

메디톡스 (086900)

메디톡스 주가 꾸준히 우상향 가능

1분기 수출금지 여파로 적자 지속

메디톡스의 1분기 매출액은 전년 대비 8.7% 감소한 310억원, 영업이익은 45억원 적자를 시현할 것으로 추정된다. 2020년 11월 20일 식약처가 메디톡스의 보툴리눔 독신 제제 5개 품목(메디톡스 주 50·100·150·200 유닛과 코어톡스주)의 수출품목 허가를 취소하면서 작년 4분기에 이어 1분기에도 메디톡스의 수출이 크게 감소했기 때문이다. 다만 4분기 대비 감소폭이 줄어든 이유는 2월말과 3월 초 메디톡스와 코어톡스가 국가출하승인을 획득하면서 수출이 3월 한달은 증가했기 때문으로 추정된다. 실제로 3월 관세청 독신 통관데이터에 따르면, 수출금액은 275만 달러로 전년 대비 50% 정도 증가했으며, 월별 수출금액으로는 가장 많았다. 특히 1,2월 매우 부진했던 중국향 수출금액이 3월 크게 증가하면서, 다시 예전 상태로 회복되었다. 4월 이노톡스도 국가출하승인을 획득, 메디톡스의 독신 전 품목의 수출은 모두 가능해졌다.

GPM 정상화

2018년 ITC 소송 이슈가 없었던 시절 메디톡스의 매출총이익률은 75%에 이를 정도로 독신 비즈니스는 고마진 사업이었다. 그러나 2019년부터 본격적으로 ITC 소송이 시작되면서 메디톡스와 관련한 각종 노이즈가 발생하고, 2020년에는 메디톡스의 독신 거의 전제품에 대해 국내 품목허가취소와 수출 품목허가취소 결정이 내려지면서 메디톡스의 이익률은 크게 훼손되었다. 비용단에서 고정비 부담이 커지고 소송비로 인해 비용 집합이 증가, 영업이익이 적자로 전환되었고, 품목허가 취소로 인해 반품과 대손충당금이 원가에 반영되면서 매출총이익률이 크게 감소하였다. 2020년 연간으로 GPM은 52.8%로 2018년 대비 무려 20.8%p나 감소하였다. 그러나 이제 더 이상 품목허가 취소받을 품목도 없고, 식약처로부터 승인 취소 결정이 내려진 품목 모두 법원에서 행정집행 가처분이 인용되면서 현재 내수와 해외 시장에서 판매되고 있는 상황이다. 과거와 같은 높은 이익률을 다시 회복하기는 어렵겠지만 올해에는 서서히 회복되면서 매출총이익률은 전년 대비 9%p 이상 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

2분기 정상화되는 첫 분기

2분기부터 소송비 감소로 인한 판관비용 정상화와 수출 정상화로 인해 2019년 4분기부터 2021년 1분기까지 6분기 동안 지속된 적자의 고리를 끊고, 드디어 흑자로 전환할 수 있을 것으로 기대된다. 더불어 2분기부터 에볼루스로부터 합의금 일부와 로열티를 수령받게 되면서 메디톡스의 2021년 연간 매출액은 1,836억원, 영업이익은 200억원 이상 달성 가능할 것으로 기대된다. 2019년의 약 80~90% 정도 회복되는 수준이다. 올해 연말에는 1) 2022년 실적 개선 기대감, 2) 2022년 상반기 품목 허가 취소 결정 관련 행정소송 판결, 3) 앨러건의 이노톡스 BLA 신청서 제출, 4) 코로나19 완화로 중국 NMPA의 실사 일정 결정 등의 모멘텀이 발생, 더 이상의 악재가 남아있지 않은 상황에서 주가는 꾸준히 우상향할 수 있을 것으로 기대된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 430,000원 | CP(4월 25일): 186,900원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,026.82
52주 최고/최저(원)	249,180/95,782
시가총액(십억원)	1,168.9
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	6,254.4
60일 평균 거래량(천주)	123.0
60일 평균 거래대금(십억원)	22.8
20년 배당금(예상, 원)	956
20년 배당수익률(예상, %)	0.50
외국인지분율(%)	11.87
주요주주 지분율(%)	
정현호 외 9인	22.01

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	156.1	183.3
영업이익(십억원)	2.9	22.3
순이익(십억원)	6.9	22.3
EPS(원)	1,056	3,323
BPS(원)	45,077	48,032

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	205.9	140.8	183.6	220.7	254.0
영업이익	십억원	25.7	(37.1)	20.5	52.0	75.1
세전이익	십억원	25.1	(42.1)	16.3	48.1	71.4
순이익	십억원	26.2	(29.6)	15.6	43.6	59.0
EPS	원	4,190	(4,728)	2,343	6,138	7,966
증감률	%	(62.54)	적전	흑전	161.97	29.78
PER	배	65.57	(37.01)	79.77	30.45	23.46
PBR	배	5.21	3.47	3.82	3.75	3.42
EV/EBITDA	배	41.81	(61.74)	35.01	17.95	12.87
ROE	%	10.24	(11.82)	6.35	16.14	18.75
BPS	원	52,766	50,398	48,877	49,891	54,570
DPS	원	800	1,000	956	956	956



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

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

표 1. 메디톡스 1Q21 실적 프리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q21F	1Q20	YoY	Consen	%Diff
매출액	31.0	33.9	(8.7)	29.6	4.6
영업이익	(4.5)	(9.9)	CR	(6.2)	N/A
세전이익	(5.4)	(9.5)	CR	(4.3)	N/A
당기순이익	(5.5)	(6.1)	CR	(5.2)	N/A
OPM %	(14.4)	(29.3)		(20.8)	
NPM %	(17.7)	(17.9)		(17.6)	

자료: 하나금융투자

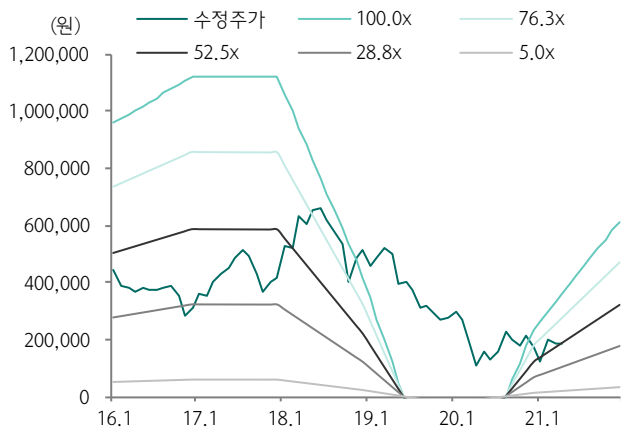
표 2. 메디톡스 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	33.9	41.6	35.8	29.5	31.0	49.8	48.9	54.0	140.8	183.6	220.7
YoY	-23.4%	-24.4%	-26.0%	-49.3%	-8.7%	19.7%	36.5%	82.9%	-31.6%	30.4%	20.2%
특신	19.2	24.2	13.3	8.5	13.4	23.0	21.8	25.3	65.2	83.6	106.6
YoY	-11.9%	-26.7%	-52.8%	-75.4%	-30.0%	-5.0%	64.2%	198.2%	-44.5%	28.2%	27.5%
수출	12.9	15.4	10.5	3.8	9.0	17.7	16.8	19.0	42.6	62.5	79.7
YoY	48.3%	-18.9%	-34.0%	-80.5%	-30.0%	15.0%	60.0%	400.0%	-32.5%	46.8%	27.5%
내수	6.3	8.8	2.8	4.7	4.4	5.3	5.0	6.3	22.6	21.1	26.8
YoY	-51.9%	-37.1%	-77.2%	-68.7%	-30.0%	-40.0%	80.0%	35.0%	-58.5%	-6.7%	27.4%
필러	10.6	12.0	16.5	15.2	12.5	14.3	18.5	19.7	54.3	65.0	74.1
YoY	-46.7%	-30.2%	-2.4%	-24.0%	18.1%	19.2%	12.2%	29.6%	-26.6%	19.8%	14.0%
수출	7.7	9.2	13.2	11.6	9.5	11.2	14.8	15.7	41.7	51.1	58.0
YoY	-51.6%	-30.3%	5.6%	-25.2%	23.0%	22.0%	12.0%	35.0%	-27.0%	22.6%	13.4%
내수	2.9	2.8	3.3	3.6	3.0	3.1	3.7	4.0	12.6	13.9	16.1
YoY	-27.5%	-30.0%	-25.0%	-20.0%	5.0%	10.0%	13.0%	12.0%	-25.4%	10.2%	16.2%
기타	4.1	5.4	6.0	5.8	5.0	5.5	6.0	5.5	21.3	22.0	25.0
매출원가	14.2	19.5	23.5	9.3	12.4	18.4	19.1	19.7	66.5	69.6	76.3
YoY	12.8%	12.5%	31.9%	-57.5%	-13.1%	-5.5%	-18.9%	113.0%	-4.4%	4.7%	9.7%
매출총이익	19.6	22.1	12.3	20.3	18.6	31.4	29.8	34.3	74.3	114.1	144.4
YoY	-37.9%	-41.4%	-59.7%	-44.4%	-5.4%	42.0%	142.0%	69.1%	-45.5%	53.4%	26.6%
GPM	58.0%	53.1%	34.4%	68.7%	60.0%	63.0%	61.0%	63.5%	52.8%	62.1%	65.4%
판관비	29.6	26.2	23.8	31.9	23.0	23.1	22.7	24.7	111.4	93.6	92.4
YoY	86.7%	-0.8%	-12.8%	-22.6%	-22.1%	-11.8%	-4.6%	-22.4%	0.7%	-16.0%	-1.2%
경상연구개발비	6.9	7.9	8.0	9.7	8.6	8.9	8.8	10.0	32.5	36.3	40.2
YoY(%)	23.7%	23.0%	17.4%	18.9%	25.0%	12.0%	10.0%	3.0%	20.5%	11.6%	10.8%
기타판매관리비	22.7	18.3	15.8	22.1	14.4	14.3	13.9	14.7	78.9	57.3	52.2
YoY(%)	121.0%	-8.5%	-22.9%	-32.9%	-36.5%	-22.1%	-12.0%	-33.5%	-5.7%	-27.4%	-8.9%
영업이익	(9.9)	(4.1)	(11.4)	(11.6)	(4.5)	8.2	7.1	9.6	(37.1)	20.5	52.0
YoY	TR	TR	TR	CR	CR	TB	TB	TB	TR	TB	153.7%
OPM	-29.3%	-9.9%	-32.0%	-39.2%	-14.4%	16.6%	14.6%	17.7%	-26.3%	11.2%	23.6%
당기순이익	(6.1)	(6.1)	(0.2)	(17.6)	(5.5)	7.1	6.0	8.2	(30.0)	15.9	44.3
YoY	TR	TR	TR	CR	CR	TB	TB	TB	-217.5%	-152.9%	178.5%
NPM	-17.9%	-14.8%	-0.6%	-59.6%	-17.7%	14.3%	12.3%	15.2%	-21.3%	8.7%	20.0%

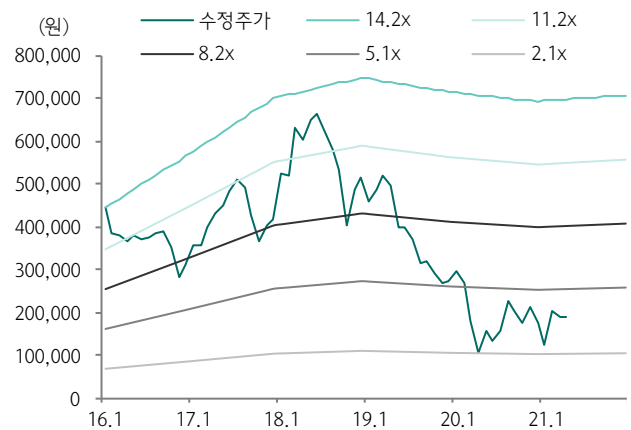
자료: 하나금융투자

그림 1. 메디톡스 PER 밴드



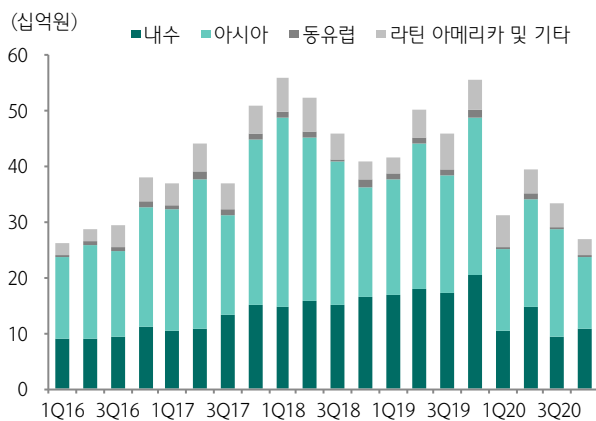
자료: 하나금융투자

그림 2. 메디톡스 PBR 밴드



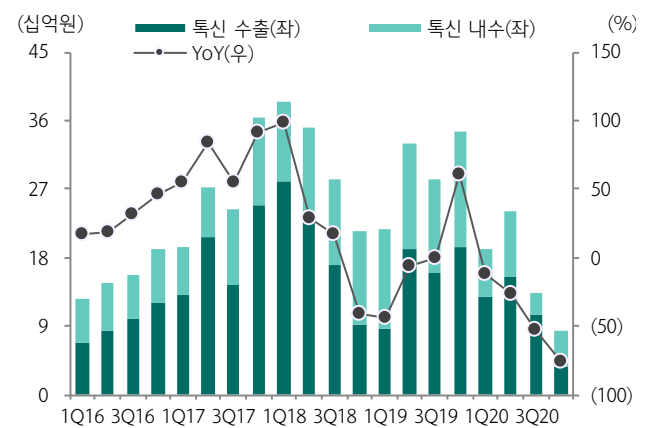
자료: 하나금융투자

그림 3. 지역별 매출 현황



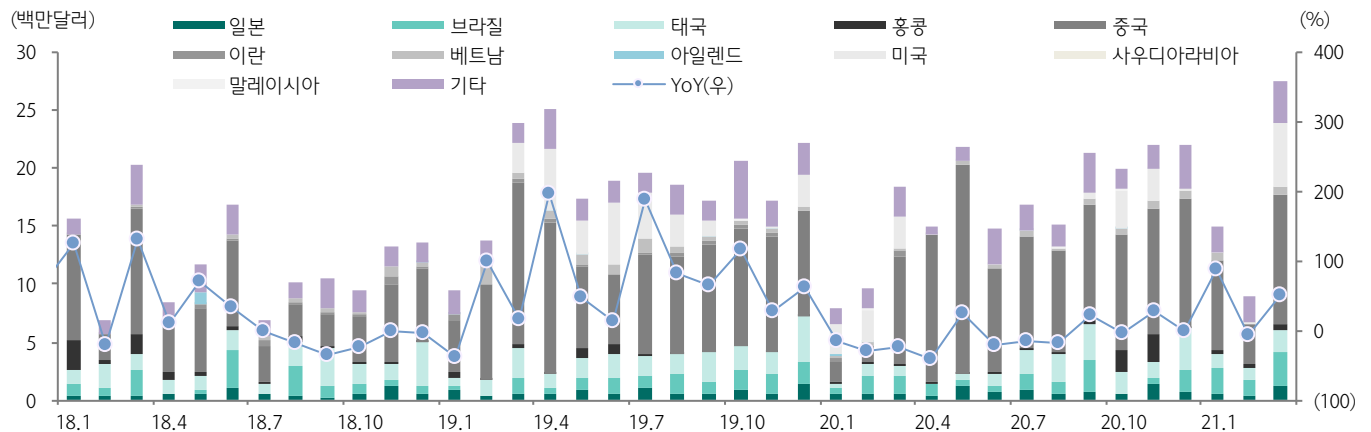
자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 4. 메디톡스 백신 매출액 추이



자료: 메디톡스, 하나금융투자

그림 5. 관세청 보틀리닝 백신 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 6. 메디톡스-대웅제약 분쟁 주요 일지

• 2016년 6월	메디톡스, 미국에서 대웅제약을 상대로 자사의 보툴리눔 독신 균주를 도용당했다는 내용의 소송 제기
• 2016년 10월	메디톡스, 서울중앙지법에 대웅제약 상대 소송 제기
• 2019년 1월	메디톡스, 미국 국제무역위원회(ITC)에 대웅제약 제소
• 2019년 3월	미 ITC 공식 조사 착수
• 2020년 4월	식품의약품안전처, 메디톡스의 ‘메디톡신’ 잠정 제조·판매·사용 중지 및 품목허가 취소 등 행정처분 절차 진행 메디톡스, ‘메디톡신’ 제조·판매 정지 처분에 행정소송 제기
• 2020년 6월	식약처, 메디톡스 ‘메디톡신’ 품목허가 취소
• 2020년 7월 7일	미 ITC, 대웅제약이 메디톡스의 영업 비밀 침해했다고 예비판결
• 2020년 11월 20일	미 ITC 최종판결 12월 16일로 재연기
• 2020년 12월 16일	미 ITC 최종판결에서 메디톡스 승리, 대웅제약 ‘나보타’ 21개월 간 미국 내 수입 금지 명령
• 2021년 2월 19일	앨러간, 메디톡스, 에볼루스 ITC 소송 합의

자료: 연합뉴스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	205.9	140.8	183.6	220.7	254.0
매출원가	69.5	66.5	69.6	76.3	83.8
매출총이익	136.4	74.3	114.0	144.4	170.2
판매비	110.7	111.4	93.6	92.4	95.1
영업이익	25.7	(37.1)	20.5	52.0	75.1
금융손익	0.8	(6.6)	(3.3)	(3.0)	(3.9)
종속/관계기업손익	2.4	(2.4)	1.0	2.0	2.4
기타영업외손익	(3.8)	4.0	(1.9)	(2.9)	(2.2)
세전이익	25.1	(42.1)	16.3	48.1	71.4
법인세	(0.4)	(12.1)	0.4	3.8	11.4
계속사업이익	25.6	(30.0)	15.9	44.3	60.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.6	(30.0)	15.9	44.3	60.0
비배주주지분 순이익	(0.6)	(0.5)	0.2	0.7	0.9
지배주주순이익	26.2	(29.6)	15.6	43.6	59.0
지배주주지분포괄이익	25.5	(31.8)	15.8	44.1	59.7
NOPAT	26.1	(26.4)	20.0	47.8	63.1
EBITDA	43.8	(18.5)	35.0	66.1	88.4
성장성(%)					
매출액증가율	0.24	(31.62)	30.40	20.21	15.09
NOPAT 증가율	(62.77)	적전	흑전	139.00	32.01
EBITDA증가율	(56.85)	적전	흑전	88.86	33.74
영업이익증가율	(69.94)	적전	흑전	153.66	44.42
(지배주주)순이익증가율	(62.57)	적전	흑전	179.49	35.32
EPS증가율	(62.54)	적전	흑전	161.97	29.78
수익성(%)					
매출총이익률	66.25	52.77	62.09	65.43	67.01
EBITDA이익률	21.27	(13.14)	19.06	29.95	34.80
영업이익률	12.48	(26.35)	11.17	23.56	29.57
계속사업이익률	12.43	(21.31)	8.66	20.07	23.62

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	120.0	138.7	183.1	257.6	322.6
금융자산	26.3	58.4	78.3	131.8	177.7
현금성자산	20.0	44.0	59.6	109.2	151.7
매출채권	56.5	34.2	44.6	53.5	61.6
재고자산	29.3	37.6	49.0	58.9	67.7
기타유동자산	7.9	8.5	11.2	13.4	15.6
비유동자산	301.5	329.1	329.9	328.5	329.0
투자자산	28.9	24.2	28.5	32.2	35.6
금융자산	13.5	10.2	10.3	10.3	10.3
유형자산	187.2	214.0	212.9	209.9	209.0
무형자산	22.3	18.0	15.6	13.5	11.6
기타비유동자산	63.1	72.9	72.9	72.9	72.8
자산총계	421.5	467.8	512.9	586.1	651.6
유동부채	136.3	117.6	140.6	165.2	167.8
금융부채	103.1	83.9	96.7	112.4	107.0
매입채무	4.1	4.0	5.2	6.3	7.2
기타유동부채	29.1	29.7	38.7	46.5	53.6
비유동부채	22.5	105.4	117.5	127.9	137.4
금융부채	2.3	65.6	65.6	65.6	65.6
기타비유동부채	20.2	39.8	51.9	62.3	71.8
부채총계	158.8	223.0	258.1	293.1	305.1
지배주주지분	259.2	241.4	251.2	288.7	341.2
자본금	2.9	3.1	3.2	3.3	3.5
자본잉여금	23.6	48.7	48.7	48.7	48.7
자본조정	(70.4)	(75.9)	(75.9)	(75.9)	(75.9)
기타포괄이익누계액	(1.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
이익잉여금	304.6	268.1	277.8	315.1	367.5
비지배주주지분	3.5	3.4	3.6	4.3	5.3
자본총계	262.7	244.8	254.8	293.0	346.5
순금융부채	79.0	91.1	83.9	46.2	(5.1)

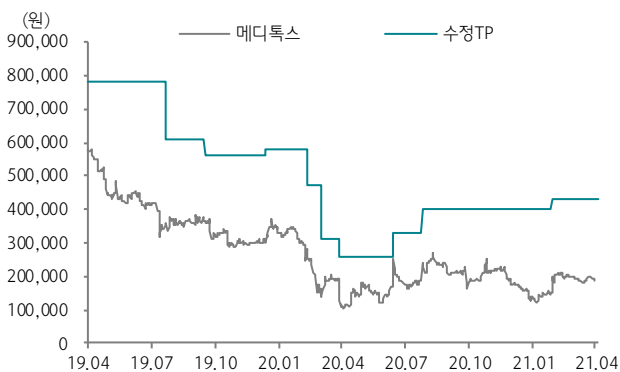
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,190	(4,728)	2,343	6,138	7,966
BPS	52,766	50,398	48,877	49,891	54,570
CFPS	9,771	2,849	4,640	8,572	11,290
EBITDAPS	7,008	(2,953)	5,237	9,317	11,923
SPS	32,921	22,514	27,497	31,090	34,273
DPS	744	956	956	956	956
주가지표(배)					
PER	65.57	(37.01)	79.77	30.45	23.46
PBR	5.21	3.47	3.82	3.75	3.42
PCFR	28.12	61.43	40.28	21.80	16.55
EV/EBITDA	41.81	(61.74)	35.01	17.95	12.87
PSR	8.35	7.77	6.80	6.01	5.45
재무비율(%)					
ROE	10.24	(11.82)	6.35	16.14	18.75
ROA	6.42	(6.65)	3.19	7.93	9.54
ROIC	12.09	(11.34)	7.99	19.10	25.17
부채비율	60.47	91.08	101.28	100.06	88.07
순부채비율	30.08	37.21	32.93	15.77	(1.48)
이자보상배율(배)	12.34	(8.88)	5.12	14.44	19.76

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	33.7	27.9	38.7	64.1	78.8
당기순이익	25.6	(30.0)	15.9	44.3	60.0
조정	2	5	2	1	1
감가상각비	18.1	18.6	14.5	14.1	13.3
외환거래손익	(0.6)	1.4	(0.5)	(0.5)	(0.2)
지분법손익	(2.4)	2.4	(1.0)	(2.0)	(2.4)
기타	(13.1)	(17.4)	(11.0)	(10.6)	(9.7)
영업활동 자산부채변동	(10.7)	3.9	7.1	6.1	5.5
투자활동 현금흐름	(28.4)	(52.0)	(16.9)	(12.5)	(13.5)
투자자산감소(증가)	(8.8)	7.1	(3.3)	(1.7)	(0.9)
자본증가(감소)	(21.0)	(40.8)	(11.0)	(9.0)	(10.5)
기타	1.4	(18.3)	(2.6)	(1.8)	(2.1)
재무활동 현금흐름	(4.5)	50.7	2.9	5.9	(15.6)
금융부채증가(감소)	21.3	44.2	12.8	15.7	(5.4)
자본증가(감소)	0.0	25.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(21.5)	(13.1)	(4.1)	(3.7)	(3.7)
배당지급	(4.3)	(5.5)	(5.8)	(6.1)	(6.5)
현금의 증감	0.8	26.6	12.9	49.6	42.5
Unlevered CFO	61.1	17.8	31.0	60.9	83.7
Free Cash Flow	12.7	(13.2)	27.7	55.1	68.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

메디톡스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.22	BUY	430,000		
20.8.18	BUY	400,000	-53.77%	-37.10%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 23일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 4월 26일 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.