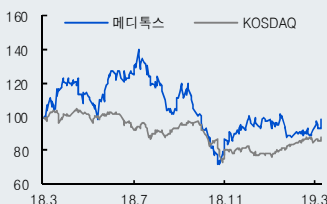


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 720,000원
현재주가(19/03/12)	584,500원
상승여력	23%

영업이익(18F, 십억원)	85
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	93
EPS 성장률(18F, %)	-5.0
MKT EPS 성장률(18F, %)	4.7
P/E(18F, x)	48.3
MKT P/E(18F, x)	8.9
KOSDAQ	754.76
시가총액(십억원)	3,306
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	72.1
외국인 보유비중(%)	48.8
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	425,116
52주 최고가(원)	830,290

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	-13.7	-10.9
상대주가	6.7	-5.5	4.4



[바이오/헬스케어]

김태희
02-3774-6813
taehee.kim@miraeeasset.com

메디톡스 (086900)

4Q18 실적은 부진했지만 투자포인트는 유효하다

4Q18 Review: 보툴리눔 독신 수출 부진으로 컨센서스 크게 하회

메디톡스는 연결 기준 4Q18 매출액 434억원(-18.0% YoY), 영업이익 159억원(-29.4% YoY)을 기록했다. 이는 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 크게 하회하는 수치다. 실적 악화의 주된 요인은 보툴리눔 독신의 수출이 부진했기 때문이다. 보툴리눔 독신 수출은 전년 동기 대비 63.3% 감소한 91억원으로 2Q16 이후 처음으로 분기 수출액 100억원을 하회했는데, 이는 타이공(보따리상) 단속이 예상보다 길게 지속되고 있기 때문으로 파악된다. 필러는 수출과 내수 매출액이 각각 41.3% YoY, 20.0% YoY 증가하며 높은 성장세가 이어졌다.

영업이익률 역시 36.6%로 부진했는데 이는 수익성 높은 수출의 비중이 감소했음에 기인한다. 하지만 판매관리비가 -10.3% YoY, -13.2% QoQ로 비용통제가 적절히 이루어졌다는 점은 긍정적인 부분이다.

기준 2가지 투자포인트는 여전히 유효

4Q18 실적은 부진했지만 동사에 대한 2가지 투자포인트는 여전히 유효하다. 첫째, 보톡스의 중국 진출이다. 동사는 중국에서 뉴로톡스에 대한 임상3상을 완료하고 18년 2월 판매 허가를 신청했다. 따라서 올해 상반기 내 중국에서 뉴로톡스가 정식으로 허가받을 전망이다. 출시되면 타이공 규제와 무관하게 수출이 이루어질 수 있으며, 이미 중국에서 메디톡스 브랜드에 대한 인지도가 높기에 시장 침투속도는 매우 빠를 것으로 예상된다.

둘째, 미국에서 이노톡스의 임상3상이 순항 중이다. 이노톡스의 판권을 가지고 있는 앨러간은 최근 이노톡스에 대한 4건의 임상3상을 시작했다. 적응증은 미간주름과 눈가주름이며, 전체 환자수는 1,200명, 임상 종료 시점은 4건 모두 21년 1월이다. 환자 모집이 어려운 질환이 아니기에 예정된 시점에 임상이 완료될 가능성은 높다고 판단하며, 앨러간의 목표대로 22년 허가는 무난할 것으로 보인다.

또한 앨러간의 후보물질 중 이노톡스와 시장이 겹칠 것으로 예상됐던 액상형 프리필드시린지 제형(Pre-Filled Syringe, 사전충전 주사기)은 현재 전임상 단계로 확인됐다. 이로써 이노톡스에 대한 불확실성도 상당 부분 해소됐다는 판단이다.

실적 부진이 당분간 이어질 것으로 예상해 목표주가 72만원으로 하향 조정

부진한 보툴리눔 독신 수출을 반영해 목표주가를 기존 800,000원에서 720,000원으로 하향한다. 투자 의견은 '매수'를 유지하는데, ① 보툴리눔 독신의 수출 데이터가 3Q18을 바닥으로 서서히 회복되고 있으며, ② 빠르게 성장하는 중국 보툴리눔 독신 시장에 정식 진출할 날이 머지않았고, ③ 경쟁 제품으로 여겨졌던 앨러간의 액상형 프리필드시린지 제형의 출시가 늦어질 것으로 예상되기 때문이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	89	133	181	205	231	274
영업이익 (십억원)	52	75	90	85	99	121
영업이익률 (%)	58.4	56.4	49.7	41.5	42.9	44.2
순이익 (십억원)	42	59	73	70	82	101
EPS (원)	7,273	10,186	12,602	11,973	14,048	17,399
ROE (%)	43.4	45.4	42.2	30.5	28.0	27.4
P/E (배)	68.6	34.1	37.4	48.3	41.6	33.6
P/B (배)	20.6	10.6	10.7	10.7	8.9	7.2
배당수익률 (%)	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 메디톡스, 미래에셋대우 리서치센터

(십억원, %)

	4Q17	3Q18	4Q18	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	53.0	48.2	43.4	-18.0	-10.0	58.6	54.0
영업이익	22.5	19.2	15.9	-29.4	-17.0	25.2	23.7
opm	42.5	39.7	36.6			43.0	43.9
지배주주순이익	19.3	14.7	15.0	-22.3	1.9	20.7	19.2

표 2. 추정실적 변경내역

(십억원, 원, %, %p)

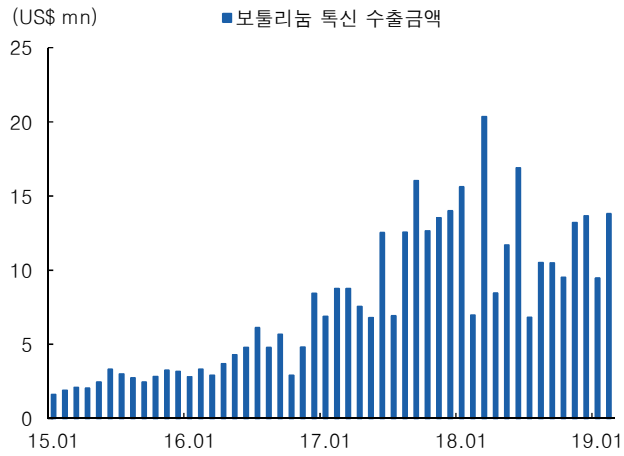
	변경 전		변경 후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	261.4	305.5	231.3	273.7	-11.5	-10.4	수출 부진 반영
영업이익	123.5	144.2	99.4	120.9	-19.6	-16.2	수익성 높은 수출 비중 하락
당기순이익	100.1	118.2	81.6	101.0	-18.5	-14.5	
EPS	17,725	20,924	14,048	17,399	-20.7	-16.8	
BPS	72,213	90,616	65,961	80,888	-8.7	-10.7	
영업이익률	47.3	47.2	43.0	44.2	-4.3	-3.0	
순이익률	38.3	38.7	35.3	36.9	-3.0	-1.8	

그림 1. 엘러간 파이프라인: 임상3상 중인 이노투스와 전임상 중인 프리필드시린지



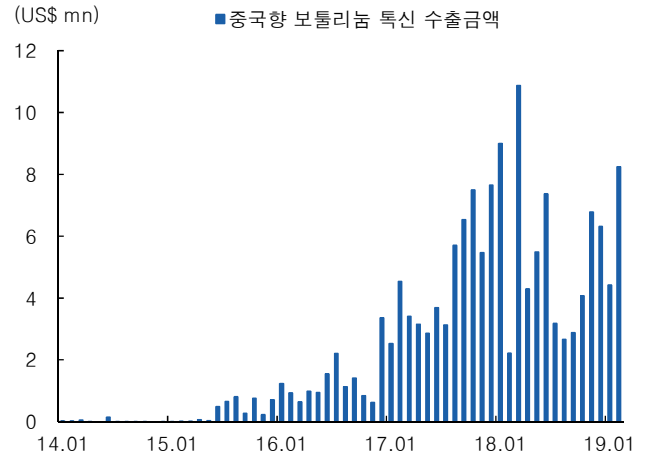
자료: Allergan, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 보툴리눔 독소(추정) 월별 수출금액 추이



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 보툴리눔 독소(추정) 월별 중국향 수출금액 추이



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

메디톡스

4Q18 실적은 부진했지만 투자포인트는 유효하다

메디톡스 (086900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	181	205	231	274
매출원가	35	54	58	68
매출총이익	146	151	173	206
판매비와관리비	56	66	74	85
조정영업이익	90	85	99	121
영업이익	90	85	99	121
비영업손익	-2	0	2	2
금융손익	-2	-2	-1	0
관계기업등 투자손익	-1	1	0	0
세전계속사업손익	88	85	101	123
계속사업법인세비용	15	16	19	22
계속사업이익	73	70	82	101
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	73	70	82	101
지배주주	73	70	82	101
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	72	70	82	101
지배주주	72	70	82	101
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	98	94	108	130
FCF	22	59	70	83
EBITDA 마진율 (%)	54.1	45.9	46.8	47.4
영업이익률 (%)	49.7	41.5	42.9	44.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	40.3	34.1	35.5	36.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	103	126	178	247
현금 및 현금성자산	26	47	89	142
매출채권 및 기타채권	53	51	57	68
재고자산	12	15	17	20
기타유동자산	12	13	15	17
비유동자산	286	292	299	308
관계기업투자등	8	9	10	12
유형자산	184	188	191	195
무형자산	28	30	31	33
자산총계	389	418	477	555
유동부채	137	119	112	105
매입채무 및 기타채무	9	10	11	13
단기금융부채	99	88	80	71
기타유동부채	29	21	21	21
비유동부채	47	36	34	33
장기금융부채	17	7	6	5
기타비유동부채	30	29	28	28
부채총계	184	156	146	138
지배주주지분	200	257	326	413
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	20	20	20	20
이익잉여금	234	292	361	447
비지배주주지분	5	5	5	4
자본총계	205	262	331	417

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	60	69	81	94
당기순이익	73	70	82	101
비현금수익비용가감	32	24	27	29
유형자산감가상각비	7	7	7	7
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	23	15	18	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	-9	-9	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-15	-5	-6	-9
재고자산 감소(증가)	-4	-3	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	0
법인세납부	-7	-16	-19	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-41	-13	-13	-14
유형자산처분(취득)	-38	-10	-11	-11
무형자산감소(증가)	-9	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-1	-2	-3
기타투자활동	4	1	3	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-7	-35	-24	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	15	-21	-9	-10
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-11	-12	-13	-14
기타재무활동	-17	-2	-2	-1
현금의 증가	11	21	42	53
기초현금	16	26	47	89
기말현금	26	47	89	142

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	37.4	48.3	41.6	33.6
P/CF (x)	26.1	36.1	31.3	26.1
P/B (x)	10.7	10.7	8.9	7.2
EV/EBITDA (x)	28.7	35.2	30.5	24.8
EPS (원)	12,602	11,973	14,048	17,399
CFPS (원)	18,098	16,018	18,677	22,421
BPS (원)	44,253	54,157	65,961	80,888
DPS (원)	2,140	2,340	2,540	2,740
배당성향 (%)	15.9	17.8	17.0	14.8
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.5
매출액증가율 (%)	36.1	13.3	12.7	18.6
EBITDA증가율 (%)	22.5	-4.1	14.9	20.4
조정영업이익증가율 (%)	20.0	-5.6	16.5	22.2
EPS증가율 (%)	23.7	-5.0	17.3	23.9
매출채권 회전율 (회)	5.3	4.8	4.8	4.9
재고자산 회전율 (회)	19.6	15.4	14.4	14.8
매입채무 회전율 (회)	16.0	30.2	28.5	28.9
ROA (%)	20.5	17.2	18.2	19.6
ROE (%)	42.2	30.5	28.0	27.4
ROIC (%)	35.7	27.9	30.6	35.5
부채비율 (%)	90.1	59.4	44.3	32.9
유동비율 (%)	75.1	105.4	158.9	235.6
순차입금/자기자본 (%)	39.2	14.5	-4.4	-18.9
조정영업이익/금융비용 (x)	43.7	42.7	58.0	78.7

자료: 메디톡스, 미래에셋대우 리서치센터

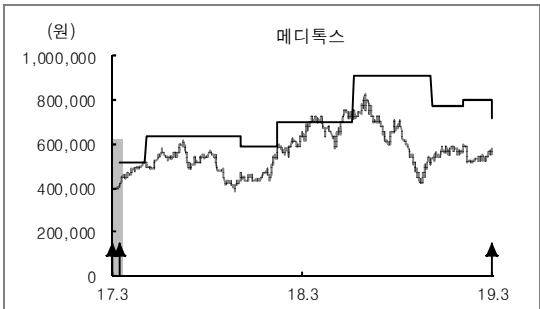
메디톡스

4Q18 실적은 부진했지만 투자포인트는 유효하다

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
메디톡스(086900)				
2019.03.12	매수	720,000	-	-
2019.01.15	매수	800,000	-32.20	-25.11
2018.11.15	매수	778,245	-27.46	-23.88
2018.06.17	매수	914,438	-30.25	-9.20
2018.01.23	매수	700,420	-6.30	7.36
2017.11.14	매수	593,412	-22.03	-6.23
2017.05.15	매수	632,324	-18.20	-1.62
2017.03.28	매수	515,587	-7.74	0.72
2016.08.22	분석 대상 제외		-	-

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 메디톡스 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.