



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	17,900 원

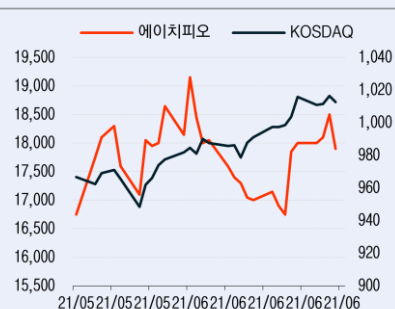
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ(6/24)	1,012.62 pt
시가총액	3,569 억원
발행주식수	19,938 천주
52주 최고가 / 최저	19,150 / 16,750 원
90일 일평균거래대금	137.06 억원
외국인 지분율	0.2%
배당수익률(20.12)	0.0%
BPS(20.12)	4,652 원
KOSDAP대비 상대수익률	1개월 -2.1%
	6개월 n/a
	12개월 n/a
주주구성	이현용 (외 6인) 70.1%
	에이치피오우리사주 (외 1인) 0.5%

Stock Price



에이치피오 (357230)

브랜드와 OEM을 모두 보유한 건강기능식품 업체

2021년 상장한 건강기능식품 업체

에이치피오는 2012년 설립된 건강기능식품 제조회사다. 주요 브랜드로는 '덴마크유산균이 야기', '트루바이타민', '하이앤고' 등이 있다. 2021년 5월 코스닥 시장에 상장했으며, 2020년 기준 사업부별 매출액 비중은 건강기능식품 77%, OEM 23% 이다.

건강기능식품 브랜드와 OEM을 모두 보유한 회사

에이치피오는 2012년 브랜드 회사로 시작하여, 2020년 OEM 사업회사 '비오팜'의 지분인수를 통해 제조와 브랜드를 모두 갖춘 회사로 성장했다. 국내 건강기능식품 상장사로는 유일하게 OEM 제조부문과 브랜드 사업을 동시에 운영 중이다. 동사 주력 제품인 유산균과 어린이 성장 제품은 유럽 현지에서 완제품 형태로 생산하여 중국 등에 수출 중이며, 중국 매출액은 2020년 93억원 → 2021년 예상 200억원이다. 5월부터는 OEM 자회사 비오팜의 신공장(생산능력 기준 300억원에서 600억원으로 확대)이 본격적인 가동을 시작하여 하반기 매출액 성장에 기여할 전망이다.

중국 수출, OEM 증설, 신사업에 대한 관심

회사는 2021년 매출액 2,000억원(+40% yoy), 영업이익 400억원(+56% yoy), 영업이익률 20%(+2%p yoy)를 목표하고 있다. 현재 동사 주가 수준은 21F 기준 PER 11배 수준이다. 국내 건강기능식품 브랜드 회사 중 중국으로 유의미한 규모의 수출이 진행 중이고, 하반기에는 OEM 자회사 증설을 통한 실적기여 및 신사업(반려동물 식품사업 등)이 시작된다는 점에서 지속적인 관심이 필요하다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	23.6	28.3	38.2	51.6	142.8
영업이익	3.0	4.7	7.2	10.1	25.7
세전계속사업손익	2.9	4.0	7.1	9.9	22.1
순이익(지배주주)	2.2	3.2	5.6	7.8	17.1
EPS (원)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
증감률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PER (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA (x)	-0.2	-1.0	47.1	33.5	12.4
영업이익률 (%)	12.9	16.6	18.9	19.6	18.0
EBITDA 마진 (%)	n/a	17.1	19.3	20.1	18.8
ROE (%)	19.2	19.4	23.9	24.7	35.6
부채비율 (%)	n/a	27.4	26.6	29.4	26.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

기업개요

에이치피오는 2012년 설립된 건강기능식품 제조회사다. 주요 브랜드로는 ‘덴마크유산균이야기’, ‘트루바이타민’ 등이 있다. 2019년 건강기능식품 OEM 업체 비오팜 지분을 획득하면서 OEM을 보유한 브랜드 회사로 거듭났다. GS홈쇼핑에서 20여년 경력을 지낸 이현용 대표이사가 설립자이자 최대주주이다.

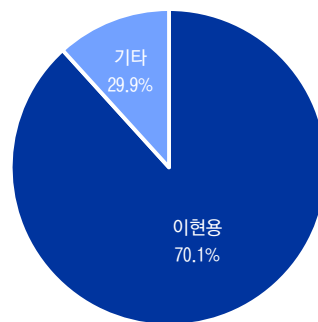
동사 사업부문은 크게 건강기능식품과 OEM으로 구분된다. 2020년 기준 사업부별 매출액 비중은 건강기능식품 77%, OEM 23% 이다. 유럽 현지 생산체계를 통한 프리미엄 지향의 건강기능식품 사업과 더불어 2021년에는 건강기능식품 OEM 자회사 비오팜의 증설을 통한 안정적인 성장이 기대되는 상황이다.

그림1 주요연혁

시기	주요연혁
2012.04	법인 설립
2013.06	‘덴마크유산균이야기’ 출시
2015.10	‘덴마크유산균이야기’ 중국 출시
2016.08	덴마크 자회사 Denps Copenhagen 설립
2017.03	‘트루바이타민’ 출시
2019.10	건강기능식품 제조사 ‘비오팜’ 지분 25% 취득
2020.09	비오팜 지분 추가 취득 (50%)
2021.05	코스닥 상장

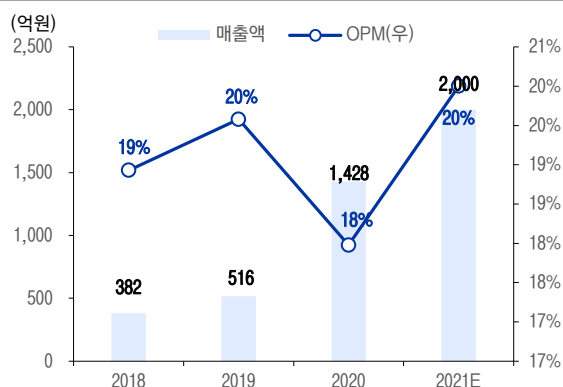
자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 주요주주 현황



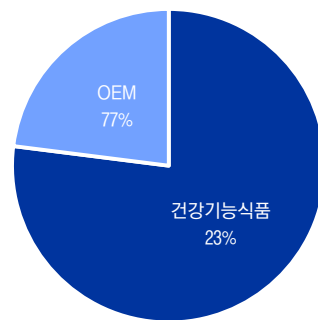
자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 매출액과 영업이익률 추이



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 부문별 매출액 비중 (2020년 기준)



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

에이치피오는 한국에 본사를 두고, 해외 판매법인을 운영 중이다. 동사 주력 제품인 ‘덴마크유산균이야기’, ‘하이앤고고’는 덴마크에서 완제품 형태로 생산하여 현지 판매 하거나 국내, 중국 등에 수출한다.

표1 에이치피오 주요 자회사 현황 (단위: 억원)

법인명	사업내용	매출액		당기순이익		자산	부채	지분율
		2020	1Q21	2020	1Q21			
(주)비오팜	건강기능식품 OEM	325	90	7	15	258	77	50.0%
DENPS Shanghai	중국 판매법인	80	19	3	4	23	7	100.0%
SAN.PIO S.L.	스페인 판매법인	-	-	-1	-0	45	-	100.0%
DENPS ApS	덴마크 판매법인	28	11	2	1	26	24	100.0%
(주)코펜하겐레서피	신사업 법인	-	-	-1	-0	0	3	100.0%

자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

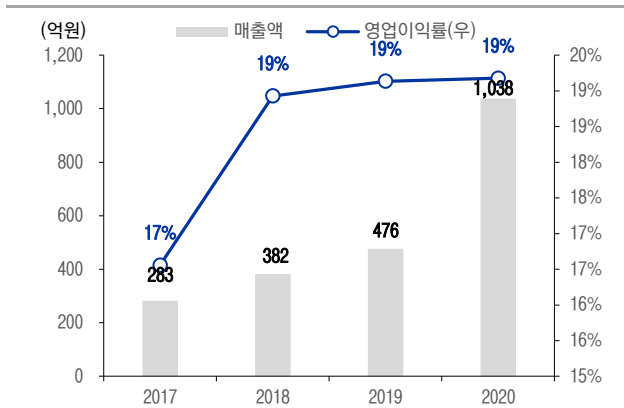
건강기능식품 브랜드와 OEM을 모두 보유한 회사

국내 건강기능식품 상장사는 크게 제조회사(OEM, ODM)와 브랜드 회사로 구분할 수 있다. 에이치피오는 2012년 브랜드 회사로 시작하여, 2020년 OEM 사업회사 ‘비오팜’의 지분인수를 통해 제조와 브랜드를 모두 갖춘 회사로 성장했다. 국내 건강기능식품 상장사로는 유일하게 OEM 제조부문과 브랜드 사업을 동시에 운영 중이다.

2020년 브랜드 사업 매출액은 1,038억원(+118% yoy), 영업이익 199억원(+118% yoy), 영업이익률 19%(flat yoy)을 기록했다. 제품별매출액은 주력제품인 유산균과 비타민이 각각 621억원(+91% yoy), 252억원(+114% yoy)으로 전년 동기대비 두 배 수준으로 증가했다. 2019년 중 출시한 전략제품 하이엔고고(성장기어린이)와 콜라겐 제품(2020년 2월 출시)도 합산 매출액 100억원 수준을 기록했다.

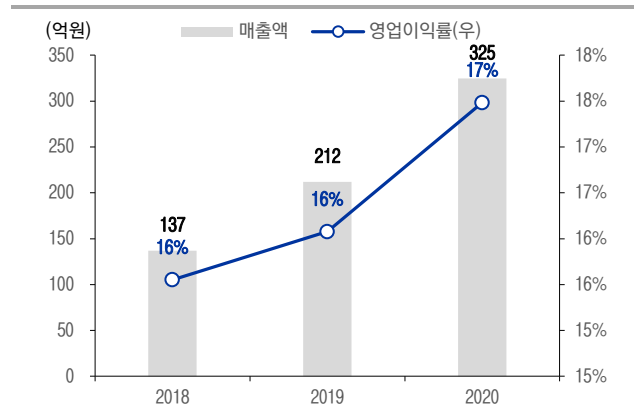
2021년 비오팜 생산능력은 기존 300억원에서 600억원으로 확대된다. 5월말 GMP 승인이 완료되어 가동이 시작됐다. 매출액 기여는 3분기에 본격화될 전망이다. 비오팜의 주요고객은 유한건강생활, 에이치엘사이언스, 대상, 일양약품 등이며, 약 20여년의 업력을 보유하고 있다.

그림5 브랜드 사업 연간 실적 추이



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 비오팜 연간 실적 추이



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 에이치피오 사업부별 주요제품 현황

사업부문	건강기능식품				OEM
제품사진					
카테고리	유산균	비타민	어린이	기타	건강기능식품
생산	덴마크	국내	덴마크	국내	국내
매출액 (비중)	611억원 (43%)	250억원 (18%)	33억원 (2%)	113억원 (8%)	325억원 (23%)

자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

주식: 매출액은 2020년 기준

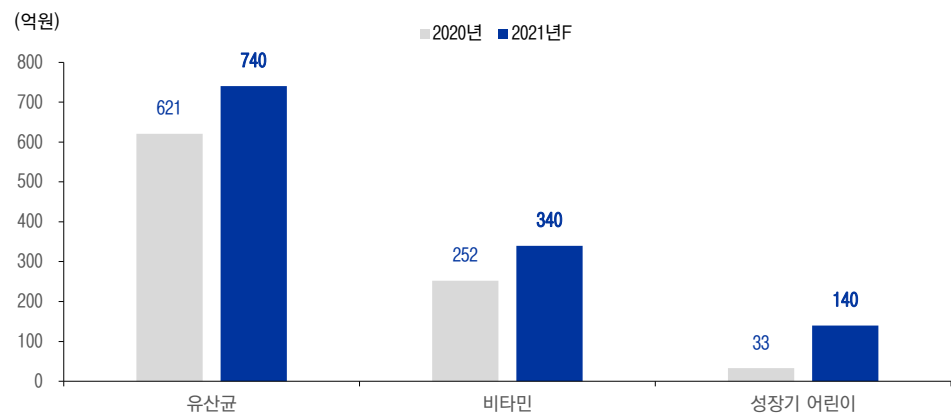
주력 제품은 이미 중국으로 수출 중

동사 주력 제품인 유산균과 어린이 성장 제품은 중국 등에 수출 중이다. 유산균 원료는 글로벌 1위 프로바이오틱스 업체인 크리스찬 한센(덴마크)으로부터 공급받아 제조된다. 제품은 덴마크에서 완제품 형태로 생산하여 수출되는 형태로 우수한 원료 기반의 프리미엄 브랜드를 지향하고 있다.

2019년 출시한 '하이앤고고(유기농 밀크 파우더)'는 3세~14세까지의 성장기 어린이용 제품으로 중국시장을 타겟으로 출시한 전략 제품이다. 중국의 0-14세 인구는 2.5억명(비중 17%)이며, 그 중, 3-14세 인구가 1.6억명(비중 12%)으로 인구수 기준으로는 영유아 분유 시장보다 크다.

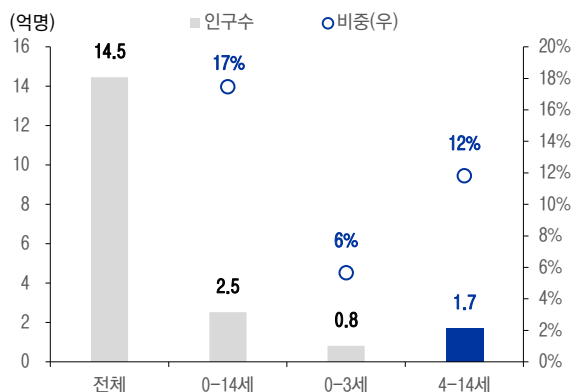
하이앤고고 매출액은 2020년 33억원 → 2021년 140억원 수준이 가능할 전망이다. 현재 중국 내 대형 회원제형 마트와 온라인에서 판매 중이며, 향후 오프라인 입점 매장 확대, 제품 형태 다양화를 통한 매출액 성장을 목표하고 있다.

그림7 주요 제품별 매출액 전망



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 하이앤고고 타겟 연령별 인구 수



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 '하이앤고고' 중국 티몰 하이엔드 영양보충제 Top2 선정



자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 실적 지표

에이치피오는 2021년 매출액 2,000억원(+40% yoy), 영업이익 400억원(+56% yoy), 영업이익률 20%(+2%p yoy)를 목표하고 있다. 기존 주력제품인 유산균과 비타민이 안정적으로 성장하는 동시에 전략제품인 하이엔고고, 면역 신제품 고성장, OEM 자회사의 생산능력 확대가 실적을 견인할 전망이다.

국내 건강기능식품 브랜드 회사 중 중국으로 의미 있는 규모의 브랜드 수출이 진행 중이고, 하반기 OEM 자회사 증설을 통한 실적기여 및 신사업(반려동물 식품사업 등)이 시작된다는 점에서 지속적인 관심이 필요하다.

표3 에이치피오 실적테이블

	1Q21	2017	2018	2019	2020
매출액	413	283	382	516	1,428
% YoY	27%	20%	35%	35%	177%
1. 별도	307	283	382	476	1,038
% YoY	32%	20%	35%	25%	118%
텐마크유산균이야기	150	208	297	325	621
% YoY	-	-	42%	10%	91%
트루바이타민	65	55	91	118	252
% YoY	-	-	66%	29%	114%
2. 비오팜	90	-	137	212	325
% YoY	-	-	-	55%	53%
매출총이익	256	206	267	354	860
% Sales	62%	73%	70%	69%	60%
영업이익	75	47	72	101	257
OPM	18%	17%	19%	20%	18%
1. 별도	52	47	72	91	199
OPM	17%	17%	19%	19%	19%
2. 비오팜	19	-	21	34	57
OPM	21%	-	16%	16%	17%

자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Peer Valuation 테이블

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
콜마비엔에이치	14,831	6,069	7,165	8,416	18%	18%	18%	19	15	13
서흥	6,305	5,530	6,142	6,749	13%	14%	14%	11	10	9
노바렉스	3,854	2,228	2,810	3,408	12%	13%	13%	14	13	10
코스맥스엔비티	2,269	2,668	3,231	3,790	-1%	5%	8%	N/A	25	11
평균					11%	12%	13%	15	16	11
뉴트리	3,490	1,901	2,935	3,621	12%	13%	14%	12	11	8
에이치엘사이언스	2,108	1,430	n/a	n/a	17%	n/a	n/a	12	n/a	n/a
셀바이오텍	1,927	456	n/a	n/a	8%	n/a	n/a	69	n/a	n/a
평균					12%	13%	14%	31	11	8

자료: FnGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

에이치피오 (357230)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	232.8	337.3	344.1	436.0	547.7
현금 및 현금성자산	59.2	67.3	94.0	173.8	281.0
매출채권 및 기타채권	83.4	125.6	96.4	105.2	105.5
재고자산	86.0	135.6	144.9	148.3	152.4
기타유동자산	4.3	8.8	8.8	8.8	8.8
비유동자산	108.8	117.1	117.6	122.5	133.0
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	71.0	77.4	69.7	66.1	66.5
무형자산	11.4	10.6	9.8	9.2	8.6
자산총계	341.7	454.4	461.7	558.5	680.7
유동부채	262.6	321.0	254.9	243.0	220.0
매입채무 및 기타채무	122.1	169.7	173.6	181.7	181.7
단기금융부채	125.1	138.8	68.8	48.8	25.8
기타유동부채	15.3	12.5	12.5	12.5	12.5
비유동부채	15.9	16.7	6.7	2.8	1.8
장기금융부채	13.1	15.9	5.9	1.9	0.9
기타비유동부채	2.8	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	278.5	337.7	261.6	245.7	221.7
지배주주지분	63.2	116.7	200.1	312.8	459.0
자본금	18.9	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	29.1	46.9	46.9	46.9	46.9
이익잉여금	17.7	56.6	133.3	245.9	392.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	63.2	116.7	200.1	312.8	459.0

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	n/a	n/a	n/a	n/a	22.3
당기순이익(손실)	n/a	n/a	n/a	n/a	17.1
비현금수익비용가감	n/a	n/a	n/a	n/a	10.1
유형자산감가상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6
무형자산상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6
기타현금수익비용	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5
영업활동 자산부채변동	n/a	n/a	n/a	n/a	-4.9
매출채권 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	-1.1
재고자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	-3.2
매입채무 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4
기타자산, 부채변동	n/a	n/a	n/a	n/a	-4.1
투자활동 현금	n/a	n/a	n/a	n/a	-4.9
유형자산처분(취득)	n/a	n/a	n/a	n/a	-4.3
무형자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
투자자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3
기타투자활동	n/a	n/a	n/a	n/a	-1.9
재무활동 현금	n/a	n/a	n/a	n/a	-7.2
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	-0.2
자본의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	-0.5
배당금의 지급	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5
기타재무활동	n/a	n/a	n/a	n/a	-6.5
현금의 증가	n/a	n/a	n/a	n/a	9.6
기초현금	n/a	n/a	n/a	n/a	10.1
기말현금	n/a	n/a	n/a	n/a	19.7

자료: 에이치피오, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	23.6	28.3	38.2	51.6	142.8
매출원가	6.7	7.7	11.5	16.1	56.8
매출총이익	16.9	20.6	26.7	35.4	86.0
판매비 및 관리비	13.9	15.9	19.5	25.3	60.3
영업이익	3.0	4.7	7.2	10.1	25.7
(EBITDA)	3.2	4.8	7.4	10.3	26.9
금융손익	0.1	-0.7	0.0	0.0	-1.8
이자비용	0.0	0.2	0.3	0.3	1.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	0.1	-0.1	-0.2	-1.7
세전계속사업이익	2.9	4.0	7.1	9.9	22.1
계속사업법인세비용	0.6	0.9	1.5	2.0	5.1
계속사업이익	2.2	3.2	5.6	7.8	17.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.2	3.2	5.6	7.8	17.1
지배주주	2.2	3.2	5.6	7.2	16.8
총포괄이익	2.2	3.2	5.1	8.0	18.2
매출총이익률 (%)	71.7	72.8	69.9	68.7	60.2
영업이익률 (%)	12.9	16.6	18.9	19.6	18.0
EBITDA마진률 (%)	13.4	17.1	19.3	20.1	18.8
당기순이익률 (%)	9.5	11.2	14.5	15.2	12.0
ROA (%)	14.7	14.9	18.8	16.7	23.2
ROE (%)	19.2	19.4	23.9	24.7	35.6
ROIC (%)	32.6	30.5	39.4	40.4	56.3

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	-0.2	-1.0	47.1	33.5	12.4
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-38.3	19.9	35.2	35.0	176.9
영업이익	-58.1	54.3	54.5	39.7	154.3
세전이익	-59.5	40.8	75.5	39.3	124.2
당기순이익	-59.5	41.1	75.2	41.2	117.8
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)					
부채비율	35.3	27.4	26.6	29.4	26.7
유동비율	148.8	471.5	237.5	213.1	262.3
순차입금/자기자본(x)	-5.6	-23.3	-36.3	-23.8	-31.8
영업이익/금융비용(x)	160.7	19.3	25.6	32.9	17.4
총차입금 (십억원)	3	3	3	3	0
순차입금 (십억원)	-1	-5	-9	-10	-23
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BPS	601,769	978,735	1,218,110	1,554,742	3,626
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

에이치피오 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
19,500			2021.06.25	변경	조은애									
19,000			2021.06.25	NR	NR									
18,500														
18,000														
17,500														
17,000														
16,500														
16,000														
15,500														
	21/05	21/05	21/05	21/05	21/06	21/06	21/06	21/06						

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)