

# 메디톡스(086900)

하회    부합    상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 메디톡스 주가 바닥설

특신 해외매출 부진으로 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회  
 영업이익 증가율은 점진적으로 확대될 전망  
 현 주가는 바닥, 목표주가는 늘어난 유통주식수를 반영하여 4% 하향

## 매수(유지)

목표주가: 740,000원(하향)

### Facts : 특신 해외매출 부진으로 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회

1분기 영업이익은 159억원(-43% YoY, 영업이익률 36%)으로 시장 컨센서스 180억원을 12% 하회했다. 특신 국내매출과 필러 해외매출은 각각 23%, 20% 늘었으나 특신 해외매출이 69% 감소하며 전체매출이 25% 줄었기 때문이다. 1분기 국내 특신수출이 3.4% 증가(미국향 수출 제외 기준)했음에도 해외매출이 감소한 이유는 수출이 국내 중간상인의 재고소진으로 충당되면서 메디톡스로부터의 특신 매입이 급감했기 때문인 것으로 추정한다.

### Stock Data

KOSPI(5/15)	2,093
주가(5/15)	516,000
시가총액(십억원)	3,001
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저(가원)	830,290/425,116
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,743
유통주식비율/외국인지분율(%)	72.1/47.6
주요주주(%)	정현호 외 7 인 21.5
	미래에셋자산운용 외 6 인 5.0

### Pros & cons : 영업이익 증가율은 점진적으로 확대될 전망

1분기 무역통계진흥원 기준 특신수출이 회복했음에도 특신 해외매출이 감소했다는 점은 아쉽다. 그러나 우리는 중간상인의 재고가 현재 모두 소진된 것으로 추정한다. 또한 4월 특신수출도 미국향 수출 제외 기준으로 전년대비 134%나 늘어났기 때문에 메디톡스의 특신 해외매출은 2분기부터 본격적으로 회복할 전망이다. 이에 따라 영업이익 증가율은 1분기 -43%에서 2분기 21%, 3분기 31%, 4분기 100%로 확대될 것으로 예상된다.

### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	48.0	36.3	29.2
PBR(x)	10.9	8.0	6.5
ROE(%)	31.5	28.4	27.8
DY(%)	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(x)	32.2	25.1	19.6
EPS(원)	12,031	14,230	17,662
BPS(원)	53,127	64,673	79,068

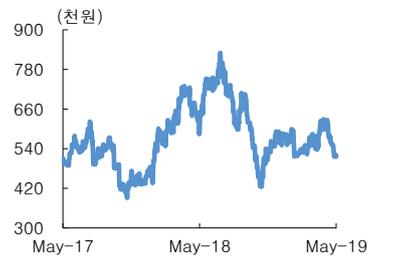
### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.2)	(3.4)	(12.9)
KOSDAQ 대비(%p)	(11.4)	(10.5)	2.5

### Action : 나쁜 일은 주가에 반영됐고 좋은 일만 남았으니 주가는 바닥

1분기 부진한 실적이 예상됐던 가운데 특신 중국승인 예상시점이 6월에서 하반기로 지연되었으며 대표이사의 국세청 조사, 경쟁사와의 분쟁 등의 이슈가 부각되면서 지난 한 달간 메디톡스의 주가는 16% 하락했다. 그러나 우리는 메디톡스의 현 주가가 바닥권에 진입한 것으로 판단하여 매수의견을 유지한다. 2분기부터는 영업이익도 점진적으로 개선되는 가운데 중국승인에 대한 기대감도 하반기로 갈수록 다시 부각될 것이기 때문이다. 최근 회사는 중국 등의 향후 수요에 대응하기 위해 지난 9일 4공장 증설을 위한 설비투자(477억원)를 결정한 바 있다. 또한 회사는 지난 13일 100억원의 자사주 매입을 결정하며 현재 논란이 되고 있는 이슈들을 정면돌파할 수 있다는 자신감을 표출했다는 점도 주목할 만하다. 1분기 158천주의 주식배당으로 유통주식수가 5,285천주에서 5,443천주로 늘어났음을 반영하여 목표주가를 74만원으로 4% 하향한다.

### 주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	58.8	55.0	48.2	43.4	44.3	2.1	(24.7)	47.5
영업이익	27.8	22.6	19.2	15.9	15.9	0.0	(42.8)	17.8
영업이익률(%)	47.3	41.1	39.8	36.6	35.9			37.5
세전이익	27.3	23.9	18.6	15.3	16.5	7.8	(39.6)	15.3
순이익	21.6	18.3	14.8	15.3	13.6	(11.1)	(37.0)	11.2

자료: 한국투자증권

<표 2> 메디톡스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>59</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>66</b>	<b>59</b>	<b>65</b>	<b>205</b>	<b>234</b>	<b>274</b>
YoY	45.3	15.8	19.7	(18.0)	(24.7)	19.2	22.5	50.8	13.4	14.1	17.1
수출비중	66.0	70.8	58.5	67.4	70.1	67.0	64.0	56.4	64.9	65.3	71.8
보툴리눔 독신-내수	11	12	11	12	13	15	14	15	46	56	62
보툴리눔 독신-수출	28	23	17	9	9	28	23	27	77	86	122
HA 필러-내수	4	4	4	4	4	4	4	4	16	16	15
HA 필러-수출	13	14	14	15	16	16	17	18	56	67	73
마일스톤&기타	3	2	2	2	3	3	2	2	10	9	2
<b>영업이익</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>127</b>
YoY	31.4	(14.3)	13.1	(29.3)	(42.9)	20.7	31.2	100.5	(1.7)	17.2	26.6
영업이익률	47.3	41.1	39.7	36.6	35.9	41.6	42.5	48.7	41.6	42.7	46.2
<b>당기순이익</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>106</b>
YoY	27.5	(10.8)	11.3	(21.2)	(37.1)	22.2	40.4	70.6	(0.2)	18.3	27.7
순이익률	36.8	33.3	30.6	35.2	30.7	34.1	35.1	39.8	34.1	35.3	38.5

자료: 한국투자증권

<표 3> 목표주가 산출내역(수정 후)

(단위: 십억원, 배)

<b>본업가치</b>	<b>1,779</b>
2018/2019F 순이익	83
목표 PER	21.5
<b>파이프라인 가치</b>	<b>2,255</b>
China	1,062
US+EU	620
이노투스	574
<b>Target value</b>	<b>4,035</b>
유통주식수(천주)	5,443,738
<b>목표주가(원)</b>	<b>741,128</b>

자료: 한국투자증권

<표 4> 목표주가 산출내역(수정 전)

(단위: 십억원, 배)

<b>본업가치</b>	<b>1,808</b>
2018/2019F 순이익	84
목표 PER	21.5
<b>파이프라인 가치</b>	<b>2,236</b>
China	1,054
US+EU	613
이노투스	569
<b>Target value</b>	<b>4,043</b>
유통주식수(천주)	5,285,183
<b>목표주가(원)</b>	<b>766,598</b>

자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

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

**재무상태표**

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	103	116	194	290	351
현금성자산	26	19	99	195	231
매출채권및기타채권	53	64	63	62	75
재고자산	12	22	21	21	23
비유동자산	278	279	275	270	330
투자자산	13	18	20	24	39
유형자산	184	182	173	165	165
무형자산	20	21	22	23	56
자산총계	381	395	469	560	682
유동부채	137	111	106	95	146
매입채무및기타채무	12	10	3	3	4
단기차입금및단기사채	60	69	69	59	49
유동성장기부채	39	15	10	5	0
비유동부채	47	27	28	30	(11)
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	17	0	28	30	30
부채총계	184	138	134	125	135
지배주주지분	192	253	331	431	542
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	20	24	24	24	24
기타자본	(57)	(56)	(58)	(59)	(59)
이익잉여금	226	284	364	464	576
비지배주주지분	5	5	5	5	5
자본총계	197	257	335	435	547

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	57	55	109	130	186
당기순이익	70	70	83	106	117
유형자산감가상각비	7	13	15	15	16
무형자산상각비	2	3	3	3	7
자산부채변동	(38)	(43)	1	4	49
기타	16	12	7	2	(3)
투자활동현금흐름	(38)	(16)	(13)	(14)	(131)
유형자산투자	(38)	(8)	(6)	(7)	(16)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	0	(5)	(1)	(1)	(12)
무형자산순증	(6)	(4)	(4)	(4)	(40)
기타	6	0	(2)	(2)	(63)
재무활동현금흐름	(7)	(46)	(15)	(20)	(20)
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	19	(32)	24	(13)	(15)
배당금지급	(11)	(12)	(5)	(5)	(5)
기타	(18)	(2)	(34)	(2)	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	11	(7)	80	96	35

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	181	205	234	274	329
매출원가	35	54	63	64	87
매출총이익	147	151	171	211	242
판매관리비	60	66	71	84	103
영업이익	87	85	100	127	139
금융수익	7	3	3	3	3
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	8	4	1	1	1
이자비용	2	2	1	0	0
기타영업외손익	0	(1)	(4)	(2)	(3)
관계기업관련손익	(1)	2	2	2	4
세전계속사업이익	85	85	100	129	142
법인세비용	15	15	18	23	26
연결당기순이익	70	70	83	106	117
지배주주지분순이익	70	70	83	106	117
기타포괄이익	(1)	(2)	0	0	0
총포괄이익	69	68	83	106	117
지배주주지분포괄이익	69	68	83	106	117
EBITDA	95	102	118	145	162

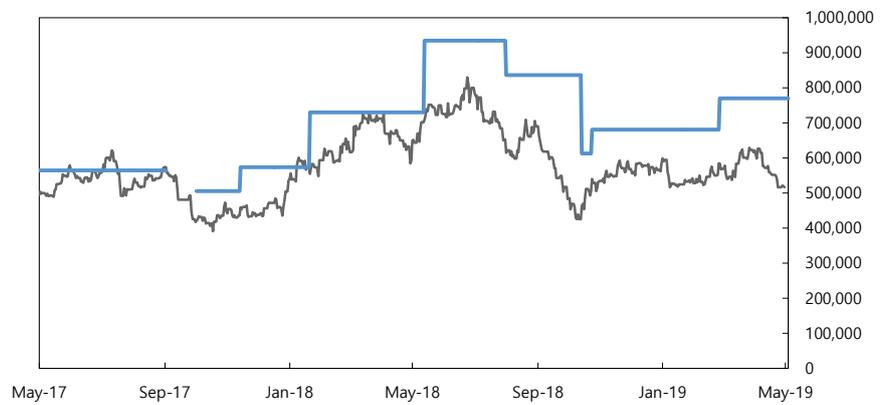
**주요투자지표**

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	12,056	12,031	14,230	17,662	20,130
BPS	42,845	53,127	64,673	79,068	94,382
DPS	2,140	875	875	875	875
성장성(% YoY)					
매출증가율	36.0	13.4	14.1	17.1	20.0
영업이익증가율	15.7	(1.7)	17.2	26.6	9.6
순이익증가율	18.4	(0.2)	18.3	27.7	10.2
EPS증가율	18.4	(0.2)	18.3	24.1	14.0
EBITDA증가율	19.2	6.6	15.9	23.0	12.3
수익성(%)					
영업이익률	48.0	41.6	42.7	46.2	42.2
순이익률	38.7	34.1	35.3	38.5	35.4
EBITDA Margin	52.5	49.4	50.2	52.7	49.3
ROA	19.9	18.0	19.1	20.5	18.8
ROE	41.3	31.5	28.4	27.8	24.0
배당수익률	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	16.6	6.8	5.9	4.8	4.5
안정성					
순차입금(십억원)	80	56	(1)	(110)	(171)
차입금/자본총계비율(%)	59.1	32.7	32.1	21.7	14.5
Valuation(X)					
PER	39.1	48.0	36.3	29.2	25.6
PBR	11.0	10.9	8.0	6.5	5.5
EV/EBITDA	29.1	32.2	25.1	19.6	17.1



투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
메디톡스 (086900)	2016.08.10	매수	564,228원	-21.7	10.3
	2017.08.10	1년경과		-5.1	1.7
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	505,859원	-14.7	-6.5
	2017.11.29	매수	573,956원	-14.2	4.6
	2018.02.05	매수	729,605원	-10.7	0.0
	2018.05.28	매수	933,894원	-21.1	-11.1
	2018.08.16	매수	836,613원	-29.9	-15.3
	2018.10.29	매수	612,868원	-20.2	-16.5
	2018.11.08	매수	680,964원	-18.8	-12.0
	2019.03.13	매수	770,000원	-25.3	-18.3
	2019.05.16	매수	740,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 16일 현재 메디톡스 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 메디톡스 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.