

2021.09.13

# 에이치피오(357230)

## 물 들어올 때 노 젓는다

### 빠르게 입지 강화 중인 프리미엄 건기식

동사는 북유럽 기반의 프리미엄 브랜드 'Denps'를 바탕으로 안정적인 포지셔닝에 성공, 대표 제품인 유산균, 비타민을 비롯하여 기타 새롭게 런칭한 제품들에 대해서도 지속적인 매출 및 이익 성장세를 보이고 있다. 특히 타사 제품 대비 고가의 제품들을 판매함으로써 10% 후반대의 높은 영업이익률을 꾸준히 가져가고 있다는 것이 큰 강점이다. 현재 건기식 시장에서 가장 성장성이 높은 프로바이오틱스 제품 비중이 약 절반을 차지하고 있기 때문에 시장 성장에 따른 수혜가 가능할 것이라고 예상된다. 브랜드 침투력과 레퍼런스 등을 통한 M/S 확대도 실적 향상에 기여할 것이다. 온라인에서 건기식을 구매하는 비중이 증가하면서 온라인 직영몰 활성화에도 힘쓰고 있는데, 이는 외형성장을 이끌 뿐 아니라 판매수수료 감소를 통한 이익률 증가도 야기할 수 있다.

### 프리미엄 포지셔닝 전략을 통해 해외 사업 순항 중

동사의 중국 법인은 프리미엄 분유 제품인 '하이앤고 유기능 밀크파우더'를 대표 제품으로 판매 중이다. 중국 내 소득 증가와 더불어 분유라는 제품의 특성상 프리미엄 제품을 선호하는 경향이 있기 때문에 비싼 가격에도 불구하고 견고한 수요층을 가지고 있다. 특히 중국 1위 회원제 마트인 샘스클럽(Sam's club)에 입점하는 등 오프라인 판매 채널을 강화, 이로 인해 판매량이 1분기 만에 5배나 증가하는 성과를 보여주었다. 온라인 채널에서도 티몰 등 파급력이 큰 온라인 몰에 입점하여 브랜드 침투가 더욱 가속화될 전망이다. 프리미엄 제품인 만큼 구매자가 증가할수록 제품 레퍼런스를 통한 나비효과 또한 상당할 것으로 기대된다.

### 신사업 진출로 하반기 모멘텀 기대

동사는 10월에 반려견 사료 출시를 시작으로 반려동물 시장에 본격적으로 진출할 계획이다. 반려동물 산업 시장은 현재 크게 주목받는 시장 중 하나로, 국내 펫푸드 시장만 해도 연간 10% 이상씩 성장하는 모습을 보여주고 있다. 특히 해외 브랜드를 선호하는 국내 펫푸드 시장에서 글로벌 최상위 원료를 사용한 북유럽 기반의 프리미엄 사료는 소비자들의 니즈를 충분히 충족시킬 수 있을 것으로 기대된다. 건기식 시장에서도 독보적인 포지셔닝에 성공한 만큼, 그 노하우를 이용하여 빠른 속도로 새로운 시장에 침투, 4분기 새로운 수입원을 창출해낼 수 있을 것으로 보인다. 밸류에이션 부담이 크지 않은 시점, 하반기 국내외 건기식 사업 성장과 더불어 신사업 진출을 통한 모멘텀을 기대해도 좋겠다.

(십억원, 연결)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	0	0	0	516	1,428
영업이익	0	0	0	101	257
영업이익률	NA	NA	NA	19.6%	18.0%
순이익[지배]	0	0	0	72	168
EPS(원)				484	1,070
PER(배)					
PBR					
EV/EBITDA					
ROE(%)	NA	NA	NA	18.7%	30.2%

자료: 에이치피오, 한양증권

# N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2021.09.10)	16,200원
상승여력	-

### Analyst 김용호

yonghokim@hygood.co.kr

02-3770-5375

### RA 박민주

minju.park@hygood.co.kr

02-3770-5144

### 주가지표

KOSPI(09/10)	3,126P
KOSDAQ(09/10)	1,038P
현재주가(09/10)	16,200원
시가총액	323십억원
총발행주식수	1,994만주
120일 평균거래대금	72억원
52주 최고주가	21,000원
52주 최저주가	14,850원
유동주식비율	29.4%
외국인지분율(%)	2.27%
주요주주	이현용 외 5인 (70.1%)

### 상대주가차트



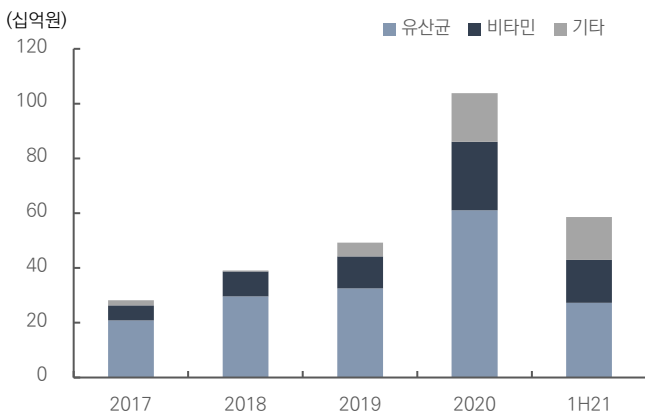
## 성장 시장 내 프리미엄 플레이어

‘21년 상반기 동사의 별도 기준 총매출액은 586억원(+25.2% yoy)으로, 수출액이 자회사로 인식되는 형태로 변경되어 별도 기준에 포함되지 않았음에도 불구하고, 작년 고성장기에 이어 꾸준한 성장을 보이고 있다. 동사의 대표 제품인 ‘덴마크유산균이야기(유산균)’, ‘트루바이타민(비타민)’을 비롯하여 신제품 출시에 따른 기타 제품 매출 증가도 돋보인다. 동사는 북유럽 기반의 프리미엄 브랜드 ‘Denps’를 내세워 안정적인 포지셔닝에 성공하였으며 타사 제품 대비 고가의 제품들로 16~19%의 높은 영업이익률을 기록하고 있다.

동사의 제품 중 가장 큰 비중을 차지하는 유산균(프로바이오틱스) 시장 성장률은 CAGR 23.9%에 달하며 건기식 시장 중 가장 빠른 성장세를 보이고 있다. 또한 건기식 자가소비 시장과 선물 시장의 수요 추이를 비교했을 때 줄어드는 선물 시장 규모에 비해 자가소비 비율은 점점 증가하는 추세이다. 자가소비 시장 내 프로바이오틱스의 비중이 가장 큰 것을 감안하면 프로바이오틱스 시장의 성장 여력은 더욱 충분하다. 동사는 이러한 성장 시장의 주요한 프리미엄 플레이어로 점유율을 확대 중이며 시장 성장률을 뛰어넘는 매출 성장률을 보여주고 있다. 브랜드 침투력과 레퍼런스 등을 통해 M/S는 꾸준히 확대될 것으로 예상, 시장 성장과의 시너지를 통해 부단한 매출 확대가 전망된다. 두 번째로 큰 비중을 가지고 있는 비타민도 빠르게 M/S가 증가하고 있다. 시장은 플랫폼하게 유지될 전망이지만 그 규모가 이미 큰 시장이기 때문에 현재와 같은 점유율 확대가 지속된다면 동사의 주요 제품으로서 꾸준히 그 역할을 다할 수 있을 것이다.

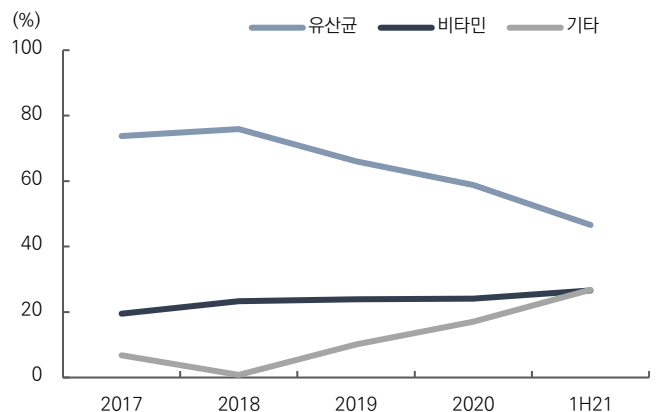
판매채널 관리도 매출과 이익률에 긍정적으로 기여할 것으로 보인다. 온라인 몰을 통한 건기식 판매 비중이 지속적으로 증가함에 따라 동사도 온라인 직영몰을 활성화 중에 있으며, 온라인&모바일 채널 비중을 늘리며 실제로 유의미한 매출 증가와 영업이익률 개선을 이루었다. 온라인 몰의 또 다른 장점은 대부분 범용성 높은 제품만 취급하는 홈쇼핑과 달리 지엽적인 제품도 쉽게 판매할 수 있다는 점이다. 이를 통해 향후에도 동사의 기타 제품 출시 및 판매 확대가 보다 용이해질 것으로 기대되며, 단일 제품에 대한 의존성 또한 낮출 수 있다.

[도표 1] 에이치피오 제품별 매출 추이



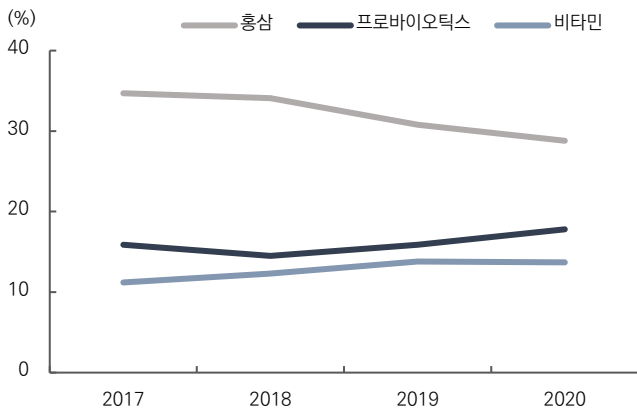
출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

[도표 2] 에이치피오 제품별 매출 비중 추이



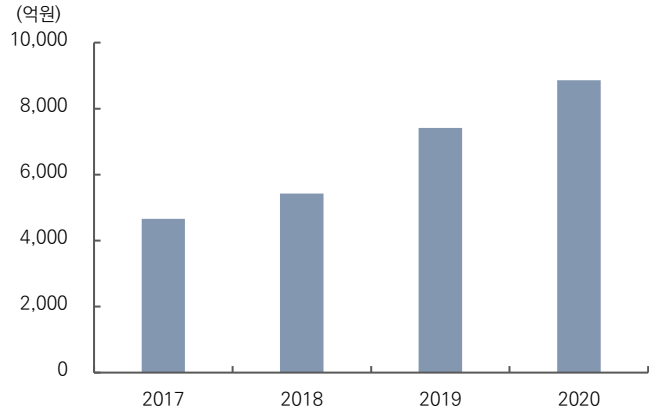
출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

[도표 3] 최상위 기능성원료 제품 판매비중 추이



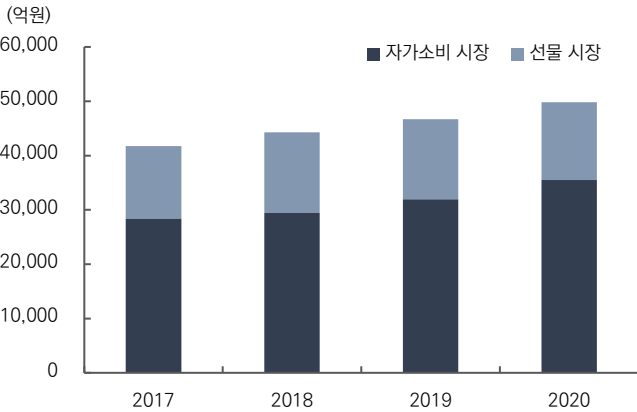
출처: 한국건강기능식품협회, 한양증권 리서치센터

[도표 4] 프로바이오틱스 판매액 추이



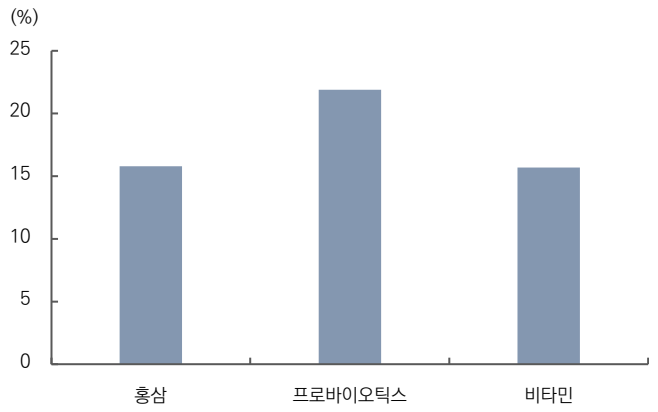
출처: 한국건강기능식품협회, 한양증권 리서치센터

[도표 5] 건강기능식품 자가소비/선물 수요 추이



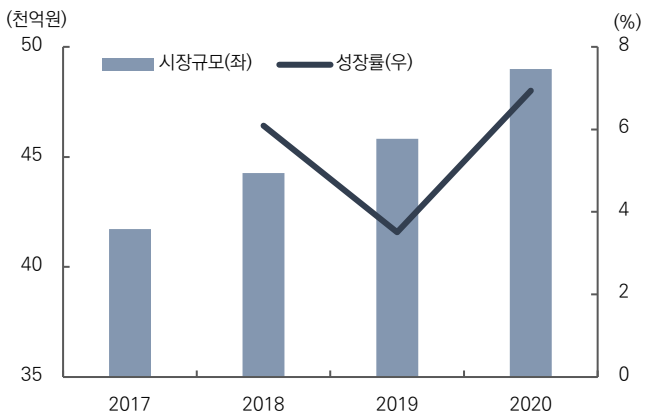
출처: 한국건강기능식품협회, 한양증권 리서치센터

[도표 6] 자가소비시장 내 최상위 기능성원료 비중



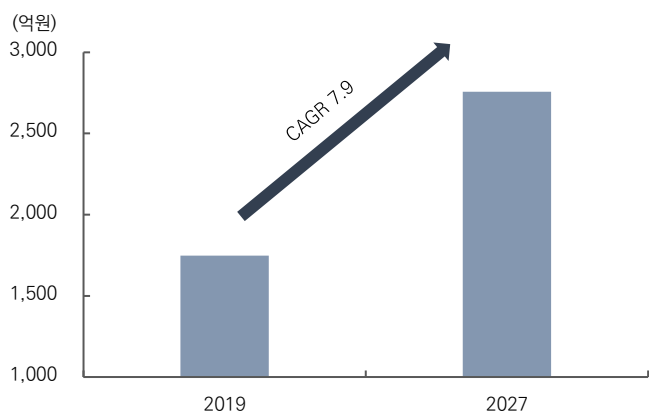
출처: 한국건강기능식품협회, 한양증권 리서치센터

[도표 7] 국내 건강기능식품 시장 규모



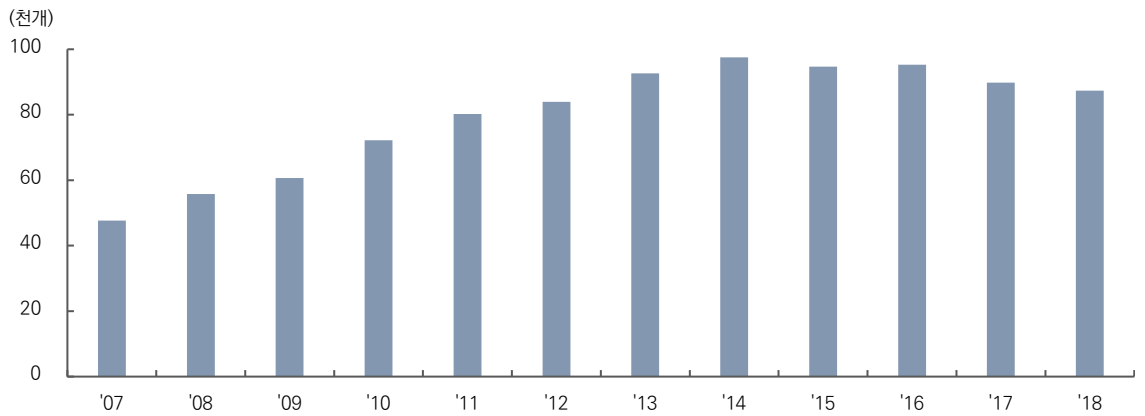
출처: 한국건강기능식품협회, 한양증권 리서치센터

[도표 8] 글로벌 건강기능식품 시장 전망



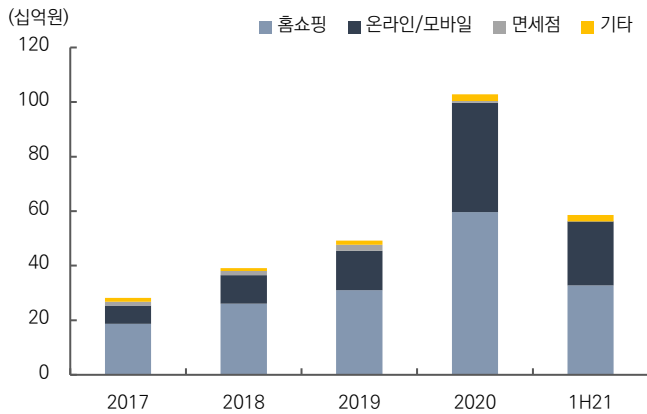
출처: Statista, 한양증권 리서치센터

[도표 9] 국내 건강기능식품 판매업체 수 추이



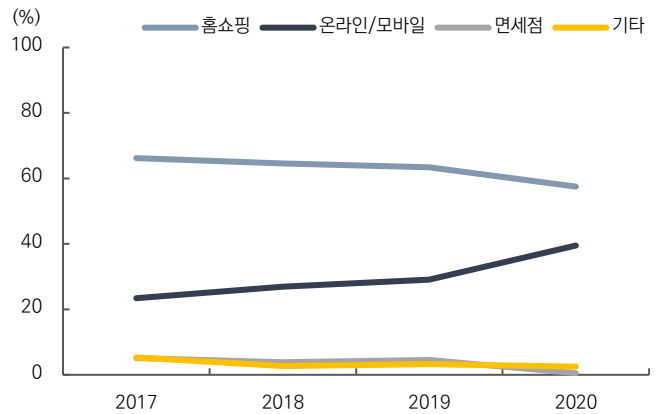
출처: 식품의약품안전처, 한양증권 리서치센터

[도표 10] 에이치피오 채널별 판매액 추이



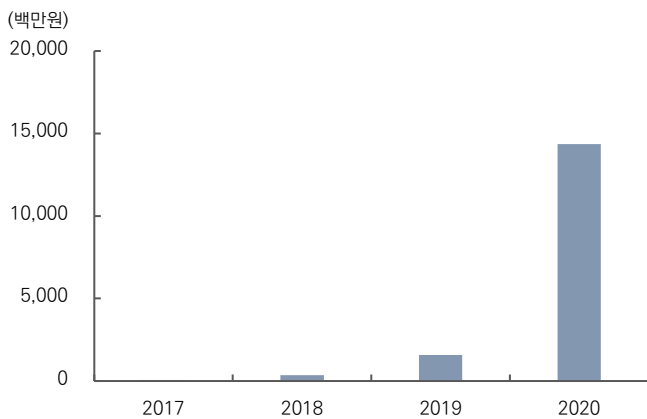
출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

[도표 11] 에이치피오 채널별 판매액 비중 추이



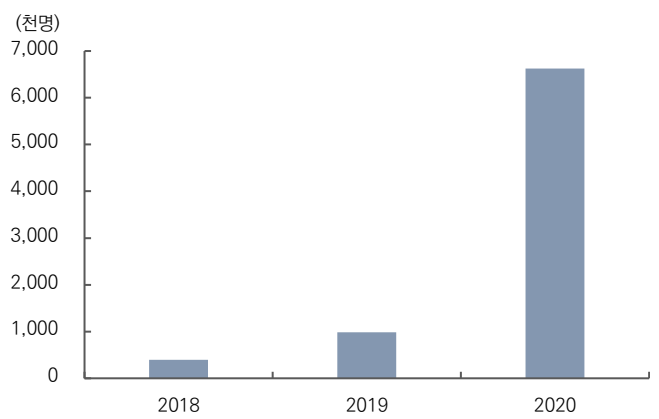
출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

[도표 12] 에이치피오 직영물 판매액 추이



출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

[도표 13] 에이치피오 직영물 방문자 수 추이



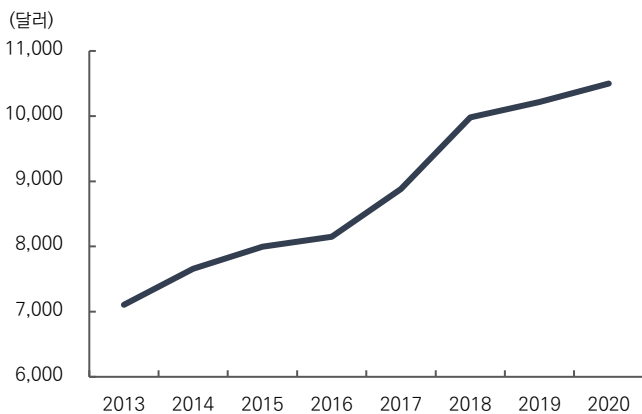
출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

## 브랜드 파워를 통한 중국 법인 고성장 기대

동사의 중국 법인은 프리미엄 분유 제품인 ‘하이앤고고 유기농 밀크파우더’를 대표 제품으로 판매 중이며, ‘21년 상반기 해당 제품에서 36억원(83%), ‘덴마크유산균이야기’에서 7억원(17%) 매출이 발생했다. 중국에서도 덴마크 우유를 파우더화하여 프리미엄 제품으로 포지셔닝을 했으며, 성장기 아동에게 좋은 물질을 추가하여 타깃층을 영유아뿐 아니라 어린이/청소년까지 확대했다. 판매가는 한 달에 약 15만원 정도로, 고가 제품임에도 불구하고, 분유라는 제품의 특성상 견고한 수요층에 힘입어 매출을 견인함과 동시에 약 30%에 달하는 영업이익률을 기록했다.

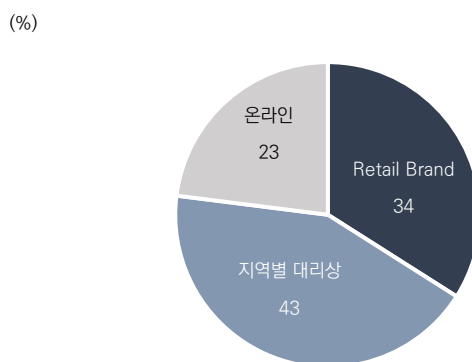
중국 1인당 GDP가 지속적으로 증가하면서 고소득층에 해당하는 인구가 점점 늘어나고 있다. 이들은 프리미엄 제품에 대한 수요가 강하며, 특히 영유아 및 어린이들이 섭취하는 제품에 대해서는 특히 그 수요가 높다. 또한 제품을 직접 확인하고 구매하려는 경향이 있어 오프라인 매출 비중이 큰 특성을 가지고 있다. 동사는 이러한 제품 특성에 맞게 효과적인 포지셔닝을 이루어 냈으며 월마트의 자회사인 샘스클럽(Sam's club)에 입점하여 오프라인 판매채널을 강화했다. 샘스클럽은 중국 1위 회원제 마트로, 입점 후 유의미한 판매액 증가를 보여준 바 있다. 온라인 채널에서도 티몰 등 파급력이 큰 온라인 몰에 입점하여 브랜드 침투를 가속화할 예정이다. 30%에 달하는 높은 영업이익률을 기록할 수 있었던 이유도 브랜드 파워와 더불어 전통적 채널 대비 이익률이 높은 판매채널을 확보한 사실에 기인한 것으로 판단된다. 글로벌 브랜드 레퍼런스를 바탕으로 일본에도 성공적으로 진출했으며, 향후 미국(아마존), 동남아 시장에도 차례로 진출하며 외형성장에 박차를 가할 전망이다.

[도표 14] 중국 1인당 국내총생산 추이



출처: CEIC Data, 한양증권 리서치센터

[도표 15] 에이치피오 중국 현지 법인 판매채널 비중(1H21 기준)



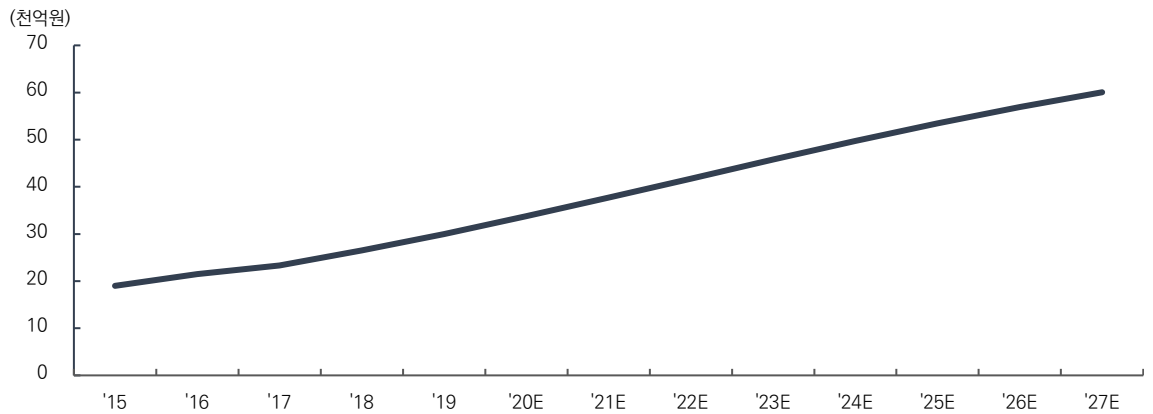
출처: 에이치피오, 한양증권 리서치센터

주: Retail Brand는 Sam's Club 등, 온라인은 Tmall, JD 등 포함

## 반려동물 사업 진출로 새로운 성장 동력 마련

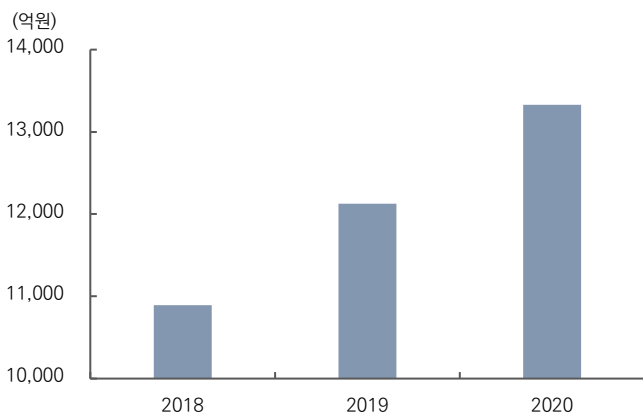
반려동물 시장은 현재 크게 주목받는 시장 중 하나이다. 국내 펫푸드 시장만 해도 연간 10% 이상씩 성장하고 있으며, 글로벌 반려동물에 대한 인식이 변화하고 관심이 증가하면서 반려동물 용품의 품질을 중요시하는 반려인들 또한 늘어나고 있다. 동사는 프리미엄 이미지를 내세워 반려동물 식품 산업에 진출할 계획이다. 올해 10월 강아지 사료부터 시작하여 내년에는 고양이용 사료를 출시할 예정에 있으며, 내년이나 내후년에는 중국, 일본 등 글로벌 시장에도 진출할 계획이다. 우리나라 반려동물 사료 시장에서는 해외 브랜드 점유율이 약 80%를 차지한다. 해외 브랜드가 더 검증된, 프리미엄 제품이라는 인식이 강하기 때문이다. 동사는 북유럽 아이덴티티를 기반으로 한 자회사 코펜하겐 레서퍼를 통해 시장에 진출할 예정으로, 위와 같은 시장 트렌드 내에서 빠르게 안정적인 점유율을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 건식 시장에서도 독보적인 포지셔닝에 성공한 만큼 신사업에서도 큰 어려움 없이 프리미엄 사료의 대표적 플레이어 자리잡을 수 있을 것으로 기대된다. 떠오르는 시장에 올라타 새로운 수입원을 창출할 수 있을 것이라 판단하며 기존의 네트워크 및 레퍼런스를 바탕으로 해외 진출도 무난하게 진행될 수 있을 것으로 예상해 본다.

[도표 16] 국내 반려동물 산업 시장 전망



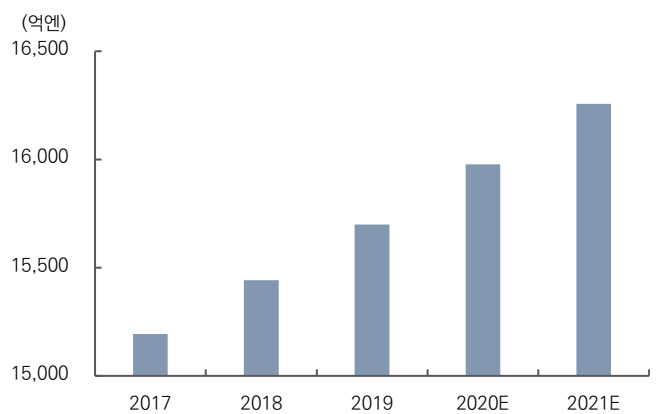
출처: 한국농촌경제연구원, 농림축산식품부, 한양증권 리서치센터

[도표 17] 국내 펫푸드 시장 규모



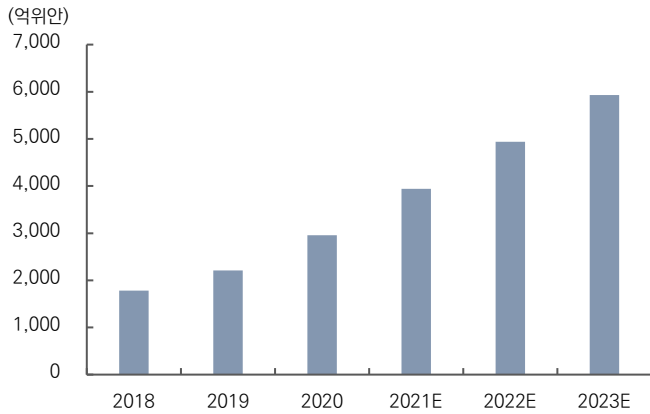
출처: 유로모니터, 한양증권 리서치센터

[도표 18] 일본 반려동물 시장 규모 전망



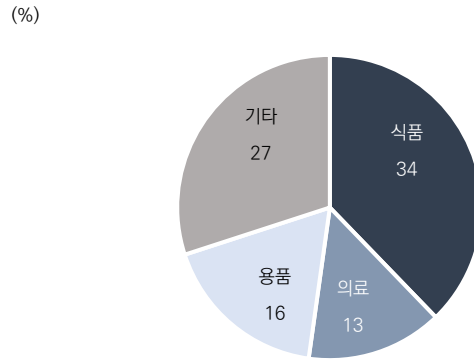
출처: 야노경제연구소, 한양증권 리서치센터

[도표 19] 중국 반려동물 산업 시장 규모 전망



출처: iiMedia Research, 한양증권 리서치센터

[도표 20] 중국 반려동물 시장 소비 비중



출처: IT 쥐즈(IT 桔子), 한양증권 리서치센터

### 기업개요

동사는 '12년 4월 설립되어 올해 5월 코스닥 시장에 상장되었다. 여러 사명을 거쳐 '19년 에이치피오로 사명을 변경하였고, 글로벌 프리미엄 브랜드 'Denps'를 바탕으로 건강기능식품을 개발, 제조 및 판매하고 있다. '21년 2분기 매출은 401억원(+19.6% yoy), 영업이익 73억원(+20.0% yoy), 순이익 53억원(+15.2% yoy)원을 기록하며 견고한 성장성을 보여주었다. 매출 구성은 '21년 2분기 기준 유산균이 47.5%, 비타민이 26.7%, 기타 건기식 제품 21.3%, 그리고 기타 상품이 6.6%를 차지하고 있다. 2년 전만 해도 70%에 가까웠던 유산균 비중이 점차 줄어든 것은 기타 제품의 매출 성장이 주된 이유였다. 이는 유산균 매출이 감소한 것이 아니라 지속적으로 증가하는 동시에 비타민 및 기타 제품이 고성장함으로써 나타난 현상이기 때문에 긍정적인 시그널로 볼 수 있다.

최대주주는 대표이사 이현용(70%)이며, 우리사주조합이 1% 미만 지분율을 가지고 있다. 공모 이후 기관 의무보유 확약 이슈에 대해서는 큰 리스크가 없다. 현재 3개월 확약까지 종료된 상태며 11월 13일 종료 예정인 6개월 확약 보유물량은 공모주식수의 0.8%, 유통주식수의 3%로 미미한 수준이다. 현재 동사는 공모가를 하회하는 가격에서 거래되고 있으며 PER 약 15배 수준으로 밸류에이션 부담은 없다. 탄탄한 건기식 시장과 동사의 프리미엄 브랜딩 전략을 바탕으로 하반기 신사업 진출과 해외법인 성장이 기대되며, 향후 추가적으로 계획된 해외 진출도 주목해 볼 만하다.

## 요약 재무제표

(단위: 억원)

Income statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Balance sheet	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	0	0	0	516	1,428	유동자산	0	0	0	255	414
매출원가	0	0	0	161	568	재고자산	0	0	0	38	81
매출총이익	0	0	0	354	860	단기금융자산	0	0	0	46	32
매출총이익률(%)	NA	NA	NA	68.7%	60.2%	매출채권및기타채권	0	0	0	77	85
판매비와관리비등	0	0	0	253	603	현금및현금성자산	0	0	0	89	197
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	0	0	0	287	488
영업이익	0	0	0	101	257	유형자산	0	0	0	168	263
영업이익률(%)	NA	NA	NA	19.6%	18.0%	무형자산	0	0	0	32	104
조정영업이익	0	0	0	101	257	투자자산	0	0	0	75	48
EBITDA	0	0	0	104	247	자산총계	0	0	0	542	902
EBITDA 마진율(%)	NA	NA	NA	20.1%	17.3%	유동부채	0	0	0	121	158
조정 EBITDA	0	0	0	103	269	단기차입금	0	0	0	0	0
순금융손익	0	0	0	-2	-32	매입채무및기타채무	0	0	0	67	109
이자손익	0	0	0	-2	-14	비유동부채	0	0	0	2	32
외화관련손익	0	0	0	0	-5	사채	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	-3	장기차입금	0	0	0	0	0
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	부채총계	0	0	0	123	190
법인세차감전계속사업손익	0	0	0	99	221	지배주주지분	0	0	0	329	615
당기순이익	0	0	0	78	171	자본금	0	0	0	0	85
당기순이익률(%)	NA	NA	NA	15.2%	12.0%	자본및이익잉여금	0	0	0	331	522
지배지분손이익	0	0	0	72	168	기타지분	0	0	0	0	0
비지배지분손이익	0	0	0	6	3	비지배지분	0	0	0	90	97
총포괄이익	0	0	0	78	181	자본총계	0	0	0	419	712

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Valuation Indicator	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	0	0	0	44	223	Per Share (원)					
당기순이익	0	0	0	78	171	EPS(당기순이익 기준)				524	1,089
현금유출이없는비용및수익	0	0	0	7	101	EPS(지배순이익 기준)				484	1,070
유형자산감가상각비	0	0	0	2	6	BPS(자본총계 기준)				2,799	4,200
무형자산상각비	0	0	0	1	6	BPS(지배지분 기준)				2,196	3,626
기타	0	0	0	4	89	DPS(보통주)	0	0	15,000	23,661	0
영업활동관련자산부채변동	0	0	0	-41	-25	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	0	0	0	-22	-8	PER(당기순이익 기준)					
재고자산의감소	0	0	0	-19	-32	PER(지배순이익 기준)					
매입채무및기타채무의증가	0	0	0	20	32	PBR(자본총계 기준)					
기타	0	0	0	-21	-18	PBR(지배지분 기준)					
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	-24	EV/EBITDA (발표 기준)					
투자활동으로인한현금흐름	0	0	0	-76	-49	Financial Ratio	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-75	27	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	0	1	1	매출액증가율	NA	NA	NA	NA	176.9%
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	0	-4	-44	영업이익증가율	NA	NA	NA	NA	154.3%
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	NA	NA	NA	NA	107.7%
단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	-46	13	EPS(지배기준) 증가율	NA	NA	NA	NA	121.1%
기타	0	0	0	48	-46	EBITDA(발표기준) 증가율	NA	NA	NA	NA	138.3%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	0	0	0	-3	-72	ROE(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	18.7%	30.2%
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	-2	ROE(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	22.0%	35.6%
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROIC	NA	NA	NA	32.4%	71.0%
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	ROA	NA	NA	NA	14.5%	23.7%
기타	0	0	0	0	-65	배당수익률	NA	NA	NA	NA	NA
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	-3	-5	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	0	0	0	부채비율	NA	NA	NA	29.4%	26.7%
현금의 증가	0	0	0	-36	96	순차입금비율(자본총계 대비)	NA	NA	NA	-23.8%	-31.8%
기초현금	0	0	0	125	101	이자보상비율	NA	NA	NA	32.9%	17.4%
기말현금	0	0	0	89	197						

자료 : 에이치피오, 한양증권







---

한양증권 점포현황

[www.hygood.co.kr](http://www.hygood.co.kr)

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.

---