

에이치피오 (357230)



2Q21 탑픽 Preview #2: 건기식계의 오리온, LG생건! 제품 다각화, 중국법인이 성장 견인

투자 의견 BUY, 목표주가 27,400원으로 상향
→ 건기식 및 생활소비재 평균 PER 18배 적용

에이치피오의 투자 의견을 BUY로 유지하며, 목표주가는 이전 보고서 대비 20.1% 상향하여 27,400원을 제시한다. 투자 의견을 BUY로 지속하는 근거는 캐쉬카우 역할을 하는 국내 부문의 핵심 사업부인 유산균과 비타민이 순항을 지속하고 있기 때문이다. 목표주가는 27,400원을 제시하며 20.1%상향하였다. 그 이유는 ① 제품 포트폴리오 확대에 따른 유산균, 비타민 이외의 제품군에서의 매출 증가 ② 중국 상해 법인의 활약에 따른 중국 부문의 성장성 지속 ③ OEM/ODM 자회사인 비오팜의 영업 레버리지 확대에 따른 수익성 상승 등으로 인해 건강기능식품 및 생활소비재 업체 평균 PER 18배를 적용하는 것이 기업가치 판단에 적절하다는 판단이다. (지난 번 목표주가는 건기식 및 생활소비재 업체 평균 PER 18배에서 20% 할인하여 15배 적용)

2분기 역시 실적 서프라이즈 지속

에이치피오의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 468억원, 95억원을 기록하며 큰 폭의 성장을 기록할 전망이다. 별도법인 매출액은 전년 동기 대비 40.4% 증가할 전망이다(2020년 1분기 연결 매출액 미공시) 연결 영업이익은 전년 동기 대비 50.1% 증가할 전망이다. 유산균과 비타민의 매출액은 전년과 비슷한 수준의 매출액 기록이 전망되나 제품 포트폴리오 다각화로 인해 기타 건기식(수면용 건기식 '락티움', 면역 증진 '베타글루칸', 콜라겐, 오메가3 제품 등) 판매 확대에 기타 제품군의 매출액은 지난 해 2분기 30억원에서 올해 2분기에는 101억원으로 전체 건기식 매출 성장을 견인할 전망이다.

중국 법인 매출액 큰 폭 증가 전망

올해 중국 상해 법인의 매출액은 128억원을 기록하며 지난 해 매출액 80억원을 크게 상회할 전망이다. 별도법인의 분기별 중국 매출 또한 약 20억원 수준으로 전망되는 만큼 에이치피오의 2021년 중국 향 매출액은 200억원을 상회할 전망이다. 상해 법인의 매출액은 대부분 유기농 밀크 파우더로 성장기 아동용 파우더 '하이엔고고(High&GoGo)'의 매출액이다. 프리미엄 밀크 파우더로 중국 하이엔드 유아, 아동 건기식에서 높은 성장성을 기록할 전망이며, 예전 '락앤락'의 중국 마케팅을 담당했던 인력들을 스카우트하여 상해법인 성장성에 대한 신뢰도가 높다고 판단된다.

스몰캡_Report

BUY

| TP(12M): 27,400원(상향) | CP(6월22일): 18,100원

Key Data

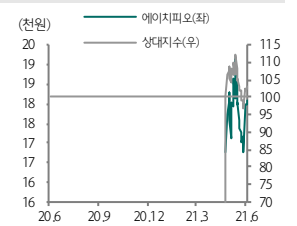
KOSDAQ 지수 (pt)	1,011.56
52주 최고/최저(원)	19,150/16,750
시가총액(십억원)	360.9
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	19,938.2
60일 평균 거래량(천주)	782.9
60일 평균 거래대금(십억원)	14.1
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.25
주요주주 지분율(%)	
이현용 외 4인	70.12

주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.8	0.0	0.0
상대	(1.8)	0.0	0.0

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	200.9	229.9
영업이익(십억원)	39.6	47.8
순이익(십억원)	30.2	39.8
EPS(원)	1,583	1,801
BPS(원)	4,539	6,325

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	51.6	142.8	193.0	229.9	262.7
영업이익	십억원	10.1	25.7	37.7	47.8	55.9
세전이익	십억원	9.9	22.1	39.9	49.8	58.0
순이익	십억원	7.2	16.8	28.8	35.9	41.8
EPS	원	484	1,070	1,521	1,802	2,096
증감율	%	N/A	121.07	42.15	18.47	16.32
PER	배	0.00	0.00	11.90	10.04	8.64
PBR	배	0.00	0.00	4.00	2.86	2.15
EV/EBITDA	배	(0.09)	(0.48)	8.05	5.77	4.35
ROE	%	22.03	35.59	37.92	33.22	28.42
BPS	원	2,196	3,626	4,524	6,326	8,423
DPS	원	32	0	0	0	0



기업분석팀 중소영주파트
Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

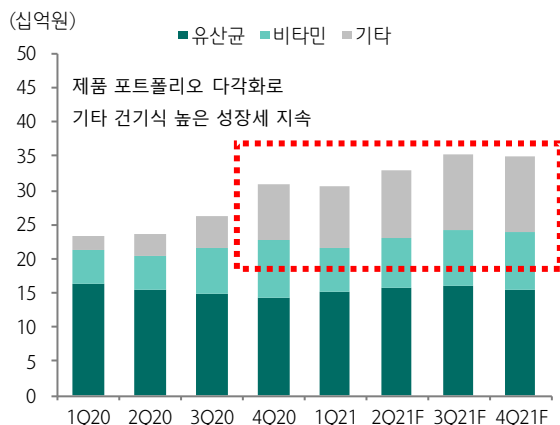
기업분석팀 중소영주파트
연구원 조정현
02-3771-7650
chunghyuncho@hanafn.com

2021년 매출액 1,930억원, 영업이익 377억원 전망

2021년 에이치피오의 연간 실적은
1) 주력 제품의 견조한 매출 성장,
2) 기타 건기식 판매 호조, 3) 자회사 비오팜 증설 효과 반영, 4) 중국 향 매출 비중 확대에 따른 성장 전망

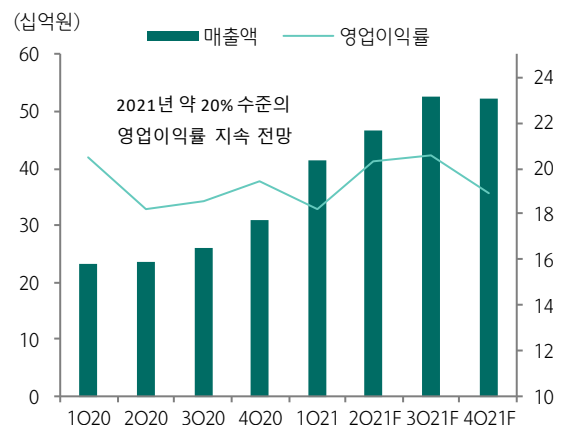
에이치피오의 2021년 실적은 매출액 1,930억원(+35.1%, YoY), 영업이익 377억원(+46.7%, YoY)으로 전망한다. 2021년 에이치피오의 외형성장은 1) 주력 제품인 유산균 및 비타민의 견조한 매출 성장, 2) 기타 건강기능식품(락티움, 베타글루칸, 콜라겐 등)의 판매 호조, 3) 자회사 비오팜의 건기식 ODM/OEM 매출 반영 효과, 4) 중국 향 매출 비중 확대에 기인한다. 2021년에도 유산균 및 비타민 제품은 꾸준한 cash-cow 역할을 할 것으로 전망된다. 에이치피오는 2020년 다수의 기타 건강기능식품을 론칭하였으며 2021년 2분기 기타 건기식 매출 비중은 30%까지 확대되며, 연간 기타 건기식 매출액은 2020년 177억원 → 2021년 416억원으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 에이치피오의 자회사인 비오팜은 지난 3월 CAPEX을 통해 약 650억원 수준의 건기식 생산능력을 갖췄으며, 하반기 가동률 증가에 따른 매출액 증가는 에이치피오의 연결 실적에 온기 반영될 전망이다. 특히 2021년에는 중국 상위권 오프라인 및 온라인 판매채널(샘스클럽, 티몰, 징둥 등)의 입점이 본격화되는 해로 주력 제품인 'High&GoGo'의 고성장이 기대된다. 현재 중국 향 매출 비중 확대에 따른 밸류에이션 리레이팅은 충분하다는 판단한다

그림 1. 에이치피오 건강기능식품 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 에이치피오, 하나금융투자

그림 2. 에이치피오 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



주: 2020년 실적은 별도 기준
자료: 에이치피오, 하나금융투자

표 1. 에이치피오 분기별 & 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	41.3	46.8	52.5	52.4	142.8	193.0	229.9
YoY(%)	-	-	-	-	-	35.1	19.1
별도법인	30.7	33.0	35.3	35.1	103.8	134.1	152.4
유산균	15.0	15.7	15.9	15.4	61.1	62.0	64.4
비타민	6.5	7.2	8.3	8.5	25.0	30.5	33.7
기타 건기식	9.2	10.1	11.1	11.2	17.7	41.6	54.3
비오팜	9.0	11.1	13.4	13.7	32.5	47.2	57.2
상해법인	1.9	2.9	4.1	3.8	8.0	12.8	24.3
덴마크법인	1.1	1.8	2.2	2.0	2.8	7.0	13.4
기타/조정	(1.4)	(2.0)	(2.5)	(2.3)	(4.3)	(8.2)	(17.4)
영업이익	7.5	9.5	10.8	9.9	25.7	37.7	47.8
영업이익률(%)	18.2	20.3	20.6	18.9	18.0	19.5	21.3
(지배주주)순이익	5.6	7.2	8.4	7.6	16.8	28.7	31.8
순이익률(%)	15.3	17.3	17.5	15.8	12.0	16.5	17.3

자료: 에이치피오, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	51.6	142.8	193.0	229.9	262.7
매출원가	16.1	56.8	72.3	86.9	98.3
매출총이익	35.5	86.0	120.7	143.0	164.4
판매비	25.3	60.3	83.0	95.2	108.5
영업이익	10.1	25.7	37.7	47.8	55.9
금융손익	(0.2)	(3.2)	2.1	2.0	2.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(0.3)	0.1	0.0	0.0
세전이익	9.9	22.1	39.9	49.8	58.0
법인세	2.0	5.1	8.1	10.0	11.7
계속사업이익	7.8	17.1	31.8	39.8	46.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.8	17.1	31.8	39.8	46.3
비배주주지분 순이익	0.6	0.3	3.1	3.9	4.5
지배주주순이익	7.2	16.8	28.8	35.9	41.8
지배주주지분포괄이익	0.0	17.8	31.3	39.1	45.5
NOPAT	8.0	19.8	30.1	38.2	44.6
EBITDA	10.3	26.9	39.4	49.6	57.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	176.74	35.15	19.12	14.27
NOPAT증가율	N/A	147.50	52.02	26.91	16.75
EBITDA증가율	N/A	161.17	46.47	25.89	16.33
영업이익증가율	N/A	154.46	46.69	26.79	16.95
(지배주주)순이익증가율	N/A	133.33	71.43	24.65	16.43
EPS증가율	N/A	121.07	42.15	18.47	16.32
수익성(%)					
매출총이익률	68.80	60.22	62.54	62.20	62.58
EBITDA이익률	19.96	18.84	20.41	21.57	21.96
영업이익률	19.57	18.00	19.53	20.79	21.28
계속사업이익률	15.12	11.97	16.48	17.31	17.62

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	484	1,070	1,521	1,802	2,096
BPS	2,196	3,626	4,524	6,326	8,423
CFPS	568	1,732	2,203	2,585	2,989
EBITDAPS	692	1,713	2,084	2,488	2,895
SPS	3,447	9,101	10,209	11,531	13,176
DPS	32	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	11.90	10.04	8.64
PBR	0.00	0.00	4.00	2.86	2.15
PCR	0.00	0.00	8.22	7.00	6.06
EV/EBITDA	(0.09)	(0.48)	8.05	5.77	4.35
PSR	0.00	0.00	1.77	1.57	1.37
재무비율(%)					
ROE	22.03	35.59	37.92	33.22	28.42
ROA	13.36	23.25	26.45	24.12	21.36
ROIC	33.87	57.92	62.94	73.04	81.58
부채비율	29.35	26.71	23.48	19.60	16.59
순부채비율	(23.82)	(31.83)	(48.14)	(59.20)	(65.68)
이자보상배율(배)	32.88	17.39	144.15	155.12	161.82

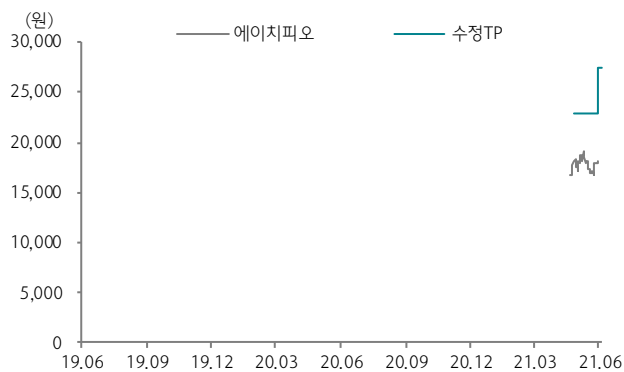
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	25.5	41.4	74.9	117.6	167.0
금융자산	13.5	23.0	50.0	85.0	124.7
현금성자산	8.9	19.7	45.6	78.6	115.2
매출채권	7.6	8.3	11.3	16.3	23.7
재고자산	3.8	8.1	10.9	13.0	14.9
기타유동자산	0.6	2.0	2.7	3.3	3.7
비유동자산	28.7	48.8	52.3	53.2	53.4
투자자산	7.5	4.8	4.9	5.0	5.1
금융자산	7.5	3.3	3.4	3.5	3.6
유형자산	16.8	26.3	29.4	30.1	30.0
무형자산	3.2	10.4	10.6	10.7	11.0
기타비유동자산	1.2	7.3	7.4	7.4	7.3
자산총계	54.2	90.2	127.2	170.8	220.5
유동부채	12.1	15.8	19.9	22.9	25.5
금융부채	3.5	0.2	0.3	0.3	0.4
매입채무	5.1	9.1	12.4	14.7	16.8
기타유동부채	3.5	6.5	7.2	7.9	8.3
비유동부채	0.2	3.2	4.3	5.1	5.8
금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	0.2	3.1	4.2	5.0	5.7
부채총계	12.3	19.0	24.2	28.0	31.4
지배주주지분	32.9	61.5	90.2	126.1	167.9
자본금	0.0	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	5.5	2.7	2.7	2.7	2.7
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	(0.3)	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	27.7	49.5	78.2	114.2	156.0
비지배주주지분	9.0	9.7	12.8	16.7	21.2
자본총계	41.9	71.2	103.0	142.8	189.1
순금융부채	(10.0)	(22.7)	(49.6)	(84.5)	(124.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4.4	22.3	32.1	40.7	47.4
당기순이익	7.8	17.1	31.8	39.8	46.3
조정	0	1	0	0	0
감가상각비	0.3	1.2	1.7	1.8	1.8
외환거래손익	(0.0)	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	(0.7)	(1.7)	(1.8)	(1.8)
영업활동 자산부채 변동	(4.1)	(2.5)	(1.7)	(1.2)	(1.1)
투자활동 현금흐름	(7.6)	(4.9)	(6.4)	(4.7)	(5.3)
투자자산감소(증가)	(7.5)	2.7	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(0.4)	(4.3)	(4.2)	(1.8)	(1.0)
기타	0.3	(3.3)	(2.1)	(2.8)	(4.2)
재무활동 현금흐름	(0.3)	(7.2)	88.3	(0.3)	(0.3)
금융부채증가(감소)	3.5	(3.2)	0.1	0.1	0.0
자본증가(감소)	5.5	5.7	88.5	0.0	0.0
기타재무활동	(9.0)	(9.2)	(0.3)	(0.4)	(0.3)
배당지급	(0.3)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(3.6)	9.6	25.9	33.0	36.5
Unlevered CFO	8.5	27.2	41.6	51.5	59.6
Free Cash Flow	3.9	17.9	27.9	38.9	46.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에이치피오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.6.22	BUY	27,400	-	-
21.5.18	BUY	22,800	-22.11%	-16.01%
21.4.21	Not Rated	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.36%	6.64%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 06월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 6월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2021년 6월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.