

KOSDAQ
 식품, 음료, 담배

기업분석 2022.11.14

에이치피오 (357230)

건기식 업계 경쟁 격화 vs. 사업다각화 따른 성장 기대

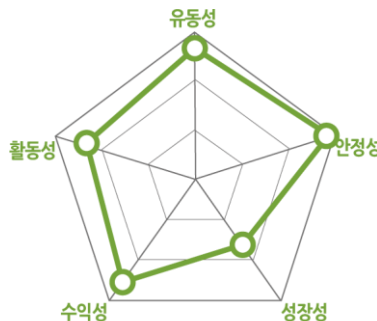
체크 포인트

- 에이치피오는 건강기능식품 사업을 영위하는 회사. 동사의 투자포인트는 1) 사업 다각화에 따른 장기 성장에 대한 기대와 2) 프리미엄 브랜드 구축을 통한 차별화 전략
- 동사의 2022년 매출액 1,954억원(+22.6% YoY), 영업이익 227억원(-0.8% YoY), 영업이익률은 11.6%(-2.7%p YoY)로 추정. 현재 에이치피오의 2022년 예상 PER은 9.9배. 역사적 저점인 8.9배에 근접해 있으며, 경쟁사와 비교 시에도 저평가 국면
- 에이치피오의 리스크 요인은 1) 적은 실질 유통가능 주식수와 2) 산업 내 경쟁 강도 강화

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



주: 2021년 기준, Fnguide WCS 분류 상 필수소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 2022 기준, Trailing, Fnguide WCS 분류 상 필수소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 감소폭 저평가

에이치피오 (357230)

Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr
RA 서지원 jiwon.seo@kirs.or.kr

KOSDAQ
식품,음료,담배

투자포인트는 1) 사업다각화에 따른 장기 성장 기대와 2) 프리미엄 브랜드 구축을 통한 차별화 전략

에이치피오는 건강기능식품 개발, 판매 사업을 영위하는 회사. 동사의 투자포인트는 1) 사업 다각화에 따른 장기 성장 기대와 2) 프리미엄 브랜드 구축을 통한 차별화 전략. 동사의 사업 다각화를 위한 자회사로 1) 비옴(건강기능식품제조업), 2) 코펜하겐레서피(반려동물식품사업), 3)지오인포테크(이동기기, 스포츠 용품 판매업)와 4) 피오인베스트먼트(신기술금융사)가 있음

밸류에이션은 저평가 국면

에이치피오의 2022년 매출액을 1,954억원(+22.6%YoY), 영업이익을 227억원(-0.8%YoY), 영업이익률은 11.6%(-2.7%pYoY)로 추정. 현재 에이치피오의 2022년 예상 PER은 9.9배. 역사적 저점인 8.9배에 근접해 있으며, 경쟁사들과 PER을 비교 시에도 저평가 국면

리스크 요인은 1) 적은 실질 유통가능 주식수와 2) 산업 내 경쟁 강도 강화

에이치피오의 리스크 요인은 1) 적은 실질 유통가능 주식수와 2) 산업 내 경쟁 강도 강화. 실질 유통 가능 주식수는 538만주에 불과. 이는 거래 시 유통성을 제한할 뿐만 아니라 적은 수 급으로도 가격 변동성이 확대될 위험 요인

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	586	1,428	1,594	1,954	2,206
YoY(%)	N/A	143.6	11.7	22.6	12.9
영업이익(억원)	98	257	228	227	287
OP 마진(%)	16.7	18.0	14.3	11.6	13.0
지배주주순이익(억원)	84	168	165	159	200
EPS(원)	562	1,070	871	796	1,002
YoY(%)	N/A	90.2	-18.6	-8.6	25.9
PER(배)	0.0	0.0	15.6	9.9	7.8
PSR(배)	0.0	0.0	1.6	0.8	0.7
EV/EBIDA(배)	0.9	N/A	9.3	4.9	3.6
PBR(배)	0.0	0.0	1.9	1.1	1.0
ROE(%)	23.6	34.6	16.4	11.1	13.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	2.2	3.8	3.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/10)	7,840원
52주 최고가	15,350원
52주 최저가	7,060원
KOSDAQ (11/10)	707.78p
자본금	100억원
시가총액	1,563억원
액면가	500원
발행주식수	20백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	5억원
외국인지분율	0.64%
주요주주	이현용 외 10인 70.20%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	-33.8	-46.3
상대주가	4.3	-20.0	-25.1

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

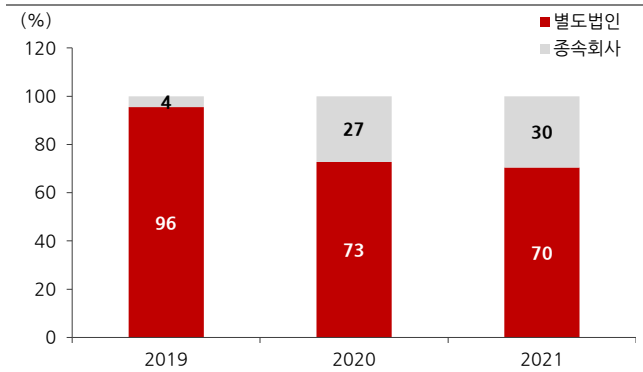
1) 연혁

**에이치피오는
건강기능식품 판매를
주요 사업으로 영위하는 회사.
자회사를 통해 사업다각화**

에이치피오는 건강기능식품 개발, 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하는 회사이다. 당사는 프리미엄 브랜드 'Denps'를 활용해 건강기능식품을 판매하고 있으며, 주요 제품군으로 프로바이오틱스, 비타민 등이 있다. 에이치피오는 P&G, LG생활건강과 같이 Life-Style Brand로 성장하는 것을 추구하고 있으며, 2019년부터 여러 자회사를 통해 사업을 다각화하고 있다. 2021년 연결 매출액 중에서 별도 법인의 매출액이 차지하는 비중은 70.4%이다. 종속회사의 매출(연결기준 매출액- 별도기준 매출액) 비중은 2019년 4.5%에서 2021년 29.6%까지 늘어났다. 2021년 별도법인 매출액 내에서 유산균, 비타민 비중은 각각 52.8%와 25.1%이다.

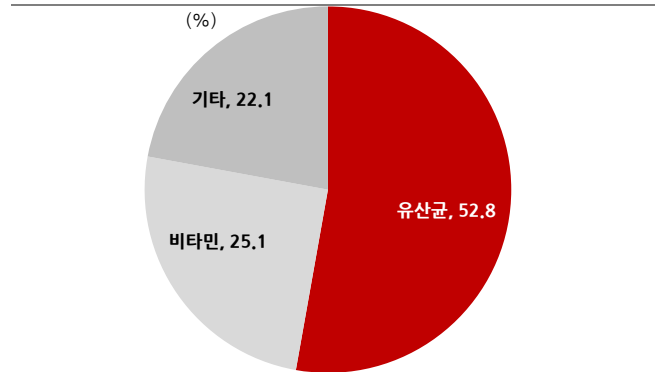
에이치피오는 2012년에 설립되어, 2021년 5월 코스닥 시장에 상장되었다. 당사는 2013년에는 국내에서, 2015년에 중국에서 '덴마크유산균이야기'를 출시하고, 2016년 덴마크에 자회사 Denps Copenhagen을 설립했다. 2017년에 '트루바이타민'을 출시해 유산균에서 비타민으로 제품 품목을 늘린 에이치피오는 2018년 중국 상해 현지 유통사 Hyosung Trading 지분을 61.5%를 취득해 자회사로 편입했다. 당사는 2019년 스페인 자회사 San PIO를 설립하고 건강기능식품 제조업체 비오팜 지분을 취득했다. 2020년에 '어린콜라겐 이너썬'과 '트루식물성오메가900', '수면이야기 락티움'을 출시해 제품 라인을 확장했으며, 반려동물 사업 법인 (주)코펜하겐레시피 법인을 설립했다. 코스닥에 상장한 2021년에는 신기술금융회사 (주)피오인베스트먼트와 싱가포르 자회사 Denps Global을 설립하고, (주)오인포테크이노베이션 지분을 취득했다.

매출액 내 별도법인과 종속회사 매출 비중 추이



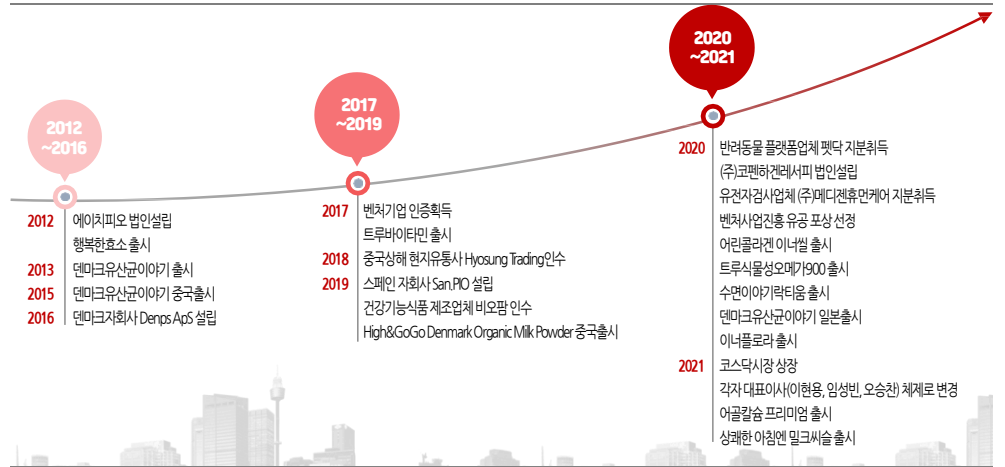
주: 연결 매출액 기준, 자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출액 구성



주: 2021년 별도매출액 기준, 자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오 주요 연혁



자료: 에이치피오, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 주주구성과 종속회사

에이치피오의 최대주주는 이현용 대표이사로 지분을 70.0% 보유

2022년 11월 8일 기준으로 에이치피오의 최대주주는 이현용 대표이사로 지분을 70.03%를 보유하고 있다. 최대 주주와 특수관계자 지분 합계는 70.2%이다. 8월 18일 기준으로 동사의 자사주는 3.0%이다. 최근 (2022.6.20~2022.8.18) 동사는 자사주 1.5%를 취득했다.

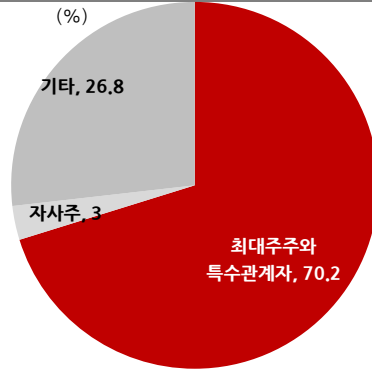
해외진출을 위한 자회사는 Denps ApS(덴마크), Denps Shanghai(중국), Denps Global(싱가포르), SAN PIO(스페인) 등

에이치피오의 종속회사는 크게 해외 시장 진출을 위한 자회사와 사업다각화를 위한 회사로 구분이 된다. 해외 시장 진출을 위한 자회사로는 Denps ApS(덴마크), Denps Shanghai(중국), Denps Global(싱가포르), SAN PIO(스페인)과 Micro scooter Japan(일본)이 있다. Denps ApS는 2016년에 설립된 회사로 동사는 이 자회사를 통해 주요 Denps 제품에 필요한 원료와 생산 네트워크를 유럽에 구축하고 있다. 에이치피오는 프로바이오틱스 제품의 균주를 글로벌 바이오 기업인 덴마크 크리스찬 한센으로부터 공급받아 사용하고 있다. Denps ApS의 2022년 6월말 기준 자산총계는 36억원이며, 2022년 상반기 매출액과 순이익은 각각 20억원, 4억원을 기록했다.

Denps Shanghai(중국), Denps Global(싱가포르)는 에이치피오의 해외판매법인이다. 에이치피오는 2018년 중국 상해 현지 유통사 Hysung Trading 지분 61.5%를 인수해 자회사로 편입하고, 2020년 지분을 100%를 인수하며 법인명을 Denps Shanghai로 변경하였다. Denps Shanghai는 2019년 4월 중국 현지 판매를 위해 유산균 High&GoGo milk powder를 출시했다. High&GoGo milk powder의 판매 호조에 힘입어 Denps Shanghai의 매출은 증가 추세를 유지하고 있으며, 올해 상반기 61억원의 매출과 13억원의 순이익을 기록했다. Denps Global은 아시아 지역의 판매를 위해 2022년에 설립된 법인이다.

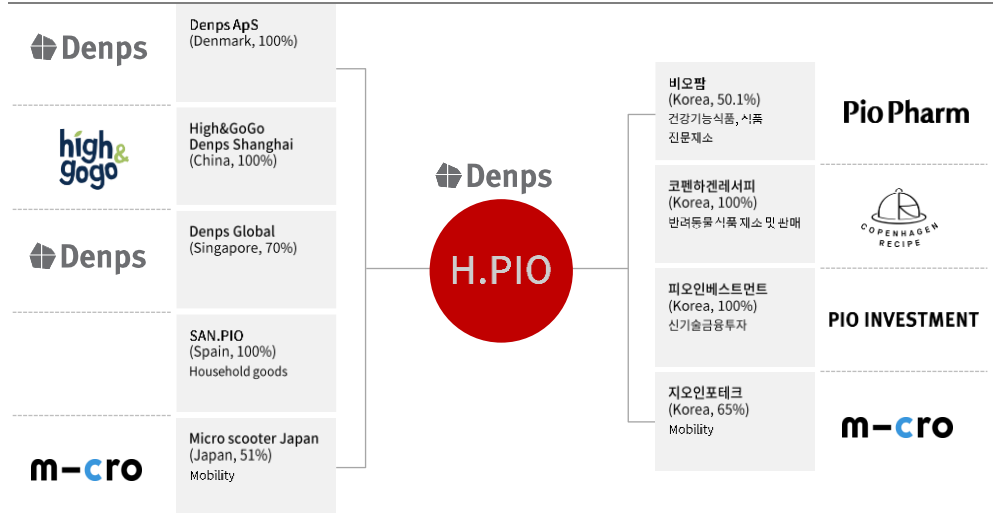
사업다각화를 위한 자회사로는 1) 건강기능식품을 전문적으로 제조하는 비오팜, 2) 반려동물식품 제조 및 판매를 담당하는 코펜하겐레서피, 3) 신기술금융투자업을 하는 피오인베스트먼트와 4) Micro 키보드 등을 유통하고 있는 (주) 지오인포테크가 있다.

주주 구성



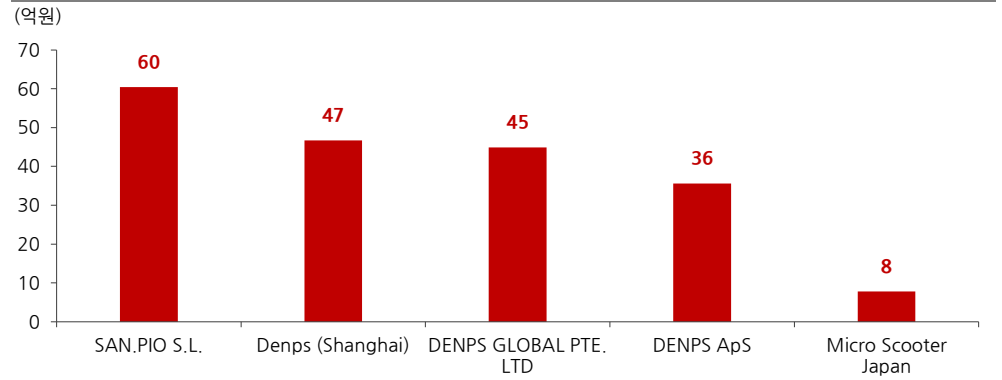
주: 2022년 11월 8일 기준, 자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오의 종속회사 현황



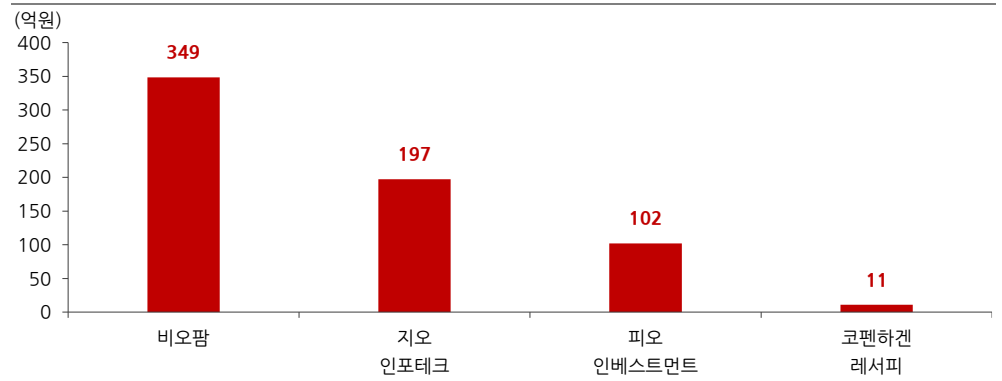
주: 지분율은 계열사가 보유한 지분 합산 기준, 자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

해외진출을 위한 자회사의 자산 규모



주: 2022년 6월말 기준, 자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업 다각화를 위한 자회사의 자산 규모



주: 2022년 6월말 기준, 자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1) 건강기능식품 산업

**2020년 국내건강기능식품
시장 규모는 3.1조원.
지난 9년간 연평균 10% 성장**

건강기능식품은 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 정제·캡슐·분말·과립·액상 등의 형태로 제조하거나 가공한 식품으로 '건강기능식품에 관한 법률'에 의해 정의되어진다. 대표적인 제품으로는 홍삼정과 프로바이오틱스가 있다. 건강기능식품은 식약처가 '건강기능식품 기준 및 규격'에 따라 고시한 37가지에 속하는 고시형 품목과 식약처로부터 안전성과 기능성에 대해 직접 인정받은 개별인정형 품목으로 나뉘어진다.

2020년 국내건강기능식품 시장은 3.1조원이다. 2011년 1.3조원에서 지난 9년간 연평균 10% 성장해왔다. 국내 생산액은 2011년 1조원에서 2020년 2.3조원으로 연평균 9.5% 성장했고, 수입액은 2011년 0.4조원에서 2020년 1.1조원으로 연평균 12.6% 성장했다. 건강기능식품 시장은 가속화되는 고령화, 국민소득 향상과 정부규제 완화로 인해 지속적으로 성장할 것으로 예상되고 있다. 정부는 2019년 '현장밀착형 규제혁신방안'을 통해 1) 대형마트, 백화점 등 판매처의 사전 신고 절차를 폐지하고 2) 일반식품 기능성 표시제를 실시했다. 또한 2020년에는 개인맞춤형 건강기능식품 추천 및 판매가 7개 업체에 시범사업으로 운영되며 소분 판매가 가능해졌다. 식약처는 올해 8월 발표한 '식의약 규제혁신 100대 과제'에서 2024년 6월 건강기능식품법 시행령과 시행규칙 개정을 통해 맞춤형 건강기능식품 소분업 및 건강상담관리사를 도입하고, 건강기능식품의 소분행위를 허용함으로써 맞춤형 건강기능식품 신시장을 창출할 의지를 표명했다.

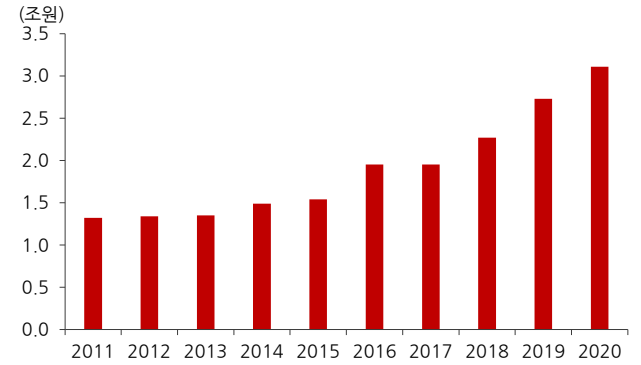
건강기능식품 회사들은 크게 제조와 유통 영역으로 구분할 수 있다. 제조를 전문적으로 하는 ODM/OEM업체로는 노바렉스, 코스맥스엔비티, 콜마비엔에이치가 있다. 유통 부문의 브랜드 업체로는 에이치피오와 뉴트리, 에이치엘사이언스, 한국암웨이, 애터미 등이 있으며, 제조와 판매를 하는 종합 건강기능식품 업체로는 한국인삼공사, 대상라이프사이언스, 한국아쿠르트, CJ제일제당이 있다.

**프로바이오틱스의
2020년 출하액은
5,256억원으로
지난 5년간 연평균 27% 성장**

건강기능식품 중 에이치피오가 주력으로 판매하고 있는 프로바이오틱스의 2020년 출하액은 5,256억원으로 지난 5년간 연평균 27% 성장하며 건강기능식품 중 가장 빠르게 성장했다. 2020년 기준으로 국내건강기능식품 판매액 중에서 프로바이오틱스가 차지하는 시장 점유율은 16%로 홍삼, 개별인정형에 이어 판매실적 3위를 차지했다. 비타민의 2020년 출하액은 2,988억원으로 국내 건강기능식품 판매액 중 시장점유율 9%를 차지하며, 판매실적 4위를 기록했다.

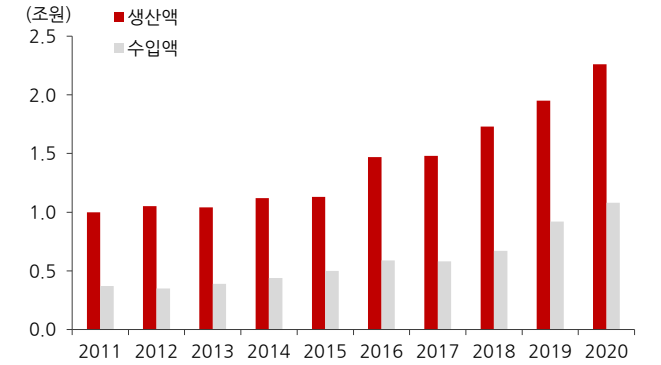
시장 조사업체 Allied Market Research에 따르면, 2019년 전세계 건강기능식품 시장 규모는 1,778억달러 규모로 추산되며 2021년에서 2027년까지 연평균 6.7% 성장하여 2027년에 2,680억달러에 이를 것으로 전망하고 있다.

국내 건강기능식품 시장 규모 추이



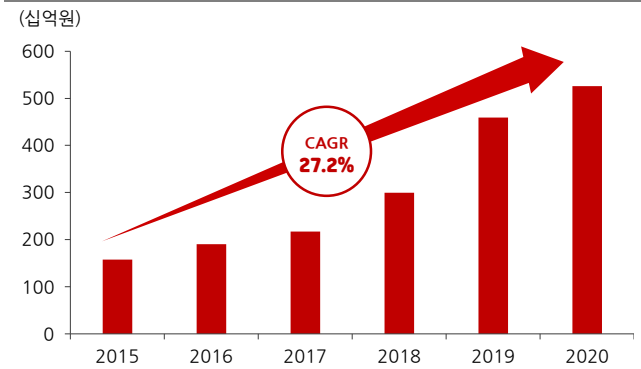
자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 건강기능식품 생산액과 수입액 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 프로바이오틱스 출하액 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

2020년 국내 건강기능식품 판매 실적

순위	품목	매출액(억원)	점유율
1	홍삼	10,609	32%
2	개별인정형	6,543	20%
3	프로바이오틱스	5,256	16%
4	비타민 및 무기질	2,988	9%
5	EPA 및 DHA 함유 유지	1,393	4%

자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 펫케어 산업

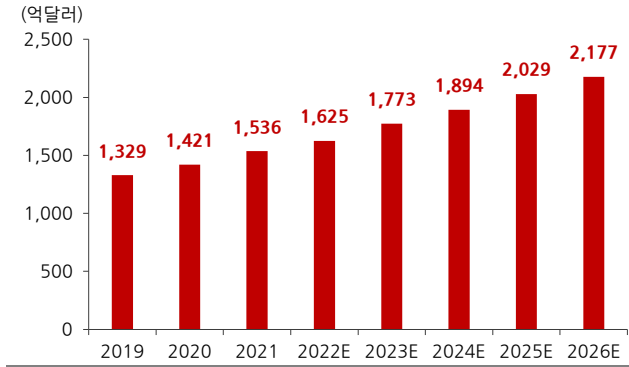
**2020년 국내
펫케어 시장 규모는
18억달러로
2026까지 연평균
7.6% 성장 예상**

펫케어 산업이 빠르게 성장하고 있다. 1인 가구의 증가, 고령화, 세계 인구 구조의 변화로 반려동물 양육 인구가 증가하고, 반려동물을 가족처럼 생각하는 문화가 확산되고 있기 때문이다. 펫케어 산업은 반려동물용 사료 및 간식 등의 펫푸드와 배변용 모래와 패드, 목줄, 장난감, 편의성 제품, 위생 및 건강, 기타 소모성 용품 등 관련 제품을 포함한다. 에이치피오는 종속회사인 코펜하겐레서피를 통해 펫푸드 산업에 진출했다.

Euromonitor에 의하면 2020년 글로벌 펫케어 시장은 1,421억달러를 기록했으며, 연평균 11.8% 성장해 2026년에는 2,177억 달러에 이를 것으로 전망하고 있다. 2020년 기준으로 항목별 비중을 보면, 개, 고양이 사료 등 펫푸드 가 71.8%를 차지하고 헬스케어용품, 장난감 등 펫제품이 28.2%를 차지한다.

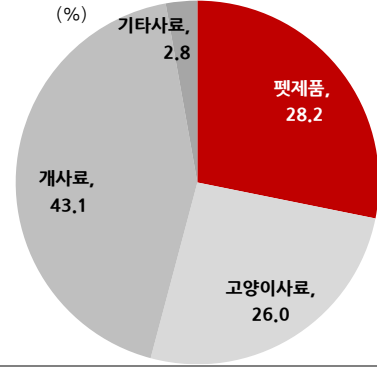
2020년 국내 펫케어 시장 규모는 18억 달러로 2026년에 28억달러까지 성장이 예상되며, 2020년 시장 기준으로 펫푸드와 펫용품 비중은 각각 63.5%, 36.5%를 차지하고 있다.

글로벌 펫케어 시장 규모 현황 및 전망



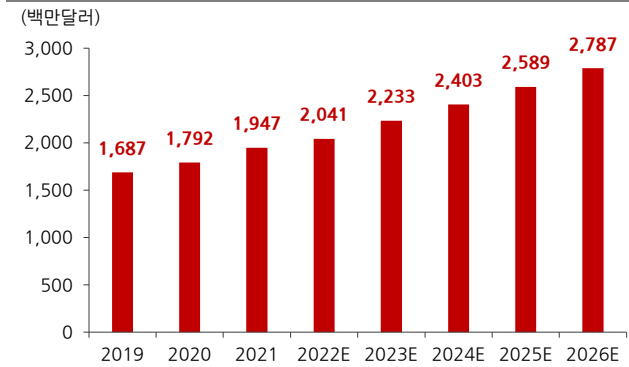
자료: 한국무역협회, Euromonitor, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 펫케어 시장 세부 항목별 비중



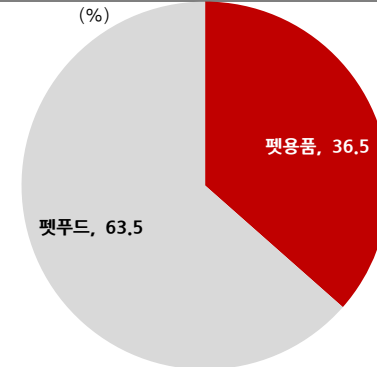
주: 2020년 기준, 자료: 한국무역협회, Euromonitor, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 펫케어 시장 규모 현황 및 전망



자료: 한국무역협회, Euromonitor, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 펫케어 시장 세부 항목별 비중



주: 2020년 기준, 자료: 한국무역협회, Euromonitor, 한국IR협회의 기업리서치센터


투자포인트

1) 사업 다각화에 따른 장기 성장 기대

투자포인트 1.
사업 다각화에 따른
장기 성장 기대.
다만, 비즈니스 확대 속도는
적절히 조절할 필요 있다고
판단

에이치피오의 사업 다각화에 따른 장기 성장 스토리에 대한 기대는 유효하다. 특히, 올해와 같이 건강기능식품 산업 업황이 부진한 상황에서 동사의 다각화된 비즈니스는 매출 및 이익 성장에 기여하며, 경쟁사와 차별화를 이루는 계기가 되고 있다. 다만, 올해 및 내년 경제 상황이 녹록치 않은 상황에서 비즈니스 확대 속도는 적절히 조절할 필요가 있다.

동사는 2018년부터 자본 취득과 설립을 통해 건강기능식품 사업부문의 해외 진출을 꾀하는 한편, 비즈니스 다각화를 추진하고 있다. 사업 다각화를 위해 동사가 지분을 취득한 자회사는 바이오팜(지분율 50%+1주, 2019년과 2020년)과 지오인포테크(지분율 65%, 2021년)이다. 설립한 회사는 (주)코펜하겐레서피(2020년)와 (주)피오인베스트먼트(2021년)이다. 지오인포테크는 아동기기, 스포츠 용품 판매업을 영위하고 있으며, 피오인베스트먼트는 신기술 금융투자사이다.

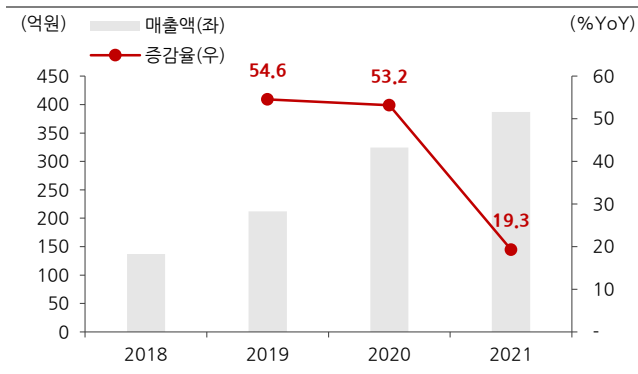
바이오팜은 2002년 1월 설립된 건강기능식품 제조업체로 본사는 경기도 화성시에 소재해 있다. 에이치피오는 바이오팜을 2019년 10월 인수했다. 에이치피오는 2019년 10월 바이오팜 지분율 25%를 인수해 연결 대상으로 편입하고, 2020년 7월 추가로 지분을 취득해 지분율 50%+1주를 보유하며 자회사로 편입했다. 바이오팜의 나머지 지분은 케이프 제이호 헬스케어 투자조합이 보유 중이다. 바이오팜은 녹십자와 종근당, 일양약품 등의 OEM/ODM(Original Equipment Manufacturing/Original Development Manufacturing) 업체이다. 에이치피오는 바이오팜을 통해 국내뿐만 아니라 글로벌 생산체계를 구축하겠다는 전략을 세우고 있으며, 성장한다는 계획을 수립하고 있다. 에이치피오는 바이오팜 인수 직후 지속적으로 공장을 증설했으며 올해 10월 준공 완료했다. 이로 인해 인수 당시 300억원 수준이던 바이오팜의 CAPA는 현재 800억원 이상까지 늘어났다. 바이오팜의 2021년 매출액은 387억원으로, 2019년 에이치피오가 인수한 후 연평균 35.2% 성장했다. 올해 상반기 매출액은 230억원으로 전년동기 대비 20.3% 성장했다. 2021년 바이오팜 매출액 중 에이치피오로의 매출은 13억원으로 전체 매출액 대비 비중이 3.3%에 불과하다. 바이오팜의 2021년 영업이익은 64억원이며, 올해 반기엔 40억원을 기록했으며, 2018년 이후 영업이익률은 15~17%대를 유지하고 있다. 에이치피오는 덴마크에서 직수출하고 있는 중국 물량을 내재화하고 글로벌 OEM을 영위하기 위해 덴마크 생산법인을 설립할 계획도 가지고 있다.

2020년 9월에 설립된 (주)코펜하겐레서피는 반려동물 식품을 제조하고 판매하는 사업을 영위하는 회사이다. 에이치피오에서 파악하는 국내 사료 시장 규모는 1.5조원으로 개사료와 고양이 사료시장 규모가 각각 9천억원, 6천억원에 이를 것으로 추정하고 있다. 이 중 70~80%가 프리미엄 시장이며, (주) 코펜하겐레서피는 이 시장을 공략한다. 북유럽 덴마크의 식품철학을 담아 반려동물의 행복한 삶을 추구한다는 프리미엄 브랜드 '코펜하겐레서피'와 유기농 사료를 기반으로 한 바이털 마케팅으로 시장 점유율을 확대해 간다는 전략이다. 올해 2월 자사몰을 통해 판매가 시작된 제품은 갤러리아백화점, 현대 백화점(팝업 스토어)에 입점하고, 5성급 호텔과 협업해 콜라보 펫 패키지를 출시하기도 했다. 동사는 2020년 6월 반려동물 플랫폼업체 (주)펫닥 지분 3.6%를 취득했는데, 반려동물 식품산

업의 유통체계에서 동물병원이 소비자의 의사결정에 큰 결정을 미친다고 판단했기 때문이다. 동사는 중장기적으로 동물병원에 독점적 사료를 제공할 계획도 가지고 있다. (주)코펜하겐레서피의 2022년 상반기 매출액은 1억원에 그쳤으나, 향후 매출 추이를 주목할 필요가 있다.

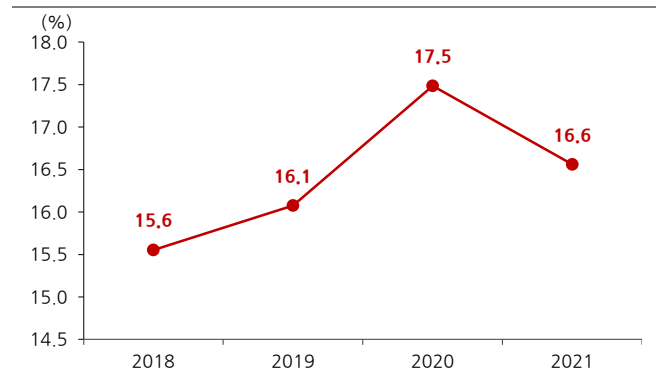
동사는 이 외에도 사업다각화를 위한 준비를 지속적으로 하고 있다. 올해 7월에는 임시주주총회를 통해 사업목적에 1) 화장품의 제조 및 판매업, 2) 생활용품(비누, 치약, 세제 포함)의 제조 및 판매업, 3) 의료기기와 의약외품의 연구개발, 제조 및 판매업과 4) 전기용품의 제조 및 판매업을 추가했다. 1) 작년 유상증자를 통해 모집한 자금, 2) 지오인포테크의 풍부한 현금 유동성과 3) 신기술금융투자사인 피오인베스트먼트를 통한 자금 모집이 동사의 사업다각화를 보다 용이하게 할 수 있다.

비오팜 매출액과 증감율 추이



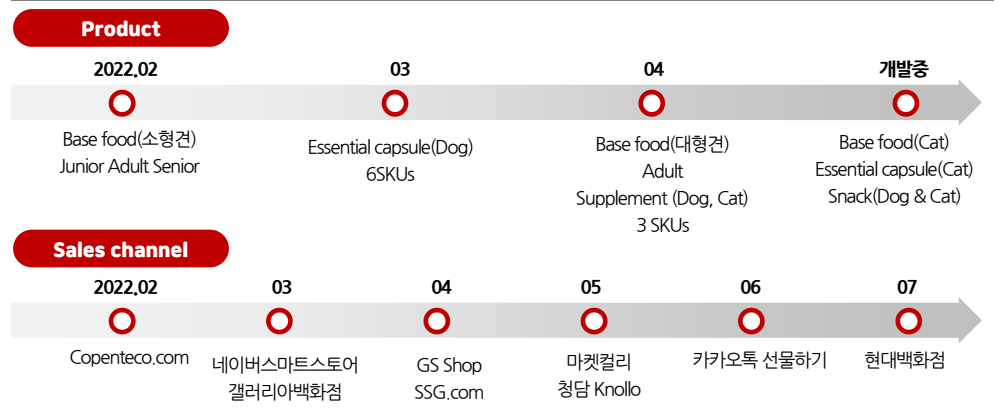
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

비오팜 영업이익률 추이



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

코펜하겐레서피 상품 출시 및 판매채널 전략



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트 2.
프리미엄 브랜드 구축을 통해
상대적으로 안정적 영업이익률
유지 기대

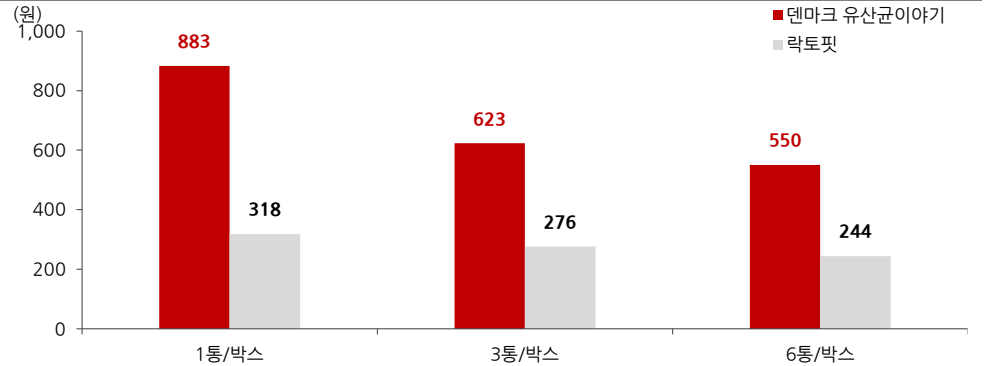
2) 프리미엄 브랜드 구축을 통한 차별화 전략

에이치피오는 하이엔드 제품을 통해 프리미엄 브랜드를 구축해 경쟁사와 차별화하는 전략을 구사하고 있다. 동사는 명확한 브랜드 정체성과 이에 기초한 글로벌 사업구조가 회사의 핵심 경쟁력이라고 판단하고, 건강기능식품사업부 내에서 'Deps' 브랜드를 구축했다.

'Deps' 은 덴마크유산균이야기(DENmark Probiotics Story)의 약어로 북유럽의 엄격한 식품 안전 기준과 건강한 삶의 가치를 담았다는 의미이다. 에이치피오는 덴마크 자회사(Deps ApS)를 통해 유럽 현지에서 생산체계를 구축하고, 핵심원료를 유명한 글로벌 회사로부터 공급받아 이를 실제화했다. 동사의 '덴마크유산균이야기'는 세계 1위 프로바이오틱스 균주 회사인 덴마크 크리스찬한센으로부터 균주를 공급받아 덴마크 자회사(Deps ApS)에서 제조해 판매 중이며 '트루바이타민'은 네덜란드 DSM으로부터 주원료를 공급받는다.

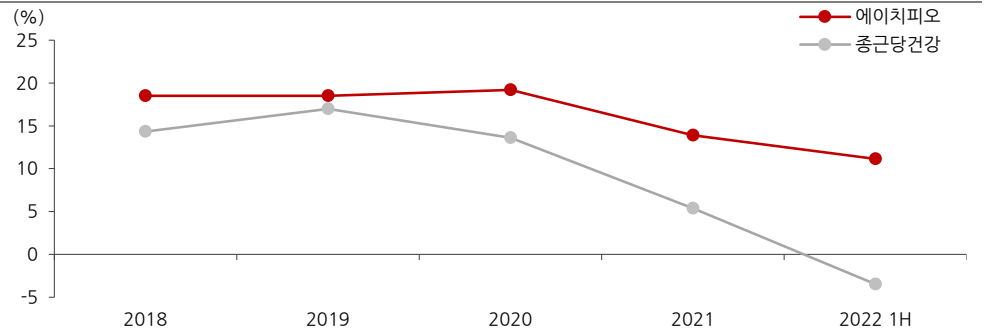
이와 같은 하이엔드 제품 전략은 동사 제품에 대한 가격을 경쟁사 대비 고가로 책정 가능케 하여 영업이익률을 안정적으로 유지케 하는 한 요인으로 작용하고 있다. 실제 동사의 '덴마크유산균이야기'는 프로바이오틱스 시장에서 시장점유율 1위인 종근당건강의 '락토피트' 대비 2.3~2.8배의 가격을 형성하고 있으며, 에이치피오의 영업이익률은 종근당건강대비 꾸준히 높은 수준을 유지하고 있다.

에이치피오의 '덴마크유산균이야기' 와 종근당건강의 '락토피트' 가격 비교



주: 덴마크 유산균이야기는 1캡슐당 가격, 락토피트는 1포당 가격, 자료: 각사 자사몰, 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오와 종근당건강의 영업이익률 추이



주: 별도 기준, 자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1) 2022년 상반기 리뷰

<p>에이치피오의 2022년 상반기 매출액 987억원(+21.3%YoY), 영업이익률 13.5%(-4.7%pYoY) 기록</p>	<p>에이치피오의 상반기 매출액은 987억원으로 전년동기 대비 21.3% 증가했다.</p> <p>별도기준 매출액은 546억원으로 전년동기 대비 6.8% 감소했으나, 작년 12월 인수한 (주)지오인포테크의 매출액이 더해지고 자회사들의 매출이 증가하면서 연결 기준 매출액은 견조한 성장세를 유지했다.</p> <p>별도기준 매출액의 상세 항목을 살펴보면, 동사의 대표 제품인 유산균과 비타민 매출액이 1.0%, 9.2% 증가하며 녹록치 않은 업황에도 양호한 흐름을 유지했다. 상대적으로 높은 비타민 매출 성장은 고객 유형별 제품 세분화 전략이 유효했다고 판단한 동사는 올 하반기에는 유산균 제품도 3~4개 카테고리로 나눠 제품을 세분화할 예정이다.</p> <p>작년 온라인 채널이 성장하며 급증했던 오메가 등의 기타제품은 올해 20.7% 역성장했다.</p> <p>자회사 중에선 바이오팜과 Denps Shanghai(중국)의 매출이 각각 20.3%, 41.4% 증가한 반면, Denps ApS(덴마크)의 매출은 5.4% 감소했다.</p>
---	--

영업이익은 133억원으로 전년동기 대비 10% 감소했으며, 영업이익률은 13.5%로 4.7%pYoY 하락했다. 매출원가율은 42.1%로 3.9%pYoY, 판매비율은 44.4%로 0.8%pYoY 상승했다. 매출원가율 상승은 인플레이션에 따른 외주공비 증가가 주요인이다. 에이치피오 판매비율 상승의 주요인은 인건비와 광고비, 감가상각비 상승에 기인한다. 경쟁사 대비 방송판매수수료는 안정적 흐름을 유지했다.

지배주주기준 당기순이익은 전년동기 대비 16% 감소한 86억원을 기록했다.

2) 2022년 연간 실적 전망

<p>2022년 매출액은 1,954억원(+22.6%YoY), 영업이익률 11.6%(-2.7%pYoY)로 추정</p>	<p>당사는 에이치피오의 2022년 매출액을 1,954억원(+22.6%YoY), 영업이익을 227억원(-0.8%YoY), 영업이익률은 11.6%(-2.7%pYoY)로 추정한다.</p> <p>연결기준 매출액은 자회사의 호조로 인해 전년대비 22.6% 증가할 것으로 예상된다. 별도기준 매출액도 하반기 TV광고를 집중적으로 하면서 업황 대비 상대적으로 견조한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 유산균과 비타민 제품은 1.5%, 13.1% 증가할 전망이다, 기타 제품 매출이 감소해 별도기준 매출액은 2.7% 감소할 전망이다. 지난 2년간 증설을 해왔던 자회사 바이오팜의 매출액도 21.2% 성장할 것으로 전망한다.</p>
--	--

다만, 영업이익 측면에서는 작년 하반기부터 시작된 산업 내 경쟁 격화와 인플레이션 여파로 전년대비 부진한 실적을 기록할 전망이다. 영업이익률은 11.6%로 전년동기 대비 2.7%p 하락할 것으로 예상된다. 매출원가율과 판매비율이 43.2%, 46.1%로 각각 1.6%p, 1.1%p 상승할 전망이다. 특히, 7월 TV광고가 집중적으로 집행되며 판매비율 증가의 주요인으로 작용할 것으로 예상된다. 에이치피오는 올해 하반기 집행된 TV브랜드 광고를 통해 온라인 매출 성장 효과를 기대하고 있다.

2022년 지배기준 당기순이익은 184억원으로 전년 대비 3.6% 감소할 전망이다.

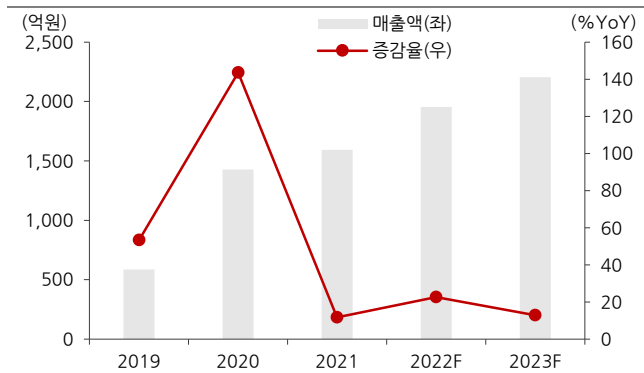
실적 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	586	1,428	1,594	1,954	2,206
(별도)	493	1,038	1,122	1,092	1,170
유산균	325	621	592	601	637
비타민	118	252	282	319	357
기타	50	165	248	172	175
(연결)-(별도)	23	390	472	862	1,036
비오팜		325	387	469	572
지오인포테크				301	355
영업이익	98	257	228	227	287
당기순이익	84	168	165	159	200
%YoY					
매출액	53.4	143.6	11.7	22.6	12.9
영업이익	35.6	162.6	-11	-0.8	26.5
당기순이익	51.2	100.0	-1.8	-3.6	25.8
영업이익률	16.7	18.0	14.3	11.6	13.0
당기순이익률	14.3	11.8	10.4	8.1	9.1

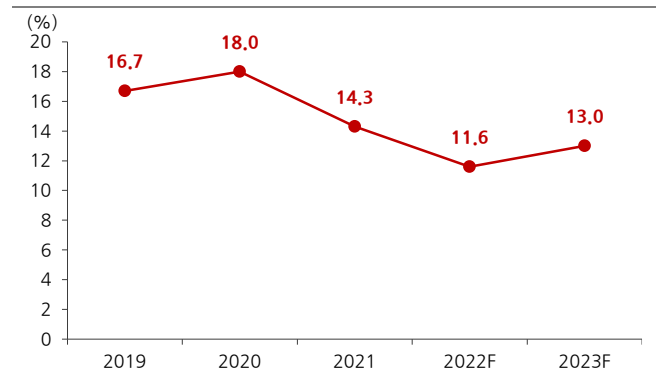
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

에이치피오 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 에이치피오, 한국IR협회의 기업리서치센터

에이치피오 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에이치피오, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

**현재 에이치피오의
2022년 예상 PER은 9.9배로
역사적 저점인 8.9배에 근접**

현재 에이치피오의 2022년 예상 PER과 PBR은 각각 9.9배와 1.1배이다. 상장 이후 평균 PER 17.9배와 비교 시 현재 PER은 낮은 수준이며, 역사적 저점인 8.9배에 근접해 있다. 경쟁사들과 상대적 PER을 비교 시에도 저평가 국면에 있다.

2021년 5월 상장한 이후 에이치피오의 주가와 PER은 지속적으로 하향 추세를 그리고 있다. 건강기능식품시장에서 차별화된 브랜드 구축을 통한 매출 성장으로 주목을 받았던 동사는 상장 이후 건강기능식품 업황 부진에 따른 매출 성장률 둔화로 주가가 하락하고 있다. 여기에는 올해 인플레이션과 경기 침체 우려로 부진한 주식 시장 상황도 부진한 주가 흐름의 한 요인으로 작용했다.

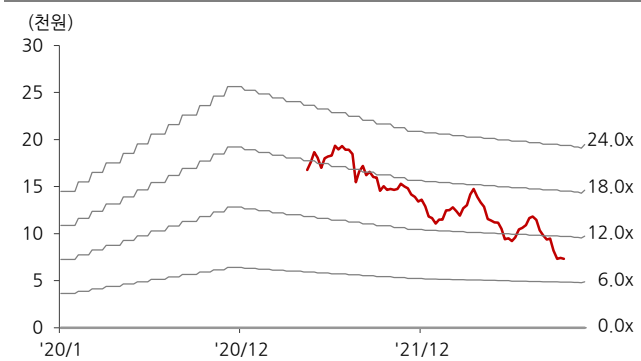
에이치피오는 올해 상반기 경쟁사 대비 상대적으로 견조한 실적을 기록했다. 그러나 3분기에는 광고비를 집중적으로 집행해 수익성은 악화되었을 것으로 예상된다. 영업이익률이 당초 시장에서 기대하는 수준을 하회하며 단기적으로 주가 상승 모멘텀은 축소될 수 있다.

에이치피오의 PER 추이



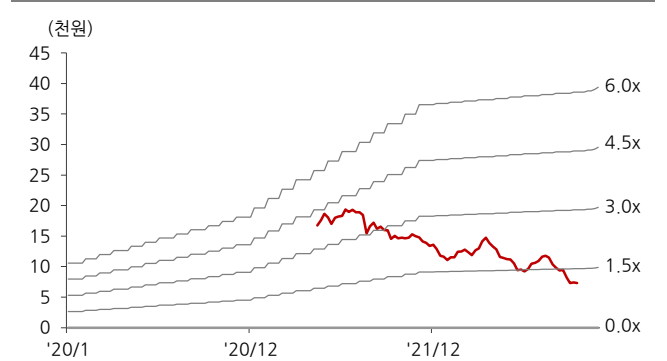
자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오 PER Band



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오 PBR Band



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

건강기능식품 유통사와 비교 시 저평가 국면

건강기능식품 회사들은 크게 제조와 유통 영역으로 구분할 수 있다. 에이치피오는 유통부분의 브랜드 업체이다. 이에 유통 부분의 브랜드 업체로는 에이치피오와 뉴트리, 에이치엘사이언스, 팜스빌, 프롬바이오와 비교를 해 보았다. 기업들의 2022년 컨센서스가 없다는 점을 감안해, 2022년 상반기 당기순이익을 단순 2배로 해 연간 순이익으로 가정하고 시가총액과 비교해 PER을 산출해 비교했다. 이와 같은 방식에 의해 산출된 에이치피오의 PER은 7.5배로 경쟁사들과의 평균인 17.5배보다 낮아, 저평가 국면이라고 판단할 수 있다.

다만, 제조를 전문적으로 하는 ODM/OEM업체와 비교 시에는 밸류에이션이 낮지 않다. 당사는 에이치피오가 자회사인 비오팜을 통해 건강기능식품 제조업에도 진출해 있다는 점을 감안해 제조를 전문적으로 하는 ODM/OEM업체와의 비교해 보았다. ODM/OEM업체로 노바렉스, 코스맥스앤비티, 콜마비엔에이치가 있고 컨센서스 역시 존재한다. 에이치피오 PER은 당사 추정치를 사용했다. 에이치피오의 PER은 9.9배로 경쟁사들과의 평균인 9.1배 대비 소폭 높은 수준이다.

에이치피오와 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원, %, 배)

	에이치피오	에이치엘사이언스	뉴트리	팜스빌	프롬바이오	노바렉스	콜마비엔에이치	코스맥스엔비티
주가(원)	7,840	17,000	8,860	16,500	8,070	11,250	23,000	4,055
시가총액(억원)	2022 1,563	917	815	1,308	1,142	2,110	6,795	836
자산총계 (억원)	2018 326	714	589	335	140	1,063	2,915	2,755
	2019 409	944	775	678	233	1,544	3,864	2,862
	2020 902	1,071	1,022	690	450	2,155	5,080	3,050
	2021 1,811	1,179	1,482	743	964	2,546	5,379	3,105
자본총계 (억원)	2018 257	630	490	269	23	789	2,047	909
	2019 329	812	574	554	126	918	2,524	704
	2020 615	958	705	557	236	1,156	3,250	578
	2021 1,396	1,073	933	592	844	1,397	3,855	554
매출액 (억원)	2018 382	641	872	198	430	1,073	3,864	2,017
	2019 476	1,283	1,251	300	621	1,591	4,389	1,943
	2020 1,428	1,430	1,894	394	1,080	2,228	6,069	2,668
	2021 1,594	1,044	2,475	390	1,351	2,788	5,931	2,893
영업이익(억원)	2018 72	122	99	56	15	113	585	180
	2019 91	237	120	72	57	163	741	-99
	2020 257	236	229	43	211	270	1,092	-23
	2021 228	148	208	62	114	300	916	64
영업이익률(%)	2018 18.9	19.1	11.3	28.2	3.6	10.6	15.2	8.9
	2019 19.1	18.5	9.6	24.0	9.2	10.3	16.9	-5.1
	2020 18.0	16.5	12.1	10.9	19.5	12.1	18.0	-0.9
	2021 14.3	14.2	8.4	15.8	8.5	10.8	15.5	2.2
당기순이익(억원)	2018 56	109	22	48	9	95	484	76
	2019 72	197	95	73	48	147	545	-178
	2020 168	196	192	29	-78	251	805	-121
	2021 165	135	197	50	113	264	699	-64
ROE(%)	2018 23.9	18.7	7.8	18.0	51.8	14.5	25.9	8.7
	2019 24.7	27.4	17.9	17.6	64.3	17.2	23.8	-22.0
	2020 35.6	22.2	30.0	5.2	-43.1	24.3	27.9	-18.9
	2021 16.4	13.0	24.1	8.7	20.9	20.7	19.7	-11.3
PER(배)	2018 N/A	20.4	39.3	N/A	N/A	13.5	12.2	44.4
	2019 N/A	14.3	13.2	10.7	N/A	12.3	15.1	N/A
	2020 N/A	11.8	11.8	29.9	N/A	14.0	19.1	N/A
	2021 15.6	14.2	10.2	21.7	12.1	13.1	13.1	N/A
	2022E 9.9	23.5	5.9	33.8	17.1	6.2	8.9	11.9
PBR(배)	2018 N/A	3.5	2.3	N/A	N/A	1.6	2.9	3.7
	2019 N/A	3.4	2.2	1.7	N/A	1.7	3.3	1.9
	2020 N/A	2.3	3.1	1.5	N/A	2.7	4.7	3.0
	2021 1.9	1.8	2.1	1.8	1.8	2.2	2.4	2.2
	2022E 1.1	0.9	0.8	2.2	1.3	0.9	1.4	1.3
PSR(배)	2018 N/A	3.5	1.0	N/A	N/A	1.2	1.5	1.7
	2019 N/A	2.2	1.0	2.6	N/A	1.1	1.9	0.7
	2020 N/A	1.6	1.2	2.2	N/A	1.6	2.5	0.7
	2021 1.6	1.8	0.8	2.8	1.0	1.2	1.6	0.4
	2022E 0.8	1.4	0.4	5.2	1.1	0.6	0.9	0.2
배당수익률(%)	2018 N/A	0.7	0.8	0.0	N/A	1.3	1.0	0.7
	2019 N/A	0.7	1.1	1.7	N/A	1.0	0.9	0.0
	2020 N/A	0.9	1.0	0.9	N/A	0.8	0.6	0.0
	2021 2.2	1.1	1.1	0.7	N/A	0.8	1.2	0.0

주: 에이치엘사이언스/뉴트리/팜스빌, 프롬바이오의 2022년 PBR, PER, PSR산정 시 자료는 2022년 6월말 기준, 매출액과 당기순이익은 상반기 실적은 단순 2배로 사용,

에이치피오는 당사 추정치 사용, 노바렉스/콜마비엔에이치/코스맥스엔비티는 컨센서스 사용, 시가총액과 주가는 11/10일 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

에이치피오의 리스크 요인은

1) 적은 유통주식수와

2) 산업 내 경쟁 강도 강화

에이치피오의 리스크 요인은 적은 유통주식 수로 인해 일일 거래량이 상대적으로 적다는 점이다.

동사의 최대주주인 이현용 대표이사로 지분을 70.03%를 보유하고 있다. 또한 현재 동사의 자사주는 3.0%이다. 이를 제외한 실질 유통 주식 수는 538만주이다. 이와 같이 적은 실질 유통주식 수는 거래 시 유동성을 제한할 뿐만 아니라 적은 수급으로도 가격 변동성이 확대될 리스크 요인이 될 수 있다. 최근 한 달(2022.10.10 ~ 2022.11.10)간 동사의 일평균 거래량은 실질 유통주식수의 7%인 40,223주이며, 일평균 거래대금은 3억원에 불과하다.

또한 작년 2분기부터 진행된 건강기능식품 산업 내 경쟁 강도 강화로 인해 수익성 약화가 불가피하다는 점 역시 단기 리스크 요인이다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	586	1,428	1,594	1,954	2,206
증가율(%)	N/A	143.6	11.7	22.6	12.9
매출원가	195	568	649	827	935
매출원가율(%)	33.3	39.8	40.7	42.3	42.4
매출총이익	391	860	946	1,127	1,271
매출이익률(%)	66.7	60.2	59.3	57.7	57.6
판매관리비	293	603	717	901	984
판매비율(%)	50.0	42.2	45.0	46.1	44.6
EBITDA	102	269	246	255	315
EBITDA 이익률(%)	17.5	18.8	15.5	13.1	14.3
증가율(%)	N/A	162.6	-8.3	3.6	23.5
영업이익	98	257	228	227	287
영업이익률(%)	16.7	18.0	14.3	11.6	13.0
증가율(%)	N/A	162.6	-11.0	-0.8	26.5
영업외손익	17	-35	10	6	7
금융수익	30	17	11	8	8
금융비용	10	49	3	3	4
기타영업외손익	-2	-3	2	2	2
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	115	221	239	233	293
증가율(%)	N/A	92.5	7.9	-2.4	25.9
법인세비용	27	51	48	49	62
계속사업이익	88	171	191	184	232
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	171	191	184	232
당기순이익률(%)	15.0	12.0	12.0	9.4	10.5
증가율(%)	N/A	94.6	11.8	-3.6	25.9
지배주주지분 순이익	84	168	165	159	200

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	45	223	186	135	247
당기순이익	88	171	191	184	232
유형자산 상각비	3	6	12	21	22
무형자산 상각비	1	6	6	8	7
외환손익	0	5	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-36	-25	-17	-79	-16
기타	-11	60	-6	1	2
투자활동으로인한현금흐름	-65	-49	-524	-225	-48
투자자산의 감소(증가)	-3	-12	-185	-73	-5
유형자산의 감소	1	1	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-43	-44	-82	-96	-15
기타	-20	6	-259	-56	-28
재무활동으로인한현금흐름	-7	-72	599	-38	-58
차입금의 증가(감소)	-2	-1	0	22	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	653	0	0
배당금	-3	-5	-4	-28	-58
기타	-2	-66	-50	-32	-1
기타현금흐름	0	-4	6	0	0
현금의증가(감소)	-27	96	268	-127	141
기초현금	128	101	197	465	338
기말현금	101	197	465	338	479

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	275	414	906	903	1,117
현금성자산	101	197	465	338	479
단기투자자산	40	32	153	214	241
매출채권	72	83	117	132	149
재고자산	51	81	117	152	172
기타유동자산	12	21	55	67	76
비유동자산	446	488	904	1,039	1,030
유형자산	204	263	332	407	401
무형자산	110	104	183	169	162
투자자산	44	48	310	383	388
기타비유동자산	88	73	79	80	79
자산총계	722	902	1,811	1,942	2,146
유동부채	319	158	198	227	254
단기차입금	0	0	0	20	20
매입채무	57	91	107	96	108
기타유동부채	262	67	91	111	126
비유동부채	35	32	41	47	51
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	35	32	41	47	51
부채총계	354	190	238	274	305
지배주주지분	357	615	1,396	1,465	1,607
자본금	0	85	100	100	100
자본잉여금	27	27	676	676	676
자본조정 등	0	0	-44	-76	-76
기타포괄이익누계액	-3	8	4	4	4
이익잉여금	332	495	661	762	903
자본총계	368	712	1,572	1,667	1,841

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	0.0	0.0	15.6	9.9	7.8
P/B(배)	0.0	0.0	1.9	1.1	1.0
P/S(배)	0.0	0.0	1.6	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	0.9	N/A	9.3	4.9	3.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	2.2	3.8	3.8
EPS(원)	562	1,070	871	796	1,002
BPS(원)	2,384	3,626	7,001	7,350	8,061
SPS(원)	3,917	9,101	8,433	9,800	11,064
DPS(원)	32	0	300	300	300
수익성(%)					
ROE	23.6	34.6	16.4	11.1	13.0
ROA	12.2	21.0	14.1	9.8	11.3
ROIC	N/A	52.6	35.1	27.4	31.4
안정성(%)					
유동비율	86.4	262.3	458.7	397.0	439.3
부채비율	96.2	26.7	15.2	16.5	16.6
순차입금비율	23.2	-31.8	-37.8	-30.4	-36.6
이자보상배율	10.3	17.4	681.4	258.3	242.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	1.8	1.2	1.0	1.1
매출채권회전율	8.1	18.4	16.0	15.7	15.7
재고자산회전율	11.6	21.7	16.1	14.5	13.6

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.