

# 메디톡스(086900)

## Ready-tox, 반등의 준비는 끝났다

### 실적에 대한 우려와 파이프라인 가치절하로 주가하락

지난 4개월간 메디톡스의 주가는 수출감소와 이노톡스 가치절하에 대한 우려로 약세를 보였다. 중국시장 내 불법특신 단속과 Allergan의 이노톡스에 대한 판매의지에 대한 의구심이 주요 원인이었다. 그러나 최근 중국수출이 반등할 기미를 나타내고 있고 Allergan도 이노톡스 임상 3상을 진행하고 있는 것이 확인되면서 추가적인 가치하락은 어느 정도 일단락되었다.

### 특신수출 회복은 시간문제, 이노톡스 가치하락도 이제 그만!

특신수출 급감의 이유가 제품에 대한 근본적인 문제가 아니었다는 점에서 수출회복은 시간문제라는 판단이다. 우리는 중국수출에 대한 다양한 시나리오로 메디톡스의 본업가치를 산출하고자 했다. 현실적 가정들을 감안했을 때 본업가치 1.5조원은 무리한 수준은 아니라고 판단했다. 이노톡스의 가치는 아무리 판매가 부진할지라도 미국시장 규모와 향후 유입될 마일스톤을 감안하면 보수적으로 봐도 최소 2,500억원에서 5,500억원으로 추정된다.

### 내년 하반기까지 좋아질 일만 남았고 반등의 준비는 끝났다

메디톡스에 대해 매수의견을 유지하며 목표주가를 70만원으로 11% 상향한다. 수출반등에 따른 실적개선 기대감으로 본업가치 목표 PER을 상향했기 때문이다. 수출이 회복하고 있고 이노톡스도 임상 3상에 돌입하는 등 회사는 최악의 구간을 벗어났다. 1H19에는 중국에서 정식판매를 허가받고 2H19부터는 전년 동기 부진했던 실적에 의한 기저효과로 높은 이익성장을 기대할 수 있다. 이제는 좋아질 일만 남았고 반등의 준비는 끝났다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	133	181	213	221	260
영업이익(십억원)	75	90	92	97	199
세전이익(십억원)	75	88	92	95	122
순이익(십억원)	59	73	72	74	95
EBITDA(십억원)	80	98	110	115	201
순차입금(십억원)	71	80	68	(10)	(81)
영업이익률(%)	56.4	49.7	43.3	43.7	76.5
ROE(%)	45.4	42.2	30.4	24.2	24.9
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4
EPS(원)	11,132	13,835	13,577	13,972	18,070
(EPS 증가율, %)	40.4	24.3	(1.9)	2.9	29.3
BPS(원)	33,713	45,493	58,167	70,188	85,448
DPS(원)	2,000	2,200	2,172	2,212	2,212
PER(x)	32.0	35.0	45.7	44.4	34.3
PBR(x)	10.6	10.7	10.7	8.8	7.3
EV/EBITDA(x)	25.6	28.2	32.1	29.9	16.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 700,000원(상향)

### Stock Data

KOSPI(11/7)	2,079
주가(11/7)	521,200
시가총액(십억원)	2,948
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저가(원)	853,500/437,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,583
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/46.2
주요주주(%)	정현호 외 7 인 21.5
	미래에셋자산운용 외 6 인 5.0

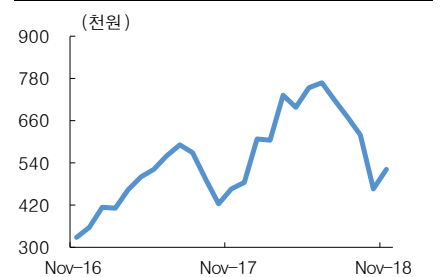
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	13,557	13,576	0.1
2019F	14,177	13,967	(1.5)
2020F	18,316	18,064	(1.4)

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.6)	(22.0)	15.8
KOSDAQ 대비(%p)	5.2	(1.7)	18.5

### 주가추이



자료: WISEfn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

# Contents

<b>I. 실적우려와 파이프라인 가치절하로 주가하락</b>	<b>2</b>
<hr/>	
1. 실적에 대한 우려	
2.이노텍스 가치에 대한 의구심	
<b>2. 시나리오별 가치평가 점검</b>	<b>5</b>
<hr/>	
1. 2018년 특신 수출 전망	
2. 중국수출 시나리오별 본업가치 전망	
3. 이노텍스 가치추정 점검	
<b>3. 2019년 실적전망</b>	<b>12</b>
<hr/>	
1. 내년 실적추정을 위해 시나리오 3을 선택	
2. 중국수출 회복을 주시해야할 것	
<b>4. Valuation</b>	<b>13</b>
<hr/>	
1. 목표주가를 70만원으로 상향	
2. 반등의 준비는 끝났다	
<b>5. 기업개요</b>	<b>15</b>
<hr/>	

## 리포트 작성 목적

- 메디톡스의 주가하락에 대한 원인을 진단하고 향후 전망을 제시
- 중국수출 물량과 파이프라인 가치변화에 따른 민감도/시나리오 분석
- 현 시점에서 메디톡스의 적정 valuation 점검

# I. 실적우려와 파이프라인 가치절하로 주가하락

## 1. 실적에 대한 우려

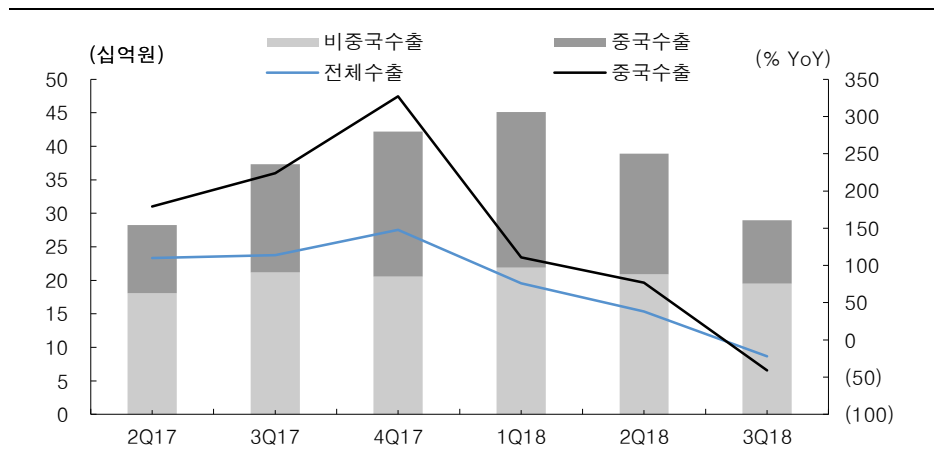
### 최근 메디톡스 주가 약세

메디톡스의 주가는 지난 4개월간 고점 대비 약 40% 하락했다. 금리인상과 무역 분쟁 등에 따른 주식시장의 약세 영향도 있었지만 메디톡스 고유의 이슈들도 주가하락의 더 큰 원인으로 작용했다는 판단이다.

### 특신 수출 급감이 원인

먼저 실적에 대한 우려다. 보툴리눔 특신(이하 특신) 수출이 약세를 나타내고 있기 때문이다. 지난 2분기부터 CFDA(중국 식품의약품)의 허가를 받지 않은 특신의 중국 내 유통을 중국정부가 본격적으로 단속하기 시작했다. 이에 따라 우리나라에서 중국으로 특신을 불법적으로 유통하고 있는 보따리상들의 밀수활동이 일시적으로 중단되면서 특신 수출도 급감한 것으로 풀이된다. 한국무역통계진흥원에 따르면 2018년 1분기 76%였던 특신 수출의 전년동기대비 증가율은 2분기 38%로 둔화됐다. 급기야 3분기에는 -22%로 역신장했다. 1분기 111%였던 중국향 특신 수출 증가율도 3분기에는 -41%를 기록했다. 수출감소의 주원인이 중국에 있었음을 나타내는 대목이다.

[그림 1] 특신 수출 및 증가율 추이

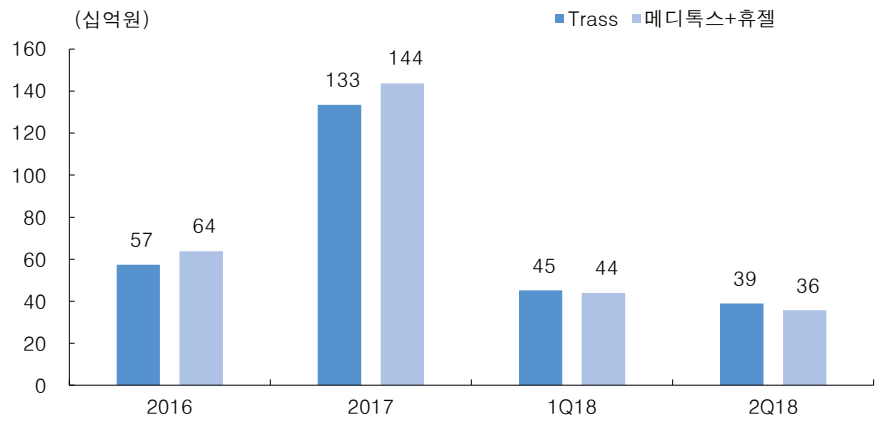


자료: Trass, 한국투자증권

**Trass 데이터의 신뢰도는 높다**

일단 한국무역통계진흥원이 제공하는 백신 수출 데이터는 비교적 신뢰도가 높다는 판단이다. 2015년부터 2018년 2분기까지 우리나라 양대 백신 수출 업체인 메디톡스의 실제 백신 해외매출과 휴젤의 백신 해외매출 추정치(휴젤은 백신 수출 데이터를 올해 1분기부터 공개하기 시작했기 때문에 과거 데이터 부재로 백신 매출×수출비중 적용)의 합산이 백신 수출 데이터와 유사한 흐름을 보여왔기 때문이다. 백신 수출 데이터의 지속적인 확인이 필요한 이유다.

**[그림 2] 백신 수출 데이터와 메디톡스/휴젤 백신 수출합산 비교**



자료: Trass, 한국투자증권  
 주: 1달러=1,050원 적용

## 2. 이노톡스 가치에 대한 의구심

이노톡스는 정말 Allergan의 주력제품일까?라는 의심

지난 9월 14일 Allergan은 Medical Aesthetics Day를 개최하고 사업계획과 개발 중인 파이프라인 등을 발표했다. 독신 제품 라인업을 확충하며 시장 내 입지를 더욱 공고히 할 계획임을 밝혔다. Allergan은 독신 제품 라인업 중 하나로 메디톡스로부터 도입한 액상형 독신인 이노톡스를 2022년 출시할 것임을 밝혔다. 그러나 Allergan이 이노톡스 외에도 Botulinum Toxin type E(단기작용), topical(국부형), long-lasting(장기지속형) 등 다양한 독신 제품을 개발하고 있으며 심지어 이노톡스와 유사한 액상형 제품(pre-filled syringe)도 자체 개발중임이 밝혀지면서 Allergan의 이노톡스의 판매의지에 대한 의구심이 다시 한번 불거지고 있다.

[그림 3] 향후 7년간 Allergan의 독신 제품구성 계획



자료: Allergan, 한국투자증권

[그림 4] Allergan의 액상형 독신과 메디톡스의 이노톡스



자료: Allergan, 한국투자증권

이노톡스의 가치를 토해내고 있다

그동안 시장에서는 글로벌 1위 업체인 Allergan이 세계 최대 시장인 미국에서 팔아 준다는 이유로 이노톡스의 가치를 약 1조원으로 평가해온 경향이 있었다. 이는 과거 메디톡스가 EPS 증가율 대비 높은 valuation을 받아온 주된 이유였다. 이번 Allergan의 발표를 계기로 이노톡스에 대한 프리미엄이 상당부분 소멸되면서 실적우려와 함께 메디톡스의 주가하락을 이끌었다는 판단이다.

**Allergan 임상 3상 진입으로  
이노톡스 가치하락 제동**

그러나 FDA 임상정보 조회 사이트인 [clinicaltrials.gov](http://clinicaltrials.gov)에 따르면 Allergan은 지난 10월 31일부터 이노톡스의 임상 3상을 개시할 예정임을 밝혔다. 이에 따라 이노톡스의 가치하락에는 어느 정도 제동이 걸릴 수 있다. Allergan이 이노톡스를 전혀 판매하지 않더라도 임상을 진행하는 것 만으로도 메디톡스는 여전히 101.5백만달러(약 1,100억원)의 development milestone을 Allergan으로부터 수취할 수 있다. 임상종료 시점은 2021년 1월로 Allergan이 밝힌 대로 2022년에 판매승인을 취득하기에 비교적 여유가 있다. Allergan이 적어도 어느 정도 제품출시에 대한 의지는 있는 것으로 보여진다.

**[그림 5] Allergan이 [clinicaltrials.gov](http://clinicaltrials.gov)에 등록된 이노톡스 임상3상 study design**

Study Design	
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 <b>MT10109L</b> (NivobotulinumtoxinA) for the Treatment of Glabellar Lines With or Without Concurrent Treatment of Lateral Canthal Lines
Estimated Study Start Date	October 31, 2018
Estimated Primary Completion Date	February 1, 2020
Estimated Study Completion Date	January 1, 2021

자료: Clinicaltrials.gov, 한국투자증권

## II. 시나리오별 가치평가 점검

### 1. 2018년 특신 수출 전망

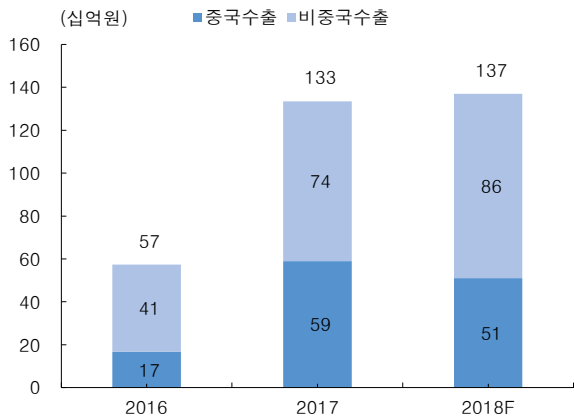
**결국 수출은 회복될 것**

다행히도 특신 수출급감의 이유가 제품에 대한 근본적인 원인(대체재 등장, 부작용 등에 따른 수요급감 등)이 아니었다는 점에서 수출은 중국 외 국가로의 수요로 인해 향후 점진적으로 회복할 가능성이 높다. 시간이 지나면 규제 및 단속으로 인해 중단한 보따리상의 활동이 점진적으로 재개될 수 있다는 점에서 수출회복은 결국 시간문제라는 판단이다.

**2018년 특신수출  
10% 증가 전망**

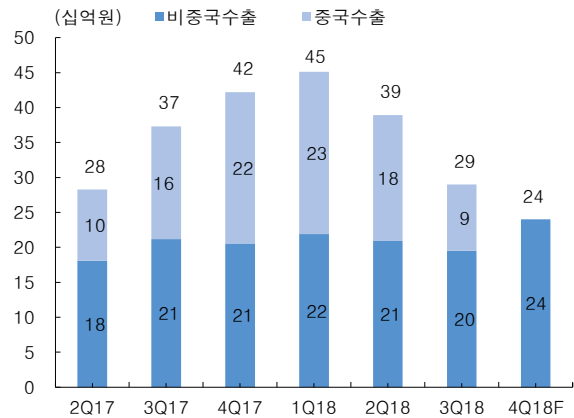
2018년 10월까지 우리나라 특신 누적 수출액은 약 1.17억달러(1,220억원, +18% YoY)다. 중국을 제외한 전체 수출물량은 4분기에 전체 연간수출의 30% 수준(2016년 29%, 2017년 28%)을 차지한 만큼 4분기는 연중 성수기다. 그러나 올해는 중국향 물량이 급감한 상태라는 점을 고려하면 4분기 비중은 연간 물량의 23%에 그칠 전망이다. 10월까지의 추세를 감안하여 4분기 수출액은 3,150만달러(약 350억원, -22% YoY), 연간 수출 증가율은 10%(1.39억달러)로 전망한다.

[그림 6] 우리나라 연간 특신 수출 추이 및 전망



자료: Trass, 한국투자증권

[그림 7] 우리나라 분기별 특신 수출 추이 및 전망



자료: Trass, 한국투자증권

## 2. 중국수출 시나리오별 본업가치 전망

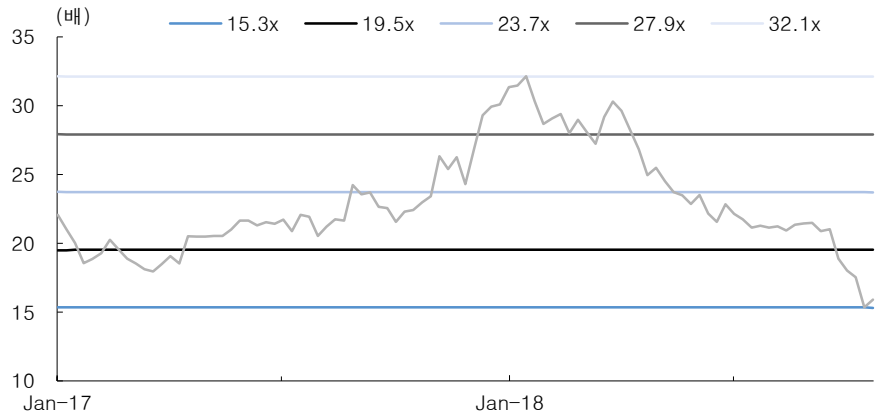
**비중국 수출은  
2019년 10% 증가가정**

중국수출의 완전한 회복시점이 불확실하다는 점에서 우리는 다양한 시나리오로 메디톡스의 본업가치를 산출해보고자 한다. 먼저 우리는 2018년 중국을 제외한 특신 수출이 전년대비 10% 증가할 것으로 전망했다. 판매국가는 확대되었으나 경쟁심화 등에 따라 중국을 제외한 2019년 수출 증가율도 10%에 그칠 것이라는 가정하에 중국향 물량변화에 따른 전체 특신 수출과 메디톡스의 실적을 시나리오별로 산출해보고자 한다. 편의상 하반기 발생될 것으로 예상되는 중국 정식 매출은 포함시키지 않았으며 1달러당 환율은 1,050원을 가정했다.

**본업가치 목표 PER은  
15.3~23.7배**

우리는 메디톡스의 본업가치 산출에 피어업체들의 평균 PER을 참고할 필요가 있다고 판단한다. 메디톡스의 피어들로는 특신 혹은 HA필러사업을 영위하고 있는 휴젤, 휴온스, 휴메딕스, 케어젠, 파마리서치를 선정했다. 이들 업체들의 2017년부터 현재까지의 평균 PER band는 15.3~32.1배이며 중간값은 23.7배다. 2017년 이전을 고려하지 않은 이유는 해당업체들의 성장성이 둔화하고 있어 미국/유럽/중국과 같은 주요시장에 침투하지 않는 한 과거와 같은 고성장과 valuation premium을 더 이상 영위하기 어렵다고 판단했기 때문이다. 시나리오별 본업가치 산출에 적용할 목표 PER의 range는 피어그룹의 최저점과 중간값을 적용했다. 2019년 피어그룹이 올해 평균 22.6배로 거래되고 있어 과한 목표는 아니라는 판단이다.

[그림 8] 메디톡스 피어들의 평균 12MF PER band



자료: FnGuide, 한국투자증권  
 주: 피어기업들은 휴젤, 휴온스, 케어젠, 휴메딕스, 파마리서치

<표 1> 국내 peer group

(단위: 십억원)

		휴젤	휴메딕스	휴온스	파마리서치	케어젠	평균	메디톡스
매출액(십억원)	2017	182	55	285	54	58		181
	2018F	171	63	324	61	71		213
	2019F	169	73	371	75	93		221
영업이익(십억원)	2017	102	12	35	15	32		90
	2018F	60	10	46	11	41		92
	2019F	56	13	52	19	57		97
영업이익률(%)	2017	56	22	12	27	55		50
	2018F	35	16	14	18	59		43
	2019F	33	18	14	25	62		44
순이익(십억원)	2017	73	12	34	13	24		73
	2018F	73	8	38	12	37		72
	2019F	53	11	42	18	48		74
EPS 증가율(%)	2017	48	10	114	(7)	6	28	24
	2018F	(14)	(34)	(17)	(11)	51	(9)	(2)
	2019F	(28)	37	11	49	31	16	3
PER(배)	2017	28.7	33.4	16.1	43.0	37.9	31.8	35.0
	2018F	24.9	37.4	16.7	28.0	22.6	25.9	45.7
	2019F	34.5	27.2	15.1	18.8	17.3	22.6	44.4
PEG(배)	2017	0.6	3.3	0.1	(6.3)	6.8	0.9	1.4
	2018F	(1.8)	(1.1)	(1.0)	(2.6)	0.4	(1.2)	(24.5)
	2019F	(1.2)	0.7	1.4	0.4	0.6	0.4	15.2
PBR(배)	2017	3.5	3.2	4.4	3.0	3.4	3.5	10.7
	2018F	2.4	2.4	4.0	NA	NA	3.0	10.7
	2019F	2.2	2.3	3.3	NA	NA	2.6	8.8
EV/EBITDA(X)	2017	17.6	24.7	14.3	34.7	27.6	23.8	28.2
	2018F	18.3	21.8	10.9	NA	NA	17.0	32.1
	2019F	18.3	18.0	9.2	NA	NA	15.1	29.9

주: 2018년 11월 7일 종가기준

자료: Dataguide, 한국투자증권



19F 시나리오 1: 중국 -40%  
매우 보수적인 가정  
본업가치 0.9조~1.4조원

먼저 중국수출이 본격적인 회복세를 나타내지 못하면서 2018년 대비 40% 감소한다는 가정이다. 금액으로는 388억원으로 추정된다. 이 경우 2019년 우리나라 특신 수출은 12% 감소할 전망이다. 단속에 따른 영향이 최고조에 달했던 3분기 중국향 수출액 900만달러(-41% YoY) 수준의 매출이 1년 내내 지속된다고 가정해도 3,600억달러(380억원)라는 점을 감안하면 매우 보수적인 가정이라 볼 수 있다. 이 경우 메디톡스의 특신 수출도 내년 17% 감소하게 되며 2019년 메디톡스 실적은 매출액 1,963억원(-8% YoY), 영업이익은 758억원(-18% YoY, 영업이익률 39%), 순이익은 575억원(-20% YoY)으로 예상된다. 피어그룹의 목표 PER range인 15.3배에서 23.7배를 순이익에 적용하면 예상 본업가치는 약 0.9조원에서 1.4조원이다.

<표 2> 2019년 중국수출이 40% 감소할 경우 우리나라 특신 수출 전망 (단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F
전체 수출	57	133	146	128
% YoY	77	132	10	(12)
중국수출	17	59	65	39
% YoY	290	254	10	(40)
중국비중(%)	29	44	44	30
비중국수출	41	74	82	90
% YoY	44	83	9	10

자료: Trass, 한국투자증권

19F 시나리오 2: 중국 0%  
본업가치 1.0조~1.6조원

다음은 중국수출의 점진적인 회복세로 2019년 중국 수출물량이 2018년과 동일(647억원)하다는 가정이다. 9월 288만달러(300억원)였던 중국수출이 10월에는 408만달러(430억원)로 전월 대비 42%에 달하는 회복세를 나타냈는데 이러한 추세가 이어지지 않는다는 가정이다. 이 경우 2019년 우리나라 특신 수출은 6% 증가한다. 메디톡스의 특신 수출도 6% 증가한다고 본다면 메디톡스의 2019년 매출은 2,137억원(0% YoY), 영업이익은 903억원(-2% YoY, 영업이익률 42%), 순이익은 688억원(-4% YoY)으로 추정된다. 피어그룹의 목표 PER range인 15.3배에서 23.7배를 순이익에 적용하면 본업가치는 약 1.0조원에서 1.6조원이다.

<표 3> 2019년 중국수출이 전년과 동일할 경우 우리나라 특신 수출 전망 (단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F
전체 수출	57	133	146	154
% YoY	77	132	10	6
중국수출	17	59	65	65
% YoY	290	254	10	0
중국비중(%)	29	44	44	42
비중국수출	41	74	82	90
% YoY	44	83	9	10

자료: Trass, 한국투자증권

**19F 시나리오 3: 중국 +20%  
본업가치 1.1조~1.7조원**

다음은 2019년 중국수출이 회복세를 나타내며 2018년 대비 20% 증가할 경우다. 이 경우 2019년 우리나라 특신 수출은 14% 증가하게 된다. 메디톡스의 특신 수출도 14% 증가한다고 가정하면 메디톡스의 2019년 매출은 2,214억원(+4% YoY), 영업이익은 967억원(+5% YoY, 영업이익률 44%), 순이익은 738억원(+3% YoY)으로 전망한다. 피어그룹의 목표 PER range인 15.3배에서 23.7배를 순이익에 적용하면 본업가치는 약 1.1조원에서 1.7조원이다.

**<표 4> 2019년 중국수출 증가율이 20%일 경우 우리나라 특신 수출 전망** (단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F
전체 수출	57	133	146	167
% YoY	77	132	10	14
중국수출	17	59	65	78
% YoY	290	254	10	20
중국비중(%)	29	44	44	46
비중국수출	41	74	82	90
% YoY	44	83	9	10

자료: Trass, 한국투자증권

**19F 시나리오 4: 중국 +40%  
본업가치 1.2~1.9조원**

다음은 중국수출의 회복세가 완만하게 나타나 2019년 중국 수출물량이 2018년 대비 약 40% 증가하는 경우다. 이 경우 2019년 우리나라 특신 수출은 21% 증가하게 된다. 메디톡스의 특신 수출도 21% 증가한다고 가정하면 메디톡스의 2019년 매출은 2,301억원(+8% YoY), 영업이익은 1,039억원(+13% YoY, 영업이익률 45%), 순이익은 794억원(+11% YoY)이다. 피어그룹의 목표 PER range인 15.3배에서 23.7배를 순이익에 적용하면 본업가치는 약 1.2조원에서 1.9조원이다.

**<표 5> 2019년 중국수출 증가율이 40%일 경우 우리나라 특신 수출 전망** (단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F
전체 수출	57	133	146	180
% YoY	77	132	10	23
중국수출	17	59	65	91
% YoY	290	254	10	40
중국비중(%)	29	44	44	50
비중국수출	41	74	82	90
% YoY	44	83	9	10

자료: Trass, 한국투자증권

현실적 시나리오로 볼 때  
본업가치는 약 1.5조원

2019년 중국수출에 따른 메디톡스 실적변화에 대한 민감도는 다음과 같다. 현 주가를 2019년 기준 PER로 본다면 29배에서 47배 사이에 형성되어 있다. 이는 메디톡스의 과거 역사적 PER의 범위 내에 속해 있기도 하다. 결국 가장 현실적인 가정인 시나리오 2,3,4의 본업가치 range는 1.0조원에서 1.9조원이며 중간값은 1.5조원이다.

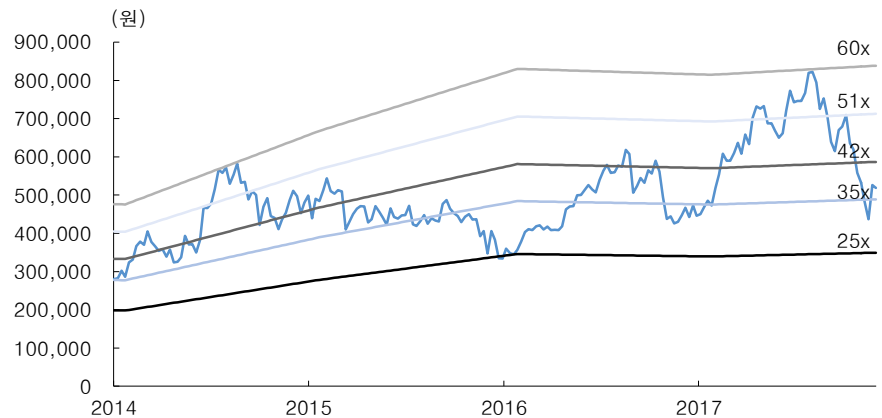
〈표 6〉 2019년 중국수출 증가율 변화에 따른 전체수출과 메디톡스 실적 변화

(단위: 십억원)

2019F 중국수출 증가율(%)	-40(가정#1)	-20	0(가정#2)	20(가정#3)	40(가정#4)	60	100
2019F 전체수출 증가율(%)	-12	-3	6	14	21	32	50
2019F 매출	196.3	205.0	213.7	221.4	230.1	238.8	256.2
2019F 영업이익	75.8	83.0	90.3	96.7	103.9	111.1	125.6
2019F 영업이익률(%)	38.6	40.5	42.2	43.7	45.2	46.5	49.0
2019F 순이익	57.5	63.1	68.8	73.8	79.4	85.1	96.3
2019F PER(x)	50.4	46.0	42.1	39.3	36.5	34.1	30.1
2019F 본업가치 하단(15.3x)	879.8	965.4	1,052.6	1,129.1	1,214.8	1,302.0	1,473.4
2019F 본업가치 상단(23.7x)	1,362.8	1,495.4	1,630.6	1,749.1	1,881.7	2,016.9	2,282.3

자료: Trass, 한국투자증권

[그림 9] 12MF PER band 추이



자료: 한국투자증권

### 3. 이노투스 가치추정 점검

#### 기존 파이프라인 가치평가 2.17조원

우리는 지난 2018년 10월 29일 보고서에서 메디투스의 파이프라인 가치를 2.17조원으로 평가한 바 있다. 구성은 중국 1.03조원, 이노투스 5,520억원, 미국과 유럽 라이선스 아웃 가능성을 고려한 5,840억원이다. 이 중 현재 어느 정도 가시화되어 있는 이노투스와 중국 파이프라인 가치에 다양한 가정을 적용하여 가치의 변화를 확인해 보았다.

**이노투스:** 먼저 논란의 중심에 있는 이노투스에 대한 우리의 기존 가치평가 가정들은 아래와 같다.

〈표 7〉 이노투스 valuation

(단위: 백만달러)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Global 보톡스 매출	3,601	3,971	4,329	4,697	5,091	5,514	5,966	6,449	6,965	7,515	8,102	8,726	9,389	10,093	10,840
% YoY	11.3	10.3	9.0	8.5	8.4	8.3	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4
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
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) 이노투스 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 이노투스 매출비중(%)									1	2	4	5	7	8	10
Allergan 미국 매출 내 비중(미용, %)									3	5	10	13	18	20	25
Allergan 기타지역 내 비중(미용, %)									3	5	10	13	18	20	25
<b>b) 메디투스 이노투스 로열티 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) 메디투스 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) 메디투스의 이노투스 매출 b) + c)</b>							<b>34</b>	<b>34</b>	<b>87</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>54</b>	<b>71</b>
e) NOPLAT							d) × (1-t), t=20%	27	27	70	46	56	42	54	57
f) NOPLAT(십억원)							KRW1,100/USD	30	30	77	51	62	46	59	62
g) NPV of NOPLAT(십억원)							WACC 7.5%	26	24	57	35	40	28	33	30
<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) 이노투스 가치(십억원)</b>															<b>552</b>

자료: 한국투자증권

#### 이노투스 가치 2,540억원에서 5,520억원 평가

2023년 미국과 유럽에 치료용 없이 미용 특신만 출시된다는 가정이다. 2029년에는 이노투스의 매출이 Allergan 미용 특신 매출의 25%를 차지하게 된다. 향후 수취하게 되는 잔존 development milestone은 1.02억달러이며 판매성과에 따라 얻게 되는 sales milestone은 1.81억달러다. 즉 수령할 마일스톤이 2.83억달러(3,100억원)는 남아 있다. Allergan으로부터 수취하는 매출 로열티 비율은 10%다. 여기에 최근 이노투스에 대한 논란을 감안하여 몇 가지 가정을 적용하자면,

시나리오 1: 이노투스의 2029년 Allergan 미용 특신 peak 매출비중이 15%에 불과할 경우 이노투스의 가치는 4,110억원이다.

시나리오 2: 이노투스의 2029년 Allergan 미용 특신 peak 매출비중이 10%에 불과할 경우 이노투스의 가치는 3,340억원이다.

시나리오 3: 이노투스의 2029년 Allergan 미용 특신 peak 매출비중이 5%에 불과할 경우 이노투스의 가치는 2,540억원이다.

Allergan이 이노투스에 대한 마케팅 전략을 매우 소극적으로 가져간다면 하더라도 2,500억원에서 5,500억원의 가치평가는 공격적인 수치는 아니라는 판단이다.

### III. 2019년 실적전망

#### 1. 내년 실적추정을 위해 시나리오 3을 선택

2019년 중국수출  
20% 증가 전망

우리는 2019년 추정을 위해 시나리오 3을 선택했다. 중국수출이 점진적으로 회복하여 내년 연간으로 올해 대비 20% 증가한다는 가정이다. 이에 따라 앞서 기술한대로 메디투스의 2019년 매출은 2,214억원(+4% YoY), 영업이익은 967억원(+5% YoY, 영업이익률 44%), 순이익은 738억원(+3% YoY)으로 전망한다. 실적추정의 주요 가정들로 특신 수출을 제외하고 국내 특신매출은 점유율 확대효과 없이 시장 예상 성장률과 유사한 7%의 증가를 나타내고 필러매출은 5% 감소할 것으로 예상했다. 원가율은 수익성 높은 수출물량 비중확대로 전년 대비 0.7%p 감소하고 판관비는 5% 늘어날 것으로 전망했다. R&D비용의 증가(99억원에서 198억원), 광고비의 증가(30억원에서 111억원) 등으로 2018년 판관비가 이미 전년대비 76% 증가했기 때문에 2019년 판관비 증가폭은 다소 보수적으로 추정했다. 또한 2019년 하반기로 예상되는 중국형 정식매출은 감안하지 않았으며 수출금액 내에서 메디투스의 점유율 확대 가능성 등은 배제한 다소 보수적인 추정이라고 볼 수 있다.

<표 8> 메디투스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	40	47	40	53	59	55	47	53	181	213	221
YoY	40.7	50.6	22.1	32.5	45.3	15.8	15.7	(0.5)	36.0	17.6	3.9
수출비중	59.1	62.3	61.5	66.7	66.0	70.8	58.5	67.4	66.0	66.9	72.4
보툴리눔 특신-내수	6	7	10	12	11	12	11	12	34	46	49
보툴리눔 특신-수출	13	21	14	25	28	23	21	24	73	97	110
HA 필러-내수	4	4	3	4	4	4	3	3	15	15	14
HA 필러-수출	13	13	9	11	13	14	9	10	47	46	44
마일스톤&기타	3	3	3	2	3	2	3	3	12	10	5
영업이익	21	26	17	26	28	23	18	24	90	92	97
YoY	28.9	40.1	(5.0)	16.2	31.4	(14.3)	8.2	(8.3)	19.9	2.4	4.8
영업이익률	52.3	55.6	42.0	48.4	47.3	41.1	39.3	44.6	49.7	43.3	43.7
당기순이익	17	21	13	23	22	18	14	18	73	72	74
YoY	24.5	28.7	(9.1)	49.5	27.5	(10.8)	3.9	(20.3)	23.5	(2.0)	2.9
순이익률	41.9	43.2	32.9	42.5	36.8	33.3	29.6	34.1	40.4	33.6	33.3

자료: 메디투스, 한국투자증권

## 2. 중국수출 회복을 주시해야할 것

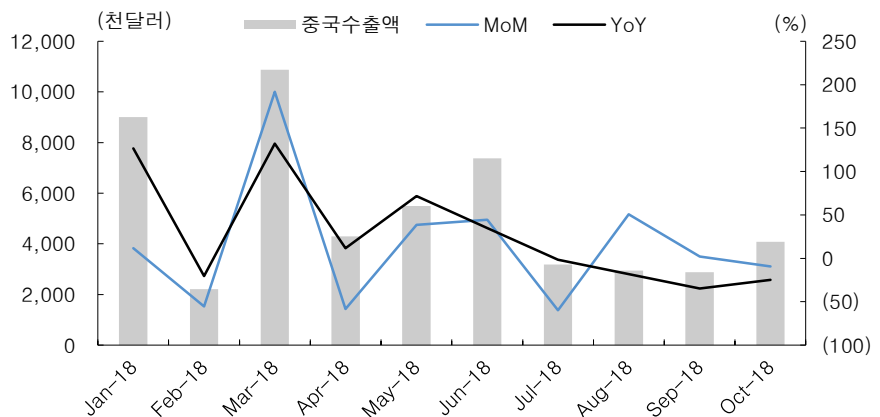
### 중국수출 회복가능성 보인다

지난 7월부터 중국수출 증가율은 급락하기 시작했다. 단속이 시작되면 중국에 불법으로 독신을 유통하던 에이전시들은 일시적으로 활동을 중단하게 된다. 이에 따라 데이터도 급감한다. 올해 6월 중국 수출액은 737만달러(+100% YoY)였으나 7월은 318만달러(+1% YoY, -57% MoM), 8월은 295만달러(-48% YoY, -7% MoM), 9월은 288만달러(-56% YoY, -2% MoM)로 급감했다.

### 이제는 YoY가 아닌 MoM을 봐야할 때

10월에도 408만달러(-46% YoY, +42% MoM)로 약세가 이어졌다. 전년 대비 하락폭은 46%로 여전히 낙폭이 크지만 전월 대비 42% 늘어났다는 점은 향후 중국수출이 점진적으로 회복될 수 있는 가능성을 암시한다고 판단한다. 시간이 지나 단속이 느슨해지면 활동을 중단한 에이전시들이 하나 둘 활동을 재개하기 때문에 중국향 수출에 급반등은 나타나지 않지만 점진적으로 회복하는 모습을 나타낼 것으로 예상하기 때문이다. 따라서 이제는 중국수출의 전년 동기보다는 전월 대비를 봐야할 시점이다.

[그림 10] 2018년 중국 수출액 추이



자료: Trass, 한국투자증권

## IV. Valuation

### 1. 목표주가를 70만원으로 상향

### 목표 PER을 20.6배로 상향

메디톡스에 대해 매수의견을 유지하며 목표주가를 70만원으로 11% 상향한다. 목표주가 상향의 근거는 10월부터 포착된 중국 독신 수출데이터의 반등에 따른 실적개선 기대감과 제약/바이오 섹터의 투자심리 개선에 따라 목표 PER을 기존 15.8배에서 20.6배(피어그룹의 역사적 PER 하단 17.4배와 중간값 23.7배의 중간치)로 상향했기 때문이다.

본업가치는  
현실적 시나리오 중간값

산출된 본업가치는 1.52조원이다. 이는 앞서 우리가 나열한 시나리오 중 현실적인 가정 시나리오 2, 3, 4의 본업가치 range의 중간값으로 크게 공격적인 목표는 아니라는 판단이다. 향후 특신 수출의 회복속도, 수출시장에서의 점유율 변화, 중국 파이프라인의 가치평가에 영향을 줄 수 있는 상황변화, 추가적인 미국/유럽 기술수출 여부 등에 따라 투자 의견 및 목표주가를 다시 변경할 수 있을 것으로 예상된다.

<표 9> 목표주가 산출내역(수정 후)

(단위: 십억원, 배)

<b>본업가치</b>	<b>1,520</b>
2018F/2019F 순이익	74
목표 PER	20.6
<b>파이프라인 가치</b>	<b>2,169</b>
China	1,033
US+EU	584
이노텍스	552
<b>목표 value</b>	<b>3,869</b>
유통주식수(천주)	5,283,191
<b>목표주가(원)</b>	<b>698,344</b>

자료: 한국투자증권

<표 10> 목표주가 산출내역(수정 전)

(단위: 십억원, 배)

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

자료: 한국투자증권

## 2. 반등의 준비는 끝났다

19년 상반기 중국허가  
19년 하반기 기저효과

메디톡스는 현재 최악의 구간을 벗어나고 있다. 수출도 회복의 기미가 보이고 있으며 이노텍스도 임상 3상에 돌입했기 때문이다. 4분기는 계절적 성수기이기 때문에 3분기보다 개선된 실적을 예상된다. 2019년 상반기 경에는 중국에서 특신에 대해 정식 판매허가를 승인받을 수 있을 것으로 예상된다. 2019년 하반기가 되면 중국향 정식수출이 발생하고 2018년 하반기 부진했던 실적에 따른 기저효과로 높은 이익성장을 기대할 수 있을 것이다. 정황상 좋아질 일만 남았고 반등의 준비는 끝났다. 3분기 실적에서 확인할 수 있을 메디톡스의 타사 대비 수출 경쟁력, 향후 수출의 방향성 등이 확인될 경우 추가적인 주가상승을 기대해볼 수 있을 것이다.

## 기업개요 및 용어해설

### ■ 기업개요

2000년에 설립되어 2008년 코스닥에 상장한 메디톡스는 보툴리눔 독신과 HA필러를 판매하고 있음. 2017년 기준 품목별 매출비중은 독신 59%, 필러 34%로 구성되어 있음. 수출비중은 65% 임. 현재 독신은 30개국, 필러는 4개국에 판매하고 있음.



### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	69	103	143	191	240
현금성자산	16	26	63	119	168
매출채권및기타채권	30	53	56	50	50
재고자산	7	12	12	10	10
비유동자산	255	286	293	294	315
투자자산	11	13	16	16	19
유형자산	151	184	188	185	203
무형자산	19	28	30	31	33
자산총계	324	389	436	485	556
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
부채총계	176	184	159	141	125
지배주주지분	148	200	272	340	426
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	14	20	20	20	20
기타자본	(42)	(57)	(22)	(10)	(8)
이익잉여금	173	234	271	327	411
비지배주주지분	0	5	5	5	5
자본총계	148	205	276	344	431

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	54	60	94	106	104
당기순이익	59	73	72	74	95
유형자산감가상각비	3	7	15	17	0
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	(16)	(38)	(35)	14	8
기타	6	16	40	(0)	(1)
투자활동현금흐름	(114)	(41)	(21)	(20)	(25)
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	4	4	(1)	0
재무활동현금흐름	49	(7)	(36)	(30)	(30)
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	74	19	25	(22)	(22)
배당금지급	(10)	(11)	(12)	(11)	(12)
기타	(15)	(18)	(49)	4	4
기타현금흐름	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
현금의증가	(11)	11	36	57	49

주: K-IFRS (연결) 기준

### 손익계산서

(단위: 십억원)

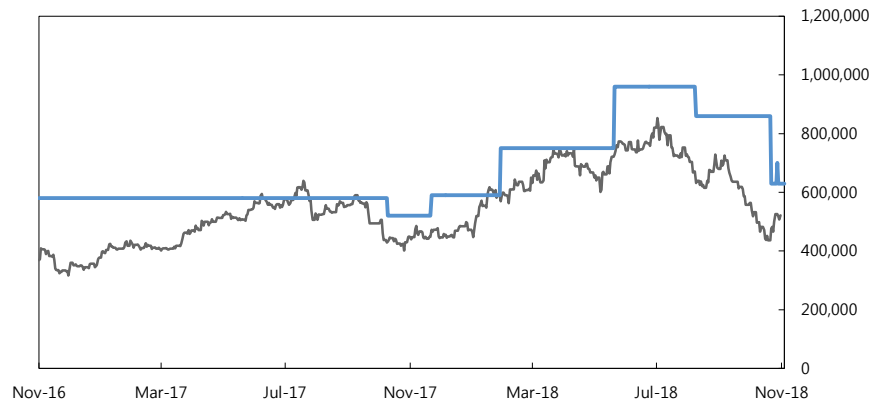
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	133	181	213	221	260
매출원가	24	35	53	54	61
매출총이익	109	147	160	168	199
판매관리비	34	56	68	71	0
영업이익	75	90	92	97	199
금융수익	5	7	7	7	7
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	4	8	4	4	5
이자비용	1	2	0	1	1
기타영업외손익	0	0	(2)	(3)	(77)
관계기업관련손익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	75	88	92	95	122
법인세비용	16	15	20	21	27
연결당기순이익	59	73	72	74	95
지배주주지분순이익	59	73	72	74	95
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	59	72	72	74	95
지배주주지분포괄이익	59	72	72	74	95
EBITDA	80	98	110	115	201

### 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	11,132	13,835	13,577	13,972	18,070
BPS	33,713	45,493	58,167	70,188	85,448
DPS	2,000	2,200	2,172	2,212	2,212
성장성(% YoY)					
매출증가율	50.6	36.0	17.6	3.9	17.4
영업이익증가율	45.5	19.9	2.4	4.8	105.7
순이익증가율	40.0	23.7	(2.2)	2.9	29.3
EPS증가율	40.4	24.3	(1.9)	2.9	29.3
EBITDA증가율	44.0	23.1	11.5	5.0	74.4
수익성(%)					
영업이익률	56.4	49.7	43.3	43.7	76.5
순이익률	44.4	40.4	33.6	33.3	36.7
EBITDA Margin	60.0	54.3	51.5	52.0	77.3
ROA	22.5	20.5	17.4	16.0	18.3
ROE	45.4	42.2	30.4	24.2	24.9
배당수익률	0.6	0.5	0.3	0.4	0.4
배당성향	17.9	15.9	16.0	15.8	12.2
안정성					
순차입금(십억원)	71	80	68	(10)	(81)
차입금/자본총계비율(%)	68.7	56.7	51.0	34.6	22.7
Valuation(X)					
PER	32.0	35.0	45.7	44.4	34.3
PBR	10.6	10.7	10.7	8.8	7.3
EV/EBITDA	25.6	28.2	32.1	29.9	16.8

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
메디톡스 (086900)	2016.04.05	매수	580,000원	-27.4	-15.2
	2017.04.05	1년경과		-6.9	10.3
	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	-21.6	-16.5
	2018.11.08	매수	700,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 8일 현재 메디투스 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 메디투스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 돕기 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 완전성을 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.