



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원 (하향)

주가(10/26): 14,700원

시가총액: 3,032억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/26)		663.07pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,350원	14,700원
등락률	-49.91%	0.00%
수익률	절대	상대
1M	-34.5%	-18.2%
6M	-48.5%	-31.7%
1Y	-31.0%	-29.2%

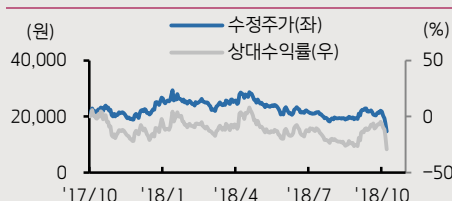
Company Data

발행주식수	20,628천주
일평균 거래량(3M)	147천주
외국인 지분율	16.08%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	4,444원
주요 주주	코스맥스비티아이 외 38.9%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,364	1,952	2,350	2,666
보고영업이익	115	175	236	347
핵심영업이익	115	175	236	347
EBITDA	115	252	307	414
세전이익	101	119	192	302
순이익	64	67	128	220
지배주주지분순이익	63	68	128	220
EPS(원)	304	328	621	1,067
증감률(%YoY)	-63.6	7.9	89.3	71.9
PER(배)	72.1	44.8	23.7	13.8
PBR(배)	5.3	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA(배)	45.1	14.8	12.2	8.8
보고영업이익률(%)	8.5	9.0	10.1	13.0
핵심영업이익률(%)	8.5	9.0	10.1	13.0
ROE(%)	7.5	7.5	12.9	18.8
순부채비율(%)	70.5	75.6	67.4	48.6

Price Trend



뉴트리바이오텍 (222040)

매출은 호조, 수익성은 아쉬움



뉴트리바이오텍의 3분기 연결기준 매출액은 531억원(+18% QoQ)으로 당사 기대치를 상회하였으나, 영업이익은 49억원(+62% QoQ)으로 당사 기대치를 하회하였다. 생산 품목 다각화로 인해 전사 Product Mix가 악화되면서, 수익성이 당사 기대치를 하회하였다. 향후 수익성 개선의 가속화를 위해서는 특정 신규 고객사에 대한 물량 확대를 통해, 규모의 경제 효과를 확대해야 할 것으로 판단된다.

>>> 3분기 영업이익 49억원으로 당사 기대치 하회

뉴트리바이오텍의 3분기 연결기준 매출액은 531억원(+18% QoQ / +37% YoY)으로 당사 기대치를 상회하였으나, 영업이익은 49억원(+62% QoQ / +5% YoY)으로 당사 기대치를 하회하였다. 수익성이 당사 기대치를 하회한 이유는 생산 품목 다각화로 인해 전사 Product Mix가 악화되었고, 미국 법인 매출이 2분기 대비 성장하지 못했기 때문이다.

초기 신규 수주 품목의 수익성이 당사 기대치에 미치지 못한 점은 부정적이었으나, 해외법인을 중심으로 높은 매출 성장세가 이어진 점은 긍정적이다. 연말 MLM 업체들의 통상적인 재고조정 영향에도 불구하고, 신규 고객사가 늘어난 덕분에, 4분기 매출액은 3분기와 유사한 수준으로 전망된다.

>>> 매출은 호조, 수익성은 아쉬움

중국 지역을 중심으로 외형 확대 기대감이 지속된 점은 긍정적이다. 한국법인의 수출과 호주법인의 매출이 전분기 대비 증가한 것은 모두 중국 지역 고객사 확보 덕분이다. 건강기능식품 시장 고성장애 따른 지속적인 신규 비즈니스 기회는 중장기적으로 동사의 가동률 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

다만, 기대치를 하회한 수익성은 아쉬움이 남는다. 수익성 개선의 가속화를 위해서는 특정 신규 고객사에 대한 물량 확대가 필요할 것으로 판단된다. 적정 물량 확보를 통해, 규모의 경제를 실현하는 것이 향후 수익성 개선 속도의 Key가 될 것으로 판단된다.

>>> 목표주가 2.2만원으로 하향

뉴트리바이오텍의 목표주가를 2.2만원으로 하향한다(실적 추정치 하향). 동사의 주가는 전반적인 주식 시장 하락과 실적발표 전에 있었던 2대 주주의 지분 매각 영향으로 인해, 투자 심리가 악화되면서 주가가 급락한 상황이다. 3분기 실적은 당사 기대치를 하회하였으나, 성장성 대비 낮아진 밸류에이션을 감안하여, 투자 의견 BUY를 유지한다.

뉴트리바이오텍 3Q18 실적 리뷰 (단위: 십억원)

연결기준	3Q18P	3Q17	(YoY)	2Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	53.1	38.7	37.1%	45.2	17.5%	51.0	4.1%	51.6	2.9%
영업이익 (OPM)	4.9	4.6	4.8%	3.0	61.8%	5.5	-11.7%	5.8	-16.3%
지배주주순이익	9.1%	12.0%	-2.8%p	6.6%	2.5%p	10.8%	-1.6%p	11.2%	-2.1%p
	1.0	3.6	-73.3%	0.8	23.5%	3.6	-73.4%	3.4	-71.8%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

연결기준	변경 전			변경 후			차이		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	46.6	185.9	221.9	54.2	195.2	235.0	16.3%	5.0%	5.9%
영업이익 (OPM)	4.8	18.3	28.3	4.9	17.5	23.6	3.3%	-4.2%	-16.5%
지배주주순이익	10.2%	9.8%	12.8%	9.1%	9.0%	10.1%	-1.1%p	-0.9%p	-2.7%p
	2.4	8.9	18.2	2.7	6.8	12.8	10.7%	-24.0%	-29.6%

자료: 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 목표주가 변경 내역

EPS(원)	732	'19E EPS * 75% + '20E EPS * 25%
Target PER(배)	30	건강기능식품의 성장성과 동사의 EPS 증가율 감안
목표주가(원)	22,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 3Q18 실적 리뷰 상세

구분	상세 내역
매출	- 신규 고객사 확대에 따른 매출 성장에 힘입어 YoY +37%, QoQ +18% 성장 - 다만, 미국법인인 고객사 요청으로 일부 매출이 10 월로 이월되면서, 2 분기와 유사한 매출 시현 - 4 분기 매출은 MLM 재고조정 영향에도 불구하고, 신규 고객사 확대 효과로 인해, 3 분기와 유사한 매출 전망 - 주요 신규 고객: 암웨이 차이나(20 억), 스위스(15 억) 등
수익성	- 매출 고성장에도 불구하고, 생산 품목 다각화에 따른 Product Mix 악화로 인해, 연결기준 GPM 20.7% 기록(-2.1%p QoQ) - 판관비는 뉴트리원 분사, 임원 상여 감소, 수출 관련 항공운송비 축소로 인해, QoQ -12 억원 감소
기타	- 3분기 연결기준 이자비용은 약 8억원 수준 - 다만, 호주달러가 US달러 대비 평가절하 되면서, 호주법인의 USD 차입금에서 평가손실 발생(약 20억원 수준) - 해외법인 적자로 인해, 높은 유효법인세율 지속(54%)

자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
기발 Capacity(연환산)	330.0	410.0	450.0	450.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0
매출액	27.5	31.6	38.7	38.5	42.6	45.2	53.1	54.2	54.1	58.8	62.4	59.7
(YoY)	1.1%	-3.3%	11.6%	47.0%	55.2%	42.9%	37.1%	40.7%	26.8%	30.2%	17.6%	10.1%
별도기준	27.5	26.4	34.2	33.2	32.6	31.5	37.2	36.3	36.6	38.9	40.9	39.3
(YoY)	4.0%	-17.2%	1.9%	38.6%	18.4%	19.1%	8.8%	9.5%	12.3%	23.7%	10.0%	8.2%
내수	14.5	16.4	15.8	14.2	15.6	15.5	17.5	17.5	17.2	17.1	18.2	17.5
(YoY)	28.5%	6.4%	-1.8%	-2.4%	7.7%	-5.1%	10.7%	23.4%	10.0%	10.0%	4.0%	0.0%
수출	13.1	10.1	18.4	19.0	17.0	16.0	19.7	18.9	19.5	21.9	22.7	21.8
(YoY)	-14.1%	-39.0%	5.3%	101.4%	30.3%	58.3%	7.2%	-0.9%	14.4%	37.0%	15.4%	15.8%
중국법인	2.3	7.2	13.8	13.7	14.5	16.5	16.9	16.5	16.6	19.0	19.5	19.0
(YoY)	26.8%	412.0%	1045.0%	537.6%	529.8%	128.2%	22.7%	20.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
미국법인	2.0	1.8	3.3	3.8	4.0	4.8	4.7	6.0	5.5	7.0	8.0	7.5
호주법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.6	7.7	8.0	8.0	9.0	10.0	9.0
기타 및 연결조정	-4.4	-3.9	-12.6	-12.1	-9.1	-11.2	-13.4	-12.6	-12.7	-15.1	-16.0	-15.1
매출총이익	7.3	7.6	11.9	10.2	11.9	10.3	11.0	11.9	11.7	13.6	14.2	13.6
(GPM)	26.7%	24.2%	30.8%	26.4%	27.9%	22.8%	20.7%	21.9%	21.6%	23.0%	22.7%	22.8%
판관비	5.4	6.1	7.3	6.7	7.1	7.3	6.1	6.9	7.2	7.4	7.4	7.4
(판관비율)	19.5%	19.4%	18.8%	17.5%	16.8%	16.1%	11.5%	12.8%	13.3%	12.5%	11.9%	12.5%
영업이익	2.0	1.5	4.6	3.4	4.8	3.0	4.9	4.9	4.5	6.2	6.8	6.2
(YoY)	-54.8%	-74.1%	-28.3%	58.5%	140.9%	100.5%	4.8%	43.6%	-5.0%	106.4%	39.4%	25.3%
(OPM)	7.2%	4.7%	12.0%	8.9%	11.1%	6.6%	9.1%	9.1%	8.3%	10.5%	10.8%	10.3%
별도기준	4.1	3.9	6.1	7.0	5.8	4.2	6.5	6.2	6.0	6.4	7.0	6.7
(YoY)	-18.6%	-39.2%	-12.7%	125.8%	42.8%	7.3%	6.4%	-10.8%	3.9%	51.8%	7.9%	7.0%
(OPM)	14.7%	14.8%	17.9%	21.1%	17.8%	13.3%	17.5%	17.2%	16.4%	16.3%	17.2%	17.0%
세전이익	0.8	1.9	5.0	2.4	3.6	2.2	1.9	4.2	3.7	5.3	5.9	4.3
당기순이익	0.8	0.6	3.7	1.3	2.4	0.7	0.9	2.7	2.1	3.6	4.1	3.0
지배주주순이익	0.7	0.7	3.6	1.3	2.4	0.8	1.0	2.7	2.1	3.6	4.1	3.0
(YoY)	-79.7%	-83.7%	-20.2%	-74.5%	252.6%	10.2%	-73.3%	104.8%	-10.5%	361.2%	330.6%	11.9%

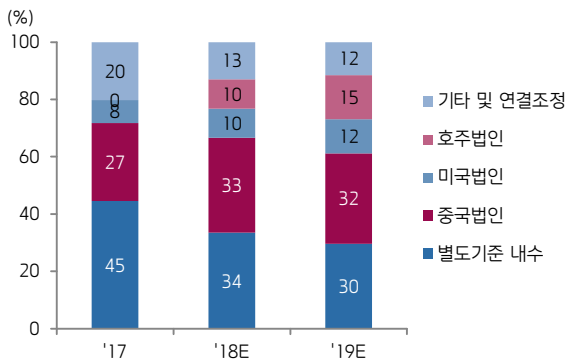
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
기말 Capacity	280.0	450.0	485.0	485.0	485.0
매출액	120.8	136.4	195.2	235.0	266.6
(YoY)	55.8%	12.9%	43.1%	20.4%	13.4%
별도기준	115.9	121.3	137.6	155.8	174.0
(YoY)	55.7%	4.7%	13.4%	13.2%	11.7%
내수	57.2	60.8	66.1	69.9	74.4
(YoY)		6.2%	8.7%	5.8%	6.5%
수출	58.7	60.6	71.6	85.9	99.5
(YoY)		3.3%	18.1%	20.1%	15.9%
중국법인	6.6	37.0	64.4	74.1	83.7
(YoY)		463.0%	73.9%	15.0%	13.0%
미국법인	1.2	11.0	19.6	28.0	36.0
호주법인	0.0	0.0	19.9	36.0	51.0
기타 및 연결조정	-2.9	-33.0	-46.3	-58.8	-78.1
매출총이익	36.2	37.1	45.0	53.0	67.5
(GPM)	30.0%	27.2%	23.1%	22.6%	25.3%
판매비	17.4	25.5	27.5	29.4	32.7
(판매비율)	14.4%	18.7%	14.1%	12.5%	12.3%
영업이익	18.8	11.5	17.5	23.6	34.7
(YoY)	74.3%	-38.6%	52.0%	34.9%	47.0%
(OPM)	15.5%	8.5%	9.0%	10.1%	13.0%
별도기준	21.5	21.1	22.8	26.1	28.8
(YoY)	88.9%	-2.0%	7.9%	14.7%	10.2%
(OPM)	18.6%	17.4%	16.5%	16.8%	16.5%
세전이익	20.9	10.1	11.9	19.2	30.2
당기순이익	17.1	6.4	6.7	12.8	22.0
지배주주순이익	17.2	6.3	6.8	12.8	22.0
(YoY)	100.9%	-63.6%	7.9%	89.3%	71.9%

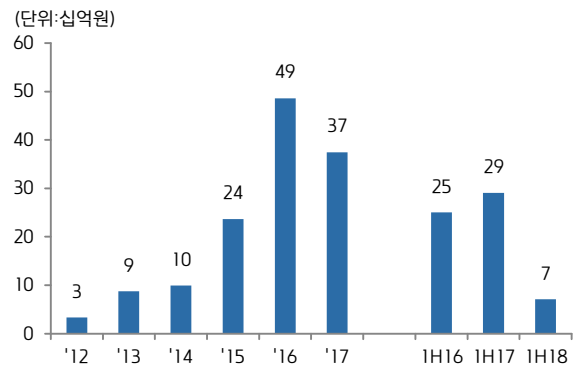
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 매출 Mix 추이 및 전망



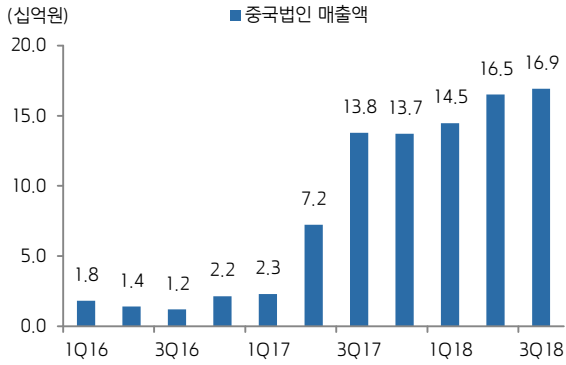
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 Capex 추이



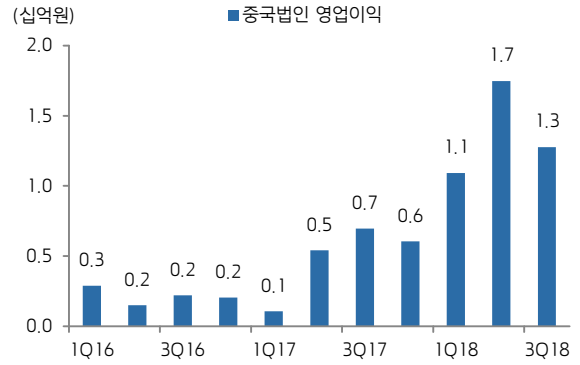
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 중국법인 매출액 추이



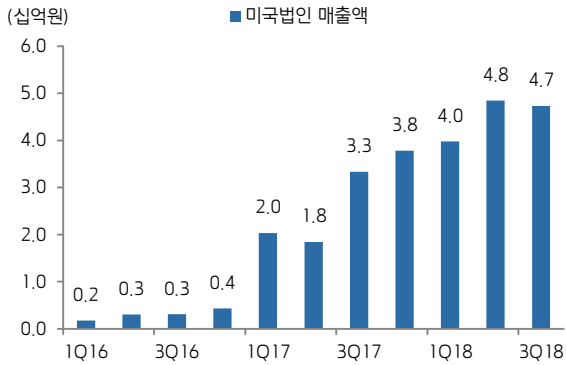
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 중국법인 영업이익 추이



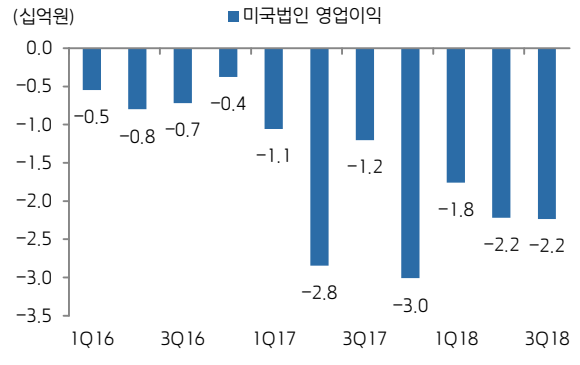
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 미국법인 매출액 추이



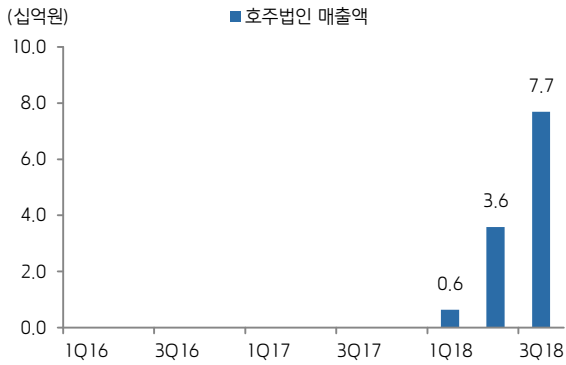
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 미국법인 영업이익 추이



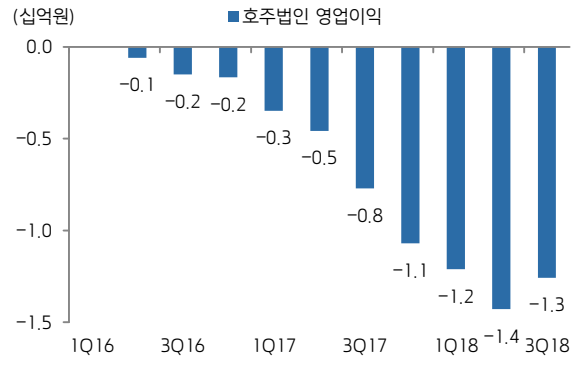
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

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	1,952	2,350	2,666
매출원가	846	993	1,502	1,820	1,991
매출총이익	362	371	450	530	675
판매비및일반관리비	174	255	275	294	327
영업이익(보고)	188	115	175	236	347
영업이익(핵심)	188	115	175	236	347
영업외손익	21	-14	-56	-44	-46
이자수익	4	1	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	44	32	32	32	32
이자비용	10	17	29	29	29
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	-23	-12	-13
법인세차감전이익	209	101	119	192	302
법인세비용	38	38	52	64	82
유효법인세율 (%)	18.1%	37.2%	43.6%	33.4%	27.0%
당기순이익	171	64	67	128	220
지배주주지분순이익(억원)	172	63	68	128	220
EBITDA	188	115	252	307	414
현금순이익(Cash Earnings)	171	64	144	199	287
수정당기순이익	171	63	67	128	220
증감율(% YoY)					
매출액	55.8	12.9	43.1	20.4	13.4
영업이익(보고)	74.3	-38.6	52.0	34.9	47.0
영업이익(핵심)	74.3	-38.6	52.0	34.9	47.0
EBITDA	37.4	-38.6	118.3	21.9	35.0
지배주주지분 당기순이익	100.9	-63.6	7.9	89.3	71.9
EPS	62.7	-63.6	7.9	89.3	71.9
수정순이익	100.0	-63.2	6.8	90.4	71.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	95	48	56	139	240
당기순이익	171	64	67	128	220
감가상각비	0	0	75	69	65
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	-88	-60	-47
기타	63	33	-4	-4	-4
투자활동현금흐름	-322	-384	-156	-154	-153
투자자산의 처분	172	-10	-6	-4	-3
유형자산의 처분	77	1	0	0	0
유형자산의 취득	-563	-375	-150	-150	-150
무형자산의 처분	-8	-2	0	0	0
기타	1	3	0	0	0
재무활동현금흐름	262	207	165	5	6
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
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	65	-10	93
기초현금및현금성자산	248	280	149	214	204
기말현금및현금성자산	280	149	214	204	297
Gross Cash Flow	234	97	144	199	287
Op Free Cash Flow	-556	-354	-62	18	123

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	812	683	980	1,126	1,342
현금및현금성자산	280	149	214	204	297
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	367	278	398	479	544
채고자산	165	256	367	442	501
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,018	1,311	1,394	1,480	1,568
장기매출채권및기타비유동채권	12	10	14	17	19
투자자산	2	13	19	22	25
유형자산	978	1,247	1,323	1,404	1,489
무형자산	8	20	19	17	15
기타비유동자산	18	20	20	20	20
자산총계	1,830	1,994	2,373	2,606	2,911
유동부채	586	623	931	1,031	1,109
매입채무및기타유동채무	368	332	475	573	649
단기차입금	140	253	253	253	253
유동성장기차입금	41	29	190	190	190
기타유동부채	38	9	12	15	17
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	1,442	1,547	1,631
자본금	52	103	103	103	103
주식발행초과금	449	397	397	397	397
이익잉여금	298	363	431	559	779
기타자본	17	-14	-14	-14	-14
지배주주지분자본총계	815	849	917	1,045	1,265
비지배주주지분자본총계	10	15	14	14	14
자본총계	825	864	931	1,059	1,279
순차입금	292	609	704	714	622
총차입금	572	758	919	919	919

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	834	304	328	621	1,067
BPS	3,952	4,116	4,444	5,065	6,132
주당EBITDA	910	559	1,221	1,487	2,008
CFPS	829	309	697	962	1,392
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	36.9	72.1	44.8	23.7	13.8
PBR	7.8	5.3	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	35.1	45.1	14.8	12.2	8.8
PCFR	37.1	70.9	21.1	15.3	10.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.5	8.5	9.0	10.1	13.0
영업이익률(핵심)	15.5	8.5	9.0	10.1	13.0
EBITDA margin	15.5	8.5	12.9	13.1	15.5
순이익률	14.2	4.7	3.4	5.4	8.3
자기자본이익률(ROE)	23.3	7.5	7.5	12.9	18.8
투자자본이익률(ROIC)	18.5	5.6	6.4	9.3	13.8
안정성(%)					
부채비율	121.8	130.8	154.9	146.0	127.5
순차입금비율	35.3	70.5	75.6	67.4	48.6
이자보상배율(배)	19.0	6.9	6.0	8.0	11.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.2	5.8	5.4	5.2
채고자산회전율	10.1	6.5	6.3	5.8	5.7
매입채무회전율	4.6	3.9	4.8	4.5	4.4

Compliance Notice

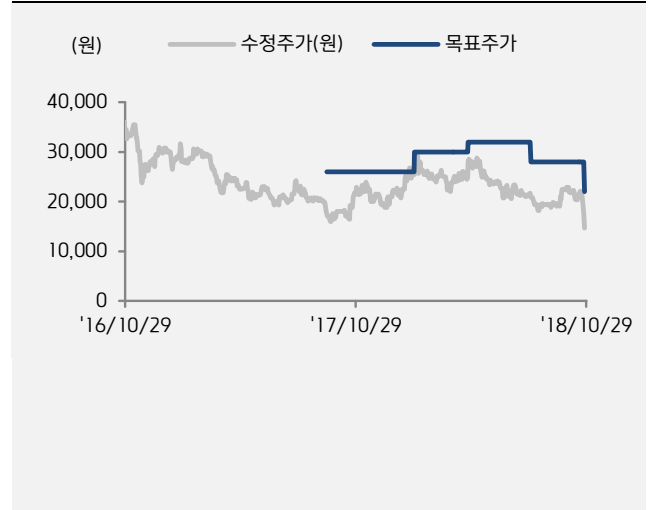
- 당사는 10월 26일 현재 '뉴트리바이오텍 (222040)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
뉴트리바이오텍 (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	-27.34	-18.21
	2018/10/16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-27.33	-18.21
	2018/10/29	BUY(Maintain)	22,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%