



하나금융그룹

2018년 8월 16일 | Equity Research

메디톡스 (086900)

고성장세는 이제 그만. 그러나 아직 보여드릴 것이 많이 있습니다

2분기 QoQ로 줄어든 매출액

메디톡스 2분기 매출액은 550억원(YoY, 15.8%), 영업이익은 226억원(YoY, -14.3%, OPM, 41.1%)을 기록, 컨센서스 대비 매출액은 4.3%, 영업이익은 19% 하회한 실적을 발표하였다. 세전이익은 239억원(YoY, -7.5%), 당기순이익은 182억원(YoY, -11%)을 기록하였다. 톡신 수출이 232억원으로 전년대비 12.6% 증가하였으나, 1분기 280억원 대비 17.1% 감소하면서 2분기 매출액 QoQ 감소의 원인이 되었다. 영업이익이 전년대비 14.3% 감액된 이유는 톡신 및 필러 관련 신규 품목 개발을 위한 일회성 개발 테스트 원가가 반영(약 20억원)되면서 원가율이 1분기 23.5%에서 27.8%로 크게 상승하였고, 1분기와 마찬가지로 광고선전비가 36억원 반영되면서 판관비도 전년대비 31% 증가하였기 때문이다.

드디어 나타난 분기별 계절성(Seasonality)

7월 관세청 통관 데이터에 따르면 톡신 수출액이 전년대비 28.7% 감소하면서 3분기에 대한 전망도 긍정적으로 보기 어렵게 되었다. 이러한 이유로 인해 메디톡스의 최근 주가는 고점 대비 약 21% 하락하였다. 작년 3분기 메디톡스가 어닝 쇼크 수준의 실적을 발표하고 매출액 역시 10분기 만에 처음으로 QoQ 감소하면서 메디톡스의 주가는 코스닥 랠리가 왔었던 시기에도 전혀 반등하지 못했었다. 과거 메디톡스가 톡신 및 필러의 고성장으로 인해 연간 50% 성장했던 시기에는 분기별 계속 성장할 수 있었으나, 이제 성장률이 연간 30% 이하로 떨어지면서 드디어 분기별 계절성이 나타나고 있다고 볼 수 있다. 즉 무더운 한 여름 성형관련 시술 건수가 줄어들듯 계절적으로 1분기나 4분기 대비 3분기 매출액은 감소할 수 밖에 없다. 최근 메디톡스의 분기별 매출액을 분석해 볼 때, 4 > 1 > 2 > 3분기 순으로 계절성이 나타날 것으로 예상된다. 3분기 전망은 다소 부정적으로 예상되지만, 4분기 사상최대 실적 예상이 가능한 이유이다.

아직 보여드릴 것이 많이 남아 있습니다

메디톡스의 매출액에서 분기별 계절성이 나타날 정도로 이제 고성장세는 꺾였다고 볼 수 있다. 그러나 메디톡스는 2019년 중국 시판허가 획득(2018년 2월 BLA 제출)으로 본격적인 중국시장 진출 및 앤라간의 이노톡스 임상 3상 진입, 그리고 분말제형인 메디톡신(수출명 뉴로녹스)의 유럽 판권이전 등 매출액 고성장 외에 아직 기대할 수 있는 것이 많이 남아있다. 바로 이 부분이 메디톡스에게 여전히 고밸류를 부여할 수 있는 이유라 할 수 있다. 최근 주가 조정으로 현재 12개월 Forward PER 38배 수준으로 저점 매수 유효구간이라 볼 수 있다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 1,000,000원 | CP(8월 14일): 671,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	761.94		
52주 최고/최저(원)	853,500/402,000	매출액(십억원)	234.5 281.7
시가총액(십억원)	3,795.5	영업이익(십억원)	115.1 142.2
시가총액비중(%)	1.50	순이익(십억원)	90.4 112.2
발행주식수(천주)	5,656.5	EPS(원)	16,022 19,855
60일 평균 거래량(천주)	28.6	BPS(원)	53,229 72,395
60일 평균 거래대금(십억원)	21.5		
18년 배당금(예상,원)	2,200		
18년 배당수익률(예상,%)	0.33		
외국인지분율(%)	51.38		
주요주주 지분율(%)			
정연호 외 7 인	21.44		
미래에셋자산운용 외 6 인	5.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(18.4) 10.0 27.7		
상대	(11.3) 22.4 5.5		

Stock Price	
(천원)	메디톡스(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	133.3	181.2	230.4	263.7	299.0
영업이익	십억원	75.2	90.2	105.7	126.5	145.0
세전이익	십억원	75.0	88.4	107.6	128.9	149.0
순이익	십억원	59.2	73.3	87.3	103.3	117.9
EPS	원	10,471	12,955	15,436	18,256	20,835
증감률	%	40.0	23.7	19.2	18.3	14.1
PER	배	34.06	37.43	43.47	36.76	32.20
PBR	배	10.58	10.66	11.40	8.94	7.15
EV/EBITDA	배	26.13	28.75	33.92	28.05	24.01
ROE	%	45.36	42.17	36.73	32.13	28.04
BPS	원	33,713	45,493	58,876	75,078	93,860
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

하나금융투자

표 1. 메디톡스 2Q18 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	2Q18	2Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	55.0	47.5	15.8	57.4	(4.3)
영업이익	22.6	26.4	(14.3)	27.9	(19.0)
세전이익	23.9	25.8	(7.5)	27.4	(12.9)
당기순이익	18.2	20.5	(11.0)	21.8	(16.2)
OPM %	41.1	55.6		48.6	
NPM %	33.2	43.2		37.9	

자료: 하나금융투자

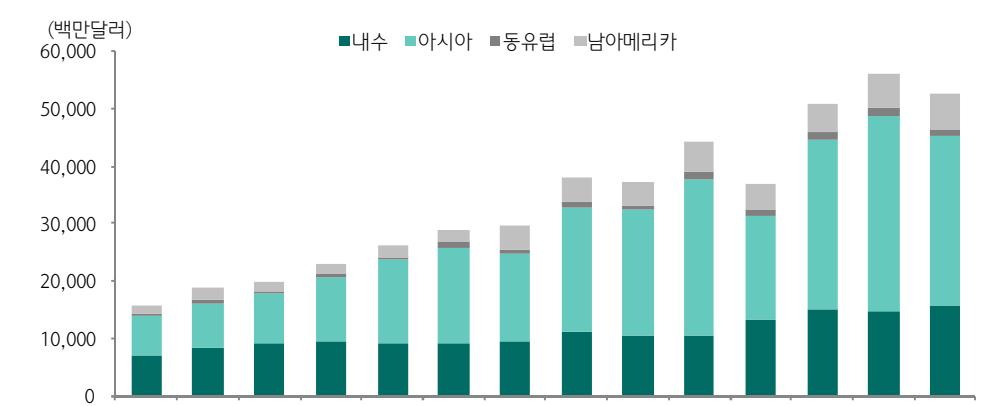
표 2. 메디톡스 연간 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	58.8	55.0	51.8	64.8	66.1	64.5	60.5	72.6	181.2	230.4	263.7
YoY	45.3%	15.8%	28.5%	22.3%	12.4%	17.3%	16.7%	12.1%	36.0%	27.1%	14.5%
특신	38.6	35.0	33.0	45.6	45.3	43.4	40.0	52.7	107.2	152.1	181.4
YoY	99.0%	29.2%	35.6%	25.2%	17.3%	23.9%	21.5%	15.6%	72.7%	41.9%	19.2%
수출	28.0	23.2	21.5	32.2	33.6	30.2	26.8	38.7	72.9	104.9	129.3
YoY	112.1%	12.6%	50.0%	30.0%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%	95.0%	43.9%	23.2%
내수	10.6	11.8	11.5	13.3	11.7	13.2	13.2	14.0	34.3	47.2	52.1
YoY	71.0%	81.5%	15.0%	15.0%	10.0%	12.0%	15.0%	5.0%	38.9%	37.7%	10.3%
필러	17.3	17.5	15.9	16.2	17.8	18.1	17.5	17.0	61.7	66.9	70.4
YoY	-1.7%	2.3%	26.0%	12.6%	3.1%	3.4%	10.0%	4.6%	2.4%	8.4%	5.2%
수출	13.2	13.6	12.0	12.5	13.9	14.0	13.2	12.9	46.5	51.3	53.9
YoY	-1.5%	4.6%	30.0%	15.0%	5.0%	3.0%	10.0%	3.0%	0.6%	10.3%	5.1%
내수	4.1	3.9	3.9	3.7	4.0	4.1	4.3	4.0	15.2	15.6	16.4
YoY	-2.4%	-4.9%	15.0%	5.0%	-3.0%	5.0%	10.0%	10.0%	8.2%	2.5%	5.3%
기타	2.9	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	12.4	12.2	12.0
매출원가	13.0	15.4	11.4	14.6	14.9	14.1	13.3	16.3	34.6	54.4	58.6
YoY	75.0%	88.9%	49.1%	28.7%	14.1%	-8.9%	16.7%	12.1%	43.7%	57.4%	7.6%
매출총이익	45.8	39.5	40.4	50.2	51.2	50.4	47.2	56.3	146.6	175.9	205.1
YoY	38.6%	0.6%	23.7%	20.6%	11.9%	27.5%	16.7%	12.1%	34.3%	20.0%	16.6%
GPM	77.8%	71.9%	78.0%	77.5%	77.5%	78.2%	78.0%	77.5%	80.9%	76.4%	77.8%
판관비	18.0	16.9	18.5	16.9	20.1	19.0	20.7	18.8	56.5	70.2	78.6
YoY	51.5%	31.0%	17.5%	5.4%	11.7%	12.4%	12.0%	11.8%	66.1%	24.3%	12.0%
판관비율	30.5%	30.8%	35.7%	26.0%	30.3%	29.5%	34.2%	25.9%	31.2%	30.5%	29.8%
경상연구개발비	5.0	5.1	5.7	5.2	5.5	5.8	6.4	5.7	15.9	21.0	23.5
YoY(%)	56.4%	19.1%	15.0%	50.0%	10.0%	15.0%	12.0%	10.0%	92.0%	32.1%	11.7%
기타판매관리비	12.9	11.9	12.8	11.6	14.5	13.2	14.3	13.1	40.6	49.2	55.2
YoY(%)	49.7%	36.9%	18.7%	-7.0%	12.4%	11.3%	12.0%	12.6%	57.8%	21.2%	12.1%
영업이익	27.8	22.6	21.9	33.4	31.2	31.4	26.5	37.5	90.2	105.7	126.5
YoY	31.3%	-14.3%	29.8%	30.0%	12.0%	38.9%	20.8%	12.3%	19.9%	17.3%	19.7%
OPM	47.3%	41.1%	42.3%	51.5%	47.2%	48.7%	43.8%	51.6%	49.7%	45.9%	48.0%
당기순이익	21.6	18.2	18.0	29.4	21.9	25.0	22.2	34.0	73.2	87.2	103.1
YoY	27.2%	-11.0%	36.2%	30.7%	1.6%	37.0%	23.1%	15.8%	23.5%	19.2%	18.3%
NPM	36.7%	33.2%	34.8%	45.3%	33.2%	38.8%	36.7%	46.8%	40.4%	37.8%	39.1%

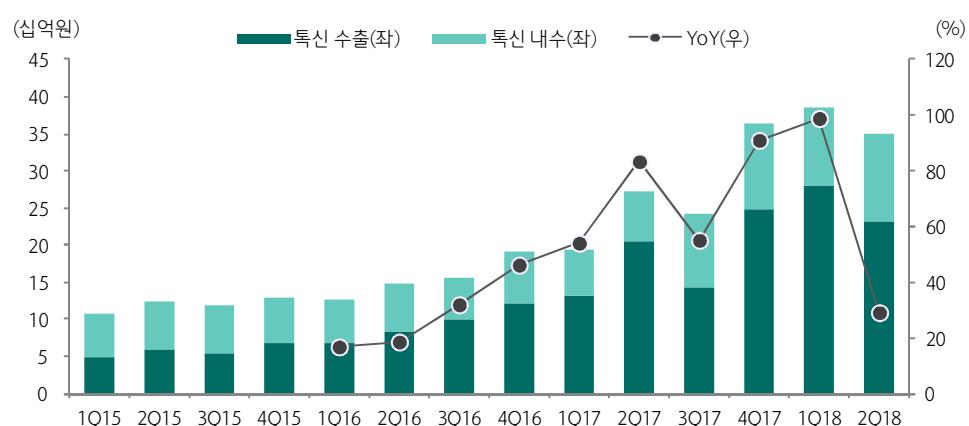
자료: 하나금융투자

그림 1. 지역별 매출연황



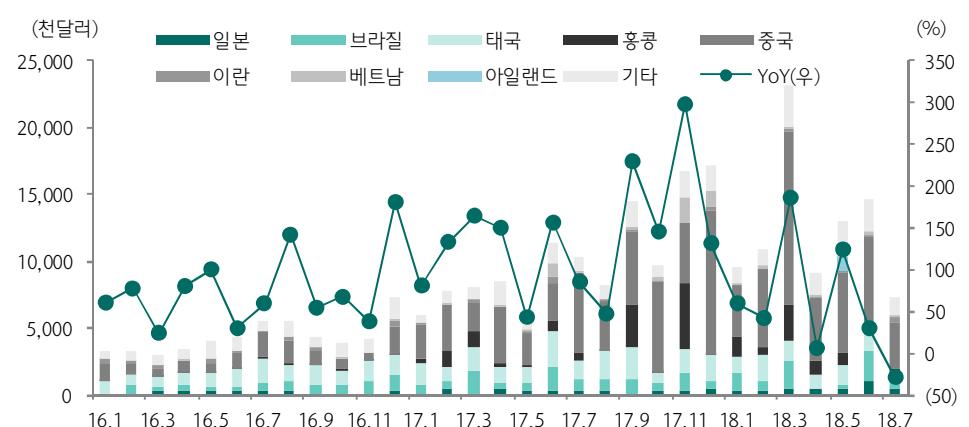
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 톡신 매출액 추이



자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 3. 관세청 보툴리눔 톡신 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		133.3	181.2	230.4	263.7	299.0
매출원가		24.1	34.6	54.4	58.6	68.8
매출총이익		109.2	146.6	176.0	205.1	230.2
판관비		34.0	56.5	70.2	78.6	85.3
영업이익		75.2	90.2	105.7	126.5	145.0
금융순익		0.3	(1.0)	0.7	2.2	3.7
종속/관계기업순익		(0.8)	(0.9)	1.0	0.0	0.0
기타영업외순익		0.3	0.2	0.2	0.3	
세전이익		75.0	88.4	107.6	128.9	149.0
법인세		15.8	15.3	20.4	25.8	31.3
계속사업이익		59.2	73.2	87.2	103.1	117.7
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		59.2	73.2	87.2	103.1	117.7
비자매주주지분 순이익		0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
지배주주순이익		59.2	73.3	87.3	103.3	117.9
지배주주지분포괄이익		59.2	72.3	87.3	103.3	117.9
NOPAT		59.4	74.6	85.6	101.2	114.5
EBITDA		79.9	98.4	112.5	133.0	151.2
성장률(%)						
매출액증가율		50.6	35.9	27.2	14.5	13.4
NOPAT증가율		41.4	25.6	14.7	18.2	13.1
EBITDA증가율		44.0	23.2	14.3	18.2	13.7
영업이익증가율		45.5	19.9	17.2	19.7	14.6
(지배주주)순이익증가율		40.0	23.8	19.1	18.3	14.1
EPS증가율		40.0	23.7	19.2	18.3	14.1
수익성(%)						
매출총이익률		81.9	80.9	76.4	77.8	77.0
EBITDA이익률		59.9	54.3	48.8	50.4	50.6
영업이익률		56.4	49.8	45.9	48.0	48.5
계속사업이익률		44.4	40.4	37.8	39.1	39.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,471	12,955	15,436	18,256	20,835
BPS	33,713	45,493	58,876	75,078	93,860
CFPS	14,578	18,605	19,921	23,544	26,782
EBITDAPS	14,129	17,391	19,885	23,509	26,729
SPS	23,558	32,041	40,729	46,622	52,866
DPS	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200
주가지표(배)					
PER	34.1	37.4	43.5	36.8	32.2
PBR	10.6	10.7	11.4	8.9	7.1
PCFR	24.5	26.1	33.7	28.5	25.1
EV/EBITDA	26.1	28.7	33.9	28.1	24.0
PSR	15.1	15.1	16.5	14.4	12.7
재무비율(%)					
ROE	45.4	42.2	36.7	32.1	28.0
ROA	22.5	20.6	21.1	21.1	19.7
ROIC	40.2	32.9	31.8	36.0	39.4
부채비율	119.4	90.1	56.7	45.3	37.3
순부채비율	48.1	39.2	5.4	(18.7)	(35.5)
이자보상배율(배)	81.8	43.7	57.8	86.9	99.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

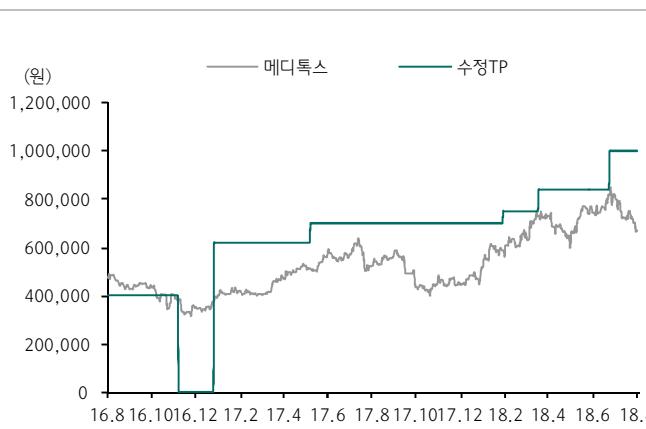
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	68.6	103.2	147.0	244.0	357.4
금융자산	30.5	36.0	61.6	146.2	246.5
현금성자산	15.8	26.4	49.4	132.3	230.7
매출채권 등	30.2	53.4	67.9	77.7	88.1
재고자산	6.9	11.6	14.8	16.9	19.2
기타유동자산	1.0	2.2	2.7	3.2	3.6
비유동자산	255.4	286.0	292.2	296.1	298.8
투자자산	10.7	13.2	16.2	19.6	22.2
금융자산	2.5	5.2	6.6	7.5	8.6
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	59.9	59.9
자산총계	324.0	389.1	439.3	540.2	656.2
유동부채	76.6	137.4	103.8	107.6	111.7
금융부채	39.8	99.2	59.9	59.9	59.9
매입채무 등	8.3	11.8	15.0	17.2	19.5
기타유동부채	28.5	26.4	28.9	30.5	32.3
비유동부채	99.8	47.0	55.2	60.7	66.6
금융부채	61.8	16.9	16.9	16.9	16.9
기타비유동부채	38.0	30.1	38.3	43.8	49.7
부채총계	176.4	184.4	159.0	168.4	178.3
지배주주지분	147.7	199.8	275.6	367.2	473.4
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	310.1	401.7	508.0
비자매주주지분	0.0	4.9	4.7	4.6	4.4
자본총계	147.7	204.7	280.3	371.8	477.8
순금융부채	71.0	80.2	15.2	(69.4)	(169.7)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	54.1	59.7	87.9	104.4	117.1
당기순이익	59.2	73.2	87.2	103.1	117.7
조정	11.2	24.6	5.1	4.3	2.5
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	(1.0)	0.0	0.0
기타	3.4	20.2	1.4	0.3	(0.7)
영업활동 자산부채 변동	(16.3)	(38.1)	(4.4)	(3.0)	(3.1)
투자활동 현금흐름	(114.3)	(41.3)	(12.1)	(8.5)	(5.6)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.4)	(2.0)	(3.4)	(2.6)
유형자산감소(증가)	(136.5)	(38.0)	(10.0)	(7.0)	(6.2)
기타	28.5	(1.9)	(0.1)	1.9	3.2
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	23.1	82.9	98.4
Unlevered CFO	82.5	105.2	112.7	133.2	151.5
Free Cash Flow	(82.4)	21.6	77.9	97.4	110.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

메디톡스



날짜	투자의견	목표주가	평균		고리율
			최고/최저		
18.7.9	BUY	1,000,000			
18.4.2	BUY	840,000	-13.99%	-2.37%	
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 비율구성

- 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 08월 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.