

메디톡스 (086900)

홍기혜 kahye.hong@daishin.com
 한승협 songhyeop.han@daishin.com

투자이전 BUY
 매수, 유지

6개월 목표주가 700,000
 하향

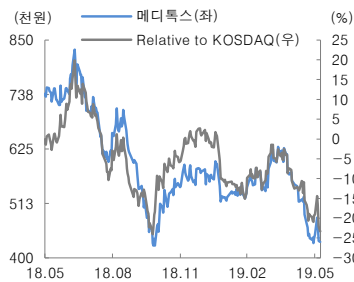
현재주가 438,500
 (19.06.10)

제약업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	721.14
시가총액	2,550십억원
시가총액비중	1.06%
자본금(보통주)	3십억원
52주 최고/최저	830,290원 / 425,116원
120일 평균거래대금	192억원
외국인지분율	44.69%
주요주주	정현호 외 7 인 21.53%
	미래에셋자산운용 외 6 인 5.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.0	-20.2	-21.6	-39.3
상대수익률	-14.9	-18.6	-27.1	-26.1



뉴로독스 허가를 기다리며

투자이전 매수 유지, 목표주가 700,000으로 하향(-8.6%)

- 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 12mF 순이익 899억원에 Target PER 30배(바이오뷰티 Peer 대비 30% 할증) 적용. 파이프라인의 가치는 이노톡스, 뉴로독스 의 rNPV인 8,035억원, 5,440억원을 합산
- 중국 허가 예상 시점 변경(3Q19)을 반영하여 뉴로독스 rNPV를 5,440억원(기준 7,385억원)으로 변경하여 목표주가 하향 조정하나 현 주가는 최근 노이즈에 대한 우려가 반영된 주가 수준으로 판단. 실적 개선 확인 및 뉴로독스 중국 허가 시 반등 기대

특신 경쟁력 강화

- 성장 잠재력 높은 중국 시장 진출: 뉴로독스는 중국 식약청(NMDA)에서 최종 서류 심사 단계 진행 중. 중국 시판허가는 3Q19 예상. 예상대로 시판허가 시 선진국 대비 경쟁강도가 낮으면서 성장 여력은 높은 중국 시장에 진출, 빠른 점유율 확대 기대
- 차세대 제형으로 중장기 성장 동력 확보: 코어톡스 국내 점유율 확대 및 MIX 개선을 통한 수익성 증가 예상. 액상형 이노톡스는 2022년 미국 허가 기대

수출 회복이 견인하는 실적 개선 시작

- 2Q19 연결 매출액 581억원(YoY+5.7%), 영업이익 246억원(YoY+8.6%, OPM 42.3%) 전망. 2분기부터 수출 도매상의 재고가 소진되면서 특신 수출 회복 기대
- 수출 회복 본격화로 2019년 수출 1,554억원(YoY+16.5%), 내수 663억원(YoY+7.0%) 전망. 특신 1,417억원(YoY+14.9%, 비중 64%), 필러 800억원(YoY+11.0%, 비중 36%)의 고른 회복 기대. 2019년 연결 매출액 2,322억원(YoY+13.0%), 영업이익 1,008억(YoY+17.9%, OPM 43.4%) 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	181	205	232	270	319
영업이익	87	85	101	119	140
세전순이익	85	85	104	121	141
총당기순이익	70	70	85	99	115
지배지분순이익	70	70	85	99	115
EPS	12,056	12,031	14,653	17,034	19,845
PER	39.1	48.0	29.9	25.7	22.1
BPS	32,958	43,437	57,596	73,800	92,815
PBR	14.3	13.3	7.5	5.8	4.6
ROE	41.3	31.5	29.0	25.9	23.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 메디톡스, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 메디톡스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	환산 가치	비고
영업가치	2,698	- 메디톡스 12Fwd 순이익:899억원 - Target PER:30배 적용
비영업가치(신약가치)	1,348	
이노투스	804	
중국 뉴로녹스	544	
순차입금	-31	
기업가치	4,077	
전체 주식수	5,815,090	
목표 주가 (원)	701,125	

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 메디톡스 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	58.8	55.0	48.2	43.4	44.3	58.1	60.4	69.5	181.2	205.4	232.2	270.3
영업이익	27.8	22.6	19.2	15.9	15.8	24.6	25.9	34.5	87.0	85.5	100.8	119.5
세전이익	27.3	23.9	18.6	15.3	16.5	25.3	26.7	35.3	85.2	85.1	103.9	120.7
당기순이익	21.6	18.2	14.7	15.2	13.6	20.8	21.9	28.9	70.0	69.8	85.2	99.1
증감률 (YoY %)												
매출액	45.3	15.8	19.7	-18.0	-24.8	5.7	25.2	60.0	36.0	13.4	13.0	16.4
영업이익	31.4	-14.3	13.1	-29.3	-43.3	8.6	35.5	117.1	15.7	-1.7	17.9	18.5
당기순이익	27.2	-11.0	11.3	-21.1	-37.1	13.9	48.9	90.0	18.2	-0.3	22.1	16.3
수익성 (%)												
영업이익률	47.3	41.1	39.7	36.6	35.7	42.3	42.9	49.7	48.0	41.6	43.4	44.2
세전이익률	46.4	43.4	38.6	35.2	37.4	43.6	44.2	50.8	47.0	41.4	44.7	44.7
순이익률	36.7	33.2	30.5	35.1	30.7	35.8	36.3	41.7	38.6	34.0	36.7	36.7

주: 연결 기준

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 뉴로녹스 가치 산정

(단위: 백만 달러)

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
중국 보툴리눔 시장(미용용)	276	304	349	419	503	603	724	869	1,042	1,251	1,501	1,801
YoY(%)	5%	10%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
가격할인율(%)	15%	15%	20%	20%	20%	25%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
뉴로녹스 M/S	0%	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
총매출액	0	13	28	50	60	68	76	91	109	131	158	189
메디톡스 매출액	0	10	22	40	48	54	61	73	88	105	126	151
메디톡스 매출액(Risk-adjusted)	0	9	20	36	43	49	55	66	79	95	113	136
순매출액	0	8	17	31	37	42	47	56	67	80	96	116
현금흐름 현재가치	0	7	15	24	27	28	29	33	36	40	45	50
성공확률	90%											
할인율	8%											
현금흐름 현재가치 합	240											
영구성장률	-1%											
Terminal value	447											
Terminal value 현재가치 합	241											
시장가치	481											
시장가치(십억원)	544											

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	181	205	232	270	319
매출원가	35	54	58	66	80
매출총이익	147	151	174	204	239
판매비외관리비	60	66	74	85	99
영업이익	87	85	101	119	140
영업이익률	48.0	41.6	43.4	44.2	43.9
EBITDA	95	102	115	133	153
영업외손익	-2	0	3	1	1
관계기업손익	-1	2	1	1	2
금융수익	7	3	5	4	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-4	-3	-4	-5
외환관련손실	2	1	1	1	1
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	85	85	104	121	141
법인세비용	-15	-15	-19	-22	-25
계속사업순손익	70	70	85	99	115
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	70	70	85	99	115
당기순이익률	38.6	34.0	36.7	36.7	36.2
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	70	70	85	99	115
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	-1	-1
포괄순이익	69	68	81	92	101
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	69	68	81	92	101

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	12,056	12,031	14,653	17,034	19,845
PER	39.1	48.0	29.6	25.4	21.8
BPS	32,958	43,437	57,596	73,800	92,815
PBR	14.3	13.3	7.4	5.8	4.6
EBITDAPS	16,377	17,460	19,845	22,940	26,345
EV/EBITDA	29.7	32.8	21.6	18.1	15.1
SPS	31,167	35,330	39,936	46,478	54,789
PSR	15.1	16.4	10.8	9.3	7.9
CFPS	17,558	19,401	22,030	25,135	28,541
DPS	2,140	875	875	875	875

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	36.0	13.4	13.0	16.4	17.9
영업이익 증가율	15.7	-1.7	17.9	18.5	17.1
순이익 증가율	18.2	-0.3	22.1	16.3	16.5
수익성					
ROIC	35.3	28.0	30.4	35.2	39.6
ROA	24.7	22.0	23.3	22.8	22.0
ROE	41.3	31.5	29.0	25.9	23.8
안정성					
부채비율	93.8	53.6	38.3	31.7	26.7
순차입금비율	39.8	21.6	-9.2	-26.7	-38.7
이자보상배율	42.2	45.7	67.2	47.8	37.3

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	103	116	206	314	438
현금및현금성자산	26	19	99	193	297
매출채권 및 기타채권	53	64	71	82	97
재고자산	12	22	24	28	33
기타유동자산	12	11	11	10	10
비유동자산	278	279	266	262	259
유형자산	184	182	177	173	169
관계기업투자금	8	10	12	14	17
기타비유동자산	85	87	77	75	73
자산총계	381	395	472	576	697
유동부채	137	111	104	112	120
매입채무 및 기타채무	12	10	10	11	11
차입금	60	69	77	84	92
유동상채무	39	15	0	0	0
기타유동부채	26	17	17	17	17
비유동부채	47	27	27	27	27
차입금	15	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	32	27	27	27	27
부채총계	184	138	130	139	147
자배자분	192	253	335	429	540
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	20	24	24	24	24
이익잉여금	226	284	364	458	569
기타자본변동	-57	-57	-56	-56	-56
비지배자분	5	5	6	8	10
자본총계	197	257	341	437	550
순차입금	78	56	-31	-117	-213

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57	55	90	99	110
당기순이익	70	70	85	99	115
비현금항목의 가감	32	43	43	47	51
감가상각비	8	16	15	14	13
외환손익	-5	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	1	-2	-1	-1	-2
기타	28	28	30	35	39
자산부채의 증감	-38	-43	-19	-24	-28
기타현금흐름	-7	-14	-19	-23	-28
투자활동 현금흐름	-38	-16	-1	-9	-10
투자자산	-6	-5	6	-2	-3
유형자산					-38
기타	6	-3	1	1	1
재무활동 현금흐름	-7	-46	-13	2	2
단기차입금	24	8	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-12	-5	-5	-5
기타	-20	-42	-16	-1	-1
현금의 증감	11	-7	80	93	104
기초 현금	16	26	19	100	193
기말 현금	26	19	100	193	297
NOPLAT	71	70	83	98	115
FCF	36	74	89	103	120

자료: 메디톡스, 대신증권 Research&Strategy 본부