



### 이제는 실적까지 더해졌다.

동사의 2023E EPS 2,920원에 Target PER 12.18x를 적용한 35,600원을 현재시점 목표주가로 제시한다. 과거 동사의 주가는 실적보다는 파이프라인 기대감, 바이오 섹터 투심에 의해 좌우되었다. 이익과 손실 사이에서 갈팡질팡했던 지난 10년을 뒤로 하고, 비교할 수 없는 이익증대가 목전에 있다. 높은 마진의 리바로젯 매출 증대는 Top-line 뿐만 아니라 GPM의 개선을 야기해 Bottom-line의 상승을 이끌 것이고, 보험등재로 가격경쟁력을 확보한 헴리브라는 새로운 성장 동력이 될 것이다. 파이프라인 모멘텀에, 실적까지 더해진 지금. 동사를 그냥 지나칠 수 없다.

### 투자포인트 1. 고지혈증 해결사 리바로젯

많은 사람들이 고지혈증을 앓고 있으며, 이는 다양한 합병증을 유발하는 심각한 질환이다. 동사의 대표 라인업 리바로 패밀리는 타 치료제 대비 당뇨병 발병 위험을 낮춘다는 장점을 인정받아 고지혈증 치료제 시장에서 점유율을 늘려가고 있다. 특히, 복합제 시장의 성장 속에서, 장점과 장점을 더한 동사의 리바로젯은 시장에 빠르게 침투하여 동사의 Top-line, Bottom-line 성장을 견인하고 있다. 리바로젯과 함께 열어갈 동사의 밝은 미래에 주목할 때이다.

### 투자포인트 2. 헴리브라, 출격 준비완료

일상을 누리려면 매주 2~3번씩 병원에 가서 정맥주사를 맞아야 했던 혈우병 환자들. 이들에게 진정한 일상을 돌려줄 치료제, 헴리브라가 2017년에 출시되었다. 동사는 발 빠르게 국내 판권을 확보하여 식약처의 허가까지 받았으나, 전체 환자의 극히 일부에 불과한 항체 환자에게만 건강보험이 적용되면서 아쉬움을 삼켜야 했다. 그러나 '23년 5월 1일부로 비항체 환자에 대해서도 건강보험이 적용되며, 완전히 새로운 국면에 접어들었다. 혈우병 환자들에게는 일상을, 동사에게는 성장을 선물할 헴리브라에 주목해보자.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
매출액	537,182	511,335	547,336	606,585	684,351	173,383	775,485	837,564
YoY(%)	6.81%	-4.81%	7.04%	10.83%	12.82%		13.32%	8.01%
리바로	53,793	67,453	70,798	78,944	114,624	34,043	166,481	188,171
헴리브라	-	-	1,000	4,400	6,200	1,600	28,377	48,116
일반수액	89,172	90,060	80,343	80,565	85,674	20,734	90,060	90,060
영양수액	90,399	96,671	102,697	111,185	131,373	30,994	139,255	147,611
기타	303,818	256,418	287,797	326,721	339,016	84,000	351,311	363,606
매출원가	340,142	350,216	369,810	372,209	396,397	97,633	413,700	431,051
매출총이익	197,040	161,119	177,526	234,376	287,955	75,750	361,785	406,513
GPM(%)	36.68%	31.51%	32.43%	38.64%	42.08%	43.69%	46.65%	48.54%
판매비와관리비	175,456	180,133	178,849	203,176	224,994	55,426	264,935	296,123
영업이익	21,584	(19,014)	(1,323)	31,200	62,961	20,324	96,850	110,390
OPM(%)	4.02%	-3.72%	-0.24%	5.14%	9.20%	11.72%	12.49%	13.18%
영업외손익	(11,153)	(14,697)	(10,718)	(9,519)	(16,250)	597	(5,045)	(9,526)
관계기업관련손익	(197)	(624)	(1,164)	(1,149)	(1,349)	(169)	(678)	(678)
법인세비용차감전순이익	10,234	(34,335)	(13,205)	20,533	45,362	20,752	91,127	100,187
법인세비용(수익)	(2,177)	9,060	2,070	21,974	15,509	5,346	20,588	22,681
당기순이익	8,057	(25,275)	(15,275)	(1,441)	29,853	15,406	70,539	77,505
NPM(%)	1.50%	-4.94%	-2.79%	-0.24%	4.36%	8.89%	9.10%	9.25%
지배자분순이익	8,057	(25,275)	(15,241)	(968)	31,892	15,526	70,539	77,505
비지배자분순이익	-	0	(34)	(474)	(2,039)	(121)	-	-

### Rating

**Buy**

목표주가: 35,600 원

현재주가: 24,600 원

상승여력: 45%

### 12M 추가추이

시가총액 5,617 억원



### Balance sheet data

순자산(1Q23) 2,337 억원

PBR(1Q23) 2.26x

ROE(1Q23) 16.19 %

### Earning data

추정 EPS('23) 2,920 원

Implied PER('23F) 7.96x

Consensus EPS('23) 2,334 원

Consensus PER('23F) 10.5x

### 주요 주주

JW홀딩스 외 7인 42.89%

자사주 1.22%

### SMIC 2 팀

팀장 46 기 김민철

팀원 46 기 정승혁

47 기 강연중

47 기 강지웅

47 기 문준서

# CONTENTS

---

0. Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석	07
3. 투자포인트 1: 고지혈증 해결사 리바로젯	11
4. 투자포인트 2: 험리브라, 출격 준비완료	15
5. +α 동사의 미래에 대하여	19
6. Issue & Risk	21
7. 매출추정	22
8. Valuation	25
Appendix	31

## Intro

*바이오 투자에 있어 우리가 가지는 시각은 무엇인가?  
하이 리스크 & 하이 리턴, 높은 벨류에이션을 설명하는 기대감*

바로 본 보고서에서 소개할 JW중외제약의 과거이다. 이익 체력이 좋지 못했던 동사는 파이프라인 기대감과 바이오섹터 투심에 의해 주가가 요동쳤다.

그러나 동사는 체질개선에 성공하여 이익 체력이 level up 되었다. 수액제 부문의 안정적인 매출과 고마진 제품 리바로 패밀리 폭발적인 성장. '22년 흑자 전환에 더해 2개 분기 연속 최대 실적을 갱신 중이다.

앞으로의 전망은 더 밝다. 지속적인 리바로 패밀리의 우상향 모멘텀, 다가올 햄리브라의 폭발적인 성장은 동사 이익체력에 힘을 불어넣어 줄 것이다. 이러한 체질개선을 알아차린 시장은 실적을 주가에 반영하고 있으며, 실제로 동사의 주가는 바이오 섹터를 Outperform하기 시작했다.

더불어 동사는 제약기업이라면 반드시 갖추어야 할 강력한 파이프라인 기대감마저 소유하고 있다. 과감한 연구개발비 지출, 남달랐던 R&D 방향성. 제약사의 핵심역량을 침착하게 준비해 온 동사는 글로벌 대형 제약사들조차 성과를 내고 있지 못하는 종류의 신약 개발 분야를 선도하고 있다.

위의 변화들은 주가를 견인할 것이 확실하다. 실적 없이 기대감과 수급으로만 움직이던 동사의 주가는 탄탄한 실적이 하방을 받쳐줄 것이며, 강력한 신약 개발 파이프라인은 주가의 우상향 모멘텀으로 작용할 것이다.

견조한 하방, 강력한 상승 모멘텀. JW중외제약을 소개한다.

**Low risk, High return. JW중외제약**

# 1. 산업 분석

## 1.1. 의약품의 정의와 종류

### 3 가지 종류의 의약품

의약품이란 병을 치료하거나 일시적으로 통증을 줄여 주는데 쓰이는 물질이다. 시중에 판매되는 의약품은 크게 **3가지 종류**로 분류할 수 있다. **오리지널 약(신약), 제네릭 약, 개량신약**이다. 각각은 **개발 난이도, 비용, 수익성**이 모두 천차만별이기 때문에 정확한 구분이 필요하다.

### 오리지널, 비싸고 어렵다

오리지널(신약)은 **완벽히 신물질을 개발해내어** 만들어진 약이다. 오리지널을 개발하는 과정은 **최대 1조원의 비용과 10년 이상의 시간이 소요**되지만 그럼에도 성공을 장담할 수 없다. 전임상부터 최종 상용화까지 **평균 성공률은 7.9%**밖에 되지 않는다. 그러나 개발에 성공만 한다면 **특허권이 20년 동안 보장**되어 그동안의 투자에 대한 수익성을 보장해준다. 따라서 제약 회사의 주가는 **신약 개발 성공과 실패에 민감**하며, 비록 적자 기업일지라도 신약 개발 기대감에 따라 주가가 급등하는 경우가 있다.

### 제네릭, 싸지만 쉽다

제네릭은 특허가 만료된 오리지널 의약품의 공개된 기술을 이용해 만든 약으로 **오리지널 의약품과 주성분, 함량, 체형, 효능 효과가 동일**하다. 이미 만들어진 제품을 복제하는 것이기 때문에 개발기간과 개발비용 모두 적다. 그러나 모든 성분이 동일하다는 점에서 소비자에게 **무차별**하다. 이에, 제네릭 약품 시장 선점을 위해서는 **빠르게 임상을 통과**하여 점유율을 확보하는 것이 핵심이다.

### 개량신약, 변형된 의약품

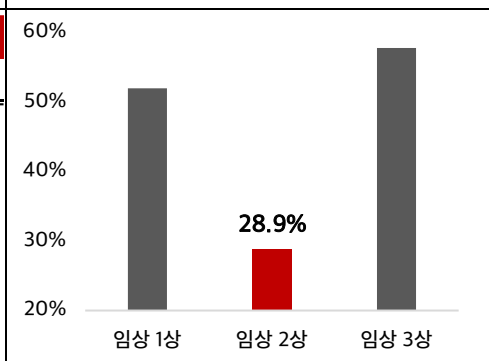
개량 신약은 효능 증대, 부작용 감소, 유용성 개량을 위해 **화학적 구조나 제제 등을 약간 변경**한 의약품을 지칭한다. 추가 변형을 가한다는 점에서 제네릭에 비해 만들기 어렵고 비용도 비싸다. 그러나 어디까지나 기존에 있던 약을 기반으로 제조되기 때문에 오리지널에 비해서는 제조 난이도가 낮고 비용도 저렴하다. **경쟁강도와 수익성 또한 오리지널과 제네릭 사이에 위치**한다.

그림 1-1. 의약품 종류 분류

의약품 종류 분류			
분류	오리지널	제네릭	개량신약
의미	신물질 신약	성분, 용법, 사용용도 동일	화학적 구조나 제제를 변형
개발기간	10.5년	2~4년	3~6년
비용	1,000억 원이상	2~3억 원	27억 원
경쟁	없음	높음	적음
난이도	上	下	中
수익성	上	下	中

출처: 대웅제약, SMIC 2팀

그림 1-2. 임상 성공 확률 (단위: %)



출처: 미국 바이오 협회, SMIC 2팀

## 1.2. 신약 개발과정은 어떻게 되는가?

### 1.2.1. 신약 개발 과정

**신약 개발 과정** 제네릭이나 개량신약이 존재하기 위해서는 오리지널 약의 개발이 전제되어야 한다. 그렇다면 신약은 어떻게 개발되는가? 신약 개발 과정은 크게 **5가지 단계**로 나뉜다. 기초탐색 및 원천 기술 연구 - 개발 후보 물질 선정 - 전임상(비임상) 시험 - 임상 시험 - 신약 허가 및 시판이다. 기초 탐색 및 원천 기술 연구에서는 목표 유전자 발견 및 약물 후보 물질을 발굴하게 되며, 임상 과정은 **임상 1상, 2상, 3상**으로 나뉘어 진행된다.

**첫번째 관문 임상 1상** 임상 1상은 건강한 사람 20~80명을 대상으로 약물을 안전하게 투여할 수 있는 용량과 인체 내 약물 흡수 정도를 평가하는 단계이다. 평균적으로 **2.3년**이 소요되며 성공 확률은 비교적 높은 **52%**이다. 전체 임상 비용 중 **7%**가 1상에서 쓰인다.

**임상 2상 성공 확률 28.9%** 임상 2상은 100~200명의 소규모 환자들을 대상으로 약효와 부작용을 평가하고 유효성을 검증하는 단계이다. 해당 단계는 평균적으로 **3.6년**이 소요된다. 또한 의약품의 효과 증명을 환자 대상으로 시험하는 첫 번째 단계이기 때문에 **성공 확률이 28.9%밖에 되지 않는다**. 2상에서는 임상 비용 중 19%가 소요된다.

**거의 다 왔다! 임상 3상** 마지막 3상은 대규모 환자들을 대상으로 장기 투여시의 안정성 등을 검토하는 단계이다. 평균적으로 **3.3년**이 소요되며 **성공확률은 제일 높은 57.8%**이다. 대규모 환자들을 대상으로 실험하는 만큼 임상 시험의 비용 중 **72%**가 마지막 단계에서 소비된다. 또한 신약의 경우, 2상 완료 및 3상 개시 승인을 받은 시점부터 개발비가 무형자산으로 처리되기 때문에 **3상까지 도달하는 파이프라인은 그 가치가 높다고 볼 수 있다**.

1.2.2. 라이선스 계약

**라이선스 계약 = 리스크 분담** 임상 과정에는 **천문학적 비용이 필요하기** 때문에 자본이 부족한 제약사들은 **임상을 끝내지 못하는 경우도 있다**. 이를 해결하기 위해서 만들어진 제도가 **라이선스 계약**이다. 라이선스 계약을 통해 제약사들은 임상 단계별로 역할을 분담해 신약 개발의 리스크를 줄일 수 있다.

그림 1-3. 임상 단계별 비용

(단위: %)

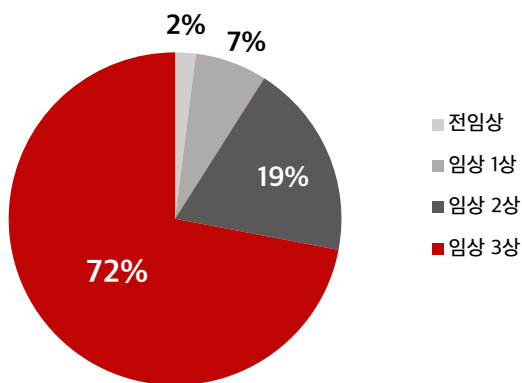
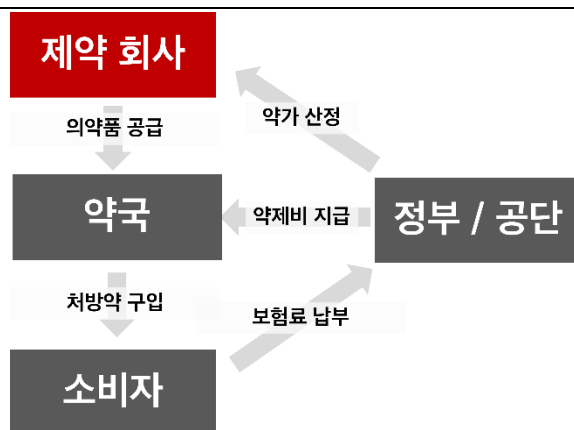


그림 1-4. 제약회사 관계도



출처: 미국 바이오 협회, SMIC 2팀

출처: 건강보험심사평가원, SMIC 2팀

**라이선스 인 & 라이선스 아웃** 라이선스 계약은 **2가지**로 나뉜다. **라이선스 인과 아웃**이다. **라이선스 인**은 타사가 보유한 경쟁력 있는 기술, 물질, 특허 등의 권리를 자사로 들여오는 것이다. 반대로, **라이선스 아웃**은 자사가 보유한 기술, 물질, 제품 등에 대한 권리를 타사에 허가하는 것을 의미한다.

마일스톤 방식으로  
라이선스 계약

이러한 라이선스 계약은 대부분 **마일스톤 방식**으로 이루어진다. 마일스톤 방식은 **계약금, 단계별 기술료(마일스톤), 로열티**로 대금을 나누어 지불하는 구조를 일컫는다. 단계별 기술료는 임상, 허가신청, 허가완료와 같이 각 개발 단계가 성공할 때마다 지급되며, 로열티는 제품의 양산 이후, 발생한 매출의 일정 부분에 대해 지급한다.

### 1.3. 약의 처방 과정

OTC 와 ETC

신약이 개발되었다면 이제는 소비자에게 제공될 차례이다. 약은 제공받는 방식에 따라 처방 전 없이도 구입할 수 있는 **일반의약품(OTC)**과 **의사의 처방에 따라 사용되는 전문의약품(ETC)**로 나뉜다. 약국에서 쉽게 구입할 수 있는 두통약, 감기약 등은 OTC에 해당된다. 반면, 부작용 우려가 있거나 습관성, 의존성, 내성이 생길 수 있는 약물들은 전문 의약품으로 규정된다.

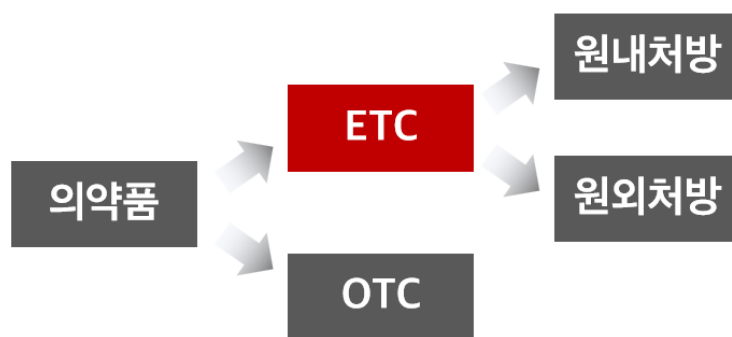
원내 처방과  
원외 처방

약 처방 방식은 다시 **원내 처방**과 **원외 처방**으로 나뉜다. 대부분의 처방은 **의약 분업 제도 하에서 원외처방으로 이루어지지만** 입원 및 응급 환자, 중추 신경계 처방 의약품, 주사제 및 예방 접종용 백신 등은 예외적으로 원내 처방이 원칙이다.

본인 부담률  
25%p 차이

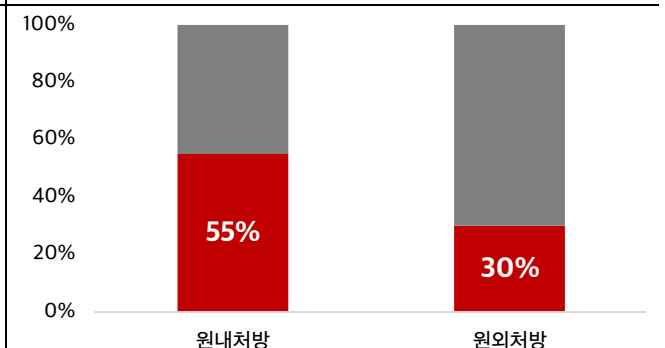
두 방식의 중요한 차이는 **본인 부담률**에 있다. 본인 부담률이란 약제 값에서 환자 본인이 부담하는 금액 비율을 의미한다. 일반적으로 약제는 급여와 비급여로 나뉘는데, 건강 보험 혜택이 적용된다면 급여, 그렇지 않으면 비급여로 칭한다. 급여 약제에 대해서 **원내 처방을 받을 경우 본인 부담률은 55%로, 30%인 원외 처방에 비해서 25%p나 높다.**

그림 1-5. ETC, OTC & 원내처방, 원외처방 분류



출처: SMIC 2팀

그림 1-6. 원내, 원외처방 본인부담률 (단위: %)



출처: 국민건강공단, SMIC 2팀

### 1.4. 약가 산정 과정

오리지널 약가  
산정 과정

최종적인 의약품 소비자 가격은 앞서 언급한 **본인부담률과 약가를 곱하여 산출**된다. 이때 약가는 어떻게 정해질까? 약가는 오리지널, 개량신약, 제네릭 구분에 따라 다르게 산정된다. 우선, 특허가 적용되는 오리지널 약가는 **국민건강공단과 제약회사와의 협의** 하에서 정해진다. 국민건강공단이 건강보험을 통해서 약제비의 일부를 부담하고 있기 때문이다. 그러나 특허 만료 이후 1년 간은 **만료 직전 가격의 70%가 상한**이고, 2년차부터는 **53.55% 수준으로 떨어**진다.

제네릭의 약가  
산정 과정

오리지널의 특허가 만료되어야 진입할 수 있는 제네릭의 약가 산정은 더 복잡하다. '자체 생

물학적 동등성 시험 실시'와 '등록된 원료의약품 사용' 이라는 2가지 조건을 만족시켜야만 오리지널 약가의 최대 53.55%를 보장받을 수 있으며, 1개만 충족시킬 시 45.52%, 모두 해당되지 않는다면 38.69%로 약가 상한선이 내려간다. 또한 특정 성분 시장에 20개 이상의 제네릭이 등재될 경우, 20번째 이후 신규 등재 품목의 상한가는 기존 제네릭 의약품 중 최저가의 85%까지만 받을 수 있는 계단형 약가 제도가 적용된다.

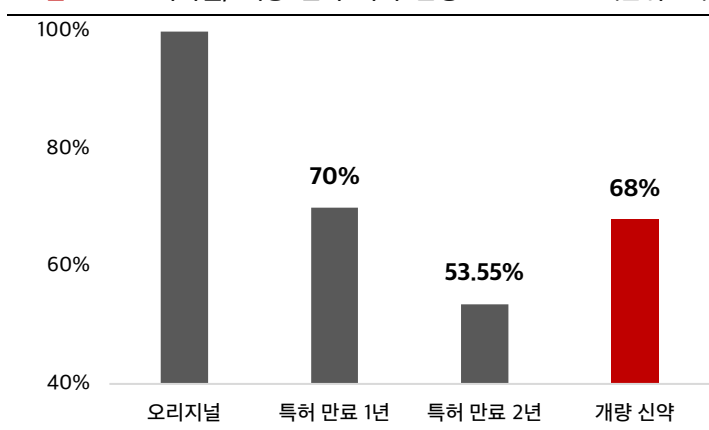
개량 신약 약가 산정 과정

개량신약은 약가 가산 제도 하에서 제네릭에 비해 더 높은 68%의 상한가를 보장받는다. 해당 가산은 개량신약의 제네릭이 등장할 때까지 유지된다. 또한 제네릭이 등장하더라도 같은 제제 업체 수가 3개사 이하라면 2년간 추가로 약가 가산이 유지된다.

제네릭 약이 늘어도 내려가지 않는 가격

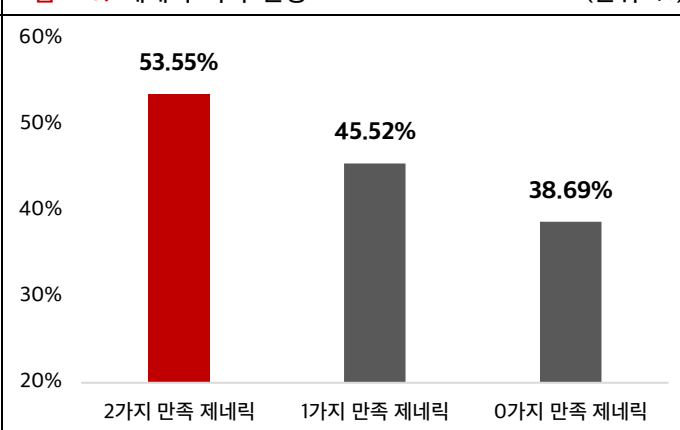
제네릭 약의 수가 늘어나게 되면 점유율 확대를 위해 가격을 내리는 치킨 게임 우려가 제기될 수 있으나, 이는 기우에 불과하다. '의약품 공급 및 구매체계 개선 연구'에 따르면, 첫 제네릭이 시장에 진입한 이후, 후발주자들의 가격은 3년이 지나도록 3% 이상 떨어지지 않았다. 이는 경쟁약들 사이의 자발적 가격 경쟁이 일어나지 않음을 보여준다.

그림 1-7. 오리지널, 개량 신약 약가 산정 (단위: %)



출처: 보건복지부, SMIC 2팀

그림 1-8. 제네릭 약가 산정 (단위: %)



출처: 보건복지부, SMIC 2팀

## 2. 기업 분석

### 2.1. 78년 근본의 제약사

'45년 설립된 근본 제약사

동사는 1945년 설립되어 의약품의 연구개발, 제조, 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 그 중에서도 리바로, 트루패스, 시그마트 등의 약들과 3세대 영양수액 위너프가 주요 제품이다. 최근에는 리바로 패밀리의 성장에 힘입어 '22년 흑자 전환에 성공했으며 다수의 신약개발 파이프라인을 보유하고 있다.

### 2.2. 제품 소개

한계를 극복하는 동사

동사의 주요 제품은 일반수액, 영양수액, 리바로, 헴리브라 등이 있다. 일반수액, 영양수액, 리바로의 매출 비중은 '23년 1분기 기준 각각 12%, 18%, 19%이며 이들 모두 대부분 내수로 판매된다. 동사는 '22년에 수액제 부문에서 2,170억의 매출을 올렸는데 수액제 부문 국내 점유율 1위에 해당한다. 그러나 수액제 시장은 수익성이 낮다. 이러한 한계를 극복하기 위해 동사

는 2000년대부터 라이선스인 방식으로 수액 외 전문 의약품을 확보하면서 외형성장과 수익을 창출하려고 노력했다.

스스로 개발하는  
동사

그 노력의 결과는 리바로이다. 현재 리바로 패밀리의 매출은 동사의 핵심 의약품으로 자리 잡았다. 그러나 동사는 여기에서 만족하지 않고 스스로 의약품을 개발하기 위해 노력하고 있다. '22년을 기준으로 연구개발비에 611억을 투입했으며 이는 전체 매출액 6,843억 원 대비 8.93%에 이른다. 1Q23에는 매출액 대비 11.714%를 달성하였다. 동사의 높은 연구개발비 투자는 신규 파이프라인과 매출원 다변화에 대한 강렬한 의지를 보여준다.

### 2.3. 실적 분석

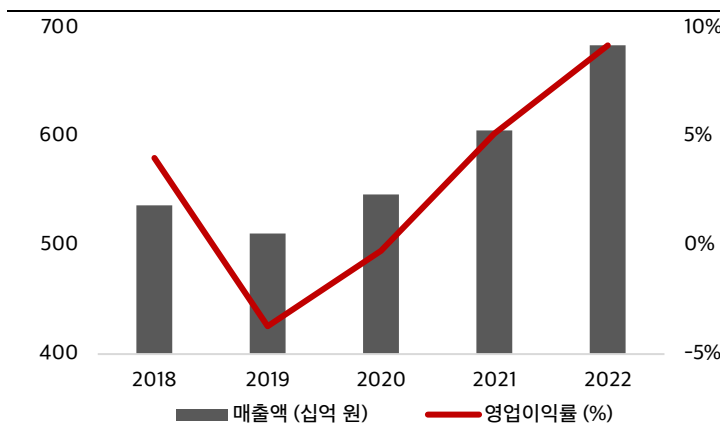
꾸준히  
상승하는 매출

동사의 연간 매출은 '19년 5,113억을 저점으로 '22년 6,843.5억 원까지 꾸준히 상승했다. 이는 전년대비 12.8% 증가한 수치이다. 또한 '23년 1분기에는 고지혈증 치료제 리바로 제품군이 실적을 견인하면서 1,734억 원이라는 1분기 역대 최대 매출을 달성했다.

드디어 흑자전환

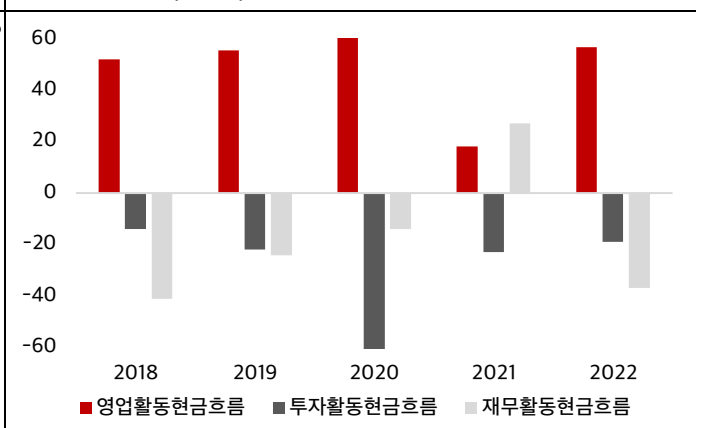
영업이익 또한 매출과 동반 성장하고 있다. '19년 일시적 요인으로 인해 -3.7%를 기록하던 영업이익률은 '21년 5.1%로 흑자전환에 성공하였다. '22년에는 영업이익 630억 원, 영업이익률 9.2%를 기록했다. 수직계열화를 통한 리바로 패밀리의 원가율 하락과 영업이익률 상승의 공이 컸다.

그림 2-1. 매출액, 영업이익률 추이 (단위: 십억 원, %)



출처: JW중외제약, SMIC 2팀

그림 2-2. 영업, 투자, 재무활동현금흐름 추이 (단위: 십억 원)



출처: JW중외제약, SMIC 2팀

### 2.4. 재무 분석

이상적인 현금흐름

동사의 현금흐름은 이상적이다. 우선, 영업현금흐름이 견조하다. '22년에는 영업활동을 통해 568억 원의 현금이 발생하였으며 이는 전년 대비 68% 증가한 수치이다. FCF도 '18년부터 '22년까지 평균 397.8억을 기록했다.

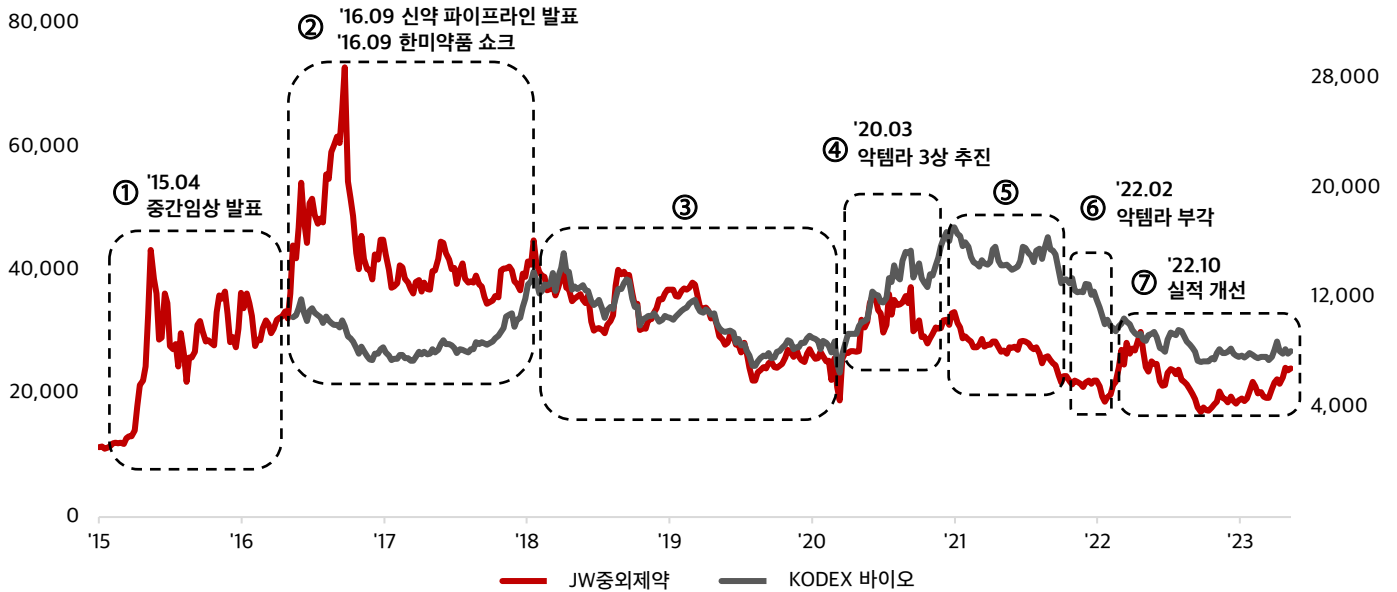
낮아지는  
부채비율

동사의 부채비율은 팬데믹을 지나면서 '21년 1분기 161.4%에서 '21년 4분기 235.8%까지 높아졌다. 하지만 동사는 현재 안정적인 현금흐름을 바탕으로 부채비율을 정상화하고 있다. 부채비율은 '23년 1분기 기준 187.2%를 기록 중이며 점점 감소하는 추세이다.

## 2.5. 주가 분석

그림 2-3. 주가 추이 (좌: JW중외제약, 우: KODEX 바이오)

(단위: 원)



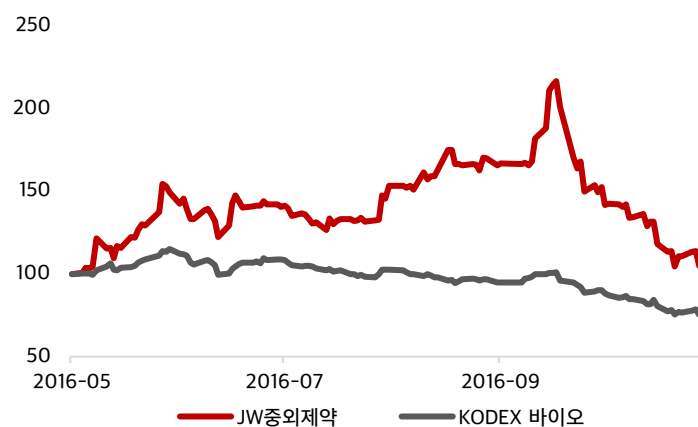
출처: 한국거래소, SMIC 2팀

바이오주의 주가는 바이오 섹터 투심, 임상, 신약 개발 등의 호재와 깊숙이 맞물려 있다. 따라서 본 보고서의 주가분석은 동사의 주가를 KODEX 바이오와 비교하며 진행하였다.

## ① '15년 1월 1일 ~ '16년 5월 4일

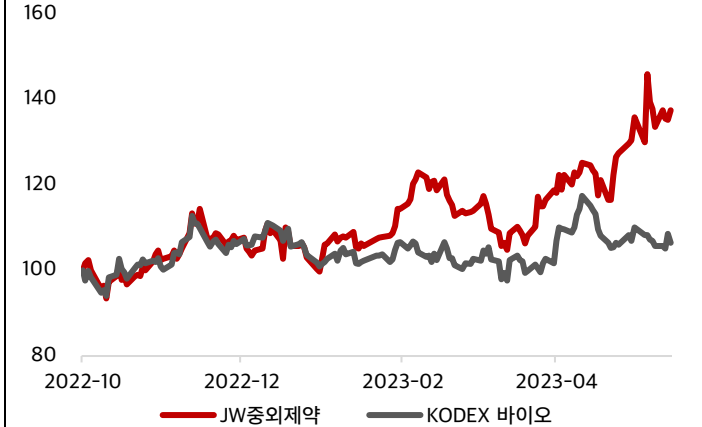
4월 16일, 표적 항암제인 신약 후보물질 'CWP291'에 대한 **중간 임상 결과를 발표**한다는 소식에 주가는 급등하기 시작했다. 추가적으로 5월 11일 당뇨 신약인 '가드렛징'의 허가 소식과 19일 고지혈증, 고혈압 복합제 '리바로브이' 출시에 힘입어 주가는 크게 상승했다. 그러나 '15년 6월 전환상환우선주 140만주 발행과 KTB증권의 535억원어치의 물량 매도에 상승분을 일부 반납했다.

그림 2-4. ② 주가 ('16.05.13= 100)



출처: 한국거래소, SMIC 2팀

그림 2-5. ⑦ 중 '22년 10월~ 현재 주가 ('22.10.04=100)



출처: 한국거래소, SMIC 2팀

## ② '16년 5월 5일 ~ '16년 11월 9일 (디커플링)

해당 기간에는 크게 2가지 이유로 주가가 급등했다. 첫째, '16년 6월 초에는 코스피 200지수에 편입된다는 소식이 호재로 작용했고, '16년 9월 중순의 혁신 신약 파이프라인 발표 또한 주가에 긍정적인 영향을 미쳤다. 당시 동사가 발표한 혁신 신약 후보물질 2종은 '23년 현재 까지도 연구가 계속되고 있다. 그러나 '16년 9월 말 한미약품의 대거 라이선스 아웃 실패 사태가 발생하면서 한미약품소크가 발생했다. 대형 제약주 한미약품의 주가 급락에 동사의 주가 또한 크게 하락하였다.

## ③ '18년 1월 26일 ~ '20년 3월 20일

동사의 주가는 바이오에 대한 투심 악화와 함께 흘러내렸다. 이는 바이오주에 닥친 다양한 악재와 우려 때문이었다. '19년 6월 말 에이치엘비의 표적 항암제 '리보세라닙' 임상 3상 목표치 미달, '19년 7월 초 코오롱생명과학의 '인보사케이주' 품목허가 취소 등의 다양한 악재는 한국 바이오 전체를 거품으로 인식하게 만드는 사건들이었다. 이는 바이오투심 악화로 이어져 동사의 주가 또한 하락했다.

## ④ '20년 3월 20일 ~ '21년 1월 8일

KODEX 바이오는 당기동안 동사의 주가를 아웃퍼폼한다. 이는 코로나 치료제 개발 가능성을 보인 바이오 기업에 시장의 관심이 몰렸기 때문이다. 그러나 코로나19 치료제 개발에 익스포져가 작은 동사는 타 바이오주에 비해 상대적으로 적은 주가 상승률을 기록했다.

## ⑤ '21년 1월 9일 ~ '22년 1월 25일

해당 기간은 동사뿐만 아니라 대부분의 바이오주에게 시련의 시간이었다. 가장 근본적인 이유는 코로나 19로 제약 바이오주에 쏠렸던 관심이 잇따른 임상 중단, 코로나 안정화 등으로 인해 줄어들면서 자본이 빠져나간 탓이 크다.

## ⑥ '22년 1월 26일 ~ '22년 4월 29일 (디커플링)

동사의 주가가 KODEX 바이오와 디커플링되는 구간이다. KODEX 바이오의 하락에서 나타나듯이 ⑥에서 언급한 임상 실패 등으로 인한 바이오 투심 악화는 4월 29일까지도 이어지는 형국이었다. 반면 동사의 주가는 코로나19가 5차 대유행하면서 중증치료제인 '악템라'의 독점 판권을 보유하고 있다는 점이 부각되어 상승하였다.

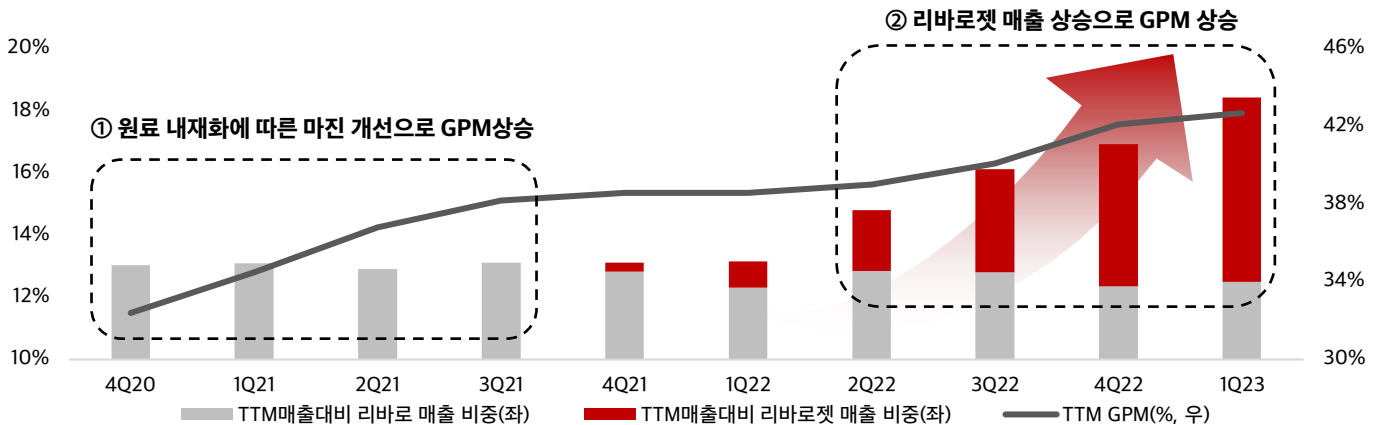
## ⑦ '22년 4월 30일 ~ 현재

'22년 5월부터 시작된 주가 하락은 '22년 10월 막을 내리고 상승추세로 반전한다. 5개월간의 하락은 금리 인상에 따른 투심 악화 때문이라 추정한다. 그러나 10월 이후 홍보하고 있는 KODEX 바이오와는 다르게 동사의 주가는 10월 이후 추세를 반전하여 상승하고 있다. 그 이유를 3가지 제시한다.

첫째, 동사의 실적이 큰 폭으로 개선되었다. '22년에 적자를 벗어나 630억 원의 영업이익과 299억 원의 당기순이익을 기록했으며 매출액 또한 전년대비 12%, 약 800억 원이 증가했다. '22년 4분기와 '23년 1분기에는 연이어 사상 최대 매출액을 경신하기도 했다. 둘째, '23년 3월 27일에는 WNT표적 탈모치료제의 신약후보물질이 러시아에서 특허를 취득했다. 마지막으로 '23년 5월 1일 비항체 A형 혈우병에 대하여 험리브라 급여가 확대되면서 매출 상승에 대한 긍정적인 기대가 반영되었다.

### 3. 투자포인트 1: 고지혈증 해결사 리바로젯

그림 3-1. 리바로패밀리 매출비중과 동사 GPM (단위: %)



출처: JW중외제약, SMIC 2팀

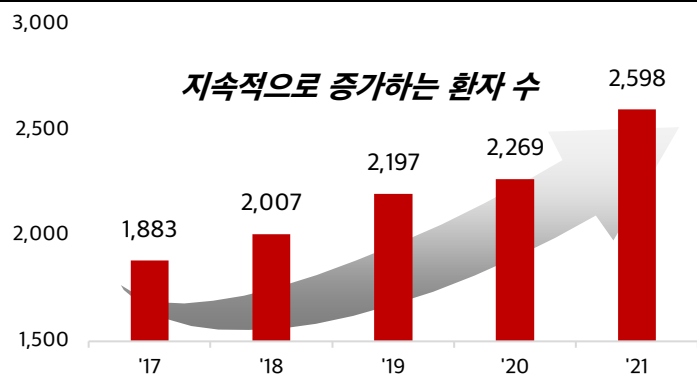
동사의 약한 이익체력  
: 리바로젯으로 개선

동사의 고질적인 문제는 약한 이익 체력이었다. 하지만 주력 고지혈증 치료제 라인업, 리바로 패밀리(리바로, 리바로젯)의 매출 비중이 증가하며 동사의 이익 체력에 유의미한 변화가 관찰된다. 동사는 '20년부터 리바로의 원료 내재화를 통해 1차적인 마진 개선을 이뤄냈으며, '22년도 하반기부터 리바로젯 매출이 늘어나면서 GPM이 더욱 개선되고 있다.

리바로젯  
: 동사의 첫 개량신약

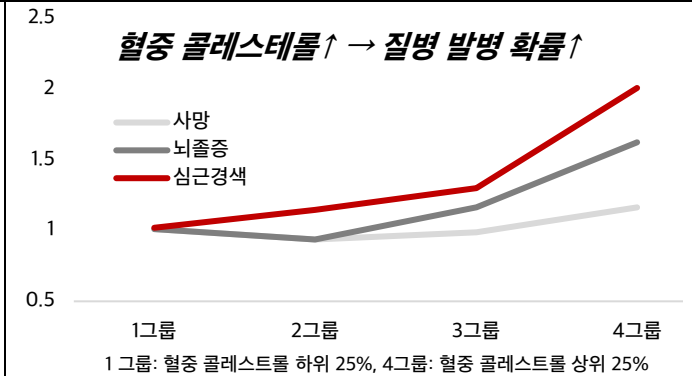
그렇다면 리바로젯은 무엇인가? 리바로젯은 동사의 첫 개량신약 치료제로, 기존 제품 대비 고마진을 보장받는다. 리바로패밀리 중에서도 리바로젯 매출이 지속적으로 증가하며 이익 체력 개선은 가속화될 것이다. 후술할 내용을 통해 리바로젯의 고성장에 대해 알아보자.

그림 3-2. 국내 고지혈증 환자수 추이 (단위: 천 명)



출처: 보건의료빅데이터개방시스템, SMIC 2팀

그림 3-3. 혈중 콜레스테롤에 따른 발병률 (1그룹=1)



출처: 유럽 예방심장학 저널, SMIC 2팀

#### 3.1. 고지혈증 치료제 시장의 성장

고지혈증  
→ 혈중 지방 농도↑

고지혈증이란 혈중 지방성분(콜레스테롤 등)의 농도가 정상 범위보다 높은 질환이다. 흔히 콜레스테롤 하면 몸에 해로운 물질이라는 편견이 있지만, 적정량의 콜레스테롤은 염증반응과 근육손상을 치유하는데 관여하는 등 우리 몸에서 중요한 역할을 한다. 하지만 과도한 양의 콜레스테롤은 고지혈증의 원인이 된다.

고지혈증 환자 증가,  
치료제 시장 성장

고지혈증은 많은 합병증을 유발하는 심각한 질환이다. 대표적으로 콜레스테롤이 혈관 내에

축적되어 혈압이 높아지는 심혈관계 질환과 당뇨병 등이 있다. 관련 연구에 따르면, 혈중 콜레스테롤 농도가 높은 그룹일수록, 심근경색과 뇌졸중 발병 확률이 유의미하게 높았다([그림 3-3] 참고). 한국에서도 서구화된 식습관과 활동량 감소, 고령화 등으로 인해 **고지혈증 환자 수는 매년 증가하는 추세**이며, 이에 따라 **고지혈증 치료제 시장도 꾸준히 성장**하고 있다.

### 3.2. 고지혈증 치료제 스타틴과 매력적인 동사의 리바로

고지혈증 대표약,  
스타틴

고지혈증 치료제 시장의 **기존 대표 주자**는 스타틴이다. 스타틴은 우리 몸에서 콜레스테롤 생합성 과정을 억제하여 혈중 콜레스테롤 감소에 기여한다. 스타틴은 7가지 계열로 나뉘는데, 이 중 로수바스타틴(이하 R계열), 아토르바스타틴(이하 A계열), 피타바스타틴계(이하 P계열) 약물이 국내 고지혈증 치료제 시장의 대부분을 차지하고 있다. 동사의 대표 제품인 리바로도 P계열 약물이다.

P 계열의 점유율  
상승중

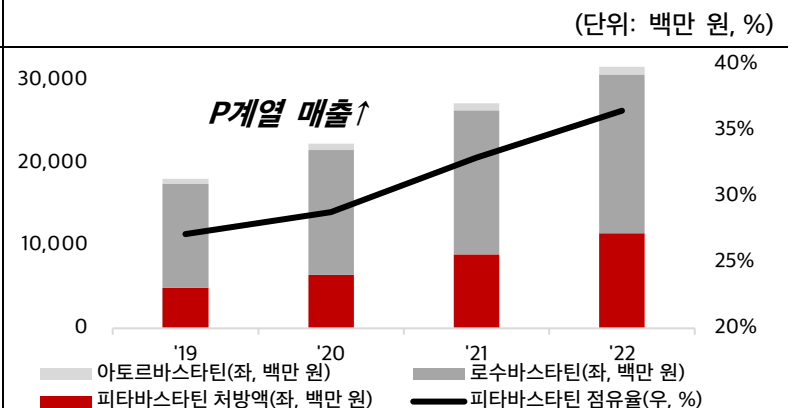
스타틴 종류별 고지혈증 치료제 시장의 점유율을 보면 R계열 치료제의 점유율이 가장 높으며, 그 뒤를 P계열, A계열이 잇고 있다. 점유율의 변화 측면에서는 R계열의 점유율이 감소하는 추세('19년 70%에서 '22년 61%)이며, **P계열의 점유율은 지속적으로 상승하고 있다**('19년 27%에서 '22년 36%).

그림 3-4. 국내 스타틴 계열 별 고지혈증 치료제 종류

국내 스타틴계 고지혈증 치료제 종류		
스타틴 종류	제약사	상품명
아토르바스타틴	한국화이자	리피토
	보령	아카브
	한미약품	로벨리토
로수바스타틴	한미약품	로수젯
	대웅제약	올로스타
	유한양행	듀오웰
피타바스타틴	JW중외제약	리바로

출처: SMIC 2팀

그림 3-5. 각 스타틴 계열 별 고지혈증 치료 목적 처방 실적



출처: 보건 의료 빅데이터 시스템, SMIC 2팀

피타바스타틴의 장점  
: 당뇨병 위험이 낮음

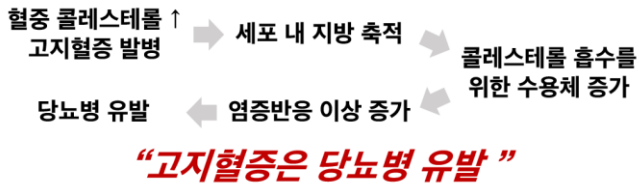
이러한 점유율 상승 원인은 P계열이 다른 계열에 비해 **당뇨병 발병 위험이 낮다**는 확실한 장점을 보유하기 때문이다. 연구결과 A계열, R계열은 P계열 대비 **당뇨병 발생 위험이 50%가량 높게** 나타났다. 현재 P계열은 '당뇨병 위험 징후 없음'을 표시할 수 있는 유일한 계열이다. 고지혈증이 당뇨병을 유발한다는 생명과학적 메커니즘이 밝혀졌으며([그림 3-6] 참고), **고지혈증 환자 중 80%가 당뇨를 겪는다**는 점에서 동사가 판매하는 리바로를 비롯한 P계열 계열 약물들은 많은 고지혈증 환자들에게 매력적이다.

### 3.3. 복합제 시장의 성장 - 에제티미브 복합제

단일제의 단점을  
보강하는 복합제

하지만 스타틴은 부작용이 존재한다. 우리 몸에는 반드시 적정량의 콜레스테롤은 존재해야 하기 때문에, 과도한 양의 스타틴은 콜레스테롤 생합성을 과하게 억제하여 **염증, 근육통, 당뇨, 항산화작용 장애 등의 부작용을 유발**한다. 이에, 스타틴에 다른 약물들을 첨가한 **복합제**가 이러한 단점을 보완하며 크게 성장하고 있다.

그림 3-6. 고지혈증이 당뇨병을 유발하는 과정



출처: SMIC 2팀

그림 3-7. 에제티미브 병용투여 효과 (단위: %)

콜레스테롤 수치 변화율			
(변화율: %)	단독투여	병용투여	p-value
전체	-37.07 ± 14.13	-52.77 ± 11.16	<0.0001
2mg	-33.32 ± 13.77	-51.80 ± 12.24	<0.0001
4mg	-40.77 ± 13.58	-53.70 ± 10.02	<0.0001

출처: 식품의약품안전처, SMIC 2팀

환상의 짝꿍,  
스타틴과 에제티미브

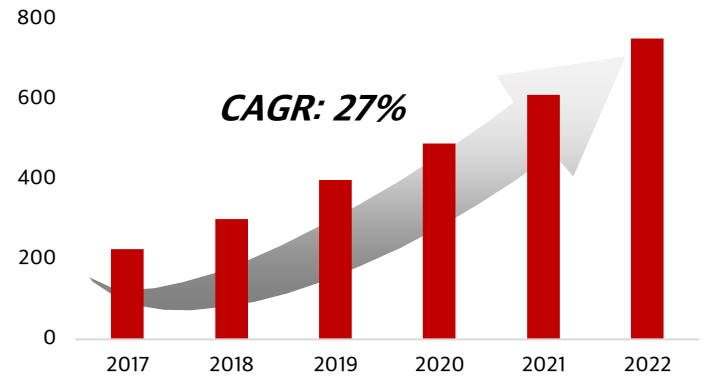
가장 널리 사용되는 복합제는 스타틴과 에제티미브를 같이 사용하는 복합제이다. 에제티미브는 장에서 콜레스테롤 흡수를 억제하는 방식으로 스타틴의 혈중 콜레스테롤 농도 감소 효과를 증폭시켜준다. 즉, 에제티미브는 스타틴과 다른 방식으로 작용하기에, 스타틴의 부작용은 최소화하면서 높은 농도의 스타틴을 사용했을때와 유사한 콜레스테롤 감소 효과를 유도한다.

그림 3-8. 스타틴 작용기전과 부작용



출처: SMIC 2팀

그림 3-9. 스타틴 에제티미브 복합제 시장규모 (단위: 십억 원)



출처: 보건의료빅데이터시스템, SMIC 2팀

복합제 시장 성장  
: 판은 깔렸다

의학계에서도 스타틴-에제티미브 복합제에 대한 권고 수준이 크게 높아졌다. '22년 한국지질-동맥경화학회에서 발표한 『이상지질혈증 진료지침 제 5판』에서는 에제티미브 병용치료에 대한 권고 등급을 Class 2a에서 Class 1로 상향조정했다. 한국지질-동맥경화학회는 국내 현실에 맞는 이상지질치료지침을 연구하는 기관으로, 국내 고지혈증 치료 방식의 동향을 확인할 수 있는 공신력있는 단체이다.

그림 3-10. 권고 등급 Class I로의 변화

## 한국지질동맥경화학회 이상지질혈증 진료지침 권고등급

권고등급	근거수준	정의
Class I	A	권고도출의 근거가 명백한 경우 17개 이상의 무작위임상연구(RCT) 혹은 메타분석(Meta-analysis) 혹은 체계적 문헌고찰(SR)
Class II b	C	권고도출의 근거가 있으나 신뢰할 수는 없는 경우 관찰연구, 증례보고와 같은 낮은 수준의 관련근거

출처: 한국지질동맥경화학회, SMIC 2팀

## 3.4. 장점만 모아놓은 리바로젯의 고성장

리바로젯의 고성장

동사는 빠르게 성장하는 복합제 치료제 시장에 대응하기 위해, 기존에 있던 P계열 단일제 리바로에 에제티미브를 첨가한 P계열-에제티미브 복합제 리바로젯을 출시하였다. 스타틴 계열

중 약효가 좋아 점유율이 상승하고 있는 P계열에, 단점을 개선해주는 에제티미브를 접목한 효과는 장점에 장점을 더한 결과로 **압도적인 매출성장**을 드러냈으며, 복합제 시장에 성장과 함께 앞으로도 **리바로젯의 고성장세가 이어질 것이 확실하다**.

리바로젯의 성장 : Bottom-line ↑↑

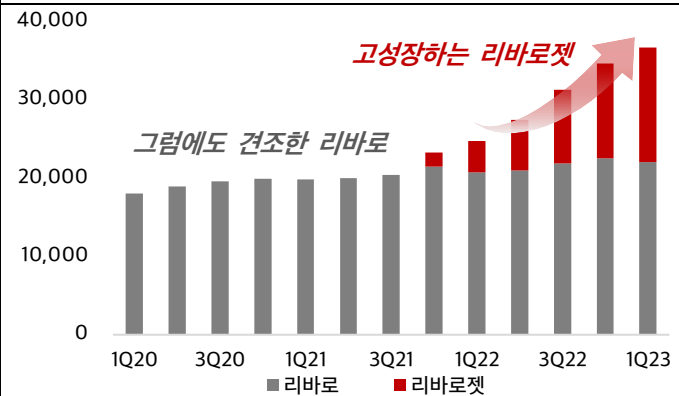
리바로보다 판매단가가 높은 리바로젯의 고성장세는 **동사의 Top-line을 견인할 것이다**. 또한, 리바로 관련 제품들은 '20년부터 원재료를 내재화해왔다. 이에, 전체 매출 대비 리바로 패밀리 리의 비중이 높아지면서 Top-line의 성장뿐만 아니라 동사 **GPM의 구조적인 개선**이 나타날 것이다. 이는 **Bottom-line에도 긍정적 영향**을 미칠 것이다.

그림 3-11. 리바로젯



출처: JW중외제약, SMIC 2팀

그림 3-12. 리바로, 리바로젯 매출 추이 (단위: 백만 원)



출처: JW중외제약, SMIC 2팀

3.5. 리바로젯 성장에 대한 두 가지 우려, 모두 기우에 불과하다.

리바로젯, 앞으로도 좋나?

투자자들은 리바로젯 고성장의 지속성에 대해 두 가지 의문점을 가질 수 있다. 1) 리바로젯이 리바로의 매출을 감소시키며 성장하는 일명 자기잠식 효과가 나타나지 않느냐는 것과 2) 경쟁자 진입으로 인한 성장세 정체가 그것이다. 하지만 **두 가지 의문점은 기우라고 주장한다**.

리바로젯의 성장은 자기잠식이 아니다.

1) 리바로젯은 리바로와 같은 시장에서 경쟁하는 것이 아닌, **새로운 시장에 침투하며 성장**하고 있다. 단일제인 리바로 만으로 부작용 우려 없이 충분한 고지혈증 개선 효과를 기대할 수 있는 환자는 굳이 개량신약인 리바로젯을 사용하지 않는다. 리바로를 사용했을 때 스타틴 관련 부작용의 우려가 있거나, 단일제의 효과보다 더 높은 콜레스테롤 감소 효과가 필요한 환자가 리바로젯을 사용한다.

타겟하는 환자층에 차이 존재

또한, 같은 용량(2mg)에 대해 리바로는 569원, 리바로젯은 1,438원으로 **상당한 가격의 차이**가 존재한다. 따라서 리바로와 리바로젯은 타겟하는 환자층에서 차이가 있다고 이해할 수 있으며, 실제로 '21년 말부터 리바로젯의 매출이 가파르게 성장함에도 불구하고 리바로의 매출은 의미있게 감소하지 않았다.

경쟁자 진입 우려?

2) 현재 리바로젯의 경우 **국내에서 유일한 P계열-에제티미브 복합제**라는 지위를 유지하고 있다. 현재 가장 경계해야 할 경쟁자는 안국약품으로 파악된다. 안국약품은 '20년 5월 피타바스타틴과 에제티미브 복합제인 'AG1901'에 대한 임상 3상 시험을 승인받았다. '22년 4분기부터 임상을 마치고 허가 절차를 진행중인 것으로 보이며, 품목허가 일정을 고려하면 연말 쌍둥이 약들과 함께 출시될 것으로 보인다.

급격하게 성장하는 시장, MS 걱정할 때가 아님

하지만 스타틴 에제티미브 복합제 시장은 현재 연 20% 이상 가파르게 성장중이며, 규모는 처방 금액 기준 '22년 7,504억으로 동사의 리바로젯 매출액과 비교해보았을 시 성장여력이 크게 남은 시장이다. 심지어, 상기했듯 동사의 라인업인 피타바스타틴 복합제가 점유율을 늘려가고 있는 상황이며 약가 또한 약가 가산 제도로 인해서 '24년 10월까지 보장된 상황이다. 이러한 상황을 종합적으로 고려할 시, 경쟁자 진입에 따른 성장 정체 우려는 과하다고 판단되나, 매출 추정에 경쟁사의 점유율을 공격적으로, 동사의 점유율을 보수적으로 추정하여 시장의 우려를 반영하였다.

*리바로젯의 지속적인 고성장, 의심의 여지가 없다.*

## 4. 투자포인트 2: 헴리브라, 출격 준비완료

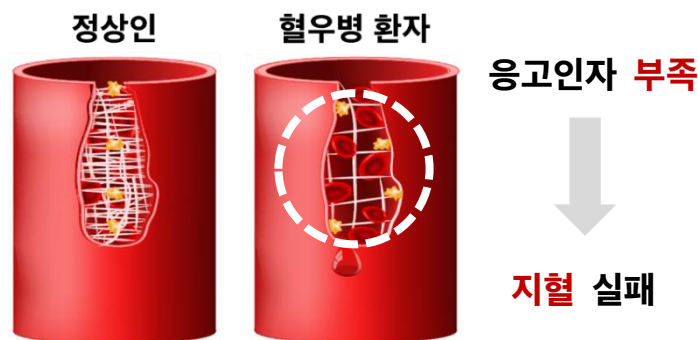
매주 2~3번 병원을 찾아 정맥주사를 맞아야 하는 아이와 그 가족의 삶을 상상해본 적 있는가. 우는 아이를 달래며 잘 보이지도 않는 혈관을 찾아 주사를 놓다 보면 반나절이 훌쩍 지나가고, 이 과정을 2~3일마다 반복하며 일상은 무너져 내린다. 이들에게 일상을 돌려줄 치료제, 헴리브라에 대해 알아보자.

### 4.1. 혈우병이란 무엇인가.

피가 멎지 않는 질병, 혈우병

혈우병은 쉽게 말하자면, 피가 멈추지 않는 유전병이다. 피가 멈추는 과정에는 크게 혈소판과 혈액응고인자가 관여한다. 혈액응고인자는 현재까지 12개가 알려졌으며, 이들과 혈소판이 상호작용하면서 혈액을 응고시켜 피를 멈추게 한다. 혈우병은 혈액응고인자 중 하나 이상이 충분히 생성되지 못하여 혈액이 응고되지 못하는 질병이다. 혈우병은 대부분 X염색체의 이상으로 인해 발생하는 유전성 질환이기에 태어난 순간부터 관리가 필요하다.

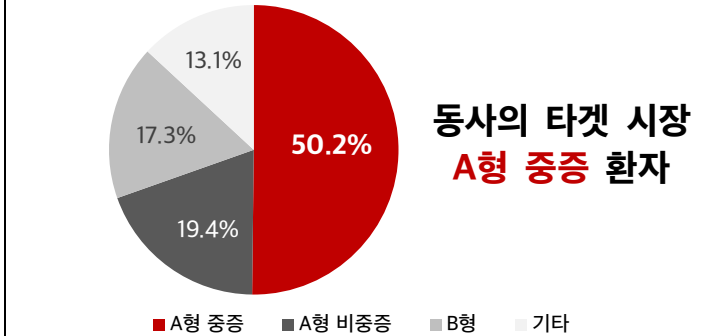
그림 4-1. 혈우병 발병 원리



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

그림 4-2. 혈우병 등록 환자 통계

(단위: %)



출처: 한국혈우재단, SMIC 2팀

중증도  
경증<중등도<중증

혈우병은 어떤 인자가 부족한지에 따라 A형, B형 및 기타로 분류할 수 있다. 제 8인자가 부족한 A형이 전체의 70-80% 정도로 가장 일반적이며 제 9인자가 부족한 B형이 20% 수준으로 그 뒤를 잇는다. 또한 정상 상태 대비 혈액 내 혈액응고인자의 수준에 따라 중증도를 구분한다. 혈액응고인자 수준이 정상의 30% 미만인 경우 경증, 5% 미만인 경우 중등도, 1% 미만인 경우 중증으로 분류한다.

자연출혈 현상  
발생 가능

우리가 흔히 생각하는, 상처가 나면 피가 잘 멈추지 않는 증상은 경증에서도 나타나는 가장 일반적인 증상이다. 하지만 정말 위험한 것은 자연 출혈이다. 중증 혈우병에서는 외상이 없더라도

라도 근육과 관절에 자연출혈 현상이 발생하는 경우가 많으며, 이러한 증상 발생 횟수가 누적될 경우 근육 및 관절에 합병증과 후유증이 발생할 수 있다. 더하여 자연출혈 발생 부위가 근육이나 관절이 아닌 뇌나 장기일 경우 그 자체로 매우 위험한 상황이 초래될 수 있다.

보충요법과 일상적 예방요법

혈우병은 아직 완치가 불가능하기 때문에, 혈우병 치료는 부족한 혈액응고인자를 보완하여 출혈을 예방 및 지혈시키는 방식으로 진행된다. 치료는 그 목적에 따라 크게 보충요법과 일상적 예방요법으로 나뉜다. 보충요법은 출혈이 발생하는 외상, 혹은 수술 상황에서 혈액응고인자를 보충함으로써 지혈을 유도하는 치료를 의미하며, 일상적 예방요법은 정기적인 투여를 통해 자연 출혈을 방지하고 혈우병 환자로 하여금 일상 생활을 영위할 수 있게 하는 것을 목표로 한다. 세계혈우연맹은 일상적 예방요법을 중증 혈우병 환자의 표준 치료법으로 규정하고 있다.

중증환자에게 더욱 중요한 일상적 예방요법

중증 혈우병 환자에게는 이러한 일상적 예방요법의 중요성이 더욱 부각된다. 외상출혈뿐 아니라 자연출혈까지 방지하여야 그들의 안전과 일상을 지킬 수 있기 때문이다. 국내 혈우병 환자 70% 이상이 중증 환자이며, 중증 A형 혈우병도 전체의 50%에 달한다. 동사의 헴리브라가 타겟으로 하는 환자들이 바로 이들, 중증 A형 혈우병 환자들이다.

4.2. 기존 치료제 vs. 헴리브라, 압도적인 편의성

제 8인자를 직접적으로 투입

혈우병 A형의 기존 치료제로 국내에서는 애드베이트, 애디노베이트, 그린모노 등 다양한 약제가 시판되고 있다. 해당 치료제들은 공통적으로 혈액 속에 부족한 제 8인자를 직접적으로 채워 넣는 방식으로 혈우병을 치료하며, 혈관에 직접 주사하는 정맥주사의 형태이기에 효과가 매우 빠르게 나타나 출혈이나 수술 상황에 대응하는 보충요법에는 굉장히 적합하다.

일상을 해치는 일상적 예방요법

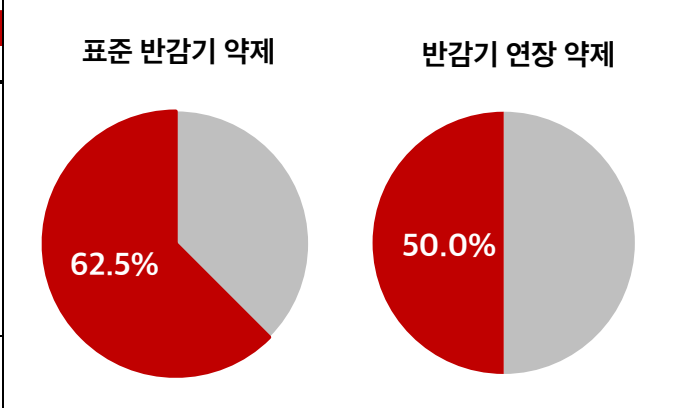
그러나 기존 치료제들은 2가지 측면에서 일상적 예방요법에는 적합하지 않다. 가장 큰 문제는 투여 주기이다. 기존 치료제들은 투여한 응고인자가 절반으로 줄어드는 반감기가 매우 짧다. 표준 반감기 약제들은 8시간 전후, 반감기 연장 약제 또한 12-14시간 수준에 불과하여 적어도 일주일에 2번 이상, 많게는 이틀에 한 번 병원을 방문하여 치료제를 투여해야 한다. 또한 매번 혈관을 찾아야 하는 정맥주사 형태이기에, 특히 아이들은 고통스러워하는 경우가 많다. 일상을 찾아주기 위한 치료, 일상을 해치고 있는 상황이다.

그림 4-3. 국내 시판 기존 치료제

국내 시판 기존 치료제					
제품명	제조사	제조 방식	항체 여부	반감기	주사형태
애드베이트	한국다케다제약	유전자재조합	비항체	표준 반감기	정맥주사
그린모노	녹십자	혈장 유래	비항체	표준 반감기	정맥주사
그린진에프	녹십자	유전자재조합	비항체	표준 반감기	정맥주사
진타솔루프즈프리필드	한국화이자제약	유전자재조합	비항체	표준 반감기	정맥주사
애디노베이트	한국다케다제약	유전자재조합	비항체	반감기 연장	정맥주사
엡스틸라	씨에스엘베링코리아	유전자재조합	비항체	반감기 연장	정맥주사
엘록테이트	사노피-아벤티스코리아	유전자재조합	비항체	반감기 연장	정맥주사
웨이바	대한적십자사	혈장 유래	항체	-	정맥주사
노보세븐알티	노보노디스크제약	유전자재조합	항체	-	정맥주사

출처: 식품의약품안전처, SMIC 2팀

그림 4-4. 허가 용량 대비 건강보험 급여 적용 용량 (단위: %)



출처: 식품의약품안전처, 국민건강보험공단, SMIC 2팀

제도적 한계  
: 충분하지 않은 용량

게다가 국내의 경우 **제도적 한계** 또한 존재한다. 일상적 예방요법은 지속적인 약제 투여를 통해 일정 수준 이상의 혈액 응고인자 농도를 유지해야 하기에 **투여 용량이 중요하다**. 식약처의 허가 기준은 일상적 예방요법의 목적을 충족하기에 충분한 수준이지만, **건강보험 급여 적용 기준**은 이보다 낮아 충분히 투여하지 못하는 경우가 많다. 건강보험 급여 적용 기준을 초과하여 투여할 경우, 환자가 **수천만원의 비용**을 감당해야 하기에, 충분하지 못한 양이더라도 환자에게는 다른 선택지가 없다.

예방요법에 적합한 험리브라

이에 반해 험리브라는 위와 같은 문제가 없어 **예방요법에 매우 적합하다**. 반감기가 26.8일에 달하기 때문에 최대 **4주마다 1번의 투여**로 충분한 예방효과를 얻을 수 있다. 게다가 정맥주사가 아닌 피부에 주사하는 **피하주사이기 때문에 투여 과정이 매우 편하다**. 더하여 위의 제도적 한계로부터도 벗어나 있다. 기존 치료제와 달리 건강보험 **급여 적용 기준에 용량 제한이 규정되어 있지 않아, 적용 대상 요건만 만족한다면 필요한 만큼 투여가 가능하다**. 환자 입장에서 압도적인 편의성을 가지고 있다고 볼 수 있다.

세계시장에서 입증된 험리브라의 우월성

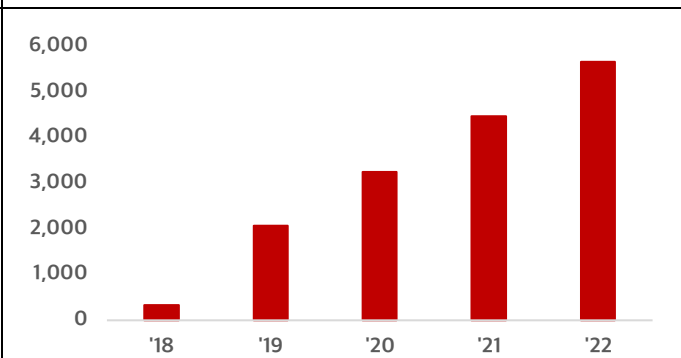
험리브라의 우월성은 **세계 시장에서 입증된 바 있다**. 험리브라는 현재 **110개 이상의 국가**에서 허가를 받고 시판되고 있다. 험리브라를 개발한 회사인 Roche의 매출은 '18년에 3천억원 수준에 불과했으나 '22년 말 **5.6조**, '23년 1분기에만 **1.5조 이상**을 달성하며 A형 혈우병 치료제 시장에서 **점유율 1위**를 차지하고 있다. 특히 전체 혈우병 치료 시장의 75% 이상을 차지하는 **미국과 EU에서 가파른 성장세**를 보여주고 있다.

그림 4-5. 기존 치료제 vs. 험리브라

기존 치료제 vs. 험리브라		
요소	기존 치료제	험리브라
치료 목적	보충/일상적 예방	일상적 예방
투여 주기	주 2~3회	4주에 1회
주사 형태	정맥 주사	피하 주사
항체 여부	비항체	항체/비항체
급여 적용 용량 제한	O	X

출처: SMIC 2팀

그림 4-6. Roche의 험리브라 매출액 (단위: 십억 원)



출처: 한국혈우재단, SMIC 2팀

### 4.3. 험리브라 적용을 가로막던 급여 적용 기준, 이제는 우리의 편

건강보험공단  
험리브라는 항체환자만

동사는 험리브라의 국내 판권을 '17년에 확보하였으며, '19년 식약처의 허가를 받아냈다. 그러나 압도적인 편의성에도 불구하고 **지금까지는 거의 사용되지 못하였다**. 험리브라는 건강보험공단이 기존 치료제에 **항체가 생긴 환자에 대해서만 험리브라의 급여 적용을 인정했기 때문**이다. '19년 기준, 험리브라 사용에 급여가 적용되는 고허체 환자는 27명으로 전체 **중증 A형 혈우병 환자의 2.1%**에 불과하다.

일정 비율로  
중화항체 형성

기존 치료제의 경우, 제 8인자를 직접 투여하는 방식이기에 일정 비율로 해당 인자에 대한 **중화항체가 만들어지며, 중화항체가 혈액응고인자를 억제**하여 기존 치료제가 효과를 보이지 못한다. 이런 경우, 제 8인자가 아닌 **우회인자제제를 투여**하거나 **면역관용요법을 통해 항체를 제거**해야 한다. 그러나 우회인자제제의 경우 기존 치료제에 비해 효과가 떨어지거나, 반감

기가 짧아 수 시간에 한 번씩 투여해야 하는 등 현실적으로 기존 치료제를 대체하기에 부족하며, 면역관용요법의 경우 그 성공률이 30~80% 수준이라 실패 사례가 많이 발생한다.

27명에 불과한  
급여 적용 대상

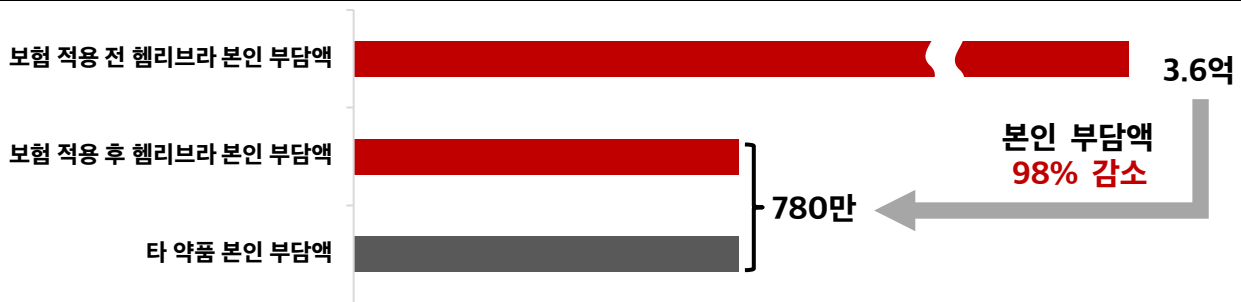
헴리브라는 모자란 인자를 직접 투여하는 것이 아니라, 다른 인자와 결합하여 모자란 인자를 생체학적으로 모방하는 방식의 치료제이다. 따라서 중화항체가 발생하지 않으며, 항체환자와 비항체환자를 가리지 않고 부작용 없이 쓸 수 있는 치료제이다. 그러나 건강보험공단은 헴리브라의 압도적인 편의성에도 불구하고 항체가 생겨 기존 치료제를 쓰지 못하는 환자들에게만 헴리브라 사용에 대해 급여 인정을 해주었던 것이다. 이들을 제외한 비항체 환자들은 헴리브라를 투여하면 전액을 환자가 부담해야 했다. 그 금액은 15kg 소아 기준으로 1년에 9천만원 수준, 60kg 성인 남성 기준으로 1년에 3억 6천만원 수준으로 사실상 투여가 불가능했다.

'23년 5월 1일부  
비항체 환자도 급여 적용

그러나 '23년 5월 1일부터 비항체 환자에 대해서도 건강보험 급여 적용이 가능해졌다. 건강보험의 본인부담액에는 상한제가 적용되며, '23년 기준 본인부담상한액은 780만원 수준이다. 건강보험 급여가 적용됨에 따라 환자 입장에서 사실상 기존 치료제와 연간 동일한 금액에 헴리브라를 투여할 수 있게 되었다. 헴리브라의 압도적인 편의성을 고려할 때 같은 가격이라면 사실상 모든 환자가 헴리브라를 선택할 것으로 전망된다.

그림 4-7. 보험 적용 전후 연간 본인부담액

(단위: 원)



출처: 식품의약품안전처, 국민건강보험공단, SMIC 2팀

추가대상 환자 수 239명  
예상청구액 486억 원

복지부는 추가적으로 헴리브라의 급여 적용 기준을 만족하는 비항체 환자 수를 약 239명 수준으로 추정하였으며, 1차연도 예상 청구액을 486억으로 제시하였다. '22년 기준 매출이 60억을 조금 넘는 수준임을 고려할 때, 헴리브라 매출액은 '23년과 '24년 폭발적으로 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

투자포인트 2를 정리하면 다음과 같다.

**첫째,** 혈우병 치료에 있어 일상적 예방요법에 대한 관심이 커지고 있으며, 그 중요성은 전체 환자의 대다수를 차지하는 중증환자에 있어서 더욱 두드러진다.

**둘째,** 헴리브라는 투약 빈도, 주사방법 및 제도적 측면에서 기존 치료제 대비 압도적인 편의성을 지니고 있으나, 극히 일부 경우를 제외하고는 건강보험이 적용되지 않았다.

**셋째,** 헴리브라의 건강보험 적용 기준이 확대되면서, 헴리브라를 기존 치료제와 같은 가격으로 투약할 수 있는 환자가 10배 이상 증가하였다. 헴리브라의 압도적인 편의성을 고려할 때, 이들 중 대부분이 헴리브라를 투약할 것으로 전망된다.

상기 논리에 따라, 본 보고서에서는 동사의 헴리브라 매출이 향후 몇 년간 가파르게 성장할 것으로 전망한다.

## 5. +α 동사의 미래에 대하여

그림 5-1. 동사의 '15~'16년 주가추이

(단위: 원)



출처: 한국거래소, SMIC 2팀

낮은 multiple 을  
받고 있는 동사

동사의 주가 움직임을 다시 한번 살펴보자. 움직임이 미비했던 동사의 주가는 '15년 4월초 약 16,000원에서 '16년 고점인 90,320원까지 460% 상승했다. 앞서 주가 분석에서 서술한 바와 같이 이는 동사의 Wnt, STAT 신호전달과정 타겟 신약 파이프라인에 대한 기대감 때문이었다. 도대체 시장은 왜 동사의 파이프라인에 이리도 열광한 것일까? 후술할 내용에서는 JW중외제약의 R&D 경쟁력에 대해 다뤄보고자 한다.

### 5.1. 시스템 생물학이란?

시스템 생물학  
= 생물학 + 컴퓨터

동사의 R&D 방향성을 이해하기 위해서는 시스템 생물학이라는 분야에 대한 이해가 선행되어야 한다. 시스템 생물학이란 생물학 연구에 응용수학, 정보과학, 프로그래밍 등의 전산학을 접목하여 분자 수준의 연구를 진행하는 학문이다.

생명체 시스템 원리  
: 신호전달

생명체 시스템의 작동 원리는 바로 신호전달이다. 이러한 신호전달과정은 수십, 수백개의 연쇄적인 반응을 통해 이루어지는데 현재 밝혀진 인간의 신호전달 과정은 17개며, 이에 관여하는 반응은 수천 종류를 상회한다. 이중 단 한 개의 반응이라도 오류가 발생하게 되면 생명체 시스템의 문제가 발생하게 된다. 이 오류가 바로 질병의 발생 원인이다.

신호전달과정은  
그물망처럼 얽힘

약제는 신호전달과정의 오류를 수정하는 역할을 담당한다. 그러나 신호전달 과정이 서로 그물망처럼 얽혀 있기 때문에 A 반응의 오류를 고치기 위한 약이 B 반응의 오류를 유발할 수 있으며, 이때 약의 부작용이 발생한다. 이러한 부작용을 확인하기 위해 기존 신약 개발 방식은 수만개의 후보 물질들을 선정하여 합성한 후 임상을 통해 최종 후보군을 선정하는 방식을 사용하였다.

시스템 생물학의 시작 연구가 진행됨에 따라 인체 시스템에 대한 이해도가 높아지면서, 부작용을 예측할 수 있는 과학적 데이터가 쌓이기 시작했다. 하지만 전세계적으로 쏟아지는 방대한 데이터를 일일이 확인하는 것은 불가능에 가까웠다. 이를 해결하고자 생명과학 연구 방법론에 컴퓨터과학이 도입되기 시작했고 생물학 데이터들을 한번에 처리할 수 있는 학문인 시스템 생물학이 시작되었다.

시스템 생물학  
: 신약 연구에 필수

시스템 생물학의 발전은 불필요한 후보 물질들의 합성과정을 축소해주었고, 제약사들은 천문학적 시간과 비용을 절감할 수 있었다. 이제 시스템 생물학은 신약 합성을 위해서 없어서는 안될 핵심적인 학문으로 자리잡았다. 생물학 연구도 디지털화가 핵심인 시대가 도래한 것이다.

## 5.2. 현명했던 R&D 투자

난이도가 높은  
Wnt, STAT 타겟 연구

동사는 시스템 생물학의 중요성을 일찍이 인지하고 '00년대 초반부터 R&D 역량을 쏟아 부어 신호전달과정 데이터 베이스를 구축하였다. 그 결과 밝혀진 신호전달 과정 중 2개인 Wnt, STAT 신호전달과정에 대한 데이터 베이스 클로버(STAT), 주얼리(Wnt)를 보유한 국내 유일의 기업으로 거듭났다. 이런 선제적인 투자에도 불구하고 신약 개발 성과가 없었는데, 그 이유는 동사가 타겟으로 하는 신약 개발 난이도가 너무나도 높기 때문이다.

빅파마들도 실패한  
Wnt, STAT 연구

Wnt 타겟 신약 개발의 경우 전 세계적으로 유일하게 노바티스가 고행암 치료제 개발을 위해 임상 1상을 하고 있을 뿐 임상 2상에 진입한 케이스는 없다. STAT 타겟 또한 마찬가지로 일본 다이니폰스미토모제약과 오츠카제약이 임상 1상을 진행하던 중 약효와 독성 문제로 포기했으며 그 이후로 유의미한 진척사례는 없다. Wnt, STAT 신호전달과정의 오류는 직장암, 소아 신장암 등 치명적인 질병을 유발하는 것으로 밝혀진 만큼 중요도가 매우 높으나, 높은 연구 난이도로 인해 이들을 타겟으로 하는 신약은 아직 단 한 개도 개발되지 못했다.

그림 5-2. 동사의 핵심 R&D 파이프라인 상세 진행상황

동사의 핵심 R&D 파이프라인							
품목	질병명	임상단계	연구기간	타겟	라이선스 아웃	총 계약 금액	예상 임상 발표 일자
JW1601	아토피	임상 2상 진행	4년	H4R	Leo Pharma	\$402,000,000	'23년 하반기~'24년 상반기
URC102	항동풍	임상 3상 준비	13.2년	URAT1	SIMCERE	\$70,000,000	
JW0061	탈모	임상 1상 준비	3년	Wnt			

출처: JW중외제약, SMIC 2팀

앞서 나가는 동사

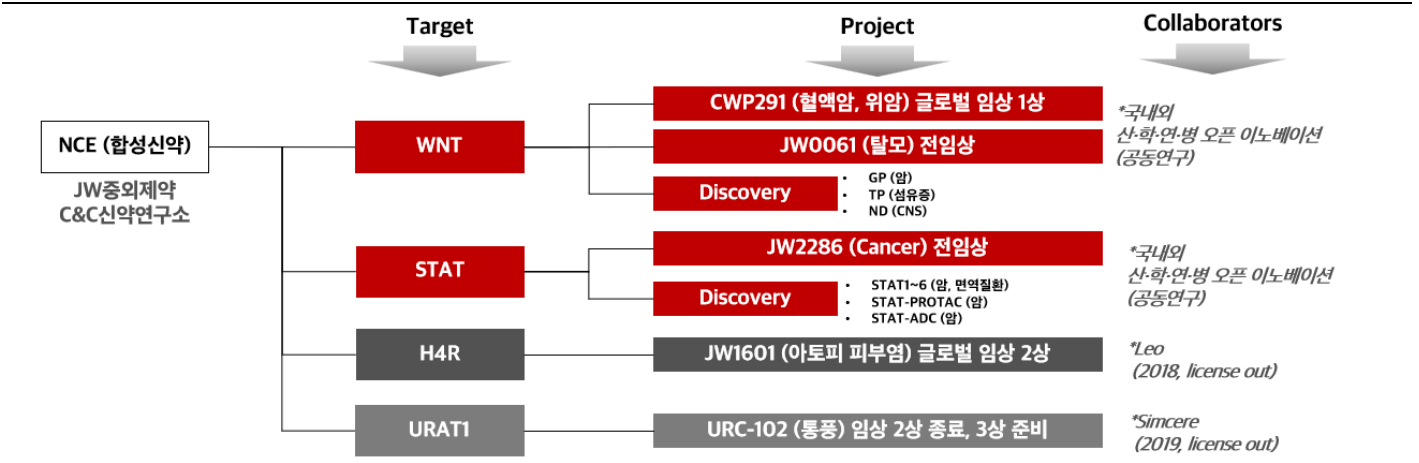
하지만 동사는 선제적인 투자를 통해 개발한 데이터 베이스 클로버와 주얼리를 통해 성공적인 R&D 결과를 얻어내고 있다. 클로버를 활용하여 얻어낸 통풍치료제 후보물질 URC102는 임상 3상 모집중에 있으며, 아토피 치료제 후보물질 JW1601은 임상 2상 진행중으로 전세계 H4R 타겟 물질 중 가장 앞선 임상 단계에 있다. JW1601은 세계 피부질환 1위 제약사 Leo Pharma와 전임상 단계에서 라이선스 아웃에 성공하였고 세계적 제약사 노바티스가 연구 진행중 포기한 약물인만큼 이 또한 난이도가 매우 높다.

선제적인 투자로  
성공적인 R&D

정리하자면 ① 시스템 생물학의 중요성을 미리 인지한 동사는, 선제적인 투자를 통해 신호전

달과정 데이터 베이스를 구축하였다. ② 타겟으로 하는 신호전달과정의 난이도가 너무 높아 신약개발 성과는 아직 나오지 않았지만 ③ 막대한 금액을 투자한 데이터 베이스 주얼리, 클로버 덕분에 동일 분야를 연구하는 해외 대형 제약사들 보다도 R&D 성과에서 앞서고 있다.

그림 5-3. 동사의 총 R&D 파이프라인



출처: JW중외제약, SMIC 2팀

JW 중외제약에 주목!

동사는 R&D 능력이 부족한 제약사가 결코 아니다. 지금까지 신약 개발 성과가 없었던 이유는 개척되지 않은 길을 헤쳐나가고 있기 때문이다. 앞서 설명하였듯, 동사가 진행하고 있는 연구의 잠재력은 매우 높기에 임상이 발표될 것이라는 소식이 전달되면 시장은 이를 주가에 즉시 반영한다. 고질적인 문제였던 이익체력 개선이 확실시되는 지금, 세계적 R&D 성과를 가진 동사에 주목하라.

## 6. Issue & Risk

그림 6-1. 동사 RCPS 발행내역

JW중외제약 최근 RCPS 발행내역					
발행차수	발행대상	만기	전환가액	전환가능주식수	잔여 전환가능주식수
2차	NH투자증권 외 12	'26년 08월 07일	58,300	505,996	소각완료
3차	케이디비씨폴라리스 사모 외 1	'26년 08월 07일	58,300	231,560	소각완료
4차	JW홀딩스	'26년 08월 07일	54,246	1,270,236	1,270,236

출처: JW중외제약, SMIC 2팀

동사는 전환상환우선주(RCPS) 전환으로 인한 EPS 희석 우려가 존재한다. 그러나 '16년에 발행한 2,3,4차 RCPS 중 2,3차 RCPS는 모두 소각완료 된 상태이며, JW홀딩스가 참여한 4차 RCPS 물량만 남아있는 상황이다. 낮은 주가 레벨에 따라 전환가액은 지속적으로 조정되고 있지만 아직 전환가액이 54,246원으로 현재 주가보다 2.2배 높다. 따라서 본 보고서가 바라보고 있는 horizon 내에서 전환될 확률은 매우 희박하다고 판단한다. 하지만 본 보고서에서 보수적인 추정을 위하여 Diluted EPS를 반영하여 추정하였다.

## 7. 매출추정

동사의 매출은 리바로 패밀리, 헴리브라, 일반수액, 영양수액, 기타 매출로 구분할 수 있다. 동사의 '23년, '24년 매출 추정 논리는 다음과 같다. 상세한 추정을 위해 각 항목별 데이터는 사업보고서 II. 사업의 내용 - 4.매출 및 수주사항 항목에 있는 데이터를 사용하였다.

### 7.1. 리바로 패밀리 매출 추정

동사의 리바로패밀리 매출은 리바로&리바로브이, 리바로젯으로 구분하여 추정하였다. 리바로 &리바로브이의 경우 고지혈증 치료제 시장은 성장하고 있고, 리바로 제형인 피타바스타틴의 선호도가 증가하고 있으나, 복합제 시장의 성장으로 인해 단일제의 M/S는 감소하고 있는 상황이다. 또한, 리바로로 경우 특허가 만료되어 시장에 수많은 제네릭 의약품이 존재하기 때문에 과거 복합제 시장의 폭발적인 성장에도 리바로&리바로브이의 매출액의 변화가 거의 존재하지 않았기에 위 요인들의 상쇄효과를 반영하여 '22년 average flat으로 추정하였다.

'23, '24년 리바로젯의 매출 공식은 아래와 같이 표현된다.

$$\text{매출} = \text{'22년 스타틴 에제티미브 복합제 시장규모} \times \text{성장률} \\ \times \text{피타바스타틴 에제티미브 복합제의 MS} \times \text{리바로젯의 MS} \times \text{제약사 마진}$$

[그림 3-6]에서 확인할 수 있듯, '22년 스타틴 에제티미브 복합제 시장규모는 7,500억이고, 연평균 성장률은 27%이며, 제약사의 마진은 '22년 데이터를 이용하여 역산하여 추정하였다.

#### 1) 피타바스타틴 에제티미브 복합제의 M/S추정

'23년 고지혈증 복합제 시장 내 피타바스타틴/에제티미브 복합제의 M/S를 추정하기 위해 '15년 로수바스타틴/에제티미브 복합제의 시장 침투 과정을 proxy로 사용하였다. 지정 근거는 다음과 같은 점에서 엮을 수 있는 침투 논리의 유사성이다.

1. 당시 가장 높은 M/S를 차지하고 있었던 스타틴 제형은 아토르바스타틴이며, 새로 시장에 침투하였던 로수바스타틴은 아토르바스타틴 대비 콜레스테롤 감소 효과와 당뇨에 미치는 효과가 우수하다는 점에서 주목받으며 M/S를 늘려나갔다.
2. 현재 고지혈증 복합제 시장에서 가장 높은 M/S를 차지하고 있는 스타틴 제형은 로수바스타틴이며, 새로 시장에서 주목받고 있는 피타바스타틴은 로수바스타틴 대비 당뇨에 대한 부작용이 적다는 점에서 주목받고 있다.

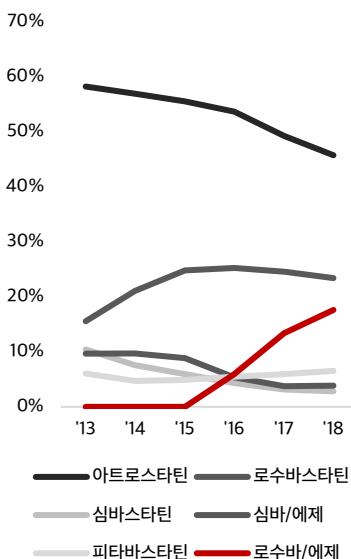
즉, 현재 피타바스타틴은 '15년 로수바스타틴과 비슷한 논리로 M/S를 늘려가고 있다고 판단할 수 있으므로 과거 로수바스타틴의 점유율 성장률을 proxy로 지정하여 m/s를 추정하였다.

#### 2) 리바로젯의 M/S추정

현재 리바로젯은 피타바스타틴 복합제 시장을 독점하고 있는 상황이나, '24년부터는 안국약품에서 총 4개의 기업과 같이 공동으로 개발비를 부담하고, 안국약품에서 생산한 같은 제형의 약에 다른 상표만 붙여 판매하는 방식으로 시장에 진입할 예정이다. 이에 따른 리바로젯의 M/S감소는 proxy 선정 시점 당시 M/S 1위를 차지했던 한미약품의 점유율 76%를 proxy로 선정하여 추정하였다.

위에서 proxy로 사용하였던 사례에서 M/S 1위 업체인 한미약품과 2위 업체인 유한양행 간

과거 점유율 추이



시장 진입 시점에서 차이가 1년 미만에 불과했다. 반면, 리바로젯의 경우 '21년 10월에 시장에 진입하였으며, 경쟁자 시장 진입 시점은 빨라야 '23년 말로 예상되는 바, 2년간의 시장 선점 기회가 존재한다. 즉, 리바로젯의 시장 선점 효과를 고려하면 proxy로 추정된 리바로젯의 M/S는 충분히 합리적인 추정이라고 판단한다.

더욱이 기존에 리바로젯을 이용해왔던 소비자들은 약을 바꿀 유인이 없으므로 이에 따른 M/S의 하락은 크지 않을 것이며, '24년 10월까지 연장된 약가 가산 정책에 의해 수익성 악화 또한 제한적일 것이다. 상기 논의를 종합한 리바로패밀리의 매출 추정 결과는 다음과 같다.

리바로젯 패밀리 매출 추정			
(단위: 백만 원)	2022	2023E	2024E
스타틴 복합제 시장규모	750,000	952,500	1,209,675
(×) 에제티미브 복합제 M/S	4%	9%	12%
(×) 리바로젯 M/S	100%	100%	76%
<b>리바로젯 처방액</b>	<b>29,674</b>	<b>85,417</b>	<b>108,733</b>
<b>리바로&amp;리바로비 처방액</b>	<b>93,542</b>	<b>93,542</b>	<b>93,542</b>
(×) 제약사 마진	93%	93%	93%
<b>리바로패밀리 매출</b>	<b>114,624</b>	<b>166,481</b>	<b>188,171</b>

## 7.2. 헴리브라 매출 추정

투자포인트 2의 논리에 입각한 헴리브라의 '23년 및 '24년 매출추정 논리는 다음과 같다.

- 1) '23년 1월 ~ 4월까지 매출은 '23년 1분기 매출액을 기간 비례하여 추정하였다. '23년 1분기 3개월 간의 매출이 16억원임에 입각하여, 4개월 간의 매출은 21.33억으로 추정된다.
- 2) '23년 5월 ~12 월의 매출액은 건강보험공단의 예상청구액을 기준으로 추정을 진행하였다. 예상청구액은 건강보험공단과 환자가 부담해야하는 최종 소매가이며, 공단은 1차연도(등재일로부터 1년) 예상청구액을 486억원으로 추정하였다.

다만, 일반적으로 신약에 대해 보험급여를 적용할 때에는 제약사가 건강보험공단이 위험을 부담하는 계약이 체결된다. 헴리브라에 대해서는 특정 금액 이상 청구가 되면 제약사가 초과분을 공단에 환급하는 총액제한형 위험분담계약이 적용된다. 따라서 정해진 CAP을 넘어서는 부분은 매출효과가 없다. 동사가 헴리브라에 대해 예상청구액보다 낮은 수준에서 CAP을 제시함에 따라, 예상청구액 대비 CAP의 비율을 90%로 설정하여 실질적인 최종 소매가를 437.4억으로 추정하였다. 현재 건강보험공단 세부운영기준에 따른 CAP의 비율이 100%라는 점, 동사가 헴리브라의 국내 독점 유통권을 가지고 있다는 점 등을 고려할 때, 충분히 보수적인 추정으로 판단된다.

또한 리바로 등 동사 파이프라인에서 최종소매가 대비 동사 매출의 비율이 약 93% 수준임을 고려하여 보수적으로 90%를 적용, 1차연도 매출액을 393.66억으로 추정하였으며, 이 중 8개월분인 262.44억을 '23년 5월~12월 매출로 추정하였다.

- 3) '24년 1월 ~ 4월 매출은 상기한 '23년 논의에서 추정된 1차연도 매출액 중 4개월 분으로 추정하였다.
- 4) '24년 5월 ~ 12월 매출을 추정하기 위하여, 1차연도 매출액 437.4억으로부터 Implied 투여 환자 수를 추정하였다. 보험 급여 적용 전 헴리브라 투여 환자 수가 23명임과 '23년 1분기 매출액이 16억원임에 착안하여, 연 환자 1인당 매출액을 2.78억원으로 추정하였고, 예상청구액 486억에 최종 소매가 대비 매출 비중인 90%를 곱한 437.4억을 2.78억으로 나눠, 1차연

도 Implied 투여 환자 수를 157명으로 추정하였다. 기존 투여 환자 23명과 건강보험공단에서 예측한 추가 급여 적용 대상 환자 239명을 고려할 때, 전체 헴리브라 투여 가능 환자 수는 262명이며, 이에 따라 1차연도의 Implied 점유율은 60%이다.

투자포인트 2에서 상기한 본 보고서의 논리에 따르면, 건강보험 급여가 적용될 경우 헴리브라가 모든 면에서 기존 치료제보다 우월하기에, 결과적인 점유율은 95% 이상으로 상승할 것으로 예측한다. 다만, 환자들의 제약 지식 부족으로 인하여 점유율이 충분히 빠르게 상승하지 않을 가능성을 고려하여, 보수적으로 2차연도 점유율 80%, 투여 환자 수 210명으로 추정하였다. 이에 기반하여 2차연도 매출은 524.91억으로 추정하며, '24년 5월~12월 매출은 이를 8개월 기간 환산하여 349.94억으로 추정한다. 상기 논의를 종합하여 '24년 최종 헴리브라 매출액은 481.16억으로 추정한다. 상기 논의를 종합한 '23년 및 '24년 매출은 다음과 같다.

'23년 헴리브라 매출 추정		'24년 헴리브라 매출추정	
(단위: 백만 원, %)		(단위: 백만 원, 명, %)	
23년 매출 추정		24년 매출 추정	
기존 상황 연 평균 매출액	6,400	1차연도 매출액	39,366
'23년 1~4월 매출액	2,133	'24년 1~4월 매출액	13,122
1차연도 표시가격 기준 예상청구액	48,600	1인당 매출액	278
예상청구액 대비 CAP 비율	90.0%	1차연도 Implied 환자 수	157
1차연도 CAP	43,740	1차연도 Implied 점유율	60.0%
매출/소매가격	90.0%	목표 점유율	80.0%
1차연도 매출	39,366	2차연도 환자 수	210
'23년 5~12월 매출	26,244	2차연도 매출액	52,491
'23년 매출	28,377	'24년 5~12월 매출액	34,994
		'24년 매출액	48,116

### 7.3. 일반수액, 영양수액, 기타매출 추정

일반 수액의 경우 팬데믹 시기 입원 환자수의 감소로 인해 매출이 감소하였으나, 엔데믹으로 인해 다시 정상적인 수요가 회복 중이기에 매출 또한 회복될 것이다. 따라서 보수적인 추정을 위하여 '23년, '24년 매출은 '19년 수준 매출으로 회복할 것으로 추정하였다.

영양수액의 경우 팬데믹에도 불구하고 영양수액 요법이 성행하면서 매출은 점점 성장할 것으로 전망된다. 현재 경쟁사 HK이노엔의 CAPA 확장으로 인한 M/S 축소가 우려될 수 있지만, 동사 또한 CAPA확장이 계획되어 있기 때문에 시장성장 수준의 매출액 증대가 발생할 것으로 추정된다. 이에 따라 영양수액의 매출은 시장성장률 6%를 반영하여 추정하였다.

기타매출은 동사가 판매하는 수많은 다른 약, 의료기기로부터 발생하는 매출이다. 기타 매출의 경우 성장세를 꾸준히 이어오고 있다는 점을 반영하여 '23,'24년 매출을 추정하였다.

상기 논의를 종합하여 추정한 동사 매출은 다음과 같다.

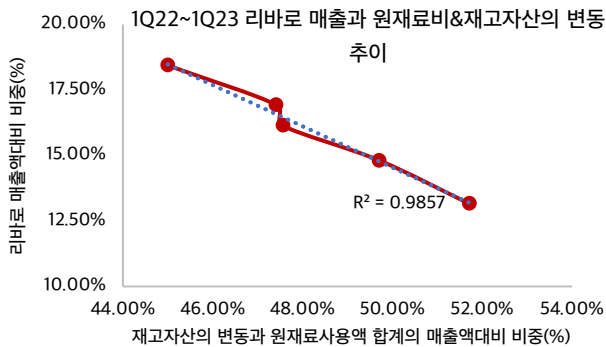
JW중외제약 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
리바로	49,726	53,793	67,453	70,798	78,944	114,624	34,043	166,481	188,171
헴리브라	-	-	-	1,000	4,400	6,200	1,600	28,377	48,116
일반수액	81,541	89,172	90,060	80,343	80,565	85,674	20,734	90,060	90,060
영양수액	84,713	90,399	96,671	102,697	111,185	131,373	30,994	139,255	147,611
기타	286,939	303,818	256,418	287,797	326,721	339,016	84,000	351,311	363,606
합계	502,919	537,182	510,602	542,635	601,815	676,887	171,371	775,485	837,564

## 8. Valuation

### 8.1. 매출원가 추정

매출원가 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
매출	537,182	511,335	547,336	606,585	684,351	173,383	775,485	837,564
매출원가	340,142	350,216	369,810	372,209	396,397	97,633	413,700	431,051
매출원가율(%)	63.32%	68.49%	67.57%	61.36%	57.92%	56.31%	53.35%	51.46%
재고자산의 변동	187,959	200,116	202,999	204,526	224,686	54,856	228,308	239,118
사용된 원재료	86,566	93,809	93,782	94,936	96,219	22,096	91,961	96,316
급여	18,815	26,694	23,446	23,526	25,035	6,634	31,903	32,036
퇴직급여	2,469	2,641	2,928	3,149	3,311	673	3,908	4,113
복리후생비	861	882	857	897	814	284	1,118	1,139
감가상각비	9,101	11,597	11,452	9,517	8,986	4,071	11,681	10,238
무형자산상각비	4,020	4,102	2,967	1,195	2,031	378	1,853	1,784
용역수수료	3,263	5,470	5,777	6,099	6,558	1,880	7,927	8,462
기타 매출원가	27,087	4,906	25,602	28,362	28,758	6,762	35,040	37,845

매출원가는 재고자산의 변동, 사용된 원재료, 급여 관련 계정, 감가상각비 관련 계정, 용역수수료, 기타 매출원가로 분류하여 추정하였다. 재고자산의 변동과 사용된 원재료는 동사 매출에 연동되는데, '20년부터 매출액대비 비중이 감소하는 양상을 보인다. 그 이유는 '20년부터 원재료를 내재화한 리바로 관련 매출이 늘어나기 때문이다. 따라서 '23년과 '24년의 재고자산의 변동, 사용된 원재료는 리바로 매출 비중을 고려하여 추정하였다. 급여 관련 계정은 직원 수와 1인당 평균 급여를 고려하여 추정하였다. 감가상각비 관련 계정은 [App.3.]에 자세한 추정 과정을 수록하였고, 용역수수료와 기타 매출원가는 변동비적 성격을 띄고 있기에 매출에 연동하여 추정하였다.



급여관련 계정 추정 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
급여	70,067	76,440	71,982	70,609	72,715	16,885	81,204	81,541
매출원가 급여	18,815	26,694	23,446	23,526	25,035	6,634	31,903	32,036
판관비 급여	51,252	49,746	48,536	47,083	47,680	10,251	49,301	49,505
매출원가 비중(%)	26.85%	34.92%	32.57%	33.32%	34.43%	39.29%	33.81%	33.53%
판관비 비중(%)	73.15%	65.08%	67.43%	66.68%	65.57%	60.71%	66.19%	66.47%
직원수	1179	1223	1152	1190	1218	1259	1338	1338
1인당 평균 급여	59	63	62	59	60	13.4	61	61
매출원가								
퇴직급여/급여(%)	13.12%	9.89%	12.49%	13.39%	13.23%	10.14%	12.25%	12.84%
복리후생비/급여(%)	4.58%	3.30%	3.66%	3.81%	3.25%	4.28%	3.51%	3.56%
판관비								
퇴직급여/급여(%)	8.26%	9.53%	10.50%	11.01%	10.32%	9.36%	10.34%	10.54%
복리후생비/급여(%)	6.64%	5.50%	5.94%	7.67%	6.95%	9.12%	6.51%	6.77%

### 8.2. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
매출	537,182	511,335	547,336	606,585	684,351	173,383	775,485	837,564
판매비와관리비	91,471	91,889	93,121	122,012	129,523	55,426	264,935	296,123
판매비율(%)	17.03%	17.97%	17.01%	20.11%	18.93%	31.97%	34.16%	35.36%
급여	51,252	49,746	48,536	47,083	47,680	10,251	49,301	49,505
퇴직급여	4,234	4,739	5,096	5,185	4,923	960	5,098	5,220
복리후생비	3,404	2,735	2,883	3,613	3,312	935	3,212	3,351
감가상각비	2,188	2,552	2,888	2,400	2,266	1,027	2,891	2,534
무형자산상각비	1,638	1,315	1,076	434	736	137	672	647
사용권자산상각비	-	1,937	2,305	2,566	2,817	1,035	4,140	7,713
경상개발비	21,268	25,220	22,943	19,884	33,736	7,245	46,676	63,903
판매촉진비	2,866	1,445	1,609	2,370	3,754	857	4,254	4,595
광고선전비	7,168	7,555	7,512	8,077	8,351	2,215	10,472	11,045
해외시장개척비	6,168	8,554	5,946	7,969	10,568	2,974	10,890	11,200
용역수수료	23,155	21,341	23,356	40,884	43,830	11,537	50,967	54,345
기타 판매비와관리비	52,113	52,994	54,698	62,712	63,021	16,253	76,362	82,065

판매비와관리비는 급여 관련 계정, 감가상각비 관련 계정, 경상개발비 등으로 분류하여 추정하였다. 급여 관련 계정은 매출원가와 동일하게 추정하였고, 감가상각비 관련 계정은 [App.3.]에 자세한 추정 과정을 수록하였다. 경상개발비는 동사의 연구개발비 추이를 바탕으로 향후 연구개발비용을 추정한 후 과거 경상개발비의 비중을 고려하여 추정하였다. 상세 추정 Table은 [App.4.]에 수록하였다. 여타 계정들은 변동비적 성격을 띄므로 매출에 연동하여 추정했다.

### 8.3. 영업외손익 추정

영업외손익								
(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
영업외손익	(11,153)	(14,697)	(10,718)	(9,519)	(16,250)	597	(5,045)	(9,526)
금융손익	(11,281)	(17,029)	(12,160)	(10,046)	(8,932)	(134)	(7,217)	(11,566)
이자손익	(8,679)	(11,151)	(6,958)	(5,682)	(4,065)	(1,038)	(8,613)	(12,222)
외환손익	(1,118)	(1,651)	(2,488)	(554)	(937)	(398)	(398)	-
외화환산손익	502	415	(1,376)	(372)	(1,363)	1,262	1,262	-
배당금손익	2,466	2,081	1,654	326	493	164	655	655
전환상환우선주관련손익	3,018	(2,321)	-	-	-	-	-	-
금융보증손익	(3,325)	(1,460)	(1,033)	(1,376)	-	-	-	-
파생상품관련손익	-	-	-	(1,179)	5,455	(10)	(10)	-
기타금융손익	(4,145)	(2,944)	(1,959)	(1,210)	(8,515)	(113)	(113)	-
기타손익	128	2,332	1,442	528	(7,318)	731	2,171	2,040
임대료손익	2,140	720	551	4	4	1	4	4
수수료손익	1,689	1,757	1,654	2,424	1,863	445	1,779	1,779
유형자산관련손익	42	18	(12)	(1,048)	3	(0)	(0)	-
무형자산관련손익	(410)	(85)	-	-	(4,821)	-	-	-
투자부동산관련손익	(1,168)	(879)	(488)	11	-	-	-	-
대손상각비관련손익	-	-	-	(352)	(2,470)	131	131	-
관계기업투자주식관련손익	-	255	(760)	-	-	-	-	-
기부금	(82)	(156)	(130)	(174)	(431)	(18)	(431)	(431)
잡손익	(301)	55	627	(337)	(1,115)	172	689	689
이외의 기타손익	(1,781)	647	-	-	(350)	-	-	-

성격상 대응되는 계정은 합산하여 '손익'개념으로 추정하였다. 금액적 중요성이 낮고, 추정이 난해하며, 일시적인 손익은 average 또는 0 flat 처리하였다. 이자비용은 각 이자발생부채들의 이자율과 만기기간들을 고려하여 추정하였다. 보수적으로 이자발생부채가 전부 롤오버 된다고 가정하여 추정하였다. 이자비용 추정 Table은 [App.5.]에 수록하였다.

### 8.4. 법인세비용 및 비지배지분 순이익 추정

법인세비용 추정								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
법인세비용차감전순이익	10,234	(34,335)	(13,205)	20,533	45,362	20,752	91,127	100,187
법인세비용	(2,177)	9,060	2,070	21,974	15,509	5,346	20,588	22,681
유효법인세율(%)	-21.28%	-26.39%	-15.68%	107.02%	34.19%	25.76%	22.59%	22.64%

법인세비용은 과세구간별로 구간법인세율과, 지방세율을 고려하여 추정하였다. 한편, 비지배지분의 존재로 비지배지분의 존재로 '23년과 '24년의 비지배지분 순이익을 추정해야 한다. 하지만 사실상 추정이 불가능하고, 1분기 기준 전체 당기순이익 대비 비중이 -0.78% 수준이므로 당기순이익을 지배지분순이익에 적용하여 추정하였다.

### 8.5. 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 다음과 같다.

손익계산서								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
매출액	537,182	511,335	547,336	606,585	684,351	173,383	775,485	837,564
YoY(%)	6.81%	-4.81%	7.04%	10.83%	12.82%		13.32%	8.01%
리바로	53,793	67,453	70,798	78,944	114,624	34,043	166,481	188,171
헬리브라	-	-	1,000	4,400	6,200	1,600	28,377	48,116
일반수익	89,172	90,060	80,343	80,565	85,674	20,734	90,060	90,060
영양수익	90,399	96,671	102,697	111,185	131,373	30,994	139,255	147,611
기타	303,818	256,418	287,797	326,721	339,016	84,000	351,311	363,606
매출원가	340,142	350,216	369,810	372,209	396,397	97,633	413,700	431,051
매출총이익	197,040	161,119	177,526	234,376	287,955	75,750	361,785	406,513
GPM(%)	36.68%	31.51%	32.43%	38.64%	42.08%	43.69%	46.65%	48.54%
판매비와관리비	175,456	180,133	178,849	203,176	224,994	55,426	264,935	296,123
영업이익	21,584	(19,014)	(1,323)	31,200	62,961	20,324	96,850	110,390
OPM(%)	4.02%	-3.72%	-0.24%	5.14%	9.20%	11.72%	12.49%	13.18%
영업외손익	(11,153)	(14,697)	(10,718)	(9,519)	(16,250)	597	(5,045)	(9,526)
관계기업관련손익	(197)	(624)	(1,164)	(1,149)	(1,349)	(169)	(678)	(678)
법인세비용차감전순이익	10,234	(34,335)	(13,205)	20,533	45,362	20,752	91,127	100,187
법인세비용(수익)	(2,177)	9,060	2,070	21,974	15,509	5,346	20,588	22,681
당기순이익	8,057	(25,275)	(15,275)	(1,441)	29,853	15,406	70,539	77,505
NPM(%)	1.50%	-4.94%	-2.79%	-0.24%	4.36%	8.89%	9.10%	9.25%
자배지분순이익	8,057	(25,275)	(15,241)	(968)	31,892	15,526	70,539	77,505
비지배지분순이익	-	0	(34)	(474)	(2,039)	(121)	-	-

## 8.6. Valuation - Peer PER Method

### 8.6.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서의 논리에 따르면, 동사는 리바로젯과 헬리브라의 드라마틱한 성장과 엔데믹을 맞아 회복하는 수액판매에 힘입어 Top-line과 Bottom-line이 성장할 것이다. 또한, '21년부터 원재료를 내재화한 리바로 매출의 증가는 GPM의 구조적 개선을 이끌 것이다. 이에 더해, 사력을 다하고 있는 연구개발은 추후의 파이프라인 가치를 기대하게 한다. 따라서, 큰 폭으로 증가하는 실적을 반영할 수 있는 PER Method를 선정하였다. PER Method에서도, 유사 기업의 PER에 기반한 Peer PER Method를 선정하였다. 과거에는 현재처럼 꾸준히 순이익을 창출한 기간이 부재했기 때문에, Historical PER Method는 부적합하다.

### 8.6.2. Peer 선정: 종근당, 동국제약

제약사별 시장 컨센서스 PER Multiple 현황				
사명	사업내용 및 R&D 현황	TTM	23F	24F
삼성바이오로직스	대형 바이오시밀러, CDMO	68.36	70	61.93
유한양행	신약개발, 임상 3상 4건, 2상 1건, 1상 4건	47.03	40.84	29.6
셀트리온	대형 바이오시밀러, CDMO	46.8	39.53	32.92
한미약품	신약개발, 임상 3상 1건, 2상 7건, 1상 3건	45.14	29.85	26.22
녹십자	신약개발, 임상 3상 3건, 2상 6건, 1상 2건	22.25	28.76	22.02
HK이노엔	케이캡 수출, 미국 임상 3상 중	25.09	22.55	15.88
동아에스티	박카스, 바이오시밀러(스텔라라), 신약개발 2상 1건, 1상 1건	35.79	17.6	14.49
대웅제약	나보타(보톡스), 2개의 자체 개발중인 파이프라인	30.37	16.93	14.29
보령	카나브(자체개발, 고혈압), 고지혈증 복합제, 개량신약, 당뇨 제네릭, 바이오시밀러	14.07	14.77	12.98
동국제약	자체신약은 전임상 2건, 개량신약위주. 전문의약품, 일반의약품, 화장품 판매	13.21	12.5	10.66
종근당	자체신약 임상 3상 1건, 2상 3건, 1상 6건, 개량신약 위주.	13.27	11.85	11.26
JW중외제약	자체신약 임상 3상 1건, 2상 1건, 1상 2건, 다수의 개량신약.	18.62	10.50	9.05
대원제약	호흡기약위주 판매, 자체신약 임상 2상 1건	9.87	10.22	10.06
휴온스	제네릭, 뷰티, 전문의약품 판매, 신약개발 전무	17.2	8.58	7.72

국내 제약사들이 부여받고 있는 PER Multiple은 파이프라인 가치와 본업에서의 역량, 실적 전망에 따라 천차만별이다. 다양한 제약사 중에서, 본 보고서는 상황의 유사성과 R&D 파이프라인을 복합적으로 고려하여 종근당과 동국제약이 가장 적절한 Peer라고 판단하였다.

#### 1) Top-line과 Bottom-line의 개선

동사를 포함한 3개사는 각각 주요제품의 매출증대가 이어질 것이다. 동사는 리바로젯과 험리브라의 성장이 두드러질 것이고, 엔데믹을 맞아 수액판매량이 꾸준히 증가할 것이다. 종근당은 프로릴아주(골다공증 치료제), 글리아티린(뇌혈관 치료제)의 성장세가 지속될 예정이다. 한편 주요제품인 자누비아가 '23년 9월에 특허가 만료예정임에 따라 역 성장할 것이지만, 하반기에 출시 예정인 지텍(위염치료제)이 자누비아의 매출하락을 방어할 것으로 예상된다. 동국제약도 엔데믹을 맞아 일반의약품의 회복세와 전문의약품의 수출, 헬스케어 사업의 외형 성장이 있을 것이다.

이익률의 개선에 있어도 유사하다. 동사는 리바로 관련 제품의 판매량 증가로 GPM이 구조적으로 개선되고, 그 영향으로 OPM이 높아질 예정이다. 종근당도 신제품 출시를 바탕으로 제품믹스와 원가율이 개선될 전망이다. 동국제약은 과거 광고선전비 및 판매 수수료 증가로 인해 수익성이 악화되었지만, 홈쇼핑 매출 비중이 축소되고 있어 수익성이 개선될 여지가 있다.

## 2) R&D 파이프라인 비교

개발중인 파이프라인을 보면, 동사는 자체신약 임상 3상 1건, 2상 1건, 1상 2건에 다수의 개량신약 파이프라인이 있다. 종근당도 이와 유사한 상황이다. 반면 동국제약은 자체개발 신약은 전임상 2건에 불과하고, 나머지는 개량신약 위주로 파이프라인이 구성되어 있어 동사에 비해 부족하다고 판단된다.

PEER 그룹 비교				
유사성	JW중외제약	종근당	동국제약	
탑라인의 성장	리바로젯의 폭발적인 성장 예상 험리브라의 보험등재('23년 5월)로 성장 코로나 기간 지지부진했던 수액판매량 증가	프롤리아주(골다공증), 글리아티린(뇌혈관) 성장 자누비아는 복제약 출시로 역성장 하지만 신제품 매출 발생하며 보완될 것	헬스케어(화장품)부문의 외형성장 전문약품 수출로 매출 고성장 위드코로나로 특히 일반의약품의 회복세	
바텀라인의 개선	리바로관련 제품의 판매량 증가로 GPM의 구조적 개선	제품믹스개선으로 원가율 개선	광고선전비 및 판매수수료 증가로 악화됨 하지만 홈쇼핑 매출 비중이 점점 축소중	
파이프라인 현황	자체개발 신약 임상 3상 1건, 2상 1건, 1상 2건	자체개발 신약 임상 3상 1건, 2상 3건, 1상 6건	자체신약 전임상 2건, 개량신약 위주	
2022	GPM	42.08%	36.46%	57.41%
	OPM	9.20%	7.38%	8.28%
	NPM	4.36%	5.37%	8.27%
1Q23	GPM	43.69%	37.10%	56.21%
	OPM	11.72%	8.62%	10.68%
	NPM	8.89%	9.88%	8.91%
2023E	OPM	12.49%	7.81%	10.64%
	NPM	9.10%	5.81%	7.65%

## 3) 여타 제약사들을 동사의 Peer로 볼 수 없는 이유

대원제약의 '23년 영업이익과 당기순이익은 전년대비 감소할 것으로 추정된다. 대원제약은 코로나19기간의 감기약 발 매출 성장이 엔데믹을 맞아 꺾일 것이며, 이를 대비하는 파이프라인은 '24년이 되어서야 매출에 반영되어 힘든 '23년이 예상된다. 따라서 Top-line과 Bottom-line 성장이 예상되는 동사의 Peer가 될 수 없다. 휴온스는 전문의약품과 뷰티, 웰빙 사업을 동시에 영위하고, '22년에서야 개량신약사업에 진입하는 등 영위 사업과 역량수준에서 동사의 Peer로 볼 수 없다. 보령, 대응제약, 동아에스티 등은 자체개발 제품 또는 신약으로부터 해외수출 등의 매출이 발생하기 때문에 현 시점에서 Peer로 선정할 수 없다.

### 8.6.3. Target Multiple 선정과 최종 Valuation

Peer들과의 유사성은 2023년의 기대 상황을 기준으로 판단한 것이다. 따라서 종근당과 동국제약의 현시점 2023F PER을 평균한 12.18x를 현재시점 Target Multiple로 선정하였다.

#### 8.6.4. 목표주가 및 투자 의견

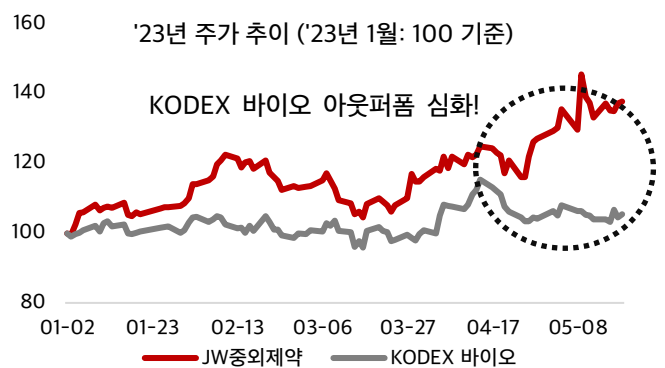
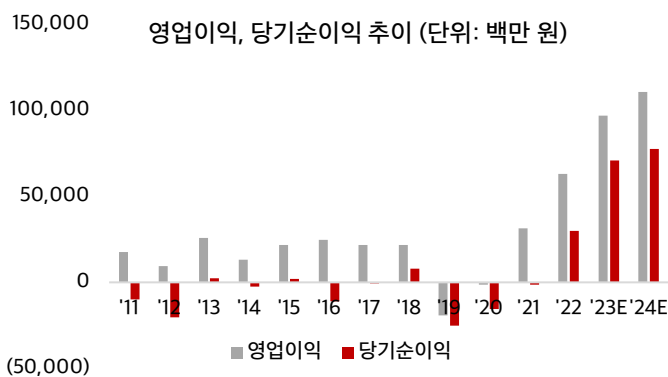
상기 논의를 종합해 2023E EPS 2,920원에 Target PER 12.18x를 곱한 35,600원을 현재시점 목표주가로 산출하였으며, 현재주가 24,600원 대비 상승여력 45%로 투자 의견 Buy를 제시한다. 이는 전환상환우선주의 희석까지 모두 고려한 목표주가로, 전환가액이 54,246원인 점을 고려하면 실질 상승여력과 목표주가는 51%의 37,200원이다.

PER Method (2023F)	
2023E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만 원)	70,539
유통가능주식수 (단위: 천 주)	24,154
<b>2023E EPS (단위: 원)</b>	<b>2,920</b>
Target PER Multiple	12.18x
<b>목표주가 (단위: 원)</b>	<b>35,600</b>
현재주가 (단위: 원)	24,600
<b>상승여력</b>	<b>45%</b>

#### 8.7. 왜 JW중외제약인가? - 변화한 펀더멘털

'11년부터 '22년까지 동사의 과거 실적 추이를 보면, 연간순이익이 흑자가 나온 때는 '13년, '15년, '18년, '22년 밖에 없었다. 또한 '13년 '15년, '18년도 조차도 순이익의 규모가 23억, 20억, 81억 수준밖에 되지 않았지만, 해당 년도 평균 시가총액은 2,029억, 5,396억, 8,044억 수준에 육박했다. 그 이유는, 2.5. 주가분석에서 확인한 바와 같이 동사의 주가변동은 미미했던 실적보다는 신약개발 기대감과 바이오 투심에 의해 영향을 크게 받았기 때문이다. 이는 우리가 바이오 및 제약주에 대한 투자를 꺼리는 이유 중 하나이다.

하지만 **이제는 다르다**. 매년 손실과 이익 사이에서 갈팡질팡했던 동사는 '22년 하반기부터 개선된 이익체력을 드러냈고, '23년 1분기 실적으로 그 기세를 확인했으며, 다가오는 '23년과 '24년에는 과거 10년과는 비교할 수 없는 성장을 이어 나갈 것이다.



이에 맞물려서, '23년 초부터 KODEX 바이오와 동사의 주가가 디커플링되기 시작했다. 과거 신약 개발 모멘텀과 바이오 투심에 비해 뒤안시 되었던 '실적'이 주가에 유의미하게 반영되고 있다는 증거이다. 즉, 본 보고서가 제시하는 상승여력 45%의 목표주가 35,600원은 모멘텀을 차치하고 실적 위주로 설명되는 주가 수준이다. 여기서 끝이 아니다. 앞선 5. +a 동사의 미래에 대하여에서 살펴보았듯 큰 업사이드를 내포한 동사의 신약개발 방식에서 비롯된 이벤트들은 상기 목표주가를 뛰어넘을 주가 모멘텀을 불러올 것이다.

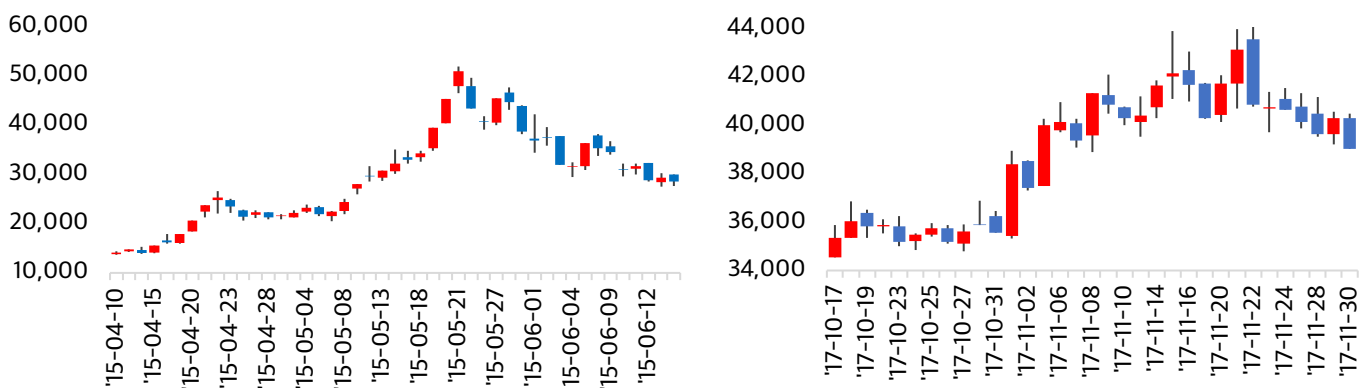
이와 관련하여, 임상 모멘텀이 다가오고 있다. STAT3 표적항암제 'JW2286'은 올해 연말 임상 1상에 진입할 것으로 예상된다. 또한 아토피치료제 'JW1601' 임상 2상 결과 발표가 올해 말로 예측되고, 탈모 치료제 'JW0061'은 내년 상반기 임상 1상에 진입할 예정이다.

## 8.8. 투자 전략 제시 - 매도 시점은 언제인가?

본 보고서는 매도 시점에 대해서 1) 목표주가 달성 이전 신약 이벤트 발생 시나리오와, 2) 목표주가 달성 이전 신약 이벤트 부재 시나리오를 제시한다.

### 1) 목표주가 달성 이전 신약 이벤트 발생 시나리오

목표주가 달성 이전에 신약관련 이벤트가 발생한다면, 주가는 강한 모멘텀을 받아 이벤트 해소시기까지 크게 상승할 확률이 높다. 과거 '15년 4월 15일부터 5월 21일까지 동사의 주가는 종가기준 227.27% 상승한 바 있다. 4월 15일 동사가 CWP291 임상 중간 결과를 5월 29일 미국 임상종양학회에서 발표할 것이라고 밝혔기 때문이다. 하지만 발표 몇일 전부터 주가는 하락하더니 5월 29일부터는 급락했다. 발표 이전에 임상 중간 결과가 노출되었고, 5월 29일 당일에는 셀은뉴스로 작용한 것이다. 또한 '17년 10월 31일부터 11월 21일까지 종가기준 21.24% 상승한 바 있는데, WNT항암제 1/2상 식약처 승인발표(10.30), 탈모치료제 학회참가 및 연구성과 발표(11.03), 미국 류마티스학회 URC102 임상시험 결과 공개(11.08)가 연속되면서 파이프라인에 대한 기대감이 높아졌기 때문이다. 하지만 이러한 모멘텀은 11월 8일 이후 약 2주가 지나자 소멸되었고, 주가는 하락추세로 전환했다.



이러한 양상을 볼 때, 사전에 예고한 이벤트는 주가 상승 동인이 되지만 이벤트 당일 셀은뉴스로 작용할 가능성이 매우 높다. 또한, 연속되는 연구성과 발표 모멘텀은 최종 발표 이후 최소 1주 동안 유지될 것이라고 관측한다.

따라서 목표주가 달성 이전에 신약 관련 이벤트가 발생했고, 주가에 영향을 주었다면 본 보고서에서 제시하는 목표주가를 달성했음지라도 그 즉시 매도할 것이 아니라 예고된 이벤트인지, 연속되는 결과 발표 이벤트인지에 따라서 매도 시점을 적절하게 미룰 것을 권장한다.

### 2) 목표주가 달성 이전 신약 이벤트 부재 시나리오

목표주가 달성 이전에 신약 이벤트가 발생하지 않는다면, 목표주가를 달성하는 즉시 매도를 추천한다. 목표주가를 달성했음에도 명시적으로 예정되어 있지 않은 신약 이벤트를 기다리면서 보유기간을 늘리는 것은 기회비용이 크다고 생각한다.

## Appendix

## App.1. 연결재무상태표

연결재무상태표							
(단위: 백만 원)		2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
<b>자산</b>	<b>유동자산</b>	<b>373,910</b>	<b>335,057</b>	<b>299,329</b>	<b>366,452</b>	<b>425,457</b>	<b>418,800</b>
	현금및현금성자산	30,948	41,864	10,451	33,366	33,898	23,569
	단기금융상품	-	-	44,840	32,300	50,932	47,547
	매출채권	222,250	177,111	122,833	151,780	147,523	141,947
	기타금융자산	7,447	5,662	5,296	35,599	73,688	83,790
	재고자산	101,367	90,442	101,198	102,528	111,668	118,980
	반환재고회수권	6,796	13,737	10,096	5,418	1,964	1,505
	기타자산	5,102	4,792	4,598	5,220	5,584	1,256
	당기법인세자산	-	1,448	17	241	201	206
	<b>비유동자산</b>	<b>219,881</b>	<b>238,150</b>	<b>249,756</b>	<b>266,602</b>	<b>202,516</b>	<b>252,286</b>
	장기금융상품	23	23	25	30	27	22
	기타금융자산	3,979	3,969	7,367	75,764	7,433	10,698
	당기손익-공정가치측정금융자산	40	40	10,540	21,593	27,611	27,601
	기타포괄손익-공정가치측정금융자산	12	13	-	-	-	-
	관계기업투자	8,830	5,156	8,839	7,727	6,319	6,149
	사용권자산	-	2,086	1,852	2,278	2,753	32,784
	유형자산	117,770	148,344	183,720	116,114	120,295	125,973
	투자부동산	61,906	34,156	-	-	-	-
	무형자산	15,137	21,396	17,666	21,473	16,266	22,245
	기타자산	1,986	3,118	1,768	820	-	4,405
	이연법인세자산	10,197	19,850	17,980	20,802	21,811	22,409
	<b>자산총계</b>	<b>593,791</b>	<b>573,208</b>	<b>549,085</b>	<b>633,053</b>	<b>627,973</b>	<b>671,086</b>
<b>부채</b>	<b>유동부채</b>	<b>228,368</b>	<b>277,983</b>	<b>234,748</b>	<b>282,678</b>	<b>380,131</b>	<b>387,657</b>
	매입채무및기타금융부채	69,586	76,121	74,619	86,934	127,879	101,650
	차입부채	128,031	154,952	106,466	121,800	206,440	237,453
	단기리스부채	-	928	850	1,274	1,253	3,540
	환불부채	19,929	37,271	42,300	35,046	22,232	22,898
	기타부채	5,180	8,711	10,187	12,746	12,175	10,921
	당기법인세부채	5,643	-	326	24,877	10,153	11,194
	<b>비유동부채</b>	<b>105,312</b>	<b>65,133</b>	<b>106,871</b>	<b>161,836</b>	<b>22,083</b>	<b>49,729</b>
	기타금융부채	1,599	3,034	2,892	2,002	1,510	1,847
	파생상품부채	-	-	-	13,227	7,772	7,528
	차입부채	74,784	30,183	73,585	120,744	-	-
	장기리스부채	-	1,464	1,320	1,326	1,849	29,556
	순확정급여부채	27,257	28,772	26,972	22,402	7,314	9,021
	장기종업원급여부채	1,472	1,680	2,102	2,135	1,888	-
	비유동충당부채	-	-	-	-	350	350
	기타부채	199	-	-	-	-	40
	이연법인세부채	-	-	-	-	1,399	1,387
	<b>부채총계</b>	<b>333,680</b>	<b>343,116</b>	<b>341,618</b>	<b>444,514</b>	<b>402,214</b>	<b>437,385</b>
<b>자본</b>	<b>지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본</b>	<b>260,111</b>	<b>230,082</b>	<b>207,491</b>	<b>230,082</b>	<b>260,111</b>	<b>248,417</b>
	자본금	52,798	54,092	55,616	57,202	59,418	61,100
	보통주자본금	49,514	50,795	52,300	53,850	55,445	57,088
	우선주자본금	3,284	3,297	3,316	3,353	3,973	4,012
	자본잉여금	95,557	99,341	97,817	96,629	104,358	102,677
	기타자본구성요소	(9,888)	(10,146)	(10,371)	(10,783)	(11,065)	(11,065)
	기타포괄손익누계액	(17)	6	(655)	(449)	(1,487)	(137)
	이익잉여금	121,661	86,789	65,084	58,595	89,130	95,842
	비지배지분	-	10	(24)	(12,655)	(14,595)	(14,716)
	<b>자본총계</b>	<b>260,111</b>	<b>230,092</b>	<b>207,467</b>	<b>188,540</b>	<b>225,759</b>	<b>233,701</b>
<b>부채및자본총계</b>		<b>593,791</b>	<b>573,208</b>	<b>549,085</b>	<b>633,053</b>	<b>627,973</b>	<b>671,086</b>

## App.2. 현금흐름표

연결현금흐름표						
(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>52,110</b>	<b>55,531</b>	<b>63,054</b>	<b>18,124</b>	<b>56,764</b>	<b>249</b>
영업에서창출된현금흐름	63,445	71,920	68,873	24,971	92,299	6,330
당기순이익(손실)	8,057	(25,275)	(15,275)	(1,441)	29,853	15,406
조정항목	55,389	97,195	84,149	26,413	62,446	(9,075)
이자수취(영업)	9	44	400	1,256	4,629	960
이자지급(영업)	(8,584)	(10,970)	(7,640)	(7,567)	(9,035)	(2,285)
배당금수취(영업)	3	-	4	326	493	164
법인세납부(환급)	(2,763)	(5,463)	1,417	(863)	(31,621)	(4,920)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(13,918)</b>	<b>(21,984)</b>	<b>(79,427)</b>	<b>(22,869)</b>	<b>(18,919)</b>	<b>(41,187)</b>
단기금융상품의감소	-	-	-	141,102	46,601	4,695
단기금융상품의증가	-	-	(44,842)	(129,023)	(65,945)	(613)
장기금융상품의감소	-	-	-	-	1	1
단기대여금의감소	-	12,000	-	16,600	42,600	1,712
단기대여금의증가	-	(15,471)	-	(46,936)	(22,200)	(15,212)
장기대여금의증가	140	-	(3,000)	-	(856)	-
비유동성유동화수익증서의취득	-	-	-	(59,583)	-	-
비유동성유동화수익증서의처분	-	-	-	14,800	-	-
당기손익공정가치측정금융상품의감소	-	-	-	-	873	-
기타금융자산의취득	-	-	(11,504)	(11,000)	(7,873)	-
연결범위변동으로인한현금의순증감	-	(4,224)	-	385	(41)	-
기타금융자산의처분	-	-	17	-	-	-
관계기업투자주식의취득	(5,179)	(1,125)	(5,625)	-	-	-
유형자산의처분	383	63	66	63,446	6	-
유형자산의취득	(7,701)	(9,204)	(12,387)	(7,467)	(9,919)	(11,673)
무형자산의취득	(644)	(3,892)	(2,652)	(5,435)	(2,433)	(2,832)
정부보조금의수취	-	-	-	-	150	-
사업양수도로인한현금유출액	-	-	-	-	-	(11,840)
임차보증금의감소	480	5,394	885	3,447	9,187	1,880
임차보증금의증가	(461)	(5,444)	(384)	(3,205)	(9,070)	(2,898)
장기선급비용의증가	-	-	-	-	-	(4,405)
투자부동산의취득	(936)	(80)	-	-	-	-
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(41,189)</b>	<b>(24,160)</b>	<b>(14,009)</b>	<b>27,202</b>	<b>(36,907)</b>	<b>30,169</b>
단기차입금의증가	145,289	148,575	94,683	75,323	110,896	53,339
단기차입금의감소	(164,136)	(142,875)	(142,087)	(53,608)	(147,004)	(22,387)
유동성장기부채의상환	(6,000)	(16,000)	-	(14,250)	-	-
장기차입금의증가	-	20,000	(7,250)	4,296	-	-
사채의증가	39,540	-	70,000	56,000	29,585	-
유동성사채의상환	-	-	-	(30,800)	(30,000)	-
사채의상환	(30,000)	-	(19,971)	-	-	-
리스부채의상환	-	(1,810)	(2,206)	(2,595)	(2,795)	(784)
배당금의지급	(5,820)	(6,816)	(6,954)	(7,149)	(7,352)	-
전환상환우선주부채의전환	(0)	(0)	-	-	-	-
전환상환우선주부채의상환	-	(24,977)	-	-	-	-
신종자본증권의상환	(10,000)	-	-	-	-	-
신종자본증권의배당	(690)	-	-	-	-	-
유상증자	-	-	-	398	10,000	-
종속기업유상증자	-	-	-	-	44	-
자기주식의취득(처분)	(9,371)	(258)	(224)	(412)	(282)	-
<b>현금및현금성자산의순증가(감소)</b>	<b>(2,997)</b>	<b>9,387</b>	<b>(30,382)</b>	<b>22,456</b>	<b>938</b>	<b>(10,769)</b>
<b>기초현금및현금성자산</b>	<b>32,097</b>	<b>30,948</b>	<b>41,864</b>	<b>10,451</b>	<b>33,366</b>	<b>33,898</b>
현금및현금성자산의환율변동효과	1,849	1,529	(1,031)	459	(406)	440
<b>기말현금및현금성자산</b>	<b>30,948</b>	<b>41,864</b>	<b>10,451</b>	<b>33,366</b>	<b>33,898</b>	<b>23,569</b>

## App.3. 감가상각비 관련 계정

유형자산상각비 추정 (단위: 백만 원)		2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E
기초	토지	22,178	22,178	43,981	71,406	22,178	22,178	22,178	24,740
	건물	57,096	55,255	60,561	66,616	54,616	52,789	52,789	53,715
	구축물	17,994	17,163	17,770	17,338	15,875	14,868	14,868	18,394
	기계장치	18,888	16,378	14,535	12,704	11,881	12,036	12,036	12,406
	차량운반구	302	218	113	88	656	582	582	541
	공구기구	2,957	3,964	5,552	7,293	7,884	8,147	8,147	9,945
	집기비품	2,044	1,943	4,845	4,201	2,156	1,538	1,538	1,603
	시설장치	-	-	-	-	18	29	29	22
	건설중인자산	660	669	987	4,075	849	8,128	8,128	3,306
	취득 /처분 /대체 등	토지	-	21,803	27,425	(49,228)	-	2,562	2,562
건물		(1,841)	5,305	6,055	(11,999)	(1,827)	739	926	635
구축물		(830)	607	(432)	(1,463)	(1,007)	2,270	3,526	2,417
기계장치		(2,510)	(1,843)	(1,832)	(823)	155	(508)	370	253
차량운반구		(83)	(106)	(25)	569	(75)	(41)	(41)	-
공구기구		1,007	1,588	1,741	591	263	1,798	1,798	-
집기비품		(102)	2,902	(644)	(2,045)	(618)	65	65	-
시설장치		-	-	-	18	11	(2)	(7)	(7)
건설중인자산		10	317	3,088	(3,226)	7,278	(1,205)	(4,822)	(3,306)
기말		토지	22,178	43,981	71,406	22,178	22,178	24,740	24,740
	건물	55,255	60,561	66,616	54,616	52,789	53,528	53,715	54,350
	구축물	17,163	17,770	17,338	15,875	14,868	17,138	18,394	20,812
	기계장치	16,378	14,535	12,704	11,881	12,036	11,528	12,406	12,659
	차량운반구	218	113	88	656	582	541	541	541
	공구기구	3,964	5,552	7,293	7,884	8,147	9,945	9,945	9,945
	집기비품	1,943	4,845	4,201	2,156	1,538	1,603	1,603	1,603
	시설장치	-	-	-	18	29	27	22	14
	건설중인자산	669	987	4,075	849	8,128	6,922	3,306	-
	상각비	<b>총계</b>	<b>11,289</b>	<b>12,573</b>	<b>14,341</b>	<b>11,917</b>	<b>11,252</b>	<b>5,098</b>	<b>14,572</b>
건물		1,788	2,107	2,493	2,060	1,950	499	1,999	1,982
구축물		1,318	1,476	1,632	1,490	1,551	2,442	3,796	1,978
기계장치		6,062	6,558	6,819	4,822	3,897	1,002	4,158	4,421
차량운반구		140	103	52	98	162	41	165	147
공구기구		1,178	1,405	2,098	2,395	2,761	862	3,446	3,451
집기비품		803	924	1,247	1,050	926	250	1,001	785
시설장치		-	-	-	2	5	2	7	7
상각률	건물	3.18%	3.64%	3.92%	3.40%	3.63%	0.94%	3.75%	3.67%
	구축물	7.50%	8.45%	9.30%	8.98%	10.09%	15.26%	22.82%	10.09%
	기계장치	34.38%	42.43%	50.07%	39.22%	32.59%	8.51%	34.03%	35.28%
	차량운반구	53.85%	62.14%	51.73%	26.23%	26.13%	7.36%	29.44%	27.26%
	공구기구	34.04%	29.53%	32.67%	31.56%	34.45%	9.52%	38.10%	34.70%
	집기비품	40.26%	27.22%	27.57%	33.03%	50.15%	15.93%	63.71%	48.96%
	시설장치	0.00%	0.00%	0.00%	22.22%	22.03%	6.42%	28.42%	39.70%
사용권자산상각비 추정 (단위: 백만 원)		2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	
기초	토지	-	1,049	970	914	859	859	845	
	총장부가	-	888	762	1,138	1,714	1,714	31,610	
	차량운반구	-	149	119	225	180	180	330	
취득 /처분 /대체 등	토지	1,049	(79)	(56)	(56)	(14)	(14)	-	
	건물	888	(125)	376	575	29,896	29,896	-	
	차량운반구	149	(30)	106	(45)	150	150	-	
기말	토지	1,049	970	914	859	845	845	845	
	총장부가	888	762	1,138	1,714	31,610	31,610	31,610	
	차량운반구	149	119	225	180	330	330	330	
상각비	<b>총계</b>	<b>1,937</b>	<b>2,305</b>	<b>2,566</b>	<b>2,817</b>	<b>1,035</b>	<b>4,140</b>	<b>7,713</b>	
	토지	88	62	56	56	14	55	54	
	건물	1,739	2,147	2,385	2,638	983	3,934	7,463	
	차량운반구	110	95	125	124	38	151	195	
상각률	토지	16.85%	6.17%	5.90%	6.27%	1.61%	6.43%	6.43%	
	건물	391.73%	260.20%	250.97%	184.97%	5.90%	23.61%	23.61%	
	차량운반구	147.34%	71.03%	72.60%	61.04%	14.83%	59.30%	59.30%	

무형자산상각비 추정											
(단위: 백만 원)											
		2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E		
<b>기초</b>	산업재산권	446	261	218	101	42	9	9	-		
<b>총장부가</b>	소프트웨어	3,244	2,793	2,534	2,484	3,059	2,519	2,519	2,586		
	개발비	11,642	7,776	5,940	5,358	8,700	4,516	4,516	11,122		
	회원권	3,207	3,207	3,207	3,207	3,252	3,979	3,979	3,979		
	영업권	-	-	7,049	-	-	-	-	-	3,463	
	토지사용권	-	-	-	4,106	3,987	3,868	3,868	3,868	3,749	
	기타의무형자산	1,598	1,101	2,447	2,410	2,433	1,375	1,375	952		
<b>취득/처분</b>	산업재산권	(186)	(42)	(117)	(59)	(33)	(4)	(9)	-		
<b>/대체 등</b>	소프트웨어	(451)	(259)	(50)	575	(540)	66	66	-		
	개발비	(3,866)	(1,836)	(582)	3,342	(4,184)	2,576	6,606	6,616		
	회원권	-	-	-	45	727	-	-	-	-	
	영업권	-	7,049	(7,049)	-	-	3,463	3,463	-	-	
	토지사용권	-	-	4,106	(119)	(119)	(30)	(119)	(119)	-	
	기타의무형자산	(497)	1,346	(37)	22	(1,058)	(93)	(422)	(422)	-	
<b>기말</b>	산업재산권	261	218	101	42	9	6	-	-		
<b>총장부가</b>	소프트웨어	2,793	2,534	2,484	3,059	2,519	2,586	2,586	2,586		
	개발비	7,776	5,940	5,358	8,700	4,516	7,092	11,122	17,738		
	회원권	3,207	3,207	3,207	3,252	3,979	3,979	3,979	3,979		
	영업권	-	7,049	-	-	-	3,463	3,463	3,463		
	토지사용권	-	-	4,106	3,987	3,868	3,838	3,749	3,630		
	기타의무형자산	1,101	2,447	2,410	2,433	1,375	1,281	952	530		
<b>상각비</b>	<b>총계</b>	<b>5,658</b>	<b>5,427</b>	<b>4,043</b>	<b>1,629</b>	<b>2,767</b>	<b>516</b>	<b>2,524</b>	<b>2,431</b>		
	산업재산권	191	147	117	59	33	5	9	-		
	소프트웨어	1,390	1,221	1,111	1,031	1,062	264	1,070	1,005		
	개발비	3,857	4,008	2,680	407	484	111	903	884		
	회원권	-	-	-	-	-	-	-	-		
	영업권	-	-	-	-	-	-	-	-		
	토지사용권	-	-	119	119	119	30	119	119		
기타의무형자산	220	51	16	13	1,069	106	422	422			
<b>상각률</b>	산업재산권	53.89%	61.20%	73.49%	81.60%	127.12%	65.24%	200.00%	-		
	소프트웨어	46.07%	45.84%	44.27%	37.20%	38.07%	10.35%	41.39%	38.88%		
	개발비	39.73%	58.45%	47.44%	5.80%	7.33%	1.92%	11.55%	6.13%		
	회원권	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
	영업권(주1)	-	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-		
	토지사용권(주1)	-	-	5.80%	2.94%	3.03%	0.77%	3.13%	3.23%		
기타의무형자산	16.33%	2.89%	0.66%	0.54%	56.17%	7.95%	36.30%	56.99%			

무형자산 개발비 상각비 추정													
(단위: 백만 원)													
	종류	약명	자산화한 연구개발비 금액			개발비 장부금액		1Q23 잔여상각기간	1Q23 상각액	2023E		2024E	
			임상 3상	기타	계	4Q22	1Q23			상각액	장부금액	상각액	장부금액
개발완료	제네릭	올멕에이치정	381	-	381	109	91	12개월	18	73	36	36	-
	제네릭	자렐도정제네릭	-	86	86	67	63	44개월	4	17	50	17	33
	제네릭	도네페질	-	249	249	195	182	44개월	12	50	145	50	95
	제네릭	에소메칸주	-	258	258	210	197	46개월	13	52	159	52	107
	기타	제이다트	-	681	681	136	102	9개월	34	136	-	-	-
	기타	리바로/리바로브	-	374	374	305	287	46개월	19	75	230	75	156
	제네릭	카라베그론 제네릭	-	50	50	44	42	50개월	2	10	34	10	24
	제네릭	도네페질액	-	20	20	19	18	55개월	1	4	15	4	11
	기타	테노팩션	-	431	431	7	7	완료	7	7	-	-	-
개발중	신약	JT-JT2-951	8,024	-	8,024	3,199	3,203	-	-	480	2,722	641	2,082
	신약	포스타마티닙	48	-	48	42	48	-	-	-	48	-	48
	제네릭	모조빌주	-	181	181	181	181	-	-	-	181	-	181
	제네릭	URC102	2,678	-	2,678	-	2,678	-	-	-	7,500	-	15,000
<b>총계</b>		<b>11,130</b>	<b>2,329</b>	<b>13,459</b>	<b>4,516</b>	<b>7,092</b>		<b>111</b>	<b>903</b>	<b>11,122</b>	<b>884</b>	<b>17,738</b>	

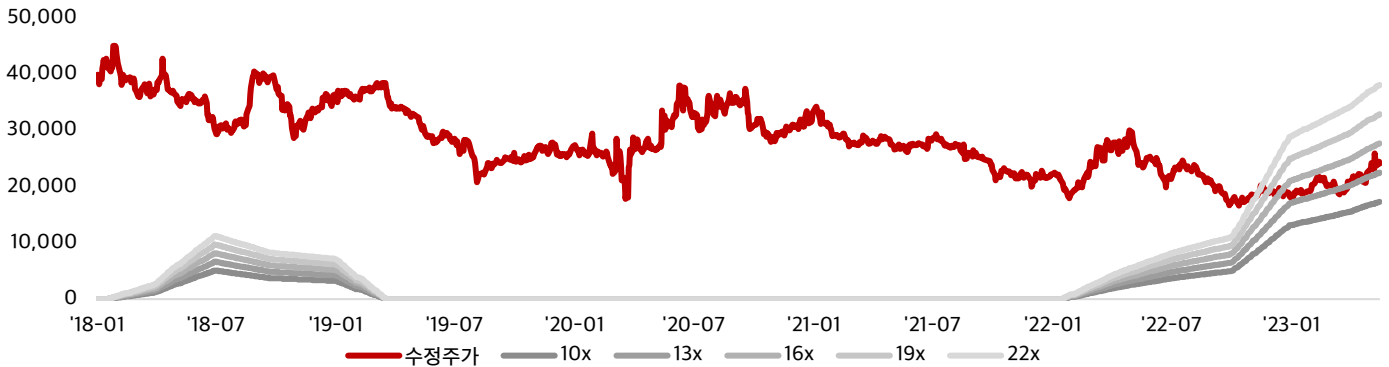
## App.4. 경상개발비(판관비) 추정

연구개발비용 추이 및 경상개발비(판관비) 추정										
(단위: 백만 원)										
	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E		
<b>연구개발비용 총액</b>	<b>34,384</b>	<b>40,703</b>	<b>50,656</b>	<b>50,580</b>	<b>61,129</b>		<b>20,306</b>	<b>90,822</b>	<b>121,370</b>	
매출액대비 비율(%)	6.40%	7.96%	9.26%	8.34%	8.93%		11.71%	11.71%	14.49%	
원재료비	3,816	2,069	2,749	2,964	3,703		506	-	-	
인건비	11,938	12,917	15,010	16,834	18,226		4,387	-	-	
감가상각비	4,977	5,588	4,759	2,900	4,330		894	-	-	
위탁용역비 및 기타	13,653	20,129	28,138	27,882	34,870		14,519	-	-	
<b>연구개발비용 회계처리</b>										
판관비	29,922	35,168	40,062	37,766	48,743		14,970	67,438	92,329	
판관/(판관+제조경비)%	87.30%	91.55%	81.61%	80.64%	81.23%		84.97%	80.94%	81.08%	
제조경비 등	4,353	3,246	9,028	9,064	11,264		2,648	15,884	21,541	
제조경비/(판관+제조경비)%	12.70%	8.45%	18.39%	19.36%	18.77%		15.03%	19.06%	18.92%	
무형자산개발비	110	2,287	1,564	3,749	1,121		2,686	7,500	7,500	
<b>경상개발비(판관비)</b>	<b>21,268</b>	<b>25,220</b>	<b>22,943</b>	<b>19,884</b>	<b>33,736</b>		<b>7,245</b>	<b>46,676</b>	<b>63,903</b>	
연구개발비용 판관비 대비 비율(%)	71.08%	71.71%	57.27%	52.65%	69.21%		48.40%	69.21%	69.21%	

## App.5. 이자 비용 Table

이자비용 추정 (단위:백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	
<b>이자비용</b>	<b>8,688</b>	<b>11,279</b>	<b>7,587</b>	<b>7,337</b>	<b>9,387</b>	<b>2,396</b>	<b>14,044</b>	<b>17,598</b>	
일반차입금이자	6,990	5,142	4,546	4,898	4,008	1,661			
일반사채이자	1,681	1,412	2,285	2,280	5,259	665			
기타 이자비용	17	4,725	757	158	120	70			
이자발생부채	203,208	189,523	184,338	261,444	217,891	278,282	278,282	278,282	
유효이자율(%)	4.28%	5.95%	4.12%	2.81%	4.31%	3.44%	5.05%	6.32%	
단기차입금	112,031	117,732	70,000	81,823	46,000	76,953	76,953	76,953	
유동성장기차입금	16,000	17,250	16,500	10,000	10,410	10,410	10,410	10,410	
장기차입금	7,500	10,250	3,750	544	-	-	-	-	
유동성사채	-	20,000	20,000	30,000	150,200	150,091	150,091	150,091	
사채	40,000	20,000	70,000	120,200	-	-	-	-	
금융부채	82	1,113	1,106	3,552	1,660	3,744	3,744	3,744	
비유동금융부채	27,595	3,178	2,982	15,325	9,622	37,084	37,084	37,084	
<b>유동성사채 이자비용 추정</b>	<b>구분</b>	<b>발행일</b>	<b>만기일</b>	<b>연이자율(%)</b>	<b>1Q23</b>	<b>'23년 잔여기간</b>	<b>'23년 이자비용</b>	<b>'24년 이자율 추정</b>	<b>'24년 이자비용</b>
JW중외제약 주식회사 제75회 무보증사모사채		2020-10-28	2023-10-28	2	28,500	82.47%	835	7.3	2,081
JW중외제약 주식회사 제76회 무보증사모사채		2020-10-28	2023-10-28	2	21,500	82.47%	630	7.3	1,570
JW중외제약 주식회사 제77회 무보증사모사채		2022-02-28	2023-08-28	4.8	30,000	65.75%	1,697	7.3	2,190
제이더블유디비제구차 주식회사 제1회 무보증 원화 사모사채		2021-06-28	2023-06-28	4.2	35,200	49.04%	2,034	7.3	2,570
제이더블유디비제구차 제2회 무보증사모사채		2021-11-22	2023-05-22	4.8	10,000	38.90%	633	7.3	730
제이더블유벌크업제일차 제2회 무보증사모사채		2021-11-22	2023-05-22	4.8	25,000	38.90%	1,582	7.3	1,825
총합							7,411	기준금리 2.5%p+	10,965
<b>단기차입금 이자비용 추정</b>	<b>구분</b>	<b>차입처</b>	<b>연이자율(%)</b>	<b>1Q23</b>	<b>2022</b>	<b>'23년 이자비용</b>	<b>'24년 이자비용</b>		
일반대출	KDB산업은행	5.57~5.71%	40,000	40,000	2,228	2,228			
일반대출	KEB하나은행	5.29%	6,000	6,000	317	317			
일반대출	신한은행	5.82%	5,000	-	291	291			
일반대출	수협은행	7.21%	4,700	-	339	339			
일반대출	KB국민은행	4.95%	2,300	-	114	114			
일반대출	NH농협은행	5.73%	4,000	-	229	229			
상업여음할인	IBK캐피탈	6.35%	14,953	-	949	949			
합계			76,953	46,000	4,468	4,468			
<b>장기차입금 이자비용 추정</b>	<b>구분</b>	<b>차입처</b>	<b>연이자율(%)</b>	<b>1Q23</b>	<b>'23년 이자비용</b>	<b>'24년 이자비용</b>			
일반대출	KB국민은행	4.07%	10,000	407	407				
후순위차입금	JW신약㈜	-	71	-	-				
후순위차입금	JW신약㈜	-	177	-	-				
후순위차입금	JW홀딩스㈜	-	162	-	-				
합계			10,410	407	407				

## App.6. TTM PER Band



## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.