



2018년 5월 16일 | Equity Research

메디톡스 (086900)

특신의 수출증가세 지속

1분기 작년 4분기를 QoQ로 증가한 실적

메디톡스 1분기 매출액은 588억원(YoY, 45.3%)을 기록 4분기에 이어 연속으로 사상 최대 실적을 경신하고 있다. 영업이익은 278억원(YoY, 31.4%, OPM, 47.3%)을 기록, 컨센서스에 부합하였다. 세전이익은 273억원(YoY, 28.2%), 당기순이익은 216억원(YoY, 27.2%)을 기록하였다. 특신 수출이 전년대비 112%나 증가하면서 280억원의 매출을 기록하였고, 특신 내수는 3공장 증설 이후 100억원대의 매출액을 3분기 연속 이어가고 있다. 필러 수출은 전년대비 1.5% 정도만 감소한 132억원을 기록하며 당초 추정보다 필러의 감소세는 원만하게 진행될 것으로 예상된다.

영업이익률 감소는 회사의 외형성장과 함께

메디톡스는 전년대비 약 56% 증가한 연구개발비와 158% 가량 증가한 광고선전비로 인해 180억원의 판관비를 기록 전년대비 약 52% 가량 증가하였다. 광고의 R&D 연구센터 설립과 연구인력 확충으로 인해 아마도 올해 내내 연구개발비는 분기 당 50억원 이상 발생할 수 있을 것으로 추정된다. 작년 4분기 39억원을 기록한 광고선전비는 일회성일 것이라는 기대와는 달리 올해 1분기에도 약 31억원이 발생하면서, 향후 광고선전비 증가가 우려된다. 1분기 77.8%를 기록한 GPM은 작년 4분기에도 78.6%를 기록하면서 메디톡스가 계속 자랑하던 80%의 GPM이 2분기 연속 깨지고 있다. 2공장에서 본격적으로 이노톡스의 샘플들이 생산되기 시작하면서, 2공장 가동으로 원가가 증가했기 때문으로 추정된다.

파이공 규제강화 이슈

4월 관세청 수출 데이터가 전년대비 6%에 그칠 정도로 부진하게 나오고, 5월 14일 갑작스럽게 중국의 파이공 규제강화 이슈가 불거지면서 메디톡스와 휴젤이 각각 7.6%와 6.3%씩 주가가 하락하였다. 2017년 기준으로 중국의 수출비중은 약 54%로 절대적인 규모를 보여주고 있다. 그러나 중국에서 정식으로 하기 받은 국내 특신 제조업체가 없기 때문에 중국향은 대부분 블랙마켓에서 유통되는 제품이라 할 수 있다. 따라서 중국 파이공 규제강화는 수출 감소로 직결될 수 있다라는 우려가 존재한다. 중국의 블랙마켓은 분명 감소할 것이다. 그것은 중국이 선진시장으로 성장하는 자연스런 과정 중 하나라고 볼 수 있다. 그러나 파이공 규제강화가 마치 화장품 엔터산업의 한한령처럼 당장의 매출절벽을 불러오지는 않는다. 중장기적으로 파이공 규제강화로 정식 승인받은 제품들의 프리미엄은 올라갈 것이며, 국내 특신 제조사 중 메디톡스가 중국 허가를 가장 빨리 받을 수 있다는 점에서 메디톡스는 파이공 규제강화 이슈에서도 가장 견재할 것으로 예상된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 840,000원 | CP(5월 15일): 609,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	862.94		
52주 최고/최저(원)	750,000/402,000	매출액(십억원)	222.7 269.3
시가총액(십억원)	3,444.8	영업이익(십억원)	114.7 141.3
시가총액비중(%)	1.23	순이익(십억원)	90.6 111.5
발행주식수(천주)	5,656.5	EPS(원)	16,028 19,728
60일 평균 거래량(천주)	35.2	BPS(원)	51,539 69,511
60일 평균 거래대금(십억원)	23.6		
18년 배당금(예상,원)	2,200		
18년 배당수익률(예상,%)	0.36		
외국인지분율(%)	46.65		
주요주주 지분율(%)			
정현호 외 7 인	21.44		
미래에셋자산운용 외 6 인	5.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(16.9) 32.3 15.6		
상대	(14.1) 17.8 (13.5)		

Stock Price	
(천원)	메디톡스(좌) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	133.3	181.2	237.4	289.7	333.7
영업이익	십억원	75.2	90.2	115.8	146.9	173.5
세전이익	십억원	75.0	88.4	116.7	149.4	177.8
순이익	십억원	59.2	73.3	94.7	119.7	140.7
EPS	원	10,471	12,955	16,739	21,161	24,876
증감률	%	40.0	23.7	29.2	26.4	17.6
PER	배	34.06	37.43	36.38	28.78	24.48
PBR	배	10.58	10.66	10.12	7.68	5.96
EV/EBITDA	배	26.13	28.75	28.22	21.91	18.01
ROE	%	45.36	42.17	39.23	35.52	30.89
BPS	원	33,713	45,493	60,179	79,286	102,109
DPS	원	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현우
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

표 1. 메디톡스 1Q18 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	1Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	58.8	40.5	45.3	53.9	9.1
영업이익	27.8	21.2	31.4	28.0	(0.6)
세전이익	27.3	21.3	28.2	26.9	1.5
당기순이익	21.6	17.0	27.2	21.6	(0.1)
OPM %	47.3	52.3		51.9	
NPM %	36.7	41.9		40.1	

자료: 하나금융투자

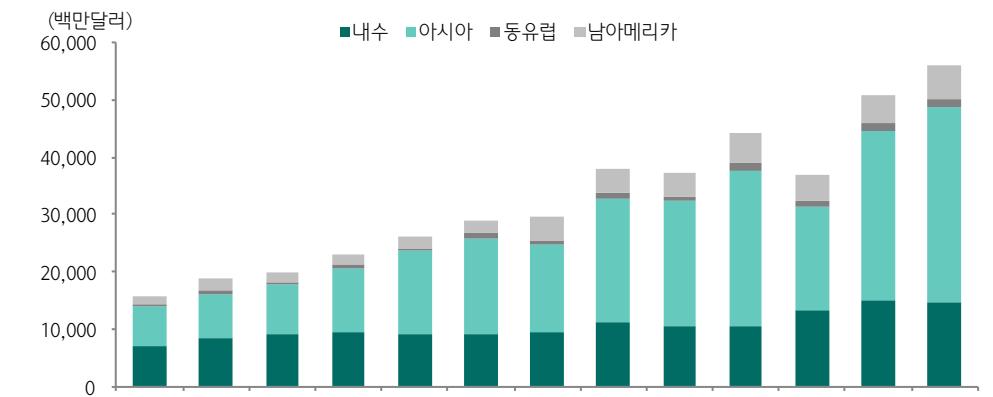
표 2. 메디톡스 연간 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	58.8	59.5	55.7	63.4	76.0	70.6	71.7	71.4	181.2	237.4	289.7
YoY	45.3%	25.4%	38.2%	19.6%	29.2%	18.5%	28.7%	12.7%	36.0%	31.0%	22.0%
특신	38.6	41.2	38.7	45.6	56.5	51.4	54.0	53.4	107.2	164.0	215.2
YoY	99.0%	51.9%	59.1%	25.2%	46.3%	24.9%	39.6%	17.1%	72.7%	53.0%	31.2%
수출	28.0	29.5	27.2	32.2	44.8	38.3	40.8	38.7	72.9	116.9	162.5
YoY	112.1%	43.0%	90.0%	30.0%	60.0%	30.0%	50.0%	20.0%	95.0%	60.3%	39.1%
내수	10.6	11.7	11.5	13.3	11.7	13.1	13.2	14.7	34.3	47.1	52.7
YoY	71.0%	80.0%	15.0%	15.0%	10.0%	12.0%	15.0%	10.0%	38.9%	37.4%	11.7%
필러	17.3	15.4	14.0	14.8	16.5	16.2	14.7	15.1	61.7	61.5	62.5
YoY	-1.7%	-10.0%	11.3%	2.6%	-4.5%	5.0%	5.0%	1.9%	2.4%	-0.3%	1.6%
수출	13.2	11.7	10.1	11.4	12.5	12.3	10.4	11.6	46.5	46.5	46.8
YoY	-1.5%	-10.0%	10.0%	5.0%	-5.0%	5.0%	3.0%	1.0%	0.6%	-0.1%	0.7%
내수	4.1	3.7	3.9	3.3	4.0	3.9	4.3	3.5	15.2	15.0	15.6
YoY	-2.4%	-10.0%	15.0%	-5.0%	-3.0%	5.0%	10.0%	5.0%	8.2%	-1.2%	4.1%
기타	2.9	3.0	12.4	11.9	12.0						
매출원가	13.0	13.7	12.3	14.3	17.5	16.6	15.8	16.1	34.6	53.2	65.9
YoY	75.0%	67.6%	60.2%	25.8%	34.1%	21.1%	28.7%	12.7%	43.7%	53.9%	23.8%
매출총이익	45.8	45.9	43.4	49.1	58.5	54.0	55.9	55.3	146.6	184.2	223.8
YoY	38.6%	16.7%	33.0%	17.9%	27.8%	17.7%	28.7%	12.7%	34.3%	25.6%	21.5%
GPM	77.8%	77.0%	78.0%	77.5%	77.0%	76.5%	78.0%	77.5%	80.9%	77.6%	77.2%
판관비	18.0	15.5	18.0	16.9	20.1	17.8	20.1	18.8	56.5	68.4	76.9
YoY	51.5%	20.3%	14.7%	5.4%	11.7%	14.9%	11.5%	11.8%	66.1%	21.1%	12.4%
판관비율	30.5%	26.1%	32.4%	26.6%	26.4%	25.3%	28.1%	26.4%	31.2%	28.8%	26.5%
영업이익	27.8	30.3	25.4	32.2	38.4	36.1	35.8	36.5	90.2	115.8	146.9
YoY	31.3%	14.8%	50.3%	25.7%	38.2%	19.2%	41.0%	13.2%	19.9%	28.4%	26.9%
OPM	47.3%	50.9%	45.6%	50.9%	50.6%	51.2%	49.9%	51.1%	49.7%	48.8%	50.7%
당기순이익	21.6	22.9	21.2	29.0	29.2	26.5	30.8	33.3	73.3	94.7	119.7
YoY	27.5%	11.6%	59.4%	28.7%	34.9%	15.8%	45.3%	14.6%	23.7%	29.2%	26.4%
NPM	36.8%	38.4%	38.0%	45.8%	38.4%	37.6%	42.9%	46.6%	40.4%	39.9%	41.3%

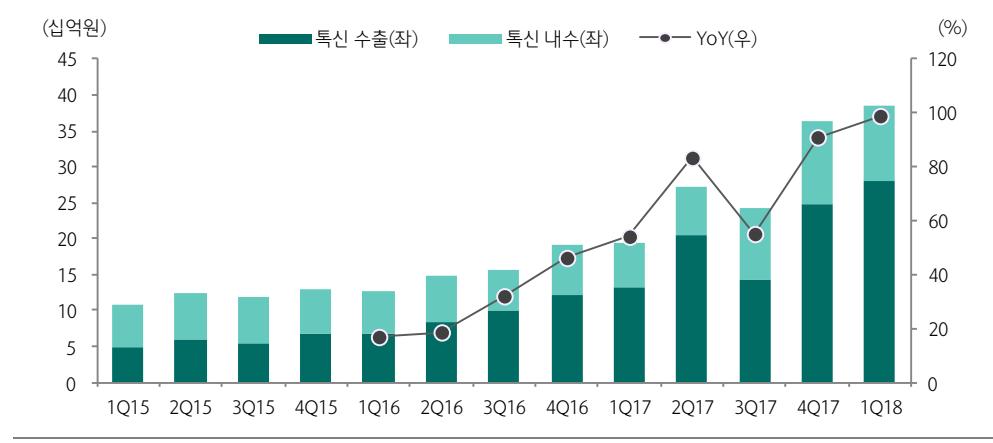
자료: 하나금융투자

그림 1. 지역별 매출연황



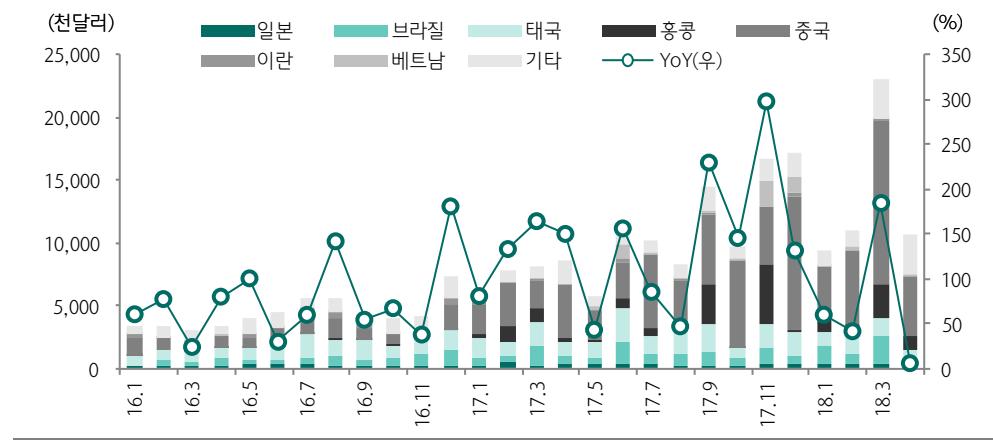
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 특신 매출액 추이



자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 3. 관세청 보툴리눔 특신 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		133.3	181.2	237.4	289.7	333.7
매출원가		24.1	34.6	53.2	65.9	76.7
매출총이익		109.2	146.6	184.2	223.8	257.0
판관비		34.0	56.5	68.4	76.9	83.4
영업이익		75.2	90.2	115.8	146.9	173.5
금융순익		0.3	(1.0)	0.7	2.3	4.0
종속/관계기업순익		(0.8)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익		0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
세전이익		75.0	88.4	116.7	149.4	177.8
법인세		15.8	15.3	22.2	29.9	37.3
계속사업이익		59.2	73.2	94.5	119.5	140.5
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		59.2	73.2	94.5	119.5	140.5
비지배주주지분 순이익		0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
지배주주순이익		59.2	73.3	94.7	119.7	140.7
지배주주지분포괄이익		59.2	72.3	94.7	119.7	140.7
NOPAT		59.4	74.6	93.8	117.5	137.1
EBITDA		79.9	98.4	122.5	153.3	179.7
성장률(%)						
매출액증가율		50.6	35.9	31.0	22.0	15.2
NOPAT증가율		41.4	25.6	25.7	25.3	16.7
EBITDA증가율		44.0	23.2	24.5	25.1	17.2
영업이익증가율		45.5	19.9	28.4	26.9	18.1
(지배주주)순이익증가율		40.0	23.8	29.2	26.4	17.5
EPS증가율		40.0	23.7	29.2	26.4	17.6
수익성(%)						
매출총이익률		81.9	80.9	77.6	77.3	77.0
EBITDA이익률		59.9	54.3	51.6	52.9	53.9
영업이익률		56.4	49.8	48.8	50.7	52.0
계속사업이익률		44.4	40.4	39.8	41.2	42.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,471	12,955	16,739	21,161	24,876
BPS	33,713	45,493	60,179	79,286	102,109
CFPS	14,578	18,605	21,698	27,144	31,829
EBITDAPS	14,129	17,391	21,662	27,109	31,776
SPS	23,558	32,041	41,971	51,207	58,991
DPS	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200
주가지표(배)					
PER	34.1	37.4	36.4	28.8	24.5
PBR	10.6	10.7	10.1	7.7	6.0
PCFR	24.5	26.1	28.1	22.4	19.1
EV/EBITDA	26.1	28.7	28.2	21.9	18.0
PSR	15.1	15.1	14.5	11.9	10.3
재무비율(%)					
ROE	45.4	42.2	39.2	35.5	30.9
ROA	22.5	20.6	22.6	23.5	21.9
ROIC	40.2	32.9	34.7	41.1	46.0
부채비율	119.4	90.1	56.0	44.4	35.9
순부채비율	48.1	39.2	3.0	(22.8)	(40.4)
이자보상비율(배)	81.8	43.7	63.3	100.8	119.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

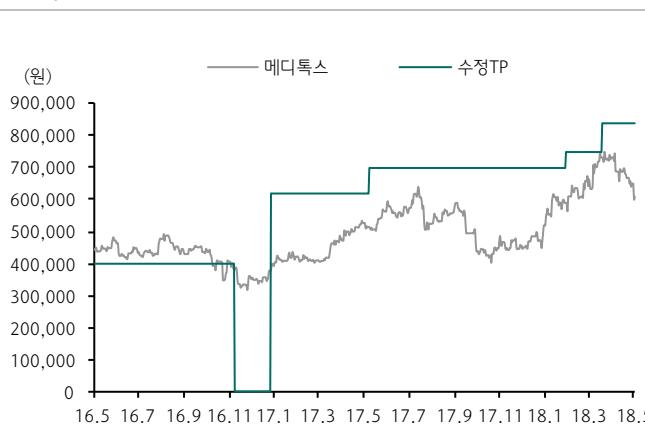
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	68.6	103.2	156.1	274.3	412.5
금융자산	30.5	36.0	68.1	167.0	288.8
현금성자산	15.8	26.4	55.5	151.7	271.2
매출채권 등	30.2	53.4	70.0	85.4	98.3
재고자산	6.9	11.6	15.2	18.6	21.4
기타유동자산	1.0	2.2	2.8	3.3	4.0
비유동자산	255.4	286.0	292.4	296.9	300.0
투자자산	10.7	13.2	16.4	20.3	23.4
금융자산	2.5	5.2	6.8	8.3	9.5
유형자산	150.6	184.4	189.1	191.0	192.4
무형자산	19.3	28.4	27.0	25.6	24.3
기타비유동자산	74.8	60.0	59.9	60.0	59.9
자산총계	324.0	389.1	448.5	571.2	712.5
유동부채	76.6	137.4	104.6	110.6	115.7
금융부채	39.8	99.2	59.9	59.9	59.9
매입채무 등	8.3	11.8	15.5	18.9	21.7
기타유동부채	28.5	26.4	29.2	31.8	34.1
비유동부채	99.8	47.0	56.4	65.1	72.4
금융부채	61.8	16.9	16.9	16.9	16.9
기타비유동부채	38.0	30.1	39.5	48.2	55.5
부채총계	176.4	184.4	161.0	175.7	188.1
지배주주지분	147.7	199.8	282.9	391.0	520.1
자본금	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
자본잉여금	13.9	19.9	19.9	19.9	19.9
자본조정	(42.1)	(57.1)	(57.1)	(57.1)	(57.1)
기타포괄이익누계액	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	172.8	234.4	317.4	425.5	554.6
비지배주주지분	0.0	4.9	4.7	4.5	4.3
자본총계	147.7	204.7	287.6	395.5	524.4
순금융부채	71.0	80.2	8.8	(90.1)	(212.0)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	54.1	59.7	95.6	119.0	138.8
당기순이익	59.2	73.2	94.5	119.5	140.5
조정	11.2	24.6	6.1	4.1	2.2
감가상각비	4.7	8.2	6.7	6.5	6.2
외환거래손익	2.3	(4.7)	(2.0)	(2.5)	(3.0)
지분법손익	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	20.2	1.4	0.1	(1.0)
영업활동 자산부채 변동	(16.3)	(38.1)	(5.0)	(4.6)	(3.9)
투자활동 현금흐름	(114.3)	(41.3)	(13.6)	(9.9)	(6.2)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.4)	(3.2)	(3.9)	(3.1)
유형자산감소(증가)	(136.5)	(38.0)	(10.0)	(7.0)	(6.2)
기타	28.5	(1.9)	(0.4)	1.0	3.1
재무활동 현금흐름	49.2	(7.4)	(52.7)	(13.1)	(13.1)
금융부채증가(감소)	76.4	14.6	(39.3)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(17.6)	(16.9)	(1.8)	(1.5)	(1.5)
배당지급	(9.6)	(11.1)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
현금의 증감	(11.4)	10.6	29.2	96.1	119.5
Unlevered CFO	82.5	105.2	122.7	153.5	180.0
Free Cash Flow	(82.4)	21.6	85.6	112.0	132.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

메디톡스



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
18.4.2	BUY	840,000			
18.2.12	BUY	750,000	-12.95%	-0.44%	
17.5.22	BUY	700,000	-25.36%	-8.64%	
17.1.9	BUY	620,000	-28.40%	-13.90%	
16.11.21	Analyst Change				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.