

2017. 3. 8



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Overweight

관련종목

뉴트리바이오텍(222040)	Buy	40,000원
에이치엘사이언스(239610)	Not Rated	

건강기능식품

무관심 속에 피어나는 꽃

- ✓ 글로벌 건강기능식품 동향, 기능성 및 신제형에 대한 관심 확대
- ✓ 국내 건강기능식품 시장, 중장년 뿐만 아니라 젊은 층의 잠재수요 높아
- ✓ 신유통 채널 매출 빠르게 성장, 새로운 기능성 제품에 대한 소비자들의 니즈 세분화
- ✓ 뉴트리바이오텍, 해외 현지 공장 본격적인 가동과 수출 채널 다변화 주목
- ✓ 에이치엘사이언스, 석류농축액 기능성 제품 매출 2배 이상 증가 예상

글로벌 건강기능식품 동향, 기능성 및 신제형에 대한 관심 확대

전세계 건강기능식품 시장은 연평균 7.2%의 안정적 성장이 지속될 전망이다. 미국은 전세계 최대 규모의 건강기능식품 시장으로 수입보다는 현지 자체 생산을 통해 대응하고 있으며, 호주는 국내외 수요 증가에도 비핵심 제약산업의 구조 조정이 가속화되면서 수입 의존도가 높아지고 있다. 뉴트리바이오텍은 미국과 호주에 현지 공장을 본격적으로 가동할 계획이며 다양한 제형 생산과 One stop ODM Process의 강점으로 현지 시장을 공략할 전망이다. 한편 일본과 중국에서는 기능성 건강보조식품에 대한 관심이 고조되고 있다. 일본에서는 2015년 4월부터 기능성 표시식품제도가 시행되면서 새로운 소재에 대한 관심이 높아졌으며 중국은 기능성 식품의 평균 소비 수준이 높지 않아 앞으로 시장 잠재력이 크다. 에이치엘사이언스는 독보적인 소재 핵심역량을 바탕으로 일본, 중국 등으로 기능성 소재를 활용한 건강기능식품 수출이 확대될 전망이다.

국내 건강기능식품 시장, 중장년뿐만 아니라 젊은 층의 잠재수요 높아

국내 건강기능식품 시장 또한 소비 침체에 대한 우려에도 불구하고 고령화 사회 진입과 함께 미용 및 노화방지에 대한 관심 증가로 연평균 7% 수준의 꾸준한 성장이 예상된다. 주 소비층인 50대 전업주부뿐만 아니라 효율적인 건강 관리를 원하는 20~40대의 향후 구입 의향이 높아지고 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다. 이처럼 건강기능식품의 소비자 층이 다양해지면서 다단계, 방문판매 등 기존 전통적 판매방식의 채널보다 신유통 채널에서의 매출이 빠르게 성장하고 있다. 또한 다단계 시장 내에서도 상위 10개사의 매출액이 꾸준히 고성장하고 있음에도 상위 10개사가 차지하는 매출 비중은 감소하고 있는데 새로운 기능성 제품에 대한 소비자들의 니즈가 세분화되면서 나타나고 있는 현상으로 판단한다.

관심종목: 뉴트리바이오텍, 에이치엘사이언스

뉴트리바이오텍 (Buy/TP 4만원)은 지난해 4분기 수출 및 네트워크 고객사들의 재고조정이 마무리되면서 1분기 실적이 회복될 전망이다. 또한 2017년 미국과 호주에서의 신규 공장이 본격적으로 가동되고 네트워크 고객사에 집중되었던 해외 수출 또한 미국 대형 유통업체들이나 중국 드럭스토어 등으로 다변화될 것으로 기대한다. 에이치엘사이언스 (Not Rated)는 기존 스테디셀러인 닥터슈퍼칸 등이 안정적으로 성장하는 가운데 기능성 석류농축액 관련 제품 판매가 전년대비 2배 이상 증가할 전망이다. 독점적인 핵심 소재들을 기반으로 본격적인 해외 수출도 기대된다.



Contents

Part I	글로벌 건강기능식품 시장 동향	3
Part II	국내 건강기능식품 시장 현황	10
	기업분석	17
	뉴트리바이오텍 (222040)_ 본격적인 해외 현지 가동 시작	18
	에이치엘사이언스 (239610)_ 앞으로가 더욱 기대된다	23

1. 글로벌 건강기능식품 시장 동향

미국 전세계 최대 규모의 건강기능식품 시장, 수입보다는 현지 자체 생산을 통해 대응

미국 온라인, 다단계 시장 중심으로 꾸준한 성장 전망

미국의 건강기능식품 (Supplements) 시장은 2015년 기준 전세계 최대 규모인 204억달러로 추산되며 2020년까지 연평균 +7%의 안정적인 성장세가 지속될 전망이다. 채널 별로는 전문점과 대형 유통점이 각각 36%와 28%를 차지하고 있어, 두 채널을 중심으로 대부분 판매가 이루어지고 있으나, 최근에는 다단계, 병/의원 및 전문가, 온라인 비중이 꾸준히 확대되고 있는 점에 주목할 필요가 있다.

KOTRA에 따르면 미국의 온라인 비타민 및 건강식품 시장 규모는 전년대비 13.4% 성장한 39억 달러로 추산되며 향후 5년간 14.2%의 꾸준한 성장이 예상된다. 온라인 시장에서 비타민 (Vitamins) 제품이 35%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 식이 보충제 (Speciality Supplements)가 19%, 허브 (Herb) 제품이 17%, 단백질 보충제, 다이어트 식품 등 스포츠 관련 제품 (Sports Nutrition)이 12%를 차지한다.

2014년 미국 비타민 및 건강보조식품 수입규모는 전년대비 2.7% 증가한 20억 달러에 불과하며 수입보다는 현지 자체 생산을 통해 수요에 대응하고 있다. 주요 수입국으로 캐나다, 태국, 독일이 있으며, 우리나라로부터는 2013년 대비 6.49%로 증가한 3,602만 달러를 수입하였다. 우리나라의 비타민 및 건강보조식품 미국 수출 비중은 작지만 증가세를 보이고 있다. 향후에는 미국 현지 생산설비를 구축하여 직접적으로 미국 시장을 공략해 나갈 전망이다.

표1 국가별 건강기능식품 시장 규모 및 전망

(백만달러)	2012	2013	2015	2020E	2020년 비중 (%)	연평균성장률 (%) (2012~2020)
미국	32,458	34,935	40,376	56,782	34.0	7.2
서유럽	15,909	16,193	16,837	19,033	11.0	2.3
일본	10,551	10,624	10,898	12,184	7.0	1.8
캐나다	1,679	1,761	1,946	2,530	2.0	5.3
중국	11,893	13,253	16,307	26,726	16.0	10.7
기타아시아	9,024	9,884	11,843	18,670	11.0	9.5
라틴아메리카	6,275	7,092	8,928	15,532	9.0	12.0
호주/뉴질랜드	2,051	2,149	2,380	3,107	2.0	5.3
동유럽/러시아	4,490	4,952	6,006	9,423	6.0	9.7
중동	997	1,093	1,312	2,084	1.0	9.7
아프리카	789	860	1,092	1,608	1.0	9.3
합계	96,116	102,796	117,862	167,679	100.0	7.2

자료: Global Supplement & Nutrition Industry Report(2013), 메리츠증권증권 리서치센터

표2 미국 비타민 및 건강보조식품 주요 수입국 현황 (HS Code 2106 기준)

순위	국가	금액 (천달러)			점유율 (%)		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
0	전체	1,859,533	1,967,141	2,020,123	100.0	100.0	100.0
1	캐나다	626,147	657,875	689,357	33.7	33.4	34.1
2	태국	128,666	141,207	151,047	6.9	7.2	7.5
3	독일	90,250	101,715	116,265	4.9	5.2	5.8
4	멕시코	133,109	140,500	103,217	7.2	7.1	5.1
5	중국	86,577	99,455	102,116	4.7	5.1	5.1
6	영국	73,545	78,486	93,062	4.0	4.0	4.6
7	덴마크	29,214	73,533	71,146	1.6	3.7	3.5
8	스웨덴	43,349	47,608	61,636	2.3	2.4	3.1
9	일본	49,870	53,372	50,377	2.7	2.7	2.5
10	네덜란드	40,985	48,399	45,319	2.2	2.5	2.2
14	한국	31,327	33,827	63,022	1.7	1.7	3.1

자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

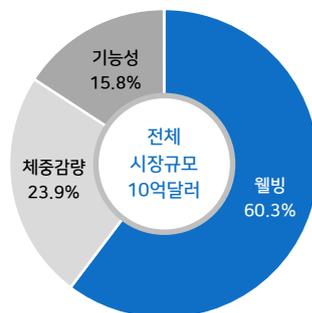
Blackmores, 새로운 공급처 확보로 2017년 실적 회복 전망

호주 국내의 수요 증가에도 캡슐과 패키징에서는 해외 수입 의존도 증가

호주 내 오메가3, 글루코사민, 리프린놀 등 건강보조식품의 수요는 꾸준히 증가하고 있으며 이는 호주인들의 고령화와 건강에 대한 관심이 높아지는 트렌드 변화 그리고 중국 등 해외 소비자의 수요 증가와 맞물려 높은 성장이 예상된다. 특히 중국과 호주간의 FTA 체결로 인해 건강기능식품에 대한 관세가 2017년부터 0%가 되면서 중국 및 아시아 시장에서의 호주 건강식품에 대한 접근성이 높아질 전망이다.

한편 캡슐 및 패키징 등 관련 비핵심 제약산업의 구조조정이 가속화되면서 해외 수입 의존도가 높아지고 있다. 2016년 호주의 대표적인 건강보조식품 제조사인 Blackmores사의 실적이 중국 다이공 규제와 호주 내 제조설비 한계로 부진하였으나 2017년 하반기부터 새로운 공급처 확보와 신제품 출시 및 신채널 공략으로 회복될 전망이다.

그림1 호주 비타민 제조시장 규모 (2015-2016)



자료: IBIS World, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 호주 건강기능식품 기업 Blackmores 연간 실적 추이

(백만달러)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	232.1	269.2	335.5	318.4	394.6	522.5	528.6	591.3
영업이익	41.2	43.2	39.3	36.7	59.8	107.9	75.7	93.0
세전이익	38.9	40.5	34.9	32.1	57.6	104.5	73.9	92.0
순이익	27.0	28.7	25.7	23.4	39.0	72.9	55.0	68.2
성장률 (% YoY)								
매출액	22.4	16.0	24.6	-5.1	23.9	32.4	1.2	11.9
영업이익	26.4	4.8	-9.0	-6.6	62.8	80.5	-29.8	22.9
세전이익	27.1	3.9	-13.8	-7.9	79.4	81.4	-29.3	24.4
순이익	26.1	6.2	-10.6	-9.0	66.8	87.1	-24.5	24.0
수익성 (%)								
영업이익률	17.8	16.0	11.7	11.5	15.1	20.6	14.3	15.7
세전이익률	16.8	15.0	10.4	10.1	14.6	20.0	14.0	15.6
순이익률	11.6	10.7	7.6	7.3	9.9	13.9	10.4	11.5
PER (X)	17.5	20.3	14.1	23.6	80.5	25.7	20.8	18.7
PBR (X)	6.0	6.6	3.6	5.8	28.2	9.4	8.6	7.5
EV/EBITDA (X)	10.3	10.1	11.9	11.2	16.8	16.6	13.6	12.3
ROE (%)	36.2	33.6	27.1	25.1	39.3	64.3	N/A	41.5
EPS (호주달러)	1.6	1.7	1.5	1.5	2.7	4.0	4.9	5.5
BPS (호주달러)	4.7	5.1	5.8	6.1	7.7	10.9	11.9	13.6
DPS (호주달러)	1.2	1.3	1.3	1.3	2.0	3.0	3.7	4.2

주: 6월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

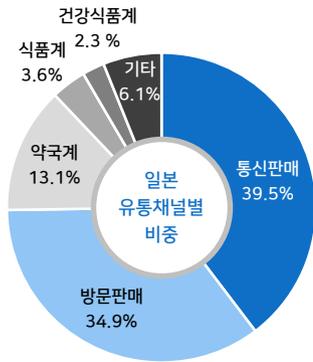
확실한 효능으로 차별화 시도,
기능성 소재를 활용한
건강보조식품에 대한 수요 증가

일본 기능성 표시 식품 제도 시행으로 새로운 소재에 대한 관심 고조

일본 건강기능식품 시장의 규모는 꾸준히 증가하나 성장률은 저조하게 나타나고 있다. 후지경제연구소에 따르면 2015년 건강식품 및 영양제 시장은 전년대비 1.6% 성장한 8,434억엔을 기록하였으며 특히 녹즙, 시력보호, 수면 보조제 시장이 성장세를 시현했다. 유통채널 별로는 통신판매가 39.5%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 기존 주력 채널인 방문판매 채널 또한 34.9%의 높은 비중을 나타내고 있다. 약국계 채널은 드럭스토어와 같은 건강식품과 관련상품을 함께 구매할 수 있는 매장이 인기를 끌면서 상대적으로 높은 +2.2%의 성장세를 보이고 있으며, 편의점 채널에서도 간기능 개선과 미용 등의 기능성을 가진 드링크 제품이 큰 인기를 끌며 꾸준히 증가하고 있다.

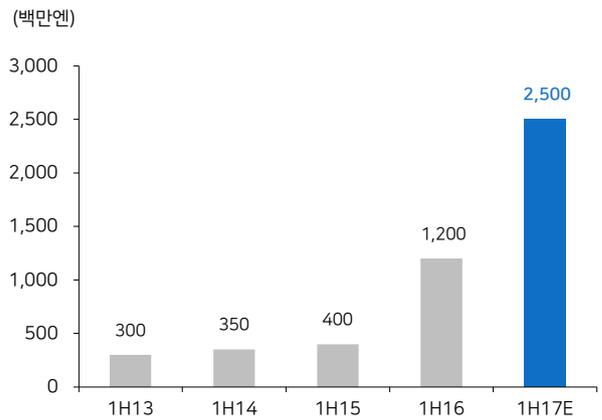
일본에서는 2015년 4월부터 기능성 표시식품제도가 시행되면서 건강제품 개발 경쟁이 더욱 치열해지고 있는 동시에 새로운 성장 동력이 되고 있다. 일례로 일본의 화장품 및 건강기능식품 회사인 FANCL은 이러한 시장 흐름에 맞추어 50대 이상을 겨냥한 기능성 건강보조식품 Enkin을 출시하여 좋은 성과를 이끌어냈다. 이처럼 일본 건강보조식품 관련 기업들은 항상 시장의 흐름을 보면서 새로운 원료를 발굴하기 위해 노력하고 있어 독점적이고 차별화된 기능성 소재를 보유하고 있는 국내 건강기능식품 기업들에게는 새로운 수출의 기회가 되어줄 전망이다.

그림2 일본 건강기능식품 유통채널별 비중 (2012년 기준)



자료: 일본 야노경제연구소, 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 FANCL 신규 건강기능식품 Enkin 성장



주: 3월 결산 기준
자료: FANCL, 메리츠증권증권 리서치센터

전세계에서 가장 강한 성장세,
2020년 건강기능식품 시장
규모 2위 등극 예상

중국 기능성 식품 시장, 성장 잠재력 크다

중국보건식품협회에 따르면 2015년 중국 건강보조식품 시장 규모는 4,500억 위안으로 추산되며 연평균 30% 이상의 성장률을 유지하고 있다. 그 중 기능성 식품(보건식품)은 아직 중국 시장에서 발전단계 전으로 중국 정부의 제12차 5개년 계획에서 언급된 이후 산업 발전을 도모하고 있다. 따라서 중국 내 기능성 식품의 평균 소비수준이 높지 않은 편이므로 앞으로 시장 잠재력은 크다. 이처럼 기능성 식품산업은 중국의 떠오르는 새로운 산업 분야로 바오링바오 등과 같은 고성장 기업들이 등장하고 있으나 전반적인 산업 기반은 아직까지 약하다. 바오링바오는 코카콜라, 네슬레 등 글로벌사와 전략적 파트너십을 구축하고 있는 가운데 장건강에 좋은 프리바이오틱스(Prebiotics)라는 대표제품을 보유하고 있다.

중국 로컬 제품들은 피로회복, 면역력 증진 효과를 가진 제품에 주로 편중되어 있다. 반면 다양한 효능과 종류를 가진 한국의 건강기능식품은 중국인들이 새롭게 관심을 갖는 제품군이다. 대표적인 한국 기능성 식품으로는 홍삼이 꾸준한 인기를 누리고 있으며 최근 미세먼지로 인해 클로렐라가 새롭게 각광받고 있는 것으로 전해진다. 또한 유산균을 활용한 기능성 식품 또한 중국 시장에서 빠른 성장률을 보이고 있다.

표4 중국 건강보조식품 업체 동향

순위	국가	브랜드	시장점유율 (%)
1	미국	암웨이 (Amway)	11
2	중국	무한 (Infinitus)	10
3	중국	텐스그룹 (Tiens)	6
4	중국	완메이 (Perfect)	5
5	중국	탕천베이지엔 (By-health)	4
6	중국	동아야고 (DEEJ)	4
7	미국	화이자 (Pfizer)	3
8	중국	신시대 건강산업 (New Era Health Industry)	3
9	중국	웨이넨 (Real Nutraceutical)	2
10	미국	뉴스킨 (Nu Skin)	2

자료: Globalwindow, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 중국 내 기능성식품 10대 기업 브랜드

순위	브랜드명	로고
1	Amway Nutrilite (安利纽崔莱)	
2	탕천바이젠 (汤臣倍健)	
3	하야오그룹유한공사 (哈药集团有限公司)	
4	젠캉위안제약그룹유한공사 (健康元药业集团股份有限公司)	
5	상하이교통대학양리유한공사 (上海交大昂立股份有限公司)	
6	동아아자오 (东阿阿胶)	
7	텐스(天狮)	
8	상하이황진다당생물과학기술유한공사 (上海黄金搭档生物科技有限公司)	
9	난징중마이과학기술발전유한공사 (南京中脉科技发展有限公司)	
10	하이난에다오그룹유한공사 (海南椰岛集团股份有限公司)	

자료: 产业信息网, KOTRA, 메리츠중금증권 리서치센터

그림4 바오링바오의 대표 기능성건강식품 프리바이오틱스(Prebiotics)



자료: 바오링바오, 메리츠중금증권 리서치센터

표6 중국 기능성 식품 바이오기업 바오링바오 연간 실적 추이

(백만달러)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	146.7	154.1	145.7	147.1	189.8	200.7	307.8
영업이익	11.1	12.8	4.1	-0.6	3.5	9.3	11.2
세전이익	10.2	12.8	7.8	4.3	7.6	11.2	12.9
순이익	8.6	10.9	6.7	3.7	6.5	9.7	11.1
성장률 (% YoY)							
매출액	38.4	5.0	-5.4	1.0	29.0	5.7	53.4
영업이익	27.6	15.3	-67.6	-115.0	-669.0	163.3	20.3
세전이익	36.5	25.9	-39.0	-45.7	78.9	47.2	15.6
순이익	36.3	26.2	-38.6	-44.7	76.3	48.4	15.2
수익성 (%)							
영업이익률	7.6	8.3	2.8	-0.4	1.9	4.6	3.6
세전이익률	7.0	8.3	5.4	2.9	4.0	5.6	4.2
순이익률	5.9	7.1	4.6	2.5	3.4	4.8	3.6
PER (X)	27.7	23.1	67.9	132.2	241.7	83.3	52.6
PBR (X)	2.0	1.9	2.1	2.0	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA (X)	14.6	12.9	37.6	62.7	N/A	N/A	N/A
ROE (%)	7.6	8.7	3.6	1.6	2.8	N/A	4.9
EPS (위안)	0.21	0.26	0.12	0.06	0.11	0.18	0.29
BPS (위안)	2.8	3.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.3
DPS (위안)	0.04	0.08	0.03	0.03	0.06	0.05	0.06

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표7 대만 건강기능식품 ODM기업 TCI 연간 실적 추이

(백만달러)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	32.7	39.0	47.3	48.0	65.0	96.5	127.6	161.1
영업이익	4.0	4.8	4.5	4.6	8.5	17.2	24.6	31.3
세전이익	4.4	5.2	5.7	6.6	9.1	17.4	25.2	31.3
순이익	3.2	4.5	4.8	5.2	7.8	14.4	21.1	26.3
성장률 (% YoY)								
매출액	15.4	19.2	21.3	1.5	35.5	48.4	32.2	26.3
영업이익	57.4	20.0	-6.4	3.2	82.0	103.6	42.9	27.2
세전이익	71.8	18.4	10.2	14.7	38.7	91.2	44.6	24.4
순이익	61.2	43.0	7.0	7.8	49.2	84.5	46.9	24.4
수익성 (%)								
영업이익률	12.2	12.3	9.5	9.7	13.0	17.8	19.3	5.3
세전이익률	13.4	13.3	12.1	13.7	14.0	18.1	19.8	5.3
순이익률	9.7	11.6	10.2	10.9	12.0	14.9	16.6	4.4
PER (X)	N/A	19.0	29.4	26.8	30.9	23.9	19.4	15.6
PBR (X)	N/A	3.1	3.8	2.7	3.4	5.2	4.0	3.4
EV/EBITDA (X)	N/A	11.6	26.2	22.1	20.2	18.8	13.4	10.6
ROE (%)	N/A	23.5	15.5	10.8	12.5	N/A	23.4	17.6
EPS (타이완달러)	2.0	1.9	2.5	2.5	3.6	8.9	11.0	N/A
BPS (타이완달러)	9.3	11.7	19.6	25.0	32.7	43.3	50.1	N/A
DPS (타이완달러)	0.1	0.2	0.7	0.8	1.3	3.4	4.9	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

2. 국내 건강기능식품 시장 현황

주 소비층인 50대 전업주부뿐만 아니라 효율적인 건강 관리를 원하는 20~40대의 소비 증가

건강기능식품 시장 트렌드 삶의 질에 대한 관심 증가로 꾸준한 성장 전망

국내 건강기능식품 시장은 소비 침체에 대한 우려에도 불구하고 고령화 사회 진입과 함께 미용 및 노화방지에 대한 관심 증가로 연평균 7% 수준의 안정적인 성장이 지속될 전망이다. 건강기능식품의 주소비층인 50대 전업주부들은 본인 뿐만 아니라 남편과 자녀 건강에 관심이 높아 건강기능식품의 구입률과 향후 구입 의향이 크게 높다. 한편 건강의 중요성은 인지하고 있으나 시간적인 여유가 부족하여 효율적인 건강 관리를 추구하는 20~30대 남녀 및 30~40대 남성 소비자들의 경우 건강기능식품에 대한 현재 구입률 대비 향후 구입 의향이 높아 잠재적인 구매 확대 가능성이 높을 것으로 판단한다.

표8 국내 건강기능식품 세부 시장 현황

(억원)	2011	2012	2013	2014	2015	연평균성장률 (%)
생산액	13,682	14,091	14,820	16,310	18,230	7.4
성장률 (% YoY)	28.2	3.0	5.2	10.1	11.8	
내수용	13,126	13,507	14,066	15,640	17,326	
성장률 (% YoY)	28.5	2.9	4.1	11.2	10.8	
수출액	556	584	754	670	904	12.9
성장률 (% YoY)	20.9	5.0	29.1	-11.1	34.9	
수출액 달러기준 (만달러)	5,021	5,189	6,888	6,361	7,989	
성장률 (% YoY)	26.3	3.3	32.7	-7.7	25.6	
수입액	3,729	3,532	3,854	4,412	5,965	12.5
성장률 (% YoY)	43.8	-5.3	9.1	14.5	35.2	
달러기준 (만달러)	33,654	31,372	35,192	41,900	52,719	
성장률 (% YoY)	50.1	-6.8	12.2	19.1	25.8	
시장규모	16,855	17,039	17,920	20,052	23,291	8.4
성장률 (% YoY)	31.6	1.1	5.2	11.9	16.2	

주: 환율적용 1달러=1,108원(11년), 1,126원(12년), 1,095원(13년), 1,088원(14년), 1,131원(15년)

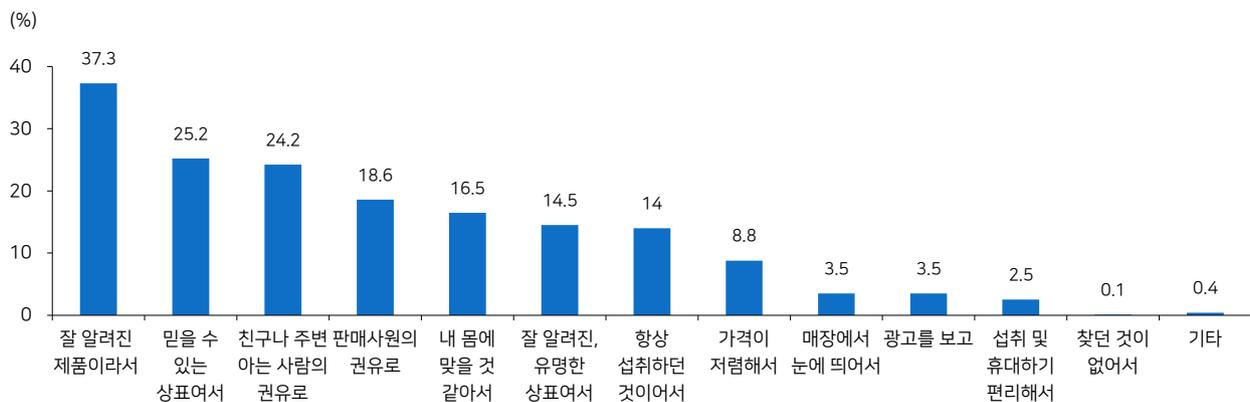
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 주요 건강기능식품 기업 연간 실적 현황

(십억원)		뉴트리바이오텍	에이치엘사이언스	콜마비엔에이치	셀바이오텍	서흥
매출액	2014	46.9	17.2	173.9	40.8	291.1
	2015	77.5	23.7	236.2	49.5	304.1
	2016	120.8	34.4	256.0	58.3	340.4
영업이익	2014	3.5	2.5	22.8	12.9	29.1
	2015	10.8	3.0	34.4	18.8	33.8
	2016	18.9	6.8	36.2	21.6	40.1
당기순이익	2014	2.2	2.1	21.0	10.4	22.2
	2015	8.6	3.5	1.2	17.5	25.2
	2016	17.9	6.0	29.7	17.7	30.7
증가율 (%YoY)						
매출액	2014	19.7	N/A	N/A	29.0	7.8
	2015	65.2	37.9	35.8	21.4	4.5
	2016	55.8	45.2	8.4	17.7	11.9
영업이익	2014	14.0	N/A	N/A	37.4	1.2
	2015	211.0	19.5	51.1	45.4	16.2
	2016	75.3	128.8	5.1	14.9	18.6
당기순이익	2014	10.0	N/A	N/A	33.4	1.6
	2015	281.9	65.8	-94.4	68.3	13.8
	2016	109.3	71.2	2,422.7	1.2	21.7
수익성 (%)						
영업이익률	2014	7.4	14.5	13.1	31.7	10.0
	2015	13.9	12.6	14.6	37.9	11.1
	2016	15.6	19.8	14.1	37.0	11.8
당기순이익률	2014	4.8	12.4	12.1	25.5	7.6
	2015	11.1	14.9	0.5	35.4	8.3
	2016	14.9	17.6	11.6	30.4	9.0

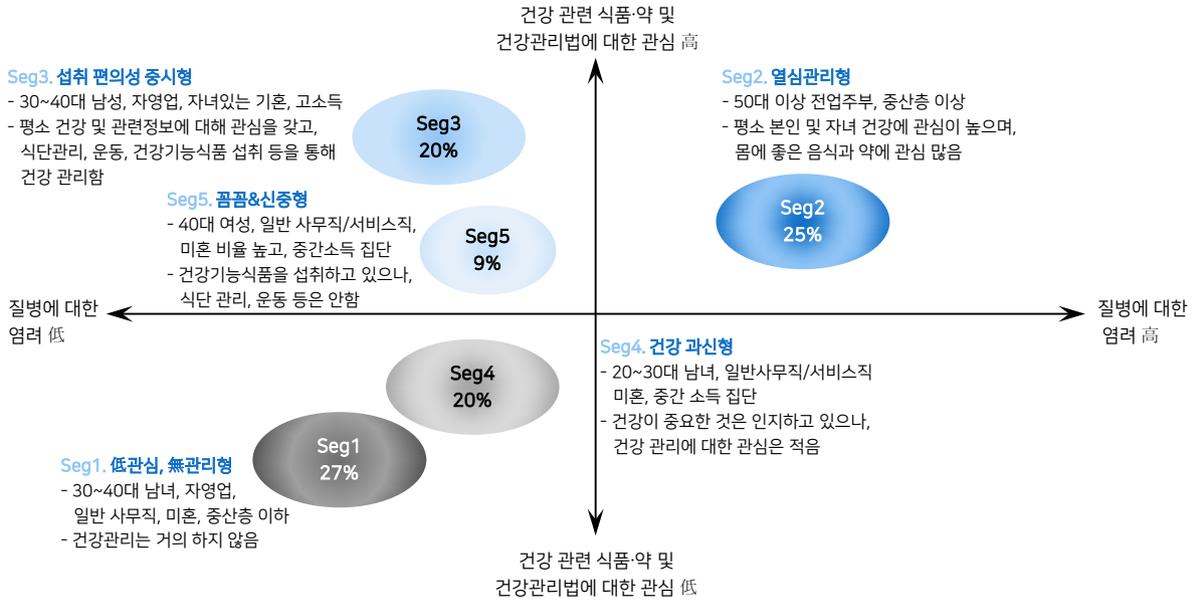
자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 건강기능식품 브랜드 선택 이유



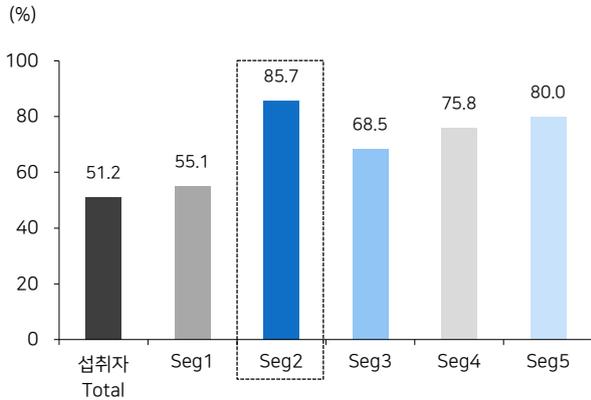
자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 건강기능식품 섭취자 Segmenation 분석



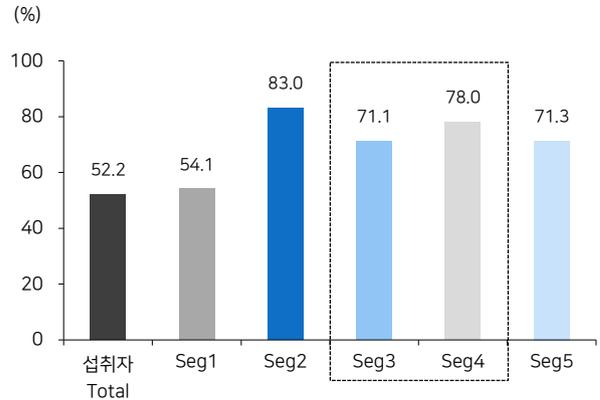
자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 Segment별 현재 구입률



주: 최근 1년 건강기능식품 섭취자 923명 대상
 자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 Segment별 향후 구입 의향



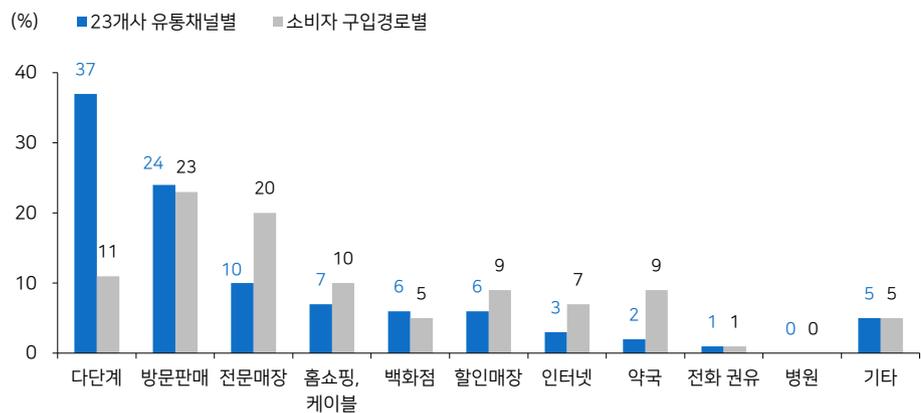
주: 최근 1년 건강기능식품 섭취자 923명 대상
 자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

다단계 시장 현황 건강기능식품 채널 다변화와 신규 사업자 진입 강화

국내 건강기능식품 시장에서 유통채널 별로는 다단계판매가 36.6%로 가장 많은 부분을 차지하고 있으며 다음으로 방문판매가 24.3%를 나타내고 있다. 채널별 증가 추세를 보면 약국과 홈쇼핑 채널의 매출액이 빠르게 증가하고 있다. 이는 건강기능식품의 소비자층이 다양해지면서 기존 전통적 판매방식 채널보다 신유통 채널에서의 매출이 빠르게 성장하고 있는 것으로 판단된다.

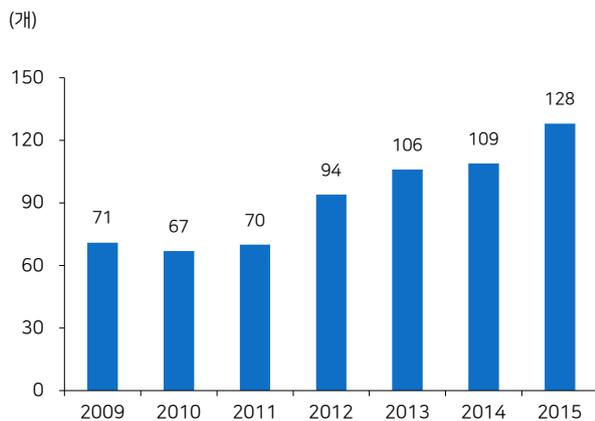
한편 다단계판매 시장 내에서도 상위 10개사의 매출액이 꾸준히 고성장하고 있음에도 상위 10개 사가 차지하는 매출 비중은 2011년 81.7%에서 2015년 70.3%로 크게 하락했다. 특히 2015년 상위 10개사 중 신규로 진입한 다단계 회사가 4개에 이른 반면 최상위권 회사들의 매출액은 정체하고 있으며, 새로운 기능성 제품에 대한 소비자들의 니즈가 세분화되면서 나타나고 있는 현상으로 판단한다.

그림9 건강기능식품 유통채널별 시장 규모 비교 현황



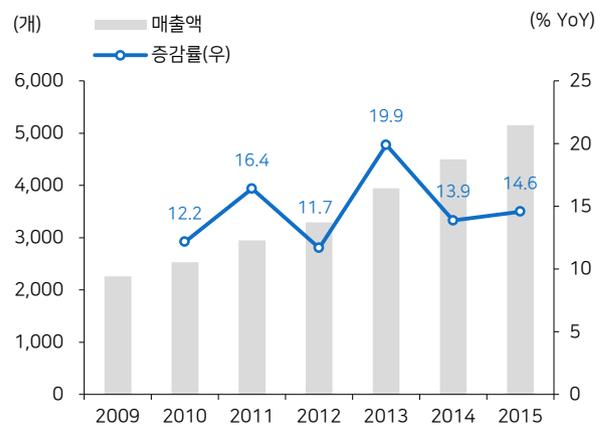
자료: 식품의약품안전처 (2013), 한국건강메리츠총금증권 리서치센터

그림10 국내 다단계 판매업자 수



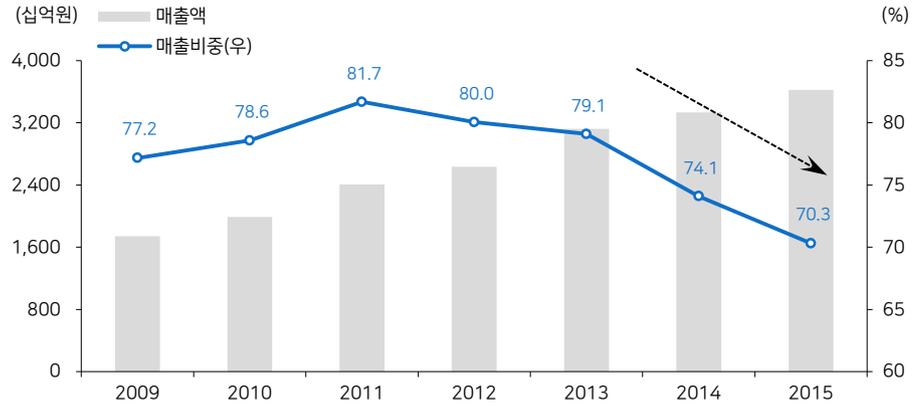
자료: 공정거래위원회, 메리츠총금증권 리서치센터

그림11 다단계 총 매출액 및 증감률 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠총금증권 리서치센터

그림12 다단계 상위 10개사 매출액 및 매출비중 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

표10 2010년-2015년 매출액 상위 10개사 사업자 현황								
순위	2010년	매출액 (백만원)	후원수당	등록판매원 수 (천명)	2011년	매출액 (백만원)	후원수당	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	854,560	289,022	959	한국암웨이	1,021,161	346,795	1,056
2	한국허벌라이프	294,657	101,569	130	한국허벌라이프	460,083	159,772	223
3	뉴스킨코리아	287,661	95,020	234	뉴스킨코리아	349,699	121,851	273
4	앤알커뮤니케이션	121,549	33,693	767	애틀미	128,729	44,425	435
5	하이리빙	108,643	37,465	64	앤알커뮤니케이션	122,862	31,912	807
6	애틀미	84,703	29,466	193	하이리빙	95,799	29,878	145
7	휴먼리빙	71,498	24,562	11	웰빙테크	66,994	21,522	25
8	모티브비즈	65,375	15,901	154	모티브비즈	58,401	9,615	216
9	엘트웰	55,246	12,113	21	엘트웰	56,744	15,714	19
10	씨엔커뮤니케이션	46,693	4,899	7	유니시티코리아	48,254	16,479	47
순위	2012년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2013년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,024,585	337,401	1,101	한국암웨이	1,083,935	353,268	1,108
2	한국허벌라이프	574,412	199,946	290	한국허벌라이프	568,298	195,349	302
3	뉴스킨코리아	367,576	126,930	290	뉴스킨코리아	560,743	194,338	442
4	애틀미	234,965	81,752	820	애틀미	340,321	117,175	1,457
5	앤알커뮤니케이션	108,599	28,792	706	유니시티코리아	154,982	54,178	114
6	유니시티코리아	89,873	31,338	55	멜라루카인터내셔널코리아	120,130	36,523	88
7	하이리빙	78,874	23,012	138	메리케이코리아	98,085	31,011	39
8	엘트웰	52,520	14,871	17	앤알커뮤니케이션	73,709	22,087	653
9	멜라루카인터내셔널코리아	56,744	16,378	64	하이리빙	72,126	25,090	118
10	씨엔커뮤니케이션	48,254	6,215	4	매나테크코리아	51,115	17,235	64
순위	2014년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2015년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,121,477	351,961	1,085	한국암웨이	1,173,402	385,598	1,138
2	뉴스킨코리아	540,575	187,123	479	애틀미	697,576	239,319	2,561
3	한국허벌라이프	527,485	177,736	338	뉴스킨코리아	529,736	182,549	457
4	애틀미	514,950	176,788	2,027	한국허벌라이프	374,790	126,461	274
5	유니시티코리아	213,749	74,177	112	유니시티코리아	227,504	77,172	139
6	메리케이코리아	110,407	34,083	33	아이에프씨아이	203,115	48,508	268
7	멜라루카인터내셔널코리아	88,034	27,866	59	에이씨앤코리아	121,696	38,619	53
8	시크릿다이렉트코리아	73,413	25,025	68	아프로존	103,526	32,310	59
9	하이리빙	71,330	24,779	101	시크릿다이렉트코리아	101,465	34,559	63
10	루안코리아	70,733	23,887	36	네리움인터내셔널코리아	90,054	31,354	138

주: 음영 처리된 기업은 Top10 신규진입 기업
 자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
뉴트리바이오텍(222040)	Buy	40,000원
에이치엘사이언스(239160)	Not Rated	

Industry Brief
2017. 3. 8

뉴트리바이오텍 222040

본격적인 해외 현지 가동 시작

▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 글로벌 네트워크 고객사들의 재고조정 마무리되면서 1분기 실적 회복 예상
- ✓ 건강에 대한 관심도 증가와 구매 연령층 확대로 국내 안정적인 성장 지속
- ✓ 해외 현지법인 공장 가동 본격화되면서 하반기부터 매출액 성장률 강화될 전망
- ✓ 미국 대형유통업체들의 PL 상품과 중국 드럭스토어 PB 등의 공략 기대
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 4만원 제시

Buy

적정주가 (12개월) **40,000원**
현재주가 (3.7) **29,550원**

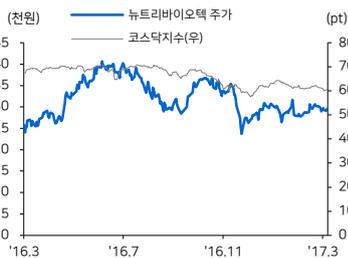
상승여력 **35.4%**

KOSDAQ	606.05pt
시가총액	3,048억원
발행주식수	1,031만주
유통주식비율	45.11%
외국인비중	20.93%
52주 최고/최저가	81,300원 / 29,000원
평균거래대금	31.4억원

주요주주(%)
코스맥스비티아이 외 12인 51.8

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.32	-3.75	14.76
상대주가	5.41	3.41	3.21

주가그래프



1분기 실적 회복될 전망, 무상증자로 적정주가 4만원 제시

뉴트리바이오텍의 1분기 예상 실적은 매출액 369억원 (+35.7% YoY), 영업이익 55억원 (+26.7% YoY)을 기록할 전망이다. 지난해 4분기 수출 및 네트워크 고객사들의 재고조정이 마무리되면서 외형 성장률이 회복될 전망이다. 또한 국내 소비 침체 우려에도 구조적인 고령화 사회 진입과 함께 건강기능식품 시장 내 카테고리 다변화되면서 안정적인 성장이 지속되고 있다. 다만 미국 및 호주 현지공장을 본격적으로 가동하기 시작하면서 영업이익률은 소폭 하락할 전망이다. 한편 뉴트리바이오텍은 지난 2월 15일 무상증자를 결정하였으며 신주 상장 예정일은 3월 27일이다. 상장 주식 수는 기존 1,031만주에서 2,062만주로 증가한다. 따라서 무상증자에 따른 EPS 조정으로 투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가 4만원을 제시한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS에 적정 PER 35배 (최근 5년 화장품/건기식 OEM 평균 수준)를 적용 유지하여 산출했다.

2017년 해외 신규 공장 본격적인 가동과 수출 채널 다변화 주목

2017년 미국법인 2공장 (액상공장)과 호주법인의 신규 공장을 본격적으로 가동하여 미국법인과 호주법인의 현지 매출액은 250억원이 예상된다. 뉴트리바이오텍은 현지 경쟁업체 대비 다양한 제형과 One stop ODM Process에 강점이 있으며 해외 현지 생산기지를 통해 글로벌 고객사들과의 파트너십이 더욱 강화될 것으로 예상된다. 특히 하반기부터 해외 생산 효율성이 안정화되면서 2018년 전사 성장률은 더욱 높아질 것으로 판단한다. 한편 2017년부터 해외 수출 채널이 다변화될 전망이다. 미국 대형유통업체들 (월그린 등)의 PL 상품과 중국 드럭스토어 (왓슨, 샤샤 등) PB 등을 적극적으로 공략할 계획이며 실질적인 성과가 가시화 된다면 예상되는 수출액 규모는 보다 증가할 수 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	46.9	3.5	2.2	135	7.7	747	N/A	N/A	3.4	19.6	266.0
2015	77.5	10.8	8.6	513	280.5	3,095	38.7	6.4	29.1	22.5	78.3
2016P	120.8	18.9	18.0	871	69.8	3,967	35.3	7.8	25.1	24.6	100.2
2017E	175.6	26.5	23.4	1,133	30.2	5,102	25.6	5.7	8.7	25.0	99.6
2018E	250.4	39.1	33.0	1,600	41.1	6,702	18.1	4.3	6.0	27.1	95.8

표11 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	192.1	276.3	175.6	250.4	-8.6	-9.4
영업이익	29.4	43.9	26.5	39.1	-9.9	-10.9
순이익	24.9	37.1	23.4	33.0	-6.0	-11.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 뉴트리바이오텍 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	77.5	27.2	32.7	34.7	26.2	120.8	36.9	43.9	50.4	44.4	175.6
증가율(% YoY)	65.2	70.3	69.1	66.1	22.8	55.8	35.7	34.2	45.2	69.4	45.3
분기비중(%)		22.5	27.1	28.7	21.7		21.0	25.0	28.7	25.3	
매출원가	57.5	18.9	22.9	23.4	19.2	84.5	25.4	30.7	35.4	32.1	123.6
증가율(% YoY)	52.5	59.9	59.8	50.9	21.4	46.9	34.4	34.0	51.3	66.7	46.3
원가율(%)	74.2	69.6	70.1	67.4	73.4	69.9	69.0	70.0	70.2	72.2	70.4
분기비중(%)		22.4	27.1	27.7	22.8		20.6	24.9	28.6	25.9	
매출총이익	20.0	8.3	9.8	11.3	7.0	36.3	11.4	13.2	15.0	12.4	52.0
증가율(% YoY)	117.4	100.4	95.9	110.0	26.8	81.6	38.5	34.7	32.7	76.9	43.0
매출총이익률(%)	25.8	30.4	29.9	32.6	26.6	30.1	31.0	30.0	29.8	27.8	29.6
판관비	9.3	3.9	4.0	4.8	4.7	17.5	5.9	6.1	7.1	6.4	25.5
증가율(% YoY)	62.3	63.0	65.8	205.2	65.2	88.6	51.7	53.6	45.5	34.9	45.9
판관비율(%)	11.9	14.3	12.2	14.0	18.0	14.4	16.0	14.0	14.0	14.3	14.5
영업이익	10.8	4.4	5.8	6.5	2.3	18.9	5.5	7.0	8.0	6.0	26.5
증가율(% YoY)	207.2	152.1	124.1	70.2	-14.5	75.6	26.7	21.6	23.1	164.0	40.4
영업이익률(%)	13.9	16.1	17.7	18.6	8.7	15.6	15.0	16.0	15.8	13.5	15.1

자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 뉴트리바이오텍 생산 Capa 및 연간실적 현황

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	30.8	39.2	46.9	77.5	120.8	175.6	250.4
증가율 (% YoY)			19.6	65.2	55.8	45.3	42.6
국내	30.8	39.2	46.9	77.5	120.8	145.5	167.1
증가율 (% YoY)		27.3	19.6	65.2	55.8	20.5	14.8
Capa	50	50	130	180	260	300	400
증가율 (% YoY)		0.0	160.0	38.5	44.4	15.4	33.3
가동률	61.6	78.4	36.1	43.1	46.5	48.5	41.8
내수	25.5	26.8	29.7	39.5	60.2	68.0	74.0
증가율 (% YoY)		5.1	10.8	33.1	52.2	12.9	8.9
수출	5.3	12.4	17.2	38.0	60.6	77.6	93.1
증가율 (% YoY)		134.0	38.7	120.8	59.6	28.0	20.0
미국					0.4	15.0	38.3
증가율 (% YoY)						3,340.4	155.0
Capa				50	100	100	150
증가율 (% YoY)					100.0	0.0	50.0
가동률					0.4	15.0	25.5
호주						10.0	35.0
증가율 (% YoY)							250.0
Capa						100	100
증가율 (% YoY)							0.0
중국					1.9	5.0	10.0
증가율 (% YoY)							100.0
Capa						50	50
증가율 (% YoY)							0.0
비중(%)							
국내	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	82.9	66.7
내수	82.8	68.4	63.3	51.0	49.8	38.7	29.6
수출	17.2	31.6	36.7	49.0	50.2	44.2	37.2
미국						0.4	15.3
호주						0.0	14.0
중국						1.5	4.0
매출원가		31.5	37.7	57.5	84.5	123.6	175.3
증가율 (% YoY)			19.7	52.5	46.9	46.3	41.8
매출원가율 (%)		80.4	80.4	74.2	69.9	70.4	70.0
매출총이익		7.7	9.2	20.0	36.3	52.0	75.1
증가율 (% YoY)			19.5	117.4	81.6	43.0	44.5
매출총이익률 (%)		19.6	19.6	25.8	30.1	29.6	30.0
판관비		4.7	5.7	9.3	17.5	25.5	36.1
증가율 (% YoY)			21.3	62.3	88.6	45.9	41.6
판관비율 (%)		12.0	12.2	11.9	14.4	14.5	14.4
영업이익	2.1	3.0	3.5	10.8	18.9	26.5	39.1
증가율 (% YoY)		42.9	16.7	207.2	75.6	40.4	47.3
영업이익률 (%)	6.8	7.7	7.5	13.9	15.6	15.1	15.6

자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권 리서치센터

그림13 뉴트리바이오텍 미국공장 전경



자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 뉴트리바이오텍 미국공장 전경



자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 뉴트리바이오텍 호주공장 전경



자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 뉴트리바이오텍 호주공장 Warehouse



자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

뉴트리바이오텍(222040)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	46.9	77.5	120.8	175.6	250.4
매출액증가율 (%)	19.7	65.2	55.8	45.3	42.6
매출원가	37.7	57.5	84.5	123.6	175.3
매출총이익	9.2	20.0	36.3	52.0	75.1
판매비와관리비	5.7	9.3	17.5	25.5	36.1
영업이익	3.5	10.8	18.9	26.5	39.1
영업이익률 (%)	7.4	13.9	15.6	15.1	15.6
금융수익	-0.6	-0.8	-0.9	-1.4	-1.6
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	-0.1	0.4	2.2	2.0	1.0
세전계속사업이익	2.8	10.4	21.2	28.1	39.5
법인세비용	0.5	1.8	3.2	4.8	6.5
당기순이익	2.2	8.6	18.0	23.4	33.0
지배주주지분 손이익	2.2	8.6	18.0	23.4	33.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	4.2	13.5	26.0	33.1	45.0
당기순이익(손실)	2.2	8.6	18.0	23.4	33.0
유형자산감가상각비	2.0	2.9	6.6	8.8	10.7
무형자산상각비	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-2.0	-0.2	1.3	1.0	1.3
투자활동 현금흐름	-10.2	-41.5	-55.4	-48.1	-53.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10.1	-23.7	-45.0	-35.0	-35.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	0.0	-0.3	-0.4	-0.5
재무활동 현금흐름	6.7	51.7	23.5	10.0	10.0
차입금증감	6.9	9.1	23.5	10.0	10.0
자본의증가	0.0	43.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	0.7	23.5	-5.9	-5.0	2.1
기초현금	0.6	1.3	24.8	18.8	13.8
기말현금	1.3	24.8	18.8	13.8	15.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	14.6	61.7	73.2	92.8	128.5
현금및현금성자산	1.3	24.8	18.8	13.8	15.9
매출채권	6.4	8.9	11.9	17.3	24.7
재고자산	5.8	7.5	10.3	15.0	21.4
비유동자산	30.8	52.6	91.2	117.8	142.6
유형자산	30.1	51.4	89.8	116.0	140.3
무형자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
투자자산	0.5	0.5	0.8	1.2	1.6
자산총계	45.3	114.4	164.4	210.6	271.1
유동부채	22.5	33.5	39.5	50.8	66.4
매입채무	6.1	9.1	11.9	17.3	24.6
단기차입금	12.0	14.4	14.4	14.4	14.4
유동성장기부채	0.8	1.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.4	16.7	42.8	54.3	66.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.7	14.7	39.7	49.7	59.7
부채총계	33.0	50.2	82.3	105.1	132.6
자본금	4.1	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	2.8	44.9	44.9	44.9	44.9
기타포괄이익누계액	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	4.3	12.6	30.6	54.0	87.0
비지배주주지분	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
자본총계	12.4	64.2	82.1	105.5	138.5

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	2,849	4,636	5,856	8,512	12,138
EPS(지배주주)	135	513	871	1,133	1,600
CFPS	1,646	1,800	2,788	1,857	2,510
EBITDAPS	356	817	1,239	1,711	2,413
BPS	747	3,095	3,967	5,102	6,702
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	38.7	35.3	25.6	18.1
PCR	N/A	22.0	22.1	15.6	11.6
PSR	N/A	4.3	5.3	3.4	2.4
PBR	N/A	6.4	7.8	5.7	4.3
EBITDA	5.9	13.7	25.6	35.3	49.8
EV/EBITDA	3.4	29.1	25.1	8.7	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.6	22.5	24.6	25.0	27.1
EBITDA 이익률	12.5	17.6	21.2	20.1	19.9
부채비율	266.0	78.3	100.2	99.6	95.8
금융비용부담률	1.5	0.9	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	5.0	14.9	16.0	16.1	20.3
매출채권회전율(x)	8.0	10.1	11.6	12.0	11.9
재고자산회전율(x)	9.7	11.7	13.6	13.9	13.8

Industry Brief
2017. 3. 8

에이치엘사이언스 239610

앞으로가 더욱 기대된다

▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 다각화된 제품 포트폴리오와 원천소재 기술을 바탕으로 수직계열화 구축
- ✓ 2017년 석류농축액 기능성 제품의 국내 판매가 전년대비 2배 이상 증가 예상
- ✓ 일본 등으로 기능성 소재를 활용한 건강기능식품 수출 확대될 전망
- ✓ 2017년 매출액 538억원 (+56.2% YoY), 영업이익 113억원 (+65.9% YoY) 예상
- ✓ 현 주가는 PER 11.9배 수준에 불과, 성장성 대비 크게 저평가

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (3.7) 24,100원

상승여력 -

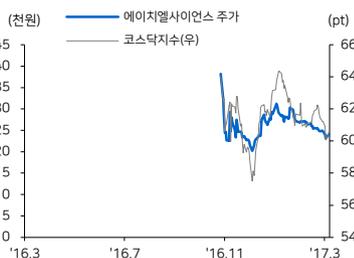
KOSDAQ	606.05pt
시가총액	1,239억원
발행주식수	514만주
유통주식비율	29.02%
외국인비중	0.35%
52주 최고/최저가	38,200원 / 20,200원
평균거래대금	19.1억원

주요주주(%)

이해연 외 1인 69.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.41	N/A	N/A
상대주가	-10.59	N/A	N/A

주가그래프



독보적인 소재 핵심역량 바탕으로 사업 확장 본격화

건강기능식품 시장에서는 원료, 제조, 유통 단계 중에서 원료 부분의 부가가치가 가장 높는데, 에이치엘사이언스는 시장 트렌드를 선도하는 차별화된 핵심소재를 국내 건강기능식품 업체 중 가장 많이 확보하고 있다. 기존 스테디셀러인 닥터슈퍼칸, 스피루리나류 등이 안정적으로 성장하고 있는 가운데 2016년 하반기부터 석류농축액 기능성 건강기능식품의 고성장이 시작되었으며 2017년 석류 관련 제품의 국내 판매가 전년대비 2배 이상 증가할 전망이다. 또한 2분기부터 이너뷰티(건강기능식품) 및 기능성 화장품(의약품) 관련 신소재들을 활용한 제품들이 본격적으로 출시될 예정이다. 한편 기존 특허원료 제품들의 신유통 확대 및 미국, 일본, 중국 등 해외 유명 제약사와 건강기능식품 제조업체 원료 공급도 가시화될 전망이다. 지난해 하반기부터 미국 FDA 승인을 받은 4개 품목의 수출이 시작되었으며 2월 대표제품 닥터슈퍼칸이 일본 온라인쇼핑몰 라쿠텐에 입점하였다. 12월에는 중국 위생허가 취득하였으며 중국 로컬 유통사와 제품 협의 중에 있다. 특히 최근 일본과 중국에서 기능성 소재를 활용한 건강기능식품 시장에 대한 관심이 고조되고 있어 향후 성과가 기대된다.

2017년 예상 실적 기준 PER 11.9 배로 성장성 대비 크게 저평가

에이치엘사이언스는 전반적으로 다각화된 제품 포트폴리오를 구축하고 있으며 원천소재 기술을 바탕으로 독자 브랜드를 개발하여 원료부터 유통까지 수직계열화가 잘 이루어져 있다. 따라서 다양한 건강기능식품 핵심소재들을 기반으로 유통 채널 다각화와 본격적인 해외 수출이 예상된다. 2017년 매출액 538억원(+56.2% YoY), 영업이익 113억원(+65.9% YoY)으로 추산되며 현 주가는 PER 11.9배 수준에 불과하여 성장성 대비 크게 저평가되어 있다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	17.2	2.5	2.1	1,082	N/A	5,062	N/A	N/A	-0.5	20.8	35.4
2015	23.7	3.0	3.5	1,624	50.1	3,518	N/A	N/A	-2.0	28.5	19.7
2016P	34.4	6.8	6.2	1,462	-10.0	9,711	19.7	3.0	14.6	19.1	7.2
2017E	53.8	11.3	10.4	2,022	38.4	11,743	11.9	2.1	6.1	18.7	9.4
2018E	75.3	16.2	14.4	2,798	38.4	14,550	8.6	1.7	3.6	21.2	10.6

표14 에이치엘사이언스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2013	2014	2015	2016P	2017E
매출액	15.0	17.2	23.7	34.4	53.8
증가율 (% YoY)		14.6	37.9	45.2	56.2
스피루리나류	0.1	2.1	3.8	5.5	6.6
아로니아류	0.0	0.0	2.2	2.6	2.9
석류농축액류	1.9	1.6	3.1	8.5	23.9
밀크씨슬류	10.1	7.4	9.8	12.8	15.3
은행잎추출물류	2.2	4.0	2.6	1.8	1.3
기타	0.7	2.2	2.2	3.2	3.8
내수	15.0	17.2	23.6	34.3	52.8
수출	0.0	0.0	0.1	0.1	1.0
증가율 (% YoY)					
스피루리나류		2963.7	84.2	43.2	20.0
아로니아류				20.7	10.0
석류농축액류		-15.1	93.2	176.7	180.0
밀크씨슬류		-27.0	32.6	30.6	20.0
은행잎추출물류		79.8	-33.3	-31.7	-30.0
기타		191.3	0.1	46.9	20.0
내수		14.4	37.7	45.3	53.6
수출		337.8	113.0	42.0	1000.0
비중 (%)					
스피루리나류	0.5	12.1	16.2	16.0	12.3
아로니아류	0.0	0.0	9.2	7.6	5.4
석류농축액류	12.5	9.3	13.0	24.8	44.4
밀크씨슬류	67.4	42.9	41.3	37.1	28.5
은행잎추출물류	14.7	23.1	11.2	5.2	2.4
기타	5.0	12.6	9.2	9.3	7.1
내수	100.0	99.8	99.7	99.7	98.1
수출	0.0	0.2	0.3	0.3	1.9
매출원가		5.1	6.4	8.6	12.9
증가율 (% YoY)			20.0	43.5	50.0
매출원가율 (%)		29.1	25.3	25.0	24.0
매출총이익		12.1	17.3	25.8	40.9
증가율 (% YoY)			45.2	45.9	58.3
매출총이익률 (%)		70.9	74.7	75.0	76.0
판매비		9.7	14.3	19.0	29.6
증가율 (% YoY)			40.0	35.8	55.6
판매비중 (%)		58.2	59.1	55.2	55.0
영업이익		2.5	3.0	6.8	11.3
증가율 (% YoY)			68.7	83.8	65.9
영업이익률 (%)		12.8	15.6	19.8	21.0

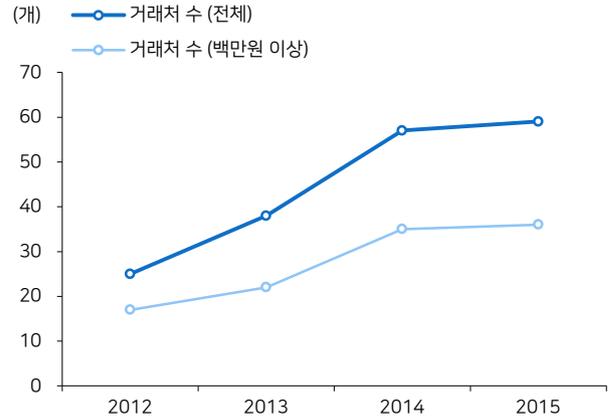
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 보유하고 있는 식약처 개별인정형 원료 리스트

개별 인정형 원료 리스트	기능	등록번호
기능성석류농축액	갱년기 여성의 건강에 도움	제2010-40
홍경천추출물	스트레스로 인한 피로개선	제2011-35
밀크씨슬추출물	간 건강에 도움	제2012-26
은행잎추출물	혈행 개선, 기억력 개선	제2012-34
수용성홍경천	스트레스로 인한 피로개선	제2013-27
기능성석류농축액	갱년기 여성의 건강에 도움	제2014-22
기능성석류농축액	피부보습	제2014-22
레드클로버복합물	갱년기 여성의 건강에 도움	심사중
기능성석류농축액	피부주름개선	심사중
팽나무버섯추출물	체지방 감소	심사중

자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림18 에이치엘사이언스 전체 거래처 수 증감 추이



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

표15 에이치엘사이언스 주요 제품 라인업 현황

효능	간 건강	혈행 개선	갱년기 여성건강	항산화	눈 건강	관절 건강	위 건강	전립선 건강	다이어트	기타 40여종
원료	밀크씨슬	은행추출물	기능성 석류농축액	스피루리나	루테인	MSM	감초 추출물	쏘팔메토 추출물	가르시니아 캄보지아 등	
제품	닥터슈퍼칸	닥터씨큐원	레드클레오 레드시크릿	닥터스피루리나 하와이스피루리나	닥터슈퍼루테인	닥터슈퍼런	슈퍼위포스	슈퍼전립파워	식스핏다이어트 프리미엄	HLSCIENCE

독자적 신제품 개발

다각화된 제품 포트폴리오 구성

안정적인 수입원 확보

자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림19 에이치엘사이언스 글로벌 시장 진출 현황



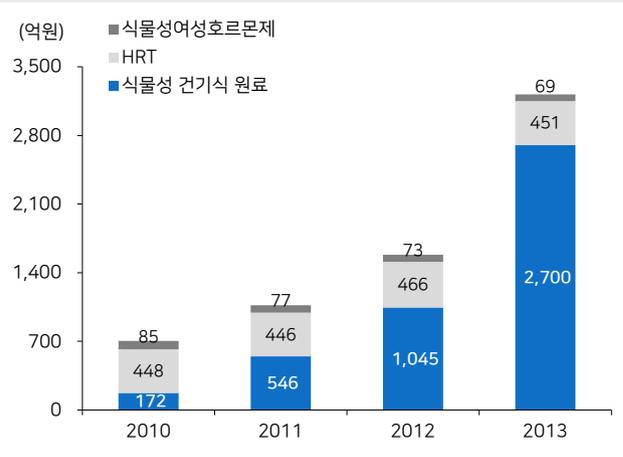
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림20 갱년기 시장의 주요 소재별 특징 및 경쟁현황

항목	기능성 석류농축액	이소 플라본	승마	HRT
갱년기 증상 효과 (KI, 쿠퍼만지수)	○ 11가지 모두 개선	○ 2개 증상 개선	○ 2개 증상 개선	○ -
폐경기 증상 개선 (MRS)	○	X	X	X
부작용	X	발암 우려 (복용량제한)	간 손상	암, 심장병, 뇌졸중 등
E2, FSH 변화	X	X	X	○
경쟁형태	독점	완전경쟁	완전경쟁	완전경쟁
특허	○	X	X	X
독점적 기술	○	X	X	X

자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림21 갱년기 시장 규모 추정



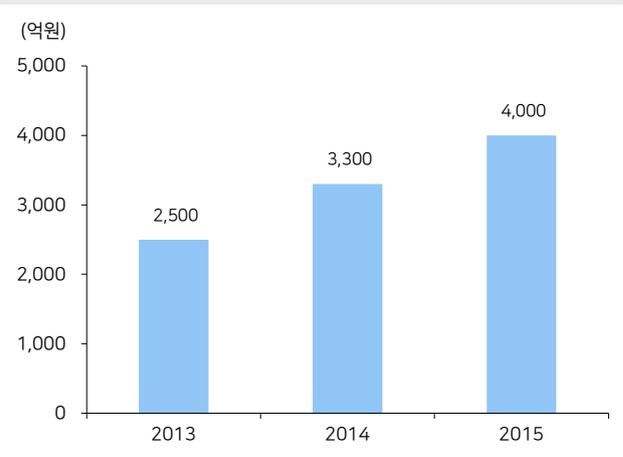
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림22 P-estro BL 차별성

성능구분	P-estro BL	국내 유사-경쟁제품 (히알루론산)
특허	국내외 특허 출원 중	없음
독점적 기술	확보	없음
경쟁형태	독점적	경쟁적
시장현황	이너뷰티시장 진입 계획	뚜렷한 제품이 없음
기능성	피부보습, 주름개선, 탄력개선 및 미백의 복합 기능성	단일 기능성
인체적용시험	국내 여성 25~60세 여성대상 진행	국내 여성대상 연구 없음

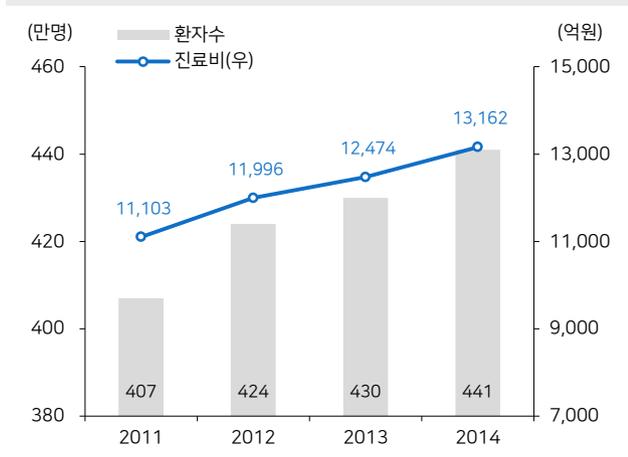
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림23 국내 이너뷰티 시장 규모 추정



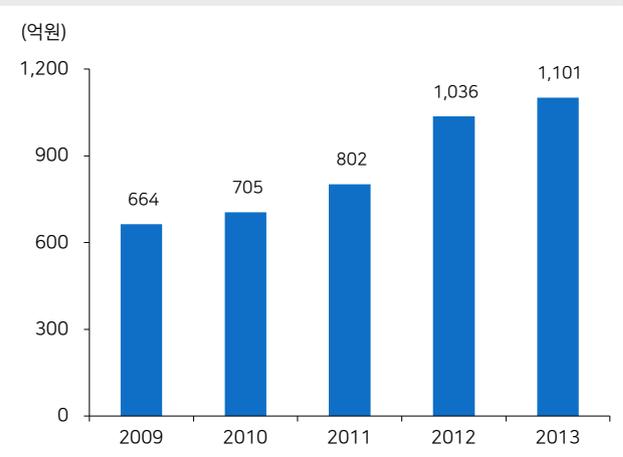
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림24 퇴행성 관절염 진료비 및 환자수 추이



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림25 국내 치주질환 치료제 시장 규모 추이



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

에이치엘사이언스(239610)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	17.2	23.7	34.4	53.8	75.3
매출액증가율 (%)	14.6	37.9	45.2	56.2	40.0
매출원가	5.1	6.4	8.6	12.9	17.3
매출총이익	12.1	17.3	25.8	40.9	58.0
판매비와관리비	9.7	14.3	19.0	29.6	41.8
영업이익	2.5	3.0	6.8	11.3	16.2
영업이익률 (%)	14.5	12.6	19.8	21.0	21.5
금융수익	-0.1	0.0	0.3	0.6	0.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	1.3	0.7	0.7	0.7
세전계속사업이익	2.5	4.3	7.8	12.6	17.7
법인세비용	0.4	0.7	1.6	2.2	3.3
당기순이익	2.1	3.5	6.2	10.4	14.4
지배주주지분 순이익	2.1	3.5	6.2	10.4	14.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	2.3	3.1	6.5	11.0	15.2
당기순이익(손실)	2.1	3.5	6.2	10.4	14.4
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.5	0.8	1.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
운전자본의 증감	-0.3	0.3	-0.2	-0.2	-0.2
투자활동 현금흐름	-0.9	-0.6	-3.5	-4.7	-5.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.4	-0.7	-2.0	-2.0	-2.0
투자자산의 감소(증가)	-0.5	0.2	-0.1	-0.2	-0.3
재무활동 현금흐름	-0.9	-1.0	29.6	0.0	0.0
차입금증감	1.7	-1.7	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.7	0.7	29.6	0.0	0.0
현금의증가	0.5	1.6	32.7	6.4	10.2
기초현금	1.2	1.7	3.3	36.0	42.3
기말현금	1.7	3.3	36.0	42.3	52.5

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	5.7	9.2	44.3	55.3	70.7
현금및현금성자산	1.7	3.3	36.0	42.3	52.5
매출채권	1.5	1.5	2.1	3.3	4.6
재고자산	1.0	1.4	1.7	2.7	3.8
비유동자산	8.2	8.2	9.7	11.1	12.4
유형자산	6.7	6.8	8.2	9.4	10.5
무형자산	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
투자자산	0.5	0.3	0.4	0.7	1.0
자산총계	13.9	17.4	54.0	66.4	83.1
유동부채	3.4	2.7	3.4	5.3	7.4
매입채무	0.6	1.3	1.4	2.2	3.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3.6	2.9	3.6	5.7	8.0
자본금	0.7	1.5	1.5	1.5	1.5
자본잉여금	0.0	0.0	29.6	29.6	29.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	9.5	13.1	19.3	29.7	44.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	10.3	14.5	50.3	60.7	75.1

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	8,732	10,896	8,124	10,460	14,645
EPS(지배주주)	1,082	1,624	1,462	2,022	2,798
CFPS	19,694	20,455	1,913	2,495	3,485
EBITDAPS	1,373	1,470	1,748	2,359	3,349
BPS	5,062	3,518	9,711	11,743	14,550
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	19.7	11.9	8.6
PCR	N/A	N/A	15.1	9.7	6.9
PSR	N/A	N/A	3.5	2.3	1.6
PBR	N/A	N/A	3.0	2.1	1.7
EBITDA	2.7	3.2	7.4	12.1	17.2
EV/EBITDA	-0.5	-2.0	14.6	6.1	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.8	28.5	19.1	18.7	21.2
EBITDA 이익률	15.7	13.5	21.5	22.5	22.9
부채비율	35.4	19.7	7.2	9.4	10.6
금융비용부담률	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	35.2	338.9	N/A	N/A	N/A
매출채권회전율(x)	11.7	16.2	19.3	19.8	18.9
재고자산회전율(x)	17.7	19.8	21.8	24.1	23.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 3월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 3월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 3월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

뉴트리바이오택(222040) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2016.03.22	산업분석	Buy	65,000	양지혜
2016.04.26	기업브리프	Buy	84,000	양지혜
2016.05.30	기업분석	Buy	100,000	양지혜
2016.07.06	기업브리프	Buy	100,000	양지혜
2016.07.27	기업브리프	Buy	100,000	양지혜
2016.08.23	기업브리프	Buy	78,000	양지혜
2016.10.13	산업분석	Buy	110,000	양지혜
2017.01.26	기업브리프	Buy	85,000	양지혜
2017.03.08	산업브리프	Buy	40,000	양지혜

