

# 메디톡스 (086900)

## 당장 눈 앞의 실적보다 중장기적인 성장세를 보자

### 3분기 여전히 회복되지 않은 실적

메디톡스 3분기 매출액은 전년대비 약 4% 증가한 502억원, 영업이익은 전년대비 약 58% 감소한 81억원(OPM, 16.2%)으로 추정된다. 독신 수출이 전년대비 20% 정도 감소하면서 전체적으로 탑라인이 역성장하였다. 3분기 관세청 통관 데이터는 미국 향 제외시 전년대비 약 75%나 증가한 사실과 비교하면 선뜻 이해되지 않는 부분이다. 추정하건데 제조사에서는 국내용으로 허가받아 국내 물량으로 인식되고 있으나, 이러한 물량 중 일부가 중국 파이공 업체로 수출되면서 통관 데이터 상 수출로 인식된 물량이 상당수 존재하기 때문일 것으로 보인다. 결국 파이공이라는 불확실한 시장에 대한 의존도가 예측 불가능한 실적을 보여주고 있다고 할 수 있다.

### 영업이익은 2분기에 이어 여전히 크게 감소

올해 4월에 인수한 화장품 유통회사인 하이웨이원의 실적이 연결로 반영, 여전히 원가율이 크게 증가한 상황에서 국내와 ITC 소송으로 인한 비용이 3분기에도 2분기와 비슷한 40억원 정도가 반영되면서 영업이익은 크게 훼손되었다. 소송으로 인한 비용 증가는 올해 4분기와 내년 1,2분기에도 계속될 것으로 보인다. 올해 3분기까지 영업이익이 역성장하면서 메디톡스는 작년 4분기부터 연속으로 4개 분기 영업이익이 역성장, 과거와 같은 고성장 가능 여부에 대한 시장의 우려가 증폭되고 있는 상황이다. 그러나 파이공에 의한 성장은 비정상적인 유통에 의한 것으로 향후 서서히 사라질 시장이라는 점에서 곧 메디톡스가 중국에서 승인을 획득하게 된다면 파이공에 의한 성장보다 더 확실하고 견고한 성장이 가능할 것으로 예상된다. 메디톡스 측은 9월 중국 CFDA의 심사가 완료되었으며, 11월 중으로 시판허가를 통보받을 수 있을 것으로 언급하고 있다.

### 이노톡스 유럽에서 임상 3상 개시 앨러간의 의지 반영

작년 10월 미국에서 임상 3상에 진입한 이노톡스가 드디어 유럽에서도 임상 3상을 개시하였다. 관련 사실은 EU Clinical Trials Register에서 확인 가능하며, 2018년 12월 처음 등록되었으나, 올해 6월 윤리위원회를 통과하여 정식으로 임상 3상을 개시한 것으로 보인다. 올해 6월 애브비사가 630억 달러 규모로 앨러간을 인수하면서, 이노톡스의 임상 지속여부에 대한 우려가 있었으나, 과거 앨러간을 인수한 액타비스는 제네릭 회사인 반면 애브비는 전형적인 신약개발 제약회사로서 신약개발에 대한 의지가 액타비스와 감히 비교하기 어렵다. 이노톡스의 유럽임상이 약 6개월 간의 시차를 두고 개시된 만큼 2023년 유럽에서도 시판이 가능할 것으로 예상된다. 뉴로톡스의 중국 승인과 더불어 이노톡스도 미국과 유럽에서 임상이 진행되고 있는 만큼 향후 메디톡스의 고성장은 이번 3분기를 마지막으로 다시 이어질 수 있을 것으로 기대된다. 지금은 당장 눈 앞의 어닝 쇼크보다는 중장기적 관점에서 메디톡스의 고성장 가능성을 보고 저점에서 매수해야 할 절호의 기회이다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 560,000원(하향) | CP(10월 10일): 366,600원

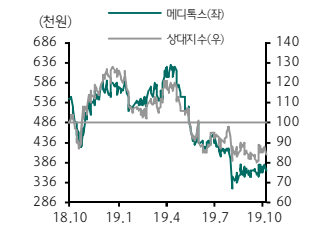
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	634.73
52주 최고/최저(원)	629,000/317,500
시가총액(십억원)	2,131.8
시가총액비중(%)	0.96
발행주식수(천주)	5,815.1
60일 평균 거래량(천주)	40.1
60일 평균 거래대금(십억원)	14.7
19년 배당금(예상, 원)	875
19년 배당수익률(예상, %)	0.24
외국인지분율(%)	42.93
주요주주 지분율(%)	
정현오 외 7인	21.56
Wasatch Advisors, Inc.	5.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.8 (39.8) (30.1)
상대	2.9 (27.9) (17.7)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	216.1	250.7
영업이익(십억원)	66.6	91.7
순이익(십억원)	55.6	75.8
EPS(원)	9,585	13,052
BPS(원)	55,457	67,908

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	181.2	205.4	208.3	257.3	268.1
영업이익	십억원	87.0	85.5	51.8	88.9	93.1
세전이익	십억원	85.2	85.1	54.5	92.9	95.5
순이익	십억원	70.1	70.0	43.7	73.6	75.6
EPS	원	12,056	12,031	7,514	12,296	12,277
증감률	%	18.4	(0.2)	(37.5)	63.6	(0.2)
PER	배	39.13	48.02	48.79	29.81	29.86
PBR	배	11.01	10.88	6.13	5.42	4.77
EV/EBITDA	배	29.69	32.78	26.76	18.58	17.84
ROE	%	41.32	31.50	16.07	22.60	19.14
BPS	원	42,845	53,127	59,800	67,585	76,778
DPS	원	2,140	875	875	875	875



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

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

표 1. 메디톡스 3Q19 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	3Q19F	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	50.2	48.3	4.0	55.2	(9.0)
영업이익	8.1	19.2	(57.5)	17.1	(52.4)
세전이익	10.2	18.6	(45.1)	15.1	(32.2)
당기순이익	7.4	14.7	(49.5)	13.3	(44.1)
OPM %	16.2	39.7		31.0	
NPM %	14.8	30.5		24.1	

자료: 하나금융투자

표 2. 메디톡스 연간 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
<b>매출액</b>	<b>58.8</b>	<b>55.0</b>	<b>48.2</b>	<b>43.4</b>	<b>44.3</b>	<b>55.0</b>	<b>50.2</b>	<b>58.8</b>	<b>205.4</b>	<b>208.3</b>	<b>257.3</b>
YoY	45.3%	15.8%	19.7%	-18.1%	-24.8%	0.1%	4.0%	35.6%	13.3%	1.4%	23.5%
<b>특신</b>	<b>38.6</b>	<b>35.0</b>	<b>28.3</b>	<b>21.4</b>	<b>21.8</b>	<b>33.0</b>	<b>26.4</b>	<b>32.6</b>	<b>123.3</b>	<b>113.8</b>	<b>154.1</b>
YoY	99.0%	29.2%	16.5%	-41.2%	-43.5%	-5.7%	-6.7%	52.3%	15.0%	-7.7%	35.4%
수출	28.0	23.2	16.9	9.1	8.7	19.0	13.5	18.2	77.2	59.4	93.5
YoY	112.1%	12.6%	18.2%	-63.3%	-68.9%	-18.1%	-20.0%	100.0%	5.9%	-23.0%	57.3%
내수	10.6	11.8	11.4	12.3	13.1	14.0	12.9	14.4	46.1	54.4	60.6
YoY	71.0%	81.5%	14.0%	6.0%	23.6%	18.6%	13.0%	17.0%	34.4%	17.9%	11.5%
<b>필러</b>	<b>17.3</b>	<b>17.5</b>	<b>17.7</b>	<b>19.6</b>	<b>19.9</b>	<b>17.2</b>	<b>18.8</b>	<b>21.3</b>	<b>72.1</b>	<b>77.1</b>	<b>81.2</b>
YoY	-1.7%	2.3%	40.5%	36.1%	15.0%	-1.7%	6.0%	8.4%	16.9%	7.0%	5.2%
수출	13.2	13.6	14.0	15.4	15.9	13.2	14.7	16.6	56.2	60.4	63.7
YoY	-1.5%	4.6%	52.2%	41.3%	20.5%	-2.9%	5.0%	8.0%	20.9%	7.5%	5.4%
내수	4.1	3.9	3.7	4.2	4.0	4.0	4.1	4.6	15.9	16.7	17.4
YoY	-2.4%	-4.9%	8.8%	20.0%	-2.4%	2.6%	10.0%	10.0%	4.6%	5.0%	4.5%
<b>기타</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>10.0</b>	<b>17.4</b>	<b>22.0</b>
<b>매출원가</b>	<b>13.0</b>	<b>15.4</b>	<b>12.6</b>	<b>13.2</b>	<b>12.6</b>	<b>17.3</b>	<b>16.1</b>	<b>18.2</b>	<b>54.2</b>	<b>64.3</b>	<b>71.6</b>
YoY	75.0%	88.9%	64.3%	16.5%	-3.0%	12.4%	27.8%	38.2%	56.8%	18.5%	11.5%
<b>매출총이익</b>	<b>45.8</b>	<b>39.5</b>	<b>35.7</b>	<b>30.2</b>	<b>31.6</b>	<b>37.7</b>	<b>34.1</b>	<b>40.6</b>	<b>151.2</b>	<b>144.0</b>	<b>185.6</b>
YoY	38.6%	0.6%	9.2%	-27.5%	-30.9%	-4.7%	-4.4%	34.4%	3.1%	-4.7%	28.9%
GPM	77.8%	71.9%	74.0%	69.6%	71.5%	68.5%	68.0%	69.0%	73.6%	69.1%	72.2%
<b>판매비</b>	<b>18.0</b>	<b>16.9</b>	<b>16.5</b>	<b>14.3</b>	<b>15.8</b>	<b>26.4</b>	<b>26.0</b>	<b>24.0</b>	<b>65.7</b>	<b>92.3</b>	<b>96.7</b>
YoY	51.5%	31.0%	5.1%	-25.4%	-11.8%	56.2%	57.1%	67.9%	10.1%	40.4%	4.8%
판매비율	30.5%	30.8%	34.3%	32.9%	35.8%	48.0%	51.8%	40.8%	32.0%	44.3%	37.6%
<b>경상연구개발비</b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>5.6</b>	<b>6.4</b>	<b>6.6</b>	<b>6.4</b>	<b>19.1</b>	<b>25.0</b>	<b>28.5</b>
YoY(%)	56.4%	19.1%	-10.3%	-31.9%	11.0%	27.1%	50.0%	40.0%	-0.1%	31.3%	13.7%
<b>기타판매관리비</b>	<b>12.9</b>	<b>11.9</b>	<b>12.1</b>	<b>9.7</b>	<b>10.3</b>	<b>20.0</b>	<b>19.3</b>	<b>17.6</b>	<b>46.6</b>	<b>67.2</b>	<b>68.2</b>
YoY(%)	49.7%	36.9%	12.2%	-21.9%	-20.6%	68.7%	59.7%	81.0%	15.0%	44.2%	1.5%
<b>영업이익</b>	<b>27.8</b>	<b>22.6</b>	<b>19.2</b>	<b>15.9</b>	<b>15.8</b>	<b>11.3</b>	<b>8.1</b>	<b>16.6</b>	<b>85.5</b>	<b>51.8</b>	<b>88.9</b>
YoY	31.4%	-14.3%	13.1%	-29.3%	-43.3%	-50.2%	-57.5%	4.3%	-1.7%	-39.5%	71.8%
OPM	47.3%	41.1%	39.7%	36.6%	35.7%	20.4%	16.2%	28.2%	41.6%	24.9%	34.6%
<b>당기순이익</b>	<b>21.6</b>	<b>18.2</b>	<b>14.7</b>	<b>15.2</b>	<b>13.6</b>	<b>10.3</b>	<b>7.4</b>	<b>12.3</b>	<b>69.8</b>	<b>43.6</b>	<b>73.4</b>
YoY	27.2%	-11.0%	11.3%	-21.1%	-37.1%	-43.6%	-49.5%	-19.3%	-0.3%	-37.5%	68.4%
NPM	36.7%	33.2%	30.5%	35.1%	30.7%	18.7%	14.8%	20.9%	34.0%	20.9%	28.5%

자료: 하나금융투자

## 메디톡스 목표주가 하향

### 목표주가 560,000원 하향, 투자 의견 BUY

목표주가 560,000원으로 하향,  
투자 의견 BUY 유지

메디톡스에 대해 목표주가 560,000원으로 하향, 투자 의견 BUY로 유지한다. 목표주가 560,000원은 SOTP 방식으로 기존 메디톡스의 영업가치와 앨러간으로 기술이전된 이노톡스의 미국과 유럽의 가치, 그리고 2018년 2월 중국 식품의약품안전청(CFDA)에 시판허가 신청서를 제출한 뉴로톡스에 대한 파이프라인 가치를 반영하여 산정하였다. 영업가치 밸류에이션은 하반기 실적 부진이 지속될 것이라는 우려감으로 기존 25배에서 디레이팅한 20배를 부과하여 산정하였다.

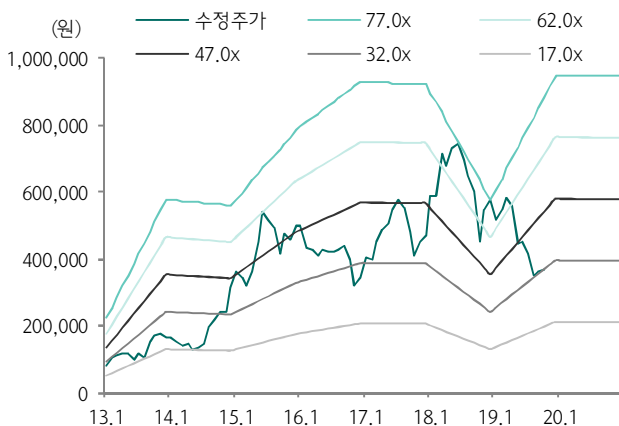
표 3. 메디톡스 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,243.9	
12M Forward 순이익	62.2	
P/E	20	
파이프라인 가치	1,849.8	
이노톡스	895.8	
중국 뉴로톡스	953.9	
자사주	145.9	3개월 평균 주가
순부채	-29.4	
적정자본가치	3,268.8	
주식 수(1,000주)	5,815	
적정주가	562,128	

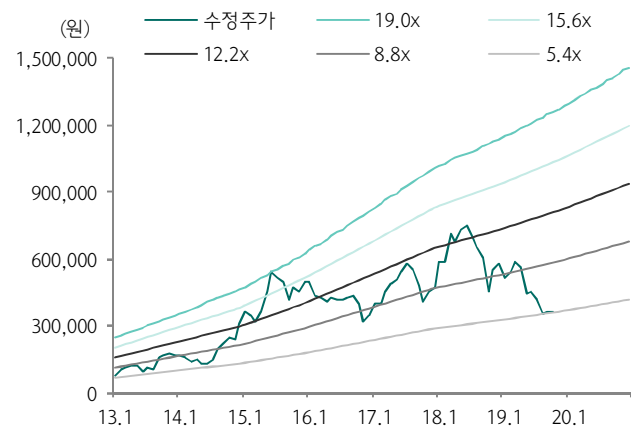
자료: 하나금융투자

그림 1. 메디톡스 PER 밴드



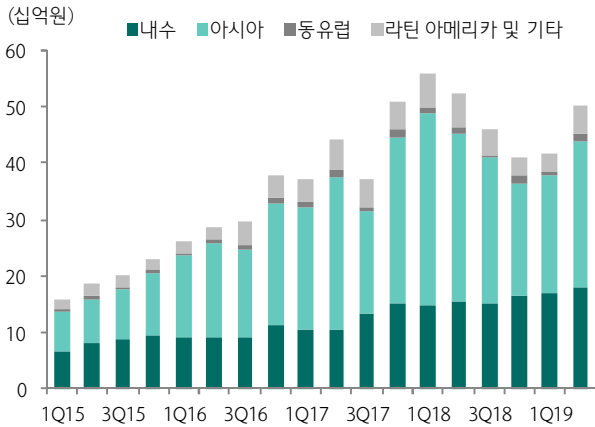
자료: 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 PBR 밴드



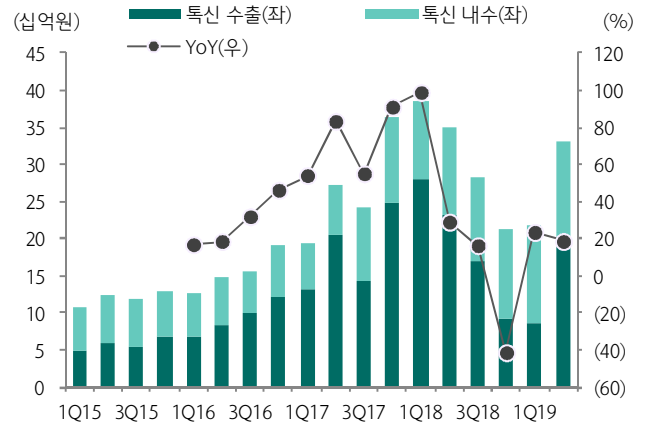
자료: 하나금융투자

그림 3. 지역별 매출현황



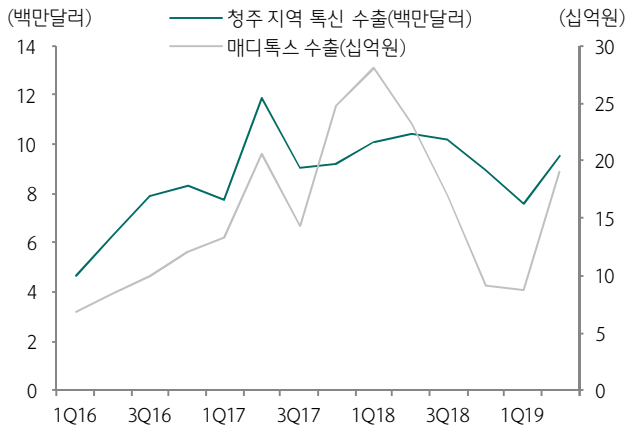
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 4. 메디톡스 백신 매출액 추이



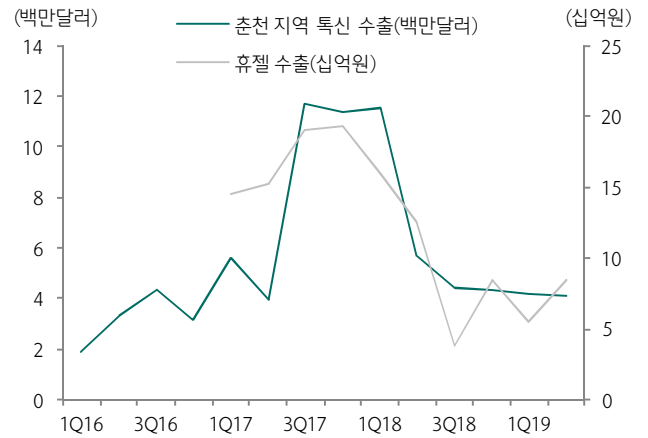
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 5. 청주지역 백신 수출과 메디톡스의 백신 수출금액



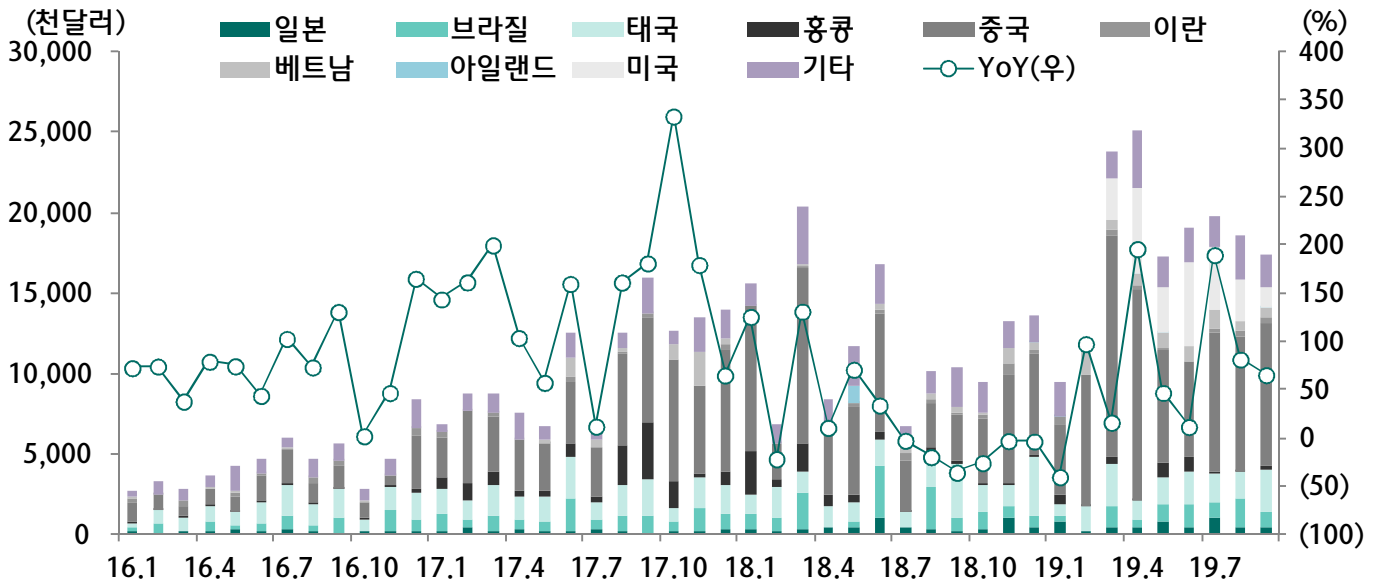
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 6. 춘천지역 백신 수출과 휴젤의 백신 수출금액



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 7. 관세청 보틀리눔 특신 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 8. 유럽과 미국에서의 승인 일정

	지역	2019	2020	2021	2022
이노톡스 (파트너사: 앨러간)	미국	Clinical Studies		BLA Review	○ Approval
뉴로톡스	미국, 유럽	Clinical Studies		BLA Review	○ Approval
코어톡스	미국, 유럽			Clinical Studies	
MT921 (Injection Lipolysis)	미국, 유럽			Clinical Studies	
뉴라미스 (Volume Lidocaine) (Deep Lidocaine) (Lidocaine)	미국, 유럽	CE Registration		○ Approval	
				Clinical Studies	

자료: 메디톡스, 하나금융투자

## 메디톡스의 파이프라인 가치 추정

### 이노톡스의 가치

#### 이노톡스의 rNPV

이노톡스의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 앨러간사의 미국 시장에서의 코스메틱 부분의 Botox 매출액은 2018년 기준 9억 700만 달러로 전년대비 약 11.7% 성장. 향후 7~8년간 약 8% 대의 고성장을 유지할 수 있을 것으로 가정하였다.
- 유럽시장에서의 Botox 매출은 미국시장 외 매출액에서 약 60%라고 가정하였다. 이 역시 향후 7~8년간 약 8% 이상의 고성장을 유지할 수 있을 것으로 가정하였다.
- 이노톡스로의 대체율은 최대 20%로 추정하였다.
- 미국에서는 2018년 10월 임상 3상을 개시하였고, 2022년 최종 시판허가를 받을 수 있을 것으로 가정하였다.
- 유럽에서는 2019년 6월 임상 3상을 개시하였고, 2023년 최종 시판허가를 받을 수 있을 것으로 가정하였다.
- 2014년 유입된 계약금 6,500만 달러와 1차 마일스톤 1,500만 달러 이외의 모든 마일스톤은 비공개로써 당 리서치 센터의 추정치라 할 수 있다.
- 판매 로열티는 low double digit이라고 알려진 바에 따라 12%로 가정하였다.
- 이노톡스는 현재 밸리데이션 중인 메디톡스의 2공장에서 완제가 공급되는 구조로 제조 수익이 합산되어야 한다. 제조수익 21%는 앨러간으로의 공급가는 매출액의 25% 수준이고, 메디톡스사의 메디톡신 제조수익률이 85%인 점을 근거로 산정하여 계산하였다.
- 이노톡스는 메디톡스사가 호주에서 임상 1상과 2상을 진행하였고, 국내에서는 이미 시판허가를 받은 제품으로써 다른 신약과는 달리 부형제 변형에 의한 것으로 성공확률은 90%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 4. 이노톡스의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
<b>미국시장</b>																	
Allergan Botox 미국 매출액	729.2	812.2	907.3	1,016	1,138	1,252	1,377	1,515	1,636	1,767	1,891	2,023	2,144	2,252	2,364	2,459	2,557
YoY(%)		11.4%	11.7%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
이노톡스로의 대체율							1.0%	3.0%	5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	15.0%	18.0%	20.0%	20.0%	17.0%
이노톡스의 예상 매출액				0.0	0.0	0.0	12.5	41.3	75.7	130.9	176.7	226.9	303.4	386.0	450.3	472.8	418.0
<b>이벤트</b>																	
			3상 개시		3상 완료		승인/ 시판										
계약금 및 마일스톤				22	30		49		61		60		60				
판매로열티 12%							1.5	5.0	9.1	15.7	21.2	27.2	36.4	46.3	54.0	56.7	50.2
제조수익 21%							2.6	8.7	15.9	27.5	37.1	47.6	63.7	81.1	94.6	99.3	87.8
미국 이노톡스 수익				22.0	30.0		53.1	13.6	86.0	43.2	118.3	74.9	160.1	127.4	148.6	156.0	137.9
<b>유럽시장</b>																	
Allergan Botox 유럽 매출액	288.0	334.2	384.7	430.9	482.6	530.9	583.9	642.3	693.7	749.2	801.7	857.8	909.2	954.7	1002.4	1042.5	1084.2
YoY(%)		16.0%	15.1%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
이노톡스로의 대체율								1.0%	3.0%	5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	15.0%	18.0%	20.0%	20.0%
이노톡스의 예상 매출액								5.8	19.3	34.7	59.9	80.2	102.9	136.4	171.8	200.5	208.5
<b>이벤트</b>																	
			3상 개시		3상 완료		승인/ 시판										
판매로열티 12%							0.7	2.3	4.2	7.2	9.6	12.4	16.4	20.6	24.1	25.0	
제조수익 21%							1.2	4.0	7.3	12.6	16.8	21.6	28.6	36.1	42.1	43.8	
유럽 이노톡스 수익							1.9	6.4	11.4	19.8	26.5	34.0	45.0	56.7	66.2	68.8	
이노톡스 수익 합계				22.0	30		53.1	15.6	92.4	54.6	138.1	101.3	194.1	172.4	205.3	222.2	206.7
원화환산수익(\$1=1,200원)					26.4	36.0		63.8	18.7	110.8	65.6	165.7	121.6	232.9	206.9	246.4	266.6
세후이익 (법인세율 20%)					21.1	28.8		51.0	14.9	88.7	52.5	132.6	97.3	186.3	165.5	197.1	213.3
할인율 10.0%				1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32	0.29
현재가치환산				21.1	26.2	0.0	38.3	10.2	55.1	29.6	68.0	45.4	79.0	63.8	69.1	68.0	57.5
NPV	995.3																
Terminal Value -5%	364.1																
성공확률 90%	895.8																

자료: 하나금융투자

### 중국 뉴로톡스의 가치

#### 중국 뉴로톡스의 rNPV

중국 뉴로톡스의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 중국에서 정식으로 허가받은 제품은 앨러간사의 보톡스와 란저우사의 BTXA에 이어 세 번째로 허가받는 제품으로 2020년 최종 시판허가가 가능할 것으로 전망하였다.
- 중국 시장규모는 정식으로 허가 받은 제품들이 판매될 수 있는 화이트마켓으로만 한정하여 약 1억 3,000만 달러 규모로 추산하였다.
- 중국의 보툴리눔 독신 시장 성장률은 약 30~40%의 고성장이 당분간 유지될 수 있을 것으로 가정하였다.
- 메디톡스의 중국 파트너사는 블루미지(Bloomage)사로 중국 내에서 히아루론산 필러 시장의 약 20%를 점유하고 있는 코스메슈티컬 회사이다. 메디톡스는 2015년 블루미지사와 메디블름차이나라는 JV를 설립하여 중국 내 뉴로톡스의 판매를 담당할 예정이다. 코스메슈티컬 회사인 블루미지사의 특성을 고려 뉴로톡스의 피크 점유율은 약 25%로 가정하였다.
- 다만 휴젤의 보툴렉스가 중국에서 임상 3상을 진행하고 있는 만큼 네 번째 제품은 2021년 시판될 수 있을 것으로 예상하였다.
- 메디톡스사가 중국에 공급하는 납품가는 매출액의 50%, 제조수익률은 80%로 추정 중국 수출향의 제조수익은 약 40%로 추정하였다.
- 메디블름차이나 순이익은 매출액의 30%로 가정 이중 50%가 메디톡스에 지분법으로 인식된다고 추정하였다.
- 뉴로톡스가 국내에서는 오랫동안 시판되어 사용되어 온 제품이고, 중국 블루미지라는 파트너를 통한 신청서 제출로 성공확률은 90%로 계산하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 5. 중국 뉴로톡스의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
중국시장	130	169	228	319	447	581	744	930	1,163	1,430	1,759	2,111	2,533	3,040	3,647	4,304
YoY(%)		30.0%	35%	40%	40%	30%	28%	25%	25%	23%	23%	20%	20%	20%	20%	18%
뉴로톡스 점유율				5%	15%	20%	25%	23%	20%	20%	18%	16%	15%	15%	15%	15%
뉴로톡스의 예상 매출액				11.4	47.9	89.4	145.3	171.1	186.0	232.5	257.4	281.4	316.6	379.9	455.9	547.1
이벤트				시판 허가	4번째 제품허가											
제조수익 32%				3.7	15.3	28.6	46.5	54.8	59.5	74.4	82.4	90.1	101.3	121.6	145.9	175.1
지분법 인식 15%				1.7	7.2	13.4	21.8	25.7	27.9	34.9	38.6	42.2	47.5	57.0	68.4	82.1
원화환산수익(\$1=1,200원) 1.2				6.4	27.0	50.4	82.0	96.5	104.9	131.1	145.2	158.7	178.6	214.3	257.1	308.6
세후이익(법인세율 20%) 20%				5.1	21.6	40.4	65.6	77.2	83.9	104.9	116.1	127.0	142.9	171.4	205.7	246.9
할인율 10%			1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32	0.29
현재가치환산				4.7	17.9	30.3	44.8	47.9	47.4	53.8	54.2	53.9	55.1	60.1	65.5	71.5
NPV	1,059.9															
Terminal Value -5%	452.9															
성공확률 90%	953.9															

자료: 하나금융투자



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>181.2</b>	<b>205.4</b>	<b>208.3</b>	<b>257.3</b>	<b>268.1</b>
매출원가	34.6	54.2	64.3	71.6	68.4
매출총이익	146.6	151.2	144.0	185.7	199.7
판매비	59.7	65.7	92.3	96.7	106.6
<b>영업이익</b>	<b>87.0</b>	<b>85.5</b>	<b>51.8</b>	<b>88.9</b>	<b>93.1</b>
금융손익	(1.0)	(0.6)	1.5	2.7	0.9
중속/관계기업손익	(0.9)	1.7	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	0.2	(1.5)	0.2	0.3	0.4
<b>세전이익</b>	<b>85.2</b>	<b>85.1</b>	<b>54.5</b>	<b>92.9</b>	<b>95.5</b>
법인세	15.3	15.3	10.9	19.5	20.0
계속사업이익	70.0	69.8	43.6	73.4	75.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>70.0</b>	<b>69.8</b>	<b>43.6</b>	<b>73.4</b>	<b>75.4</b>
비지배주주지분 손이익	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>70.1</b>	<b>70.0</b>	<b>43.7</b>	<b>73.6</b>	<b>75.6</b>
지배주주지분포괄이익	69.1	68.0	43.7	73.6	75.6
NOPAT	71.4	70.1	41.4	70.2	73.6
EBITDA	95.2	101.5	80.2	112.9	113.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	35.9	13.4	1.4	23.5	4.2
NOPAT증가율	20.2	(1.8)	(40.9)	69.6	4.8
EBITDA증가율	19.1	6.6	(21.0)	40.8	0.4
영업이익증가율	15.7	(1.7)	(39.4)	71.6	4.7
(지배주주)순이익증가율	18.4	(0.1)	(37.6)	68.4	2.7
EPS증가율	18.4	(0.2)	(37.5)	63.6	(0.2)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	80.9	73.6	69.1	72.2	74.5
EBITDA이익률	52.5	49.4	38.5	43.9	42.3
영업이익률	48.0	41.6	24.9	34.6	34.7
계속사업이익률	38.6	34.0	20.9	28.5	28.1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>103.2</b>	<b>116.4</b>	<b>133.6</b>	<b>178.5</b>	<b>234.5</b>
금융자산	36.0	28.3	44.2	68.1	119.5
현금성자산	26.4	19.2	35.1	56.8	107.7
매출채권 등	53.4	64.5	65.4	80.7	84.1
재고자산	11.6	21.5	21.8	26.9	28.1
기타유동자산	2.2	2.1	2.2	2.8	2.8
<b>비유동자산</b>	<b>277.8</b>	<b>278.6</b>	<b>270.7</b>	<b>279.8</b>	<b>271.3</b>
투자자산	13.2	17.7	20.2	23.3	23.9
금융자산	5.2	0.3	0.4	0.7	0.7
유형자산	184.4	181.7	173.7	181.8	174.5
무형자산	20.3	21.0	18.6	16.5	14.7
기타비유동자산	59.9	58.2	58.2	58.2	58.2
<b>자산총계</b>	<b>380.9</b>	<b>395.0</b>	<b>404.3</b>	<b>458.3</b>	<b>505.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>137.4</b>	<b>110.8</b>	<b>86.1</b>	<b>70.3</b>	<b>51.2</b>
금융부채	99.2	84.0	59.0	39.1	19.1
매입채무 등	11.8	10.0	10.2	12.6	13.1
기타유동부채	26.4	16.8	16.9	18.6	19.0
<b>비유동부채</b>	<b>47.0</b>	<b>27.0</b>	<b>22.3</b>	<b>23.8</b>	<b>20.2</b>
금융부채	16.9	0.0	(5.0)	(10.0)	(15.0)
기타비유동부채	30.1	27.0	27.3	33.8	35.2
<b>부채총계</b>	<b>184.4</b>	<b>137.8</b>	<b>108.4</b>	<b>94.0</b>	<b>71.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>191.6</b>	<b>252.5</b>	<b>291.4</b>	<b>360.0</b>	<b>430.4</b>
자본금	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1
자본잉여금	19.9	23.6	23.6	23.6	23.6
자본조정	(57.1)	(55.8)	(55.8)	(55.8)	(55.8)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
이익잉여금	226.2	283.6	322.4	390.8	461.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>4.9</b>	<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>196.5</b>	<b>257.2</b>	<b>295.9</b>	<b>364.3</b>	<b>434.5</b>
순금융부채	80.2	55.7	9.8	(39.0)	(115.4)

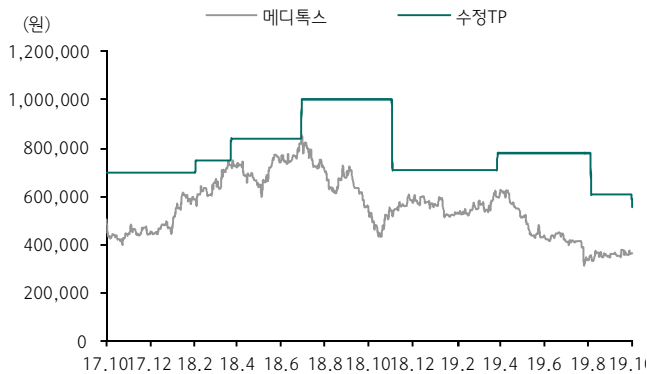
투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	12,056	12,031	7,514	12,296	12,277
BPS	42,845	53,127	59,800	67,585	76,778
CFPS	17,558	19,401	13,825	18,909	18,452
EBITDAPS	16,377	17,460	13,791	18,859	18,387
SPS	31,167	35,330	35,821	42,986	43,530
DPS	2,140	875	875	875	875
<b>주기지표(배)</b>					
PER	39.1	48.0	48.8	29.8	29.9
PBR	11.0	10.9	6.1	5.4	4.8
PCFR	26.9	29.8	26.5	19.4	19.9
EV/EBITDA	29.7	32.8	26.8	18.6	17.8
PSR	15.1	16.4	10.2	8.5	8.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	41.3	31.5	16.1	22.6	19.1
ROA	19.9	18.0	10.9	17.1	15.7
ROIC	32.1	26.5	15.3	25.3	25.7
부채비율	93.8	53.6	36.6	25.8	16.4
순부채비율	40.8	21.7	3.3	(10.7)	(26.6)
이자보상배율(배)	42.2	45.7	40.1	114.6	300.9

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>56.5</b>	<b>55.1</b>	<b>68.9</b>	<b>83.2</b>	<b>91.3</b>
당기순이익	70.0	69.8	43.6	73.4	75.4
조정	24.6	28.7	25.9	20.2	18.2
감가상각비	8.2	16.0	28.4	23.9	20.1
외환거래손익	(4.7)	0.3	(2.5)	(3.0)	(0.5)
지분법손익	0.9	(0.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타	20.2	12.5	1.0	0.3	(0.4)
영업활동 자산부채 변동	(38.1)	(43.4)	(0.6)	(10.4)	(2.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(38.2)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(16.9)</b>	<b>(30.7)</b>	<b>(9.9)</b>
투자자산감소(증가)	(1.4)	(2.2)	(1.5)	(2.0)	0.3
유형자산감소(증가)	(38.0)	(7.7)	(18.0)	(30.0)	(11.0)
기타	1.2	(6.2)	2.6	1.3	0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(7.4)</b>	<b>(46.0)</b>	<b>(36.2)</b>	<b>(30.8)</b>	<b>(30.5)</b>
금융부채증가(감소)	14.6	(32.1)	(30.0)	(25.0)	(25.0)
자본증가(감소)	6.0	3.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(16.9)	(5.5)	(1.3)	(0.8)	(0.3)
배당지급	(11.1)	(12.1)	(4.9)	(5.0)	(5.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>10.6</b>	<b>(7.1)</b>	<b>15.8</b>	<b>21.7</b>	<b>50.9</b>
Unlevered CFO	102.1	112.8	80.4	113.2	113.7
Free Cash Flow	18.5	46.6	50.9	53.2	80.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

메디톡스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.11	BUY	560,000		
19.8.15	BUY	610,000	-40.59%	-37.39%
19.4.7	BUY	780,000	-39.88%	-19.36%
18.11.12	BUY	710,000	-21.58%	-12.00%
18.7.9	BUY	1,000,000	-37.73%	-16.97%
18.4.2	BUY	840,000	-16.33%	-5.02%
18.2.12	BUY	750,000	-15.32%	-3.15%
17.10.16	BUY	700,000	-32.42%	-14.20%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 10월 10일

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 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 10월 11일 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.