

# 메디톡스 (086900)

## 눈 앞의 실적보다는 보다 먼 산을 바라보자

### 4분기 우려했던 수준은 아니었다.

메디톡스 4분기 매출액은 434억원(YoY, -18.1%), 영업이익은 159억원(YoY, -38.0%, OPM, 36.6%)을 기록, 컨센서스 대비 매출액은 20%, 영업이익은 30% 정도 하회한 실적을 발표하였으나, 시장에서 우려했던 매출채권 상각에 의한 박배스는 없었다. 세전이익은 153억원(YoY, -29.5%), 당기순이익은 150억원(YoY, -22.3%)을 기록하였다. 독신 수출이 추정치 대비 크게 하회한 91억원을 기록하면서 메디톡스 실적 약화의 주 원인이 되었다. 11월과 12월 관세청 통관 데이터가 전년 수준을 회복하면서 4분기 실적 개선을 기대하였으나 예상외로 독신 수출이 크게 부진했다. 특히 아시아 지역으로의 수출이 전년 대비 약 31% 감소한 점을 봤을 때, 메디톡스의 중국향 수출이 부진했음을 유추해 볼 수 있다. 또한 도매상들의 재고에 따라 관세청 수출 데이터와 메디톡스의 수출 실적에 약간의 괴리가 발생한 것으로 보인다.

### 올해 상반기도 부진할 것으로 예상

작년 3분기부터 중국의 파이공 규제 강화로 독신 수출이 부진을 면하지 못하고 있다. 관세청 통관 데이터가 발표될 때 마다 전년 대비 증가율로 독신 관련 기업들의 주가가 크게 움직이고 있다. 그러나 이제 중국 파이공에 의한 독신 회사들의 고성장세를 기대하지는 않는 것이 좋다. 어차피 파이공에 의한 블랙마켓은 불법적인 시장으로 국가가 선진화될수록 축소가 불가피한 시장이다. 따라서 중국에서 시판하기를 획득함으로써 정상적인 유통에 따른 화이트 마켓 확대에 의한 성장세를 기대해야 한다. 이런 관점에서 보면 메디톡스의 경우 올해 상반기 중국에서 시판하기를 기대하는 만큼 3~4분기 이후 성장세는 회복될 수 있을 것으로 예상된다. 다르게 표현하면, 시판하기 전까지는 즉 1,2 분기는 실적 개선을 기대하기 어려울 것으로 보인다. 특히 작년 1분기 매출액이 588억원으로 기저가 매우 높은 점을 감안하면 올해 1분기는 전년 대비 크게 감액한 실적 시현이 불가피 할 것으로 보인다.

### 기대감에 견조한 주가. 하반기 메디톡스가 응답할 차례

메디톡스의 4분기 실적에 대한 우려에도 불구하고 메디톡스의 주가는 생각보다 견조했다. 국내 기업으로는 최초로 중국에서 시판하기를 받을 수 있을 것으로 예상되면서 실적은 다시 고성장세를 회복할 수 있을 것이라는 기대감이 반영되어 있기 때문이다. 동시에 분말제형인 메디톡스 역시 미국과 유럽관권이 아직 기술이전 되지 않은 만큼 이에 대한 기대감을 가져도 좋을 것이다. 상반기까지는 부진하지만, 하반기는 이러한 시장의 기대감에 메디톡스가 실적으로 응답할 것으로 예상해본다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 710,000원 | CP(3월 12일): 584,500원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	754.76
52주 최고/최저(원)	830,290/425,116
시가총액(십억원)	3,306.2
시가총액비중(%)	1.28
발행주식수(천주)	5,815.0
60일 평균 거래량(천주)	29.7
60일 평균 거래대금(십억원)	16.5
18년 배당금(예상, 원)	2,237
18년 배당수익률(예상, %)	0.39
외국인지분율(%)	48.83
주요주주 지분율(%)	
정현호 외 7인	21.48
미래에셋자산운용 외 6인	5.01
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.3 (13.7) (10.9)
상대	6.7 (5.5) 4.4

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	215.9	239.2
영업이익(십억원)	93.2	104.2
순이익(십억원)	73.6	84.1
EPS(원)	12,852	14,898
BPS(원)	48,325	61,680

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	133.3	181.2	205.4	199.3	214.3
영업이익	십억원	75.2	87.0	85.5	72.2	78.1
세전이익	십억원	75.0	85.2	85.1	76.3	84.5
순이익	십억원	59.2	73.3	69.5	61.0	66.8
EPS	원	10,186	12,602	11,957	10,497	11,485
증감률	%	40.1	23.7	(5.1)	(12.2)	9.4
PER	배	34.06	37.43	48.33	55.68	50.89
PBR	배	10.58	10.66	10.67	9.34	8.12
EV/EBITDA	배	26.13	29.71	35.81	41.92	38.51
ROE	%	45.36	42.17	30.42	21.65	20.01
BPS	원	32,794	44,253	54,143	62,583	71,974
DPS	원	1,945	2,140	2,237	2,237	2,237



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

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

표 1. 메디톡스 4Q18 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q18P	4Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	43.4	53.0	(18.1)	54.0	(19.6)
영업이익	15.9	25.7	(38.0)	23.7	(32.9)
세전이익	15.3	21.7	(29.5)	24.2	(36.8)
당기순이익	15.0	19.3	(22.3)	20.4	(26.4)
OPM %	36.6	48.4		43.9	
NPM %	34.6	36.4		37.8	

주: 2018년 9월 19일 발표된 "제약바이오 기업의 연구개발비 회계처리 관련 감독지침"에 따라 2017년 4분기 재무제표 소급 재작성, 경상연구개발비 32억 증가 반영  
 자료: 하나금융투자

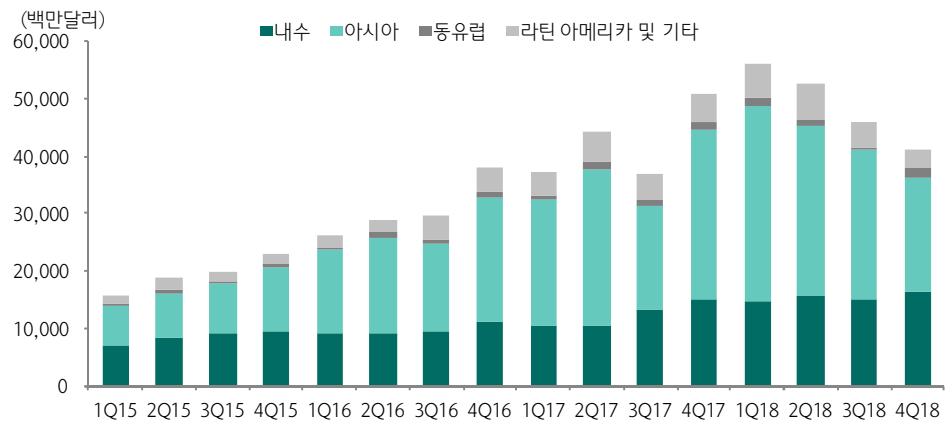
표 2. 메디톡스 연간 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
<b>매출액</b>	<b>58.8</b>	<b>55.0</b>	<b>48.2</b>	<b>43.4</b>	<b>46.5</b>	<b>52.4</b>	<b>52.8</b>	<b>47.6</b>	<b>181.2</b>	<b>205.4</b>	<b>199.3</b>
YoY	45.3%	15.8%	19.7%	-18.1%	-20.9%	-4.7%	9.4%	9.8%	36.0%	13.3%	-3.0%
<b>특신</b>	<b>38.6</b>	<b>35.0</b>	<b>28.3</b>	<b>21.4</b>	<b>25.7</b>	<b>31.3</b>	<b>30.3</b>	<b>23.4</b>	<b>107.2</b>	<b>123.3</b>	<b>110.7</b>
YoY	99.0%	29.2%	16.5%	-41.2%	-33.5%	-10.6%	7.2%	9.3%	72.7%	15.0%	-10.2%
수출	28.0	23.2	16.9	9.1	14.0	18.6	18.3	10.5	72.9	77.2	61.3
YoY	112.1%	12.6%	18.2%	-63.3%	-50.0%	-20.0%	8.0%	15.0%	95.0%	5.9%	-20.6%
내수	10.6	11.8	11.4	12.3	11.7	12.7	12.1	12.9	34.3	46.1	49.4
YoY	71.0%	81.5%	14.0%	6.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	38.9%	34.4%	7.2%
<b>필러</b>	<b>17.3</b>	<b>17.5</b>	<b>17.7</b>	<b>19.6</b>	<b>17.8</b>	<b>18.1</b>	<b>19.5</b>	<b>21.3</b>	<b>61.7</b>	<b>72.1</b>	<b>76.7</b>
YoY	-1.7%	2.3%	40.5%	36.1%	3.1%	3.4%	10.0%	8.4%	2.4%	16.9%	6.3%
수출	13.2	13.6	14.0	15.4	13.9	14.0	15.4	16.6	46.5	56.2	59.9
YoY	-1.5%	4.6%	52.2%	41.3%	5.0%	3.0%	10.0%	8.0%	0.6%	20.9%	6.6%
내수	4.1	3.9	3.7	4.2	4.0	4.1	4.1	4.6	15.2	15.9	16.8
YoY	-2.4%	-4.9%	8.8%	20.0%	-3.0%	5.0%	10.0%	10.0%	8.2%	4.6%	5.4%
<b>기타</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>12.4</b>	<b>10.0</b>	<b>12.0</b>
<b>매출원가</b>	<b>13.0</b>	<b>15.4</b>	<b>12.6</b>	<b>13.2</b>	<b>10.7</b>	<b>14.7</b>	<b>13.2</b>	<b>10.5</b>	<b>34.6</b>	<b>54.2</b>	<b>49.0</b>
YoY	75.0%	88.9%	64.3%	16.5%	-17.9%	-4.9%	5.1%	-20.6%	43.7%	56.8%	-9.5%
<b>매출총이익</b>	<b>45.8</b>	<b>39.5</b>	<b>35.7</b>	<b>30.2</b>	<b>35.8</b>	<b>37.7</b>	<b>39.6</b>	<b>37.2</b>	<b>146.6</b>	<b>151.2</b>	<b>150.3</b>
YoY	38.6%	0.6%	9.2%	-27.5%	-21.8%	-4.6%	11.0%	23.0%	34.3%	3.1%	-0.6%
GPM	77.8%	71.9%	74.0%	69.6%	77.0%	72.0%	75.0%	78.0%	80.9%	73.6%	75.4%
<b>판관비</b>	<b>18.0</b>	<b>16.9</b>	<b>16.5</b>	<b>14.3</b>	<b>20.0</b>	<b>19.0</b>	<b>19.0</b>	<b>20.2</b>	<b>59.7</b>	<b>65.7</b>	<b>78.1</b>
YoY	51.5%	31.0%	5.1%	-25.5%	11.2%	12.4%	14.8%	40.9%	75.6%	10.1%	18.9%
판관비율	30.5%	30.8%	34.3%	32.9%	42.9%	36.3%	35.9%	42.3%	32.9%	32.0%	39.2%
<b>영업이익</b>	<b>27.8</b>	<b>22.6</b>	<b>19.2</b>	<b>15.9</b>	<b>15.8</b>	<b>18.7</b>	<b>20.6</b>	<b>17.0</b>	<b>90.2</b>	<b>85.5</b>	<b>72.2</b>
YoY	31.3%	-14.3%	13.3%	-38.0%	-43.1%	-17.2%	7.7%	6.9%	19.9%	-5.2%	-15.6%
OPM	47.3%	41.1%	39.7%	36.6%	34.1%	35.7%	39.1%	35.7%	49.7%	41.6%	36.2%
<b>당기순이익</b>	<b>21.6</b>	<b>18.2</b>	<b>14.7</b>	<b>15.0</b>	<b>11.3</b>	<b>15.1</b>	<b>18.1</b>	<b>16.6</b>	<b>70.0</b>	<b>69.5</b>	<b>61.0</b>
YoY	27.2%	-11.0%	11.3%	-22.4%	-47.8%	-17.4%	22.9%	10.9%	18.2%	-0.7%	-12.2%
NPM	36.7%	33.2%	30.5%	34.5%	24.2%	28.7%	34.3%	34.9%	38.6%	33.8%	30.6%

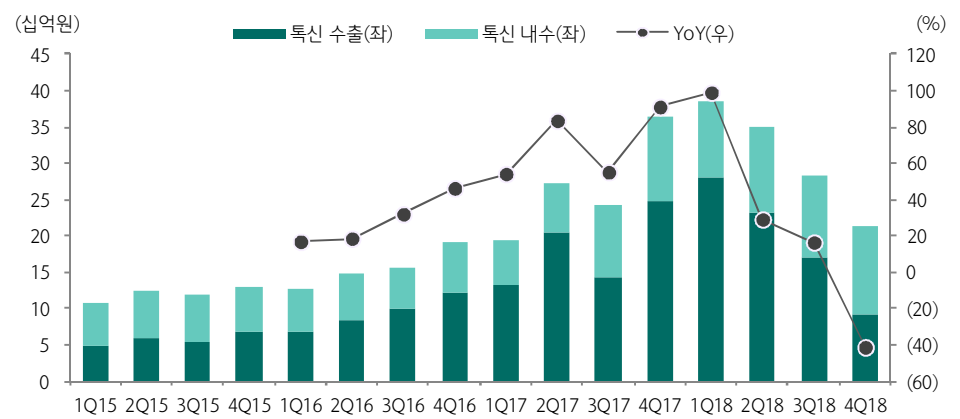
주: 2018년 9월 19일 발표된 "제약바이오 기업의 연구개발비 회계처리 관련 감독지침"에 따라 2017년 4분기 재무제표 소급 재작성, 경상연구개발비 32억 증가 반영  
 자료: 하나금융투자

그림 1. 지역별 매출현황



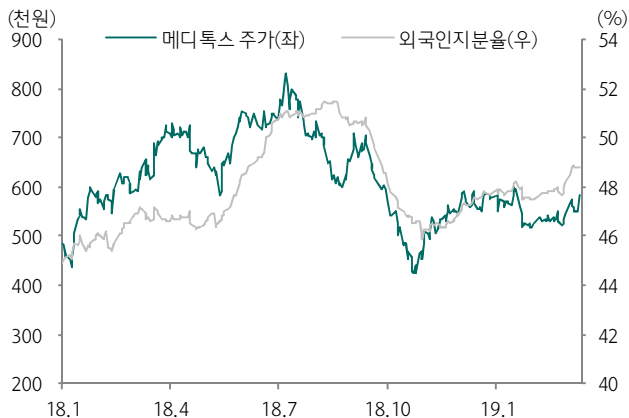
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 백신 매출액 추이



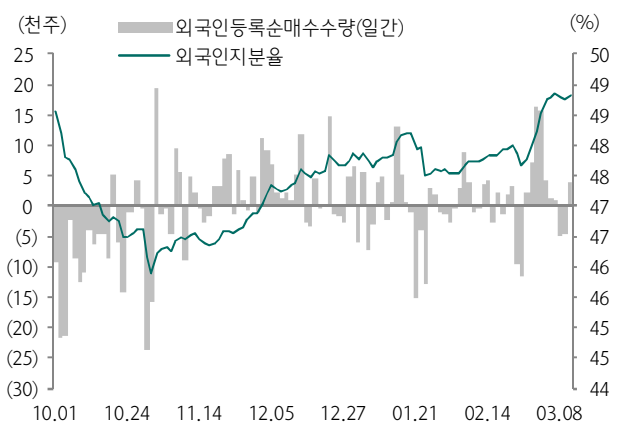
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 3. 메디톡스 주가와 외국인지분율



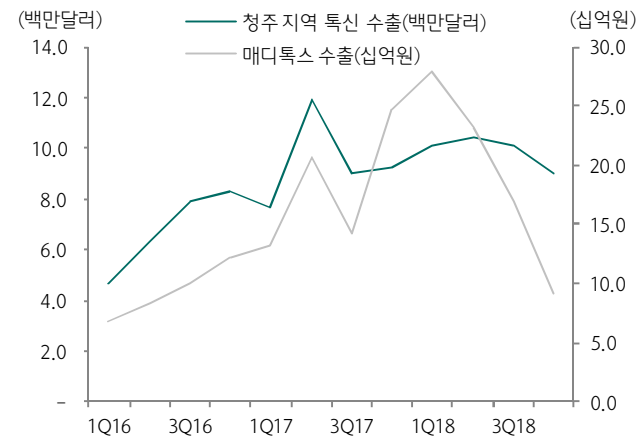
자료: 하나금융투자

그림 4. 외국인 순매수 현황 및 지분율



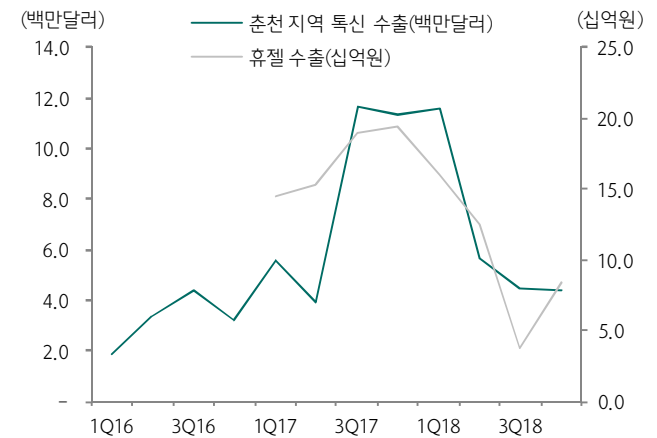
자료: 하나금융투자

그림 5. 청주지역 특신 수출과 메디톡스의 특신 수출금액



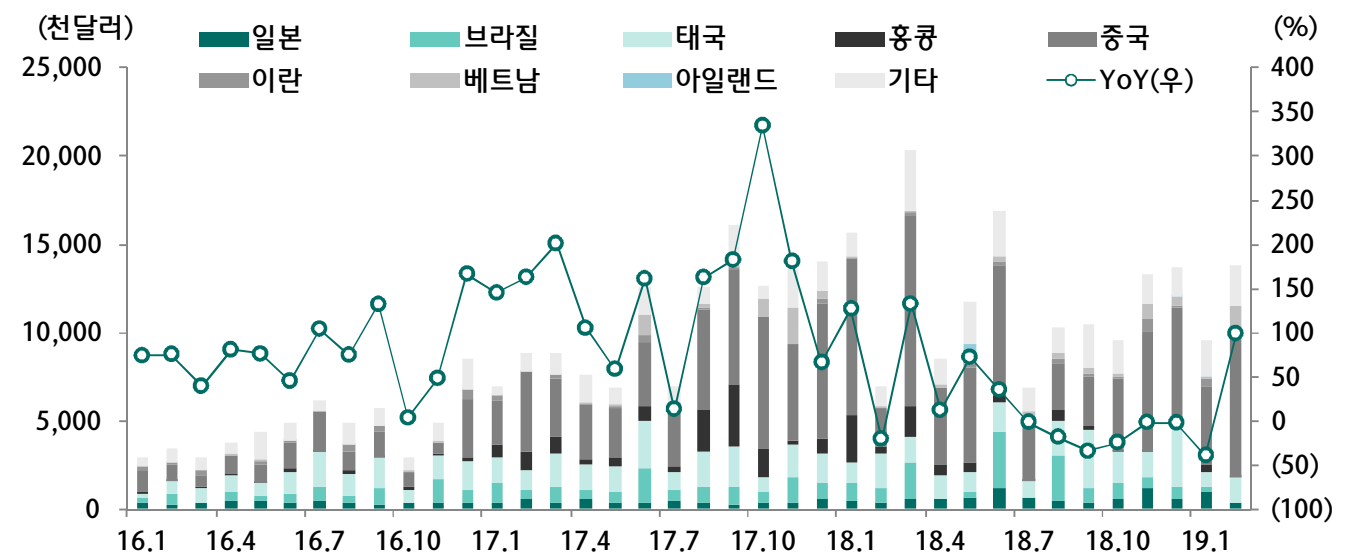
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 6. 춘천지역 특신 수출과 휴젤의 특신 수출금액



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 7. 관세청 보틀리닝 특신 수출액 추이



주: 2019년 2월 데이터는 Trass 기준 잠정치

자료: 관세청, Trass, 하나금융투자

## 추정 재무제표

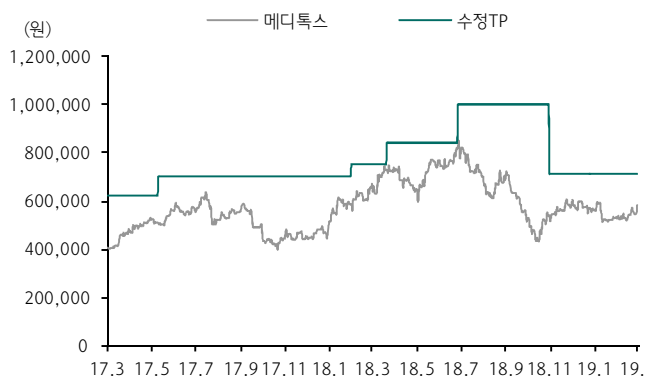
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	133.3	181.2	205.4	199.3	214.3
매출원가	24.1	34.6	54.2	49.0	51.4
매출총이익	109.2	146.6	151.2	150.3	162.9
판매비	34.0	59.7	65.7	78.1	84.7
영업이익	75.2	87.0	85.5	72.2	78.1
금융손익	0.3	(1.0)	(1.6)	1.9	3.1
중속/관계기업손익	(0.8)	(0.9)	1.0	2.0	3.0
기타영업외손익	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
세전이익	75.0	85.2	85.1	76.3	84.5
법인세	15.8	15.3	15.6	15.3	17.7
계속사업이익	59.2	73.2	69.5	61.0	66.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.2	700.0	69.5	61.0	66.8
비지배주주지분 손이익	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	59.2	73.3	69.5	61.0	66.8
지배주주지분포괄이익	59.2	72.3	69.6	61.1	66.9
NOPAT	59.4	71.4	69.8	57.7	61.7
EBITDA	79.9	95.2	92.2	78.6	84.3
성장성(%)					
매출액증가율	50.6	35.9	13.4	(3.0)	7.5
NOPAT증가율	41.4	20.2	(2.2)	(17.3)	6.9
EBITDA증가율	44.0	19.1	(3.2)	(14.8)	7.3
영업이익증가율	45.5	15.7	(1.7)	(15.6)	8.2
(지배주주)순이익증가율	40.0	23.8	(5.2)	(12.2)	9.5
EPS증가율	40.1	23.7	(5.1)	(12.2)	9.4
수익성(%)					
매출총이익률	81.9	80.9	73.6	75.4	76.0
EBITDA이익률	59.9	52.5	44.9	39.4	39.3
영업이익률	56.4	48.0	41.6	36.2	36.4
계속사업이익률	44.4	40.4	33.8	30.6	31.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,186	12,602	11,957	10,497	11,485
BPS	32,794	44,253	54,143	62,583	71,974
CFPS	14,180	125,893	15,533	13,558	14,551
EBITDAPS	13,744	16,366	15,863	13,524	14,500
SPS	22,916	31,167	35,326	34,280	36,848
DPS	1,945	2,140	2,237	2,237	2,237
주가지표(배)					
PER	34.1	37.4	48.3	55.7	50.9
PBR	10.6	10.7	10.7	9.3	8.1
PCFR	24.5	3.7	37.2	43.1	40.2
EV/EBITDA	26.1	29.7	35.8	41.9	38.5
PSR	15.1	15.1	16.4	17.1	15.9
재무비율(%)					
ROE	45.4	42.2	30.4	21.7	20.0
ROA	22.5	20.6	17.4	14.4	14.7
ROIC	40.2	31.5	26.3	21.4	22.7
부채비율	119.4	90.1	56.0	40.2	28.5
순부채비율	48.1	39.2	11.6	(4.7)	(17.5)
이자보상배율(배)	81.8	42.2	48.0	61.6	104.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	68.6	103.2	117.6	140.4	170.5
금융자산	30.5	36.0	41.5	66.5	91.0
현금성자산	15.8	26.4	30.6	55.9	79.7
매출채권 등	30.2	53.4	60.5	58.7	63.1
재고자산	6.9	11.6	13.2	12.8	13.7
기타유동자산	1.0	2.2	2.4	2.4	2.7
비유동자산	255.4	286.0	291.5	296.1	299.8
투자자산	10.7	13.2	15.5	19.6	23.3
금융자산	2.5	5.2	5.9	7.6	10.3
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	59.8
자산총계	324.0	389.1	409.2	436.5	470.3
유동부채	76.6	137.4	100.9	85.2	66.9
금융부채	39.8	99.2	59.9	44.9	24.9
매입채무 등	8.3	11.8	13.4	13.0	14.0
기타유동부채	28.5	26.4	27.6	27.3	28.0
비유동부채	99.8	47.0	46.1	40.0	37.5
금융부채	61.8	16.9	11.9	6.9	1.9
기타비유동부채	38.0	30.1	34.2	33.1	35.6
부채총계	176.4	184.4	147.0	125.2	104.4
지배주주지분	147.7	199.8	257.3	306.4	361.1
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	291.9	341.0	395.6
비지배주주지분	0.0	4.9	4.9	4.9	4.8
자본총계	147.7	204.7	262.2	311.3	365.9
순금융부채	71.0	80.2	30.4	(14.6)	(64.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	54.1	59.7	72.6	64.1	65.5
당기순이익	59.2	700.0	69.5	61.0	66.8
조정	11.2	(602.2)	5.2	2.6	0.0
감가상각비	4.7	8.2	6.7	6.5	6.2
외환거래손익	2.3	(4.7)	(1.9)	(2.5)	(3.0)
지분법손익	0.8	0.9	(1.0)	(2.0)	(3.0)
기타	3.4	(606.6)	1.4	0.6	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	(16.3)	(38.1)	(2.1)	0.5	(1.3)
투자활동 현금흐름	(114.3)	(41.3)	(10.3)	(5.7)	(3.8)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.4)	(1.3)	(2.1)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(136.5)	(38.0)	(10.0)	(7.0)	(6.2)
기타	28.5	(1.9)	1.0	3.4	3.1
재무활동 현금흐름	49.2	(7.4)	(58.1)	(33.1)	(37.9)
금융부채증가(감소)	76.4	14.6	(44.3)	(20.0)	(25.0)
자본증가(감소)	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(17.6)	(16.9)	(1.8)	(1.1)	(0.7)
배당지급	(9.6)	(11.1)	(12.0)	(12.0)	(12.2)
현금의 증감	(11.4)	10.6	4.2	25.3	23.8
Unlevered CFO	82.5	732.1	90.3	78.8	84.6
Free Cash Flow	(82.4)	21.6	62.6	57.1	59.3

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 메디톡스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.12	BUY	710,000		
18.7.9	BUY	1,000,000	-37.98%	-19.23%
18.4.2	BUY	840,000	-16.34%	-5.02%
18.2.12	BUY	750,000	-15.04%	-3.15%
17.5.22	BUY	700,000	-27.38%	-11.13%
17.5.16	BUY	620,000	-19.25%	-18.82%
16.11.21				-

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 3월 12일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 03월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 03월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.