

메디톡스 (086900)

메디톡스 실적보다는 ITC 최종판정이라는 이벤트로 접근

3분기에도 영업이익 적자

메디톡스의 3분기 매출액은 전년 대비 약 19.5% 감소한 389억원, 영업이익은 13억원 적자를 시현할 것으로 추정된다. 3분기라는 계절적 요인으로 독신 수출이 다른 분기 대비 저조한 것으로 보이며, 국내 독신 매출은 메디톡신 50, 100, 150 유닛 제품의 승인 취소가 결정되면서 전년 대비 약 65% 정도 감소한 것으로 추정된다. 그러나 8월 14일 대전고법에서 집행정지 신청을 인용함으로써 승인 취소가 결정됐던 메디톡신 제품의 제조, 판매가 가능해졌다. 이로 인해 국내 독신 매출은 2분기 대비 증가한 것으로 보인다. 하지만 최종적으로 품목허가 취소 여부를 재판하는 본안 소송에서 승소가 확정되기 전까지 국내 독신 매출은 승인 취소 전 수준으로 회복하기는 어려울 것으로 보인다. ITC 소송으로 인해 1분기 84억원, 2분기 64억원 소송비가 발생했는데, 3분기에는 국내 소송(품목허가 취소 결정에 대한 집행정지 소송) 등으로 인해 소송비가 큰 폭으로 감소하지는 못하였다. 3분기에도 약 50억원 가까운 소송비가 발생하면서 영업이익 흑자전환에는 실패하였다. 다만 메디톡스는 7월 이노투스의 임상 3상 건으로 앨러간으로부터 약 2,000만 달러의 마일스톤을 수령받았는데, 이 마일스톤 일부가 3분기 영업외단에서 인식되면서 당기순이익은 약 72억원 흑자전환에 성공한 것으로 보인다.

4분기부터 본격적인 흑자전환

4분기에는 대규모 소송비 발생도 없을 것으로 예상, 영업이익 흑자전환에 성공할 수 있을 것으로 추정된다. 여전히 부진할 것으로 예상되는 국내 독신 매출로 4분기에도 탑라인의 턱어라운드 어려울 것으로 예상되나, ITC 소송비가 본격적으로 발생하기 시작한 작년 4분기 대비 비용이 크게 감소하면서 판관비는 전년 대비 약 47% 감소, ITC 소송 전 수준으로 되돌아올 수 있을 것으로 기대된다. 올해에는 코로나19 바이러스 팬데믹과 메디톡신 품목허가 취소 결정으로 탑라인은 전년 대비 20% 이상 역성장할 것이 자명해 보이지만, 2021년부터는 본격적인 수출 회복에 성공, 2019년 수준으로 회복할 수 있을 것으로 예상된다. 영업이익도 4분기 흑자전환에 성공한다 하더라도 이미 상반기 140억원 적자를 시현했기 때문에 연간으로도 80억원 정도의 적자시현이 불가피하다. 다만 2021년 탑라인 회복 및 소송비용 감소로 영업이익 흑자전환은 가능할 것으로 기대된다.

11월 7일 ITC 최종판정

7월 7일 ITC는 예비판정에서 나보타에 대해 10년 간 미국 수입 금지 결정을 내렸다. 이에 대한 최종판정이 11월 7일 결정될 예정이다. 최종판정 결과에 대해 그 누구도 확정할 수는 없지만, 대법원 사법정책연구원에서 작성한 '미국 특허쟁송실무에 관한 연구' 보고서에 따르면, '일반적으로 행정판사의 예비판정이 위원회에 의해 확정되어 최종판정이 되는 경우가 많으므로 예비판정은 실무적으로 중요한 결정이라고 할 수 있다.'라고 언급하고 있다. 11월 7일 ITC 최종판정으로 인한 불확실성 해소, 4분기부터 영업이익 흑자 전환, 2021년 전년 기저를 바탕으로 꾸준한 실적 성장, 이노투스 글로벌 임상 3상 완료 등을 기대한다면 지금이 저점에서 매수할 수 있는 시기라고 할 수 있다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 400,000원 | CP(10월 12일): 214,200원

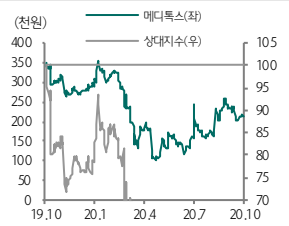
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	871.62
52주 최고/최저(원)	356,325/100,210
시가총액(십억원)	1,270.2
시가총액비중(%)	0.38
발행주식수(천주)	6,949.2
60일 평균 거래량(천주)	212,565.9
60일 평균 거래대금(십억원)	45.5
20년 배당금(예상, 원)	743
20년 배당수익률(예상, %)	0.35
외국인지분율(%)	14.90
주요주주 지분율(%)	
정현호 외 7인	22.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.2) 16.8 (37.4)
상대	(11.5) (18.6) (54.4)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	166.6	187.1
영업이익(십억원)	0.7	39.2
순이익(십억원)	3.5	35.0
EPS(원)	553	5,173
BPS(원)	59,578	63,974

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	205.4	205.9	162.9	205.8	239.0
영업이익	십억원	85.5	25.7	(8.1)	38.2	67.1
세전이익	십억원	85.1	25.1	4.8	50.8	77.6
순이익	십억원	70.0	26.2	8.9	44.3	65.3
EPS	원	11,177	4,187	1,389	6,202	8,890
증감률	%	(0.21)	(62.54)	(66.83)	346.51	43.34
PER	배	48.05	68.65	152.99	34.26	23.90
PBR	배	10.88	5.45	3.18	3.10	2.84
EV/EBITDA	배	32.78	41.81	144.26	22.29	13.97
ROE	%	31.50	10.24	2.72	10.72	14.10
BPS	원	49,356	52,724	66,858	68,615	74,704
DPS	원	813	743	743	743	743



Analyst 선민정
02-3771-7785
rsshun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

표 1. 메디톡스 3Q20 실적 프리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q20F	3Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	38.9	48.4	(19.5)	40.8	(4.6)
영업이익	(1.3)	3.3	(138.5)	4.5	(128.3)
세전이익	7.4	7.4	(100.0)	7.0	5.6
당기순이익	7.2	3.1	(232.1)	5.8	23.8
OPM %	(3.3)	6.8		11.0	
NPM %	18.5	6.4		14.2	

자료: 하나금융투자

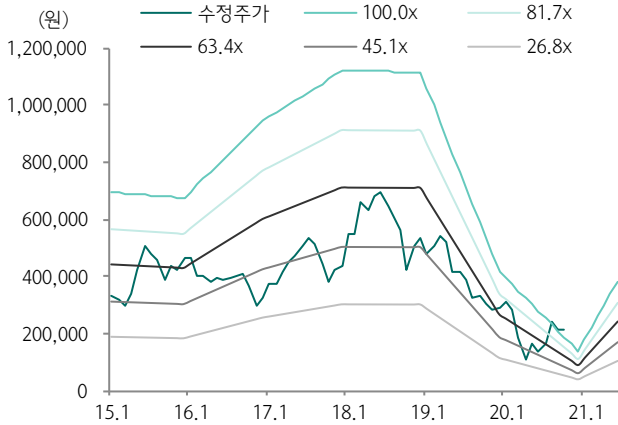
표 2. 메디톡스 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	44.3	55.0	48.4	58.3	33.9	41.6	38.9	48.4	205.9	162.9	205.8
YoY	-24.8%	0.1%	0.2%	34.3%	-23.4%	-24.4%	-19.5%	-16.9%	0.3%	-20.9%	26.4%
특신	21.8	33.0	26.9	34.5	19.2	25.0	20.4	28.4	116.2	93.0	122.2
YoY	-43.5%	-5.7%	-4.9%	61.2%	-11.9%	-24.2%	-24.3%	-17.6%	-5.8%	-20.0%	31.4%
수출	8.7	19.0	14.6	19.5	12.9	21.8	16.1	22.4	61.8	73.2	95.6
YoY	-68.9%	-18.1%	-13.6%	114.3%	48.3%	14.7%	10.0%	15.0%	-19.9%	18.4%	30.6%
내수	13.1	14.0	12.3	15.0	6.3	3.2	4.3	6.0	54.4	19.8	26.6
YoY	23.6%	18.6%	7.9%	22.0%	-51.9%	-77.1%	-65.0%	-60.0%	18.0%	-63.6%	34.5%
필러	19.9	17.2	17.1	20.3	11.8	12.0	13.8	15.3	74.5	52.9	61.6
YoY	15.0%	-1.7%	-3.4%	3.6%	-40.7%	-30.2%	-19.5%	-24.6%	3.3%	-29.0%	16.5%
수출	15.9	13.2	12.5	15.7	7.7	8.4	9.6	11.0	57.3	36.7	43.5
YoY	20.5%	-2.9%	-10.7%	1.9%	-51.6%	-36.4%	-23.0%	-30.0%	2.0%	-35.9%	18.4%
내수	4.0	4.0	4.6	4.6	4.1	3.6	4.1	4.3	17.2	16.2	18.1
YoY	-2.4%	2.6%	24.3%	9.5%	2.5%	-10.0%	-10.0%	-6.0%	8.2%	-6.0%	12.2%
기타	2.6	4.8	4.4	3.5	2.9	4.6	4.8	4.7	15.2	17.0	22.0
매출원가	12.6	17.3	17.8	21.8	14.2	19.5	17.5	19.4	69.6	70.6	78.2
YoY	-3.0%	12.4%	41.7%	65.2%	12.8%	12.5%	-1.6%	-11.1%	28.3%	1.5%	10.6%
매출총이익	31.6	37.7	30.6	36.5	19.6	22.1	21.4	29.1	136.4	92.2	127.7
YoY	-30.9%	-4.7%	-14.4%	20.9%	-37.9%	-41.4%	-29.9%	-20.4%	-9.8%	-32.4%	38.4%
GPM	71.5%	68.5%	63.2%	62.6%	58.0%	53.1%	55.0%	60.0%	66.2%	56.6%	62.0%
판관비	15.8	26.4	27.3	41.1	29.6	26.2	22.7	21.9	110.7	100.4	89.5
YoY	-11.8%	56.2%	64.9%	187.7%	86.7%	-0.8%	-16.8%	-46.8%	68.5%	-9.3%	-10.8%
경상연구개발비	5.6	6.4	6.8	8.2	6.9	7.9	7.7	8.4	27.0	30.9	34.3
YoY(%)	11.0%	27.1%	53.9%	79.3%	23.7%	23.0%	13.0%	3.0%	41.6%	14.5%	10.9%
기타판매관리비	10.3	20.0	20.4	33.0	22.7	18.3	15.0	13.5	83.7	69.4	55.2
YoY(%)	-20.6%	68.7%	68.9%	238.5%	121.0%	-8.5%	-26.7%	-59.2%	79.4%	-17.0%	-20.5%
영업이익	15.8	11.3	3.3	(4.6)	(9.9)	(4.1)	(1.3)	7.2	25.7	(8.1)	38.2
YoY	-43.3%	-50.2%	-82.8%	TR	TR	TR	TB	TB	-70.0%	-131.7%	-568.7%
OPM	35.7%	20.4%	6.8%	-8.0%	-29.3%	-9.9%	-3.3%	14.8%	12.5%	-5.0%	18.6%
당기순이익	13.6	10.3	2.9	(1.0)	(6.1)	(6.1)	7.0	13.9	25.6	8.7	43.2
YoY	-37.1%	-43.6%	-80.1%	TR	TR	TR	TB	TB	-63.4%	-66.1%	399.2%
NPM	30.7%	18.7%	6.1%	-1.7%	-17.9%	-14.8%	18.0%	28.6%	12.4%	5.3%	21.0%

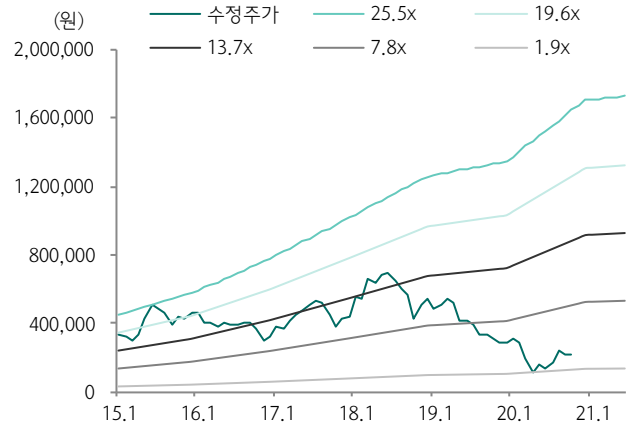
자료: 하나금융투자

그림 1. 메디톡스 PER 밴드



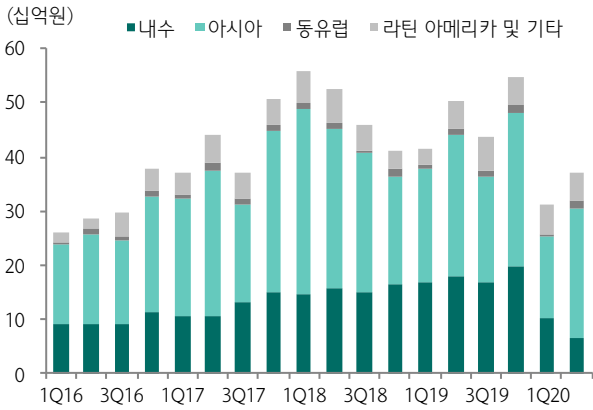
자료: 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 PBR 밴드



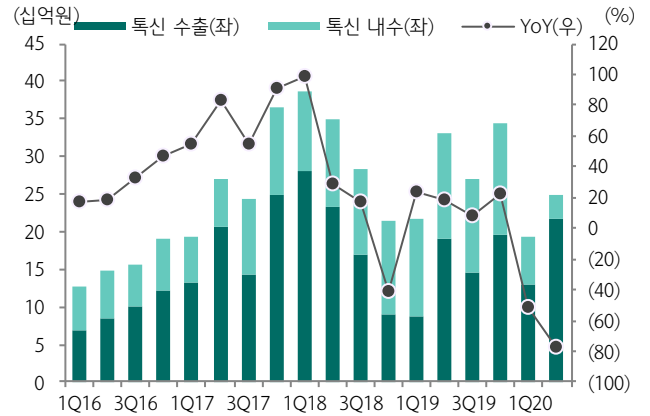
자료: 하나금융투자

그림 3. 지역별 매출현황



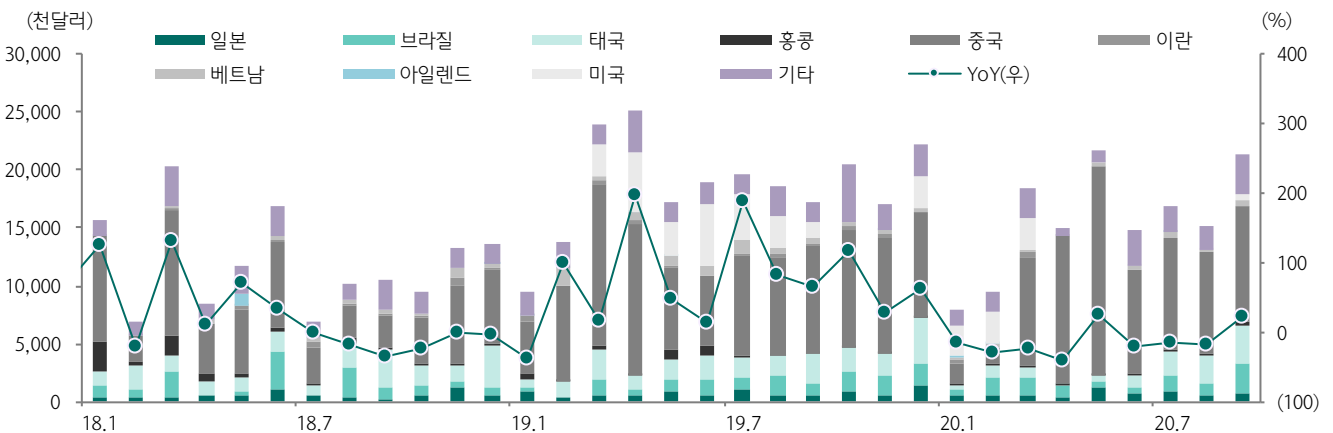
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 4. 메디톡스 백신 매출액 추이



자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 5. 관세청 보틀리눔 백신 수출액 추이



주: 9월은 TRASS 잠정치

자료: 관세청, 하나금융투자

표 4. 앨러간 기술이전 계약 내용

계약일	2013년 9월
주요내용	앨러간이 미국에서 임상 3상 진행 상업화 이후 메디톡스사가 제품 생산 앨러간이 전세계 시장에 제품 독점 공급(한국 제외) 임상 전 생산을 위한 공장건립 진행
기술이전 규모	\$362M 달러
- 계약금	\$65M 달러
- 개발 마일스톤	\$116.5M 달러 2014년 8월 \$15M 달러 수령 2020년 8월 \$20M 달러 수령
- 판매 마일스톤	\$180.5M 달러
로열티	로열티는 별도. Low double digit

자료: 메디톡스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	205.4	205.9	162.9	205.8	239.0
매출원가	54.2	69.5	70.6	78.2	81.3
매출총이익	151.2	136.4	92.3	127.6	157.7
판매비	65.7	110.7	100.4	89.5	90.6
영업이익	85.5	25.7	(8.1)	38.2	67.1
금융손익	(0.6)	0.8	11.3	11.2	8.8
종속/관계기업손익	1.7	2.4	2.8	3.0	3.2
기타영업외손익	(1.5)	(3.8)	(1.1)	(1.5)	(1.5)
세전이익	85.1	25.1	4.8	50.8	77.6
법인세	15.3	(0.4)	(3.8)	7.6	14.0
계속사업이익	69.8	25.6	8.7	43.2	63.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.8	25.6	8.7	43.2	63.7
비배주주지분 손익	(0.2)	(0.6)	(0.2)	(1.1)	(1.6)
지배주주순이익	70.0	26.2	8.9	44.3	65.3
지배주주지분포괄이익	68.0	25.5	8.9	44.3	65.3
NOPAT	70.1	26.1	(14.7)	32.5	55.1
EBITDA	101.5	43.8	8.5	53.3	80.8
성장성(%)					
매출액증가율	13.36	0.24	(20.88)	26.34	16.13
NOPAT증가율	(1.82)	(62.77)	적전	흑전	69.54
EBITDA증가율	6.62	(56.85)	(80.59)	527.06	51.59
영업이익증가율	(1.72)	(69.94)	적전	흑전	75.65
(지배주주)순이익증가율	(0.14)	(62.57)	(66.03)	397.75	47.40
EPS증가율	(0.21)	(62.54)	(66.83)	346.51	43.34
수익성(%)					
매출총이익률	73.61	66.25	56.66	62.00	65.98
EBITDA이익률	49.42	21.27	5.22	25.90	33.81
영업이익률	41.63	12.48	(4.97)	18.56	28.08
계속사업이익률	33.98	12.43	5.34	20.99	26.65

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	11,177	4,187	1,389	6,202	8,890
BPS	49,356	52,724	66,858	68,615	74,704
CFPS	18,024	9,763	2,405	8,375	11,886
EBITDAPS	16,221	7,002	1,325	7,465	11,001
SPS	32,822	32,895	25,497	28,814	32,552
DPS	813	743	743	743	743
주가지표(배)					
PER	48.05	68.65	152.99	34.26	23.90
PBR	10.88	5.45	3.18	3.10	2.84
PCFR	29.80	29.44	88.36	25.37	17.88
EV/EBITDA	32.78	41.81	144.26	22.29	13.97
PSR	16.36	8.74	8.33	7.37	6.53
재무비율(%)					
ROE	31.50	10.24	2.72	10.72	14.10
ROA	18.03	6.42	1.80	7.47	9.87
ROIC	26.52	9.59	(5.43)	11.82	19.74
부채비율	53.56	60.47	41.70	43.40	41.64
순부채비율	21.67	30.08	(13.35)	(19.31)	(28.85)
이자보상배율(배)	45.72	12.34	(4.07)	18.18	29.20

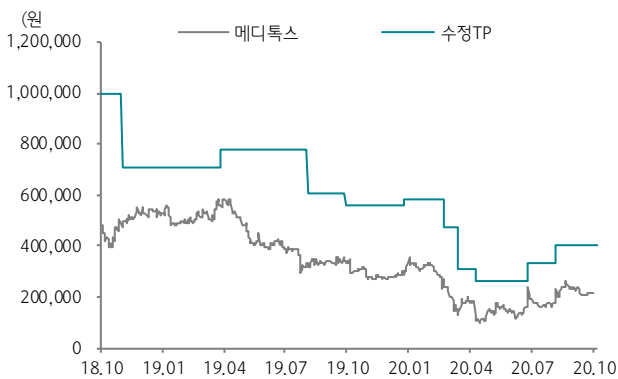
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	116.4	120.0	250.9	313.0	394.2
금융자산	28.3	26.3	176.0	219.3	286.0
현금성자산	19.2	20.0	171.0	213.1	278.7
매출채권	62.6	56.5	44.7	56.5	65.6
재고자산	21.5	29.3	23.2	29.3	34.0
기타유동자산	4.0	7.9	7.0	7.9	8.6
비유동자산	278.6	301.5	311.8	310.9	304.8
투자자산	17.7	28.9	25.7	29.0	31.6
금융자산	8.1	13.5	13.6	13.7	13.7
유형자산	181.7	187.2	203.4	201.7	195.2
무형자산	21.0	22.3	19.5	17.1	15.0
기타비유동자산	58.2	63.1	63.2	63.1	63.0
자산총계	395.0	421.5	562.6	624.0	699.0
유동부채	110.8	136.3	147.3	166.3	179.8
금융부채	84.0	103.1	120.7	133.1	141.3
매입채무	2.3	4.1	3.2	4.1	4.8
기타유동부채	24.5	29.1	23.4	29.1	33.7
비유동부채	27.0	22.5	18.3	22.5	25.8
금융부채	0.0	2.3	2.3	2.3	2.3
기타비유동부채	27.0	20.2	16.0	20.2	23.5
부채총계	137.8	158.8	165.6	188.8	205.5
지배주주지분	252.5	259.2	393.8	432.9	492.9
자본금	2.8	2.9	3.5	3.6	3.7
자본잉여금	23.6	23.6	153.8	153.8	153.8
자본조정	(55.8)	(70.4)	(70.4)	(70.4)	(70.4)
기타포괄이익누계액	(1.7)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
이익잉여금	283.6	304.6	308.4	347.4	407.3
비배주주지분	4.7	3.5	3.3	2.2	0.6
자본총계	257.2	262.7	397.1	435.1	493.5
순금융부채	55.7	79.0	(53.0)	(84.0)	(142.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	55.1	33.7	27.1	44.3	67.2
당기순이익	69.8	25.6	8.7	43.2	63.7
조정	3	2	1	1	1
감가상각비	16.0	18.1	16.6	15.1	13.6
외환거래손익	0.3	(0.6)	(2.0)	(1.3)	(1.6)
지분법손익	(0.1)	(2.4)	(2.8)	(3.0)	(3.2)
기타	(13.2)	(13.1)	(10.8)	(9.8)	(7.8)
영업활동 자산부채변동	(43.4)	(10.7)	7.9	(7.9)	(6.1)
투자활동 현금흐름	(16.1)	(28.4)	(17.5)	(7.3)	(2.2)
투자자산감소(증가)	(2.8)	(8.8)	5.9	(0.3)	0.7
자본증가(감소)	(7.7)	(21.0)	(30.0)	(11.0)	(5.0)
기타	(5.6)	1.4	6.6	4.0	2.1
재무활동 현금흐름	(46.0)	(4.5)	141.4	5.1	0.7
금융부채증가(감소)	(32.1)	21.3	17.7	12.3	8.3
자본증가(감소)	3.7	0.0	130.7	0.0	0.0
기타재무활동	(5.5)	(21.5)	(2.0)	(2.1)	(2.3)
배당지급	(12.1)	(4.3)	(5.0)	(5.1)	(5.3)
현금의 증감	(7.1)	0.8	151.0	42.0	65.6
Unlevered CFO	112.8	61.1	15.4	59.8	87.3
Free Cash Flow	46.6	12.7	(2.9)	33.3	62.2

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

메디톡스



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.18	BUY	400,000		
20.7.7	BUY	330,000	-44.10%	-23.45%
20.4.21	BUY	260,000	-44.09%	-29.65%
20.3.25	BUY	310,000	-41.22%	-33.42%
20.3.5	BUY	470,000	-56.22%	-46.55%
20.1.6	BUY	580,000	-43.82%	-35.69%
19.10.10	BUY	560,000	-44.24%	-33.66%
19.8.15	BUY	610,000	-40.59%	-37.39%
19.4.7	BUY	780,000	-40.04%	-19.36%
18.11.12	BUY	710,000	-18.66%	-14.23%
18.7.9	BUY	1,000,000	-36.25%	-16.97%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 10월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.