

메디톡스 (086900/KQ)

Attention(feat. 뉴릭스)

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 390,000 원(하향)

현재주가: 221,000 원

상승여력: 76.5%



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	730 만주
시가총액	1,613 십억원
주요주주	
정현호(외8)	18.36%
자사주	7.79%

Stock Data

주가(24/01/17)	221,000 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	307,500 원
52주 최저가	128,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 뉴릭스 출시 효과는 긍정적. 다만 소송 비용 이슈는 ing...

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 666 억원(+27.4% YoY, 이하 YoY 생략), 114 억원(-29.9%, OPM 17.1%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치 대비 매출액은 부합, 영업이익은 약 20% 하회하겠으나, 최근 하향 조정된 컨센서스에는 부합한 실적이 예상된다. 매출액은 국내 '뉴릭스' 출시 효과에 따른 특신 내수 매출 호조로 긍정적이거나, 영업이익은 높은 수준의 소송 비용 반영이 지속됨에 따라 부정적 영향이 불가피할 전망이다.

1) 특신 매출액은 395 억원(+50.9%)을 전망한다. 계절적 성수기에 따른 내수 및 수출 매출의 고른 성장이 기대되는 가운데 지난 12 월 국내에서 출시된 뉴릭스 매출이 일부 가세함에 따라 내수 매출은 전년동기대비 100% 이상의 성장이 기대된다. 2) 필러 매출액은 199 억원(-3.5%)을 추정한다. 전분기에 이은 내수 및 수출 성장세는 지속 중인 것으로 파악된다. 3) 3Q23 반영된 ITC 관련 일회성 소송 비용 이슈는 4Q23 해소된 것으로 파악된다. 하지만 현재 엘러간과 진행 중인 ICC 국제 중재사건에 따른 소송 비용은 3Q23 부터 반영이 본격화, 4Q23 실적에도 높은 수준 반영된 것으로 판단된다. 관련 비용 반영으로 영업이익률은 당초 추정치인 22.1% 대비 약 5%p 하회한 17.1%를 기록할 것으로 예상된다.

2024년 뉴릭스가 매출 성장의 핵심. 소송 및 미국 직판 비용은 변수

2024년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2,522 억원(+14.8%), 342 억원(+29.8%, OPM 13.5%)으로 추정한다. 해당 추정치는 뉴릭스의 국내 출시 효과만을 반영했으며, 보수적 추정을 위해 해외 뉴릭스 출시 효과는 반영하지 않았다. 2024년 실적은 상반기 뉴릭스 국내 출시 효과에 따른 내수 특신 매출 성장이 이어지는 가운데 이르면 하반기 중 뉴릭스의 해외 허가 및 출시가 이뤄질 경우 본격적인 실적 고성장이 가능할 전망이다. 비용 측면에서는 엘러간과의 ICC 국제 중재사건 소송을 비롯한 국내외 소송 비용 이슈, 2025년 출시가 기대되는 MT10109L 미국 직판 관련 비용 증가가 변수가 될 전망이다.

뉴릭스 해외 출시를 기점으로 해소될 밸류 부담. 소송 결과들도 주목

목표주가는 보수적 2024년 실적 추정을 반영해 39만원으로 하향한다. 현 주가는 2024년 예상 PER 60배 이상에서 거래 중으로 밸류에이션은 다소 부담스러우나 이는 뉴릭스의 해외 진출 본격화 시 해소될 전망이다. 또한 2024년에는 ITC 판결, 민사 2심 판결 등 주요 소송 결과들도 확인이 가능할 예정인 만큼 해당 결과에 따라 추가적인 업사이드도 기대 가능하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	141	185	195	220	252	301
영업이익	십억원	-37	34	47	26	34	67
순이익(지배주주)	십억원	-30	94	37	21	28	55
EPS	원	-4,229	12,657	4,953	2,660	3,633	6,519
PER	배	-37.9	10.9	25.8	90.6	60.8	33.9
PBR	배	3.5	2.1	1.8	3.4	3.0	3.1
EV/EBITDA	배	-61.7	18.0	15.4	44.7	36.6	21.5
ROE	%	-11.8	29.4	8.9	4.6	6.0	11.0

메디톡스 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	66.6	52.3	274	58.7	13.5	65.5	1.7	65.2	2.1
영업이익	11.4	16.3	(29.9)	3.6	219.4	12.4	(7.5)	14.4	(20.6)
세전이익	10.2	2.4	324.3	3.4	197.4	13.1	(22.2)	13.1	(21.9)
(지배주주)순이익	8.8	(0.5)	흑전	(2.3)	흑전	10.2	(13.9)	11.2	(21.9)
영업이익률	17.1	31.2		6.1		18.9		22.1	
순이익률	13.2	(0.9)		(4.0)		15.6		17.2	

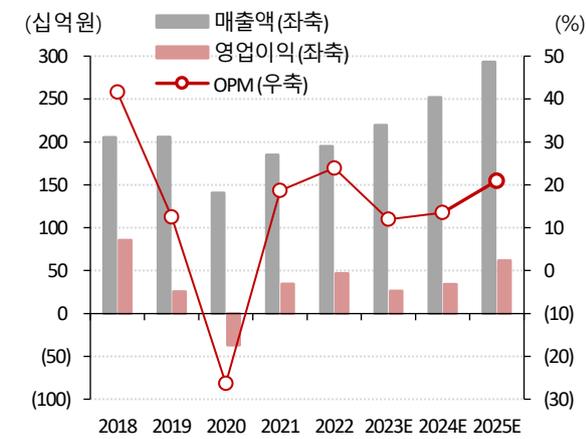
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

메디톡스 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	39.8	49.8	53.3	52.3	42.7	51.8	58.7	66.6	195.1	219.7	252.2
YoY	24.9	13.2	(23.7)	33.3	7.3	4.1	10.0	27.4	5.5	12.6	14.8
특신	17.2	23.4	27.9	26.2	16.6	27.9	33.8	39.5	94.7	117.8	144.0
YoY	36.5	25.8	62.2	78.2	(3.5)	19.2	21.1	50.9	50.1	24.4	22.2
내수	11.3	10.0	13.1	9.9	5.0	15.0	17.1	20.8	44.3	57.9	81.0
수출	5.9	13.4	14.8	16.3	11.6	12.9	16.7	18.7	50.4	59.9	62.9
필러	16.1	17.5	18.6	20.6	20.1	17.3	18.1	19.9	72.8	75.4	80.0
YoY	16.7	18.2	64.6	19.8	24.8	(1.1)	(2.7)	(3.5)	27.5	3.6	6.1
내수	3.4	4.5	3.5	4.3	4.3	4.0	4.1	4.7	15.7	17.1	18.8
수출	12.7	13.0	15.1	16.3	15.8	13.3	14.0	15.2	57.1	58.3	61.2
기타 및 마일스톤	6.5	8.9	6.8	5.5	6.0	6.6	6.8	7.2	27.6	26.5	28.2
매출총이익	24.7	32.1	34.9	34.7	24.3	32.6	37.6	41.6	126.4	136.2	159.3
YoY	51.1	56.0	(31.6)	94.1	(1.6)	1.9	7.5	19.9	19.4	7.7	17.0
GPM	62.1	64.4	65.5	66.4	56.9	63.0	64.1	62.5	64.8	62.0	63.2
영업이익	5.5	10.4	14.5	16.3	1.8	9.6	3.6	11.4	46.7	26.3	34.2
YoY	흑전	134.3	(57.2)	2,802.4	(0.7)	(8.0)	(75.4)	(29.9)	35.3	(43.6)	29.8
OPM	13.8	20.9	27.2	31.2	4.1	18.4	6.1	17.1	23.9	12.0	13.5
세전이익	5.3	24.2	17.6	2.4	6.6	9.2	3.4	10.2	49.5	29.4	35.8
YoY	(92.6)	(42.9)	(49.0)	흑전	23.5	(61.9)	(80.5)	324.3	(61.4)	(40.6)	21.8
(지배주주)순이익	5.0	19.2	13.2	(0.5)	5.6	8.6	(2.3)	8.8	37.0	20.6	28.1
YoY	(92.7)	(46.3)	(16.1)	적지	2.6	(57.2)	적전	흑전	(60.7)	(44.4)	36.6
NPM	12.7	38.7	24.8	(0.9)	13.0	16.5	(4.0)	13.2	19.0	9.4	11.1

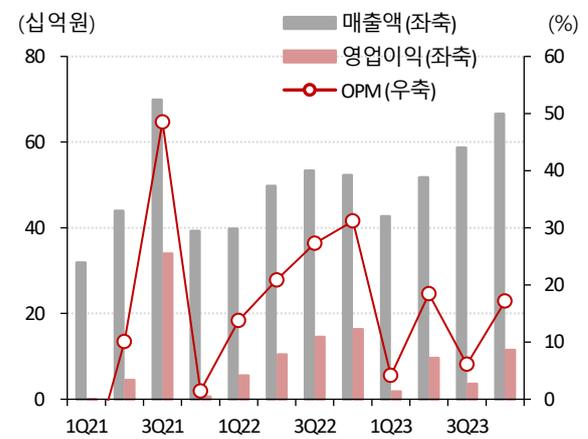
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



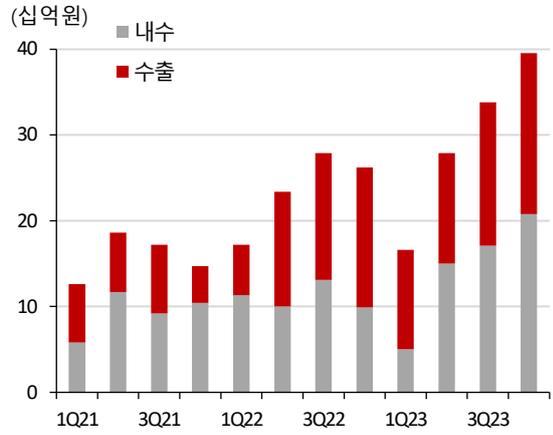
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



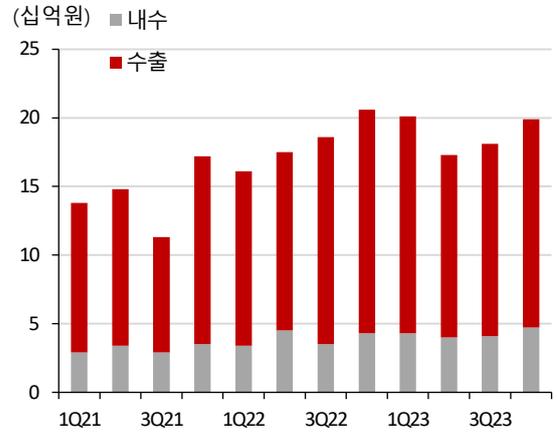
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

특신 매출 추이 및 전망



자료: 메디톡스, SK 증권 추정

필러 매출 추이 및 전망



자료: 메디톡스, SK 증권 추정

메디톡스 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원)		비고
1. 영업가치 (A*B)	852.2	
A. 메디톡스 2024F EBITDA	48.9	
B. Target EV/EBITDA	17.4	휴젤 최근 4개년(2019~2022년) 평균 EV/EBITDA 적용
2. 비영업가치 (C+D+E+F+G)	2,066.5	
C. MT10109L(미국, 중동)	2,002.3	BLA 제출 감안 성공확률(81.0%) 적용
D. 뉴릭스(미국)	-	보수적으로 가치 산정에서 제외
E. 뉴로녹스(중국)	-	보수적으로 가치 산정에서 제외
F. Evolus 지분가치	35.6	현 시가총액에 지분율(8.91%) 적용. 30% 할인
G. AEON 지분가치	28.6	장부가액 기준
3. 순차입금	65.0	2024년 말 추정치 기준
4. 보통주주식수	7,298	
5. 적정주가 산출	390,000	
6. 현재 주가	221,000	2024년 1월 17일 종가
7. 상승여력	76.5%	

자료: Quantwise, SK 증권 추정

메디톡스 보툴리눔 독신 제품 개요

제품명	판매 용량(유닛)	적응증	특징
메디톡신	50, 100, 150, 200	경부근긴장이상, 눈가주름, 미간주름, 안검경련, 뇌졸중후 상지경직, 소아 뇌성마비환자의 침착기형	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 동결건조한 백색분말이 충전된 주사제 - 최초로 국산화에 성공한 보툴리눔 독신 A형 제품 - 사람혈청알부민과 염화나트륨을 함유
이노톡스	25, 50, 100	미간주름	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 무색투명한 액이 충전된 주사제 - 희석과정 없이 곧바로 시술이 가능해 편의성과 시술이 안정성을 높임 - 단백질로 구성된 보툴리눔 독신의 구조적 안정성을 개선시켜 효과의 지속기간 증가 - 보툴리눔 독신에서 효능에 관여하지 않는 비독소 단백질을 제거, 신경독소만을 정제해 항체 형성에 따른 내성 발현으로 제품의 지속성이 감소하는 효과를 개선 - 사람혈청알부민을 안정화제로 사용하지 않아 혈액유래 병원균과 전염성 미생물에 감염될 수 있는 가능성 감소
코어톡스	100	미간주름, 뇌졸중후 상지경직	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 동결건조한 백색분말이 충전된 주사제 - 보툴리눔 독신에서 효능에 관여하지 않는 비독소 단백질을 제거, 신경독소만을 정제해 항체 형성에 따른 내성 발현으로 제품의 지속성이 감소하는 효과를 개선 - 사람혈청알부민을 안정화제로 사용하지 않아 혈액유래 병원균과 전염성 미생물에 감염될 수 있는 가능성 감소
뉴릭스	100	미간주름	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 동결건조한 백색분말이 충전된 주사제 - 개선된 최신 공정을 적용해 불순물에 의한 오염 가능성을 낮춤 - 균주 배양 과정에서 비동물성 배지만 사용, 화학물질 처리 과정을 원천 배제하여 독소 단백질의 변성을 최소화함으로써 제품 안정성 높임

자료: 메디톡스, SK 증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	161	135	132	132	160
현금및현금성자산	72	21	4	1	18
매출채권 및 기타채권	41	52	46	49	53
재고자산	33	53	63	61	64
비유동자산	417	461	449	457	471
장기금융자산	102	122	103	105	107
유형자산	206	209	206	205	206
무형자산	12	26	27	29	30
자산총계	578	596	581	589	631
유동부채	108	135	96	85	81
단기금융부채	78	101	66	56	50
매입채무 및 기타채무	12	13	12	11	14
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	66	27	20	20	20
장기금융부채	55	22	19	19	19
장기매입채무 및 기타채무	8	5	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	174	163	116	105	101
지배주주지분	399	428	459	479	524
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	114	113	113	113	113
기타자본구성요소	-81	-96	-77	-77	-77
자기주식	-89	-106	-88	-88	-88
이익잉여금	364	401	414	433	479
비지배주주지분	4	6	5	5	5
자본총계	404	434	465	484	529
부채와자본총계	578	596	581	589	631

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	26	30	42	66
당기순이익(손실)	93	37	21	28	55
비현금성항목등	-29	37	26	25	32
유형자산감가상각비	15	13	13	13	13
무형자산상각비	3	2	2	2	2
기타	-47	22	12	10	17
운전자본감소(증가)	-30	-30	-8	-3	-6
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	-23	6	-3	-4
재고자산의감소(증가)	1	-19	-11	2	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	1	-2	-0	2
기타	-36	12	-2	-1	-1
법인세납부	-18	-19	-9	-8	-15
투자활동현금흐름	-25	-35	18	-24	-30
금융자산의감소(증가)	-6	0	19	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-16	-10	-10	-12	-13
무형자산의감소(증가)	-4	-15	-3	-3	-4
기타	2	-10	11	-8	-12
재무활동현금흐름	-23	-24	-31	-21	-18
단기금융부채의증가(감소)	-19	-13	-35	-10	-6
장기금융부채의증가(감소)	-1	-1	-3	0	0
자본의증가(감소)	65	-1	0	0	0
배당금지급	0	-8	-8	-9	-10
기타	-69	-1	15	-3	-2
현금의 증가(감소)	28	-51	-16	-3	17
기초현금	44	72	21	4	1
기말현금	72	21	4	1	18
FCF	1	16	20	31	53

자료 : 메디톡스, SK증권 추정

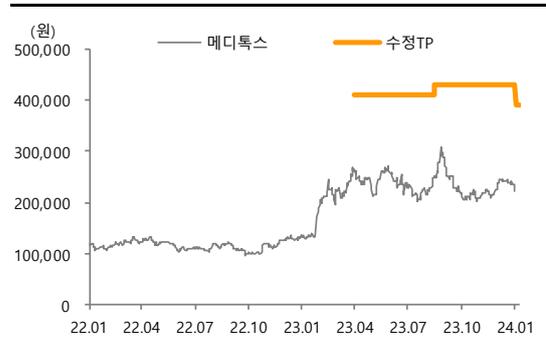
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	185	195	220	252	301
매출원가	79	69	84	93	108
매출총이익	106	126	136	159	193
매출총이익률(%)	57.3	64.8	62.0	63.2	64.2
판매비와 관리비	71	80	110	125	126
영업이익	34	47	26	34	67
영업이익률(%)	18.7	23.9	12.0	13.5	22.3
비영업손익	94	3	3	2	3
순금융손익	-4	-2	-3	-3	-2
외환관련손익	2	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-3	-4	-3	-3
세전계속사업이익	128	50	29	36	70
세전계속사업이익률(%)	69.4	25.4	13.4	14.2	23.4
계속사업법인세	35	13	9	8	15
계속사업이익	93	37	21	28	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	93	37	21	28	55
순이익률(%)	50.4	18.8	9.3	11.1	18.2
지배주주	94	37	21	28	55
지배주주귀속 순이익률(%)	50.9	19.0	9.4	11.1	18.4
비지배주주	-1	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	96	51	21	28	55
지배주주	97	50	20	28	54
비지배주주	-1	1	0	0	1
EBITDA	53	62	41	49	82

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	31.3	5.5	12.6	14.8	19.4
영업이익	흑전	35.3	-43.6	29.8	96.2
세전계속사업이익	흑전	-61.4	-40.6	21.8	96.4
EBITDA	흑전	17.1	-33.5	19.0	67.7
EPS	흑전	-60.9	-46.3	36.6	79.5
수익성 (%)					
ROA	17.8	6.2	3.5	4.8	9.0
ROE	29.4	8.9	4.6	6.0	11.0
EBITDA마진	28.5	31.7	18.7	19.4	27.2
안정성 (%)					
유동비율	149.1	99.9	137.1	155.3	196.1
부채비율	43.1	37.5	25.0	21.7	19.2
순차입금/자기자본	11.8	21.9	15.6	13.4	7.8
EBITDA/이자비용(배)	11.0	26.7	11.7	18.2	33.7
배당성향	0.0	21.7	37.9	30.3	17.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,657	4,953	2,660	3,633	6,519
BPS	65,707	71,508	70,687	73,219	72,139
CFPS	15,111	6,975	4,567	5,532	8,276
주당 현금배당금	0	958	1,100	1,200	1,300
Valuation지표 (배)					
PER	10.9	25.8	90.6	60.8	33.9
PBR	2.1	1.8	3.4	3.0	3.1
PCR	9.1	18.4	52.8	39.9	26.7
EV/EBITDA	18.0	15.4	44.7	36.6	21.5
배당수익률	0.0	0.7	0.5	0.5	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.18	매수	390,000원	6개월		
2023.09.01	매수	430,000원	6개월	-46.15%	-28.49%
2023.04.17	매수	410,000원	6개월	-42.54%	-33.78%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------