3	0.4	0.0	0.2	0.2
당기순이익	**8.8**	**11.6**	**11.9**	**11.6**	**6.0**	**11.8**	**8.8**	**6.4**	**10.9**	**5.6**	**(9.6)**	**38.5**	**50.3**
지배주주	10.3	11.0	10.8	10.2	9.2	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비지배주주	(1.5)	0.6	1.1	1.4	(3.2)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	8.8	11.6	11.9	11.6	6.0	11.8	8.8	6.4	10.9	5.6	(9.6)	38.5	50.3

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동자산	**270.2**	**241.0**	**257.7**	**236.0**	**195.4**	**212.4**	**198.4**	**227.1**	**256.9**	**257.0**	**380.7**	**302.8**	**303.8**
현금및 현금성 자산	55.6	29.3	11.7	26.5	20.3	19.3	14.9	14.1	11.4	8.6	2.0	5.7	5.8
단기금융자산	25.7	23.2	48.8	26.6	25.6	19.9	3.4	4.5	8.7	1.1	0.2	2.5	1.5
매출채권	126.5	119.9	134.8	112.9	96.2	102.3	124.5	131.4	137.1	155.3	288.6	209.5	204.8
재고자산	58.6	63.6	57.2	66.2	52.1	68.9	55.1	76.4	98.6	90.7	88.7	84.0	90.0
기타유동자산	3.8	5.0	5.2	3.8	1.2	2.0	0.5	0.8	1.1	1.2	1.2	1.1	1.7
비유동자산	**115.1**	**144.6**	**154.3**	**221.2**	**282.6**	**303.5**	**105.9**	**192.6**	**241.3**	**274.7**	**270.9**	**196.4**	204.7
유형자산	88.5	89.7	90.3	112.9	195.8	224.7	65.2	154.7	206.5	229.2	231.4	152.4	154.4
장기금융자산	10.6	35.9	30.3	78.8	56.1	44.3	11.4	7.3	3.4	3.7	2.7	2.7	3.2
관계기업투자	0.0	0.0	11.9	2.4	3.7	2.8	2.0	1.9	1.1	1.7	2.7	5.6	8.7
공동지배기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	16.0	18.9	21.8	27.2	27.0	31.6	27.4	28.8	30.3	40.1	34.1	35.7	38.5
자산총계	**385.3**	**385.6**	**412.0**	**457.2**	**478.0**	**515.8**	**304.3**	**419.8**	**498.2**	**531.6**	**651.6**	**499.2**	**508.6**
유동부채	**198.5**	**192.9**	**214.5**	**228.4**	**217.4**	**178.4**	**107.8**	**187.1**	**144.6**	**141.4**	**176.0**	**122.2**	**121.6**
매입채무	31.8	39.7	36.7	37.7	32.2	33.8	24.9	35.4	29.5	30.7	35.7	36.6	40.9
단기금융부채	139.8	123.3	149.8	159.1	115.4	105.5	49.9	109.1	77.8	85.4	88.3	39.4	32.1
기타유동부채	26.9	29.8	28.0	31.6	69.8	39.0	33.0	42.6	37.3	25.4	52.0	46.3	48.6
비유동부채	**97.9**	**92.0**	**84.9**	**111.6**	**141.2**	**165.0**	**69.7**	**56.5**	**165.7**	**201.6**	**298.0**	**163.8**	**126.6**
장기매입&기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	83.2	72.9	64.0	90.6	124.1	139.5	55.0	40.2	143.6	179.4	251.1	110.8	87.3
기타비유동부채	14.7	19.1	20.9	21.1	17.1	25.5	14.5	15.7	21.5	22.3	46.9	53.0	39.3
부채총계	**296.4**	**284.9**	**299.4**	**340.0**	**358.5**	**343.4**	**177.5**	**243.5**	**310.3**	**343.1**	**473.9**	**286.0**	**248.1**
자본금	31.1	31.9	33.4	33.4	33.4	34.2	22.4	23.0	23.8	24.5	25.5	25.5	25.5
자본잉여금	92.5	89.2	89.0	89.0	76.4	109.6	60.0	59.3	59.4	58.6	59.6	59.6	59.6
기타포괄손익	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(5.1)	3.6	49.3	52.1	50.0	50.0	50.0	50.0
기타자본구성요소	(6.6)	(5.9)	(7.2)	(10.5)	(10.6)	(10.9)	(42.1)	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	(27.7)	(14.1)	(2.2)	5.1	20.4	31.9	82.9	44.6	52.7	55.5	42.8	78.3	125.6
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**88.9**	**100.7**	**112.6**	**117.2**	**119.4**	**172.5**	**126.8**	**176.2**	**188.0**	**188.6**	**177.7**	**213.2**	**260.5**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**8.8**	**11.6**	**11.9**	**11.6**	**6.0**	**11.8**	**8.8**	**6.4**	**10.9**	**5.6**	**(9.6)**	**38.5**	**50.3**
비현금성 비용/수익 가감	**37.1**	**36.1**	**36.9**	**34.1**	**37.8**	**43.4**	**35.9**	**33.5**	**31.9**	**27.7**	**(1.1)**	**(2.3)**	**(3.6)**
감가상각비	14.2	12.9	10.9	11.4	14.4	16.6	8.9	9.1	7.2	7.6	7.5	7.6	7.6
충당부채전입금	5.2	6.9	6.9	8.3	10.7	12.3	9.4	8.2	5.8	6.3	5.9	6.2	6.5
순 외화평가차익	0.8	(0.0)	(0.4)	0.8	0.1	0.5	(0.1)	(3.5)	2.0	(0.3)	(1.8)	0.5	0.5
순 지분법투자이익	0.2	0.3	(0.1)	(0.6)	0.4	0.1	(4.1)	(0.3)	(0.7)	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	13.3	15.8	11.5	8.7	10.5	9.7	9.0	17.1	12.6	18.3	17.6	19.2
영업자산과 부채의 가산	**(2.4)**	**(18.3)**	**(30.6)**	**(29.3)**	**23.3**	**(50.1)**	**(29.8)**	**(41.3)**	**(54.0)**	**(44.9)**	**(116.9)**	**96.7**	**17.3**
운전자금의 증가 (감소)	(3.4)	(9.5)	11.6	(14.1)	(25.2)	21.3	17.3	17.6	33.9	9.1	126.2	(84.6)	(3.0)
기타	5.8	27.8	19.0	43.4	1.9	28.8	12.5	23.6	20.0	35.8	9.3	12.1	14.3
영업활동현금흐름	**43.5**	**29.3**	**18.2**	**16.4**	**67.1**	**5.1**	**14.8**	**(1.3)**	**(11.1)**	**(11.7)**	**(127.7)**	**133.0**	**64.0**
설비투자	16.6	12.6	11.5	27.5	97.8	45.3	12.4	33.4	62.6	30.3	9.7	9.6	9.6
잉여현금흐름	**26.9**	**16.7**	**6.6**	**(11.1)**	**(30.7)**	**(40.2)**	**2.4**	**(34.8)**	**(73.7)**	**(42.0)**	**(137.4)**	**123.4**	**54.4**
배당금	1.5	2.8	2.3	3.9	4.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	(18.3)	(26.7)	17.5	35.8	(10.2)	5.5	(140.1)	44.4	72.1	43.3	74.6	(189.2)	(30.8)
기타	16.0	9.0	6.4	6.3	(19.1)	(20.6)	(151.0)	8.0	3.8	2.4	(57.5)	20.1	22.2
순현금흐름	**(4.2)**	**(26.3)**	**(17.6)**	**14.9**	**(6.2)**	**(1.1)**	**(4.3)**	**(0.8)**	**(2.7)**	**(2.8)**	**(6.7)**	**3.7**	**0.1**
기초현금	59.9	55.6	29.3	11.7	26.5	20.3	19.3	14.9	14.1	11.4	8.6	2.0	5.7
기말현금	55.6	29.3	11.7	26.5	20.3	19.3	14.9	14.1	11.4	8.6	2.0	5.7	5.8

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	136.1	125.0	120.2	103.3	89.9	119.1	184.0	121.4	177.7	181.7	216.3	247.8	250.0
당좌비율 (%)	20.6	12.2	4.5	11.3	10.4	9.1	7.5	6.2	4.4	3.4	0.5	1.9	1.9
재고보유기간 (일)	128.6	108.6	106.6	96.1	97.9	95.9	118.7	129.3	128.4	116.2	111.2	113.8	54.2
매출채권 회수기간 (일)	150.7	131.3	120.7	96.8	90.2	94.2	121.3	112.0	117.3	182.7	210.4	163.5	71.9
매입채무 지급기간 (일)	74.1	62.7	68.1	58.1	60.3	47.6	57.0	41.1	40.6	40.1	43.1	48.1	45.8
차입금 (십억원)	223.0	196.3	213.8	249.7	239.5	245.0	104.9	149.3	221.4	264.7	339.3	150.1	119.3
현금과 현금등가물	81.4	52.5	60.5	53.1	45.9	39.1	18.3	18.6	20.1	9.8	2.2	8.2	7.3
순차입금 (십억원)	141.7	143.8	153.3	196.6	193.6	205.9	86.6	130.7	201.3	254.9	337.1	141.9	112.0
순차입금/자기자본 (%)	159.3	142.7	136.2	167.8	162.1	119.4	68.3	74.1	107.1	135.2	189.8	66.6	43.0
부채비율 (%)	333.3	282.8	265.9	290.2	300.2	199.1	140.0	138.2	165.1	181.9	266.8	134.2	95.3
이자보상배율 (배)	1.5	2.1	2.4	2.3	2.2	2.6	5.9	4.1	2.8	1.7	0.7	3.3	8.0

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	3.9	3.7	4.1	5.0	4.8	1.4	1.2	2.7	2.9	3.7	5.4	2.2	1.7
EPS (원)	1,447	1,847	2,009	2,063	1,063	2,032	1,996	712	1,170	583	(956)	3,819	4,988
EPS 변동률 (%)	N/A	27.6	8.8	2.7	(48.5)	91.1	(1.8)	(64.4)	64.4	(50.2)	N/A	N/A	30.6
PER (배)	10.1	7.9	7.3	7.1	13.7	7.2	7.3	20.5	12.5	25.0	(15.3)	3.8	2.9
BVPS (원)	29,156	16,293	17,579	17,896	18,245	26,010	22,836	26,248	20,460	19,911	18,036	21,129	25,817
P/BVPS (배)	0.5	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
주당배당금 (원)	500	400	650	700	500	500	600	300	300	300	300	300	300
배당수익률 (%)	3.4	2.7	4.5	4.8	3.4	3.4	4.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
ROE (%)	10.1	12.2	11.2	10.1	5.1	8.1	5.9	4.2	6.0	3.0	(5.3)	19.7	21.2
ROA (%)	2.3	3.0	3.0	2.7	1.3	2.4	2.1	1.8	2.4	1.1	(1.6)	6.7	10.0
매출총이익률 (%)	41.9	42.6	43.6	43.0	43.8	46.3	47.5	43.6	40.9	36.4	34.4	39.7	41.7
영업이익률 (%)	13.7	13.3	12.4	11.3	10.3	11.8	10.7	8.4	8.2	6.6	4.2	12.4	14.8
순이익률 (%)	3.0	3.3	3.2	2.9	1.5	2.7	2.3	1.5	2.4	1.3	(2.2)	8.3	9.7
EBITDA 이익률 (%)	19.6	17.8	16.0	15.0	15.0	16.7	14.0	11.2	10.5	8.6	6.4	14.5	16.6
ROIC (%)	9.0	10.1	9.2	7.3	4.5	6.7	5.7	4.7	7.1	4.4	3.8	10.0	16.0
WACC (%)	6.1	5.7	5.0	4.7	5.3	6.2	5.3	6.8	5.8	6.2	6.6	6.7	8.2
ROIC less WACC (%)	2.9	4.4	4.2	2.6	(0.8)	0.5	0.4	(2.1)	1.3	(1.8)	(2.8)	3.3	7.8

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

JW 중외제약 (001060 KS)	
일자	2012-2-13
투자의견	BUY
목표주가	26,400

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved