



하나금융그룹

2019년 11월 15일 | Equity Research

메디톡스 (086900)

3분기 실적 우려에 대한 불확실성 해소

3분기 어닝쇼크한 실적

메디톡스 3분기 매출액은 484억원(YoY, 0.2%), 영업이익은 33억원(YoY, -82.8%, OPM, 6.8%)을 기록, 컨센서스를 크게 하회하면서 어닝쇼크한 실적을 시현하였다. 세전이익은 33억원(YoY, -82.5%), 당기순이익은 29억원(YoY, -80.1%)을 기록하였다. 2분기부터 각종 비용 증가로 판관비가 전년대비 크게 증가하면서 영업이익을 훼손시키고 있다. 3분기 판관비는 전년대비 약 65% 증가하였는데 소송비용이 78억원으로 2분기 45억원 대비 크게 증가하였다. ITC 소송으로 인해 4분기에도 소송비용은 2분기와 비슷한 규모인 약 45억원 정도 발생할 수 있을 것으로 추정되는 바, 연내 메디톡스의 이익률 회복은 기대하기 어렵게 되었다.

불확실한 라이선스

3분기 매출액은 전년 동기와 비슷한 수준인 484억원을 달성하였는데 라이선스 규제강화로 특신 수출이 전년대비 약 13.6% 감소하면서 성장이 제한되었다. 2분기 잠시 규제가 완화되었으나, 3분기 다시 강화되었고, 4분기에는 다시 규제 완화가 기대되면서 4분기 매출액은 전년대비 약 30% 성장할 것으로 예상되고 있다. 즉 아직까지 국내 특신사들의 탑라인 성장률은 중국 라이선스 시장에 의존적이며, 라이선스 규제 유무에 따라 성장률이 조정되고 있는 상황이라 볼 수 있다. 결국 중국에서 정식으로 승인받기 전까지는 중국 라이선스 시장에 따라 탑라인 성장률이 결정되는 불확실한 상황이 반복될 것으로 예상된다. 안정적인 성장을 유지하기 위해 중국에서 정식 시판허가 획득이 필요한 부분이다.

외부 노이즈에 의한 과도한 주가 조정

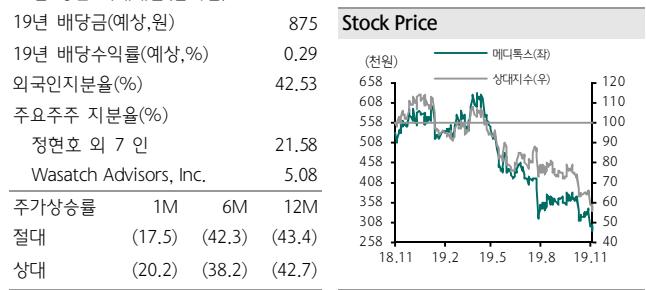
최근 메디톡스는 3공장 수출용 시료에 대한 강제 회수 폐기 명령과 중국에서의 허가 보류 뉴스로 인해 주가가 과도하게 조정받았다. 그러나 사실 이들 뉴스로 메디톡스에게 불리하게 결론이 난 것은 아직까지 없다. 단적인 예로 8월 5일 기시법 논란으로 주가가 하루만에 20% 이상 급락했지만 이로인해 메디톡스가 식약처로부터 어떤 조치를 받은 것은 없는 상황이다. 이런 외부의 노이즈와는 별도로 메디톡스의 펀더멘탈은 나날이 개선되고 있다. 중국 승인과 관련해서도 추가 보완자료 요청이 아닌 기제출자료의 재 검토로 곧 심사 관련 status는 제자리로 돌아올 것으로 기대되며, 중국에서의 승인단계가 다시 심사완료로 회귀한다면 이는 곧 승인이 임박했다고 볼 수 있는 부분이다. 앤리간이 진행하고 있는 이노톡스 임상 3상도 미국과 캐나다에서 1,200명, 유럽에서 375명을 대상으로 진행되고 있었는데 최근 장기임상 추적을 위해 약 800명이 더 추가되면서 총 2,375명 대상으로 임상을 진행하고 있다. 앤리간이 대규모 임상비용을 지불하면서 이노톡스의 개발에 심혈을 기울이고 있다고 볼 수 있는 부분이다. 결국 사실로 확정되지도 않은 외부의 노이즈로 인해 메디톡스의 주가는 과도하게 조정받으면서 2020년 순이익 기준으로 PER은 24배 수준이다. 2020년 중국에서의 시판허가로 인한 고성장세 회복과 각종 소송이 마무리되면서 불확실성이 해소된다면 메디톡스의 주가 업사이드는 충분하다고 사료된다. 지금은 저점매수의 적기라 볼 수 있다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 560,000원 | CP(11월 14일): 301,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	663.31		
52주 최고/최저(원)	629,000/286,300	매출액(십억원)	211.0 245.6
시가총액(십억원)	1,750.3	영업이익(십억원)	58.6 83.4
시가총액비중(%)	0.74	순이익(십억원)	52.2 72.9
발행주식수(천주)	5,815.1	EPS(원)	8,465 12,025
60일 평균 거래량(천주)	48.1	BPS(원)	54,838 66,768
60일 평균 거래대금(십억원)	16.4		
19년 배당금(예상,원)	875		
19년 배당수익률(예상, %)	0.29		
외국인지분율(%)	42.53		
주요주주 지분율(%)			
정현호 외 7인	21.58		
Wasatch Advisors, Inc.	5.08		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(17.5) (42.3) (43.4)		
상대	(20.2) (38.2) (42.7)		



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	181.2	205.4	203.7	253.7	264.5
영업이익	십억원	87.0	85.5	44.7	86.6	90.3
세전이익	십억원	85.2	85.1	46.1	89.5	93.3
순이익	십억원	70.1	70.0	37.5	73.3	76.4
EPS	원	12,056	12,031	6,446	12,255	12,396
증감률	%	18.4	(0.2)	(46.4)	90.1	1.2
PER	배	39.13	48.02	46.70	24.56	24.28
PBR	배	11.01	10.88	5.13	4.52	3.97
EV/EBITDA	배	29.69	32.78	24.22	15.57	14.88
ROE	%	41.32	31.50	13.94	22.97	19.63
BPS	원	42,845	53,127	58,731	66,536	75,874
DPS	원	2,140	875	875	875	875



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

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

표 1. 메디톡스 3Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q19	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	48.4	48.3	0.2	53.2	(9.1)
영업이익	3.3	19.2	(82.8)	13.2	(75.0)
세전이익	3.3	18.6	(82.5)	11.5	(71.7)
당기순이익	2.9	14.7	(80.1)	10.9	(73.2)
OPM %	6.8	39.7		24.8	
NPM %	6.1	30.5		20.6	

자료: 하나금융투자

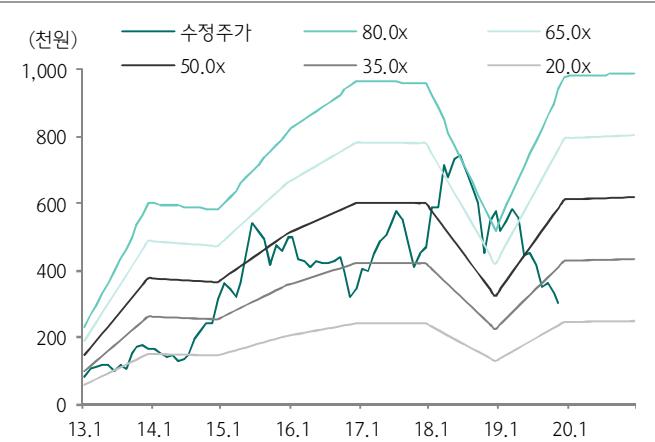
표 2. 메디톡스 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	44.3	55.0	48.4	56.1	62.5	62.4	60.9	67.9	205.4	203.7	253.7
YoY	-24.8%	0.1%	0.2%	29.2%	41.2%	13.4%	25.9%	21.2%	13.3%	-0.8%	24.5%
특신	21.8	33.0	26.9	32.6	36.4	38.6	37.0	43.1	123.3	114.3	155.2
YoY	-43.5%	-5.7%	-4.9%	52.3%	67.1%	17.0%	37.6%	32.3%	15.0%	-7.3%	35.8%
수출	8.7	19.0	14.6	18.2	21.8	22.8	23.4	27.3	77.2	60.5	95.2
YoY	-68.9%	-18.1%	-13.6%	100.0%	150.0%	20.0%	60.0%	50.0%	5.9%	-21.6%	57.4%
내수	13.1	14.0	12.3	14.4	14.7	15.8	13.7	15.8	46.1	53.8	60.0
YoY	23.6%	18.6%	7.9%	17.0%	12.0%	13.0%	11.0%	10.0%	34.4%	16.7%	11.5%
필러	19.9	17.2	17.1	18.5	21.1	18.3	17.9	19.3	72.1	72.7	76.5
YoY	15.0%	-1.7%	-3.4%	-5.7%	5.8%	6.3%	4.5%	4.5%	16.9%	0.8%	5.3%
수출	15.9	13.2	12.5	13.9	16.9	14.1	13.1	14.4	56.2	55.5	58.5
YoY	20.5%	-2.9%	-10.7%	-10.0%	6.0%	7.0%	5.0%	4.0%	20.9%	-1.3%	5.5%
내수	4.0	4.0	4.6	4.6	4.2	4.2	4.7	4.9	15.9	17.2	18.0
YoY	-2.4%	2.6%	24.3%	10.0%	5.0%	4.0%	3.0%	6.0%	4.6%	8.3%	4.5%
기타	2.6	4.8	4.4	5.0	5.0	5.5	6.0	5.5	10.0	16.7	22.0
매출원가	12.6	17.3	17.8	17.4	18.1	17.5	16.7	18.3	54.2	65.2	70.7
YoY	-3.0%	12.4%	41.7%	31.7%	43.4%	0.8%	-6.0%	5.5%	56.8%	20.2%	8.5%
매출총이익	31.6	37.7	30.6	38.7	44.4	44.9	44.1	49.6	151.2	138.6	183.0
YoY	-30.9%	-4.7%	-14.4%	28.1%	40.3%	19.2%	44.4%	28.2%	3.1%	-8.4%	32.1%
CPM	71.5%	68.5%	63.2%	69.0%	71.0%	72.0%	72.5%	73.0%	73.6%	68.0%	72.1%
판관비	15.8	26.4	27.3	24.4	24.8	28.2	23.0	20.4	65.7	93.9	96.4
YoY	-11.8%	56.2%	64.9%	70.4%	56.6%	6.7%	-15.5%	-16.3%	10.1%	42.9%	2.7%
판관비율	35.8%	48.0%	56.4%	43.5%	39.7%	45.2%	37.8%	30.0%	32.0%	46.1%	38.0%
경상연구개발비	5.6	6.4	6.8	6.4	6.4	7.1	7.5	7.7	19.1	25.2	28.7
YoY(%)	11.0%	27.1%	53.9%	40.0%	15.0%	10.0%	10.0%	20.0%	-0.1%	32.2%	13.6%
기타판매관리비	10.3	20.0	20.4	18.0	18.4	21.1	15.5	12.7	46.6	68.7	67.8
YoY(%)	-20.6%	68.7%	68.9%	84.7%	79.2%	5.7%	-24.1%	-29.2%	15.0%	47.3%	-1.3%
영업이익	15.8	11.3	3.3	14.3	19.6	16.7	21.1	29.2	85.5	44.7	86.6
YoY	-43.3%	-50.2%	-82.8%	-9.9%	23.9%	48.5%	539.8%	104.0%	-1.7%	-47.8%	93.9%
OPM	35.7%	20.4%	6.8%	25.5%	31.3%	26.8%	34.7%	43.0%	41.6%	21.9%	34.1%
당기순이익	13.6	10.3	2.9	10.6	14.5	13.7	18.5	26.3	69.8	37.4	73.1
YoY	-37.1%	-43.6%	-80.1%	-30.4%	7.2%	33.6%	532.1%	148.5%	-0.3%	-46.4%	95.7%
NPM	30.7%	18.7%	6.1%	18.9%	23.3%	22.0%	30.4%	38.7%	34.0%	18.3%	28.8%

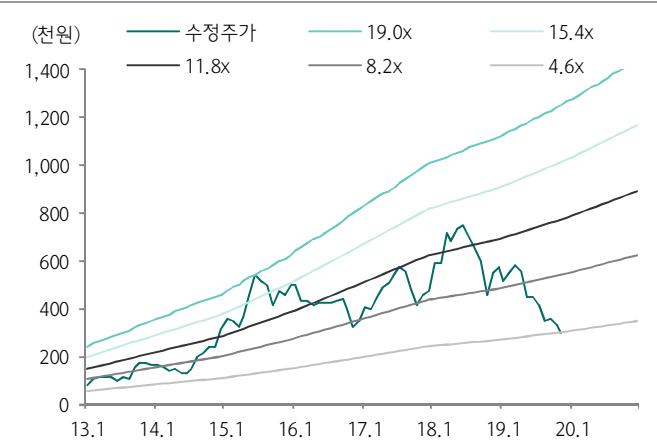
자료: 하나금융투자

그림 1. 메디톡스 PER 밴드



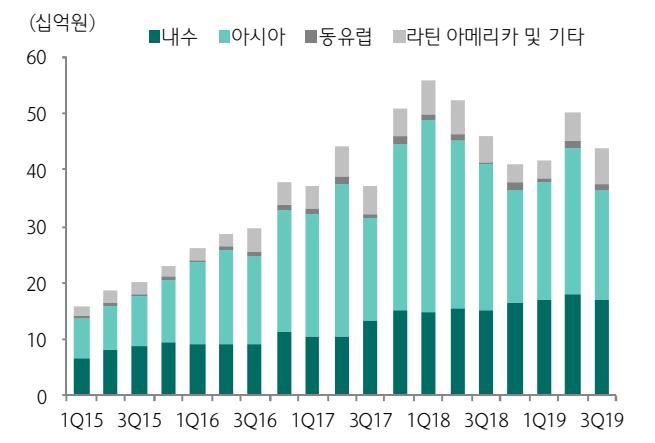
자료: 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 PBR 밴드



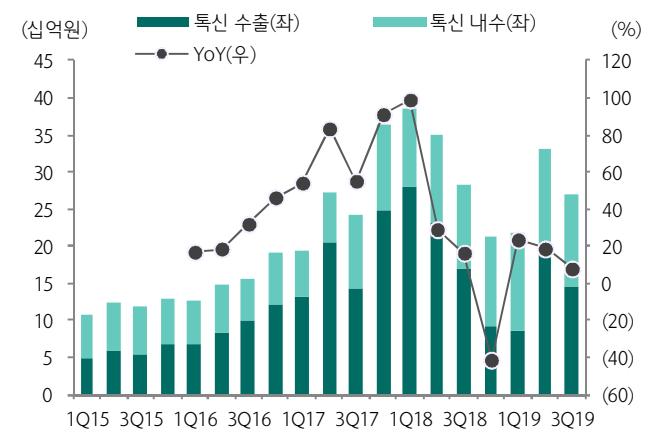
자료: 하나금융투자

그림 3. 지역별 매출현황



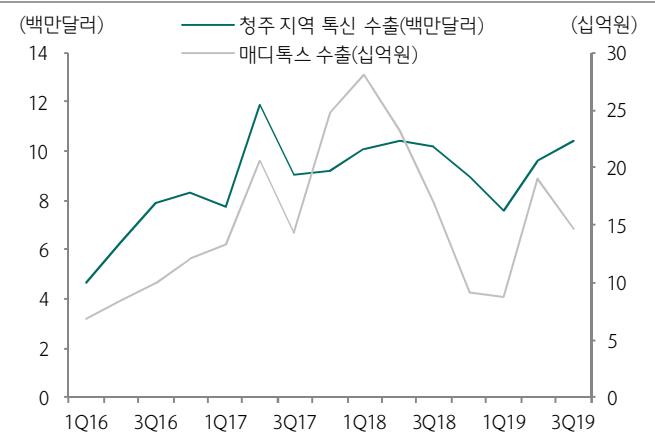
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 4. 메디톡스 특신 매출액 추이



자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 5. 청주지역 특신 수출과 메디톡스의 특신 수출금액



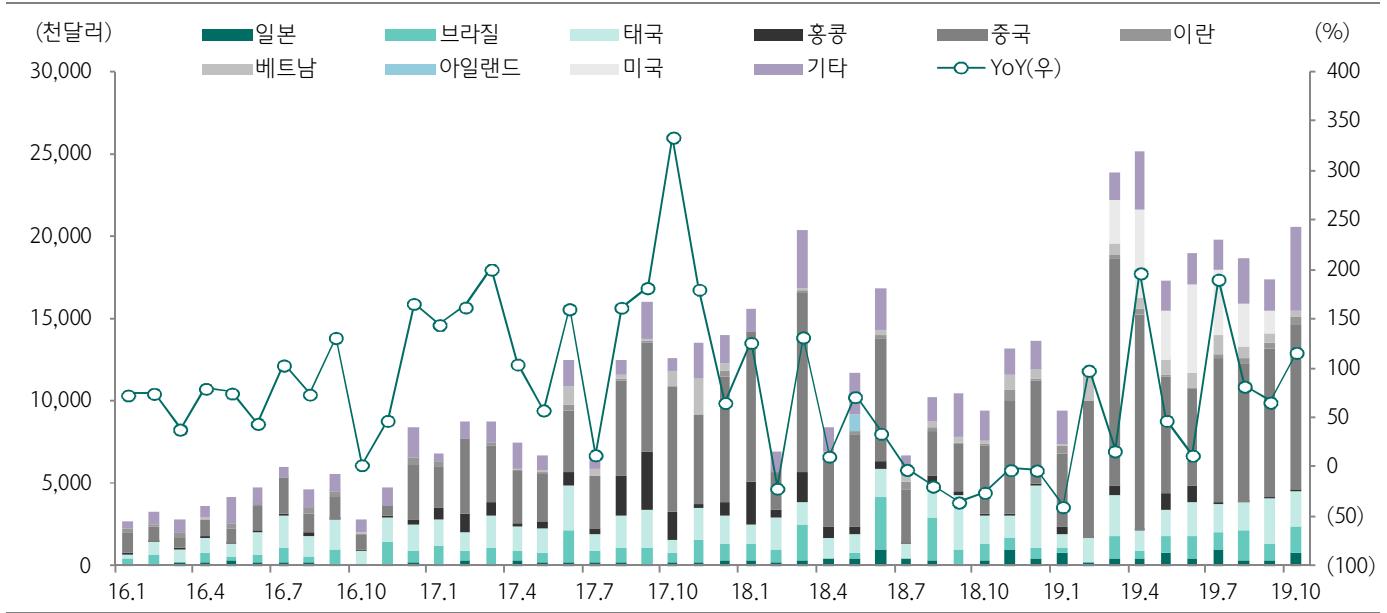
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 6. 춘천지역 특신 수출과 휴젤의 특신 수출금액



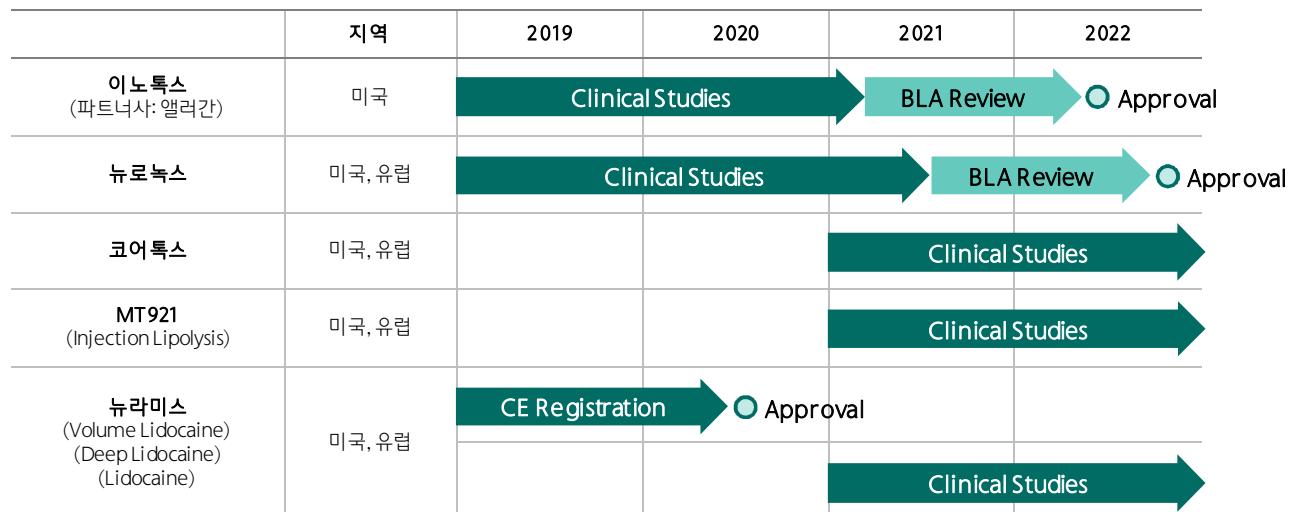
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 7. 관세청 보툴리눔 톡신 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 8. 유럽과 미국에서의 승인 일정



자료: 메디톡스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	181.2	205.4	203.7	253.7	264.5
매출원가	34.6	54.2	65.2	70.7	67.4
매출총이익	146.6	151.2	138.5	183.0	197.1
판관비	59.7	65.7	93.9	96.4	106.7
영업이익	87.0	85.5	44.7	86.6	90.3
금융순익	(1.0)	(0.6)	0.3	1.6	1.6
종속/관계기업순익	(0.9)	1.7	1.0	1.0	1.0
기타영업외순익	0.2	(1.5)	0.2	0.3	0.4
세전이익	85.2	85.1	46.1	89.5	93.3
법인세	15.3	15.3	8.8	16.4	17.2
계속사업이익	70.0	69.8	37.4	73.1	76.1
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	70.0	69.8	37.4	73.1	76.1
비자매주주지분 순이익	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
지배주주순이익	70.1	70.0	37.5	73.3	76.4
지배주주지분포괄이익	69.1	68.0	37.5	73.3	76.4
NOPAT	71.4	70.1	36.2	70.7	73.7
EBITDA	95.2	101.5	73.1	110.5	110.5
성장성(%)					
매출액증가율	35.9	13.4	(0.8)	24.5	4.3
NOPAT증가율	20.2	(1.8)	(48.4)	95.3	4.2
EBITDA증가율	19.1	6.6	(28.0)	51.2	0.0
영업이익증가율	15.7	(1.7)	(47.7)	93.7	4.3
(지배주주)순이익증가율	18.4	(0.1)	(46.4)	95.5	4.2
EPS증가율	18.4	(0.2)	(46.4)	90.1	1.2
수익성(%)					
매출총이익률	80.9	73.6	68.0	72.1	74.5
EBITDA이익률	52.5	49.4	35.9	43.6	41.8
영업이익률	48.0	41.6	21.9	34.1	34.1
계속사업이익률	38.6	34.0	18.4	28.8	28.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	103.2	116.4	126.4	171.1	227.9
금융자산	36.0	28.3	39.0	62.3	114.4
현금성자산	26.4	19.2	30.1	51.1	102.8
매출채권 등	53.4	64.5	63.9	79.6	83.0
재고자산	11.6	21.5	21.3	26.6	27.7
기타유동자산	2.2	2.1	2.2	2.6	2.8
비유동자산	277.8	278.6	270.7	279.9	271.4
투자자산	13.2	17.7	20.2	23.4	24.0
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
자산총계	380.9	395.0	397.1	451.1	499.3
유동부채	137.4	110.8	85.7	70.0	50.9
금융부채	99.2	84.0	59.0	39.1	19.1
매입채무 등	11.8	10.0	9.9	12.4	12.9
기타유동부채	26.4	16.8	16.8	18.5	18.9
비유동부채	47.0	27.0	21.7	23.3	19.7
금융부채	16.9	0.0	(5.0)	(10.0)	(15.0)
기타비유동부채	30.1	27.0	26.7	33.3	34.7
부채총계	184.4	137.8	107.4	93.2	70.6
자자주주지분	191.6	252.5	285.2	353.5	424.7
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	316.2	384.4	455.4
비자매주주지분	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1
자본총계	196.5	257.2	289.7	357.8	428.8
순금융부채	80.2	55.7	15.0	(33.2)	(110.3)

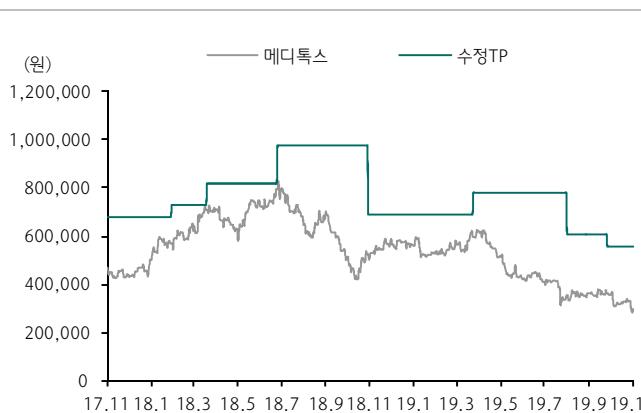
투자지표	(단위: 원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	12,056	12,031	6,446	12,255	12,396
BPS	42,845	53,127	58,731	66,536	75,874
CFPS	17,558	19,401	12,602	18,520	18,003
EBITDAPS	16,377	17,460	12,568	18,470	17,938
SPS	31,167	35,330	35,033	42,390	42,937
DPS	2,140	875	875	875	875
주가지표(배)					
PER	39.1	48.0	46.7	24.6	24.3
PBR	11.0	10.9	5.1	4.5	4.0
PCFR	26.9	29.8	23.9	16.3	16.7
EV/EBITDA	29.7	32.8	24.2	15.6	14.9
PSR	15.1	16.4	8.6	7.1	7.0
재무비율(%)					
ROE	41.3	31.5	13.9	23.0	19.6
ROA	19.9	18.0	9.5	17.3	16.1
ROIC	32.1	26.5	13.4	25.6	25.9
부채비율	93.8	53.6	37.1	26.1	16.5
순부채비율	40.8	21.7	5.2	(9.3)	(25.7)
이자보상배율(배)	42.2	45.7	34.6	111.6	292.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	56.5	55.1	64.9	83.8	91.4
당기순이익	70.0	69.8	37.4	73.1	76.1
조정	24.6	28.7	27.1	21.3	17.6
감가상각비	8.2	16.0	28.4	23.9	20.1
외환거래손익	(4.7)	0.3	(1.3)	(2.0)	(1.2)
지분법손익	0.9	(0.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타	20.2	12.5	1.0	0.4	(0.3)
영업활동 자산부채 변동	(38.1)	(43.4)	0.4	(10.6)	(2.3)
투자활동 현금흐름	(38.2)	(16.1)	(17.9)	(32.0)	(9.2)
투자자산감소(증가)	(1.4)	(2.2)	(1.5)	(2.2)	0.3
유형자산감소(증가)	(38.0)	(7.7)	(18.0)	(30.0)	(11.0)
기타	1.2	(6.2)	1.6	0.2	1.5
재무활동 현금흐름	(7.4)	(46.0)	(36.2)	(30.8)	(30.5)
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)
현금의 증감	10.6	(7.1)	10.8	21.1	51.7
Unlevered CFO	102.1	112.8	73.3	110.8	110.9
Free Cash Flow	18.5	46.6	46.9	53.8	80.4

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

메디톡스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.10.10	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	690,692	-19.38%	-9.54%
18.7.9	BUY	972,806	-35.99%	-14.65%
18.4.2	BUY	817,157	-13.99%	-2.37%
18.2.12	BUY	729,605	-12.95%	-0.44%
17.11.15	BUY	680,964	-28.03%	-11.80%
17.5.16	BUY	603,140	-14.24%	3.15%

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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 11월 15일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.