

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동건

dglee@sksec.co.kr

3773-9909

Company Data

자본금	4 십억원
발행주식수	730 만주
자사주	16 만주
액면가	500 원
시가총액	1,934 십억원

주요주주	
정현호(외7)	18.31%
자사주	8.59%
외국인지분율	9.46%
배당수익률	0.4%

Stock Data

주가(23/06/09)	265,000 원
KOSDAQ	883.71 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	268,500 원
52주 최저가	97,136 원
60일 평균 거래대금	40 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.7%	1.9%
6개월	111.4%	72.1%
12개월	121.7%	120.1%

메디톡스 (086900/KQ | 매수(유지) | T.P 410,000 원(유지))

걱정할 건 없고 기대할 건 많다

세무조사와 관련한 이슈, 정기 세무조사로 우려할 필요 없어

코어톡스 내수 매출 고성장, 해외 진출 모멘텀, 소송 이슈 감안 시 기대할 점 풍부
 2Q23 연결 매출액 +2.6% YoY, 영업이익 -19.5% YoY 예상. QoQ 고성장 전망
 추가적인 합의 가능성 고려 시 합의금 및 로열티 수령에 따른 기업가치 상향도 가능
 목표주가 유지. 우려에 따른 차익실현이 아닌 하반기 성과에 주목한 매수 시점 판단

세무조사 이슈, 정기 세무조사로 우려 불필요

지난 8 일 언론보도를 통해 서울지방국세청이 메디톡스에 대해 세무조사에 착수했다는 것이 확인됐다. 이는 지난 2018 년 이뤄진 정기 세무조사에 이어 5 년만에 진행된 정기 세무조사로 국제 기본법에 따르면 연간 수입금액 1,500 억원 이상의 법인인 경우 5 년 주기 순환 조사를 원칙으로 한다(수입금액 500 억원 이상의 법인도 마찬가지). 따라서 일부 언론을 통해 제기된 이슈는 노이즈에 불과하며 보도를 통해 언급된 혐의 역시 이미 2019 년 한 차례 언급된 바 있으나 마찬가지로 노이즈였을 뿐 사실 관계는 확인된 바 없었다. 따라서 관련한 우려는 불필요하다.

우려할 내용보다 기대할 것이 많은 시점

현 시점에서는 기대할 포인트가 많은 시점이다. 1) 실적 역시 점진적 개선이 기대된다. 1Q23 일회성 이슈들로 주춤했던 실적은 2Q23 연결 기준 매출액 및 영업이익 각각 510 억원(+2.6% YoY), 84 억원(-19.5%, OPM 16.4%)으로 전분기대비 매출액 및 영업이익은 각각 19.6%, 372.8% 증가가 예상된다. 특히 내수 시장에서 고마진 품목인 코어톡스의 판매 호조가 본격화되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 2) 해외 진출 모멘텀 역시 긍정적이다. 액상형 특신 MT10109L의 미국 및 중동 BLA 제출이 하반기 중 예상되며, 중국 뉴로톡스 실사 및 품목허가 또한 순항 중인 것으로 파악된다. 3) 국내 식약처 소송 이슈도 7 월 예정된 행정처분 취소소송 1 심 판결(국가출하 미승인 건)을 시작으로 순차적으로 해소될 전망이다.

목표주가 유지. 향후 경쟁사 합의 가능성까지 고려 시 상승 여력은 풍부

기존 투자이견 '매수', 목표주가 41 만원을 유지한다. 세무조사 관련 노이즈에도 불구하고 내수 코어톡스 판매 호조, 해외 진출 모멘텀 부각 등을 바탕으로 한 펀더멘탈은 변함없이 견조하다. 특히 경쟁사와의 추가적인 합의 가능성까지 감안 시 이에 따른 합의금 및 로열티 수령도 가능한 만큼 당사 추정 대비 추가적인 기업가치의 상향 조정도 가능하다. 우려에 따른 차익실현이 아닌 하반기 가시화될 성과에 주목한 매수 시점으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	141	185	195	219	257	294
yoy	%	-31.6	31.3	5.5	12.0	17.7	14.2
영업이익	십억원	-37	34	47	36	72	89
yoy	%	-244.3	-193.0	35.3	-23.0	101.3	22.8
EBITDA	십억원	-18	53	62	51	87	104
세전이익	십억원	-42	128	50	31	72	90
순이익(지배주주)	십억원	-30	94	37	25	57	71
영업이익률%	%	-26.3	18.7	23.9	16.4	28.1	30.2
EBITDA%	%	-13.1	28.5	31.7	23.2	33.8	35.3
EPS(계속사업)	원	-4,229	12,657	4,953	3,209	6,697	7,982
PER	배	-37.9	10.9	25.8	82.6	39.6	33.2
PBR	배	3.5	2.1	1.8	3.7	3.7	3.6
EV/EBITDA	배	-61.7	18.0	15.4	39.9	22.8	18.7
배당수익률	%	0.5	0.0	0.7	0.4	0.4	0.5
ROE	%	-11.8	29.4	8.9	5.7	12.1	13.5
순차입금	십억원	91	48	95	86	46	-1
부채비율	%	91.1	43.1	37.5	34.6	31.4	28.1

메디톡스, 엘러간, 에볼루스 3자 합의 내용

계약 구조	US	ROW	비고
라이선스 수수료	2년간 3,500만달러 분할 지급		AbbVie와 분배
로열티 (21개월)	A fixed dollar amount per vial sold	Low double digit on net sales	AbbVie와 분배
로열티 (21개월 이후 10년)	Mid single digit on net sales	Mid single digit on net sales	AbbVie와 분배
지분	에볼루스 보통주 6,752,652주를 주당 0.00001달러에 메디톡스에 발행		
기타 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 대응은 이번 합의 당사자가 아님 - 본 합의는 한국과 타 국가에서의 메디톡스와 대응간 법적 권리 및 지위, 조사나 소송 절차에는 어떠한 영향도 미치지 않음 - 에볼루스 상대로 제기한 미국 캘리포니아 소송 철회 		

자료: 메디톡스, SK 증권

메디톡스, 엘러간, 에볼루스 3자 합의 관련 세부 내용

Medytox/Allergan Settlement AgreementsU.S. Settlement Agreement

Effective February 18, 2021, the Company, Allergan and Medytox entered into a Settlement and License Agreement (the "U.S. Settlement Agreement"), pursuant to which, among other things: (i) Allergan and Medytox agreed to file a petition requesting the remedial orders related to the ITC Action be rescinded with respect to the Company; (ii) Medytox agreed to dismiss substantially similar litigation in California against the Company; (iii) the Company, on the one hand, and Medytox and Allergan, on the other hand, agreed to mutually release certain claims they may have against one another and their respective affiliates; (iv) Allergan and Medytox granted to the Company and its agents a license to manufacture and commercialize certain products identified in the U.S. Settlement Agreement, including Jeuveau® (the "Licensed Products"), in the United States during the 21 month period that, pursuant to the ITC Action, the Company was restricted from, among other things, selling, marketing, or promoting such imported Jeuveau® in the United States (the "Restricted Period"); (v) the Company agreed to pay to Allergan and Medytox \$35,000 in multiple payments over two years, of which the Company paid the first cash payment of \$15,000 in the third quarter of 2021, the second cash payment of \$15,000 in the first quarter of 2022, and the final cash payment of \$5,000 in the first quarter of 2023; and (vi) during the Restricted Period, the Company agreed to pay to Allergan and Medytox certain confidential royalties on the sale of Licensed Products, calculated on dollar amount per vial sold of Licensed Products by or on behalf of the Company in the United States. Royalties for sales during the Restricted Period ended on September 16, 2022.

ROW Settlement Agreement

Effective February 18, 2021, the Company and Medytox entered into a Settlement and License Agreement (the "ROW Settlement Agreement" and, together with the U.S. Settlement Agreement, the "Medytox/Allergan Settlement Agreements"), pursuant to which, among other things: (i) the Company and Medytox agreed to mutually release certain claims they may have against one another and their respective affiliates; (ii) Medytox granted to the Company and its agents a license to manufacture and commercialize the Licensed Products, in Canada, the European Union, Switzerland, member countries and cooperating countries of the European Economic Area, certain members of the Commonwealth of Independent States, South Africa, Australia and Japan (the "ROW Territories") during the Restricted Period; (iii) Medytox granted to the Company and its agents a fully paid up license to manufacture and commercialize the Licensed Products in the ROW Territories and the United States from the end of the Restricted Period (the "Medytox License Period"); (iv) the Company and Medytox agreed to enter into the Share Issuance Agreement (as defined below) pursuant to which the Company issued 6,762,652 shares (the "Settlement Shares") of the Company's common stock, par value \$0.00001 per share, to Medytox; (v) the Company and Medytox agreed to enter into the Registration Rights Agreement (as defined below), pursuant to which the Company granted certain registration rights to Medytox with respect to the Settlement Shares; (vi) during the Restricted Period that ended September 16, 2022, the Company agreed to pay Medytox a confidential low-double digit royalty on net sales of the Licensed Products sold by or on behalf of the Company in the ROW Territories; and (vii) during the Medytox License Period from September 17, 2022 to September 16, 2032, the Company agreed to pay Medytox a mid-single digit royalty percentage on net sales of the Licensed Products sold by or on behalf of the Company in the United States and the ROW Territories.

자료: Evolus, SEC, SK 증권

에볼루스 및 이온 바이오파마 합의금 관련 메디톡스 공시 내용

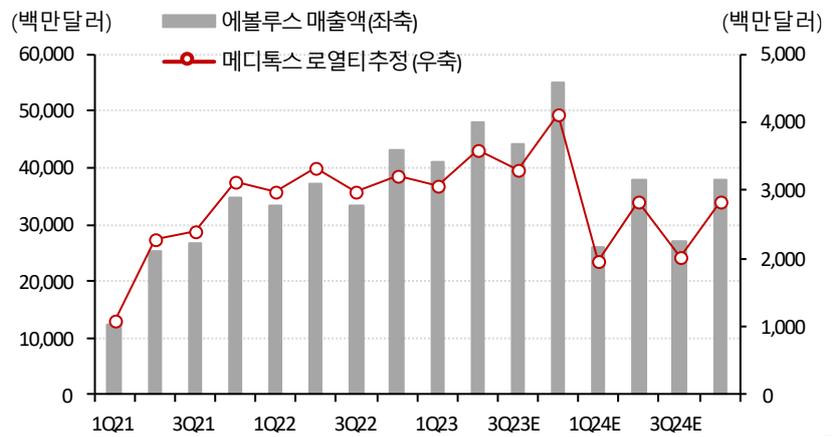
(단위: 천원)

구분	당반기	전반기
기타수익		
종속및관계기업채분손익(+1)	14,163,735	-
소송합의금(+2)	-	115,212,950

자료: 메디톡스, DART, SK 증권

주: 2022년 반기보고서 기준, 에볼루스 및 이온 바이오파마 합의에 따른 일시금 및 주식금액 합산

에볼루스 매출액 추이 및 메디톡스 로열티 추정



자료: Evolus, Bloomberg, SK 증권 추정

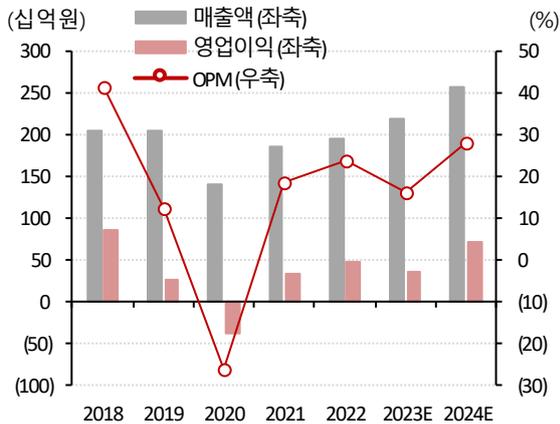
주: 양사 합의 조건에 따라 2021-02-18~2022-09-16 로열티 비율과 2022-09-17~2032-09-16 로열티 비율은 상이

메디톡스 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	39.8	49.8	53.3	52.3	42.7	51.0	58.1	66.8	195.1	218.6	257.2
YoY	24.9	13.2	(23.7)	33.3	7.3	2.6	9.0	27.7	5.5	12.0	17.7
특신	17.2	23.4	27.9	26.2	16.6	26.2	27.4	33.6	94.7	103.8	122.5
YoY	36.5	25.8	62.2	78.2	(3.5)	11.8	(1.7)	28.2	50.1	9.6	18.1
내수	11.3	10.0	13.1	9.9	5.0	9.0	11.1	14.9	44.3	40.0	42.8
수출	5.9	13.4	14.8	16.3	11.6	17.2	16.3	18.7	50.4	63.8	79.7
필러	16.1	17.5	18.6	20.6	20.1	17.8	22.9	24.8	72.8	85.6	92.1
YoY	16.7	18.2	64.6	19.8	24.8	1.5	23.1	20.4	27.5	17.5	7.6
내수	3.4	4.5	3.5	4.3	4.3	4.6	4.0	4.4	15.7	17.4	19.1
수출	12.7	13.0	15.1	16.3	15.8	13.1	18.9	20.4	57.1	68.2	73.0
기타 및 마일스톤	6.5	8.9	6.8	5.5	6.0	7.1	7.8	8.4	27.6	29.2	42.6
매출총이익	24.7	32.1	34.9	34.7	24.3	30.1	34.7	39.9	126.4	128.9	173.4
YoY	51.1	56.0	(31.6)	94.1	(1.6)	(6.1)	(0.8)	14.9	19.4	2.0	34.5
GPM	62.1	64.4	65.5	66.4	56.9	59.0	59.6	59.8	64.8	59.0	67.4
영업이익	5.5	10.4	14.5	16.3	1.8	8.4	11.3	14.6	46.7	35.9	72.3
YoY	흑전	134.3	(57.2)	2,802.4	(0.7)	(19.5)	(22.5)	(10.7)	35.3	(23.0)	101.3
OPM	13.8	20.9	27.2	31.2	4.1	16.4	19.4	21.8	23.9	16.4	28.1
세전이익	5.3	24.2	17.6	2.4	6.6	4.1	10.5	9.8	49.5	31.0	72.0
YoY	(92.6)	(42.9)	(49.0)	흑전	23.5	(83.2)	(40.0)	307.0	(61.4)	(37.5)	132.4
(지배주주)순이익	5.0	19.2	13.2	(0.5)	5.6	3.2	8.3	7.7	37.0	24.8	56.8
YoY	(92.7)	(46.3)	(16.1)	적지	2.6	(83.7)	(42.1)	흑전	(60.7)	(32.9)	128.9
NPM	12.7	38.7	24.8	(0.9)	13.0	6.3	14.3	11.6	19.0	11.4	22.1

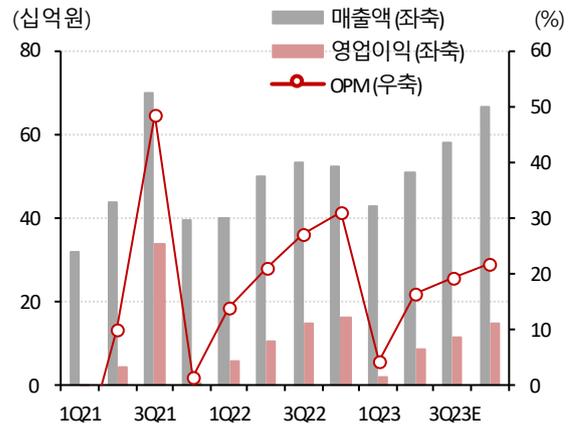
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



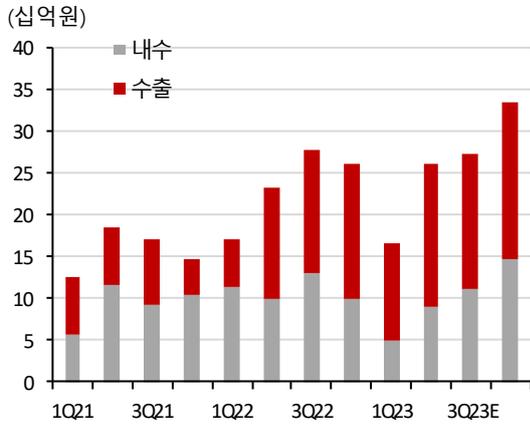
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



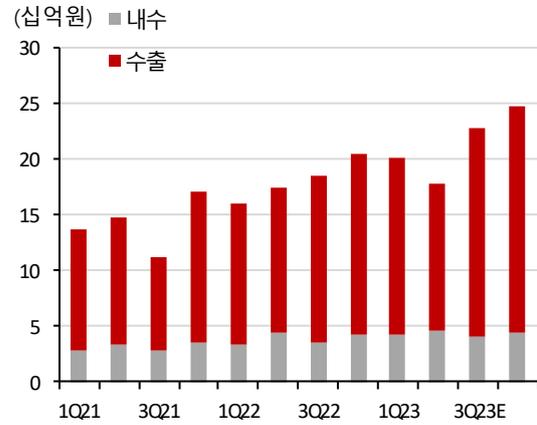
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

특신 매출 추이 및 전망



자료: 메디톡스, SK 증권 추정

필러 매출 추이 및 전망



자료: 메디톡스, SK 증권 추정

식약처 품목허가 취소 처분 관련 내용

구분	메디톡스 (원액변경)	메디톡스, 코어톡스 (국가출하미승인)	이노톡스
주요 내용	메디톡스주의 허가내용 및 원액 사용기준 등 약사법 위반	국가출하승인 없이 판매한 행위에 대한 약사법 위반	안전성 시험 결과 허위 작성 행위에 대한 약사법 위반
처분	잠정 제조 및 판매 정지 (20/04/17) 허가 취소 (20/06/18)	잠정 제조 및 판매 정지 (20/10/19) 허가 취소 (20/11/13)	잠정 제조 및 판매 정지 (20/12/22) 허가 취소 (21/01/18)
대상 품목	메디톡스주 (50단위, 100단위, 150단위)	메디톡스주 (50단위, 100단위, 150단위, 200단위), 코어톡스주	이노톡스주
집행정지	1심 대전지법 기각 2심 대전고법 인용 3심 대법원 인용(20/10/05)	1심 대전지법 인용 2심 대전고법 인용 3심 대법원 인용(21/04/28)	1심 대전지법 인용 2심 대전고법 인용 3심 대법원 인용(21/05/26)
제조 및 판매	제조 및 판매 가능 (본안 1심 확정 후 30일까지)	제조 및 판매 가능 (본안 1심 확정 후 30일까지)	제조 및 판매 가능 (본안 1심 확정 후 30일까지)
국가 출하 승인	메디톡스 150단위 (21/02/26) 메디톡스 100단위 (21/03/04)	코어톡스 100단위 (21/02/24) 메디톡스 200단위 (21/05/10)	이노톡스주 50단위(21/04/08) 이노톡스주 100단위 (21/05/04)

자료: 메디톡스, 언론 보도, SK 증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	161	135	139	177	227
현금및현금성자산	72	21	24	58	100
매출채권 및 기타채권	41	52	48	52	55
재고자산	33	53	47	46	48
비유동자산	417	461	468	478	489
장기금융자산	102	122	123	125	127
유형자산	206	209	206	205	206
무형자산	12	26	27	29	30
자산총계	578	596	607	655	716
유동부채	108	135	133	134	134
단기금융부채	78	101	96	91	87
매입채무 및 기타채무	12	13	15	17	20
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	66	27	23	23	23
장기금융부채	55	22	22	22	22
장기매입채무 및 기타채무	8	5	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	174	163	156	157	157
지배주주지분	399	428	445	494	556
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	114	113	113	113	113
기타자본구성요소	-81	-96	-96	-96	-96
자기주식	-89	-106	-106	-106	-106
이익잉여금	364	401	418	467	528
비지배주주지분	4	6	5	5	4
자본총계	404	434	451	499	559
부채와자본총계	578	596	607	655	716

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	26	55	77	86
당기순이익(손실)	93	37	25	56	70
비현금성항목등	-29	37	24	33	37
유형자산감가상각비	15	13	13	13	13
무형자산감가상각비	3	2	2	2	2
기타	-47	22	10	19	22
운전자본감소(증가)	-30	-30	12	3	-1
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	-23	4	-3	-3
재고자산의감소(증가)	1	-19	5	1	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	1	2	3	2
기타	-36	12	1	2	2
법인세납부	-18	-19	-6	-16	-20
투자활동현금흐름	-25	-35	-22	-25	-26
금융자산의감소(증가)	-6	0	-1	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-16	-10	-10	-12	-13
무형자산의감소(증가)	-4	-15	-3	-3	-4
기타	2	-10	-8	-9	-8
재무활동현금흐름	-23	-24	-17	-17	-18
단기금융부채의증가(감소)	-19	-13	-5	-5	-5
장기금융부채의증가(감소)	-1	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	65	-1	0	0	0
배당금지급	0	-8	-7	-8	-9
기타	-69	-1	-4	-4	-4
현금의 증가(감소)	28	-51	3	34	41
기초현금	44	72	21	24	58
기말현금	72	21	24	58	100
FCF	1	16	45	65	73

자료 : 메디톡스, SK증권 추정

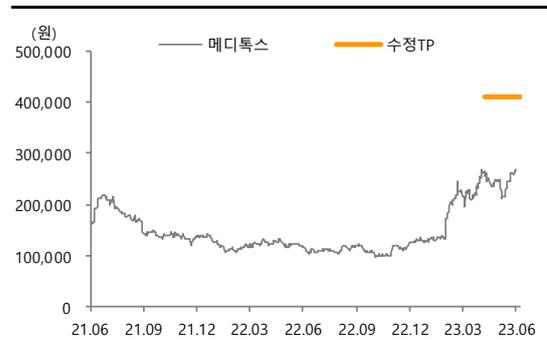
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	185	195	219	257	294
매출원가	79	69	90	84	92
매출총이익	106	126	129	173	202
매출총이익률(%)	57.3	64.8	59.0	67.4	68.6
판매비와 관리비	71	80	93	101	113
영업이익	34	47	36	72	89
영업이익률(%)	18.7	23.9	16.4	28.1	30.2
비영업손익	94	3	-5	-0	1
순금융손익	-4	-2	-4	-3	-3
외환관련손익	2	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-3	-2	-2	-2
세전계속사업이익	128	50	31	72	90
세전계속사업이익률(%)	69.4	25.4	14.2	28.0	30.5
계속사업법인세	35	13	6	16	20
계속사업이익	93	37	25	56	70
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	93	37	25	56	70
순이익률(%)	50.4	18.8	11.2	21.8	23.8
지배주주	94	37	25	57	71
지배주주귀속 순이익률(%)	50.9	19.0	11.4	22.1	24.1
비지배주주	-1	-0	-0	-1	-1
총포괄이익	96	51	25	56	70
지배주주	97	50	24	55	69
비지배주주	-1	1	0	1	1
EBITDA	53	62	51	87	104

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	31.3	5.5	12.0	17.7	14.2
영업이익	흑전	35.3	-23.0	101.3	22.8
세전계속사업이익	흑전	-61.4	-37.5	132.4	24.6
EBITDA	흑전	17.1	-17.9	71.6	19.2
EPS	흑전	-60.9	-35.2	108.7	19.2
수익성 (%)					
ROA	17.8	6.2	4.1	8.9	10.2
ROE	29.4	8.9	5.7	12.1	13.5
EBITDA마진	28.5	31.7	23.2	33.8	35.3
안정성 (%)					
유동비율	149.1	99.9	103.9	132.6	169.3
부채비율	43.1	37.5	34.6	31.4	28.1
순차입금/자기자본	11.8	21.9	19.0	9.2	-0.2
EBITDA/이자비용(배)	11.0	26.7	12.4	22.3	27.7
배당성향	0.0	21.7	29.8	14.4	13.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,657	4,953	3,209	6,697	7,982
BPS	65,707	71,508	71,290	70,742	74,466
CFPS	15,111	6,975	5,116	8,429	9,659
주당 현금배당금	0	958	1,050	1,100	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	10.9	25.8	82.6	39.6	33.2
PBR	2.1	1.8	3.7	3.7	3.6
PCR	9.1	18.4	51.8	31.4	27.4
EV/EBITDA	18.0	15.4	39.9	22.8	18.7
배당수익률	0.0	0.7	0.4	0.4	0.5

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.17	매수	410,000원	6개월	



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 06월 12일 기준)

매수	94.89%	중립	5.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------