

# 메디톡스 (086900)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

300,000

하향

현재주가

193,500

(24.08.12)

의료 장비 및 서비스 업종

## 비용 불확실성 해소, 본격 성장 가속 페달 밟는다

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000원으로 19% 하향(Upside +55%)
- 2분기 호실적 기록. 하반기 역시 성장세가 지속될 전망
- 수출 확대 및 비용 구조 정상화로 25년부터 폭발적인 이익 성장 기대

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000원으로 19% 하향(Upside +55%)

목표주가는 12개월 선행 EPS 7,349원에 타겟 멀티플 32.9x를 적용한 영업가치 1조 7,640억원과 MT10109L의 가치 4,090억원을 합산한 SOTP 방식으로 산출.

밸류에이션에 대한 논란은 존재하지만, 불확실성 해소와 향후 실적 성장 가능성을 고려하면 현재보다 높은 밸류에이션을 받을 수 있을 것으로 예상. 시장의 기대감이 낮은 상황이기에 오히려 기대치를 뛰어넘는 서프라이즈 실적이 나올 수 있는 가능성이 높고, 향후 주가 상승을 촉발할 다양한 요인들이 존재

### 2분기 호실적 기록. 하반기도 성장세가 지속될 전망

2Q24 매출액 650억원(YoY+25%), 영업이익 143억원(QoQ 흑전, YoY+50%, OPM 22%)의 호실적을 기록. 특히 비용구조 정상화가 두드러졌는데 2분기 지급수수료 97억원(QoQ-44%), 법무비용 72억원(QoQ-51%)을 기록하며 수익성 개선에 이끌려. 주가를 놀라웠던 '비용에 대한 우려'를 실제 숫자로 확인할 수 있었다는 점이 의미가 큼. 2H24 역시 신제품 뉴릭스의 성공적인 시장 안착과 톡신 시장의 성수기 진입, 그리고 비용 구조 정상화로 실적 성장세 지속될 전망

### 수출 확대 및 비용 구조 정상화로 25년부터 폭발적인 이익 성장 기대

2024년 영업이익 461억원(YoY 166%, OPM 18%), 2025년 영업이익 896억원(YoY 94%, OPM 29%) 예상. 올해 말부터 3공장에서 생산된 뉴릭스의 수출이 본격화되면서 해외 매출이 크게 증가할 것으로 예상. 톡신의 수출 공급가는 내수 시장 대비 2~3배 이상 높아 수출 비중 확대는 매출 성장과 수익성 개선에 직결

원재료비 및 변동비 비중이 낮은 사업 구조 덕분에 매출 증가 시 영업 레버리지 효과가 극대화될 것으로 예상. 또한, 공장 가동률 상승으로 고정비가 절감되면서 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 전망. 고마진의 뉴릭스/코어톡스의 매출 비중 확대로 제품 믹스가 개선되고, ITC 소송 종료에 따른 법무 비용 감소 및 3공장 가동률 상승으로 인한 생산 효율화 등 비용 구조 개선으로 OPM 상승 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2023	1Q24	직전추정	집계치	2024			3Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	52	55	65	65	25.5	19.1	57	66	12.3	1.3
영업이익	10	-1	15	14	50.0	흑전	7	15	315.6	3.7
순이익	9	-1	13	11	34.2	흑전	4	13	흑전	12.9

자료: 메디톡스, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

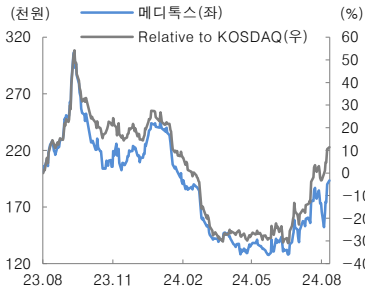
(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195	221	258	311	389
영업이익	47	17	46	90	140
세전순이익	50	16	44	87	138
종당순이익	37	10	34	68	108
지배지분순이익	37	10	34	68	108
EPS	4,973	1,270	4,395	8,826	13,965
PER	25.7	189.7	39.6	19.7	12.5
BPS	57,510	61,139	63,968	71,837	84,846
PBR	2.2	3.9	3.0	2.7	2.3
ROE	8.9	2.2	7.1	13.0	17.8

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

KOSDAQ	772.72
시가총액	1,412십억원
시가총액비중	0.35%
지분금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	307,500원 / 127,500원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	11.85%
주요주주	정현호 외 8인 18.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.3	41.2	4.4	-14.0
상대수익률	33.5	58.0	11.7	1.5



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	274	360	258	311	-5.8	-13.7
판매비와 관리비	114	147	119	122	3.9	-17.3
영업이익	70	99	46	90	-34.3	-9.4
영업이익률	25.6	27.5	17.9	28.8	-7.8	1.3
영업외손익	5	0	-2	-3	적자조정	적자조정
세전순이익	75	99	44	87	-40.9	-12.1
자비자분순이익	56	74	34	68	-39.6	-7.9
순이익률	20.6	20.6	13.2	22.0	-7.4	1.4
EPS(자비자분순이익)	7,281	9,579	4,395	8,826	-39.6	-7.9

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

I. Valuation

투자의견 매수 유지, 목표주가 30 만원으로 19% 하향 (기존 37 만원)

SOTP 밸류에이션

메디톡스에 대한 목표주가를 300,000원(Upside +55%)으로 하향하나 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 7,349원에 타겟 멀티플 32.9x를 적용한 영업가치 1조 7,640억원과 2025년부터 미국 및 RoW 국가에서의 MT10109L 판매를 반영한 신약 가치 4,090억원을 SOTP 방식으로 산정했다.

메디톡스의 영업가치 평가를 위해 휴젤과의 ITC 소송 이전 수익 변동성이 낮았던 2018~2019년 평균 12개월 선행 PER 32.9배를 타겟 멀티플로 적용했다. 영업가치 상향 조정은 휴젤 ITC 소송 종료, 3공장 독신 수출 본격화, MT10109L 미국 FDA 검토 본격화에 따른 2공장 가동 등으로 매출총이익률(GPM) 회복과 비용 구조 개선에 대한 기대감이 반영된 결과이다. 2024년 하반기 이후 독신 수출 본격화를 통한 매출 성장까지 예상되어 과거 2018~2019년처럼 긍정적인 전망을 다시 갖게 되었다고 판단한다. 2024년 10월 ITC 최종 판결이 예정되어 있으나, 그 결과가 메디톡스의 기업 가치에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망된다. 오히려 이번 판결은 그동안의 불확실성을 해소하고 메디톡스의 미래 방향성을 보다 명확히 하는 계기가 될 것으로 기대된다.

신약 가치는 2026년 허가 및 출시가 예상되는 액상형 독신 MT10109L의 가치를 기준으로 산정했다. 미국과 기타 국가에서는 직접 판매를 가정하여 추정했으며, 향후 파트너십 계약 체결 등 중요한 변화가 발생하면 추정치를 조정할 예정이다. 미국 시장에서 MT10109L의 점유율은 출시 첫 해인 2026년 0.6%에서 시작하여 2033년 5.1%까지 점진적으로 증가할 것으로 예상된다.

MT10109L은 현재 임상 3상을 완료했으며, 미국 BLA 신청 후 유럽 및 중동 지역 허가 신청을 계획하고 있다. 이에 따라 성공 확률을 90%로 설정했다. 할인율은 에볼루스와 레반스의 평균 WACC인 9.6%에 후발 주자라는 점을 고려하여 20% 할인한 11%를 적용했고, 원/달러 환율은 1,350원으로 가정했다. 이러한 가정 하에 MT10109L의 파이프라인 가치는 약 4,090억원으로 추정된다.

표 1. 메디톡스 목표주가 산출 (단위: 십억원, 원, 배)

	환산 가치	비고
영업가치 (십억원)	1,764	- 메디톡스 12mf EPS: 7,349 원 - Target PER: 32.9x 적용(메디톡스 '18~'19년 평균 12mf PER) 주: MT10109L를 제외한 24년 특산+필러 영업가치
비영업가치 (신약가치, 십억원)	409	
MT10109L(미국+RoW)	409	미국, RoW 국가 출시: 2026년 가정 특산 중 마용 시장 비중 40% 미국: 26년 M/S 0.6%, 33년 M/S 5% RoW: 25년 M/S 2%, 33년 M/S 10% 신약 성공확률: 90% (BLA to Filed) 직판 시나리오 가정, 초기 고정비로 EBIT margin은 점차 개선됨을 가정 할인율: 11% (EOLS, RVNC의 WACC 평균 20% 활용)
순차입금 (십억원)	10	24년 말 추정치 기준
기업가치 (십억원)	2,163	
전체 주식수 (주)	7,298,497	
목표가(원)	300,000	기준 37만원 대비 18.9% 하향
현재주가(원)	193,500	2024/8/12 종가 기준
Upside(%)	55.0%	

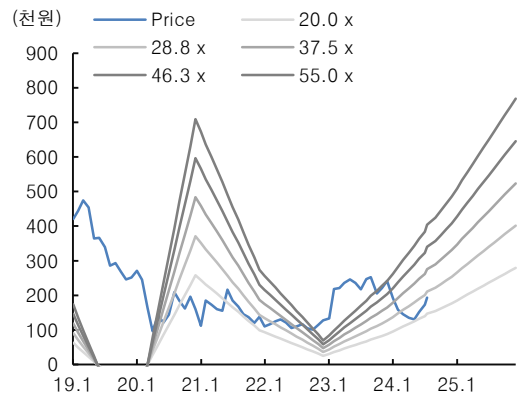
자료: 대신증권 Research Center

표 2. MT10109L 가치 산정 (단위: 백만달러)

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
글로벌 특산 시장 (전체)	7,731	8,377	9,068	9,779	10,516	11,274	11,992	12,687	13,321	14,030
US 특산 시장 (전체)	5,092	5,554	6,037	6,530	7,041	7,553	8,040	8,505	8,931	9,406
US 에스테틱 특산 시장 (40%)	2,037	2,221	2,415	2,612	2,816	3,021	3,216	3,402	3,572	3,762
YoY(%)	13%	9%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%	5%
US MT10109L M/S			0.6%	1.0%	1.1%	2.3%	2.8%	3.0%	3.2%	5.1%
US MT10109L 매출액			14	26	32	70	90	102	115	193
RoW 특산 시장 (US 제외)	2,639	2,824	3,031	3,249	3,475	3,721	3,953	4,181	4,390	4,624
RoW 에스테틱 특산 시장 (40%)	1,056	1,129	1,212	1,300	1,390	1,488	1,581	1,673	1,756	1,850
YoY(%)	11%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%
RoW MT 10109L M/S			2.0%	3.0%	3.0%	4.9%	4.5%	5.0%	8.1%	10.1%
RoW MT10109L 매출액			24	39	42	73	72	83	143	187
메디톡스 수익			38	65	74	143	162	185	258	381
메디톡스 수익(Risk-adjusted)			34	59	66	129	146	167	232	342
영업이익(EBIT)			(3)	9	17	39	51	67	93	154
EBIT Margin			-10%	15%	25%	30%	35%	40%	40%	45%
세후영업이익(NOPLAT)			(3)	7	13	31	41	53	74	123
현금흐름 현재가치			(2)	5	9	18	22	26	32	48
성공확률 (BLA to Filed)	90%									
세율	20%									
할인율	11%									
현금흐름 현재가치 합	158									
영구성장률	-2%									
Terminal value	371									
Terminal value 현재가치	145									
시장가치	303									
시장가치 (십억원)	409									

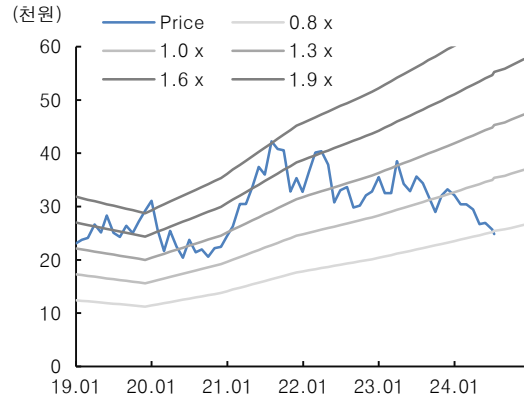
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 메디톡스 12MF PER 추이



자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 2. 메디톡스 12MF PBR 추이



자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

표 3. 주요 Peer Valuation Table →

(단위: 십억원, %, 배)

		KQ 086900	KQ 145020	KQ 214450	KQ 214150	KQ 287410
		메디톡스	휴젤	파마리서치	클래시스	제이시스메디칼
시가총액 (십억원)		1,412	3,214	1,825	3,171	990
매출액 (십억원)	22A	195.1	281.7	194.8	141.8	116.6
	23A	211.1	319.7	261.0	180.1	143.0
	24F	257.6	377.0	336.7	230.1	195.1
	25F	310.7	447.1	407.3	282.6	233.9
영업이익 (십억원)	22A	46.7	101.4	65.9	68.9	34.0
	23A	17.3	117.8	92.3	89.6	36.3
	24F	46.1	154.6	123.7	117.7	54.7
	25F	89.6	186.1	151.0	147.6	71.1
영업이익률 (%)	22A	23.9	36.0	33.8	48.6	29.2
	23A	7.8	36.8	35.3	49.8	25.4
	24F	17.9	41.0	36.8	51.1	28.0
	25F	28.8	41.6	37.1	52.2	30.4
PER (배)	22A	25.7	29.1	17.4	15.8	22.4
	23A	189.7	19.9	14.6	32.9	32.0
	24F	39.6	25.7	18.3	30.4	22.7
	25F	19.7	21.9	15.1	26.0	17.7
ROE (%)	22A	8.9	7.6	17.0	30.5	42.4
	23A	2.2	7.3	12.5	38.3	42.9
	24F	7.1	15.4	20.8	32.0	37.0
	25F	13.0	15.9	20.9	29.2	33.1

주: 2024.08.12 종가 기준 / 메디톡스 동사 추정치, Peer 그룹 컨센서스 기준 / 자료: Quantilwise, 대신증권 Research Center

## II. 2 분기 실적 리뷰 및 핵심 투자 포인트

### 2분기 실적 호조와 함께 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 달성할 전망

실적은 25년부터 고속 성장

2Q24 매출액 650억원(YoY+25%), 영업이익 143억원(QoQ 흑전, YoY+50%, OPM 22%)을 기록하며 시장 예상치를 뛰어넘는 실적을 달성했다. 2분기 실적의 핵심은 비용 구조 정상화에 있다. 지급수수료가 97억 원으로 전 분기 대비 44% 감소했고, 특히 법무 비용은 72억 원으로 51%나 줄었다. 미국 ITC 소송이 마무리 단계에 접어들면서 변호사 업무 시간이 감소한 것이 주효했다. 그동안 수익성 악화의 주요 원인이었던 지급수수료 문제가 해결되면서 비용에 대한 우려를 숫자로 확인할 수 있었다는 점이 의미 있다.

뉴릭스의 성공적인 시장 안착과 하반기 특신 시장의 계절적 성수기 진입으로 실적 성장 세는 당분간 지속될 전망이다. ‘24년 영업이익 461억원(YoY 166%, OPM 18%), ‘25년 영업이익 896억원(YoY 94%, OPM 29%)을 전망한다.

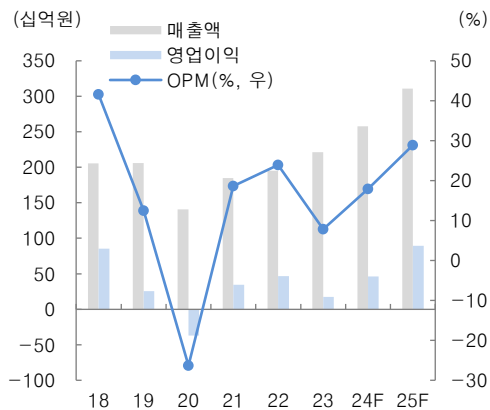
메디톡스의 해외 시장 성장 잠재력은 매우 긍정적이다. 현재 1공장만으로도 RoW 국가들의 수요를 충족시키지 못하고 있는 상황에서, 3공장에서 생산된 뉴릭스의 수출이 본격화되면 외형 성장이 가속화될 것으로 기대된다. 올해 일부 국가에서 승인이 이루어지고, 내년에는 브라질, 태국, 사우디, 칠레, 우크라이나 등 주요 국가에서 등록이 완료될 예정이다. 특신의 수출 공급가는 내수 시장 대비 2~3배 이상 높다.

가동률 상승은 규모의 경제 효과를 통해 수익성 향상에 크게 기여할 것이다. 동사 비즈니스는 원재료비와 변동비 비중이 낮아 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 클 것으로 예상된다. 특히, 신제품인 뉴릭스와 코어톡스의 높은 공헌 이익률, 제품 믹스 개선에 따른 매출총이익률 상승, 그리고 3공장 가동률 개선으로 인한 비용 효율화 등이 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

표 4. 메디톡스 분기 및 연간 실적 추정										(단위: 십억원, %)	
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	42.7	51.8	58.7	68.0	54.6	65.0	65.9	72.2	221.1	257.7	310.7
YoY (%)	7%	4%	10%	30%	28%	25%	12%	6%	13%	17%	21%
특신	16.6	27.9	33.8	38.3	23.2	34.0	37.8	41.0	116.6	136.0	178.0
수출	11.6	12.9	16.7	19.8	13.6	16.0	17.7	20.4	61.0	67.6	104.1
내수	5.0	15.0	17.1	18.5	9.6	18.0	20.2	20.7	55.6	68.4	73.9
필러	20.1	17.3	18.1	21.6	21.8	21.9	19.9	22.1	77.1	85.7	95.0
수출	15.8	13.3	14.0	16.5	17.0	17.1	14.5	15.7	59.6	64.3	69.1
내수	4.3	4.0	4.1	5.1	4.8	4.8	5.4	6.4	17.5	21.4	25.8
기타	6.0	6.6	6.7	8.1	9.6	9.1	8.1	9.1	27.4	35.9	37.7
매출총이익	24.3	32.6	37.6	39.4	33.1	41.4	42.7	47.4	133.9	164.6	211.5
YoY (%)	-2%	2%	8%	13%	36%	27%	14%	20%	6%	23%	28%
총이익률	57%	63%	64%	58%	61%	64%	65%	66%	61%	64%	68%
영업이익	1.8	9.6	3.6	2.4	-0.9	14.3	14.9	17.8	17.3	46.1	89.6
YoY (%)	-68%	-8%	-75%	-85%	적전	50%	316%	633%	-63%	166%	94%
영업이익률	4%	18%	6%	4%	-2%	22%	23%	25%	8%	18%	29%
세전이익	6.6	9.2	3.4	-3.4	-1.1	13.9	16.9	14.8	15.9	44.5	87.1
YoY (%)	24%	-62%	-81%	적전	적전	50%	391%	흑전	-68%	180%	96%
세전이익률	15%	18%	6%	-5%	-2%	21%	26%	21%	7%	17%	28%
당기순이익	5.5	8.5	-2.2	-2.1	-1.5	11.4	12.9	11.1	9.7	34.0	68.3
YoY (%)	24%	-56%	적전	적지	적전	흑전	13%	-14%	-74%	251%	101%
당기순이익률	13%	16%	-4%	-3%	-3%	18%	20%	15%	4%	13%	22%

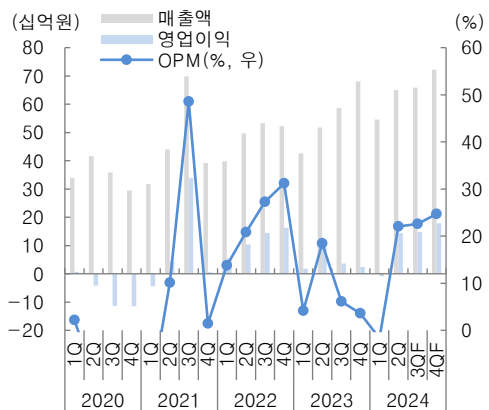
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 매출, 영업이익, 영업이익률 (연간)



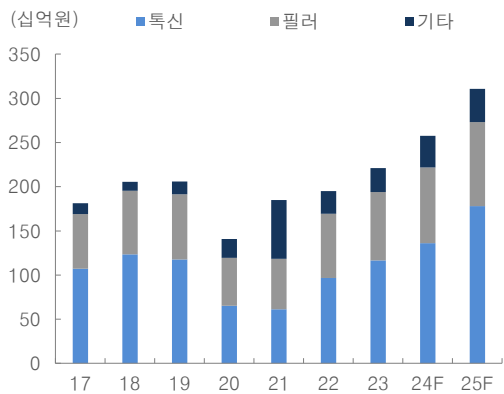
자료: 메디톡스 대산증권 Research Center

그림 4. 매출, 영업이익, 영업이익률 (분기별)



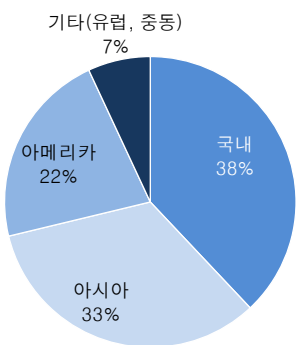
자료: 메디톡스 대산증권 Research Center

그림 5. 품목별 매출 추이 (연간)



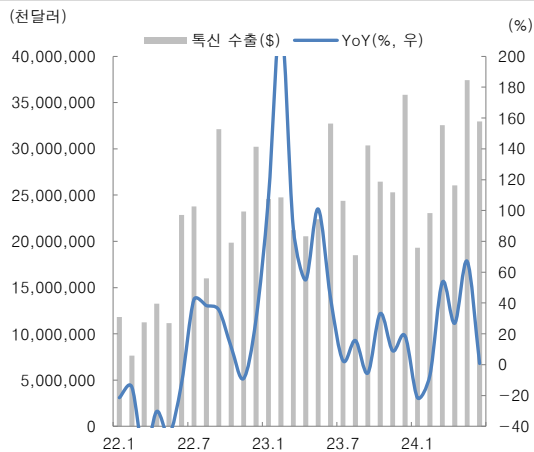
자료: 메디톡스 대산증권 Research Center

그림 6. 지역별 매출 비중 추이 (연간)



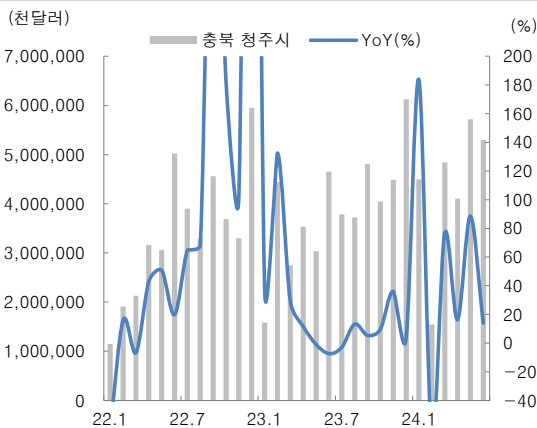
주: 2023년 기준  
자료: 메디톡스 대산증권 Research Center

그림 7. 특신 수출 추이(전체)



주: HS CODE: 3002.49.1000  
자료: 관세청 대산증권 Research Center

그림 8. 특신 수출 추이(충북 청주시, 메디톡스 추정)



주: HS CODE: 3002.49.1000  
자료: 관세청 대산증권 Research Center

표 5. 메디톡스 소송 정리

대상	종류	이슈	내용
대웅제약	미국 ITC	군주, 공정 도용 (원료, 합의)	[타입라인] 2019.1 접수 → 2020.7 예비판결 → 2020.12 최종판결 → 2021.2 합의(21.6 2차 합의) 원료(2년 1개월): 군주 및 제조공정 도용 인정, 군주 지적재산권 인정 x (영업 비밀이 아니라고 판단) 합의 → 합의금(3,500 만달러), 판매 로열티(10년), 에볼루스 주식(540 억원 규모) 기타: 1차 합의는 에볼루스-메디톡스-애브비 3자 합의, 2차 합의는 이온바이오파마
			[타입라인] 2017.10 소송 제기 → 2023.2 1심 판결 → 24년 중순경 2심 판결 예상
	국내 민사	군주, 공정 도용 (1심 원료 항소)	1심 판결(5년 4개월): 군주 및 제조공정 도용 인정, 군주 지적재산권 인정 → 독신 제조, 판매 금지, 군주 반납 및 폐기, 손해배상(400 억원 규모) → 항소, 집행정지 가처분 인용 체크포인트: (1) 민사 소송 결과와 ITC 에볼루스 합의(settle)와의 연계
휴젤	미국 ITC	군주, 공정 도용 (예비판결 완)	[타입라인] 2022.3 소장 접수 → 2024.6 예비판결 (휴젤 승) → 2024.10 최종판결 체크포인트: (1) 군주, 공정 도용 부분 (2) 영업비밀(Trade Secret) 1호 기타: 산자부 군주 자료 반출 승인(2023.4) → 자료 제출 마감(2023.9), 전문가 의견서 마감(2023.11) 소송 펀드를 통해 진행로펌: 켄 엠마뉴엘
엘러간	ICC	라이선스계약 위반 (진행 중)	[타입라인] 2022.9 중재 신청 → 2023.12 엘러간 반대청구 → 2024년 말~ 2025년 초 판결 예상 → 엘러간의 MT10109L 라이선스계약 위반에 따른 손해배상 청구 기타: 메디톡스가 청구한 손해배상 금액은 미공개, 엘러간이 반대청구한 금액은 약 352 억원
식약처	국내 행정	간접수출	[타입라인] 2020.11 품목허가 취소 → 2021.4 집행정지 가처분 인용 → 2023.7 메디톡스 1심 승소 1심 승소(명확한 조항 없음) → 행정처분 취소 판결
		원액 변경	[타입라인] 2020.6 품목허가 취소 → 2020.10 집행정지 가처분 인용 → 2023.11 메디톡스 1심 승소 1심 승소(약사법 법리 해석 결과 식약처 처분 위법) → 행정처분 취소 판결
		이노투스 역가조작	[타입라인] 2021.1 품목허가 취소 → 2021.5 집행정지 가처분 인용 → 현재 재판 Suspend 기타: 앞선 두 건 소송의 결과에 따라 진행 여부 결정

자료: 대신증권 Research Center

표 6. 국내 주요 의료미용 기업 상장사 리스트

(단위: 십억원, %, 배)

기업명	시가 총액	컨셉	수익률					거래대금(십억원)			12MF 밸류에이션			현금성 자산
			1W	1M	3M	6M	YTD	5일	60일	52주	P/E	P/B	EV/ EBITDA	
침습														
휴젤	3,296	독신/필러	11.0	18.1	23.9	75.3	75.0	45.4	20.2	12.9	23.3	3.0	14.4	445
메디톡스	1,387	독신/필러	14.7	21.4	34.7	2.6	(21.1)	45.8	18.9	17.6	39.8	2.7	17.6	37
대웅제약	1,448	제약사	1.0	6.1	11.5	5.2	7.0	10.9	6.0	4.1	13.4	1.5	9.3	109
파마리서치	1,798	스킨부스터	20.1	15.4	22.2	66.5	57.1	87.0	31.3	20.4	15.8	3.0	10.1	163
휴메딕스	398	필러	6.8	6.8	0.1	25.5	5.0	6.1	2.9	3.0	9.3	1.5	4.1	90
바이오플러스	375	필러	3.5	3.2	0.5	(10.0)	(5.8)	9.6	6.9	5.0	—	—	—	58
제테마	281	필러	1.6	1.0	(0.9)	7.4	1.3	0.6	0.4	0.8	9.3	2.5	14.8	32
비침습														
클래시스	3,200	리프팅 (HIFU)	12.4	(1.4)	3.1	74.2	32.5	13.3	13.4	13.7	27.1	7.3	20.7	129
에이피알	1,730	홍류티	(1.9)	(24.6)	(29.1)	0.0	0.0	29.0	86.5	105.4	13.6	4.2	8.3	115
원텍	605	리프팅 (RF)	3.5	(10.9)	(39.1)	(12.5)	(27.4)	5.8	9.7	14.7	11.3	3.5	7.6	66
제이시스메디칼	993	리프팅 (RF)	(0.1)	0.3	22.1	56.5	23.4	6.2	20.7	14.3	19.2	5.5	12.8	97
비율	575	리프팅 (RF)	0.9	(13.0)	(10.6)	38.2	15.8	14.9	23.0	23.7	15.7	5.0	11.3	54
하이로닉	144	리프팅	0.5	(21.8)	(9.4)	(4.3)	(1.9)	2.0	6.5	4.1	—	—	—	17
이루다	135	리프팅	5.0	(5.8)	(8.9)	(1.2)	(6.8)	0.6	3.0	2.8	—	—	—	10
레이저웍텍	99	레이저	(2.2)	(16.5)	(17.1)	(38.4)	0.0	0.8	4.1	12.6	—	—	—	13

주: 2024.8.12 기준 / 자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 2000년 설립, 2009년 KOSDAQ 상장, 보툴리눔 독신 및 필터 제조, 판매 사업 영위, 23년 상반기 기준 직원수 712명
- 보툴리눔 독신 배양 및 분리/정제 기술을 보유, 오리지널 독신 균주 특허권 보유, 독신 제품 4개: 메디톡신, 이노톡스, 코아톡스, 뉴릭스
- 설립자 및 대표이사 정현호
- 자산 6,080억원, 부채 1,193억원, 자본 4,887억원(2023년 상반기 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

구분	비율
독신	50%
필터	37%
기타	13%

주: 2022년 기준 / 자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률

연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)
18	200	80	40
19	200	30	15
20	140	-20	-15
21	180	40	22
22	220	50	23
23	220	20	9
24F	260	50	19
25F	310	90	29

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

독신 수출 추이(충북 청주시, 메디톡스 추정)

연도	충북 청주시 (천달러)	YoY (%)
22.1	1,000,000	0
22.7	5,000,000	100
23.1	6,000,000	20
23.7	4,000,000	-33
24.1	6,000,000	50

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

글로벌 보툴리눔 독신 시장 규모 및 추이

연도	US (십억달러)	RoW (십억달러)
10	1.5	0.5
12	1.8	0.5
14	2.2	0.5
16	2.8	0.5
18	3.5	0.5
20	4.2	0.5
22	5.0	0.5
24E	6.0	0.5
26E	7.0	0.5
28E	8.0	0.5

자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

국내 독신 3사 생산능력 비교

회사	1공장 (만 바이알)	2공장 (만 바이알)	3공장 (만 바이알)	총합 (만 바이알)
메디톡스	100	750	900	1,750
대웅제약	50	450	1,300	1,800
휴젤	50	500	800	1,350
휴온스	50	500	720	1,270

자료: 각 사, 대신증권 Research Center



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195	221	258	311	389
매출원가	69	87	93	99	117
매출총이익	126	134	165	211	272
판매비와판매료	80	117	119	122	132
영업이익	47	17	46	90	140
영업외수익	23.9	7.8	17.9	28.8	36.0
EBITDA	62	33	58	103	155
영업외손익	3	-1	-2	-3	-2
관계기업손익	-3	-6	-6	-6	-6
금융수익	8	7	6	6	6
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-12	-9	-10	-10	-10
외환관련손실	4	5	4	4	4
기타	9	6	8	7	7
법인세비용차감전순이익	50	16	44	87	138
법인세비용	-13	-6	-10	-19	-30
계속사업순이익	37	10	34	68	108
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	37	10	34	68	108
당기순이익률	18.8	4.4	13.2	22.0	27.8
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	37	10	34	68	108
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	51	10	34	68	108
비재계분포괄이익	1	-1	0	0	0
재계분포괄이익	50	10	34	68	108

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,973	1,270	4,395	8,826	13,965
PER	25.7	189.7	39.6	19.7	12.5
BPS	57,510	61,139	63,968	71,837	84,846
PBR	2.2	3.9	3.0	2.7	2.3
EBITDAPS	8,299	4,258	7,479	13,289	20,010
EV/EBITDA	15.4	55.5	24.7	13.3	8.4
SPS	26,212	28,797	33,290	40,144	50,265
PSR	4.9	8.4	5.8	4.8	3.8
CFPS	9,949	5,400	8,107	13,814	20,535
DPS	958	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액증가율	5.5	13.3	16.5	20.6	25.2
영업이익증가율	35.3	-62.9	165.9	94.4	56.6
순이익증가율	-60.8	-73.5	251.0	100.8	58.2
수익성					
ROIC	11.8	3.1	9.6	18.9	27.3
ROA	7.9	2.9	7.4	13.5	18.8
ROE	8.9	2.2	7.1	13.0	17.8
안정성					
부채비율	37.5	28.9	26.0	23.1	20.3
순차입금비율	21.9	10.6	2.0	-8.1	-16.9
이자보상배율	20.2	7.4	37.9	75.4	121.0

자료: 메디투クス 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	135	166	183	254	371
현금및현금성자산	21	33	43	92	147
매출채권및기타채권	52	68	63	72	106
재고자산	53	60	63	71	88
기타유동자산	10	5	14	19	29
비유동자산	461	445	448	438	427
유형자산	209	205	216	215	213
관계기업투자지분	38	35	29	23	17
기타비유동자산	215	205	203	201	198
자산총계	596	612	630	692	798
유동부채	135	127	116	111	109
매입채무및기타채무	25	35	36	37	38
차입금	63	61	58	56	53
유동상채무	5	20	0	0	0
기타유동부채	43	10	21	18	18
비유동부채	27	11	15	19	26
차입금	20	0	1	2	4
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	11	13	17	22
부채총계	163	137	130	130	135
자본지분	428	469	495	556	657
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	113	148	148	148	148
이익잉여금	401	407	432	493	594
기타자본변동	-90	-89	-89	-89	-89
비재계분	6	5	5	6	7
재계분	434	474	500	562	664
순차입금	95	50	10	-45	-112

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	26	14	64	81	87
당기순이익	37	10	34	68	108
비현금항목의가감	37	32	29	39	51
감가상각비	15	15	12	13	15
외환손익	1	1	-1	-1	-1
지분법평가손익	3	6	6	6	6
기타	18	10	13	21	32
자산부채의증감	-30	-16	12	-6	-41
기타현금흐름	-18	-12	-11	-19	-30
투자활동 현금흐름	-36	13	-21	-7	-12
투자자산	-12	45	6	6	6
유형자산	-10	-8	-20	-10	-10
기타	-15	-24	-7	-3	-8
재무활동 현금흐름	-40	-14	-67	-46	-46
단기차입금	-1	-3	-3	-3	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	1	1	1
유상증자	3	33	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-7	-7
기타	-35	-35	-57	-37	-37
현금의증감	-51	13	10	49	55
기초 현금	72	21	33	43	92
기말 현금	21	33	43	92	147
NOPLAT	34	11	35	70	110
FCF	24	-12	27	74	115

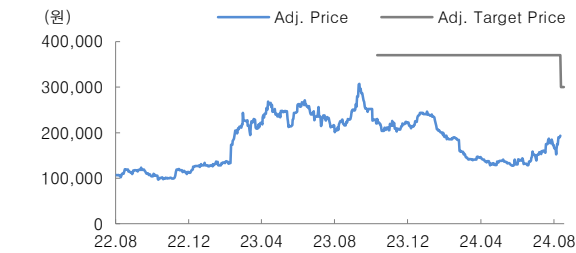
[Compliance Notice]

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:한승협)  
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 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

메디톡스(086900) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.13	24.04.12	24.01.15	23.12.07	23.12.02	23.11.09
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000
과표율(평균%)		(60.26)	(47.14)	(40.21)	(42.19)	(42.22)
과표율(최대/최소%)		(47.70)	(33.38)	(33.38)	(38.92)	(38.92)
제시일자	23.10.12					
투자의견	Buy					
목표주가	370,000					
과표율(평균%)	(42.53)					
과표율(최대/최소%)	(38.92)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과표율(평균%)						
과표율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과표율(평균%)						
과표율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240810)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	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 추가 상승 예상  
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상  
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상