



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr
RA 윤보미
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	30,000 원
현재주가 (5.8)	23,850 원
상승여력	25.8%
KOSDAQ	643.39pt
시가총액	4,920억원
발행주식수	2,063만주
유동주식비율	47.01%
외국인비중	17.71%
52주 최고/최저가	81,300원 / 21,750원
평균거래대금	37.6억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 12인	51.8

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.10	-29.02	-29.12
상대주가	-1.21	-32.53	-32.17

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	77.5	10.8	8.6	513	280.5	3,095	38.7	6.4	29.1	22.5	78.3
2016	120.8	18.8	17.2	834	62.8	3,911	36.9	7.9	28.8	23.7	121.8
2017E	152.8	19.1	16.2	786	-5.9	4,703	30.4	5.1	20.1	18.1	107.0
2018E	212.1	29.7	25.5	1,234	57.1	5,943	19.3	4.0	13.4	23.0	100.0
2019E	286.3	42.9	36.4	1,766	43.1	7,714	13.5	3.1	9.3	25.8	92.0

뉴트리바이오텍 222040

1Q 회계기준 변경, 투자비용 확대로 하회

- ✓ 1분기 매출액 275억원 (+1.1% YoY), 영업이익 20억원 (-54.8% YoY) 기록
- ✓ 중국 수출 관련 매출 인식 회계기준 변경과 신규 Capa 투자 비용 증가로 하회
- ✓ 내수는 우려와는 달리 홈쇼핑 등 신채널 확대로 전년동기대비 28.5% 매출 증가
- ✓ 하반기 해외 현지법인 신규 공장 가동률 상승으로 점진적인 실적 모멘텀 회복 기대
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 35,000원에서 30,000원으로 하향

1 분기 실적, 시장 컨센서스 크게 하회

뉴트리바이오텍의 1분기 실적은 매출액 275억원 (+1.1% YoY), 영업이익 20억원 (-54.8% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 338억원, 영업이익 49억원) 대비 대폭 하회했다. 지난해 4분기 이후 글로벌 네트워크마케팅 고객사들의 오더 회복 속도가 더딘 가운데 중국 수출 관련 회계적인 매출 인식 기준 변경 (40억원 정도 영향 추정)으로 예상보다 매출액이 크게 하회했다. 따라서 수출이 전년동기대비 14.1% 감소하였으며 회계 이슈를 제외한다면 11.8% 증가한 수치다. 내수는 우려와는 달리 홈쇼핑 등 신채널 확대로 전년동기대비 28.5% 증가했다. 다만 신규 Capa 증설에 따른 인건비 및 감가상각비 등 원가와 유통 관련 수수료 증가 등으로 판관비 부담이 증가하면서 영업이익률이 크게 하락했다. 해외 수출 및 현지법인의 매출 비중이 50%가 넘기 때문에 비우호적인 환율 영향으로 환차손이 전년동기대비 8억원 증가하여 세전이익 또한 크게 감소했다.

2 분기에도 실적 부진 지속될 전망, 하반기 점진적인 회복 기대

1분기 부진한 실적과 Capa 증설 초기 낮은 가동률을 감안한 이익률 하락 요인을 반영하여 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 35,000원에서 30,000원으로 하향 한다. 적정주가는 12개월 Forward 예상 EPS에 목표 PER 30배 (증권 적용 PER 35 배에서 하향)를 적용하여 산출했다. 2분기 실적 또한 수출 관련 회계기준 변경과 해외 신규 공장 투자 비용 부담으로 부진할 전망이다. 2017년 하반기에 접어들수록 미국 및 호주 등 해외 현지법인 신규 공장 가동률이 상승하면서 실적 모멘텀은 점진적으로 회복될 것으로 판단한다.

표1 1Q17 Earnings Review

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	27.5	27.2	1.1	26.2	4.8	32.7	-16.0	33.8	-18.7
영업이익	2.0	4.4	-54.8	2.2	-8.8	4.9	-59.8	4.9	-59.8
지배주주순이익	0.7	3.3	-79.7	5.1	-86.8	3.8	-82.3	3.5	-80.7

자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	167.5	229.6	152.8	212.1	-8.8	-7.6
영업이익	25.6	36.0	19.1	29.7	-25.4	-17.5
지배주주순이익	21.1	29.7	16.2	25.5	-23.2	-14.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 뉴트리바이오텍 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	77.5	27.2	32.7	34.7	26.2	120.8	27.5	30.6	48.1	46.6	152.8
증가율(% YoY)	65.2	70.3	69.1	66.1	22.8	55.8	1.1	-6.5	38.8	77.9	26.5
분기비중(%)		22.5	27.1	28.7	21.7		18.0	20.0	31.5	30.5	
매출원가	57.5	18.9	22.9	23.4	19.2	84.6	20.1	22.6	34.2	32.3	109.3
증가율(% YoY)	52.5	59.9	59.8	50.9	21.4	46.9	6.4	-1.3	46.2	68.1	29.4
매출원가율(%)	74.2	69.6	70.1	67.4	73.4	69.9	73.3	74.0	71.0	69.3	71.5
분기비중(%)		22.4	27.1	27.7	22.8		18.4	20.7	31.3	29.6	
매출총이익	20.0	8.3	9.8	11.3	7.0	36.2	7.3	7.9	14.0	14.3	43.6
증가율(% YoY)	117.4	100.4	95.9	110.0	26.8	81.6	-11.0	-18.7	23.4	104.9	19.9
매출총이익률(%)	25.8	30.4	29.9	32.6	26.6	30.1	26.7	26.0	29.0	30.7	28.5
판관비	9.3	3.9	4.0	4.8	4.7	17.4	5.4	4.6	6.7	7.8	24.5
증가율(% YoY)	62.3	63.0	65.8	205.2	65.2	88.6	38.1	14.7	39.0	64.6	40.1
판관비율(%)	11.9	14.3	12.2	14.0	18.0	14.4	19.5	15.0	14.0	16.6	16.0
영업이익	10.8	4.4	5.8	6.5	2.3	18.8	2.0	3.4	7.2	6.5	19.1
증가율(% YoY)	207.2	152.1	124.1	70.2	-14.5	75.6	-54.8	-41.8	11.6	188.3	1.2
영업이익률(%)	13.9	16.1	17.7	18.6	8.7	15.6	7.2	11.0	15.0	14.0	12.5

자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권 리서치센터

표4 뉴트리바이오텍 생산 Capa 및 연간실적 현황

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	30.8	39.2	46.9	77.5	120.8	152.8	212.1
증가율 (% YoY)			19.6	65.2	55.8	26.5	38.8
국내	30.8	39.2	46.9	77.5	120.8	129.8	150.1
증가율 (% YoY)		27.3	19.6	65.2	55.8	7.5	15.6
Capa	50	50	130	180	260	300	400
가동률	61.6	78.4	36.1	43.1	46.5	43.3	37.5
내수	25.5	26.8	29.7	39.5	60.2	66.2	70.5
증가율 (% YoY)		5.1	10.8	33.1	52.2	10.0	6.6
수출	5.3	12.4	17.2	38.0	60.6	63.6	79.6
증가율 (% YoY)		134.0	38.7	120.8	59.6	5.0	25.0
미국					0.4	10.0	17.0
증가율 (% YoY)						2193.6	70.0
Capa				50	100	100	150
가동률					0.4	10.0	11.3
호주						5	30
증가율 (% YoY)							500.0
Capa						100	100
중국					2	8	15
증가율 (% YoY)							87.5
Capa						50	50
비중(%)							
국내	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	85.0	70.8
내수	82.8	68.4	63.3	51.0	49.8	43.3	33.3
수출	17.2	31.6	36.7	49.0	50.2	41.6	37.5
미국					0.4	6.5	8.0
호주					0.0	3.3	14.1
중국					1.5	5.2	7.1
매출원가	31.5	37.7	57.5	84.6	109.3	149.5	
증가율 (% YoY)			19.7	52.5	46.9	29.4	36.8
매출원가율 (%)	80.4	80.4	74.2	69.9	71.5	70.5	
매출총이익	7.7	9.2	20.0	36.2	43.6	62.6	
증가율 (% YoY)			19.5	117.4	81.6	19.9	43.6
매출총이익률 (%)	19.6	19.6	25.8	30.1	28.5	29.5	
판관비	4.7	5.7	9.3	17.4	24.5	32.9	
증가율 (% YoY)			21.3	62.3	88.6	40.1	34.4
판관비율 (%)	12.0	12.2	11.9	14.4	16.0	15.5	
영업이익	2.1	3.0	3.5	10.8	18.8	19.1	29.7
증가율 (% YoY)		42.9	16.7	207.2	75.6	1.2	55.4
영업이익률 (%)	6.8	7.7	7.5	13.9	15.6	12.5	14.0

자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠종금증권 리서치센터

뉴트리바이오텍(222040)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	77.5	120.8	152.8	212.1	286.3
매출액증가율 (%)	65.2	55.8	26.5	38.8	35.0
매출원가	57.5	84.6	109.3	149.5	200.4
매출총이익	20.0	36.2	43.6	62.6	85.9
판매비와관리비	9.3	17.4	24.5	32.9	42.9
영업이익	10.8	18.8	19.1	29.7	42.9
영업이익률 (%)	13.9	15.5	12.5	14.0	15.0
금융수익	-0.8	1.0	-1.0	-0.9	-0.8
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	0.4	1.1	0.5	1.0	1.0
세전계속사업이익	10.4	20.9	19.6	30.8	44.1
법인세비용	1.8	3.8	3.5	5.5	7.9
당기순이익	8.6	17.1	16.1	25.3	36.2
지배주주지분 순이익	8.6	17.2	16.2	25.5	36.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13.5	9.5	31.7	32.5	44.9
당기순이익(손실)	8.6	17.1	16.1	25.3	36.2
유형자산감가상각비	2.9	4.3	5.5	7.1	8.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-0.2	-13.9	10.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-41.5	-32.2	-30.4	-30.7	-30.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.7	-56.3	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-0.8	-0.4	-0.7	-0.8
재무활동 현금흐름	51.7	26.2	-4.1	-2.0	-2.0
차입금증감	9.1	26.6	-4.1	-2.0	-2.0
자본의증가	43.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	23.5	3.2	-2.8	-0.1	12.1
기초현금	1.3	24.8	28.0	25.2	25.1
기말현금	24.8	28.0	25.2	25.1	37.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	61.7	81.2	77.7	97.9	135.4
현금및현금성자산	24.8	28.0	25.2	25.1	37.2
매출채권	8.9	23.5	20.5	28.4	38.4
재고자산	7.5	16.5	15.2	21.0	28.4
비유동자산	52.6	101.8	126.5	150.0	172.1
유형자산	51.4	97.8	122.3	145.2	166.6
무형자산	0.1	0.8	0.7	0.6	0.5
투자자산	0.5	1.4	1.7	2.4	3.2
자산총계	114.4	183.0	204.2	247.8	307.6
유동부채	33.5	58.6	63.0	80.0	106.7
매입채무	9.1	12.8	13.9	19.3	26.0
단기차입금	14.4	14.0	14.0	12.0	10.0
유동성장기부채	1.5	4.1	0.0	0.0	5.0
비유동부채	16.7	41.9	42.6	44.0	40.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.7	39.1	39.1	39.1	34.1
부채총계	50.2	100.5	105.6	123.9	147.4
자본금	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	44.9	44.9	44.9	44.9	44.9
기타포괄이익누계액	1.3	1.7	1.7	1.7	1.7
이익잉여금	12.6	29.8	46.0	71.4	107.9
비지배주주지분	0.2	1.0	0.9	0.7	0.5
자본총계	64.2	82.5	98.6	123.9	160.1

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	4,636	5,855	7,409	10,282	13,881
EPS(지배주주)	513	834	786	1,234	1,766
CFPS	1,800	2,627	1,271	1,886	2,600
EBITDAPS	817	1,118	1,198	1,789	2,503
BPS	3,095	3,911	4,703	5,943	7,714
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.7	36.9	30.4	19.3	13.5
PCR	22.0	23.4	18.8	12.6	9.2
PSR	4.3	5.3	3.2	2.3	1.7
PBR	6.4	7.9	5.1	4.0	3.1
EBITDA	13.7	23.1	24.7	36.9	51.6
EV/EBITDA	29.1	28.8	20.1	13.4	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	23.7	18.1	23.0	25.8
EBITDA 이익률	17.6	19.1	16.2	17.4	18.0
부채비율	78.3	121.8	107.0	100.0	92.0
금융비용부담률	0.9	0.8	0.8	0.6	0.4
이자보상배율(X)	14.9	19.0	15.4	25.4	38.1
매출채권회전율(X)	10.1	7.5	7.0	8.7	8.6
재고자산회전율(X)	11.7	10.1	9.7	11.7	11.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 10일 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

뉴트리바이오텍(222040) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
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	
2017.04.10	기업브리프	Buy	35,000	양지혜	
2017.05.10	기업브리프	Buy	30,000	양지혜	