

뉴트리바이오텍 (222040 KQ)

지속되는 외형 성장이 수익성 개선의 열쇠

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY (TP 하향)	
Target Price	26,000 원
현재주가	14,900 원
목표수익률	74.5%

Key Data	2018년 11월 12일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	670.82

Trading Data	
시가총액 (십억원)	307.4
발행주식수 (백만주)	20.6
외국인 지분율 (%)	15.4
52주 고가 (원)	29,850
52주 저가 (원)	11,900
60일 일평균거래대금 (십억원)	3.7

주요주주 (%)	
코스맥스비티아이(주) 7인	39.0
권진혁	12.0

지연된 이익 개선으로 주가 하락

최근 뉴트리바이오텍의 주가가 급락한 배경은 3Q18P 연결실적이 매출액 531억원(yoy 37.1%), 영업이익 49억원(yoy +4.8%)으로 견조한 매출 성장을 지속했으나 수익성은 기대치를 충족하지 못했기 때문이다. 영업이익 측면에서 기대했던 미국과 호주 법인의 적자폭 감소에 실패했으며, 20억원 수준의 외화환산손실이 발생해 영업외비용이 증가했다. 법인별 실적은 뉴트리바이오텍 별도 매출 372억원(yoy +8.8%), 영업이익 65억원(yoy +6.4%)을 기록한 가운데, 이를 내수와 수출 매출로 나누어 각각 yoy +10.7%, +7.2%의 성장률을 시현하였으며, 중국 법인은 매출 169억원(yoy +22.7%), 영업이익 13억원(yoy +83.3%)을 기록하였다. 미국 법인의 경우 매출은 47억원(yoy +41.7%)을 달성하였으나, 9월 매출이 일부 이연되어 전분기대비 매출이 증가하지 못했고 지난 분기와 비슷한 수준의 영업손실(-22억원)을 기록했다. 호주 법인은 당초 기대보다 훨씬 빠르게 외형 확대가 일어나 77억원(qoq +114.6%)의 매출을 기록하였으나 1Q18부터 본가동이 시작된 것을 감안하면 아직까지 각종 비용 발생 등 안정화 단계에 접어들지 못해 13억원의 영업손실이 발생하였다.

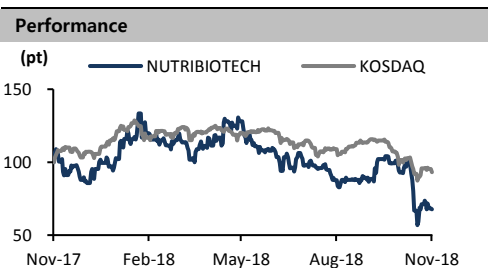
외형 고성장세 지속으로 본격 턴어라운드 내년을 기대

올해 가장 중요한 투자포인트였던 해외 법인의 이익 턴어라운드는 외형 확대에 따른 각종 투자성 비용 증가로 달성되지 못함이 기정사실화 되었다. 그러나, 이는 속도의 문제일 뿐 변함없는 기대 요인이다. 올해 전 분기에 걸쳐 지속된 매출 고성장세가 이에 대한 근거이며, 향후에도 추세가 유지될 것으로 본다. 국내에서 3Q18부터 “Swisse”의 중국 직수출이 시작되며 18억원의 매출이 발생했는데, 4Q18에도 지속될 전망이다. 특히 올해 광군제에서도 전년에 이어 해당 브랜드의 선전이 눈에 띈다. 또한, 미국에서는 3Q18 이연되었던 매출 7-8억원이 추가 인식되고, 호주 역시 신규 고객사의 유산균 제품 추가(3Q18 20억원, 4Q18 기수주 10억원), 기존 고객사 납품 증가 등 각 지역 모두 긍정적이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 26,000원 하향

뉴트리바이오텍에 대한 투자의견을 Buy로 유지하나, 실적 전망치 수정에 따라 목표주가는 30,000원에서 26,000원으로 하향한다.

Financial and Valuation Summary



주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(27.1)	(47.1)	(32.3)
상대주가	(18.8)	(24.5)	(25.3)

Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	120.8	136.4	191.0	224.0
증감률 YoY (%)	55.8	12.9	40.1	17.2
영업이익 (십억원)	18.8	11.5	16.4	23.1
영업이익률 (%)	15.5	8.5	8.6	10.3
순이익 (십억원)	17.2	6.3	6.1	13.2
EPS (원)	834.4	303.9	294.7	640.3
EPS 증감률 (%)	100.9	(63.6)	(3.0)	117.3
P/E (x)	36.9	72.1	50.6	23.3
EV/EBITDA (x)	28.8	44.5	19.3	17.7
ROE (%)	23.7	7.5	6.9	13.6
P/B (x)	7.8	5.3	3.4	3.0

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 뉴트리바이오텍 주가 산출내역

내용	금액	비고
2019F EPS (원)	640	yoy +117.3% 추정
Target PER (배)	40	① 해외 생산 거점 마련을 위한 주요 CAPEX 마무리, ② 해외 이익 개선으로 인한 2021년까지의 EPS 성장률 ③ 상장 이후 historical PER 감안 시 기존 목표 multiple 유지
주당가치 (원)	25,600	
목표주가 (원)	26,000	

Source: Baro Research Center

Exhibit 2. 뉴트리바이오텍 부문별 실적 전망 Table

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F	
매출액(억원)	TOTAL	275	316	387	385	426	452	531	501	1,364	1,910	2,240	
	뉴트리바이오텍(별도)	275	264	342	332	326	315	372	356	1,213	1,368	1,502	
	내수	145	164	158	142	156	155	175	156	608	642	666	
	수출	131	101	184	190	170	160	197	200	606	727	836	
	뉴트리원	29	26	33	25	31	12	0	0	112	43	0	
	뉴트리사이언스	6	3	7	14	17	19	25	21	31	83	107	
	뉴트리 차이나	23	72	138	137	145	165	169	160	370	639	743	
	뉴트리 USA	20	18	33	38	40	48	47	54	110	190	240	
	뉴트리 호주	0	0	0	0	6	36	77	85	0	204	376	
	연결조정 및 기타	(79)	(68)	(166)	(160)	(139)	(144)	(160)	(174)	(474)	(616)	(728)	
	yoy %	TOTAL	1.1	(3.3)	11.6	47.0	55.2	42.9	37.1	30.0	12.9	40.1	17.2
		뉴트리바이오텍(별도)	4.0	(17.2)	1.9	38.6	18.4	19.1	8.8	7.1	4.7	12.8	9.8
	내수	28.5	6.4	(1.8)	(2.4)	7.7	(5.1)	10.7	10.0	6.2	5.6	3.8	
	수출	(14.1)	(39.0)	5.3	101.4	30.3	58.3	7.2	5.0	3.3	20.0	15.1	
	뉴트리원	105.7	57.6	27.2	45.2	7.5	(53.4)	(100.0)	(100.0)	53.2	(61.7)	(100.0)	
	뉴트리사이언스	1,028.6	1,935.3	(34.9)	257.2	175.5	459.0	255.0	45.0	98.0	165.9	28.7	
	뉴트리 차이나	26.8	412.0	820.4	638.2	529.8	128.2	22.7	17.0	462.9	72.6	16.2	
	뉴트리 USA	1,075.1	514.7	1,005.0	766.5	95.8	162.8	41.7	43.0	2,421.1	72.5	26.5	
	뉴트리 호주	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	84.6	
	연결조정 및 기타	187.7	164.7	284.4	648.8	75.8	110.1	(3.6)	8.4	330.1	30.1	18.1	
Sales portion %	뉴트리바이오텍(별도)	100.2	83.6	88.2	86.1	76.5	69.7	70.0	70.9	89.0	71.6	67.1	
	내수(별도매출=100)	52.6	61.9	46.2	42.6	47.8	49.3	47.0	43.8	50.1	46.9	44.3	
	수출(별도매출=100)	47.4	38.1	53.8	57.4	52.2	50.7	53.0	56.2	49.9	53.1	55.7	
	뉴트리원	10.5	8.2	8.5	6.5	7.2	2.7	0.0	0.0	8.2	2.3	0.0	
	뉴트리사이언스	2.3	1.1	1.9	3.7	4.1	4.3	4.8	4.1	2.3	4.3	4.8	
	뉴트리 차이나	8.4	22.9	35.6	35.6	33.9	36.5	31.9	32.0	27.2	33.5	33.2	
	뉴트리 USA	7.4	5.8	8.6	9.8	9.3	10.7	8.9	10.8	8.1	9.9	10.7	
	뉴트리 호주	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	7.9	14.5	16.9	0.0	10.7	16.8	
	연결조정 및 기타	(28.7)	(21.6)	(42.8)	(41.6)	(32.6)	(31.8)	(30.1)	(34.7)	(34.7)	(32.3)	(32.5)	
영업이익 (억원)	TOTAL	20	15	46	34	48	30	49	38	115	164	231	
	뉴트리바이오텍(별도)	41	39	61	70	58	42	65	64	211	229	239	
yoy %	TOTAL	(54.8)	(74.1)	(28.3)	58.5	140.9	100.5	4.8	10.2	(38.9)	42.1	40.9	
	뉴트리바이오텍(별도)	(18.6)	(39.0)	(12.5)	124.7	42.8	7.3	6.4	(8.5)	(2.0)	8.6	4.3	
OPM (%)	TOTAL	7.2	4.7	12.0	8.9	11.1	6.6	9.1	7.5	8.5	8.6	10.3	
	국내	14.7	14.8	17.9	21.1	17.8	13.3	17.5	18.0	17.4	16.7	15.9	
yoy %p	TOTAL	(8.9)	(12.9)	(6.7)	0.6	4.0	1.9	(2.8)	(1.4)	(7.2)	0.1	1.7	
	뉴트리바이오텍(별도)	(4.1)	(5.3)	(3.0)	8.1	3.0	(1.5)	(0.4)	(3.1)	(1.2)	(0.6)	(0.8)	

Source: 뉴트리바이오텍, Baro Research Center

Exhibit 3. 11 월 12 일 NDR 관련 Q&A 요약 정리

1. 미국 및 호주 BEP 도달 가능 매출 규모?

미국은 분기별 100 억원, 호주는 분기별 80 억원 수준
 호주는 내년엔 턴어라운드 가능성 높으나 미국은 내년에도 쉽지 않을 것

2. 미국에서 고정비 더 높은 이유?

호주는 대형 고객사 3 곳으로부터 대량 수주 위주로 생산을 하지만,
 미국은 고객사 수가 많고, product mix 가 다양해 원가를 높음
 미국 매출처 현재 6 개인데, 실질적으로 더 많은 회사에 시생산 대응 중

3. 지역별 현재 가동률 상황?

한국 65%, 미국/호주 25-30% 수준 (연말 예상 기준)

4. 해외법인 안정화 시 최대 가능 OPM?

올해 실적을 감안할 때 국내 법인의 이익률 10% 중반-후반이나
 해외법인은 기본적으로 인건비 등이 높아 턴어라운드 이후에도 비슷한 수준을 기대하기는 어려움
 다만, 공장 자동화율이 국내대비 높은 수준이기 때문에 이를 통해 일부 상쇄

5. 건강기능식품 시장의 성장 추이?

국내 내수 시장 10% 성장, 중국 15-20%로 국내대비 성장성 우월
 특히, 중국의 경우 직구 채널이나 SNS 판매 등 온라인 시장의 성장 돋보이며 청정 지역 생산품에 대한 선호도 높음

6. 뉴트리바이오텍의 경쟁력?

모든 제형 생산 가능해 500 개 이상의 SKU 보유
 호주 식약처 인증이 전세계에서 가장 까다로운 편이나, 국내 및 호주 생산시설 모두 인증 받음

7. 현재 추세로 볼 때 달성 가능한 연간 실적 수준?

매출 성장 연초 제시했던 수준보다 높을 것으로 기대하나 이익률은 하회
 (당사 추정 2018F 매출액 yoy +40.1%, OPM 8.6%)

Source: 뉴트리바이오텍, Baro Research Center

뉴트리바이오텍(222040) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	81.2	68.3	87.1	96.2	109.6
현금성자산	28.0	14.9	5.7	5.4	7.1
매출채권	31.1	22.2	33.1	37.2	42.5
재고자산	16.5	25.6	37.3	42.0	48.0
비유동자산	101.8	131.1	149.2	169.6	189.7
투자자산	3.1	4.3	5.1	5.3	5.5
유형자산	97.8	124.7	138.7	154.4	169.7
무형자산	0.8	2.0	5.4	10.0	14.5
자산총계	183.0	199.4	236.3	265.8	299.4
유동부채	58.6	62.3	95.0	99.1	109.2
매입채무	28.8	17.7	26.6	29.9	34.2
유동성이자부채	18.1	28.2	48.6	48.6	53.6
비유동부채	41.9	50.7	49.2	61.4	66.5
비유동이자부채	39.1	47.6	45.4	57.4	62.4
부채총계	100.5	113.0	144.2	160.5	175.8
자본금	5.2	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	44.9	39.8	39.8	39.8	39.8
이익잉여금	29.8	36.3	42.2	55.4	73.7
자본조정	1.7	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	82.5	86.4	92.1	105.3	123.6
투하자본	111.5	146.0	178.6	204.0	230.6
순차입금	29.2	60.9	88.3	100.5	108.9
ROA	11.6	3.3	2.8	5.3	6.5
ROE	23.7	7.5	6.9	13.6	16.2
ROIC	18.8	5.6	5.5	7.8	9.4

현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업현금	9.5	4.8	(4.8)	8.2	11.8
당기순이익	17.1	6.4	5.9	12.2	16.9
자산상각비	4.3	0.0	4.1	0.0	0.0
운전자본증감	(13.9)	(4.9)	(17.1)	(5.1)	(6.7)
매출채권감소(증가)	(13.9)	2.8	(7.9)	(4.1)	(5.3)
재고자산감소(증가)	(9.0)	(9.2)	(11.7)	(4.7)	(6.0)
매입채무증가(감소)	3.6	0.9	2.7	3.3	4.3
투자현금	(32.2)	(38.4)	(20.1)	(20.4)	(20.1)
단기투자자산감소	18.1	(0.1)	0.1	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(1.3)	(0.6)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(56.3)	(37.5)	(16.4)	(15.7)	(15.4)
유형자산감소	6.9	(0.2)	(3.4)	(4.6)	(4.6)
재무현금	26.2	20.7	16.2	12.0	10.0
차입금증가	26.2	20.7	16.2	12.0	10.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	3.2	(13.1)	(9.2)	(0.2)	1.6
총현금흐름(Gross CF)	27.1	18.6	15.3	13.4	18.5
(-) 운전자본증가(감소)	11.5	6.7	15.7	5.1	6.7
(-) 설비투자	56.3	37.5	16.4	15.7	15.4
(+) 자산매각	6.9	(0.2)	(3.4)	(4.6)	(4.6)
Free Cash Flow	(33.8)	(25.8)	(20.1)	(12.0)	(8.2)
(-) 기타투자	0.0	1.3	0.6	0.1	0.1
잉여현금	(33.8)	(27.1)	(20.8)	(12.1)	(8.2)

손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	120.8	136.4	191.0	224.0	256.2
증가율 (Y-Y,%)	55.8	12.9	40.1	17.2	14.4
영업이익	18.8	11.5	16.4	23.1	31.3
증가율 (Y-Y,%)	74.3	(38.6)	42.1	40.8	35.8
EBITDA	23.1	11.5	20.5	23.1	31.3
영업외손익	2.1	(1.4)	(5.5)	(4.3)	(5.3)
순이자수익	(0.6)	(1.6)	(3.0)	(4.4)	(5.4)
외화관련손익	0.7	(0.4)	(2.6)	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	20.9	10.1	10.9	18.8	26.0
당기순이익	17.1	6.4	5.9	12.2	16.9
지배기업당기순이익	17.2	6.3	6.1	13.2	18.3
증가율 (Y-Y,%)	99.6	(62.7)	(7.6)	107.4	38.5
NOPLAT	15.4	7.2	8.9	15.0	20.4
(+) Dep	4.3	0.0	4.1	0.0	0.0
(-) 운전자본투자	11.5	6.7	15.7	5.1	6.7
(-) Capex	56.3	37.5	16.4	15.7	15.4
OpFCF	(48.1)	(37.0)	(19.1)	(5.8)	(1.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	45.5	42.7	35.1	22.9	23.4
영업이익증가율(3Yr)	83.5	49.3	15.0	7.1	39.5
EBITDA증가율(3Yr)	71.6	27.8	14.5	0.0	39.5
순이익증가율(3Yr)	103.2	41.6	(11.7)	(10.6)	38.5
영업이익률(%)	15.5	8.5	8.6	10.3	12.2
EBITDA마진(%)	19.1	8.5	10.7	10.3	12.2
순이익률(%)	14.2	4.7	3.1	5.5	6.6

주요투자지표

결산기	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Per share Data					
EPS	834	304	295	640	887
BPS	3,952	4,116	4,401	5,041	5,928
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	36.9	72.1	50.6	23.3	16.8
PBR	7.8	5.3	3.4	3.0	2.5
EV/ EBITDA	28.8	44.5	19.3	17.7	13.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	23.4	24.3	20.0	23.0	16.7
PSR	5.3	3.3	1.6	1.4	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	121.8	130.8	156.5	152.3	142.1
Net debt/Equity	35.3	70.5	95.9	95.4	88.1
Net debt/EBITDA	126.5	528.3	430.8	435.7	347.5
유동비율	138.6	109.7	91.7	97.1	100.4
이자보상배율	29.5	7.2	5.4	5.2	5.8
이자비용/매출액	0.8	1.2	1.6	2.0	2.1
자산구조					
투하자본(%)	78.2	88.4	94.3	95.0	94.8
현금+투자자산(%)	21.8	11.6	5.7	5.0	5.2
자본구조					
차입금(%)	40.9	46.7	50.5	50.1	48.4
자기자본(%)	59.1	53.3	49.5	49.9	51.6

Source: Company Data, Baro Research Center

Note: EPS 는 완전회식 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 뉴트리바이오텍 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2018-03-05	BUY	30,000	1년	-23.6	-4.2
2018-04-25	BUY	30,000	1년	-25.7	-4.2
2018-08-03	BUY	30,000	1년	-35.7	-23.7
2018-09-19	BUY	30,000	1년	-36.1	-23.7
2018-11-13	BUY	26,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

- 기업 (향후 12 개월 기준) 매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상
 중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외
 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
- 산업 (향후 12 개월 기준) 비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2018.09.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.5%	12.5%	0.0%