



BUY(Maintain)

목표주가: 850,000원
주가(5/15): 609,000원

시가총액: 34,448억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/15)		862.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	750,000원	402,000원
등락률	-18.80%	51.49%
수익률	절대	상대
1W	-16.9%	-14.1%
1M	32.3%	17.8%
1Y	15.6%	-13.5%

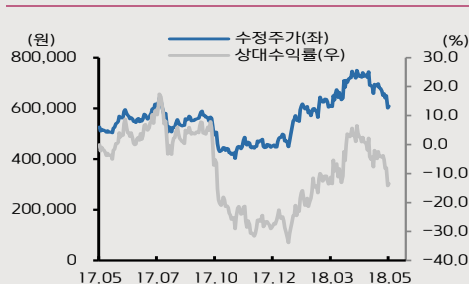
Company Data

발행주식수	5,657천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	46.60%
배당수익률(18E)	0.45%
BPS(18E)	49,453원
주요 주주	정현호 외 7인 21.44%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,242	1,821	2,385	3,226
보고영업이익	633	1,019	1,146	1,542
핵심영업이익	633	1,019	1,132	1,537
EBITDA	681	1,087	1,211	1,619
세전이익	643	1,035	1,121	1,545
순이익	509	814	911	1,255
지배주주지분순이익	433	728	912	1,257
EPS(원)	13,177	19,396	16,128	22,227
증감률(%)YoY	4.4	47.2	24.5	37.8
PER(배)	24.4	28.9	30.1	21.8
PBR(배)	4.2	3.5	9.8	7.0
EV/EBITDA(배)	16.7	20.0	22.7	16.3
보고영업이익률(%)	50.9	56.0	48.0	47.8
핵심영업이익률(%)	50.9	56.0	47.4	47.6
ROE(%)	20.8	16.4	37.3	36.8
순부채비율(%)	-37.9	-71.9	2.0	-24.8

Price Trend



메디톡스 (086900)

달리는 실적에 곧 날개까지 달 듯



중국에서 가짜 보툴리눔독소 제품 유통에 대한 이슈가 나오면서 주가가 크게 조정 받은 상황에서 올해 1분기 실적을 발표했습니다. 매출액과 영업이익이 크게 신장되고 시장의 높은 기대치를 부합하는 호실적이었습니다. 전일 뉴스는 국내 업체들에게 위기보다는 해외 수요의 성장성으로 판단하며 주가 조정을 적극 매수의 기회로 삼아야 합니다.

>>> 목표가 850,000원, 투자의견 'BUY'의견 유지

기존 목표가 850,000원 투자의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 필러와 보톡스의 다양한 제형 및 적응증 확대를 통해 매출 확대가 지속될 것이고, 2) 새로운 국가 진출에 대한 기대감이 있고, 3) 앨러간과의 기술 이전된 액상형 보톡스 제품의 임상 모멘텀이 유효하기 때문이다. 특히 하반기 중국 보툴리눔독소 제제 시판허가를 앞두고 있다는 점은 정치적 일회성 이슈로 인한 실적 불확실성을 해소할 수 있다는 점이 긍정적이다. 작년까지 보여주었던 높은 성장세는 올해에도 지속될 것이다. 목표주가는 글로벌 보툴리눔 독소 생산 기업의 12M Fwd PER 를 적용한 영업가치에 임상 진행하는 국가별 시장 가치를 반영한 SOTP 방식으로 산출하였다.

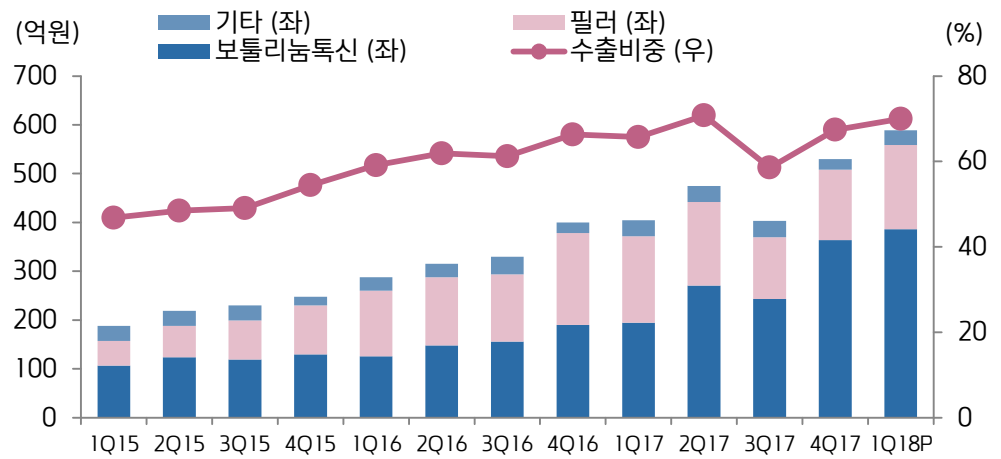
>>> 사상 최대 실적이 계속된다

올해 1분기 매출액은 45.3% 증가한 588억원 영업이익은 31.4% 증가한 278억원을 기록하며 최대 실적을 기록하였다. 매출은 제품별로는 보툴리눔독소 제품의 수출성고가 좋았고 지역으로는 아시아 지역의 매출실적이 눈에 띄게 성장하였다. 최근 경쟁자들의 증가로 최종 수요자들에게 직접적으로 접촉하기 위해 미디어 광고 등 판관비 소요가 소폭 증가했으나 영업 이익 감소폭이 크지 않고 매출 증가세가 지속되는 것을 보면 이를 통해 시장 지배력을 높이고 점유율을 고착화하고 있는 것으로 판단된다. 내수 시장보다 해외 매출 비중의 확대는 더욱이 이익을 증가로 이어질 것으로 판단한다.

>>> 하반기 기업가치 향상 기대 모멘텀 다수 보유

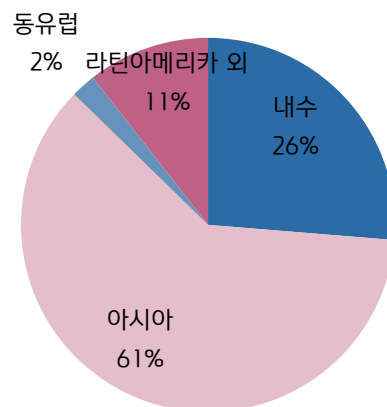
동사는 상업화 이후 동사에서 제품 공급을 하고 한국을 제외한 전 세계 시장에서 앨러간이 독점 공급 조건으로 차세대 액상형 보툴리눔 독소 이노톡스 기술 이전 계약을 체결하였다. 지난 4월 30일 컨퍼런스 콜에서 앨러간은 보툴리눔독소신 등 다양한 제형에 대한 개발 진행 중이며 올해 내 자세 내용을 공개할 것이라는 뉴스는 추후 임상 진행으로 인한 호재로 작용할 것으로 판단된다. 또한 가짜 보툴리눔독소 제제 이슈로 높은 중국시장의 수요를 확인한 가운데 중국 시판허가 신청한 상태이기 때문에 되려 정치적 불확실성을 해소할 수 있을 것으로 판단한다.

제품별 매출과 수출 비중



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

지역별 매출 구성



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

상세 매출 추정 내역 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019
매출액	404.8	474.7	403.1	529.8	588.1	596.5	604.1	605.5	1812.4	2385.49	3225.75
YoY (%)					45.3	25.7	49.8	14.3		31.62	35.22
보툴리눔 독신	253.0	288.0	275.0	273.0	386.0	388.4	399.3	416.6	1089.0	1590.34	2378.98
YoY (%)					52.6	34.9	45.2	52.6		48.21	49.59
매출 비중 (%)	62.5	60.7	68.2	51.5	65.6	65.1	66.1	68.8	59.20	66.67	73.75
필러	155.0	132.0	103.0	175.0	173.0	173.6	169.1	166.9	619.0	682.59	721.85
YoY (%)					(2.3)	1.5	33.2	15.9		10.27	5.75
매출 비중 (%)	38.3	27.8	25.5	33.0	29.4	29.1	28.0	27.6	34.15	28.61	22.38
기타	33.8	32.7	33.1	21.8	29.9	34.5	35.7	21.9	121.4	122.05	124.64
YoY (%)					(8.7)	5.6	7.6	0.8		1.37	2.13
매출 비중 (%)	8.3	6.9	8.2	4.1	5.1	5.8	5.9	3.6	7.8	5.12	3.86
영업이익	211.8	263.8	169.4	256.6	278.3	287.8	289.6	284.8	901.6	1140.48	1536.59
YoY (%)					31.4	9.1	71.0	11.0		26.50	34.73
OPM (%)	52.3	55.6	42.0	48.4	50.8	51.2	50.9	48.8	49.7	47.8	47.6

자료: 키움증권 리서치센터

메디톡스 Valuation 내역 (단위: 십억원)

영업가치		Multiple	Value
2018 EPS	3,120	35.0	89
사업가치		성공확률 (%)	
북미 시장 가치	991	90	1058.875
중국 시장 가치	1,048	90	942.95
사업가치 합계	1,834		
기업가치	4,955		
순차입금	95		
주주가치	4,859		
주식수 (주)	5,656,535		
적정주가 (원)	859,047		

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,242	1,821	2,385	3,226	4,362
매출원가	298	400	506	678	916
매출총이익	944	1,421	1,879	2,548	3,446
판매비및일반관리비	311	402	747	1,011	1,368
영업이익(보고)	633	1,019	1,146	1,542	2,086
영업이익(핵심)	633	1,019	1,132	1,537	2,078
영업외손익	11	16	-10	8	-13
이자수익	12	50	5	6	9
배당금수익	0	4	0	0	0
외환이익	8	4	30	36	22
이자비용	0	15	21	21	21
외환손실	5	7	24	17	27
관계기업지분법손익	-11	-15	-2	1	1
투자및기타자산처분손익	-2	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	9	-5	2	2	3
법인세차감전이익	643	1,035	1,121	1,545	2,065
법인세비용	134	222	210	289	387
유효법인세율 (%)	20.9%	21.4%	18.8%	18.7%	18.7%
당기순이익	509	814	911	1,255	1,678
지배주주지분순이익(억원)	433	728	912	1,257	1,681
EBITDA	681	1,087	1,211	1,619	2,163
현금순이익(Cash Earnings)	557	881	990	1,337	1,763
수정당기순이익	510	814	911	1,255	1,678
증감율(% YoY)					
매출액	90.9	46.6	31.6	35.2	35.2
영업이익(보고)	256.2	61.1	27.1	34.6	35.2
영업이익(핵심)	256.2	61.1	25.5	35.8	35.2
EBITDA	252.6	59.7	23.1	33.7	33.6
지배주주지분 당기순이익	27.5	68.3	24.5	37.8	33.7
EPS	4.4	47.2	24.5	37.8	33.7
수정순이익	-20.8	59.4	19.8	37.8	33.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	451	642	1,017	1,336	1,761
당기순이익	509	814	911	1,255	1,678
감가상각비	39	56	64	68	71
무형자산상각비	9	11	15	14	13
외환손익	-1	0	-6	-19	5
자산처분손익	3	0	0	0	0
지분법손익	15	20	2	-1	-1
영업활동자산부채 증감	-235	-312	25	-1	-1
기타	113	53	6	19	-5
투자활동현금흐름	-539	-5,553	-215	-233	-257
투자자산의 처분	-369	-5,494	-47	-68	-93
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-156	-63	-166	-166	-166
무형자산의 처분	-5	-9	0	0	0
기타	-10	13	-2	2	1
재무활동현금흐름	31	4,576	-105	-104	-101
단기차입금의 증가	-11	-3	1	0	0
장기차입금의 증가	0	1,000	0	0	0
자본의 증가	0	3,546	0	0	0
배당금지급	0	0	-116	-116	-116
기타	42	32	10	12	15
현금및현금성자산의순증가	-56	-336	697	999	1,403
기초현금및현금성자산	705	649	264	961	1,960
기말현금및현금성자산	649	313	961	1,960	3,363
Gross Cash Flow	687	954	992	1,336	1,762
Op Free Cash Flow	153	484	857	1,164	1,606

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,513	6,794	1,972	3,326	5,210
현금및현금성자산	649	313	961	1,960	3,363
유동금융자산	393	5,645	126	170	230
매출채권및유동채권	336	681	732	989	1,338
재고자산	135	155	153	207	279
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,430	1,415	2,970	3,088	3,215
장기매출채권및기타비유동채권	60	47	28	38	51
투자자산	106	142	703	728	762
유형자산	588	590	1,946	2,044	2,139
무형자산	639	637	270	256	243
기타비유동자산	36	0	23	21	20
자산총계	2,943	8,209	4,941	6,414	8,425
유동부채	199	227	1,530	1,718	1,974
매입채무및기타유동채무	80	113	310	419	566
단기차입금	3	0	600	600	600
유동성장기차입금	0	0	393	393	393
기타유동부채	117	113	226	306	414
비유동부채	5	803	570	714	908
장기매입채무및비유동채무	1	1	374	506	685
사채및장기차입금	0	796	150	150	150
기타비유동부채	4	7	46	58	73
부채총계	204	1,030	2,100	2,433	2,882
자본금	16	22	28	28	28
주식발행초과금	1,408	4,981	139	139	139
이익잉여금	1,065	1,792	3,143	4,286	5,851
기타자본	39	163	-512	-512	-512
지배주주지분자본총계	2,528	6,957	2,797	3,940	5,506
비지배주주지분자본총계	211	222	45	41	37
자본총계	2,739	7,179	2,842	3,981	5,543
순차입금	-1,039	-5,162	56	-987	-2,450
총차입금	3	796	1,143	1,143	1,143

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,177	19,396	16,128	22,227	29,714
BPS	76,978	161,504	49,453	69,659	97,341
주당EBITDA	20,727	28,947	21,405	28,616	38,234
CFPS	16,964	23,468	17,500	23,639	31,163
DPS	0	0	2,200	2,200	2,200
주가배수(배)					
PER	24.4	28.9	30.1	21.8	16.3
PBR	4.2	3.5	9.8	7.0	5.0
EV/EBITDA	16.7	20.0	22.7	16.3	11.5
PCFR	18.9	23.8	27.7	20.5	15.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	50.9	56.0	48.0	47.8	47.8
영업이익률(핵심)	50.9	56.0	47.4	47.6	47.6
EBITDA margin	54.8	59.7	50.8	50.2	49.6
순이익률	41.0	44.7	38.2	38.9	38.5
자기자본이익률(ROE)	20.8	16.4	37.3	36.8	35.2
투자자본이익률(ROIC)	56.4	68.3	42.0	55.3	72.1
안정성(%)					
부채비율	7.4	14.3	73.9	61.1	52.0
순차입금비율	-37.9	-71.9	2.0	-24.8	-44.2
이자보상배율(배)	N/A	68.3	54.8	74.4	100.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	3.6	3.7	3.7	3.7
재고자산회전율	11.5	12.5	17.7	17.9	17.9
매입채무회전율	11.5	18.9	9.2	8.9	8.9

Compliance Notice

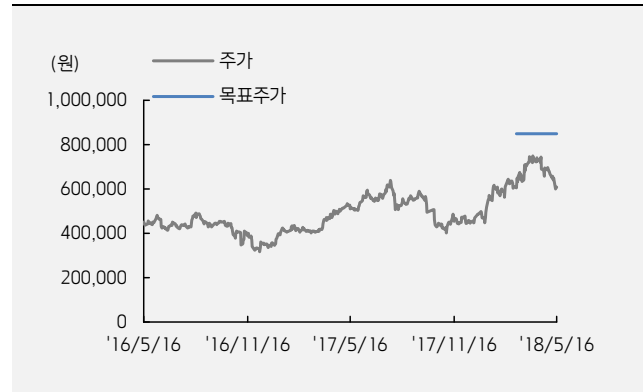
- 당사는 5월 15일 현재 '메디톡스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
메디톡스 (086900)	2018/03/07	BUY(Initiate)	700,000원	6개월	-18.92	-11.76
	2018/05/16	BUY(Maintain)	700,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%