

뉴트리바이오텍 (222040.KQ)

채널 변화에 투자하자

Company Comment | 2017. 4. 4

1분기 실적은 원화 강세로 컨센서스 하회 전망. 그러나 주가는 이를 선 반영. 국내 저가화 및 해외 MLM^{주1)} 채널 고성장 기조 유효. 40% 이익 성장을 Fwd PER 20배에 살 수 있는 기회라 판단, 매수 추천

실적은 '상저하고'

최근 환율 하락(-8.2% q-q)을 반영하여 동사의 2017년 매출액과 영업이익을 각각 1,701억원(+41% y-y)과 265억원(+41% y-y)으로 조정함

동사의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 352억원(+30% y-y)과 51억원(+16% y-y)으로 컨센서스 하회할 것. 1) 부진한 소매경기 탓에 신제품 출시가 지연된 데 더해, 2) 환율 하락으로 인한 margin squeeze가 1분기에 클 것으로 전망됨. 원재료 가격은 높은 환율이 반영되는 데 반해, 매출 인식 시기의 환율은 낮기 때문임. 또한 3) 전년 동기에는 없었던 미국/호주 법인의 적자가 이익 성장을 저해. 다만 하반기에는 이러한 부담이 완화되며 상반기 대비 높은 이익 성장 보일 것

무상증자, 실적조정 및 섹터 디레이팅을 반영하여 target PER을 30배로 조정함. 수정된 목표주가는 3만원으로 PEG^{주2)} 0.85 수준에 불과

패러다임의 변화에 주목한다면, 다시 한번 매수 기회

언론에 따르면 국내 2위 MLM 업체인 '에터미'의 2016년 국내 매출 성장률은 12% y-y을 기록, 전년 성장률(36%) 대비 크게 둔화됨. 타 MLM 업체 실적도 이와 비슷한 흐름인 것으로 추정. 반면 H&B스토어, 대형마트 등 비네트워크 채널을 통한 건강기능식품 출시는 양호한 흐름 지속되어 저가 채널로의 채널시프트 유효하다 판단됨. 또한 중국 및 동남아 MLM 채널 고성장 지속되고 있음. 동사는 이러한 국내의 채널 변화에 적합한 투자처

동사의 주가는 2017년 기준 PER 22배로 글로벌 peer인 TCI 수준까지 떨어져 가격 메리트 발생. TCI의 중국 고객군이 홈쇼핑 등 지속성 낮은 채널에 집중된 반면, 동사의 고객군은 글로벌 MLM 업체로 상대적 안정성 보유. 뿐만 아니라, 블룸버그 컨센서스 기준 TCI의 2017년 영업이익 성장률이 29%에 그치는 데 반해 동사의 2017년 영업이익 성장률은 41%(당사 추정치 기준)로 TCI 대비 30% 프리미엄에 거래되어 온 점을 고려했을 때 향후 주가 상승 기대. 현 주가는 40%의 이익 성장을 Fwd PER 20배에 살 수 있는 좋은 기회라 판단됨

주1) MLM: Multi Level Marketing의 약자. 다단계 판매를 의미하며 대표적 기업으로 암웨이가 있음
주2) 해당 PEG는 2016년 화재 보상 보험금을 조정한 수치

Buy (유지)

목표주가	30,000원 (하향)		
현재가 (17/04/03)	22,850원		
업종	음식료		
KOSPI / KOSDAQ	2,167.51 / 628.52		
시가총액(보통주)	471.3십억원		
발행주식수(보통주)	20.6백만주		
52주 최고가('16/06/09)	40,650원		
최저가('17/03/31)	21,750원		
평균거래대금(60일)	3.3십억원		
배당수익률(2017E)	0.00%		
외국인지분율	18.8%		
주요주주			
코스맥스비티아이 외 12인	51.8%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-23.8	-34.1	-20.7
상대수익률 (%p)	-22.9	-28.6	-12.8

	2015	2016	2017E	2018F
매출액	78	121	170	245
증감률	66.0	55.1	40.5	44.1
영업이익	11	19	27	40
영업이익률	13.9	15.5	15.6	16.3
(지배지분)순이익	9	17	20	33
EPS	513	834	988	1,578
증감률	280.0	62.6	18.5	59.7
PER	38.7	36.9	23.1	14.5
PBR	6.4	7.8	4.6	3.5
EV/EBITDA	29.1	28.8	13.6	9.3
ROE	22.5	23.7	22.2	27.5
부채비율	78.3	121.8	106.2	103.3
순차입금	-12	29	17	-6

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

뉴트리바이오텍 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E					2Q17F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consen	
매출액	27.2	32.7	34.7	26.2	35.2	29.6	34.3	36.9	35.8	45.6
영업이익	4.4	5.8	6.5	2.2	5.1	16.3	134.7	6.7	5.8	7.7
영업이익률	16.1	17.7	18.6	8.2	14.4			18.2	16.2	17.0
세전이익	4.3	5.7	5.9	5.0	3.5	-18.5	-29.7	6.5	6.0	7.5
(지배)순이익	3.3	4.3	4.5	5.1	2.6	-22.2	-49.4	4.6	4.6	6.3

주: IFRS 연결기준(CJ 대한통운 포함); 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

뉴트리바이오텍 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	120.8	170.1	244.9	345.5
	- 수정 전	-	174.3	249.2	332.9
	- 변동률	-	-2.4	-1.7	3.8
영업이익	- 수정 후	18.8	26.5	39.9	53.9
	- 수정 전	-	32.5	49.0	64.5
	- 변동률	-	-18.4	-18.6	-16.4
영업이익률(수정 후)		15.5	15.6	16.3	15.6
EBITDA		23.1	36.0	50.0	65.8
(지배지분)순이익		17.2	20.4	32.6	44.2
EPS	- 수정 후	834	988	1,578	2,143
	- 수정 전	-	1,164	1,755	2,305
	- 변동률	-	-15.1	-10.1	-7.0
PER		36.9	23.1	14.5	10.7
PBR		7.8	4.6	3.5	2.6
EV/EBITDA		28.8	13.6	9.3	6.8
ROE		23.7	22.2	27.5	28.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

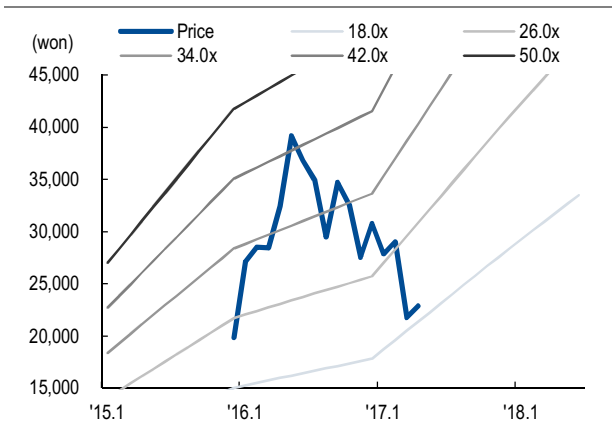
뉴트리바이오텍 부문별 실적 추정: 2019년까지 매출 연평균 42% 성장

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	77.5	120.8	170.1	244.9	345.5
y-y	65.2	55.8	40.9	43.9	41.1
국내	77.5	119.6	152.7	186.9	220.6
(1) 내수	38.1	59.2	78.1	96.4	114.3
y-y	32.5	55.4	31.9	23.5	18.5
① MLM	11.6	19.0	23.7	28.4	32.7
y-y		63.0	25.0	20.0	15.0
② Non MLM	26.5	40.3	54.4	68.0	81.6
y-y		52.2	35.0	25.0	20.0
(2) 수출	39.4	60.4	74.6	90.4	106.3
y-y	128.9	53.2	23.6	21.2	17.5
① MLM	36.4	53.1	63.7	75.2	86.4
y-y		45.7	20.0	18.0	15.0
② Non MLM	3.0	7.3	10.9	15.3	19.9
y-y		150.0	50.0	40.0	30.0
미국		1.2	12.4	37.8	69.5
y-y			931.4	205.8	83.6
호주			5.0	20.2	50.4
y-y				300.0	150.0
중국					5.0
y-y					
영업이익	10.8	18.9	26.5	39.9	53.9
y-y	211.0	75.3	40.5	50.3	35.3
OPM	13.9	15.6	15.6	16.3	15.6

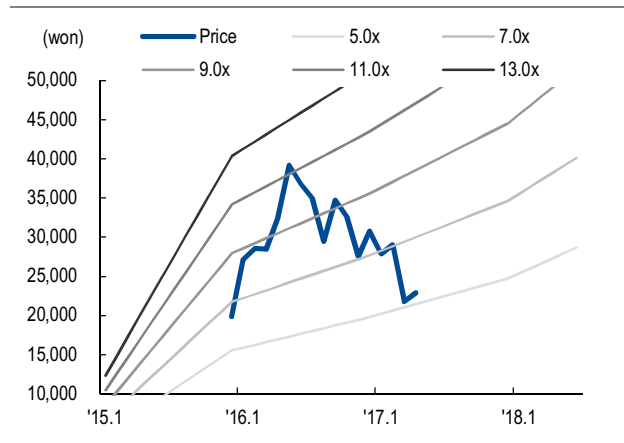
자료: 뉴트리바이오텍, NH투자증권 리서치센터 전망

뉴트리바이오텍 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

뉴트리바이오텍 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

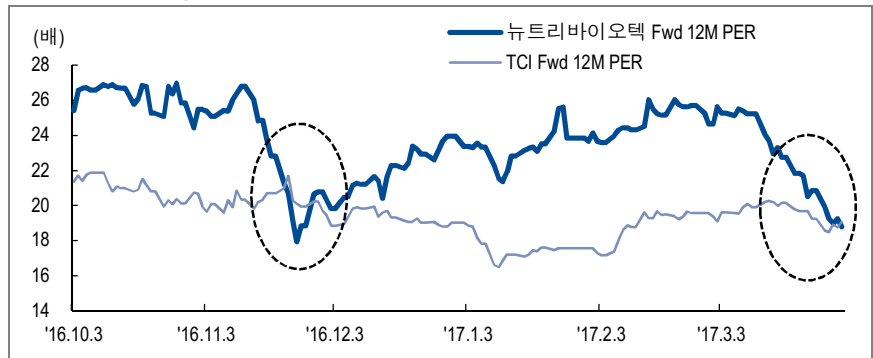
뉴트리바이오텍 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	27.2	32.7	34.7	26.2	35.2	45.6	49.3	40.1	120.8	170.1	244.9
y-y	70.3	69.1	66.1	22.8	29.6	39.3	42.0	53.0	55.8	40.9	43.9
국내	27.2	32.4	34.6	25.4	32.9	41.8	44.5	33.5	119.6	152.7	186.9
내수	11.8	15.4	17.2	14.8	17.1	20.7	21.9	18.4	59.2	78.1	96.4
y-y	44.6	54.9	68.0	51.7	44.8	34.8	69.0	23.7	55.4	31.9	23.5
수출	15.4	16.5	17.4	11.1	15.8	21.1	22.5	15.2	60.4	74.6	90.4
y-y	97.2	75.6	63.3	-4.1	2.9	27.6	63.3	36.9	53.2	23.6	21.2
미국	0.2	0.3	0.3	0.4	1.9	2.9	3.3	4.3	1.2	12.4	37.8
y-y					1000.0	850.0	1000.0	912.7		931.4	205.8
호주					0.4	0.9	1.5	2.2		5.0	20.2
y-y											300.0
영업이익	4.4	5.8	6.5	2.3	5.1	7.7	8.7	5.1	18.9	26.5	39.9
y-y	152.0	124.2	70.2	-14.6	16.3	33.8	33.8	123.6	75.3	40.5	50.3
OPM	16.1	17.7	18.6	8.7	14.4	17.0	17.6	12.7	15.6	15.6	16.3

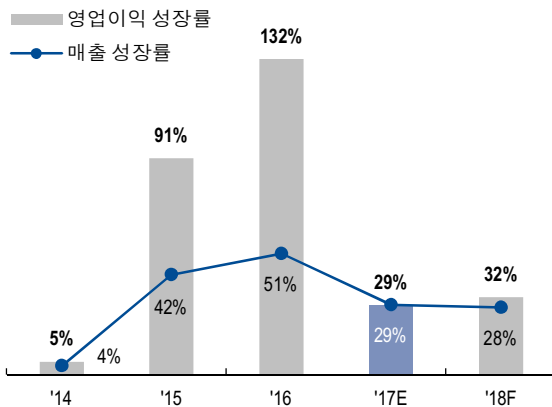
자료: 뉴트리바이오텍, NH투자증권 리서치센터 전망

동사 이익 성장을 41%로 TCI의 29% 대비 월등한 데 반해 최근 주가 급락으로 밸류에이션 매력 충전



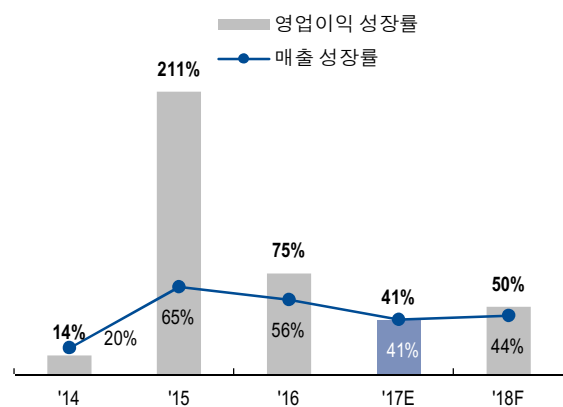
자료: 블룸버그, NH투자증권 리서치센터

TCI 2017년 영업이익 성장률 29% y-y 전망되는데 반해



주: 블룸버그 컨센서스 기준; 자료: 블룸버그, NH투자증권 리서치센터

뉴트리바이오텍은 41% y-y 전망



주: 블룸버그 컨센서스 기준; 자료: 블룸버그, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	78	121	170	245
증감률 (%)	66.0	55.1	40.5	44.1
매출원가	57	85	121	174
매출총이익	20	36	50	71
Gross 마진 (%)	25.6	29.8	29.4	29.0
판매비와 일반관리비	9	17	23	31
영업이익	11	19	27	40
증감률 (%)	266.7	72.7	42.1	48.1
OP 마진 (%)	14.1	15.7	15.9	16.3
EBITDA	14	23	36	50
영업외손익	-1	2	-1	0
금융수익(비용)	-1	1	0	0
기타영업외손익	0	1	-1	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	10	21	25	40
법인세비용	2	4	5	7
계속사업이익	9	17	20	32
당기순이익	9	17	20	32
증감률 (%)	350.0	88.9	17.6	60.0
Net 마진 (%)	11.5	14.0	11.8	13.1
지배주주지분 순이익	9	17	20	33
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	9	17	20	32

Valuation / Profitability / Stability

	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
PER(X)	38.7	36.9	23.1	14.5
PBR(X)	6.4	7.8	4.6	3.5
PCR(X)	22.0	23.4	13.3	9.4
PSR(X)	4.3	5.3	2.8	1.9
EV/EBITDA(X)	29.1	28.8	13.6	9.3
EV/EBIT(X)	36.9	35.4	18.5	11.7
EPS(W)	513	834	988	1,578
BPS(W)	3,102	3,952	4,941	6,519
SPS(W)	4,636	5,855	8,247	11,872
자기자본이익률(ROE, %)	22.5	23.7	22.2	27.5
총자산이익률(ROA, %)	10.7	11.5	10.3	13.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	21.6	24.9	23.9	26.7
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)자기자본(%)	-18.8	34.9	16.5	-4.4
총부채/ 자기자본(%)	78.3	121.8	106.2	103.3
이자발생부채	31	57	48	52
유동비율(%)	184.3	138.6	133.5	150.9
총발행주식수(mn)	21	21	21	21
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	19,825	30,750	22,850	22,850
시가총액(십억원)	409	634	471	471

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

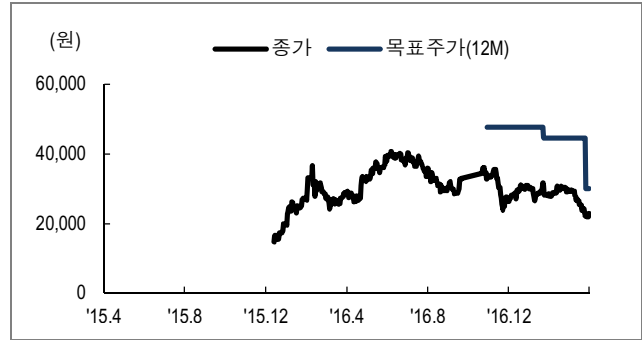
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	25	28	31	58
매출채권	9	23	33	48
유동자산	62	81	104	161
유형자산	51	98	103	108
투자자산	1	1	2	3
비유동자산	53	102	108	114
자산총계	114	183	212	275
단기성부채	16	18	21	25
매입채무	9	13	18	26
유동부채	34	59	78	107
장기성부채	15	39	27	27
장기충당부채	2	3	4	6
비유동부채	17	42	31	33
부채총계	50	100	109	140
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	45	45	45	45
이익잉여금	13	30	50	83
비지배주주지분	0	1	1	1
자본총계	64	83	103	135

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
영업활동 현금흐름	13	10	27	39
당기순이익	9	17	20	32
+ 유/무형자산상각비	3	4	9	10
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	15	27	35	50
- 운전자본의증가(감소)	0	-14	-2	-3
투자활동 현금흐름	-42	-32	-16	-16
+ 유형자산 감소	0	8	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-24	-56	-15	-15
+ 투자자산의매각(취득)	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-10	-47	12	24
Net Cash Flow	-28	-23	12	24
재무활동 현금흐름	52	26	-9	4
자기자본 증가	43	0	0	0
부채증감	9	26	-9	4
현금의증가	23	3	3	27
기말현금 및 현금성자산	25	28	31	58
기말 순부채(순현금)	-12	29	17	-6

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
뉴트리바이오텍	222040.KQ	2017.04.04	Buy	30,000원(12개월)
			1:1 무상증자	
		2017.01.25	Buy	89,000원(12개월)
		2016.11.01	Buy	97,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 31일기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '뉴트리바이오텍'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.