



BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원 (하향)

주가(8/2): 20,900원

시가총액: 4,311억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/2)		781.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,350원	16,000원
등락률	-28.79%	30.63%
수익률	절대	상대
1M	1.5%	2.6%
6M	-28.8%	-18.0%
1Y	-9.5%	-23.9%

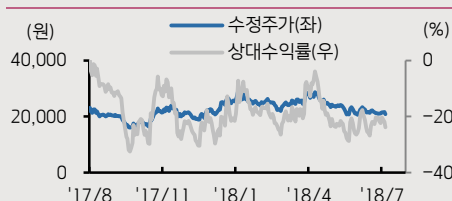
Company Data

발행주식수	20,628천주
일평균 거래량(3M)	110천주
외국인 지분율	13.87%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	4,589원
주요 주주	코스맥스비티아이 외
	51.9%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,208	1,364	1,782	2,072
보고영업이익	188	115	183	281
핵심영업이익	188	115	183	281
EBITDA	188	115	260	362
세전이익	209	101	157	254
순이익	171	64	98	191
지배주주지분순이익	172	63	97	191
EPS(원)	834	304	472	927
증감률(%)YoY	62.7	-63.6	55.4	96.1
PER(배)	36.9	72.1	44.2	22.6
PBR(배)	7.8	5.3	4.6	3.8
EV/EBITDA(배)	35.1	45.1	19.9	14.3
보고영업이익률(%)	15.5	8.5	10.3	13.6
핵심영업이익률(%)	15.5	8.5	10.3	13.6
ROE(%)	23.3	7.5	10.7	18.1
순부채비율(%)	35.3	70.5	88.1	75.1

Price Trend



뉴트리바이오텍 (222040)

성장통을 겪다



뉴트리바이오텍의 2Q18 연결기준 영업이익은 30억원으로 당사 기대치를 하회하였다. 임원 퇴직급여 반영과 해외법인 적자 확대로 예상 대비 부진한 모습이었다. 다만, 호주 법인의 매출 증가세는 예상 보다 양호한 모습이었으며, 신규 고객사가 늘어나고 있어서, 꾸준한 성장세가 이어질 전망이다.

>>> 2분기 영업이익 30억원으로 당사 기대치 하회

뉴트리바이오텍의 2분기 연결기준 영업이익은 30억원(+100% YoY / -37% QoQ)으로 당사 기대치를 하회하였다. 2Q18 영업이익은 중국 수출 결제조건 변경에 따른 부정적 영향이 해소되면서 전년동기 대비 증가하였다(+15억원 YoY). 다만, 전분기 대비는 감소하였는데(-18억원 QoQ), 1) 임원 퇴직급여 (약 6억원 반영)와 해외 고객사 대응 수출비 증가로 **별도기준 영업이익이 감소**하였고(-16억원 QoQ), 2) 미국 리테일 고객 확대를 위한 시제품 생산 비용과 호주 법인 생산 인력 증가로 **해외법인의 적자가 확대**되었기 때문이다(미국 -4억원 QoQ, 호주 -2억원 QoQ).

한편, 매출 측면에서는 신규 고객 확보로 인해, 호주 법인의 매출 증가가 예상 보다 빠른 모습이었으나, 미국 법인의 매출 확대 속도는 다소 더딘 모습이 아쉬웠다.

>>> 해외 매출 비중 확대 주력할 듯

동사는 신규 고객사 확보를 통해, 해외 매출 비중을 확대하고, 해외 생산법인의 가동률 정상화에 초점을 맞출 계획이다. **한국 법인**은 중국에서 입지가 확대되고 있는 스위스(Swisse)에 젤리 제형의 신제품을 출시하고 매출 규모를 확대할 계획이다(중국으로 수출 예정). **미국 법인**은 아마존, TJX 외에 유에스 피랩스(USPlabs)를 신규 고객으로 확보하였다. **호주 법인**은 기존 고객인 블랙모어스와 스위스로 납품하는 품목 수를 확대하고(호주 현지 유통), 암웨이 차이나(Amway China)에 유산균 제품을 납품할 계획이다(중국으로 수출 예정).

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 2.8만원 제시

뉴트리바이오텍에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 2.8만원으로 하향한다(2019E EPS에 Target PER 30배 적용). 2분기 실적 부진과 미국 법인의 매출 성장세가 더딘 점을 감안하여, 실적 추정치를 하향 조정하였다. 다만, 국내외 건강기능식품 성장에 따른 중장기적 수혜와 해외 법인의 꾸준한 성장세는 여전히 유효한 것으로 판단된다.

2Q18 실적 리뷰 상세

법인	상세 내역
별도	내수: 뉴트리원 분사로 인한 내부 정비용 매출 일정 지연되어 부진(-0.4% QoQ, -5% YoY) 수출: 중국 수출 증가로 YoY +58% 증가했으나, 고객사 원료 입고 지연, 미국 공장 신설에 따른 일부 물량 이전으로 QoQ -6% 감소 수익성: 임원 퇴직급여 반영(6 억원)과 해외 고객사 대응 관련 수출비 증가(1~2 억원)로 영업이익 감소(-16 억원 QoQ)
중국	멜라루카 기존 제품(디톡스) 매출 증가와 신제품(다이어트 보조 식품) 판매량 증가로 전분기 대비 매출 증가(+20 억원 QoQ)
호주	매출: 기존 블랙모어스/스위스로 나가는 생산 품목 증가로 전분기 대비 매출 증가(+30 억원 QoQ) 수익성: 매출 증가에 따른 생산 인력 충원으로 인건비 증가되어 영업적자 확대(-2 억원 QoQ)
미국	매출: 리테일 고객 다변화로 전분기 대비 매출 증가(+8 억원 QoQ) 수익성: 신규 고객 시제품 대응 단계에서 원재료 투입 비중 증가되어 영업적자 확대(-4 억원 QoQ)

자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
기말 Capacity	330.0	410.0	450.0	450.0	485.0	485.0	485.0	485.0	450.0	485.0	535.0
매출액	27.5	31.6	38.7	38.5	42.6	45.2	49.3	41.1	136.4	178.2	207.2
(YoY)	1.1%	-3.3%	11.6%	47.0%	55.2%	42.9%	27.3%	6.6%	12.9%	30.7%	16.2%
별도기준	27.5	26.4	34.2	33.2	32.6	31.5	36.6	31.9	121.3	132.5	145.2
(YoY)	4.0%	-17.2%	1.9%	38.6%	18.4%	19.1%	7.0%	-4.0%	4.7%	9.2%	9.5%
내수	14.5	16.4	15.8	14.2	15.6	15.5	16.6	14.9	60.8	62.6	65.1
(YoY)	28.5%	6.4%	-1.8%	-2.4%	7.7%	-5.1%	5.0%	5.0%	6.2%	2.9%	4.0%
수출	13.1	10.1	18.4	19.0	17.0	16.0	20.0	17.0	60.6	70.0	80.1
(YoY)	-14.1%	-39.0%	5.3%	101.4%	30.3%	58.3%	8.8%	-10.7%	3.3%	15.5%	14.5%
중국법인	2.3	7.2	13.8	13.7	14.5	16.5	16.5	13.5	37.0	61.0	70.1
(YoY)	26.8%	412.0%	1045.0%	537.6%	529.8%	128.2%	19.6%	-1.5%	463.0%	64.6%	15.0%
미국법인	2.0	1.8	3.3	3.8	4.0	4.8	6.5	6.0	11.0	21.3	30.0
호주법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.6	5.0	4.0	0.0	13.2	25.0
기타 및 연결조정	-4.4	-3.9	-12.6	-12.1	-9.1	-11.2	-15.3	-14.3	-33.0	-49.8	-63.1
매출총이익	7.3	7.6	11.9	10.2	11.9	10.3	14.5	11.7	37.1	48.4	61.0
(GPM)	26.7%	24.2%	30.8%	26.4%	27.9%	22.8%	29.5%	28.4%	27.2%	27.2%	29.5%
판매비	5.4	6.1	7.3	6.7	7.1	7.3	8.0	7.6	25.5	30.1	32.9
(판매비율)	19.5%	19.4%	18.8%	17.5%	16.8%	16.1%	16.3%	18.5%	18.7%	16.9%	15.9%
영업이익	2.0	1.5	4.6	3.4	4.8	3.0	6.5	4.1	11.5	18.3	28.1
(YoY)	-54.8%	-74.1%	-28.3%	58.5%	140.9%	100.5%	40.3%	18.9%	-38.6%	58.9%	53.6%
(OPM)	7.2%	4.7%	12.0%	8.9%	11.1%	6.6%	13.2%	9.9%	8.5%	10.3%	13.6%
별도기준	4.1	3.9	6.1	7.0	5.8	4.2	6.7	5.4	21.1	22.1	24.2
(YoY)	-18.6%	-39.2%	-12.7%	125.8%	42.8%	7.3%	8.6%	-22.5%	-2.0%	4.6%	9.5%
(OPM)	14.7%	14.8%	17.9%	21.1%	17.8%	13.3%	18.2%	17.0%	17.4%	16.6%	16.6%
세전이익	0.8	1.9	5.0	2.4	3.6	2.1	6.1	3.8	10.1	15.7	25.4
당기순이익	0.8	0.6	3.7	1.3	2.4	0.7	4.3	2.3	6.4	9.8	19.1
지배주주순이익	0.7	0.7	3.6	1.3	2.4	0.8	4.3	2.3	6.3	9.7	19.1
(YoY)	-79.7%	-83.7%	-20.2%	-74.5%	252.6%	8.8%	19.1%	79.0%	-63.6%	55.4%	96.1%

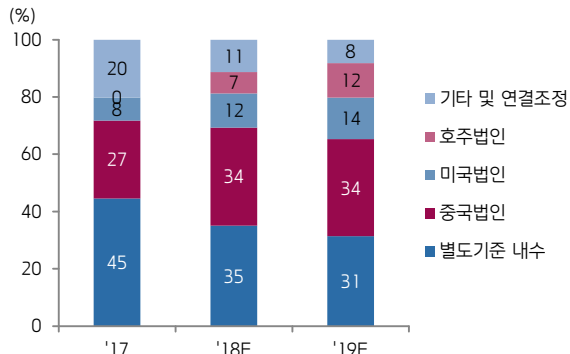
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 신규 고객사 확대 계획

생산 법인	신규 고객사	상세 내역
한국	칼로바이(Caloby)	음료, 젤리 등 다이어트 관련 제품 납품(2 분기부터 주문 대응)
	스위스(Swisse)	젤리 제형 신제품 출시, 1 차 주문 15 억 정도(8월부터 생산 개시) 한국 법인에서 중국으로 수출할 예정
호주	암웨이 차이나(Amway China)	기분/어린이/여성 3 개 라인에서 유산균 제품 생산 예정 (10월까지 분할 납품), 1 차 주문 20 억 정도. 호주 법인에서 중국으로 수출할 예정
미국	유에스피랩스(USPlabs)	단백질 셰이크, 에너지 드링크 납품
	TJX	9월부터 PB 제품 주문 대응

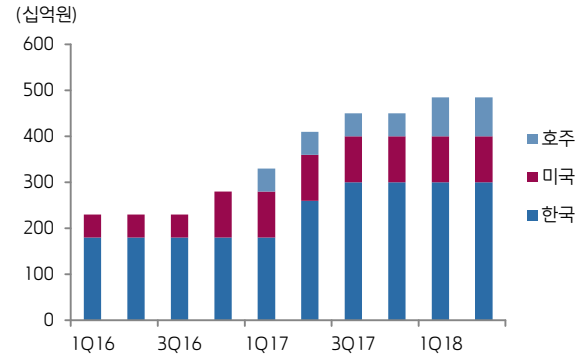
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 매출 Mix 추이 및 전망



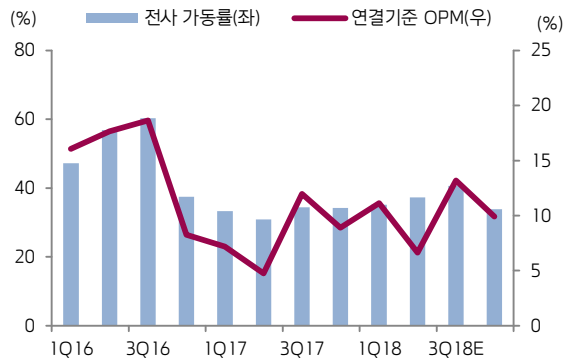
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 분기말 Capacity 추이



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

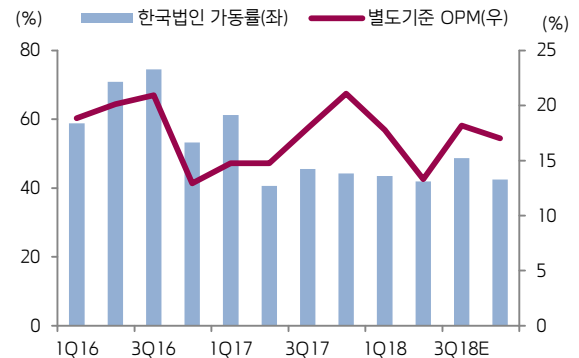
뉴트리바이오텍 전사 가동률 vs 연결기준 OPM



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

주: 1) 가동률은 분기 매출액을 분기말 Capa로 나눠서 연환산한 값임

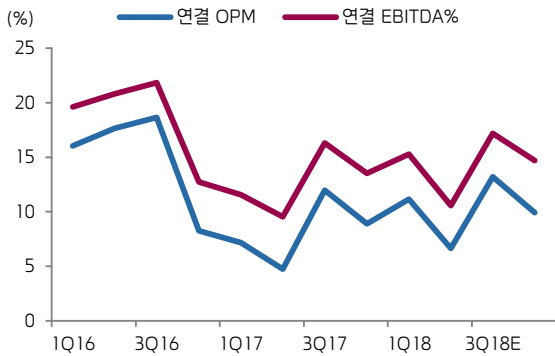
뉴트리바이오텍 한국법인 가동률 vs 별도기준 OPM



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

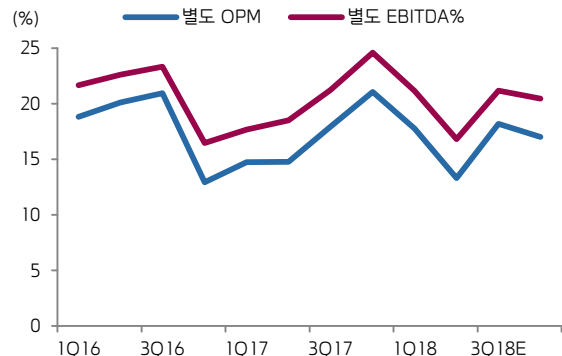
주: 1) 가동률은 분기 매출액을 분기말 Capa로 나눠서 연환산한 값임

뉴트리바이오텍 연결기준 수익성 추이 및 전망



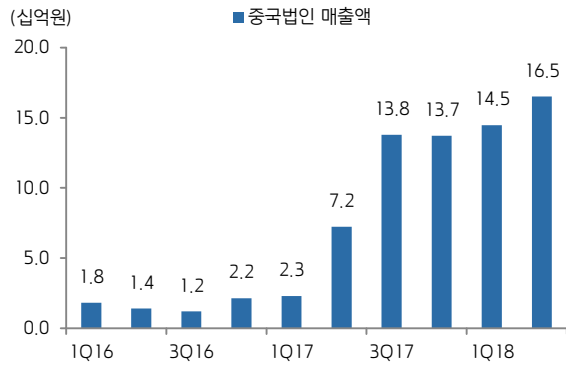
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 별도기준 수익성 추이 및 전망



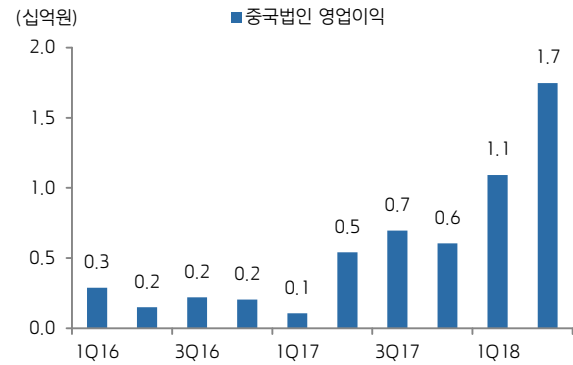
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 중국법인 매출액 추이



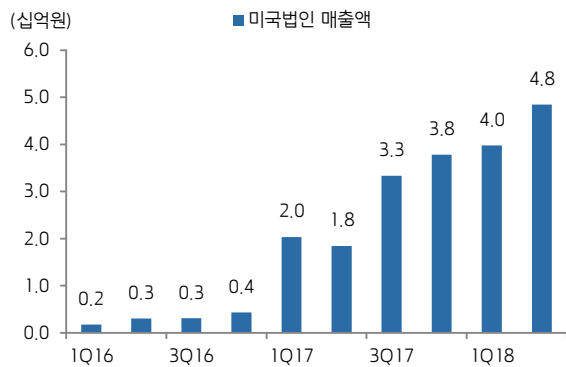
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 중국법인 영업이익 추이



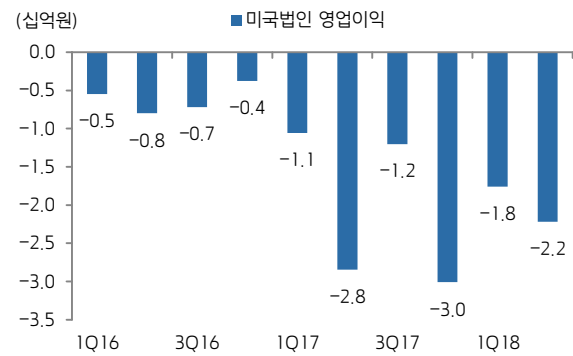
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 미국법인 매출액 추이



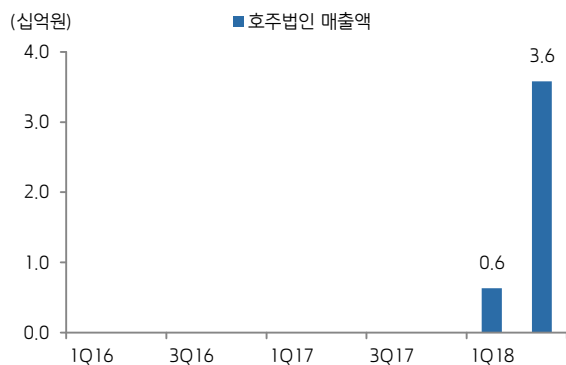
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 미국법인 영업이익 추이



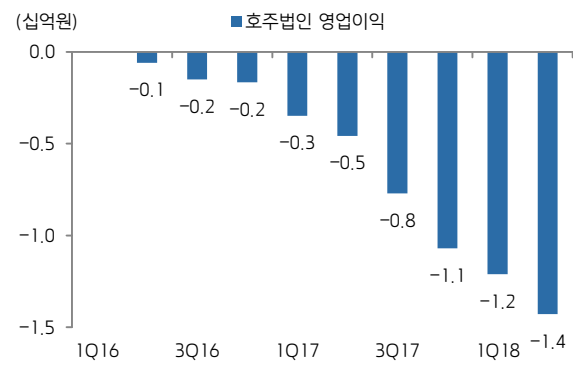
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 호주법인 매출액 추이



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 호주법인 영업이익 추이



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,208	1,364	1,782	2,072	2,348
매출원가	846	993	1,298	1,461	1,642
매출총이익	362	371	484	610	705
판매비및일반관리비	174	255	301	329	355
영업이익(보고)	188	115	183	281	351
영업이익(핵심)	188	115	183	281	351
영업외손익	21	-14	-27	-28	-29
이자수익	4	1	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	44	32	32	32	32
이자비용	10	17	23	24	26
외환손실	37	36	36	36	36
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	21	5	0	0	0
법인세차감전이익	209	101	157	254	322
법인세비용	38	38	59	63	71
유효법인세율 (%)	18.1%	37.2%	37.6%	24.7%	22.0%
당기순이익	171	64	98	191	251
지배주주지분순이익(억원)	172	63	97	191	251
EBITDA	188	115	260	362	451
현금순이익(Cash Earnings)	171	64	174	272	352
수정당기순이익	171	63	98	191	251
증감율(% YoY)					
매출액	55.8	12.9	30.7	16.2	13.3
영업이익(보고)	74.3	-38.6	58.9	53.6	24.6
영업이익(핵심)	74.3	-38.6	58.9	53.6	24.6
EBITDA	37.4	-38.6	125.3	39.5	24.6
지배주주지분 당기순이익	100.9	-63.6	55.4	96.1	31.4
EPS	62.7	-63.6	55.4	96.1	31.4
수정순이익	100.0	-63.2	55.3	95.5	31.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	95	48	112	229	311
당기순이익	171	64	98	191	251
감가상각비	0	0	75	79	99
무형자산상각비	0	0	2	2	2
외환손익	0	0	4	4	4
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-139	-49	-62	-43	-41
기타	63	33	-4	-4	-4
투자활동현금흐름	-322	-384	-354	-253	-403
투자자산의 처분	172	-10	-4	-3	-3
유형자산의 처분	77	1	0	0	0
유형자산의 취득	-563	-375	-350	-250	-400
무형자산의 처분	-8	-2	0	0	0
기타	1	3	0	0	0
재무활동현금흐름	262	207	215	55	56
단기차입금의 증가	0	0	50	50	50
장기차입금의 증가	262	207	161	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	4	5	6
현금및현금성자산의순증가	32	-131	-27	31	-37
기초현금및현금성자산	248	280	149	122	152
기말현금및현금성자산	280	149	122	152	116
Gross Cash Flow	234	97	174	272	352
Op Free Cash Flow	-556	-354	-222	0	-67

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	812	683	820	965	1,037
현금및현금성자산	280	149	122	152	116
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	367	278	363	423	479
채고자산	165	256	335	390	442
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,018	1,311	1,591	1,765	2,069
장기매출채권및기타비유동채권	12	10	13	15	17
투자자산	2	13	17	20	22
유형자산	978	1,247	1,523	1,693	1,994
무형자산	8	20	19	17	15
기타비유동자산	18	20	20	20	20
자산총계	1,830	1,994	2,412	2,730	3,106
유동부채	586	623	939	1,061	1,180
매입채무및기타유동채무	368	332	434	505	572
단기차입금	140	253	303	353	403
유동성장기차입금	41	29	190	190	190
기타유동부채	38	9	11	13	15
비유동부채	419	507	511	516	522
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	391	476	476	476	476
기타비유동부채	28	31	36	41	46
부채총계	1,005	1,130	1,450	1,577	1,702
자본금	52	103	103	103	103
주식발행초과금	449	397	397	397	397
이익잉여금	298	363	460	652	903
기타자본	17	-14	-14	-14	-14
지배주주지분자본총계	815	849	947	1,138	1,389
비지배주주지분자본총계	10	15	15	15	15
자본총계	825	864	962	1,153	1,404
순차입금	292	609	847	866	953
총차입금	572	758	969	1,019	1,069

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	834	304	472	927	1,217
BPS	3,952	4,116	4,589	5,515	6,732
주당EBITDA	910	559	1,259	1,757	2,188
CFPS	829	309	845	1,318	1,706
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	36.9	72.1	44.2	22.6	17.2
PBR	7.8	5.3	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	35.1	45.1	19.9	14.3	11.7
PCFR	37.1	70.9	24.7	15.9	12.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.5	8.5	10.3	13.6	14.9
영업이익률(핵심)	15.5	8.5	10.3	13.6	14.9
EBITDA margin	15.5	8.5	14.6	17.5	19.2
순이익률	14.2	4.7	5.5	9.2	10.7
자기자본이익률(ROE)	23.3	7.5	10.7	18.1	19.6
투자자본이익률(ROIC)	18.5	5.6	7.0	11.1	12.5
안정성(%)					
부채비율	121.8	130.8	150.8	136.8	121.2
순차입금비율	35.3	70.5	88.1	75.1	67.9
이자보상배율(배)	19.0	6.9	7.9	11.5	13.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.2	5.6	5.3	5.2
채고자산회전율	10.1	6.5	6.0	5.7	5.6
매입채무회전율	4.6	3.9	4.7	4.4	4.4

Compliance Notice

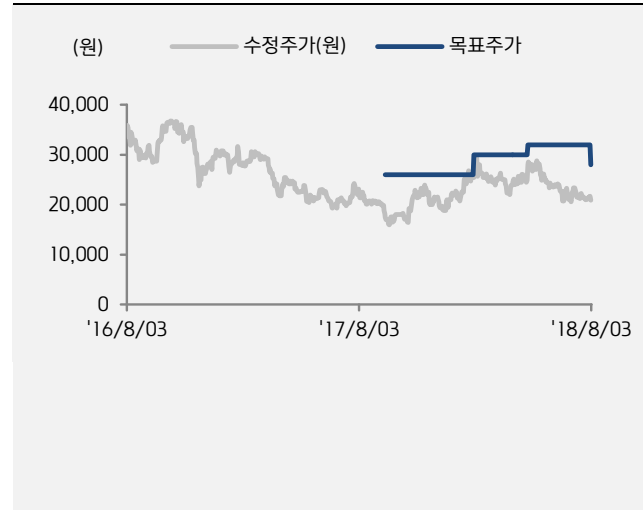
- 당사는 8월 2일 현재 '뉴트리바이오텍 (222040)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
뉴트리 바이오텍 (222040)	2017/09/13	BUY(Initiate)	26,000원	6개월	-33.08	-29.62
	2017/10/17	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-28.60	-12.12
	2017/11/07	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-20.56	2.88
	2018/01/30	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-16.21	-2.17
	2018/04/25	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-25.54	-10.16
	2018/08/03	BUY(Maintain)	28,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%