

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952

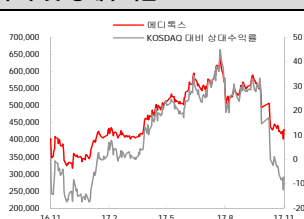
Company Data

자본금	28 억원
발행주식수	566 만주
자사주	37 만주
액면가	500 원
시가총액	24,323 억원
주요주주	
정현호(외8)	21.65%
메디톡스 자사주	6.56%
외국인지분율	45.40%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/11/03)	430,000 원
KOSDAQ	701.13 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	639,500 원
52주 최저가	316,600 원
60일 평균 거래대금	195 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.0%	-19.0%
6개월	-16.3%	-25.2%
12개월	6.6%	-7.3%

메디톡스 (086900/KQ | 매수(신규편입) | T.P 530,000 원(신규편입))

인류의 행복한 삶을 추구하는 기업

동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 530,000 원으로 커버리지를 개시함. 동사의 목표 주가는 영업가치와 이노텍스에 대한 신약가치를 나누어 sum of the parts 방식으로 산정됨. 투자포인트는 1) 2019 년까지 77%로 상승이 예상되는 수출비중, 2) 2018 년 미국 임상 3 상이 시작되는 이노텍스의 가치, 3) 공장 신축에 따른 생산 capa 확대에 회사의 중장기적인 이익개선이 가능하다는 점이다. 2017 년 연간실적은 매출액이 전년대비 37.2% 증가한 1,827 억원, 영업이익은 전년대비 31.3% 증가한 987 억원이 전망된다.

투자 의견 BUY 와 목표주가 530,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 530,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표 주가 530,000 원은 영업가치와 신약가치를 나누어 합산한 sum of the parts 방식으로 산정되었다. 영업가치는 12 개월 Forward EPS 에 목표 multiple 25 배를 적용하여 산정되었고 신약가치는 2020 년 미국 시판이 예상되는 이노텍스의 가치를 합산하여 산정하였다.

투자포인트

동사에 대한 투자포인트는 1) 2019 년까지 77%로 상승이 예상되는 수출비중, 2) 2018 년에 미국 임상 3 상이 시작되는 이노텍스의 가치, 3) 오송 3 공장 완공에 따른 생산 capa 확대에 중장기적인 이익개선이 가능하다는 점이다.

실적전망

동사의 2017 년 연간 실적은 매출액이 전년대비 37.2% 증가한 1,827 억원, 영업이익은 전년대비 31.3% 증가한 987 억원을 시현할 전망이다. 동사의 매출 성장을 견인하는 요인은 수출 부문이다. 2017 년 연간 영업이익률은 2016 년의 56.4% 대비 2.4%p 하락한 52.4%를 기록할 전망이다. 동사의 2017 년 영업이익률 하락의 가장 큰 원인은 올해 확대되는 인건비와 R&D 비용, 광고비 때문이다. 최근 매출이 크게 증가하면서 직원 채용을 많이 늘렸는데 2016 년기 준 400 명의 인원이 2017 년에는 500 명으로 100 명의 인원이 늘어나면서 인건비가 크게 증가했다. 하지만 2018 년부터는 큰 폭의 인건비 증가는 더 이상 없을 것으로 전망되면서 영업이익률은 2017 년 대비 상승할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	759	885	1,333	1,828	2,232	2,666
yoy	%	93.9	16.6	50.6	37.2	22.1	19.5
영업이익	억원	500	517	752	987	1,224	1,475
yoy	%	198.2	3.4	45.5	31.3	24.0	20.5
EBITDA	억원	528	555	799	1,057	1,302	1,589
세전이익	억원	539	520	750	958	1,200	1,451
순이익(지배주주)	억원	436	423	592	762	954	1,154
영업이익률%	%	65.8	58.4	56.4	54.0	54.8	55.3
EBITDA%	%	69.6	62.7	60.0	57.9	58.4	59.6
순이익률	%	57.5	47.8	44.5	41.7	42.8	43.3
EPS	원	7,713	7,477	10,471	13,467	16,871	20,401
PER	배	41.5	68.6	34.1	31.9	25.5	21.1
PBR	배	22.2	25.6	13.7	11.4	8.2	6.1
EV/EBITDA	배	32.9	51.4	26.1	23.9	19.4	15.3
ROE	%	61.3	43.4	45.4	42.3	37.6	33.3
순차입금	억원	-762	-524	710	956	902	-83
부채비율	%	106.5	79.4	119.4	98.5	82.4	73.0

(1) 투자의견 BUY와 목표주가 530,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 530,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 530,000 원은 영업가치와 신약가치를 나누어 합산한 sum of the parts 방식으로 산정되었다. 영업가치는 12개월 Forward EPS에 목표 multiple 25 배를 적용하여 산정되었고 신약가치는 2020년 미국 시판이 예상되는 이노투스의 가치를 합산하여 산정하였다.

메디톡스의 목표주가 산정 Table

구분	내용 비고
12M Forward EPS(원)	16,871
적용PER(배)	25 메디톡스 target multiple
a. 영업가치(원)	421,764
b. 신약가치(원)	110,646 이노투스의 현재가치
기업가치(a+b)(원)	532,411
목표주가(원)	530,000
현재주가(원)	430,000
상승여력(%)	23.3

자료 : 메디톡스 SK 증권 추정치

이노투스의 현재가치 산정 Table

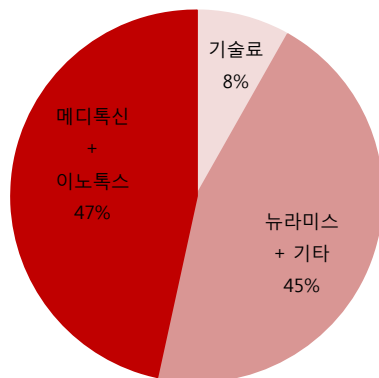
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
앨러간 보톡스 매출액(백만달러)	1970.8	2786.2	3120.7	3420.3	3693.9	3952.5	4209.4	4440.9	4663.0	4896.1	5140.9	5398.0	5667.9	5951.2
성장률(%)				9.6	8.0	7.0	6.5	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
이노투스 점유율(%)						1.0	3.0	5.0	7.5	10.0	15.0	20.0	25.0	25.0
이노투스 매출액						39.5	126.3	222.0	349.7	489.6	771.1	1079.6	1417.0	1487.8
제조수익 15.0%						5.9	18.9	33.3	52.5	73.4	115.7	161.9	212.5	223.2
러닝로열티 13.0%						5.1	16.4	28.9	45.5	63.6	100.2	140.3	184.2	193.4
이노투스 이익						11.1	35.4	62.2	97.9	137.1	215.9	302.3	396.7	416.6
이노투스 순이익						8.7	27.9	49.1	77.4	108.3	170.6	238.8	313.4	329.1
현재 가치 782.4						8.1	23.9	39.0	56.9	73.7	107.5	139.3	169.3	164.6
환율(원)	1100.0													
원화가치(억원)	860.6													
임상 할인율 20%														
최종 가치(억원)	625.9													
주식수(천주)	5,657													
주당 가치(원)	110,646													

자료: Bloomberg, SK 증권 추정치

(2) 투자포인트

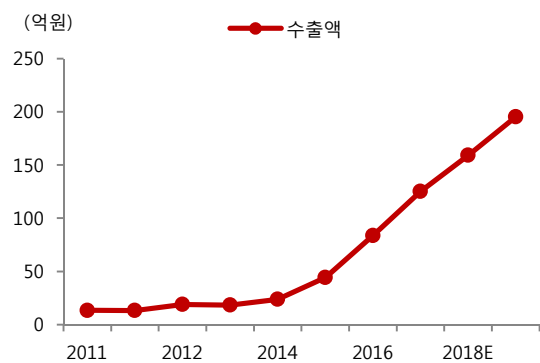
동사에 대한 첫번째 투자포인트는 상승하고 있는 수출비중이다. 동사의 매출액은 2016년 기준 보톡스(뉴로톡스)가 47%, 필러가 45%의 비중을 차지하고 있다. 그 중에서 주된 사업은 보톡스 사업이라 할 수 있는데 동사의 보톡스는 국내보다도 해외에서 잘 팔리고 있다. 2016년 연간 보톡스 내수비중은 20.2%를 차지하였고 수출비중은 30.6%로 내수보다도 높은 비중을 기록하였다. 동사의 보톡스는 일본, 태국, 이란, 브라질 등에서 판매되고 있는데 이러한 국가에서의 성장률이 매우 높은 상황이다. 향후 동사의 전체 매출액 대비 수출비중은 2019년까지 77%로 상승하면서 전체 매출 성장률을 견인할 전망이다.

메디톡스의 매출구조



자료: 메디톡스 SK 증권
주: 2016년 기준

메디톡스의 수출액은 상승 추세



자료: 메디톡스 SK 증권
주: 2016년 기준

동사에 대한 두번째 투자포인트는 2018 년에 미국 임상 3 상이 시작되는 이노톡스의 가치이다. 동사는 수출 이외에도 차세대 보톡스로 이노톡스를 개발, 국내에서는 이미 시판되고 있으며 국내 독신 매출액의 20%를 차지하고 있다. 현재 선진국에서는 미국 임상 3 상이 진입예정인 있다. 기존 보톡스 제품들은 대부분이 파우더 제형이다. 그래서 식염수와 섞어서 써야 하는데 이렇게 섞어서 사용하게 되면 안정화가 떨어진다는 단점이 있다. 이러한 안정화를 보완하기 위해 알부민을 사용하게 되는데 알부민의 경우 혈액의 출처를 알아야 하기 때문에 어느정도 리스크를 감수해야 한다. 따라서 이러한 단점들을 보완하기 위해서 이노톡스가 개발, 출시되었다.

이노톡스는 세계 최초로 액상 타입이며 안정성이 뛰어나 냉장보관이 2 년까지 가능하다. 또한 non-animal, no HAS 제품으로 식물성 제재를 사용하였고 알부민을 쓰지 않아 리스크가 낮다. 알부민을 사용하게 될 경우 선진국 진출에 있어서 다소 어려움이 발생되는데 선진국은 알부민 제품에 대해서 어느 혈액, 어디서 구했는지 등등 다 증명해야 하기 때문이다. 하지만 이노톡스는 알부민을 사용하지 않아 선진국 진출에 있어서 보톡스보다 훨씬 유리하고 안정적이라는 장점이 있다.

이노톡스는 2013 년 9 월 미국 보톡스 오리지널사인 엘러간에 4,000 억 규모로 Lisence Out 되었다. 미국 임상 3 상은 2018 년 중으로 이루어질 전망이고 2020 년부터는 미국 시판이 예상된다. 이노톡스의 미국 시판은 동사의 중장기적인 성장 동력으로 작용할 전망이다.

동사에 대한 세번째 투자포인트는 오송 3 공장 완공에 따른 생산 capa 확대로 중장기적인 이익개선이 가능하다는 점이다. 동사는 현재 총 3 개의 공장을 보유하고 있다. 오창 I 공장의 full 생산 capa 는 특신이 600 억, 필러가 1,000 억원 수준이다. 현재 오창 I 공장은 full capa 로 돌아가고 있어 capa 확대가 불가피하다.

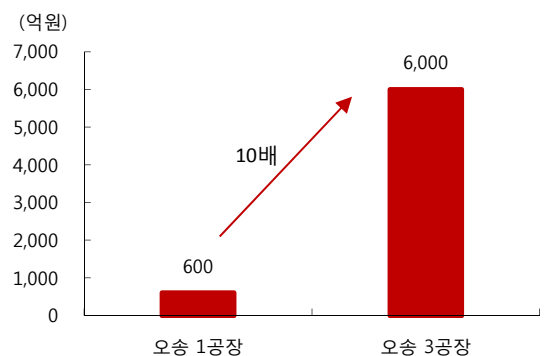
오송 II 공장은 cGMP 공장으로 앨러간 전용공장이다. 생산 capa 는 5,000 억원 수준이며 2014 년 6 월에 완공되었다. cGMP 공장이기 때문에 내수용 생산은 하지 않는다. 따라서 오송 II 공장에서 5 분거리에 위치해 있는 오송 III 공장을 신축하게 되었다. 오송 III 공장의 경우 특신 capa 가 6,000 억원에 달하며 필러는 4,000 억원 이상까지도 생산이 가능하다. 이 공장은 지난 6 월에 국내 허가를 받았으며 7 월부터는 가동이 시작되고 있다. 오송 III 공장의 총 capex 는 556 억원이었고 연간 감가상각비는 15 억에서 20 억원이 예상된다. 하지만 감가상각보다 생산 확대에 따른 매출 성장으로 향후 이익개선에 긍정적인 전망이다.

신축된 오송 3 공장 전경



자료: 메디톡스 SK 증권

오송 3 공장 신축에 따른 생산 capa 10 배로 확대



자료: 메디톡스 SK 증권

(3) 실적전망

동사의 2017 년 연간 실적은 매출액이 전년대비 37.2% 증가한 1,827 억원, 영업이익은 전년대비 31.3% 증가한 987 억원을 시현할 전망이다. 동사의 매출 성장을 견인하는 요인은 수출 부문이다. 특히 동유럽과 라틴아메리카 쪽에서의 성장률이 지난 2017 년 2 분기에 각각 70.1%YoY, 140.7%YoY 로 높은 성장률을 시현하면서 동사 2017 년 전체 매출 성장률을 견인하고 있다.

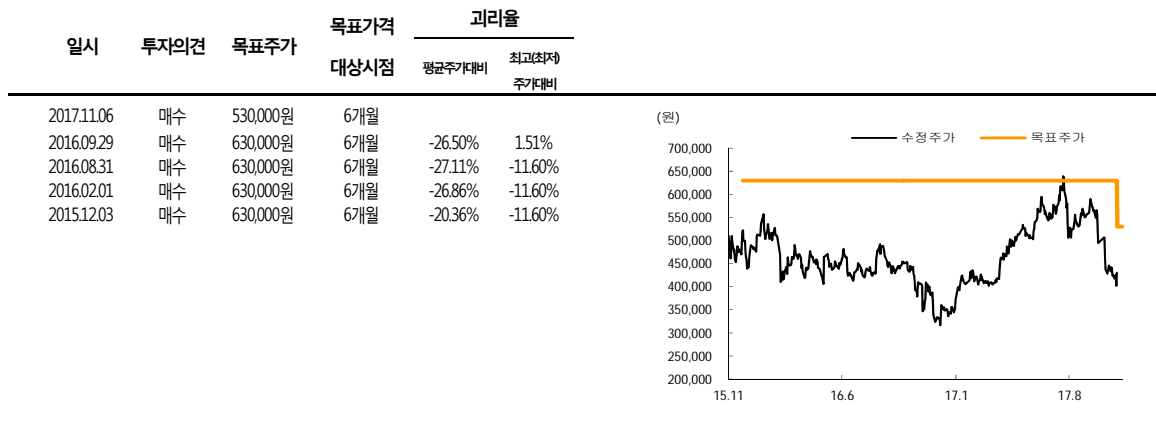
2017 년 연간 영업이익률은 2016 년의 56.4%대비 2.4%p 하락한 52.4%를 기록할 전망이다. 동사의 2017 년 영업이익률 하락의 가장 큰 원인은 올해 확대되는 인건비와 R&D 비용, 광고비 때문이다. 최근 매출이 크게 증가하면서 직원 채용을 많이 늘렸는데 2016 년기준 400 명의 인원이 2017 년에는 500 명으로 100 명의 인원이 늘어나면서 인건비가 크게 증가했다. 하지만 2018 년부터는 큰 폭의 인건비 증가는 더 이상 없을 것으로 전망되면서 영업이익률은 2017 년대비 상승할 전망이다.

메디톡스 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	287.6	315.1	330.1	399.7	404.8	474.7	436.5	511.9	885.1	1,332.6	1,827.9	2,231.7
특신 내수	57.9	63.7	56.3	69.1	62.0	65.0	62.0	76.0	251.7	246.9	264.9	291.4
필러 내수	32.6	28.0	36.6	43.3	43.0	41.0	44.0	51.9	83.0	140.4	179.9	215.8
특신 수출	68.0	84.1	100.3	121.5	132.0	206.0	175.5	206.5	229.4	373.8	720.0	1,008.0
필러 수출	102.1	112.3	102.9	145.1	134.0	130.0	114.2	152.4	212.9	462.4	530.5	583.6
기타	27.1	27.1	33.9	20.9	32.8	32.7	40.9	25.2	108.1	109.1	131.6	132.9
영업이익	164.4	188.3	178.3	220.7	211.8	263.8	227.8	283.2	516.6	751.7	986.7	1,223.6
세전이익	167.8	196.9	179.7	205.6	213.0	258.0	215.5	271.4	519.6	750.0	957.8	1,199.9
순이익	136.2	159.4	146.1	150.7	169.6	205.1	171.3	215.7	422.9	592.3	761.8	954.3
성장률YoY(%)												
매출액	53.0	44.1	43.3	61.1	40.7	50.6	32.3	28.0	16.6	50.6	37.2	22.1
영업이익	47.9	34.1	42.6	57.6	28.9	40.1	27.8	28.3	3.4	45.5	31.3	24.0
세전이익	57.6	34.7	41.5	46.9	26.9	31.0	19.9	32.0	-3.5	44.3	27.7	25.3
순이익	59.4	35.4	39.3	31.1	24.5	28.7	17.3	43.2	-3.1	40.0	28.6	25.3
수익률(%)												
영업이익	57.2	59.8	54.0	55.2	52.3	55.6	52.2	55.3	58.4	56.4	54.0	54.8
세전이익	58.4	62.5	54.4	51.4	52.6	54.3	49.4	53.0	58.7	56.3	52.4	53.8
순이익	47.3	50.6	44.3	37.7	41.9	43.2	39.3	42.1	47.8	44.4	41.7	42.8

자료: 메디톡스, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 6 일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,035	686	707	1,024	2,300
현금및현금성자산	272	158	175	375	1,509
매출채권및기타채권	182	301	422	522	629
재고자산	58	69	88	108	128
비유동자산	1,001	2,554	3,511	4,364	4,574
장기금융자산	2	25	19	19	19
유형자산	810	1,506	1,742	1,900	2,052
무형자산	103	193	267	323	372
자산총계	2,036	3,240	4,218	5,388	6,874
유동부채	475	766	1,156	1,400	1,672
단기금융부채	251	398	685	825	985
매입채무 및 기타채무	42	68	87	106	126
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	425	998	937	1,034	1,228
장기금융부채	0	618	455	455	455
장기매입채무 및 기타채무	0	0	2	3	3
장기충당부채	2	5	7	8	11
부채총계	901	1,764	2,092	2,434	2,900
지배주주지분	1,135	1,477	2,125	2,955	3,974
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	139	139	177	157	127
기타자본구성요소	-267	-421	-504	-504	-504
자기주식	-272	-430	-509	-509	-509
이익잉여금	1,235	1,728	2,419	3,267	4,316
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,135	1,477	2,125	2,955	3,974
부채외자본총계	2,036	3,240	4,218	5,388	6,874

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	224	541	802	1,050	1,454
당기순이익(손실)	423	592	762	954	1,154
비현금성항목등	145	232	326	348	435
유형자산감가상각비	23	30	49	51	79
무형자산감가상각비	16	17	21	27	35
기타	12	-11	34	-8	-8
운전자본감소(증가)	-219	-163	81	72	162
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-47	-104	-128	-101	-107
재고자산감소(증가)	-23	-12	-19	-19	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	9	-29	19	21
기타	-158	-57	258	173	269
법인세납부	-125	-120	-368	-324	-297
투자활동현금흐름	-75	-1,143	-782	-844	-318
금융자산감소(증가)	299	356	137	5	-10
유형자산감소(증가)	-301	-1,365	-196	-210	-230
무형자산감소(증가)	-37	-82	-84	-84	-84
기타	-36	-52	-639	-555	6
재무활동현금흐름	68	492	-4	-7	-1
단기금융부채증가(감소)	162	140	149	140	160
장기금융부채증가(감소)	0	603	0	0	0
자본의증가(감소)	-22	-158	-72	-20	-30
배당금의 지급	-85	-96	-106	-106	-106
기타	13	3	-12	-21	-25
현금의 증가(감소)	221	-114	17	199	1,135
기초현금	51	272	158	175	375
기말현금	272	158	175	375	1,509
FCF	-97	-814	632	836	1,135

자료 : 메디톡스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	885	1,333	1,828	2,232	2,666
매출원가	142	241	333	424	520
매출총이익	743	1,092	1,495	1,808	2,146
매출총이익률 (%)	84.0	81.9	81.8	81.0	80.5
판매비와관리비	227	340	508	584	672
영업이익	517	752	987	1,224	1,475
영업이익률 (%)	58.4	56.4	54.0	54.8	55.3
비영업손익	3	-2	-29	-24	-24
순금융비용	-3	7	18	20	19
외환관련손익	5	-9	-5	-5	-5
관계기업투자등 관련손익	-1	-8	-14	-8	-8
세전계속사업이익	520	750	958	1,200	1,451
세전계속사업이익률 (%)	58.7	56.3	52.4	53.8	54.4
계속사업법인세	97	158	196	246	297
계속사업이익	423	592	762	954	1,154
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	423	592	762	954	1,154
순이익률 (%)	47.8	44.5	41.7	42.8	43.3
지배주주	423	592	762	954	1,154
지배주주귀속 순이익률(%)	47.79	44.45	41.67	42.76	43.28
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	422	592	763	955	1,155
지배주주	422	592	763	955	1,155
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	555	799	1,057	1,302	1,589

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.6	50.6	37.2	22.1	19.5
영업이익	3.4	45.5	31.3	24.0	20.5
세전계속사업이익	-3.5	44.3	27.7	25.3	20.9
EBITDA	5.1	44.0	32.3	23.2	22.0
EPS(계속사업)	-3.1	40.1	28.6	25.3	20.9
수익성 (%)					
ROE	43.4	45.4	42.3	37.6	33.3
ROA	22.7	22.5	20.4	19.9	18.8
EBITDA마진	62.7	60.0	57.9	58.4	59.6
안정성 (%)					
유동비율	217.7	89.6	61.1	73.2	137.5
부채비율	79.4	119.4	98.5	82.4	73.0
순차입금/자기자본	-46.2	48.1	45.0	30.5	-2.1
EBITDA/이자비용(배)	524.2	87.0	52.6	58.2	63.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,477	10,471	13,467	16,871	20,401
BPS	20,062	26,108	37,573	52,235	70,252
CFPS	8,157	11,311	14,717	18,265	22,418
주당 현금배당금	1,700	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	80.3	53.2	47.5	37.9	31.4
PER(최저)	41.3	30.2	25.6	20.4	16.9
PBR(최고)	29.9	21.3	17.0	12.2	9.1
PBR(최저)	15.4	12.1	9.2	6.6	4.9
PCR	62.9	31.5	29.2	23.5	19.2
EV/EBITDA(최고)	60.2	40.3	35.1	28.5	22.7
EV/EBITDA(최저)	30.6	23.3	0.9	0.7	-0.1