Issue Comment

메디톡스 (086900)

지금쯤이면 볼 만하다

- 26F EPS x 타겟 멀티플 32.9배로 산출한 목표주가 26만원(+54%)
- 연내 美 BLA 제출, 중국 재진입, 법무비 감소 등 모멘텀 즐비
- 핵심국 진입이 늦어도 인바운드·RoW 국가 수요만으로 외형 성장 충분

한송협

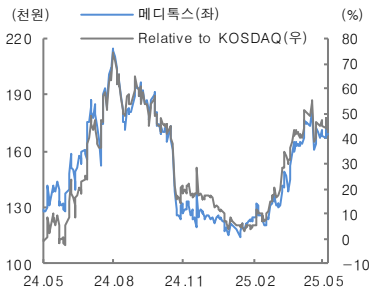
songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	260,000 유지
현재주가 (25.05.30)	169,100

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	734.35
시가총액	1,234십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	214,500원 / 114,200원
120일 평균거래대금	80억원
외국인지분율	11.59%
주요주주	정현호 외 8 인 18.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	34.0	28.7	29.5
상대수익률	-5.5	35.7	18.8	46.7



투자의견 매수, 목표주가 260,000원(Upside+54%) 유지

TP는 2026F EPS 7,923원과 2018~19년(실적 정상기) 평균 12개월 선행 PER 32.9배를 적용해 산출. 3공장이 본격 가동되고 글로벌 톡신 매출이 안착하며 소송비 부담까지 정상화되는 2026년은 메디톡스가 본연의 수익성을 온전히 드러낼 첫 해. 따라서 밸류에이션 산정에 2026년 EPS를 적용

절대적인 밸류만 보면 싸다고 단정하긴 어렵지만 3~4조원 시총의 국내 미용 기업 대비 시가총액이 아직 1조원대에 머무르고 있고 3공장 수출 본격화+소송 비용 같은 변수로 실적 예측치 편차가 큰 만큼 컨센 대비 어닝 서프라이즈 가능성이 높음. 1) 톡신 수출 확대 및 2) 법무비 하향 안정이 가시화되면 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성도 열려 있다고 판단

1Q25 매출 성장세는 긍정적, 2025, 2026년 외형과 이익 증가 궤도 진입

1Q25 매출액 640억원(YoY+17%)으로 분기 기준 사상 최대치를 기록. 수출 정상화와 국내 클리닉 수요 확대로 특히 국내 톡신 매출이 79% 급증해 실적을 이끌었고 필러도 수출 호조로 두 자릿수 성장세를 유지. 다만 소송 전략 회의에 따른 일회성 법무비(119억원)가 반영돼 수익성 개선 폭은 제한. 2Q25에는 3공장에서 생산된 뉴럭스가 태국·페루로 첫 수출되고 필러 판매까지 확대돼 외형 성장세 이어질 전망

2025년과 2026년 매출액 각각 2,936억원(+28%), 3,669억원(+25%) 전망. OP는 512억원(+151.8%), 808억원(+57.8%) 추정. 2026년 3공장 가동률 상승에 따른 레버리지 효과로 추가 법무비 부담이 없단 가정하 OPM 22% 전망

3공장 직수출 시대 개막: 병목 해소, ASP 상승 + 풍부한 주가 모멘텀

2Q25부터 3공장에서 생산된 톡신이 본격적으로 해외로 출하되면서 노후한 1공장에서 빚어지던 수출 병목이 해소될 전망. 톡신 ASP 상승과 규모의 경제 효과로 마진 개선 기대. 3공장 톡신 capa는 약 6,000억원 수준

주가 모멘텀이 될 이벤트가 풍부한 점 또한 매력적. 연내 미국 FDA에 BLA를 제출할 예정이고, 중국 시장도 해남스터우/시노팜과 재진입 절차 밟고 있음. 동시에 국내 인바운드 수요와 브라질(Blau)·중동 등 고성장 RoW 시장이 외형 성장을 뒷받침 리스크는 줄고 성장 동력은 커지는 지금쯤이면 볼 만한 구간

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	221	229	294	367	459
영업이익	17	20	51	81	112
세전순이익	16	17	47	77	109
총당기순이익	10	16	38	61	87
지배지분순이익	10	17	38	61	87
EPS	1,270	2,191	4,929	7,923	11,238
PER	189.7	57.0	34.3	21.3	15.0
BPS	61,139	60,275	64,115	71,104	81,406
PBR	3.9	2.1	2.6	2.4	2.1
ROE	2.2	3.6	7.9	11.7	14.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	280	351	294	367	4.7	4.5
판매비와 관리비	111	132	135	154	21.3	16.7
영업이익	75	108	51	81	-31.8	-25.5
영업이익률	26.8	30.9	17.5	22.0	-9.3	-8.8
영업외손익	-3	-3	-4	-4	적자유지	적자유지
세전순이익	72	105	47	77	-34.5	-27.1
지배지분순이익	56	82	38	61	-32.3	-25.7
순이익률	20.1	23.5	13.0	16.7	-7.1	-6.8
EPS(지배지분순이익)	7,281	10,657	4,929	7,923	-32.3	-25.7

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

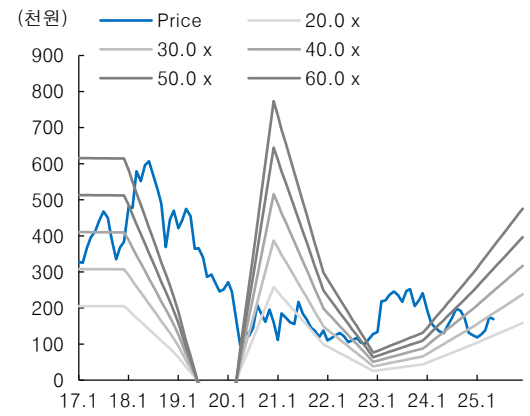
표1. 메디톡스 목표주가 산출

(단위: 원, 배)

	내용	비고
2026F EPS (원)	7,923	- 26 년은 3 공장 본격 가동 및 톡신 글로벌 판매 정착, 법무비 소멸로 정상 이익 체력이 온전히 반영되는 해 - 실질 수익력을 확인하는 기준으로 적합하다고 판단
Target Multiple(배)	32.9	- 2018~2019 년 평균 12mF PER: 32.9 배 - 2018~2019 년은 소송·공장 가동률 이슈 전 정상영업 구간으로 2026 년(리스크 해소 후)과 구조가 유사
목표가(원)	**260,000**	
현재주가(원)	169,100	2025/05/30 종가 기준
Upside(%)	53.8%	

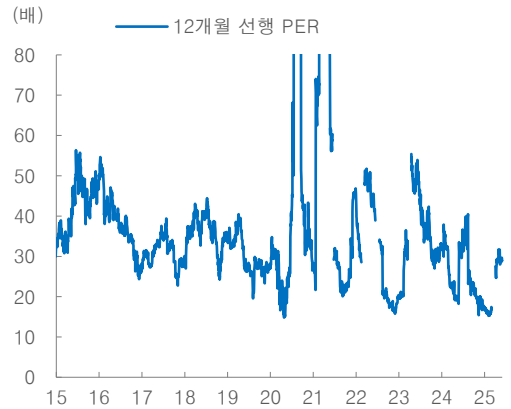
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 메디톡스 12MF 선행 PER Band



주: 당사 추정치 기준
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 2. 메디톡스 12MF PER 추이(컨센 기준)



주: 컨센서스 기준
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

표 1. 주요 Peer Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배)

		KQ 086900 메디톡스	KQ 145020 휴젤	KQ 214450 파마리서치	KQ 214150 클래시스	KQ 335890 비올
시가총액 (십억원)		1,234	4,085	4,740	3,734	615
매출액 (십억원)	23	221.1	319.7	261.0	180.1	42.5
	24	228.6	373.1	350.1	242.9	58.2
	25F	293.6	450.9	493.7	352.2	66.4
	26F	366.9	539.9	615.8	439.5	77.7
영업이익 (십억원)	23	17.3	117.8	92.3	89.6	22.3
	24	20.3	166.2	126.1	122.4	36.1
	25F	51.2	218.3	188.6	180.2	37.6
	26F	80.8	273.5	239.1	221.4	43.6
영업이익률 (%)	23	7.8	36.8	35.3	49.8	52.5
	24	8.9	44.6	36.0	50.4	62.0
	25F	17.5	48.4	38.2	51.2	56.6
	26F	22.0	50.7	38.8	50.4	56.1
PER (배)	23	189.7	19.9	14.6	32.9	23.0
	24	57.0	25.5	30.5	31.4	14.4
	25F	34.3	23.6	34.3	25.7	18.2
	26F	21.3	18.7	26.6	20.7	15.9
ROE (%)	23	2.2	7.3	12.5	38.3	35.1
	24	3.6	12.1	19.7	28.9	44.9
	25F	7.9	19.0	25.2	28.3	32.1
	26F	11.7	19.1	25.3	27.6	27.5

주: 2025.5.30 종가 기준 / 메디톡스 동사 추정치, Peer 그룹 컨센서스 기준 / 자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

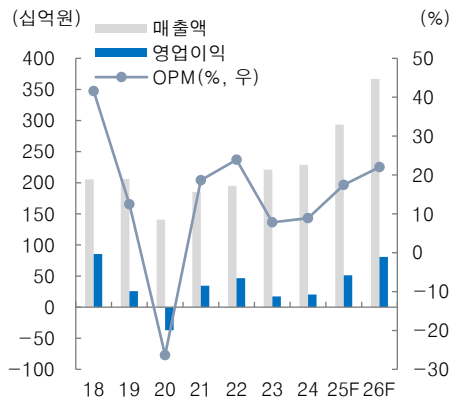
표 2. 메디톡스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**54.6**	**65.0**	**53.9**	**55.2**	**64.0**	**71.8**	**78.7**	**79.2**	**221.1**	**228.7**	**293.6**	**366.9**
YoY (%)	*28%*	*26%*	*-8%*	*-19%*	*17%*	*10%*	*46%*	*44%*	*13%*	*3%*	*28%*	*25%*
톡신	**23.2**	**34.0**	**25.6**	**26.5**	**32.9**	**40.1**	**42.0**	**42.8**	**116.6**	**109.3**	**157.8**	**199.4**
수출	13.6	16.0	13.2	12.9	15.8	22.9	23.2	25.1	61.0	55.7	87.1	120.4
내수	9.6	18.0	12.4	13.6	17.1	17.1	18.8	17.7	55.6	53.6	70.7	79.0
필러	**21.8**	**21.9**	**19.8**	**19.2**	**22.0**	**23.3**	**26.0**	**24.7**	**77.1**	**82.7**	**96.0**	**119.2**
수출	17.0	17.1	14.3	13.9	17.5	18.6	19.3	18.1	59.6	62.3	73.6	92.5
내수	4.8	4.8	5.5	5.4	4.4	4.7	6.7	6.5	17.5	20.5	22.4	26.7
기타	9.6	9.1	8.4	9.5	9.1	8.4	10.7	11.7	27.4	36.6	39.9	48.4
매출총이익	**33.1**	**41.4**	**31.4**	**33.2**	**38.1**	**45.8**	**51.0**	**51.2**	**133.9**	**139.0**	**186.1**	**234.4**
YoY (%)	*36%*	*27%*	*-16%*	*-16%*	*15%*	*11%*	*62%*	*55%*	*6%*	*4%*	*34%*	*26%*
총이익률	61%	64%	58%	60%	60%	64%	65%	65%	61%	61%	63%	64%
영업이익	**-0.9**	**14.3**	**6.0**	**0.9**	**5.5**	**14.4**	**15.9**	**15.5**	**17.3**	**20.3**	**51.2**	**80.8**
YoY (%)	*적전*	*50%*	*68%*	*-61%*	*흑전*	*0%*	*166%*	*1533%*	*-63%*	*17%*	*152%*	*58%*
영업이익률	-2%	22%	11%	2%	9%	20%	20%	20%	8%	9%	17%	22%
세전이익	**-1.1**	**13.9**	**4.0**	**0.7**	**4.5**	**13.3**	**14.9**	**14.4**	**15.9**	**17.5**	**47.2**	**76.8**
YoY (%)	*적전*	*50%*	*17%*	*흑전*	*흑전*	*-4%*	*272%*	*1988%*	*-68%*	*10%*	*170%*	*63%*
세전이익률	-2%	21%	7%	1%	7%	19%	19%	18%	7%	8%	16%	21%
당기순이익	**-1.5**	**11.3**	**3.8**	**2.4**	**3.3**	**10.8**	**12.0**	**12.0**	**9.7**	**16.1**	**38.1**	**44.6**
YoY (%)	*적전*	*33%*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*222%*	*12%*	*0%*	*-74%*	*66%*	*137%*	*17%*
당기순이익률	-3%	17%	7%	4%	5%	15%	15%	15%	4%	7%	13%	12%

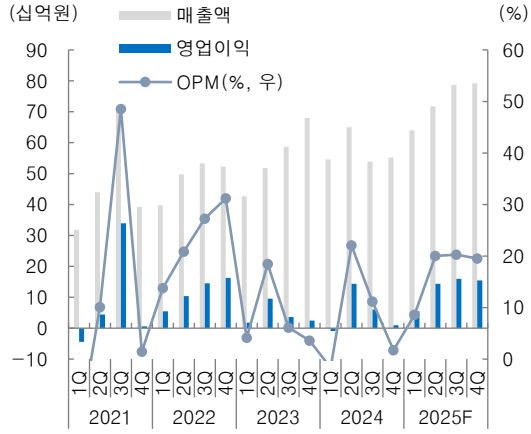
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 매출, 영업이익, 영업이익률 (연간)



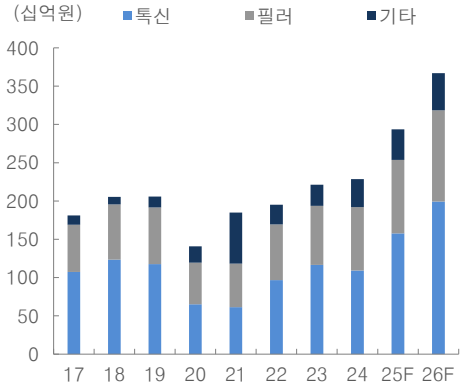
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출, 영업이익, 영업이익률 (분기별)



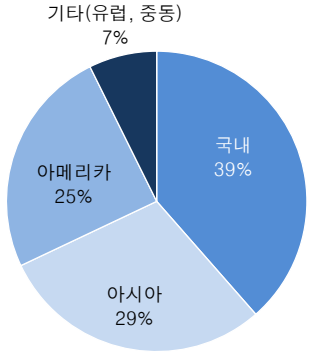
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 5. 품목별 매출 추이 (연간)



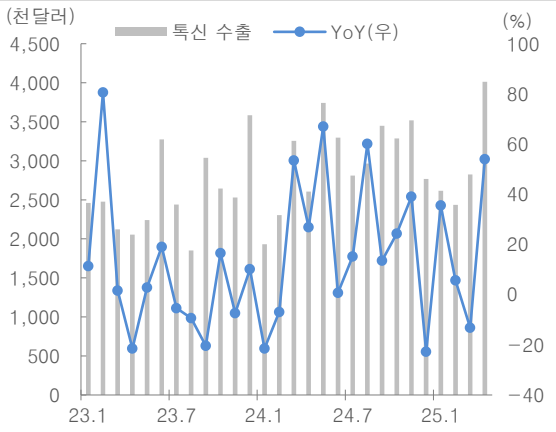
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 6. 지역별 매출 비중 추이



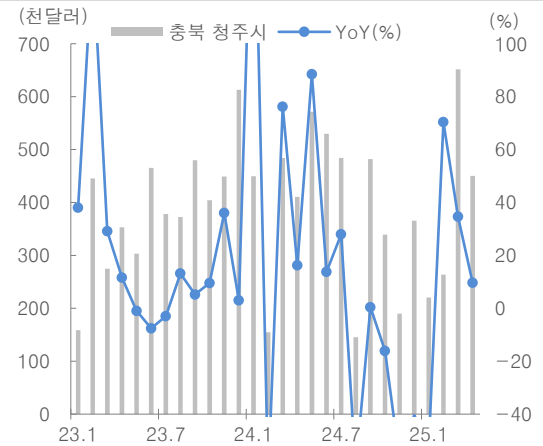
주:2024년 기준
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 7. 톡신 수출 추이(전체)



주: HS CODE: 3002.49.1000
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 8. 톡신 수출 추이(충북 청주시, 메디톡스 추정)



주: HS CODE: 3002.49.1000
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

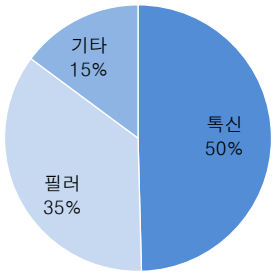
- 2000년 설립, 2009년 KOSDAQ 상장, 보툴리눔 톡신 및 필러 제조, 판매 사업 영위, 24년 기준 직원수 725명
- 보툴리눔 톡신 배양 및 분리/정제 기술을 보유. 오리지널 톡신 균주 특허권 보유. 톡신 제품 4개: 메디톡신, 이노톡스, 코어톡스, 뉴럭스
- 설립자 및 대표이사 정현호
- 자산 6,151억원, 부채 1,444억원, 자본 4,707억원(2024년 기준) (발행주식 수: 7,298,468)

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, FDA BLA 신청, 중국 진출, 소송 승리 및 합의
- (-) 실적 악화, FDA 허가 실패, 소송 패배

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

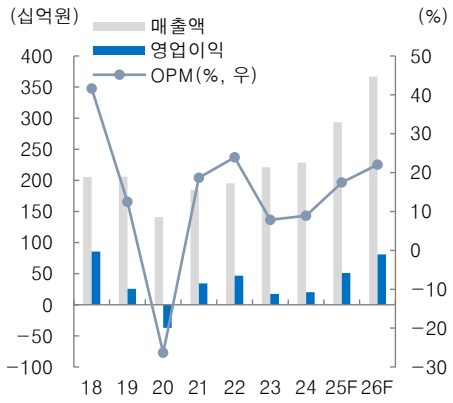
메디톡스 매출 구성



주: 2024년 기준 / 자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

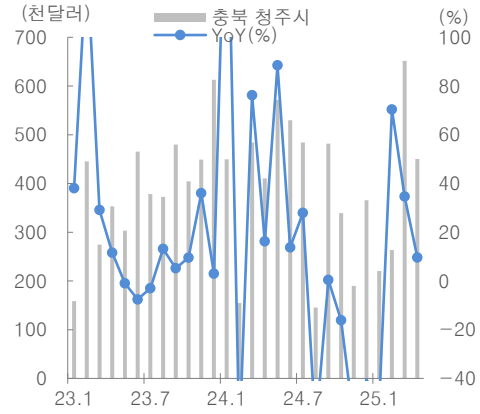
Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



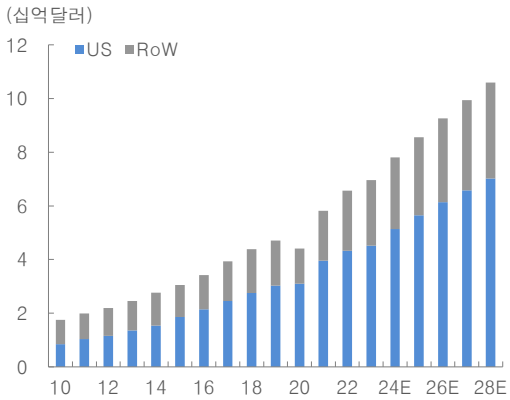
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

톡신 수출 추이(충북 청주시, 메디톡스 추정)



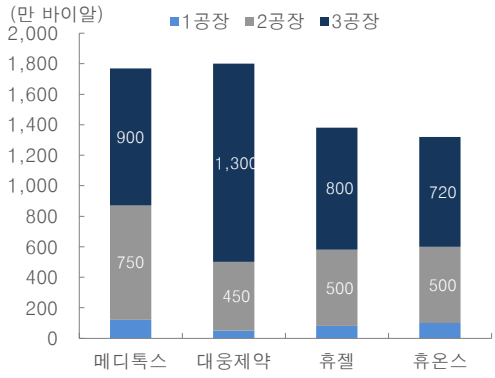
주: HS CODE: 3002.49.1000
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

글로벌 보툴리눔 톡신 시장 규모 및 추이



자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

국내 톡신 3사 생산능력 비교



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	221	229	294	367	459
매출원가	87	90	107	133	146
매출총이익	134	139	186	234	313
판매비와관리비	117	119	135	154	201
영업이익	17	20	51	81	112
영업이익률	7.8	8.9	17.5	22.0	24.4
EBITDA	33	40	69	101	133
영업외손익	-1	-3	-4	-4	-3
관계기업손익	-6	-1	-1	-1	-1
금융수익	7	10	8	8	7
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9	-10	-9	-9	-7
외환관련손실	5	3	2	2	2
기타	6	-1	-2	-2	-2
법인세비용차감전순손익	16	17	47	77	109
법인세비용	-6	-1	-9	-15	-22
계속사업순손익	10	16	38	61	87
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	16	38	61	87
당기순이익률	4.4	7.0	13.0	16.7	18.9
비지배지분순이익	0	-1	0	0	0
지배지분순이익	10	17	38	61	87
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	16	38	61	87
비지배지분포괄이익	-1	-1	0	0	0
지배지분포괄이익	10	17	38	61	87

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	166	187	212	246	307
현금및현금성자산	33	46	47	29	45
매출채권 및 기타채권	68	59	63	87	108
재고자산	60	64	70	97	121
기타유동자산	5	17	32	33	33
비유동자산	445	429	442	462	481
유형자산	205	200	206	218	230
관계기업투자금	35	36	47	58	69
기타비유동자산	205	192	189	186	183
자산총계	612	615	654	708	788
유동부채	127	118	128	128	129
매입채무 및 기타채무	35	36	37	38	39
차입금	61	59	59	58	58
유동성채무	20	0	0	0	0
기타유동부채	10	22	32	32	32
비유동부채	11	27	25	24	23
차입금	0	20	20	20	20
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11	7	5	4	3
부채총계	137	144	153	152	152
지배지분	469	466	496	550	630
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	148	148	148	148	148
이익잉여금	407	425	455	509	589
기타자본변동	-89	-111	-111	-111	-111
비지배지분	5	4	5	5	6
자본총계	474	471	501	555	636
순차입금	50	35	25	43	26

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,270	2,191	4,929	7,923	11,238
PER	189.7	57.0	34.3	21.3	15.0
BPS	61,139	60,275	64,115	71,104	81,406
PBR	3.9	2.1	2.6	2.4	2.1
EBITDAPS	4,258	5,208	8,936	13,067	17,234
EV/EBITDA	55.5	23.6	18.3	12.7	9.5
SPS	28,797	29,541	37,938	47,410	59,340
PSR	8.4	4.2	4.5	3.6	2.8
CFPS	5,400	6,493	9,918	14,049	18,216
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	13.3	3.4	28.4	25.0	25.2
영업이익 증가율	-62.9	17.5	151.8	57.8	38.5
순이익 증가율	-73.5	65.9	137.3	60.8	41.8
수익성					
ROIC	3.1	5.0	10.7	15.3	18.6
ROA	2.9	3.3	8.1	11.9	15.0
ROE	2.2	3.6	7.9	11.7	14.7
안정성					
부채비율	28.9	30.7	30.6	27.4	24.0
순차입금비율	10.6	7.5	4.9	7.7	4.1
이자보상배율	7.4	11.8	32.0	50.9	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	14	37	50	35	69
당기순이익	10	16	38	61	87
비현금항목의 가감	32	34	39	47	54
감가상각비	15	20	18	20	21
외환손익	1	-1	-3	-3	-3
지분법평가손익	6	1	1	1	1
기타	10	14	23	29	34
자산부채의 증감	-16	-8	-17	-57	-50
기타현금흐름	-12	-5	-10	-16	-22
투자활동 현금흐름	13	-1	-39	-40	-40
투자자산	45	14	-11	-11	-11
유형자산	-8	-8	-20	-30	-30
기타	-24	-6	-8	1	1
재무활동 현금흐름	-14	-24	-14	-13	-13
단기차입금	-3	-1	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	33	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-7	-7
기타	-35	-15	-5	-5	-5
현금의 증감	13	13	1	-19	16
기초 현금	21	33	46	47	29
기말 현금	33	46	47	29	45
NOPLAT	11	19	41	65	89
FCF	-12	20	39	55	81

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

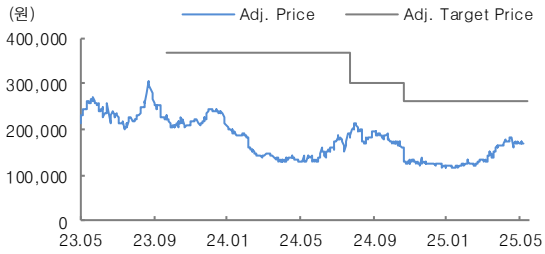
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한송협)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

메디톡스(086900) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.06.02	25.05.12	24.11.12	24.08.13	24.04.12	24.01.15
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	300,000	370,000	370,000
괴리율(평균,%)		(35.09)	(48.72)	(38.83)	(60.14)	(47.14)
괴리율(최대/최소,%)		(33.50)	(30.15)	(28.50)	(47.70)	(33.38)
제시일자	23.12.07	23.12.02	23.11.09	23.10.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	370,000	370,000	370,000	370,000		
괴리율(평균,%)	(40.21)	(42.19)	(42.22)	(42.53)		
괴리율(최대/최소,%)	(33.38)	(38.92)	(38.92)	(38.92)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250528)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상