

# 메디톡스(086900)

## 3Q18 Preview: 최악의 구간을 벗어나고 있다

### 특신수출의 점진적 반등을 기대

3분기 영업이익은 182억원(+8% YoY, 영업이익률 40%)으로 시장 컨센서스 214억원을 15% 하회할 전망이다. 보툴리눔 톡신(특신)의 중국수출 부진이 지속되고 있어 3분기 실적 기대감은 이미 충분히 낮은 상황이다. 그러나 경쟁업체 휴젤이 시장 컨센서스를 70% 이상 하회하는 earnings shock를 시현함에 따라 메디톡스의 3분기 실적에 대한 우려가 커졌다는 점을 감안하면 아주 나쁜 실적은 아니라는 판단이다. 이는 휴젤 대비 중국수출 노출이 크지 않기 때문으로 분석된다. 4분기 영업이익은 3분기보다 개선된 235억원(-8% YoY, 영업이익률 45%)을 전망한다. 최근 수출도 하락세가 둔화되고 있으며 경쟁사가 수출 에이전시를 재정비하고 있어 메디톡스의 해외수출 확대에 우호적인 상황이다.

### 이노톡스 임상 3상 진입으로 무너진 신뢰의 점진적 회복 기대

한편 우리는 FDA 임상정보 사이트 clinicaltrials.gov에서 Allergan이 이노톡스(MT10109L)의 임상 3상을 2018년 10월 31일부터 개시할 예정임을 확인했다. 이번 임상은 375명을 대상으로 진행되는 randomized, double blind 프로토콜로 2021년 1월 1일에 종료될 예정이다. Allergan은 최근 Medical Aesthetic Day에서 이노톡스의 예상 허가시기를 2022년으로 발표했다. 우리는 Allergan이 목표시기를 맞추기 위해서는 올해 내로 임상 3상에 돌입할 가능성이 높은 것으로 예상한다. 그동안 Allergan이 이노톡스 외에도 다양한 보톡스 제품을 개발 중인 것으로 알려지면서 이노톡스의 상품성에 대한 신뢰가 하락했다. 이는 실적에 대한 불안감 외에도 가파른 주가하락의 또 다른 원인이었다. 이노톡스에 대한 가치가 조금이라도 부각받을 수 있다는 점에서 이번 임상개시는 긍정적이다.

### 슬슬 바닥을 노려봐도 될 타이밍

최근 수출약세 둔화와 이노톡스 임상 3상 가시화 외에도 내년 상반기에는 중국 내 정식출시 허가도 예정되어 있어 현 주가는 하방보다는 상방이 열려 있는 상황이다. 주식시장 변동성 확대로 주가를 예측하기 어려운 상황이나 지금은 바닥잡기를 노려볼 만한 구간이다.

### 매수(유지)

목표주가: 630,000원(하향)

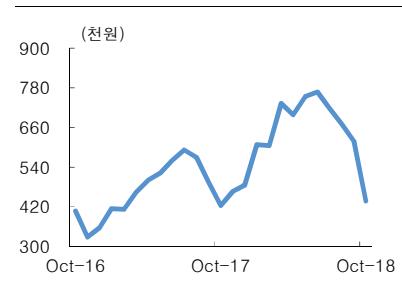
#### Stock Data

KOSPI(10/26)	2,027
주가(10/26)	437,000
시가총액(십억원)	2,472
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저가(원)	853,500/402,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,519
유동주식비율/외국인지분율(%)	72.0/46.6
주요주주(%)	정현호 외 7 인
	21.4
	미래에셋자산운용 외 6 인
	5.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(31.3)	(36.8)	3.1
KOSDAQ 대비(%p)	(11.4)	(12.2)	5.6

#### 주가추이



자료: WISEfn

### 진홍국

hg.jin@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	133	75	59	11,132	40.4	80	32.0	25.6	10.6	45.4	0.6
2017A	181	90	73	13,835	24.3	98	35.0	28.3	10.7	42.2	0.5
2018F	212	92	72	13,557	(2.0)	110	32.2	22.6	7.5	30.4	0.5
2019F	223	98	75	14,177	4.6	117	30.8	20.6	6.2	24.5	0.5
2020F	261	200	97	18,316	29.2	202	23.9	11.6	5.1	25.2	0.5

〈표 1〉 3분기 추정치 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)

3Q18	한투증권	QoQ	YoY	컨센서스대비	컨센서스	1개월 변화
매출액	45.7	(18.0)	11.9	(8.9)	49.5	(6.7)
영업이익	18.2	(19.5)	7.5	(15.0)	21.4	(10.9)
순이익(지배)	13.7	(25.1)	3.3	(21.7)	17.5	(16.9)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	205	235	212	223	6.1	(12.4)
영업이익	91	111	92	98	1.1	(12.9)
영업이익률	44.3	47.4	43.6	40.3	(0.7p)	(7.1p)
순이익	71	85	72	75	0.8	(10.1)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 메디톡스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>55</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>181</b>	<b>212</b>	<b>223</b>
YoY	40.7	50.6	22.1	32.5	45.3	15.8	11.9	(0.5)	<b>36.0</b>	<b>16.8</b>	<b>5.2</b>
수출비중	59.1	62.3	61.5	66.7	66.0	70.8	58.5	67.4	<b>66.0</b>	<b>66.7</b>	<b>72.2</b>
보툴리눔 톡신-내수	6	7	10	12	11	12	11	12	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
보툴리눔 톡신-수출	13	21	14	25	28	23	19	24	<b>73</b>	<b>95</b>	<b>111</b>
HA 필러-내수	4	4	3	4	4	4	3	3	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>14</b>
HA 필러-수출	13	13	9	11	13	14	9	10	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>44</b>
마일스톤&기타	3	3	3	2	3	2	3	3	12	10	5
<b>영업이익</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>90</b>	<b>92</b>	<b>98</b>
YoY	28.9	40.1	(5.0)	16.2	31.4	(14.3)	7.5	(8.4)	<b>19.9</b>	<b>2.2</b>	<b>6.4</b>
영업이익률	52.3	55.6	42.0	48.4	47.3	41.1	40.4	44.6	<b>49.7</b>	<b>43.6</b>	<b>44.1</b>
<b>당기순이익</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>73</b>	<b>72</b>	<b>75</b>
YoY	24.5	28.7	(9.1)	49.5	27.5	(10.8)	3.3	(20.3)	<b>23.5</b>	<b>(2.2)</b>	<b>4.6</b>
순이익률	41.9	43.2	32.9	42.5	36.8	33.3	30.4	34.1	<b>40.4</b>	<b>33.8</b>	<b>33.7</b>

자료: 메디톡스, 한국투자증권

### 목표주가를 63만원으로 27% 하향

메디톡스에 대해 매수의견을 유지하나 실적과 target multiple을 하향하고 파이프라인 가정변화를 반영하여 목표주가를 63만원으로 27% 하향한다. 목표시총은 3.35조원으로 본업가치 1.18조원과 파이프라인가치 2.17조원을 합산하여 SOTP로 산출했다. 메디톡스의 본업가치는 실적하향과 성장성 둔화를 반영하여 기존 2조원(2019F 순이익 880억원에 target PER 23.0배 적용)에서 1.18조원(2019F 순이익 749억원에 피어그룹에서 휴젤을 제외한 케어젠과 휴온스의 2019년 평균 PER 15.8배 적용)으로 하향했다. 파이프라인의 경우 이노톡스의 가치를 8,140억원에서 5,520억원으로 수정했다. 아직 구체화되지 않은 치료용 이노톡스 출시 가정을 제외했으며 Allergan이 이노톡스 외에도 다양한 파이프라인을 구축할 계획이라는 점을 감안하여 2029년 이노톡스의 Allergan 보톡스 내 매출비중도 25%에서 10%로 하향했기 때문이다.

〈표 4〉 목표주가 산출내역(수정 후)

(단위: 십억 원, 배)

본업가치	1,183
2018F/2019F 순이익	75
Target PER	15.8
<b>파이프라인 가치</b>	<b>2,169</b>
China	1,033
US+EU	584
이노톡스	552
<b>Target value</b>	<b>3,352</b>
유통주식수(천주)	5,283,191
<b>목표주가(원)</b>	<b>634,552</b>

자료: 한국투자증권

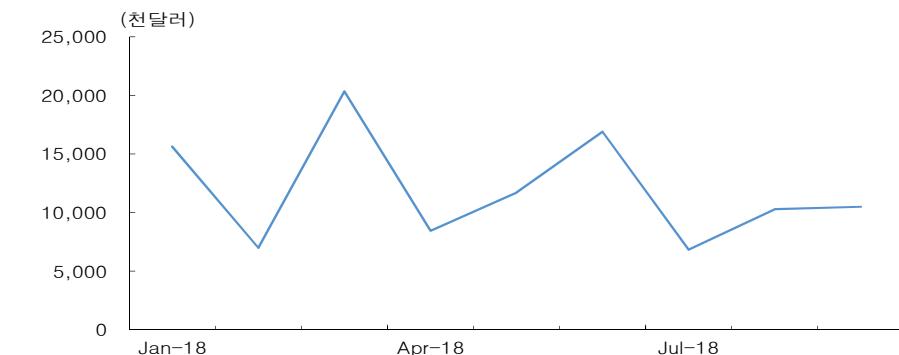
〈표 5〉 목표주가 산출내역(수정 전)

(단위: 십억 원, 배)

본업가치	2,021
2019F 순이익	88
Target PER	23.0
<b>파이프라인 가치</b>	<b>2,479</b>
China	1,020
US+EU	646
이노톡스	814
<b>Target value</b>	<b>4,500</b>
유통주식수(천주)	5,279,439
<b>목표주가(원)</b>	<b>852,343</b>

자료: 한국투자증권

[그림 1] 2018년 1월부터 9월까지 특신 수출액 추이



자료: Trass, 한국투자증권

〈표 6〉 메디톡스 peer valuation

(단위: 십억원)

		휴젤	휴온스	케어젠	평균	메디톡스
매출액	2017	182	285	58		181
	2018F	171	324	71		212
	2019F	169	371	93		223
영업이익	2017	102	35	32		90
	2018F	60	46	41		92
	2019F	56	52	57		98
영업이익률(%)	2017	56.0	12.4	54.7		49.7
	2018F	35.1	14.3	58.6		43.6
	2019F	33.2	13.9	61.8		44.1
순이익	2017	73	34	24		73
	2018F	73	38	37		72
	2019F	53	42	48		75
EPS 증가율(%)	2017	47.8	114.1	5.6	49.5	24.3
	2018F	(14.0)	(17.2)	50.9	2.4	(2.0)
	2019F	(27.4)	10.6	30.8	1.4	4.6
PER(x)	2017	28.7	16.1	37.9	27.6	35.0
	2018F	17.6	14.7	23.7	18.7	32.2
	2019F	24.2	13.3	18.2	18.6	30.8
PEG(x)	2017	0.6	0.1	6.8	2.5	1.4
	2018F	(1.3)	(0.9)	0.5	(0.6)	(16.1)
	2019F	(0.9)	1.3	0.6	0.3	6.7
PBR(x)	2017	3.5	4.4	3.4	3.8	10.7
	2018F	1.7	3.6	NA	2.7	7.5
	2019F	1.6	2.9	NA	2.3	6.2
EV/EBITDA(x)	2017	17.6	14.3	27.6	19.8	28.3
	2018F	10.6	9.6	NA	10.1	22.6
	2019F	10.0	8.0	NA	9.0	20.6

주: 10월 26일 종가기준.

자료: 한국투자증권

## [그림 2] 2018년 10월 31일 시작될 이노톡스의 임상 3상 자료

## Study Design

Go to ▾

Study Type: Interventional (Clinical Trial)  
 Estimated Enrollment: 375 participants  
 Allocation: Randomized  
 Intervention Model: Parallel Assignment  
 Masking: Quadruple (Participant, Care Provider, Investigator, Outcomes Assessor)  
 Primary Purpose: Treatment  
 Official Title: A Multicenter, Double-Blind, Randomized, Placebo-Controlled, Parallel-Group Study to Evaluate the Safety and Efficacy of **MT10109L** (NivobutulinumtoxinA) for the Treatment of Glabellar Lines With or Without Concurrent Treatment of Canthal Lines  
 Estimated Study Start Date: October 31, 2018  
 Estimated Primary Completion Date: February 1, 2020  
 Estimated Study Completion Date: January 1, 2021

자료: FDA, 한국투자증권

## 〈표 7〉 이노톡스 valuation

(단위: 백만달러)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F					
Allergan 보톡스 매출	1,976	2,786	3,169	3,479	3,790	4,091	4,385	4,671	5,020	5,374	5,739	6,106	6,471	6,799	7,138					
YoY(%)	41	14	10	9	8	7	7	7	7	7	6	6	5	5	5					
Allergan 미국 보톡스 매출	1,387	1,983	2,254	2,466	2,687	2,914	3,149	3,397	3,660	3,928	4,206	4,487	4,768	5,015	5,269					
미용	510	729	812	890	969	1,045	1,119	1,195	1,273	1,354	1,439	1,522	1,607	1,679	1,753					
치료	876	1,254	1,442	1,576	1,718	1,869	2,030	2,202	2,387	2,574	2,767	2,966	3,162	3,336	3,516					
Allergan 기타 지역 보톡스 매출	589	803	915	1,013	1,103	1,177	1,236	1,274	1,360	1,446	1,533	1,618	1,703	1,785	1,869					
미용	350	480	557	619	676	721	750	756	809	861	911	958	1,002	1,042	1,083					
치료	239	323	358	395	428	456	486	517	551	585	622	660	700	742	786					
<b>a) 이노톡스 매출</b>											<b>62</b>	<b>111</b>	<b>235</b>	<b>322</b>	<b>470</b>	<b>544</b>	<b>709</b>			
Allergan 보톡스 중 이노톡스 매출비중(%)											1	2	4	5	7	8	10			
Allergan 미국매출 내 비중(미용, %)											3	5	10	13	18	20	25			
Allergan 기타지역 내 비중(미용, %)											3	5	10	13	18	20	25			
<b>b) 메디톡스 이노톡스 로열티</b>	<b>a) × 로열티 10%</b>										<b>6</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>71</b>			
<b>c) 메디톡스 기술수출 매출</b>											<b>34</b>	<b>34</b>	<b>81</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>20</b>	<b>20</b>			
개발 마일스톤											34	34	34							
판매 마일스톤											47	47	47	20	20					
<b>d) 메디톡스의 이노톡스 매출</b>	<b>b) + c)</b>										<b>34</b>	<b>34</b>	<b>87</b>	<b>58</b>	<b>70</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>54</b>	<b>71</b>	<b>122</b>
e) NOPLAT	d) × (1-t), t=20%										27	27	69	46	56	42	54	44	57	97
f) NOPLAT(십억원)	KRW1,100/USD										30	30	76	51	62	46	59	48	62	102
g) NPV of NOPLAT(십억원)	WACC 7.5%										26	24	57	35	40	28	33	25	30	48
<b>h) NPV of forecast(십억원)</b>											<b>297</b>									
<b>i) NPV of terminal value(십억원)</b>	영구성장률 2%										<b>255</b>									
<b>j) 이노톡스 가치(십억원)</b>	<b>h) + i)</b>										<b>552</b>									

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

2000년에 설립되어 2008년 코스닥에 상장한 메디톡스는 보툴리눔 톡신과 HA필러를 판매하고 있음. 2016년 매출액 1,333억원 중 47%가 메디톡신, 45%가 필러로 구성되어 있음. 2016년 전체 매출 중 수출 및 내수는 각각 63%, 37%로 이루어져 있음. 현재 보톡스는 30개국, 필러는 4개국에 판매하고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	69	103	142	192	243
현금성자산	16	26	63	120	170
매출채권및기타채권	30	53	56	50	50
재고자산	7	12	12	10	10
비유동자산	255	286	293	294	315
투자자산	11	13	15	16	19
유형자산	151	184	188	185	203
무형자산	19	28	30	31	33
<b>자산총계</b>	<b>324</b>	<b>389</b>	<b>436</b>	<b>486</b>	<b>558</b>
유동부채	77	137	114	96	79
매입채무및기타채무	8	12	11	12	14
단기차입금및단기사채	40	60	74	54	34
유동성장기부채	0	39	34	29	24
비유동부채	100	47	45	45	47
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	62	17	33	36	40
<b>부채총계</b>	<b>176</b>	<b>184</b>	<b>159</b>	<b>141</b>	<b>125</b>
지배주주지분	148	200	272	340	428
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	14	20	20	20	20
기타자본	(42)	(57)	(22)	(10)	(8)
이익잉여금	173	234	271	328	413
비지배주주지분	0	5	5	5	5
<b>자본총계</b>	<b>148</b>	<b>205</b>	<b>277</b>	<b>345</b>	<b>433</b>

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	133	181	212	223	261
매출원가	24	35	53	54	61
매출총이익	109	147	159	169	200
판매관리비	34	56	67	70	0
영업이익	75	90	92	98	200
금융수익	5	7	7	7	7
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	4	8	4	4	5
이자비용	1	2	0	1	1
기타영업외손익	0	0	(2)	(3)	(77)
관계기업관련손익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	75	88	92	96	124
법인세비용	16	15	20	21	27
연결당기순이익	59	73	71	75	97
지배주주지분순이익	59	73	72	75	97
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	59	72	71	75	97
지배주주지분포괄이익	59	72	72	75	97
<b>EBITDA</b>	<b>80</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>117</b>	<b>202</b>

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	54	60	94	107	106
당기순이익	59	73	71	75	97
유형자산감가상각비	3	7	15	17	0
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	(16)	(38)	(35)	14	8
기타	6	16	41	(1)	(1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(114)</b>	<b>(41)</b>	<b>(21)</b>	<b>(20)</b>	<b>(25)</b>
유형자산투자	(136)	(38)	(19)	(14)	(18)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	30	1	(3)	(2)	(4)
무형자산순증	(8)	(9)	(3)	(4)	(4)
기타	0	5	4	0	1
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>49</b>	<b>(7)</b>	<b>(36)</b>	<b>(29)</b>	<b>(30)</b>
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	74	19	25	(22)	(22)
배당금지급	(10)	(11)	(12)	(11)	(12)
기타	(15)	(18)	(49)	4	4
<b>기타현금흐름</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
<b>현금의증가</b>	<b>(11)</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>57</b>	<b>50</b>

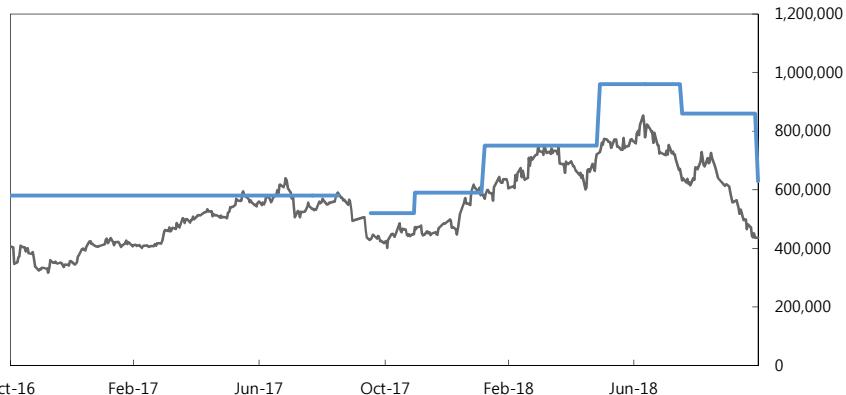
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	11,132	13,835	13,557	14,177	18,316
BPS	33,713	45,493	58,208	70,335	85,833
DPS	2,000	2,200	2,170	2,233	2,233
성장성(% YoY)					
매출증가율	50.6	36.0	16.8	5.2	17.5
영업이익증가율	45.5	19.9	2.2	6.4	103.8
순이익증가율	40.0	23.7	(2.3)	4.6	29.2
EPS증가율	40.4	24.3	(2.0)	4.6	29.2
EBITDA증가율	44.0	23.1	11.4	6.4	73.3
수익성(%)					
영업이익률	56.4	49.7	43.6	44.1	76.5
순이익률	44.4	40.4	33.8	33.7	37.0
EBITDA Margin	60.0	54.3	51.8	52.4	77.3
ROA	22.5	20.5	17.3	16.2	18.5
ROE	45.4	42.2	30.4	24.5	25.2
배당수익률	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	17.9	15.9	16.0	15.8	12.2
안정성					
순차입금(십억원)	71	80	68	(11)	(83)
차입금/자본총계비율(%)	68.7	56.7	50.9	34.5	22.6
Valuation(X)					
PER	32.0	35.0	32.2	30.8	23.9
PBR	10.6	10.7	7.5	6.2	5.1
EV/EBITDA	25.6	28.3	22.6	20.6	11.6

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
메디톡스(086900)	2016.08.17	매수	580,000원	-21.5	10.3
	2017.08.17	1년경과		-4.4	1.7
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	520,000원	-14.7	-6.5
	2017.11.29	매수	590,000원	-14.2	4.6
	2018.02.05	매수	750,000원	-10.7	0.0
	2018.05.28	매수	960,000원	-21.1	-11.1
	2018.08.16	매수	860,000원	-29.9	-15.3
	2018.10.29	매수	630,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 29일 현재 메디톡스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 메디톡스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 원전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.