

에이치피오 (357230)

스몰캡



권명준

02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (2/15)	7,980원
상승여력	-

시가총액	1,591억원
총발행주식수	20,711,686주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	166,064주
52주 고	14,250원
52주 저	6,798원
외인지분율	0.88%
주요주주	이현용 외 10 인 70.28%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.9	5.2	(25.0)
상대	1.2	2.4	(17.7)
절대(달려환산)	6.5	9.2	(29.1)

건기식 트렌드 변화와 In-Line

건강기능식품의 변화에 맞는 기업

에이치피오는 'Denps' 브랜드를 기반으로 건강기능식품을 제조 판매하는 기업이다. 최근 국내 건기식 산업은 지속적인 성장세를 보이고 있으며, 프로바이오틱스와 비타민의 M/S가 상향되고 있으며, 비타민 내에서는 종합비타민을 선호하는 경향을 보이고 있다. 동사의 주력제품이 프로바이오틱스와 비타민이며, 프리미엄 제품 위주의 사업을 영위하고 있다.

이익률 개선 기대

동사의 매출액은 대부분 홈쇼핑과 온라인 채널을 통해서 발생한다. 온라인/모바일 채널은 홈쇼핑과 비교 시 수수료 및 홍보비 등 비용이 낮아 비중이 상향 될수록 이익률이 개선된다. 동사 온라인/모바일 매출 비중(2019년 29.1% → 3Q22 41.2%)은 상향되고 있어 이익률 개선이 기대된다.

자회사들의 성장도 기대

동사의 자회사 중 비오팜과 지오인포테크를 주목해야 한다. 비오팜(지분율 50.1%)은 건강기능식품 전문생산업체(ODM)로, 2019년 10월에 인수했다. 향후 동사의 신규 제품 개발 및 제품 라인업 확대 시 비오팜과의 협업이 예상된다는 점에서 매출 성장이 지속될 가능성이 높다고 판단된다. 지오인포테크(지분율 65.0%)는 국내에서 'Micro'라는 키펀드 제품으로 알려져 있다. 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있으며 향후 키펀드 외에도 영유아 대상 다양한 사업으로 영역 확대될 것으로 예상된다.

2023년 예상 실적 기준 PER 6.6배

2023년 예상 매출액과 영업이익은 2,352억원, 316억원으로 각각 전년대비 18.0%, 55.8% 성장할 것으로 전망한다. 국내 건기식 산업이 성장하고 있으며, 프로바이오틱스와 비타민의 비중이 향상되고 있다는 점에서 수혜가 예상된다. 2023년 영업이익은 매출액 성장에 따른 이익률 개선과 더불어 2022년 대비 마케팅 비용이 축소될 것으로 예상되어 55.8% 성장이 기대된다. 2023년 예상 실적 기준 PER 6.6배 이다. 매력적인 구간이라고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,428	1,594	1,993	2,352
영업이익	257	228	200	316
지배순이익	168	165	160	249
PER	-	18.9	9.3	6.6
PBR	-	2.3	0.9	1.0
EV/EBITDA	-	11.6	4.1	2.8
ROE	35.6	16.4	11.0	15.6

자료: 유안타증권

건기식 트렌드 변화와 In-Line

에이치피오는 'Denps' 브랜드를 기반으로 아시아와 유럽 시장에서 프리미엄 건강기능식품(프로바이오틱스, 비타민 등) 제조 판매 사업을 주력으로 영위하고 있다. 건강기능식품은 꾸준한 매출 성장을 보이는 산업이며, 건강관리를 위해 장기간 섭취해야 한다는 인식이 보편화되어 있다.

건강기능식품의 변화에 맞는 기업

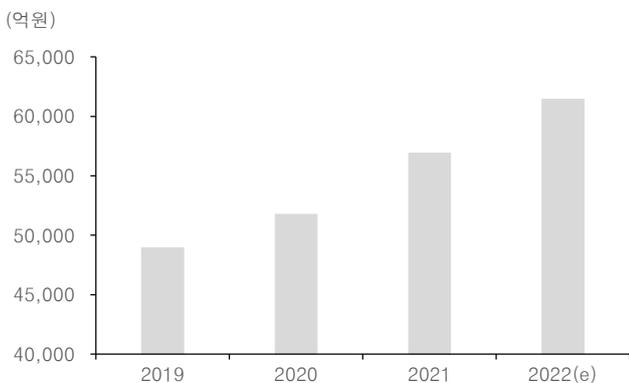
국내 건강기능식품(이하 건기식) 산업은 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 2019년 4.89조원에서 2022년(E) 6.14조원으로 연평균 7.8%의 성장세를 보이고 있다.

최근 국내 건기식 산업에서 다음과 같은 변화가 나타나고 있다. 첫째, 건기식 1위 품목인 홍삼은 비중이 감소되는 반면, 2위인 프로바이오틱스, 3위인 비타민(종합비타민과 단일비타민의 합계)의 비중은 확대되고 있다.

둘째, 2nd Tier 건기식 제품들 내 인기품목이 변화되고 있다. 2019~2022년 사이 체지방감소제의 점유율은 3.1%에서 3.6%로 0.5%p, 단백질보충제는 1.3%에서 2.3%로 1.0%p 증가한 반면, 마리골드꽃추출물은 2.7%에서 0.9%로 1.8%p 감소하는 모습을 보였다. 즉, 연도별 트렌드 변화가 이뤄지고 있다는 것을 의미한다.

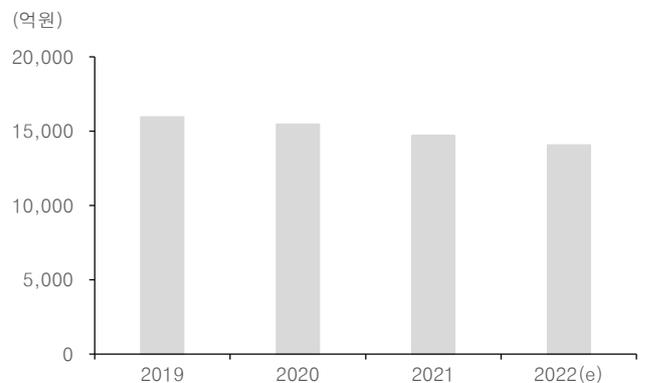
셋째, 비타민 내에서 단일비타민보다 종합비타민을 선호하는 경향이 있으며, 고소득자일수록 이러한 경향이 뚜렷하게 보이고 있다.

[그림 1] 건기식 전체 시장 규모



자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 홍삼: 연평균 4.1% 감소



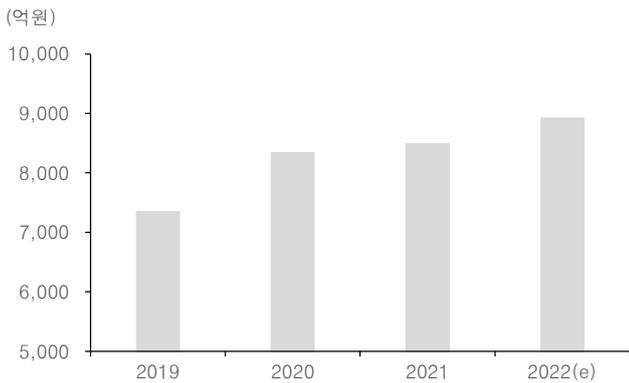
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

동사는 프로바이오틱스와 비타민 품목을 주력제품으로 판매하고 있다. 최근 산업변화와 In-Line 하다.

오메가3, 콜라겐, 효소 등 다양한 제품군으로 확대하고 있으며, 건기식 전문 제조기업인 비오팜 (지분율 50.1%)을 자회사로 보유하고 있다. 향후 시장 트렌드 변화에 직면해도 적시에 제품을 출시할 역량을 보유하고 있다.

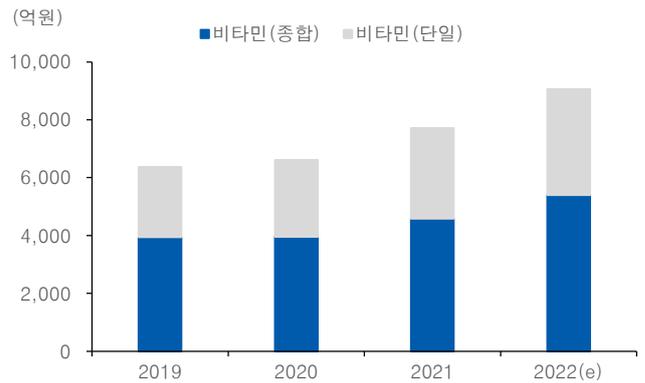
동사의 제품들은 프리미엄급 제품으로 구성되어 있으며, 특히 비타민의 경우 1일 섭취분을 소포장하는 형태로 소비자의 섭취 편의성을 향상시킨 종합비타민 제품이다. 비타민의 트렌드 변화와도 방향성이 일치한다.

[그림 3] 프로바이오틱스: 연평균 6.7% 성장



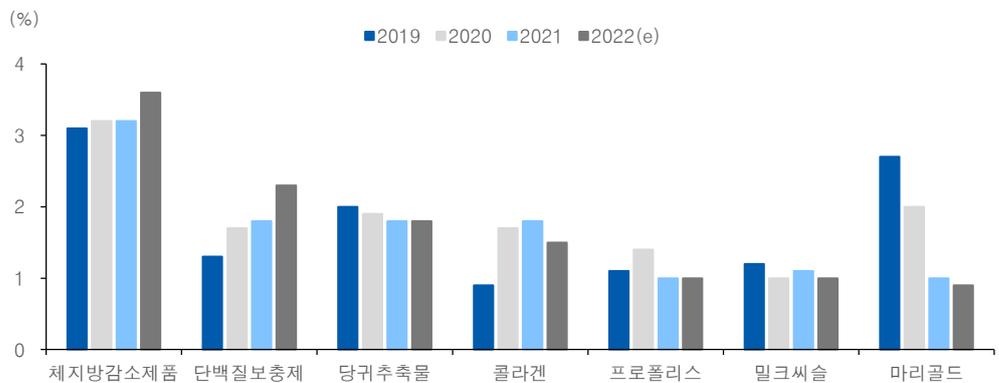
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 비타민(종합비타민+단일비타민): 연평균 12.5% 성장



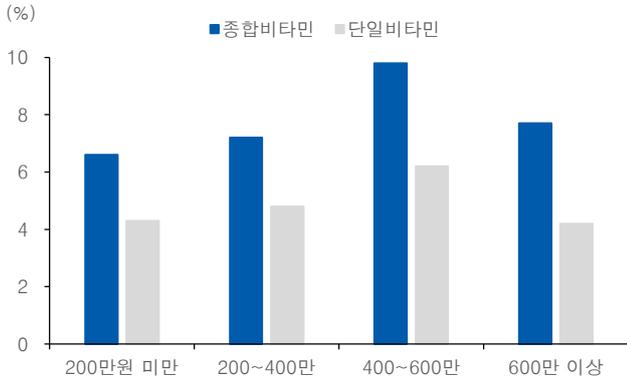
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 다변화되고 있는 건기식 품목



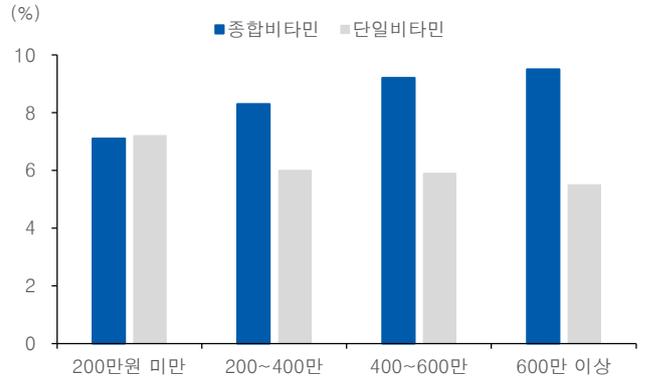
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 소득별 종합비타민 VS. 단일 비타민(2019년)



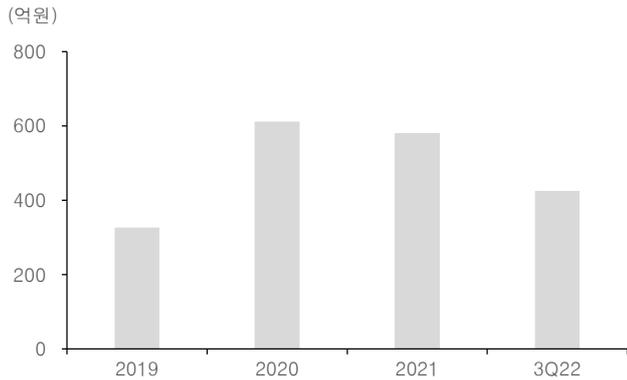
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 소득별 종합비타민 VS. 단일 비타민(2022년 e)



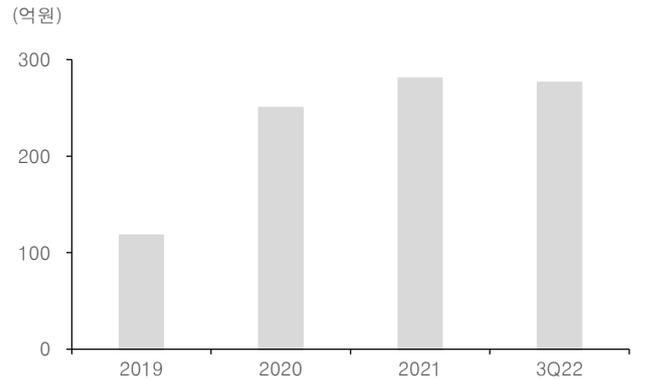
자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 에이치피오의 프로바이오틱스 매출 추이



자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 에이치피오의 (종합)비타민 매출 추이



자료: 한국건강기능식품협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 주요제품 1. 덴마크유산균이아기(프로바이오틱스)



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 주요제품 2. TruVitamin(종합비타민)



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

이익률 개선이 기대되는 사업 변화

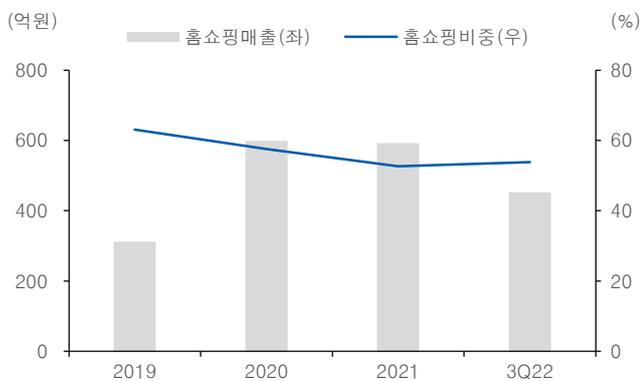
동사의 매출액은 대부분 홈쇼핑과 온라인/모바일 채널을 통해서 발생한다. 홈쇼핑 채널을 통해서 마케팅 효과와 더불어 안정적인 매출 유발이 가능하다.

온라인/모바일 채널은 홈쇼핑과 비교 시 수수료 및 홍보비 등 비용이 낮게 투입된다. 즉, 온라인/모바일 비중이 상향될수록 이익률이 개선된다.

아래 그림에서 확인할 수 있듯이 동사의 홈쇼핑 비중은 감소(2019년 63.1% → 3Q22 53.8%)하는 반면, 온라인/모바일 매출 비중(2019년 29.1% → 3Q22 41.2%)은 상향되고 있다. 홈쇼핑을 통해 브랜드 인지도 향상 → 고정 고객 확보 → 온라인/모바일 채널로의 이전이 진행되고 있다고 추정해 볼 수 있다.

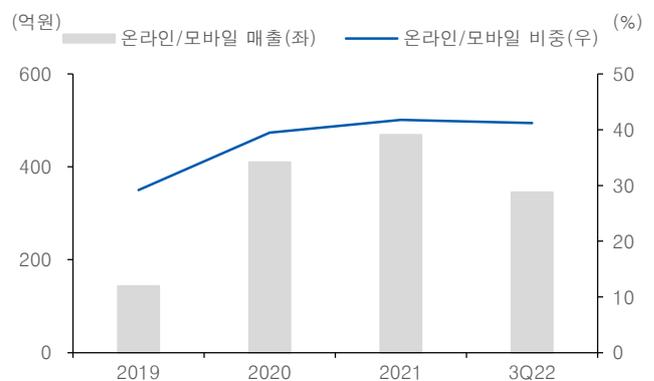
동사는 'Denps' 브랜드를 고객들에게 인지시키기 위해서 2022년 3분기에 91.5억원의 광고비를 집행하였다. 2023년에도 온라인/모바일의 비중이 개선될 것으로 기대되며, 동사의 이익률 개선에 기여할 것으로 기대된다.

[그림 12] 홈쇼핑 매출 추이 및 비중



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 온라인/모바일 매출 추이 및 비중



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

자회사들의 성장도 기대

동사는 다수의 자회사를 보유하고 있다. 비오팜(지분율 50.1%)과 지오인포테크(지분율 65.0%)를 주목할 필요가 있다.

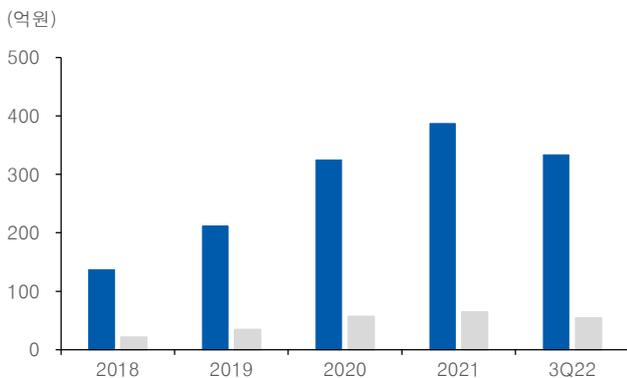
비오팜은 건기식 전문생산(ODM) 업체다. 2019년 10월에 인수했으며, 2021년 5월에 제2공장이 가동되고 있다. 2022년 3분기 기준 동사항 매출 비중은 1.9%에 불과할 정도로 다수의 기업을 대상으로 건기식 제품을 위탁생산하고 있다. 꾸준한 매출성장세가 이어지고 있다는 점을 고려해 보면 동사의 제조력이 우수하다고 판단된다.

향후 동사가 신규 제품을 개발하거나, 제품 라인업을 확대할 경우 자회사 비오팜과의 협업이 예상된다. 또한 ODM의 변경 시에도 비오팜이 우선적인 선택지가 될 수 있다. 지속적인 매출 성장이 기대되는 이유이다.

사업영역 확대를 위해서 2021년 12월에 지오인포테크(지분율 65.0%)를 인수하였다. 지오인포테크는 스위스 Micro mobility의 아시아 전략 파트너사로 한국과 일본에서 모빌리티 제품을 중심으로 사업을 영위하고 있다. 국내에서는 Micro라는 키펠드 제품으로 알려져 있다.

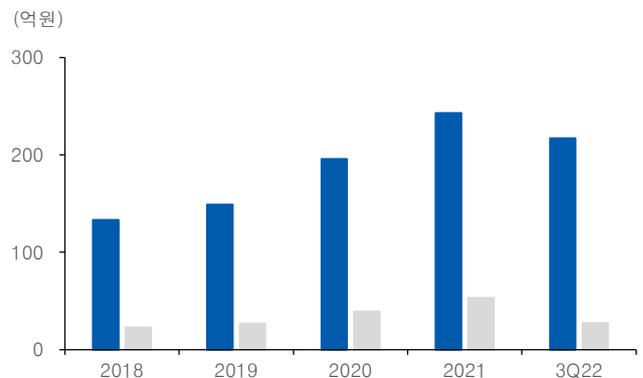
꾸준한 매출 성장세를 보이고 있으며 향후 영유아 대상 다양한 사업으로 영역 확대될 것으로 예상되며 성장세를 이어갈 가능성이 높다고 판단된다.

[그림 14] 비오팜 매출액 및 영업이익 추이



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 지오인포테크 매출 추이



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터

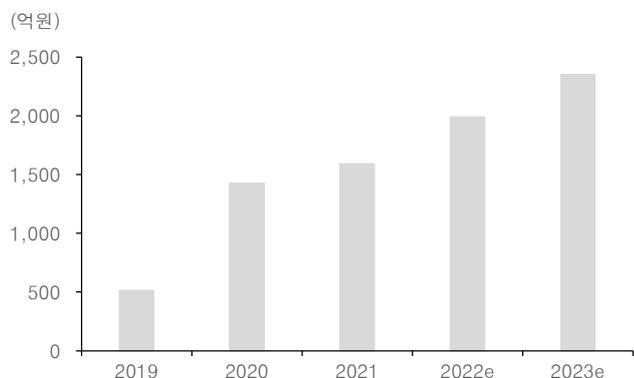
2023년 매출액 18.0%, 영업이익 55.8% 성장 전망

2023년 매출액과 영업이익은 2,352억원, 316억원으로 전년대비 각각 18.0%, 55.8% 성장할 것으로 전망한다. 국내 건기식 산업 성장세가 이어지고 있으며, 프로바이오틱스와 비타민의 M/S가 증가하고 있다. 동사의 주력제품이 프로바이오틱스와 비타민이라는 점에서 수혜가 기대된다. 자회사들의 성장 역시 지속될 것으로 기대된다. 18.0%의 매출 성장률은 합리적이라고 판단한다.

2023년 영업이익은 1) 매출액 성장에 따른 이익률 개선, 2) 온라인/모바일 비중 확대에 따른 이익률 개선, 3) 2022년 대비 마케팅 비용 축소 예상 등으로 높은 성장률이 기대된다.

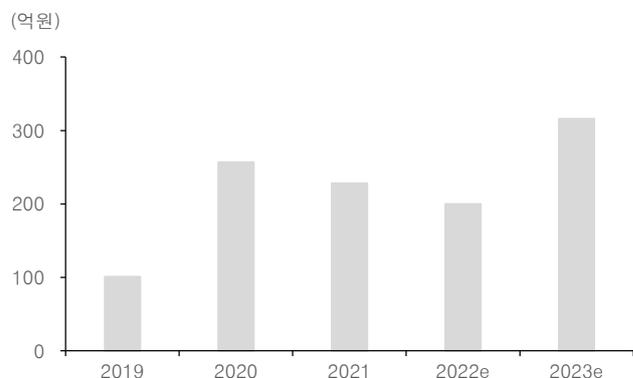
2023년 50%가 넘는 높은 영업이익 성장률에도 불구하고 2023년 예상 실적 기준으로 PER 6.6 배이다. 현재 주가는 매력적인 구간이라고 판단된다.

[그림 16] 매출액 추이 및 전망



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터 추정

[그림 17] 영업이익 추이 및 전망



자료: 에이치피오, 유안타증권 리서치센터 추정

에이치피오 (357230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	516	1,428	1,594	1,993	2,352
매출원가	161	568	649	847	1,023
매출충이익	354	860	946	1,146	1,329
판매비	253	603	717	946	1,013
영업이익	101	257	228	200	316
EBITDA	103	269	246	216	330
영업외손익	-2	-35	10	17	12
외환관련손익	3	-5	6	-1	-1
이자손익	-2	-14	4	11	14
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-17	1	8	0
법인세비용차감전순이익	99	221	239	218	328
법인세비용	20	51	48	49	74
계속사업순이익	78	171	191	169	255
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	78	171	191	169	255
지배지분순이익	72	168	165	160	249
포괄순이익	78	181	188	166	252
지배지분포괄이익	78	178	162	158	247

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	44	223	186	185	272
당기순이익	78	171	191	169	255
감가상각비	2	6	12	11	10
외환손익	0	5	-5	1	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-41	-25	-17	-18	-16
기타현금흐름	5	66	6	22	22
투자활동 현금흐름	-76	-49	-524	-180	-180
투자자산	-46	-12	-185	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4	-44	-82	0	0
유형자산 감소	1	1	2	0	0
기타현금흐름	-27	6	-259	-180	-180
재무활동 현금흐름	-3	-72	599	-36	-61
단기차입금	0	1	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	-2	0	0	0
자본	0	0	653	0	4
현금배당	-3	-5	-4	-31	-59
기타현금흐름	0	-67	-50	-5	-5
연결범위변동 등 기타	0	-4	6	164	115
현금의 증감	-36	96	268	134	147
기초 현금	125	101	197	465	599
기말 현금	89	197	465	599	745
NOPLAT	101	257	228	200	316
FCF	39	179	104	185	272

자료: 유안타증권

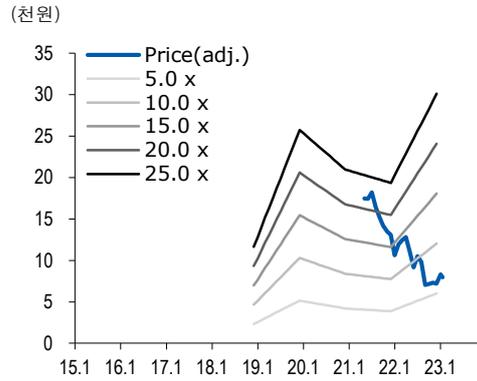
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	255	414	906	1,098	1,297
현금및현금성자산	89	197	465	599	745
매출채권 및 기타채권	77	85	122	149	175
재고자산	38	81	117	146	173
비유동자산	287	488	904	889	875
유형자산	168	263	332	322	312
관계기업 등 지분관련자산	0	15	0	0	0
기타투자자산	75	33	310	310	310
자산총계	542	902	1,811	1,987	2,172
유동부채	121	158	198	228	257
매입채무 및 기타채무	67	109	139	171	200
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	32	41	41	41
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	123	190	238	269	297
지배지분	329	615	1,396	1,526	1,664
자본금	0	85	100	100	104
자본잉여금	55	27	676	676	676
이익잉여금	277	495	661	794	931
비지배지분	90	97	176	193	210
자본총계	419	712	1,572	1,718	1,875
순차입금	-100	-228	-604	-737	-884
총차입금	35	1	14	14	14

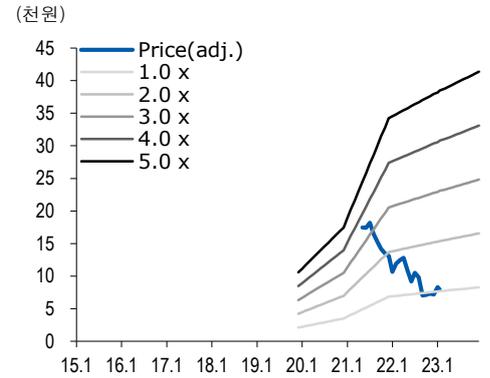
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EPS	466	1,030	838	774	1,204
BPS	2,114	3,491	6,842	7,586	8,276
EBITDAPS	489,712	1,713	1,303	1,082	1,594
SPS	3,318	8,762	8,118	9,622	11,354
DPS	30	0	289	289	289
PER	-	-	18.9	9.3	6.6
PBR	-	-	2.3	0.9	1.0
EV/EBITDA	-	-	11.6	4.1	2.8
PSR	-	-	2.0	0.7	0.7

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	0.0	176.9	11.7	25.0	18.0
영업이익 증가율 (%)	na	154.3	-11.0	-12.3	57.8
지배순이익 증가율 (%)	na	131.8	-1.9	-2.7	55.7
매출총이익률 (%)	68.7	60.2	59.3	57.5	56.5
영업이익률 (%)	19.6	18.0	14.3	10.0	13.4
지배순이익률 (%)	14.0	11.8	10.3	8.0	10.6
EBITDA 마진 (%)	20.1	18.8	15.5	10.8	14.0
ROIC	68.4	62.9	36.2	25.0	38.7
ROA	26.7	23.2	12.1	8.4	12.0
ROE	44.1	35.6	16.4	11.0	15.6
부채비율 (%)	29.4	26.7	15.2	15.6	15.9
순차입금/자기자본 (%)	-30.4	-37.2	-43.3	-48.3	-53.1
영업이익/금융비용 (배)	32.9	17.4	681.4	200.2	316.0

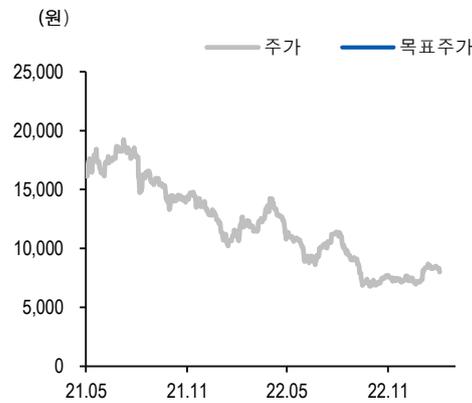
P/E band chart



P/B band chart



에이치피오 (357230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-16	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.