



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

메디톡스 (086900)

2013년 수출급증 및 해외제휴 기대!

투자의견: **BUY (M)**

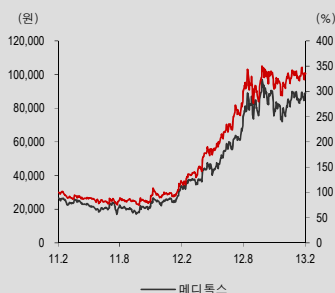
목표주가: **120,000원 (M)**

제약/바이오

주가	89,100원
자본금	28억원
시가총액	5,040억원
주당순자산	10,920원
부채비율	20.98%
총발행주식수	5,656,535주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	70,552주
52주 고	97,000원
52주 저	31,900원
외인지분율	13.16%
주요주주	정현호 외 6인 21.68%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	2.1	18.2	166.0
상대	1.2	7.4	(4.0)
절대(달러환산)	(0.3)	19.3	176.7



자료: Datastream



Why This Report

동사에 대한 수출 및 해외제휴 전망은 매우 밝지만, 단기적으로 국내 경쟁은 점점 치열해지고 있습니다. 그러나 보수적인 회사임에도 불구하고 올해 수출을 포함한 실적 가이드는 높게 제시하였고, 올해는 내수보다는 수출 매출이 훨씬 많아질 것으로 기대가 됩니다. Valuation이 다소 높은 기업이지만, 올해 한번 “톡” 튀는 시점이 있을 것 같네요. 과연 동사의 해외 Partner가 누가될지 기대가 됩니다^^

Investment Point

매출 고성장 지속, 일회성 비용으로 수익성은 하락

▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 4분기 매출액은 109억원(+45.3% YoY, +19.8% QoQ), 영업이익 31억원(-8.8% YoY, -31.1% QoQ, OPM 28.4%), 순이익 36억원(+28.6% YoY, -10.0% QoQ)으로 일회성 비용의 발생으로 Consensus 추정치를 상당폭 하회하였다.

차세대 Meditoxin 해외 임상시험 성공으로 해외 제휴 가능성 증가!

▶ 동사는 인간 혈청 알부민을 배제한 용액제형의 상온보관 가능한 차세대 Meditoxin을 개발하여 작년 연말 호주에서 임상 2상을 완료하였으며, 2013년 임상 3상(호주 및 미국), 2015년 선진국 허가, 2016년 선진국 출시를 목표로 하고 있다.

Valuation

▶ 4분기 실적 및 올해 동사의 실적 가이드(매출 480억원, 영업이익 240억원)를 고려하여 동사에 대한 실적 추정을 다음과 같이 소폭 조정하며, 투자의견 매수(BUY)를 유지하고 목표주가 120,000만원(DCF Method: WACC 8.3%, Terminal Growth 5.0% 적용)을 유지한다.

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

- 2013년 내수시장 경쟁 심화 예상되나, 수출 매출 60%(YoY) 고성장 전망
- 작년말 호주 임상 2상 성공 완료 이후 글로벌 제약사의 관심 증가, 연내 해외제휴 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	211	217	363	479	560
매출액증가율	22.7	2.9	67.1	32.2	16.7
영업이익	109	86	171	242	297
영업이익률	51.7	39.6	47.1	50.5	53.0
지배주주귀속 순이익	106	74	168	219	273
지배주주 귀속 EPS	1,876	1,303	2,975	3,865	4,820
증가율	16.4	-30.5	128.3	29.9	24.7
PER	14.8	17.6	30.0	23.1	18.5
PBR	3.8	2.8	8.2	6.2	4.8
EV/EBITDA	12.1	11.5	25.6	18.0	14.2
ROA	26.8	14.8	27.8	28.1	27.4
ROE	33.3	18.9	34.6	33.2	31.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ 매출 고성장 지속, 일회성 비용으로 수익성은 하락

K-IFRS 별도 기준 동사의 4분기 매출액은 109억원(+45.3% YoY, +19.8% QoQ), 영업이익 31억원(-8.8% YoY, -31.1% QoQ, OPM 28.4%), 순이익 36억원(+28.6% YoY, -10.0% QoQ)으로 일회성 비용의 발생으로 Consensus 추정치를 상당폭 하회하였다.

● **매출** : 3분기 동사 Meditoxin(100U, 50U, 200U)의 내수 및 수출 매출은 각각 52억원(+54.6% YoY), 55억원(+35.0% YoY) 을 기록하였다. **내수**는 2011년 4분기 치료제용 Meditoxin 200U(치료제 매출: 매분기 약 10억원) 출시 및 지난 6월 이후 기존 판매사인 태평양제약과 더불어 동사가 Meditoxin 직접판매를 시작하면서 매출이 크게 증가하였다. 동사는 Meditoxin 직접판매를 위해 2012년 영업인력을 15명 신규(총 영업인력 25명)로 고용하였다. **수출**은 아시아향(일본, 태국, 홍콩 등) 수출이 39억원(+45.1% YoY), 동유럽향 수출이 3억원(-33.2% YoY), 남미 및 기타국가 수출이 13억원(+70.5% YoY)을 기록하였다. 특히 2011년 4월 동사의 브라질 마케팅 파트너인 Bergamo 가 Amgen 에 인수되면서 브라질향 수출이 크게 감소하였으나, 지난 4월부터 브라질 수출이 재개되면서 2분기 이후 브라질향 수출은 분기당 5억원을 기록하였으며, 올해는 분기당 8억원 이상의 수출이 기대된다. 더불어 상반기 러시아에서 Meditoxin 이 허가되고, 하반기에 수출이 시작될 것으로 예상된다.

● **수익성** : 매출이 증가하면서 매출원가율은 7.3%로 전분기 대비 2.6%p 감소한 반면, 판매비율은 61.5%로 전분기 대비 19.7%p 급증하였다. 판매비 증가는 지난 9월부터 일회성 비용인 지급수수료(4Q12 27억원, 3Q12 6억원)가 발생하고 있기 때문인데, 일회성 비용 제외시 영업이익은 58억원(OPM 53.2%)로 양호한 수준이었다.

메디톡스 4분기 실적 (K-IFRS 별도)									(단위: 억원)		
	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	YoY	QoQ	4Q12F(Consensus)	2012	2013F(동양)	2013F(Consensus)
매출액	75	69	94	91	109	45.3%	19.8%	109	363	479	526
매출원가	10	9	8	9	8	-20.0%	-11.1%		34	41	
COGS%	13.3%	13.0%	8.5%	9.9%	7.3%				9.4%	8.6%	
매출총이익	65	60	87	83	99	52.3%	19.3%		329	438	
판매비	31	24	29	38	67	116.1%	76.3%		158	197	
SG&A%	41.3%	34.8%	30.9%	41.8%	61.5%				43.5%	41.1%	
영업이익	34	36	58	45	31	-8.8%	-31.1%	53	170	209	305
OPM%	45.3%	52.2%	61.7%	49.5%	28.4%			48.6%	46.8%	43.6%	58.0%
비영업손익	-5	2	-3	5	7	흑전	40.0%	2	11	6	13
세전이익	29	38	55	50	38	31.0%	-24.0%	55	181	215	318
법인세비용	1	6	9	10	2	100.0%	-80.0%	4	2	27	47
Tax Rate%	3%	16%	16%	20%	5%			7%	1%	13%	15%
당기순이익	28	32	46	40	36	28.6%	-10.0%	51	154	188	271
NPM%	37.3%	46.4%	48.9%	44.0%	33.0%			46.8%	42.4%	39.2%	51.5%

자료: 동양증권 리서치센터

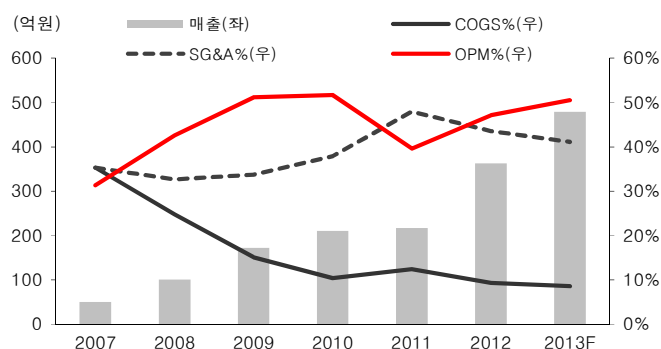
Meditoxin(100U, 50U, 200U) 지역별 매출

(단위: 억원)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	YoY%	QoQ%	2011	2012
총매출	75	69	94	91	108	43.8%	17.6%	217	363
YoY%	30.4%	70.4%	70.1%	98.3%	43.8%			2.9%	67.1%
국내 매출	34	36	43	44	52	54.6%	18.4%	84	176
YoY%	100.7%	124.3%	120.6%	202.1%	54.6%			4.5%	109.0%
수출	41	33	51	47	55	35.0%	16.9%	133	187
YoY%	1.2%	34.7%	42.7%	50.2%	35.0%			1.9%	40.6%
% of sales	54.9%	47.6%	54.4%	51.8%	51.5%			61.3%	51.6%
아시아	27	24	39	31	39	45.1%	23.9%	98	133
YoY%	10.5%	40.8%	38.1%	19.9%	45.1%			20.4%	35.6%
동유럽	5	3	3	3	3	-33.2%	18.8%	12	12
YoY%	103.9%	71.3%	73.9%	-31.3%	-33.2%			57.4%	-3.2%
중남미 및 기타국가	8	6	10	13	13	70.5%	0.1%	21	42
YoY%	-43.7%	5.6%	51.7%	750.6%	70.5%			-48.3%	98.3%

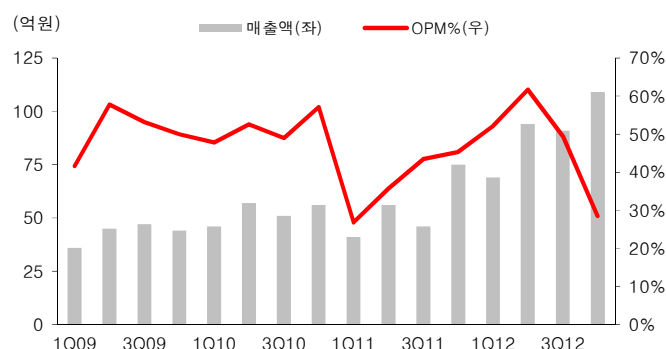
자료: 동양증권 리서치센터

메디톡스 연간 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

메디톡스 분기별 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동양증권 리서치센터

■ 차세대 Meditoxin 해외 임상시험 성공으로 해외 제휴 가능성 증가!

동사는 인간 혈청 알부민을 배제한 용액제형의 상온보관 가능한 차세대 Meditoxin을 개발하여 작년 연말 호주에서 임상 2상을 완료하였으며, 2013년 임상 3상(호주 및 미국), 2015년 선진국 허가, 2016년 선진국 출시를 목표로 하고 있다. 이를 위해 오송 생명과학단지 내 cGMP(미국 의약품 생산기준), EU GMP(유럽 의약품 생산 기준)에 부합하는 공장을 건설 중에 있다(2012~2013년, 300억원 투자 예정). 특히 호주 임상 2상의 성공적인 완료 이후 차세대 Meditoxin에 대한 해외 제약사의 관심이 더욱 증가하였으며, 연내 해외 개발 및 판권에 대한 전략적 제휴(Strategic Alliance) 체결이 기대된다. 글로벌 제약사와 전략적 제휴를 통하여 동사는 글로벌 얼굴용 주사제(Facial Injectables) 개발 및 제조사로 한 단계 도약할 수 있을 전망이다.

■ Valuation

4분기 실적 및 올해 동사의 실적 가이드선(매출 480억원, 영업이익 240억원)를 고려하여 동사에 대한 실적 추정을 다음과 같이 소폭 조정하였으나, 투자 의견 매수(BUY)를 유지하고 목표주가 120,000만원(DCF Method: WACC 8.3%, Terminal Growth 5.0% 적용)을 유지한다.

메디톡스 실적추정 변경 (단위: 억원)									
	신규 추정			기존 추정			YoY %		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
매출	363	479	560	361	419	465	0.6%	14.3%	20.4%
영업이익	171	242	297	200	240	268	-14.5%	0.8%	10.8%
OPM%	47%	51%	53%	55%	57%	58%			
세전계속사업이익	181	257	321	202	249	285	-10.4%	3.2%	12.6%
순이익	168	219	273	170	209	239	-1.2%	4.8%	14.2%
EPS	2,975	3,865	4,820	3,006	3,696	4,232	-1.0%	4.6%	13.9%

자료: 동양증권 리서치센터

메디톡스 DCF Valuation							
(Won in billion)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	Continuing	
NOPLAT	15.9	20.5	25.2	27.6	30.7		
Depreciation & Amortization	1.8	2.0	2.1	5.4	5.5		
Free Cash	17.7	22.5	27.3	33.0	36.2		
Working Capital Increase	7.2	6.3	5.2	4.8	4.8		
Capex	4.5	5.0	4.1	4.1	4.1		
Total investment	11.7	11.3	9.3	8.9	8.9		
Free Cash Flow	6.0	11.2	18.0	24.1	27.3		28.7
PVIF(Present Value Interest Factor)	1.00	0.92	0.85	0.79	0.73	0.67	0.67
PV of FCF	6.0	10.3	15.4	19.0	19.9		
Terminal Value							871.9
* Share Price Calculation		* WACC Calculation					
FCF growth (normalized,%)	5.0	Beta			1.0		
Terminal growth (%)	5.0	Rf			2.8		
WACC	8.3	Risk Premium			6.0		
PV of FCF	71	Dividend Yield (%)			0.6		
PV of continuing value	586	Re			9.4		
Sum	656						
Net Debt	-21	We			0.8		
Equity value	677	Wd			0.2		
# of Shares ('000)	5,657	Re			9.4		
Share Price (calculated)	119,694	Rd			5.0		
Stock Price	89,100	WACC			8.3		
Total Return	34.3%						

자료: 동양종합금융증권 리서치센터

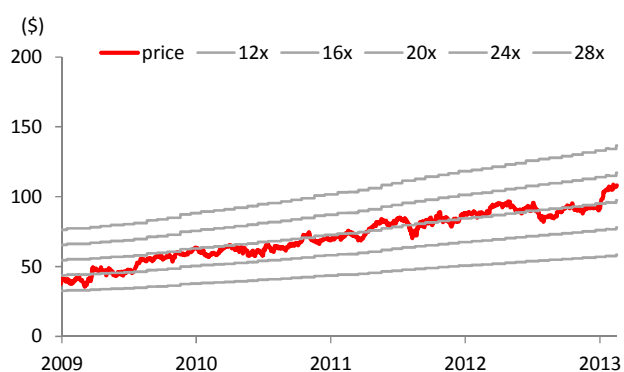
주요 얼굴용 주사제 개발 및 판매사 Valuation Table (2013)

(단위: USD mn, x, %)

	시총	매출액	영업이익	순이익	OPM	매출액 YoY	영업이익 YoY	ROE	2012 PER	2013 PER	PBR	EV/EBITDA	YTD	수출 비중
Allergan (US)	33,220	6,162	2,022	1,444	32.8	6.1	23.2	22.7	25.9	22.7	4.6	14.0	17.8	39.1
Ipsen (France)	2,910	1,674	264	198	15.8	2.7	19.0	13.2	16.1	14.6	2.0	8.3	13.5	74.7
Medytox (S. Korea)	465	45.5	24.7	24	54.2	41.2	63.1	36.2	29.8	21.6	6.2	14.7	4.2	51.6
평균					34.3	16.7	35.1	24.0	23.9	19.6	4.2	12.3	11.8	55.1

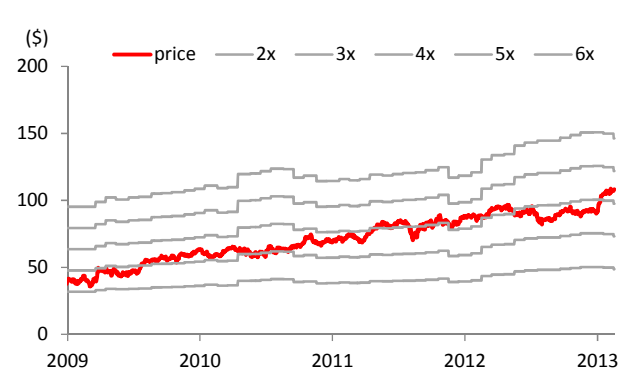
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

Allergan PER Band Chart



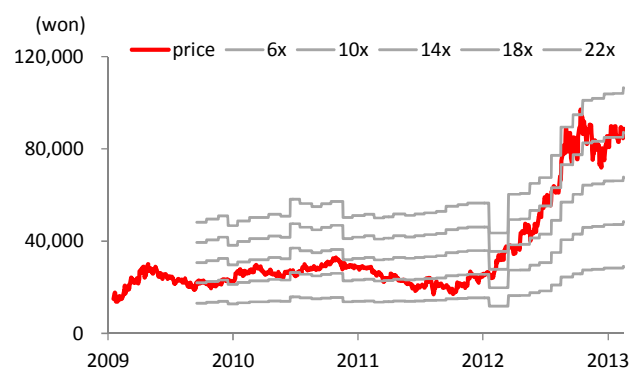
자료: Thomson, 동양증권 리서치센터

Allergan PBR Band Chart



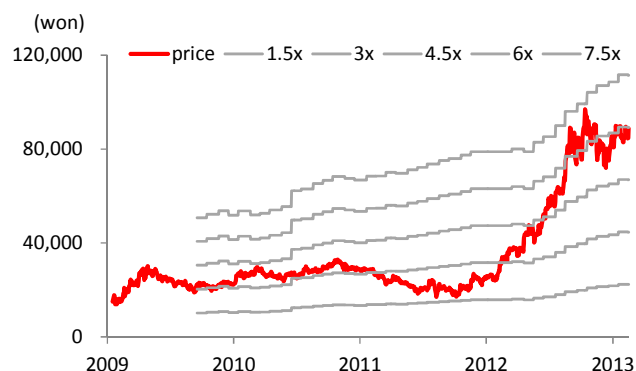
자료: Thomson, 동양증권 리서치센터

메디톡스 PER Band Chart



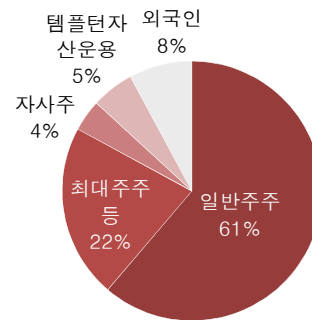
자료: Thomson, 동양증권 리서치센터

메디톡스 PBR Band Chart



자료: Thomson, 동양증권 리서치센터

메디톡스 지분 현황 (2013년 2월 18일 기준)



자료: 동양증권 리서치센터

메디톡스 (086900) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	211	217	363	479	560
매출원가	22	27	34	41	48
매출총이익	189	190	329	438	512
판매비	80	104	158	197	215
영업이익	109	86	171	242	297
EBITDA	120	101	189	262	318
영업외손익	2	-14	10	16	24
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	5	7	10	16	24
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-20	0	0	0
법인세비용차감전순이익	112	79	181	257	321
법인세비용	6	5	13	39	48
계속사업순이익	106	74	168	219	273
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	106	74	168	219	273
지배지분순이익	106	74	168	219	273
포괄순이익	106	74	168	219	273
지배지분포괄이익	106	74	168	219	273

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	223	284	409	571	796
현금및현금성자산	58	12	93	219	420
매출채권 및 기타채권	38	62	96	127	148
재고자산	10	9	14	19	22
비유동자산	243	245	272	302	322
유형자산	151	148	149	148	133
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	14	1	1	1	1
자산총계	466	529	681	872	1,118
유동부채	63	97	97	97	97
매입채무 및 기타채무	8	12	12	12	12
단기차입금	50	80	80	80	80
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	34	21	21	21	21
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	98	118	118	118	118
지배지분	368	411	563	754	1,000
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	139	139	139	139	139
이익잉여금	246	299	451	643	888
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	368	411	563	754	1,000
순차입금	-123	-129	-210	-336	-537
총차입금	50	80	80	80	80

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	109	53	133	194	260
당기순이익	106	74	168	219	273
감가상각비	9	13	15	16	16
외환손익	0	0	0	0	0
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-14	-45	-72	-63	-52
기타현금흐름	7	11	22	23	24
투자활동 현금흐름	-126	-107	-38	-43	-34
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-42	-11	-15	-15	-1
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-84	-96	-23	-28	-33
재무활동 현금흐름	34	9	-5	-16	-16
단기차입금	31	30	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-16	-16	-27	-27
기타현금흐름	4	-5	11	11	11
연결범위변동 등 기타	0	0	-9	-9	-9
현금의 증감	17	-46	81	126	201
기초 현금	41	58	12	93	219
기말 현금	58	12	93	219	420
NOPLAT	109	86	171	242	297
FCF	59	40	90	147	220

자료: 동양증권

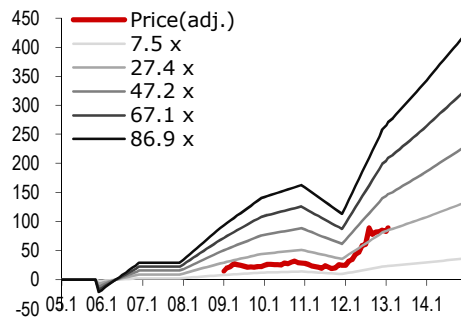
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,876	1,303	2,975	3,865	4,820
BPS	7,248	8,233	10,920	14,304	18,644
EBITDAPS	2,125	1,794	3,337	4,623	5,616
SPS	3,728	3,837	6,412	8,476	9,892
DPS	300	300	500	500	500
PER	14.8	17.6	30.0	23.1	18.5
PBR	3.8	2.8	8.2	6.2	4.8
EV/EBITDA	12.1	11.5	25.6	18.0	14.2
PSR	7.5	6.0	13.9	10.5	9.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	22.7	2.9	67.1	32.2	16.7
영업이익 증가율 (%)	23.9	-21.0	98.9	41.5	22.7
지배순이익 증가율 (%)	20.4	-30.5	128.2	29.9	24.7
매출총이익률 (%)	89.5	87.5	90.7	91.4	91.5
영업이익률 (%)	51.6	39.6	47.1	50.4	53.0
지배순이익률 (%)	50.3	34.0	46.4	45.6	48.7
EBITDA 마진 (%)	57.0	46.8	52.0	54.5	56.8
ROIC	49.2	30.7	50.7	53.8	57.8
ROA	26.8	14.8	27.8	28.1	27.4
ROE	33.3	18.9	34.6	33.2	31.1
부채비율 (%)	26.5	28.7	21.0	15.7	11.8
순차입금/자기자본 (%)	-33.5	-31.5	-37.4	-44.6	-53.8
영업이익/금융비용 (배)	90.1	35.3	70.2	99.4	121.9

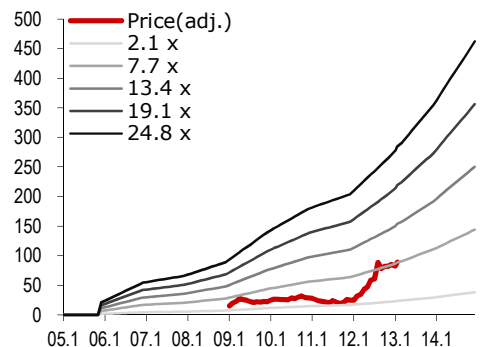
PER Band chart

(천 원)

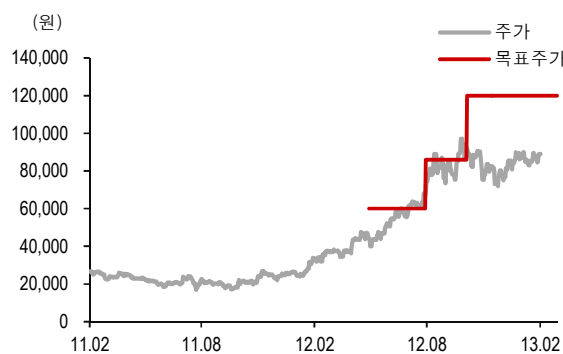


PBR Band chart

(천 원)



메디톡스 (086900) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-02-19	BUY	120,000
2013-02-18	BUY	120,000
2013-01-14	BUY	120,000
2012-12-18	BUY	120,000
2012-10-22	BUY	120,000
2012-08-16	BUY	86,000
2012-05-16	BUY	60,000
2012-02-27	Not Rated	-

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20~-20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.