Initiation

메디톡스 (086900)

이슈보다는 앞으로 나올 성장에 집중하자

- 투자의견 매수, 목표주가 370,000원으로 커버리지 개시
- 2024년 외형 성장 시작, 2025년 수출 국가 다변화 기대
- 공장 가동 정상화, 높은 ASP의 해외시장 진출, 국내 M/S 회복으로 성장

한승협

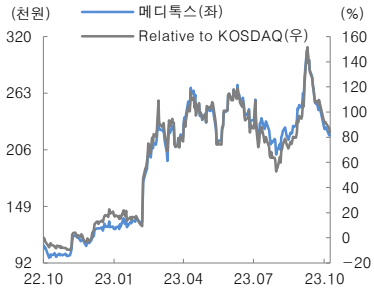
songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	370,000 신규
현재주가 (23.10.11)	220,500

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	817.12
시가총액	1,609십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	307,500원 / 97,136원
120일 평균거래대금	349억원
외국인지분율	9.51%
주요주주	정현호 외 8 인 18.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.9	-0.5	-12.7	127.0
상대수익률	-19.5	7.1	-3.9	86.0



투자의견 매수, 목표주가 370,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 24E EPS 7,456원에 Target Multiple 19.4x를 적용한 영업가치 1조 557억원과 25년부터 판매될 MT10109L의 신약가치 1조 7,331억원을 합산

2024년 외형 성장 시작, 2025년 수출 국가 다변화 기대

23년 상반기 실적 부진의 원인은 (1) 국내 메디톡신 → 코어톡스 스위칭, (2) MT10109L FDA BLA 준비 관련 2공장 가동률 감소, (3) 1Q23, 3공장 정기 보수 작업, (4) 2월 민사소송 승리 관련 일회성 지급수수료

하반기는 공장 가동률 상승과 지급수수료와 같은 일회성 비용 요인이 사라져 원가와 이익 측면에서 실적 개선 기대. 동사 실적은 24~25년 사이에 빠르게 성장할 것으로 예상. 주요 성장 모멘텀은 뉴럭스 국내 시판(23.12), 뉴럭스 RoW 국가 진출(2H24), 액상형 톡신 MT10109L 미국, 유럽, 중동 진출(2025)

소송 이슈는 잠시 접어두고, 2024년 이후 성장에 주목하자

높은 성장률과 마진율을 기반으로 2018년 최고 시가총액 4.8조원. 이후 균주 관련 소송과 식약처 품목허가 취소로 시장 소외. 23년 2월 민사소송 승리 이후 주가 레벨 리레이팅. 소송 이슈 제외하고 본업 성장 모멘텀만을 봐도 매력적인 기업

톡신 최대 Capa 약 2.6조원. 뉴럭스와 코어톡스 수출이 3공장에서 가능해지는 2024년 하반기부터 매출 퀀텀 점프. 일부 국가에서는 초과 수요로 병목 현상 존재. MT10109L FDA 실사 준비 완료 시 2공장 이노톡스 상업 생산 정상화 예정

2025년부터는 MT10109L의 미국, 유럽, 중동 진출로 매출 레벨업. 23년 글로벌 톡신 시장 규모는 9.3조원으로 연평균 8.8% 성장 전망. MT10109L 4Q23 FDA BLA 신청 예정으로 실사 후 CRL을 수령하지 않는다면 25년 이후 론칭 기대

저내성형 트렌드와 뉴럭스 출시로 국내 톡신 시장 M/S 회복 기대. 내성형 톡신에 대한 시장 수요 증가와 함께 3분기 이후 국내 코어톡스 매출 증가 예상. 지난 8월 허가받은 신제품 뉴럭스 올해 12월 정식 론칭 예정. 허가 취소 리스크가 없으며, 생산 능력이 충분한 3공장에서 생산되기 때문에 국내 M/S 회복의 핵심 제품

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	185	195	212	270	344
영업이익	34	47	37	67	130
세전순이익	128	50	43	77	144
총당기순이익	93	37	32	58	107
지배지분순이익	94	37	32	58	107
EPS	12,891	4,973	4,188	7,456	13,887
PER	10.7	25.7	66.7	37.5	20.1
BPS	54,696	57,510	58,903	65,045	78,078
PBR	2.5	2.2	3.7	3.4	2.8
ROE	29.4	8.9	7.3	12.1	19.4

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

I. Valuation

투자의견 매수, 목표주가 37 만원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션

메디톡스에 대한 투자의견을 매수(BUY)로 제시하며, 목표주가 370,000원(Upside +68%)으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2024E의 EPS 7,456원에 대한 타겟 멀티플 19.4x를 적용한 영업가치 1조 557억원과 2025년부터 미국 및 유럽에서의 MT10109L 판매를 반영한 신약 가치 1조 7,331억원을 SOTP 방식으로 산정하였다.

영업가치를 판단하기 위한 피어 그룹으로는 국내 미용의료 분야의 주요 기업인 휴젤, 파마리서치, 클래시스, 제이시스메디칼을 선택하였다. 이들의 2024년 예상 PER 평균값인 19.4배를 타겟 멀티플로 적용했다. 영업가치 산정 기준 EPS는 국내 뉴럭스 판매가 시작되고, 하반기부터는 RoW 국가를 중심으로 뉴럭스의 수출이 시작되는 2024년을 기준으로 설정하였다.

신약 가치는 2025년 허가 및 론칭이 예상되는 액상형 톡신 MT10109L의 가치를 기준으로 결정했다. 2025년 미국 출시 예정이며, 유럽 및 중동 등 기타 국가들도 비슷한 시기에 출시를 계획하고 있다. 미국과 RoW 국가에서는 직접 판매를 기준으로 추정하였으며, 파트너쉽 계약 또는 다른 중요한 변화가 발생할 경우 추정치를 수정할 계획이다. 애브비 외에도 여러 후발 주자들이 시장에 있기 때문에, 미국에서의 출시 첫 해의 M/S를 1%로, 2030년 Peak M/S를 7%로 보수적으로 가정하였다. 현재 MT10109L은 임상 3상을 완료한 상태이고 미국 BLA 신청 후에 유럽, 중동 지역 허가 신청을 계획하고 있어, 성공 확률을 90%로 설정했다. 할인율은 에볼루스와 레반스의 평균 WACC인 10%를 기준으로, 원-달러 환율은 1,350원으로 설정했다. 이러한 가정 하에 MT10109L의 파이프라인 가치를 약 1조 7,330억원으로 추정한다.

표 1. 메디톡스 목표주가 산출 (단위: 십억원,원, 배)

	환산 가치	비고
영업가치	**1,056**	메디톡스 2024E EPS: 7,456 원 Target PER: 19.4x 적용 주: MT10109L 를 제외한 24 년 톡신+필러 영업가치
비영업가치 (신약가치)	**1,733**	
MT10109L(미국+RoW)	1,733	미용용 시장 비중 40% 미국: 25 년 M/S 1%, 30 년 M/S 7% RoW: 25 년 M/S 1%, 30 년 M/S 10% 신약 성공확률: 90% (FLA to Filed) 할인율: 10% (EOLS, RVNC 의 WACC 평균)
순차입금	67	24 년 말 추정치 기준
기업가치	**2,721**	
전체 주식수 (주)	**7,298,468**	
목표가(원)	**370,000**	
현재주가(원)	220,500	2023/10/11 종가 기준
Upside(%)	67.8%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 주요 Peer Valuation Table → (단위: 십억원, %, 배)

		KQ 086900 메디톡스	KQ 145020 휴젤	KQ 214450 파마리서치	KQ 214150 클래시스	KQ 287410 제이시스메디칼
시가총액 (십억원)		1,212	1,779	1,290	2,164	899
매출액 (십억원)	21A	184.9	231.9	154.1	100.6	81.3
	22A	195.1	281.7	194.8	141.8	116.6
	23F	212.5	319.5	252.7	182.6	146.3
	24F	270.1	356.7	286.1	225.1	182.3
영업이익 (십억원)	21A	34.5	95.6	52.5	51.7	23.6
	22A	46.7	101.4	65.9	68.9	34.0
	23F	37.0	103.2	89.7	93.7	44.3
	24F	66.9	115.2	104.6	118.3	60.4
영업이익률 (%)	21A	18.7	41.2	34.1	51.4	29.0
	22A	23.9	36.0	33.8	48.6	29.2
	23F	17.4	32.3	35.5	51.3	30.3
	24F	24.8	32.3	36.6	52.6	33.1
PER (배)	21A	10.7	33.2	17.7	27.8	40.5
	22A	25.7	29.1	17.4	15.8	22.4
	23F	66.7	23.0	17.7	27.3	25.9
	24F	37.5	21.5	14.7	22.2	19.1
ROE (%)	21A	29.4	7.6	17.0	30.5	42.4
	22A	8.9	7.3	12.5	38.3	42.9
	23F	7.3	9.4	19.1	29.8	35.5
	24F	12.1	9.3	19.2	28.1	34.2

주: 2023.10.06 종가 기준 / 메디톡스 동사 추정치, Peer 그룹 컨센서스 기준
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 3. MT10109L 가치 산정 (단위: 백만 달러)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
글로벌 톡신 시장 (전체)	6,957	7,810	8,559	9,268	9,941	10,601	11,290	11,944
US 톡신 시장 (전체)	4,517	5,131	5,652	6,132	6,581	7,024	7,481	7,914
US 에스테틱 톡신 시장 (40%)	1,807	2,053	2,261	2,453	2,632	2,810	2,992	3,166
YoY(%)	*4%*	*14%*	*10%*	*9%*	*7%*	*7%*	*6%*	*6%*
US MT10109L M/S			1%	2%	3%	5%	5%	7%
US MT10109L 매출액			**23**	**49**	**79**	**140**	**150**	**222**
RoW 톡신 시장 (US 제외)	2,439	2,679	2,908	3,136	3,360	3,577	3,810	4,030
RoW 에스테틱 톡신 시장 (40%)	976	1,071	1,163	1,254	1,344	1,431	1,524	1,612
YoY(%)	*9%*	*10%*	*9%*	*8%*	*7%*	*6%*	*7%*	*6%*
RoW MT 10109L M/S			1%	2%	3%	5%	5%	10%
RoW MT10109L 매출액			**12**	**25**	**40**	**72**	**76**	**161**
메디톡스 수익			34	74	119	212	226	383
메디톡스 수익(Risk-adjusted)			31	67	107	191	203	345
현금흐름 현재가치			**25**	**50**	**73**	**118**	**115**	**178**
성공확률 (BLA to Filed)	90%							
할인율	10%							
현금흐름 현재가치 합	**559**							
영구성장률	-1%							
Terminal value	1,681							
Terminal value 현재가치	**725**							
시장가치	1,285							
시장가치 (십억원)	**1,733**							

자료: 대신증권 Research Center

II. 실적 전망

외형 성장 2024 년부터 시작, 2025 년에는 수출 국가 다변화 기대

실적: 23년 정상화 구간, 24년 성장 시작, 25년부터 고속 성장

2023E 연결 기준 매출액 2,125억원(YoY+8.9%), 영업이익 370억원(YoY-21%, OPM 17.4%)으로 추정한다. 상반기 실적은 매출 945억원(YoY+5.5%)과 영업이익 113억원(YoY-29%, OPM 12.0%)으로 부진했다. 부진의 원인은 (1) 지난해 4분기부터 시작된 국내 메디톡신 → 코어톡스 전환 작업, (2) MT10109L의 FDA BLA 신청 준비 관련 2공장 가동률 감소, (3) 1분기에 이루어진 3공장 정기 보수 작업, 그리고 (4) 민사소송 승리와 관련된 일회성 지급수수료의 인식 등이 있다.

하반기는 공장 가동률 상승과 지급수수료와 같은 일회성 비용 요인이 사라져 원가와 이익 측면에서 실적 개선이 예상된다. 2023년의 톡신 매출은 1,103억원(YoY+14.2%)이며, 필러 매출은 785억원(YoY+7.7%)으로 예상된다. 2국내 매출 820억원(전체의 39%), 해외 매출 1,305억원(61%)으로 예상한다. 톡신의 국내 매출 수치에는 간접 수출 도매상 매출이 포함되어 있어 실제 해외 매출 비중은 더 클 것으로 판단된다. 지역별 매출에서는 아시아(일본, 대만, 베트남, 태국)와 아메리카(남미 및 에볼루스 로열티) 지역이 돋보인다.

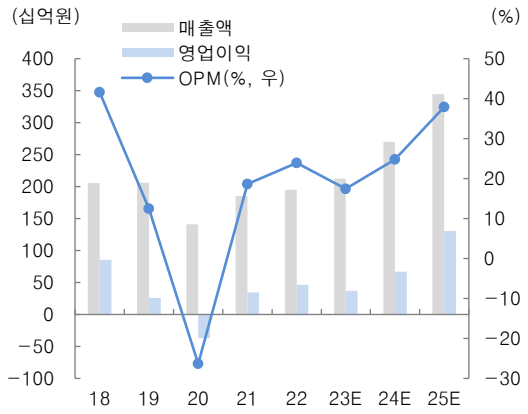
메디톡스의 실적은 2024년과 2025년 사이에 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 주요 성장 동력은 뉴럭스 국내 시판 본격화(2023년 12월), 뉴럭스 RoW 국가 진출(2024년 하반기), 액상형 톡신 MT10109L의 미국, 유럽, 중동 진출(2025년)로 구성되어 있다. 동사 비즈니스는 원재료비 및 변동비 비중이 상대적으로 크지 않아 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과를 기대해볼 수 있다.

표 4. 메디톡스 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**39.8**	**49.8**	**53.3**	**52.3**	**42.7**	**51.8**	**54.5**	**63.5**	**195.1**	**212.5**	**270.1**
YoY (%)	24.9%	13.2%	-23.7%	33.3%	7.3%	4.1%	2.2%	21.5%	5.5%	8.9%	27.1%
톡신	**18.1**	**24.4**	**27.9**	**26.2**	**16.6**	**27.9**	**29.5**	**36.3**	**96.6**	**110.3**	**157.7**
수출	6.8	14.4	14.8	16.3	11.6	12.9	13.1	16.2	52.4	53.8	77.0
내수	11.3	10.0	13.1	9.9	5.0	15.0	16.4	20.1	44.2	56.5	80.7
필러	**16.1**	**17.6**	**18.6**	**20.6**	**20.1**	**17.3**	**20.0**	**21.1**	**72.9**	**78.5**	**85.4**
수출	12.7	13.1	15.1	16.3	15.8	13.3	15.9	16.9	57.2	61.9	68.8
내수	3.4	4.5	3.5	4.3	4.3	4.0	4.1	4.2	15.7	16.6	16.6
기타	**5.6**	**7.7**	**6.8**	**5.5**	**6.0**	**6.6**	**5.0**	**6.1**	**25.6**	**23.7**	**27.0**
매출총이익	**24.7**	**32.1**	**34.9**	**34.7**	**24.3**	**32.6**	**34.8**	**42.2**	**126.4**	**134.0**	**177.0**
YoY (%)	51.1%	56.0%	-31.6%	94.1%	-1.6%	1.9%	-0.4%	21.7%	19.4%	6.0%	32.1%
총이익률	62.1%	64.4%	65.5%	66.4%	56.9%	63.0%	63.9%	66.5%	64.8%	63.1%	65.5%
판관비	**19.2**	**21.7**	**20.4**	**18.4**	**22.5**	**23.1**	**24.6**	**26.8**	**79.7**	**97.0**	**110.0**
YoY (%)	-7.4%	34.5%	18.9%	6.3%	17.2%	6.5%	20.5%	45.2%	11.7%	21.6%	13.5%
판관비율(%)	48.4%	43.6%	38.3%	35.3%	52.8%	44.6%	45.1%	42.1%	40.9%	45.6%	40.7%
영업이익	**5.5**	**10.4**	**14.5**	**16.3**	**1.8**	**9.6**	**10.2**	**15.5**	**46.7**	**37.0**	**66.9**
YoY (%)	흑전	134.3%	-57.2%	2802.4%	-67.7%	-8.0%	-29.7%	-5.0%	35.3%	-20.7%	80.9%
영업이익률 (%)	13.8%	20.9%	27.2%	31.2%	4.1%	18.4%	18.7%	24.4%	23.9%	17.4%	24.8%
당기순이익	**4.5**	**19.3**	**13.1**	**-0.3**	**5.5**	**8.5**	**9.5**	**9.4**	**36.6**	**32.9**	**57.6**
YoY (%)	-91.9%	-38.9%	-35.8%	적지	24.1%	-55.9%	-27.1%	흑전	-60.8%	-10.2%	75.3%
당기순이익률 (%)	11.2%	38.9%	24.5%	-0.6%	13.0%	16.5%	17.5%	14.8%	18.8%	15.5%	21.3%

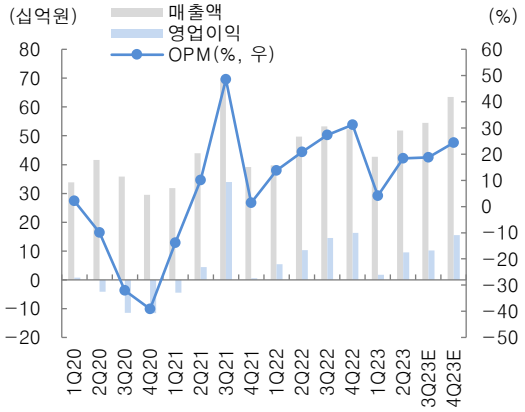
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 매출, 영업이익, 영업이익률 (연간)



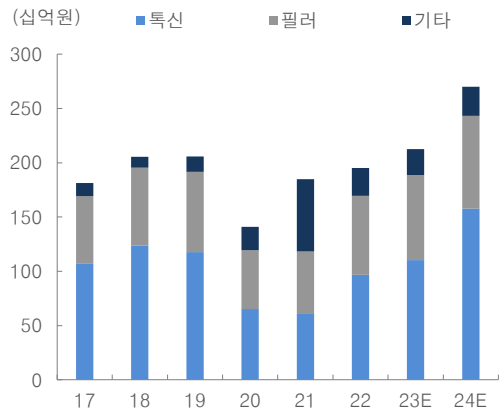
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 2. 매출, 영업이익, 영업이익률 (분기별)



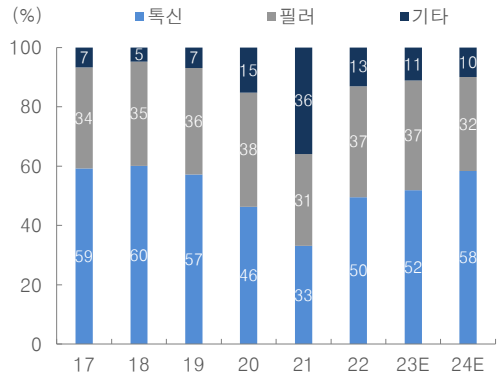
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 3. 품목별 매출 추이 (연간)



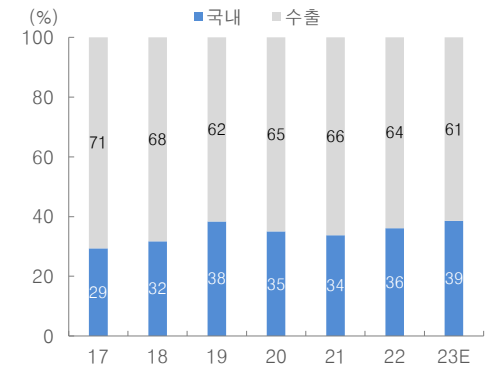
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 4. 품목별 매출 비중 추이 (연간)



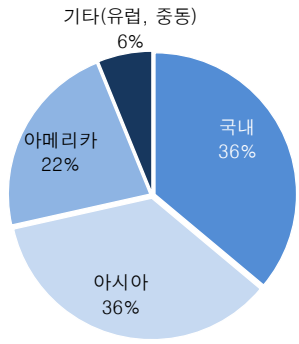
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 5. 내수-수출 매출 비중 추이 (연간)



자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 6. 지역별 매출 비중



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

Ⅲ. 투자 포인트

소송 이슈는 잠시 접어두고, 2024 년 이후 성장에 주목하자

소송 이슈를 제외하고도 성장 모멘텀이 많다

메디톡스는 2018년 높은 성장률과 마진율로 시장에서 주목 받아 최고 시가총액 4.8조원까지 달성하였으나, 균주 관련 소송과 2020년 식약처 품목허가 취소 이슈 이후 시장에서 소외되었다. 2020년에는 연간 약 300억원의 소송 비용으로 영업적자를 기록하기도 하였다. 그러나 소송이 동사에 긍정적인 방향으로 진행되면서 2022년부터는 실적 회복세를 보이기 시작했으며 지난 2월 민사소송 승리 이후 주가 레벨이 리레이팅되었다.

현재 메디톡스의 주가는 소송 결과와 같은 이벤트성 요인에 크게 영향을 받고 있다. 그러나 소송 이슈를 제외하고 본업의 성장 모멘텀만을 고려해도 매력적인 기업임을 확인할 수 있다. 메디톡스의 지속 성장을 기대할 수 있는 주요 요인은 아직 진출할 글로벌 시장이 많다는 점이다. 미국 시장에서 신흥 톡신 플레이어로 각광받는 에볼루스와 레반스는 점진적으로 시장 점유율을 확대하고 있고, 휴젤도 중국에서 올해 하반기부터 매출 증가세를 보이고 있다.

12월 출시 예정인 뉴럭스를 기반으로 국내 및 RoW 국가 톡신 시장 점유율을 회복해 나갈 것이며, 다양한 소송 이슈에서도 유리한 고지를 차지하고 있다. 4분기에는 UAE 본계약과 MT10109L FDA BLA 신청과 같은 중요 이벤트가 예정되어 있다. 2024년부터는 본격적으로 수출을 통한 공장 가동률 개선 및 외형 성장이 시작될 것으로 판단한다. 외형 성장의 중심축은 중동, 미국 시장 진출이다. 메디톡스는 두바이 톡신 생산 공장 건설 MoU를 체결했으며, MT10109L UAE 허가 신청을 준비 중이다. MT10109L을 중심으로 한 미국 진출은 높은 마진의 직판 전략을 통해 애브비와 같은 전통적인 톡신 플레이어의 시장 점유율을 가져올 수 있을 것으로 판단한다.

표 5. 메디톡스 주요 히스토리

연도	구분	내용
1995	대웅제약	엘러간 Botox 국내 판매 개시 (판권 라이선스 획득)
2002	휴젤	톡신 균주 분리 채취 성공(통조림)
2006	메디톡스	파우더형 보툴리눔 톡신 메디톡신 출시(균주: Type Hall A hyper)
2008	대웅제약	엘러간 Botox 국내 판매 종료
2009	휴젤	파우더형 보툴리눔 톡신 보툴렉스 출시(균주: CBFC26)
2010	대웅제약	톡신 균주 분리 채취 성공(토양)
2013	대웅제약	파우더형 보툴리눔 톡신 나보타 출시
2017	메디톡스	대웅제약 상대 국내 손해배상 민사소송 진행
2019	메디톡스	대웅제약 상대 미국 ITC 특허소송 진행
2020	메디톡스	메디톡스, 보툴리눔 톡신 제품 식약처 품목허가 취소
		메디톡스-대웅제약 ITC 최종 판결(12 월)
2021	메디톡스	메디톡스, 엘러간, 에볼루스 3 자 합의
2022	메디톡스	휴젤 상대 미국 ITC 특허소송 진행
2023	메디톡스	대웅제약 상대 민사 1 심 승소(2 월)
		식약처 상대 간접수출 1 심 승소(7 월)
2024	메디톡스	대웅제약 민사 2 심 발표 (중순)
		휴젤 미국 ITC 중간결과 발표 (6 월)

자료: 대신증권 Research Center

준비된 Capa, 공장 가동 정상화로 폭발적 외형 성장 기대

투자포인트 1: 24년 이후 공장 가동 정상화로 외형 성장

1,2공장에 비해 큰 규모와 높은 고정비를 가진 3공장 가동률 본격화가 이익률 향상의 중요한 요소이다. 3공장은 올해 1분기에 정기 유지보수를 완료하여, 12월에 국내에 출시될 뉴럭스 물량을 충분히 소화할 수 있다.

뉴럭스와 코어톡스 수출이 3공장에서 가능해지는 2024년 하반기부터 매출의 퀀텀 점프가 시작될 전망이다. 현재 1공장에서 생산된 톡신 전량을 브라질과 태국 등지로 수출하고 있지만, 일부 국가에서는 수요가 공급을 초과해 병목 현상이 발생하고 있다. 메디톡스는 이에 맞춰 신제품 뉴럭스의 RoW 국가 등록 절차를 진행 중이다. 초대형 생산시설인 3공장 E동을 통해 톡신 생산 능력이 2.3배로 증가했기 때문에, 매출액 증가에도 생산 능력이 문제되지 않는다.

2공장은 현재 MT10109L의 FDA 승인 준비로 인한 설비 투자 등으로 이노톡스의 상업 생산 가동률이 낮은 상황다. 국내에서 액상형 톡신의 인기가 확인된 점을 고려하면, 2024년 중순 실사 완료 후 이노톡스의 상업 생산이 정상화되는 순간 매출액의 유의미한 증가가 예상된다. 2025년에는 MT10109L의 미국 시장 진출로 가동률이 더욱 향상될 것으로 판단한다.

표 6. 메디톡스 공장 생산량 정리 (단위: 억원)

		1 공장(오창)	2 공장	3 공장	3 공장 E 동
위치		오창	오송	오송	오송
특징		2023 년 이후 수출 전용	액상형 톡신 전용	2016 년 준공	톡신 전용 톡신 capa 약 2.3 배+
생산 제품		메디톡신(뉴로녹스), 코어톡스, 필러	이노톡스, MT10109L	뉴럭스, 코어톡스 등	뉴럭스, 코어톡스 등
Capa	톡신	300~600+	2,500~5,000+	3,000~6,000+	15,000~30,000
	필러	1,000+	–	5,000+	–
누적 Capa	톡신	600	5,600	11,600	26,600
	필러	1,000	1,000	6,000	6,000

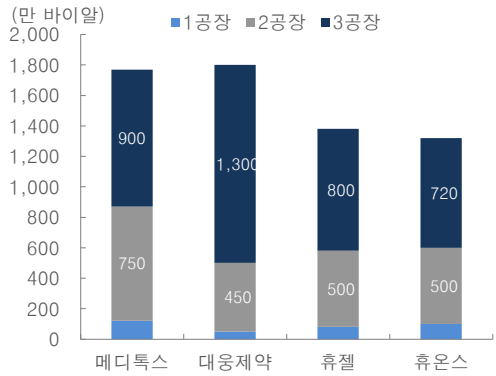
주: 톡신/필러 생산라인 특성 상 인력 보강으로 증산 가능하여 +(이상)으로 표기 / 국가마다 단가 차이가 커 Capa 범위 넓음
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 7. 가동률 정상화의 핵심이 될 신제품 뉴럭스



자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

그림 8. 국내 3 사 생산능력 비교



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

높은 단가의 해외 시장 진출로 외형 성장과 마진율 두 마리 토끼 잡기

투자포인트 2: 신제품 MT10109L을 중심으로 한 해외 국가 진출

시장조사기관 Evaluate Pharma에 따르면, 2023년의 글로벌 보툴리눔 톡신 제제 시장 규모는 약 69억달러(9.3조원)로 연평균 8.8%로 성장하여 2028년에는 106억달러(14.3조원)에 이를 것으로 전망된다. 전체 매출 중 60% 이상이 미국에서 발생하며, 국내 시장 규모는 약 2,000억원에 불과함을 감안하면 글로벌 시장의 중요성이 크다.

해외 진출의 핵심 제품은 액상형 톡신 이노톡스의 업그레이드 버전인 MT10109L로 제조 전 과정을 개선하고 불순물을 줄여 안전성과 효능을 향상시켰다. MT10109L은 2013년 톡신의 원조 기업인 엘러간에 최대 $362M 규모로 라이센싱 아웃되었을 정도로 제품력을 인정받았다. 2021년에 애브비(舊 엘러간)로부터 반환 받은 후 지난 3월 미국 임상 3상을 자체적으로 마무리했고, 4분기 FDA BLA 신청을 앞두고 있다. BLA 제출 후 5개월 이내에 FDA의 공장 실사를 받게 되며, 문제가 없다면 1년 내에 허가를 받을 수 있다

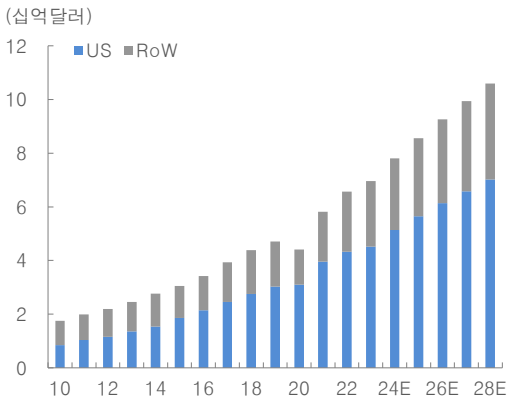
주요 경쟁 제품은 입센/갈더마의 액상형 톡신 Alluzience(QM-1114)로 2021년 6월에 유럽에서 품목 허가를 받았다. 그러나 입센의 액상형 톡신은 통증 문제로 유럽에서 큰 매출을 기록하지 못했다. 2022년 9월에 FDA BLA를 신청했지만, 지난 10월 CMC 문제로 인해 CRL을 수령했다.

미국은 톡신 제품 가격이 상대적으로 높아 해외 매출 증가를 위해서는 필수적으로 진출해야 하는 국가이다. 애브비의 보톡스는 ASP가 $600 수준이며, 에볼루스의 주보는 대략 $300 수준으로 추정된다. 국내 톡신 공급가가 약 1~2만원대 수준인 것을 감안하면, 미국 시장은 큰 성장 가능성을 가진 중요한 진출 국가이다. 미국 진출에는 초기 비용이 어느 정도 들어가지만, 장기적으로는 높은 마진을 챙길 수 있는 직판 전략을 택할 것으로 보인다. 액상형의 장점을 활용하여 영업 및 마케팅을 진행함으로써 미국 시장에서 유의미한 점유율을 확보할 수 있을 것으로 판단한다.

2023년 1월, 메디톡스는 아랍에미리트(UAE) 두바이 보툴리눔톡신 완제품(DP) 생산 공장 건설을 위한 MoU를 체결하였다. 원액(DS)은 국내에서 제조되고, 완제품(DP)은 두바이에서 생산될 예정이다. 4분기 본계약 체결이 예상되며, 현재 본계약 체결 후 즉시 착공이 가능한 상태다.

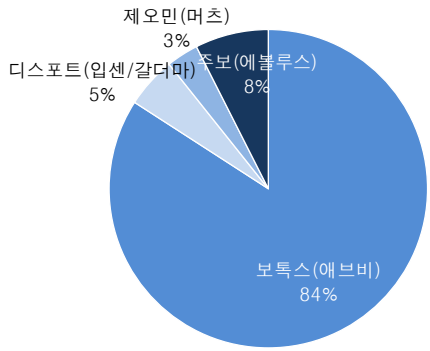
MT10109L의 미국 FDA BLA 제출 후에 UAE에 동일한 서류를 제출하여 4분기에 MT10109L 중동 품목 허가를 신청할 것으로 보인다. MT10109L의 경우 비동물성을 강조한 제품으로 때문에 중동의 문화와 잘 맞아, 빠른 시장 점유율 확대와 중동 톡신 시장의 성장을 주도할 것으로 보인다. 동사는 엘러간의 보톡스의 시장 점유율이 99%였던 사우디아라비아에서 현재 20%의 톡신 점유율을 달성한 바 있다.

그림 9. 글로벌 보툴리눔 톡신 시장 규모 및 추이



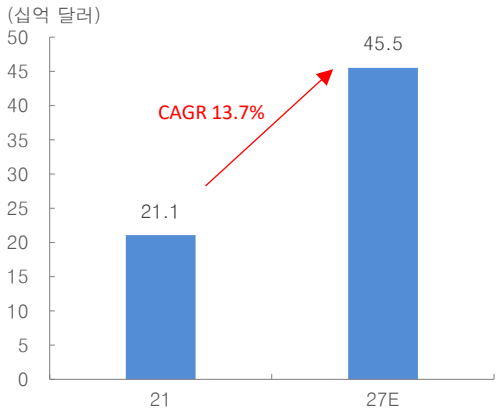
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 10. 보툴리눔 톡신 미국 미용 시장 점유율



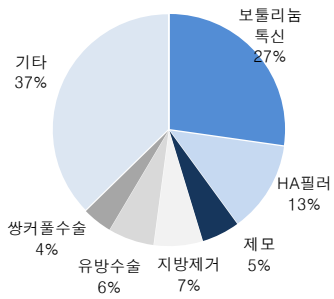
주: 미용(Aesthetic), 미국(US) 2022년 매출 기준
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 11. 글로벌 의료 미용 시장 전망



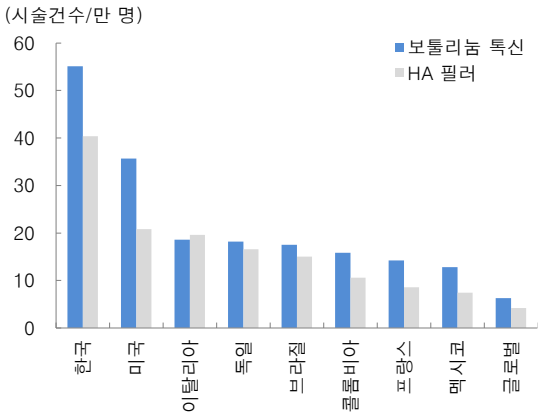
자료: Researchandmarkets, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 글로벌 의료 미용 시술 비중



자료: ISAPS 2022, 대신증권 Research Center

그림 13. 국가별 보툴리눔 톡신/HA 필러 침투율



자료: ISAPS 2017, 대신증권 Research Center

그림 14. 보툴리눔 톡신/필러 글로벌 Key Players



자료: 대신증권 Research Center

표 7. 미국 내 주요 보툴리눔 톡신 플레이어 (단위: 달러, 백만 달러)

구분		기업명	제품명	단계	US 출시	WAC price($)*	US 매출액		
							2023	2028E	CAGR(%)
치료용	기존	애브비	보톡스	시판	1989	634	2,444	3,091	5%
		입센	디스포트	시판	2009	516	188	266	7%
	신규	레반스	닥시파이	허가	4Q23E	420	3	146	–
미용	기존	애브비	보톡스	시판	2002	634	1,637	2,788	11%
		입센	디스포트	시판	2009	516	77	15	–28%
		머츠	제오민	시판	–	496	–	–	–
	신규	에볼루스	주보	시판	2Q19	–	147	338	18%
		레반스	닥시파이	시판	3Q22	420	–	495	–
		휴젤	레티보	FDA BLA	2024E	–	–	–	–
		메디톡스	MT10109L	FDA BLA 준비	2025E	–	–	–	–

주: WAC Price 100 UNIT 기준
자료: Evaluate Pharma, Symphony Health, 대신증권 Research center

표 8. 각 사 보툴리눔 톡신 제품 정리

	보톡스	디스포트	제오민	메디톡신	보툴렉스	나보타	BTXA	마이오블록
제조사	엘러간	입센	멀츠	메디톡스	휴젤	대웅제약	란쥬	솔스티스
타입	A	A	A	A	A	A	A	B
역가	–	1:2.5	1:1	1:1	1:1	1:1	1:1	–
분자량(kDa)	900	미공개	150	900	900	900	900	700
타겟 단백질	SNAP–25	SNAP–25	SNAP–25	SNAP–25	SNAP–25	SNAP–25	SNAP–25	VAMP
미국(FDA) 승인	1989	2009	2010	2025E	2024E	2019	–	2000
유럽(EMA) 승인	1994	2007	2005	2025E	2022	2019	–	–
CFDA 승인	1999	2020	–	허가 신청	2020	허가 신청	1997	–
pH 지수	중성	중성	중성	중성	중성	중성	중성	5.6

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 9. 주요 보툴리눔 톡신 기업 파트너사 현황

기업명	미국	유럽	중국
애브비	–	–	–
입센	갈더마	갈더마	갈더마
멀츠	–	–	–
레반스	비아트리스(바이오시밀러)	미정	복성제약(Daxxify)
란쥬	–	–	–
메디톡스	–	–	–
휴젤	–	크로마 파마	사환제약
대웅제약	에볼루스	에볼루스	–

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

저내성형 트렌드와 뉴럭스 출시로 국내 톡신 시장 M/S 본격 회복

투자포인트 3: 국내 M/S 회복

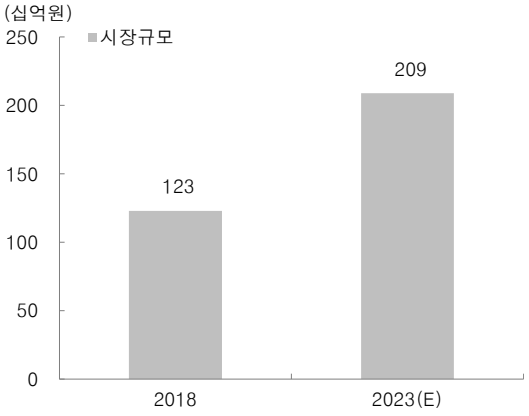
국내 보톨리눔 톡신 시장의 규모는 약 2,000억원(500만 바이알)로 추정되며, 많은 회사의 톡신 제품이 허가를 받아 가격 경쟁이 치열하다. 메디톡스는 2006년 최초로 표준형 톡신 제품 허가를 받아 2019년까지 국내 톡신 M/S 1위를 지켜왔다. 그러나 2020년 식약처의 품목허가 취소 이후 내수 매출이 크게 줄었다. 2022년 기준 국내 톡신 매출액은 442억원(YoY+26.3%)인데 이 중 50%는 국내 도매상을 통한 간접 수출 매출로 파악된다. 따라서 실제로 국내 클리닉에 공급되는 매출액은 대략 221억원으로 추정한다. 현재 식약처의 품목허가 관련 위험은 사라졌으나, 생산 이슈로 인해 국내 시장에 공급되는 톡신이 높은 공급가의 코어톡스로 제한되어 매출 확장에 장애가 되고 있었다.

국내 톡신 시장의 M/S 회복에 기여할 주요 요인은 (1) 저내성형 톡신 비중의 증가와 (2) 신제품 뉴럭스의 출시이다.

시술 연령대가 낮아지고, 반복 시술이 증가함에 따라 톡신 내성을 보이는 환자가 점점 늘어나고 있다. 식약처 자료에 따르면, 톡신 사용으로 인한 항체 생성률은 약 2.0%~9.5% 사이로 나타난다. 국내에서는 톡신 가격 부담이 크지 않기 때문에, 높은 가격이라도 리스크가 적은 저내성형 톡신에 대한 수요가 증가할 것으로 판단한다. 현재 저내성형 톡신 중 대표적인 제품은 독일 머츠의 제오민이다. 2016년에 허가받은 코어톡스는 제오민처럼 내성을 유발할 수 있는 불필요한 복합 단백질을 제거하고, 효능 물질만을 포함해 내성 발생 위험을 줄인 제품이다. 100단위 기준 기존 메디톡신보다 약 50% 더 비싼 가격에 판매되고 있다. 이런 시장 트렌드 변화와 함께, 3분기 이후 국내 코어톡스 매출 증가를 예상한다.

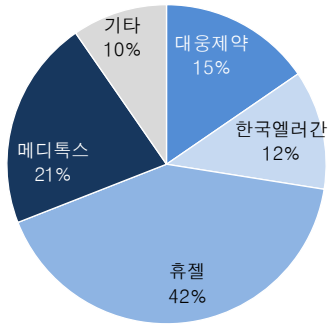
뉴럭스의 출시로 국내 톡신 시장 M/S 회복이 기대된다. 뉴럭스는 원액 생산 과정에서 동물성 성분을 배제함으로써 안전성을 강화했고, 첨단 기술을 활용하여 생산 효율과 순도를 극대화한 제품이다. 22년 5월에 식약처 품목허가 신청 이후 지난 8월 31일에 허가를 받았다. 국가출하승인 등 필요한 서류 절차를 진행한 후, 12월 초에 국내에 출시될 예정이다. 동일한 성분의 제품에 대한 중복 허가가 불가능하기 때문에 뉴럭스는 자회사인 뉴메코를 통해 판매될 예정이며, 향후 MT10109L 역시 뉴메코를 통해 국내 판매가 진행될 것으로 보인다. 식약처 품목허가 취소 리스크가 없으며, 생산 능력이 충분한 3공장에서 생산되기 때문에 국내 M/S 회복의 핵심 제품이 될 것으로 전망한다.

그림 15. 국내 톡신 시장 규모



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 16. 국내 보툴리눔 톡신 M/S 추정



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

소송 관련: 중요한 부분이나 +a 로 보는 것이 맞다

동사는 톡신 균주의 정통성을 갖춘 기업으로 5년 동안 진행된 민사 소송에서 판정승을 거둔 바 있다. 따라서 소송과 관련된 부분은 합의 등 동사에게 긍정적인 방향으로 나아갈 것으로 예상된다. 다만, 법리적인 부분은 예단하기 어렵기 때문에 소송은 +a로 보고 본업의 성장성에 집중하는 것이 옳다고 판단한다.

대웅제약과의 ITC 소송에서는 21년 에볼루스와의 합의로 판결의 효력이 무효화되었다. 이 합의의 결과로 동사는 합의금 3,500만달러, 에볼루스 지분 16.7%, 그리고 10년 간 미드 싱글 수준의 로열티를 받게 되었다.

현재 진행 중인 소송은 대웅제약, 휴젤, 식약처와의 소송으로 구분할 수 있다. 결과를 앞두고 있는 주요 소송 결과 발표는 다음과 같다: (1) 2023년 11월 식약처 원액변경 행정소송 → (2) 2024년 6월 휴젤 ITC 예비판결 → (3) 2024년 중순 대웅제약 민사 2심 결과

[대웅제약] 24년 중순 발표 예상되는 국내 민사 2심 결과가 중요하다. 체크포인트는 민사 소송의 결과가 2021년 에볼루스와 체결한 ITC 합의에 어떤 영향을 줄지에 대한 부분이다. 합의 당시 메디톡스는 책임질 수 있는 범위에서 에볼루스의 영업 활동에 방해를 주지 않겠다는 내용이 있었다. 그러나 이와 관련해 법률 상으로 명확한 조항이나 판례는 없다.

[휴젤] 24년 6월 예정되어 있는 ITC 예비판결 결과가 중요하다. 체크포인트는 빠른 합의 가능성과 균주 및 공정 도용 부분, 최근 나온 영업비밀 1호의 내용 등이다. ITC 결과에 따라 로열티 등이 결정될 수 있기 때문에 중요도가 크다.

[식약처] 7월 간접수출 건은 승소하여 메디톡신과 코어톡스의 허가취소 행정처분이 취소되었다. 11월 9일 원액변경 관련 결과가 예정되어 있으며, 향후 이노톡스 역가조작 소송 진행에 영향을 미칠 수 있다. 원액변경 건 관련 체크포인트는 과거(2012~2015년)의 위반사항을 현재에 소급 적용할 수 있는지의 여부이다.

표 10. **메디톡스 소송 정리**

대상	종류	이슈	내용
대웅제약	미국 ITC	균주, 공정 도용 (완료, 합의)	[타임라인] 2019.1 접수 → 2020.7 예비판결 → 2020.12 최종판결 → 2021.2 합의('21.6 2 차 합의)
			완료(2 년 1 개월): 균주 및 제조공정 도용 인정, 균주 지적재산권 인정 x (영업 비밀이 아니라고 판단) **합의** → 합의금(3,500 만달러), 판매 로열티(10 년), 에볼루스 주식(540 억원 규모)
			기타: 1 차 합의는 에볼루스-메디톡스-애브비 3 자 합의, 2 차 합의는 이온바이오파마
	국내 민사	균주, 공정 도용 (1 심 완료, 항소)	[타임라인] 2017.10 소송 제기 → 2023.2 1 심 판결 → 2024 중반 2 심 판결
			1 심 판결(5 년 4 개월): 균주 및 제조공정 도용 인정, 균주 지적재산권 인정 → 톡신 제조, 판매 금지, 균주 반납 및 폐기, 손해배상(400 억원 규모) → 항소, 집행정지 가처분 인용
			체크포인트: (1) 민사 소송 결과와 ITC 에볼루스 합의(settle)와의 관계
휴젤	미국 ITC	균주, 공정 도용 (진행 중)	[타임라인] 2022.3 소장 접수 → 2024.6 예비판결 → 2024.10 최종판결
			체크포인트: (1) 합의 가능성 (2) 균주, 공정 도용 부분 (3) 영업비밀(Trade Secret) 1 호
			기타: 산자부 균주 자료 반출 승인(2023.4) → 자료 제출 마감(2023.9), 전문가 의견서 마감(2023.11) 소송 펀드를 통해 진행(로펌: 퀸 엠마뉴엘)
식약처	국내 행정	간접수출	[타임라인] 2020.11 품목허가 취소 → 2021.4 집행정지 가처분 인용 → 2023.7 메디톡스 1 심 승소
			1 심 승소(명확한 조항 없음) → 행정처분 취소 판결
		원액 변경	[타임라인] 2020.6 품목허가 취소 → 2020.10 집행정지 가처분 인용 → 2023.11 결과
			체크포인트: (1) 대표이사 형사소송 (2) 과거 위반사항 소급 적용 여부
		이노톡스 역가조작	[타임라인] 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

Ⅳ. 기업 개요

보툴리눔 톡신 생산 분야 독보적 기술력과 오리지널 균주 보유한 미용 업체

메디톡스 개요

메디톡스는 2000년에 설립되어 2009년 1월에 KOSDAQ 시장에 상장하였다. 병원과 미용 클리닉에서 사용되는 보툴리눔 톡신 및 필러 제품의 제조, 판매를 주요 사업으로 하고 있다. 메디톡스의 보툴리눔 톡신 제품 라인업에는 메디톡신(수출명: 뉴로녹스), 이노톡스(액상형), 코어톡스(저내성형), 그리고 뉴럭스(신제품)가 있으며 필러 제품으로는 뉴라미스, 아띠에르, 포텐필 등이 있다.

2006년 국내에서는 최초로, 글로벌 4번째로 파우더형 톡신 메디톡신의 국내 허가를 획득했다. 2013년에는 액상형 제품 이노톡스의 허가를, 2016년에는 저내성형 제품 코어톡스의 품목허가를 받았다. 또한 2023년 8월에는 메디톡신의 개량형 제품인 뉴럭스에 대한 허가를 획득하였다. 메디톡스 톡신 제품은 균주 배양 과정에서 비동물성 배지를 사용하고, 안정화제로 인간 혈청 알부민이 사용되지 않는 점이 특징이다.

톡신 제품은 약 30여 개국에서, 필러 제품은 35개국에서 판매 등록이 되어 있다. 임직원 수는 693명으로, 이는 전년 대비 125명 증가한 수치이다. 메디톡스는 일본, 대만, 홍콩, 태국 등에 해외 법인을 설립하여 글로벌 네트워크를 확장해왔으며, 최근에는 미국 얼바인에도 법인을 설립하였다.

세계 최고 수준의 보툴리눔 톡신 배양 및 분리/정제 기술을 보유하고 있으며 생산 시설로는 총 3개 공장을 운영하고 있다. 오창 1공장에서는 톡신과 필러를 생산하며, 연간 톡신 생산량은 600억원 이상, 필러는 1,000억원 이상을 생산할 수 있다. 오송 2공장은 액상 톡신 전용으로, MT10109L의 미국 FDA 실사 준비와 국내 상업용 이노톡스 생산을 진행하며, 연간 최대 생산능력은 5,000억원 이상이다. 3공장에서는 톡신과 필러를 모두 생산하고 있으며, 톡신의 연간 생산 능력은 6,000억원 이상, 필러는 5,000억원 이상이다. 3공장 내 E동에서는 연간 1조원 이상의 톡신을 추가 생산할 수 있다.

2022년 연결 기준 매출액 1,951억원(YoY+5.5%), 영업이익 467억원(YoY+23.9%, OPM 23.9%)을 기록했다. 제품별 매출액 비중은 보툴리눔 톡신 49.5%, 필러 37.4%, 기타(로열티 등) 13.1% 이다. 국가별로는 국내 36.1%, 아시아 35.4%, 아메리카 22.3%, 기타 6.2%로 수출 비중은 64%에 달한다. 한편, 내수 톡신 매출이 일정 부분 간접수출 도매상으로 가는 부분을 감안하면 실질적 수출 비중은 80% 수준으로 판단된다. 아시아는 일본, 대만, 베트남, 태국이 주요 수출 국가이며, 아메리카는 남미쪽 매출과 에볼루스로부터 수취하는 로열티로 구성되어 있다.

표 11. 메디톡스 보툴리눔 톡신 주요 제품군

	메디톡신(Neuronox)	이노톡스(Innotox)	코어톡스(Coretox)	뉴럭스(Neuronox)
사진				
특징	일반 파우더형	액상형	저내성형	일반 파우더형(개량)
최초 허가	2006 년	2013 년	2016 년	2023 년
분자량	900kDa	900kDa	150kDa	900kDa
단위(Unit)	50, 100, 150, 200	25, 50, 100	100	100
허가 국가	국내 및 35 여개국	국내	국내	국내
경쟁 제품	Botox(Abbive), 보툴렉스(휴젤)	Alluzience(Ipsen)	Xeomin(Merz)	Botox(Abbive), 나보타(대웅)
비고	국내 최초 허가 톡신 1 공장 생산	비동물성 톡신 개량형: MT10109L 프리필드 시린지 제품 개발 예정	비동물성 톡신 머츠 제오민과 함께 유일한 저내성형 톡신	메디톡신의 개량형 비동물성 톡신 3 공장 생산

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

표 12. 국내 주요 의료미용 기업 상장사 리스트

(단위: 십억원, %, 배)

기업명	시가총액	컨셉	수익률					2022 밸류에이션			12MF 밸류에이션			현금성 자산
			1W	1M	3M	6M	YTD	P/E	P/B	EV/EBITDA	P/E	P/B	EV/EBITDA	
침습														
휴젤	1,713	톡신/필러	2.9	13.0	35.3	3.5	2.5	29.1	2.0	15.9	20.9	1.7	9.7	511
메디톡스	1,609	톡신/필러	(2.9)	(27.9)	(0.5)	(12.7)	72.3	25.7	2.1	14.8	28.9	3.1	18.8	49
파마리서치	1,184	스킨부스터	(3.7)	(11.1)	(10.5)	29.3	64.2	17.4	2.0	9.3	13.8	2.4	8.9	105
휴메딕스	395	필러	2.6	(9.9)	(2.9)	40.9	28.2	13.1	1.8	5.3	9.4	2.0	5.4	66
바이오플러스	397	필러	2.4	(16.0)	(2.0)	0.0	(1.2)	19.1	3.7	11.7	–	–	–	66
제테마	368	필러	(3.7)	(15.1)	(7.6)	4.9	57.3	160.2	4.1	19.8	41.7	5.0	25.7	20
비침습														
클래시스	2,115	리프팅(HIFU)	(8.7)	(19.4)	5.8	51.5	77.5	15.8	5.2	11.2	21.7	5.4	16.1	106
원텍	921	리프팅(RF)	(3.2)	(21.3)	3.2	60.0	125.0	30.2	7.2	19.5	14.3	5.9	10.2	27
루트로닉	949	레이저	0.0	0.0	0.6	44.8	85.8	11.6	3.2	6.8	–	–	–	35
제이시스메디칼	899	리프팅(RF)	2.8	(17.2)	21.6	35.4	37.9	22.4	7.6	15.7	19.5	5.7	12.9	53
비올	389	리프팅(RF)	1.4	(1.9)	(5.0)	33.4	106.8	16.3	4.8	10.8	13.7	4.6	9.1	38
하이로닉	153	리프팅	(1.0)	(16.1)	26.4	44.7	27.6	41.0	1.8	20.9	9.6	1.6	5.4	22
이루다	153	리프팅	2.1	(18.1)	(19.6)	9.7	18.4	13.9	2.5	10.8	–	–	–	9

주: 2023.10.11 기준 / 자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

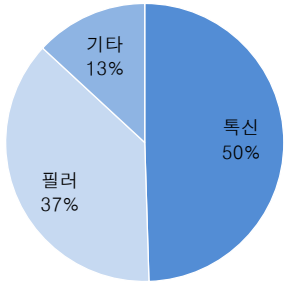
- 2000년 설립, 2009년 KOSDAQ 상장, 보툴리눔 톡신 및 필러 제조, 판매 사업 영위, 23년 상반기 기준 직원수 712명
- 보툴리눔 톡신 배양 및 분리/정제 기술을 보유. 오리지널 톡신 균주 특허권 보유. 톡신 제품 4개: 메디톡신, 이노톡스, 코어톡스, 뉴럭스
- 설립자 및 대표이사 정현호
- 자산 6,080억원, 부채 1,193억원, 자본 4,887억원(2023년 상반기 기준) (발행주식 수: 7,298,468)

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

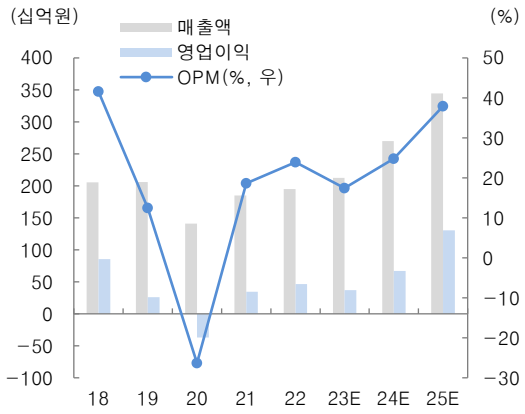
메디톡스 매출 구성



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

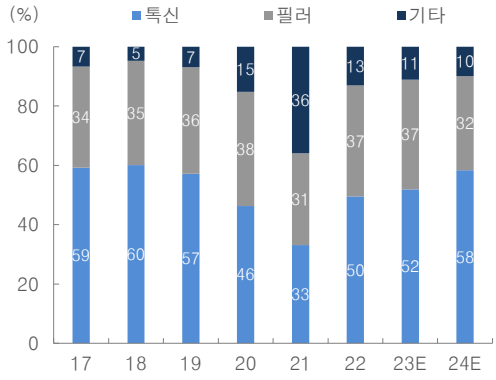
Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



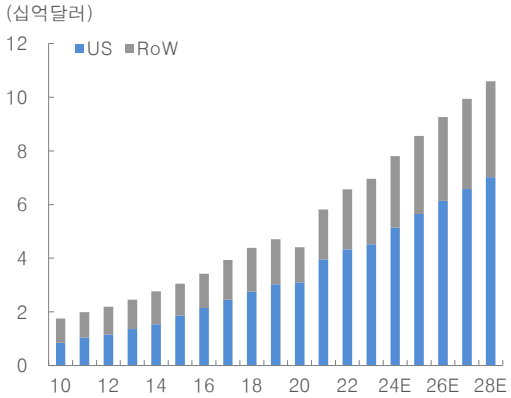
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

품목별 매출 비중 추이 (연간)



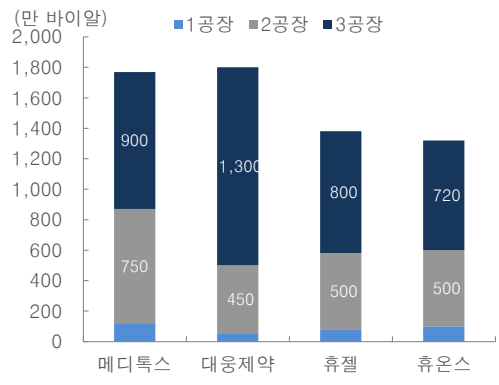
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

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)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	185	195	212	270	344
매출원가	79	69	78	93	114
매출총이익	106	126	134	177	230
판매비와관리비	71	80	97	110	100
영업이익	34	47	37	67	130
영업이익률	18.7	23.9	17.4	24.8	37.9
EBITDA	53	62	50	76	143
영업외손익	94	3	6	10	13
관계기업손익	-1	-3	-3	-3	-3
금융수익	10	23	11	6	6
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-12	-6	-7	-7
외환관련손실	3	4	2	2	2
기타	94	-5	3	14	17
법인세비용차감전순손익	128	50	43	77	144
법인세비용	-35	-13	-10	-19	-36
계속사업순손익	93	37	32	58	107
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	93	37	32	58	107
당기순이익률	50.4	18.8	15.1	21.4	31.2
비지배지분순이익	-1	0	0	0	0
지배지분순이익	94	37	32	58	107
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	96	51	47	72	122
비지배지분포괄이익	-1	1	0	0	0
지배지분포괄이익	97	50	47	72	122

재무상태표 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	161	135	158	190	264
현금및현금성자산	72	21	41	47	85
매출채권 및 기타채권	41	52	53	64	81
재고자산	33	53	57	73	93
기타유동자산	15	10	7	6	5
비유동자산	417	461	476	495	510
유형자산	206	209	218	231	240
관계기업투자금	20	38	45	53	61
기타비유동자산	191	215	213	211	210
자산총계	578	596	634	685	774
유동부채	108	135	151	152	139
매입채무 및 기타채무	15	25	25	26	27
차입금	65	63	62	62	61
유동성채무	12	5	0	0	0
기타유동부채	16	43	63	64	51
비유동부채	66	27	25	23	23
차입금	25	20	20	20	20
전환증권	30	0	0	0	0
기타비유동부채	11	7	5	3	3
부채총계	174	163	176	175	162
지배지분	399	428	452	503	604
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	114	113	113	113	113
이익잉여금	364	401	425	476	577
기타자본변동	-82	-90	-90	-90	-90
비지배지분	4	6	6	7	8
자본총계	404	434	458	510	612
순차입금	48	95	73	67	31

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	12,891	4,973	4,188	7,456	13,887
PER	10.7	25.7	66.7	37.5	20.1
BPS	54,696	57,510	58,903	65,045	78,078
PBR	2.5	2.2	3.7	3.4	2.8
EBITDAPS	7,222	8,299	6,473	9,774	18,494
EV/EBITDA	18.0	15.4	34.0	22.3	11.5
SPS	25,312	26,212	27,670	34,904	44,497
PSR	5.4	4.9	8.0	6.3	5.0
CFPS	8,862	9,949	7,482	11,368	20,476
DPS	0	958	958	958	958

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	31.3	5.5	8.9	27.1	27.5
영업이익 증가율	흑전	35.3	-20.7	80.9	94.8
순이익 증가율	흑전	-60.8	-12.1	79.5	86.2
수익성					
ROIC	9.0	11.8	8.7	14.9	25.3
ROA	6.6	7.9	6.0	10.1	17.9
ROE	29.4	8.9	7.3	12.1	19.4
안정성					
부채비율	43.1	37.5	38.3	34.4	26.4
순차입금비율	11.8	21.9	15.9	13.2	5.0
이자보상배율	7.2	20.2	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	20	26	51	53	99
당기순이익	93	37	32	58	107
비현금항목의 가감	-29	37	25	30	51
감가상각비	18	15	13	9	13
외환손익	-2	1	-4	-4	-4
지분법평가손익	1	3	3	3	3
기타	-47	18	14	23	39
자산부채의 증감	-30	-30	4	-16	-24
기타현금흐름	-15	-18	-10	-19	-36
투자활동 현금흐름	-28	-36	-25	-27	-28
투자자산	-13	-12	-8	-8	-8
유형자산	-16	-10	-20	-20	-20
기타	2	-15	3	1	0
재무활동 현금흐름	35	-40	-19	-13	-13
단기차입금	-19	-1	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	65	3	0	0	0
현금배당	0	-8	-8	-6	-6
기타	-11	-35	-11	-6	-6
현금의 증감	28	-51	20	7	38
기초 현금	44	72	21	41	47
기말 현금	72	21	41	47	85
NOPLAT	25	34	28	50	98
FCF	22	24	21	39	90

자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

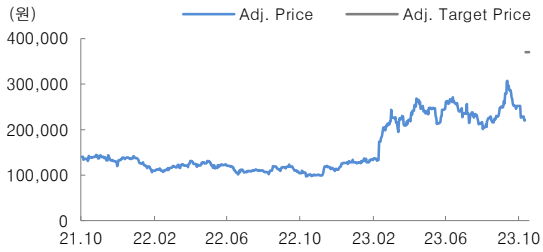
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 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 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	23.10.12
투자의견	Buy
목표주가	370,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231009)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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