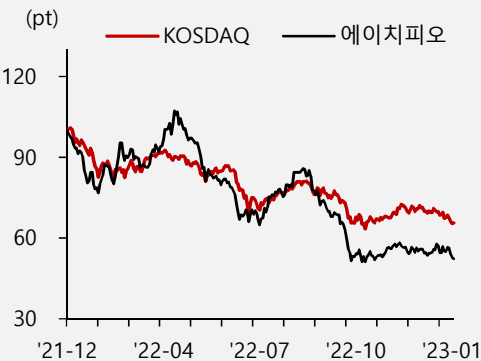


N/R

목표주가	- 원		
현재주가	6,950 원		
Upside	- %		
Key Data	2023년 1월 2일		
산업분류	코스닥 제조		
KOSPI(pt)	2,218.68		
시가총액 (억원)	1,439		
발행주식수 (천주)	19,938		
외국인 지분율 (%)	0.7		
52 주 고가 (원)	14,250		
저가 (원)	6,798		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	0.3		
주요주주	(%)		
이현용 외 특수관계인	70.1		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.3	-21.7	-46.3
상대주가	1.8	-15.4	-17.5

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 김민정
mjkim3@leading.co.kr
+822-2009-7315

에이치피오 (357230)

'23 년은 확장가능성이 본격화되는 시기

기업 개요

2012/4 건강기능식품 개발 및 제조/판매를 주 사업목적으로 설립, 21/5 코스닥 상장. 유럽 기반 프리미엄브랜드 'Denps'로 프로바이오틱스, 비타민 등 판매. 19/10 인수한 건기식 생산전문 공장 '비오팜', 21/12 인수한 키보드 'Micro'의 총판계약사인 '지오인포테크 이노베이션', 해외법인(덴마크, 중국, 스페인, 싱가포르), 신기술금융사 피오인베스트먼트, 반려동물 식품 코펜하겐레시피(자회사 흡수합병)를 종속 연결회사 및 사업부문으로 보유.

주요 Check Point

1. '22 년 연간 실적 전망 : 3 분기까지 누적 실적은 매출 1,475 억원으로 전년비 26.4% 증가, 영업이익은 149 억원으로 17.2% 감소하였다. '20 년 이후 코로나 기간 동안 크게 성장한 건강기능식품 업체들의 실적이 '21 년 하반기 이후 과도한 경쟁국면으로 접어들면서 광고/판촉비 출혈경쟁이 지속되고 있다. 동종업계 대비 낮은 수준의 마케팅비를 집행하던 동사는, 지난 3Q 중 대규모 브랜드 광고를 집행, 3Q 영업이익이 YOY 50% 감소하였다. 그러나 이는 4Q까지 지속될 이벤트는 아닌 것으로 보이며, '22 년 연간 매출 2,000 억원(YOY +25%), 영업이익 200 억원(YOY -12%) 수준 달성 가능할 것으로 보인다.

2. 경쟁사 대비 한층 돋보인다 : 프로바이오틱스 및 개별인정형 제품이 최근 3~4 년 건기식 시장 성장을 주도하면서 원료, 제조공장(OEM/ODM 포함), 브랜드(=판매) 업체 모두 외형성장을 즐기고 있지만, 식품 대기업 진출, 소규모 업체 진입 등 player 들은 급증하고 있다. 브랜드를 아직 안착시키지 못한 기존 업체들의 광고 및 가격할인 출혈경쟁도 격화되고 있는 국면으로 판단된다. 시장성장성을 보고 진출했지만 기존&신규 사업자 모두 이익으로 웃고 있는 업체는 없는 상황이다. 동사도 3Q 중 브랜드 광고를 진행했고 '22 년 영업이익이 전년비 감소세로 전환했지만, i)경쟁사 대비 낮은 광고/판촉비 수준, ii)지켜내고 있는 수익성, iii)견조한 매출성장률 등으로 판단 시 차별화된 실적을 시현한 것으로 분석되며, 핵심 제품의 브랜드 인지도와 경쟁력을 바탕으로 '23 년에는 양호한 매출 성장&이익 반등이 예상된다.

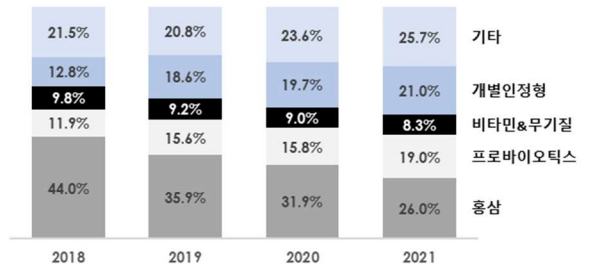
3. 브랜드에서 제조로, 국내에서 해외로, 건기식 외 라이프스타일로 확장 : 동사의 주가는 1 년 전 대비 46% 하락한 상태인데, 건기식 시장의 낮은 진입장벽과 경쟁 격화, 이로 인한 이익 감소&수익성 악화 등이 작용했을 것이다. 이런 비관적인 시각에서 전환해야 할 이유는 다음과 같다. ①지난 19/10 생산전문공장 비오팜 인수로 **제조영역으로 확대**- 내부거래 거의 없는 외부 매출로 '22 년 450 억원, OPM 13.5% 호실적 방어 중 ②내수에서 **해외로 확장 중**- 수출(주로 아시아)과 중국법인(High&gogo 밀크프로틴파우더 제품) 합산 '22 년 매출 160 억원 수준으로 전체 (연결)매출의 8% 수준으로 증가 ③진입장벽 낮은 건기식으로 쏟아져오는 외부업체... 우리는 반면 **건기식 외 라이프스타일 브랜드로 확장 중**- 반려동물 식품, 키보드 'Micro'도 액세서리 등 제품 다양화로 고수익 창출 전망

구분	2017	2018	2019	2020	2021
매출액 (억원)	283	382	586	1,428	1,594
영업이익 (억원)	47	72	98	257	228
영업이익률 (%)	16.6	18.9	16.7	18.0	14.3
지배순이익 (억원)	32	56	84	168	165
PER (배)	-	-	-	-	16.5
PBR (배)	-	-	-	-	1.9
ROE (%)	19.4	23.9	27.4	34.6	16.4
EPS (원)	212	371	562	1,028	871

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 건강기능식품 시장

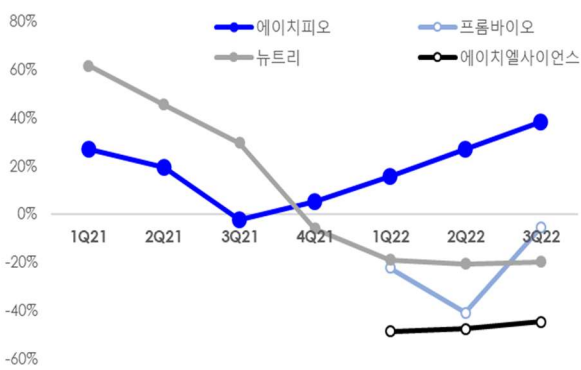
	2018	2019	2020	2021	3Y CAGR	비고
시장규모 (십억원)						
판매실적 TOTAL	4,427	4,894	5,175	5,690	8.7%	2022년(E) 6,143
생산실적 TOTAL	2,522	2,951	3,325	4,032	16.9%	
홍삼	1,110	1,060	1,061	1,047	-1.9%	
프로바이오틱스	299	459	526	768	36.9%	
비타민 및 무기질	248	270	299	335	10.5%	
개별인정형	323	549	654	847	37.9%	
기타	542	613	786	1035	24.1%	
YOY, %						
판매실적 TOTAL	6.1	10.5	5.8	10.0		2022년(E) +8%
생산실적 TOTAL	12.7	17.0	12.7	21.3		
홍삼	7.1	-4.5	0.1	-1.3		
프로바이오틱스	37.7	53.4	14.4	46.1		
비타민 및 무기질	9.9	8.8	10.6	12.2		
개별인정형	31.7	70.0	19.3	29.4		
기타	5.6	13.1	28.2	31.7		



- '18- '21 3Y 연평균 홍삼 생산실적 1.9% 감소로 '18년 전체 시장의 44%에 달하던 비중은 '21년 기준 26%까지 축소
- 생산실적 기준으로 가장 성장이 높은 제품은 개별인정형, 고시형원료 중 프로바이오틱스順, 이 추세는 '22년에도 이어졌을 것으로 추정
- 기타 분야도 성장성이 높는데 EPA 및 DHA 함유 유지(+46%), 프락토 올리고당(+148%)이 성장 주도
- 2020년 기준 제조업체 수는 521개, 판매업체 수는 91,489개

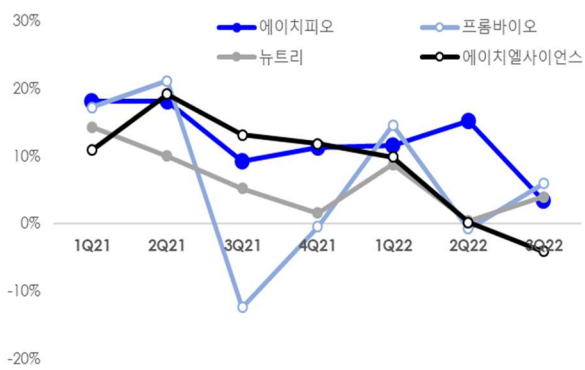
자료: 에이치피오, 건강기능식품협회, 통계청, 리딩투자증권 리서치센터

그림 1. 매출성장률 비교



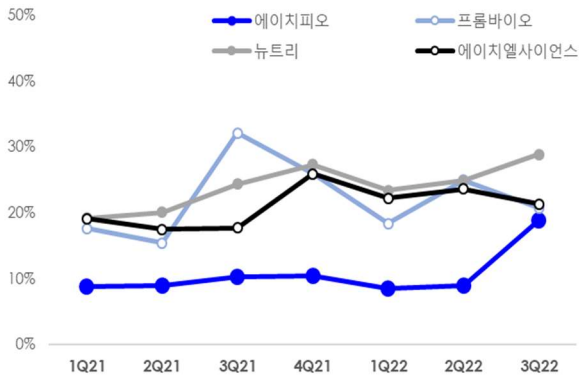
자료: WiseFN, 리딩투자증권

그림 2. 영업이익률 비교



자료: WiseFN, 리딩투자증권

그림 3. 광고선전비+판매촉진비 비중 비교



자료: WiseFN, 리딩투자증권

그림 4. 각 사 대표 광고이미지



자료: WiseFN, 리딩투자증권

표 2. 에이치피오 분기 및 연간 실적 Summary

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	~3Q21	~3Q22	2020	2021	2022E	comment
매출	413	401	353	428	477	510	488	1,167	1,475	1,428	1,594	2,010	19/10 바이오팜 인수 21/12 Micro 인수 (각각 인수 이후 부터 반영) 중속회사와 내부거래 거의 없음
YoY, %	26.9	19.6	-2.3	5.3	15.7	27.1	38.3	-	26.4	143.6	11.7	26.0	
개별매출	307	279	232	304	283	263	292	818	838	1,038	1,122	1,224	중속회사와 내부거래 거의 없음
YOY, %					-7.9	-5.7	25.7	-	2.4	110.7	8.1	9.0	
바이오팜									333	325	387	450	3Q~ 3공장 가동
Micro									217	196	243	255	4Q 비수기
수출+해외법인									126	70	157	160	중국 호조 지속
매출원가	157	154	150	187	207	208	206	461	622	568	649	853	중속회사 신규공장 가동 등 원가율 ↑
% to Sales	38.0	38.5	42.5	43.8	43.4	40.9	42.2	39.5	42.1	39.8	40.7	42.5	
매출총이익	256	247	203	240	270	301	282	705	853	860	946	1,156	
GPM	62.0	61.5	57.5	56.2	56.6	59.1	57.8	60.5	57.9	60.2	59.3	57.5	
판매비	181	174	170	192	215	224	265	525	704	603	717	955	3Q 브랜드 광고비 집행
% to Sales	43.8	43.4	48.2	45.0	45.0	43.9	54.4	45.0	47.7	42.2	45.0	47.5	
영업이익	75	73	33	48	55	78	16	180	149	257	228	201	
YoY, %	16.6	20.0	-46.4	-32.2	-26.5	7.0	-49.6	-	-17.2	162.6	-11.0	-11.8	
OPM	18.2	18.1	9.2	11.2	11.6	15.3	3.4	15.5	10.1	18.0	14.3	10.0	
바이오팜									54	57	64	60	'22년 OPM 13.5%
Micro									28	39	53	30	'22년 OPM 11.8%
지배주주순이익	56	47	22	40	36	50	7	125	93	168	165	125	
YoY, %	42.2	2.1	-28.2	-23.2	-36.0	7.0	-67.0	-	-25.5	99.5	-1.9	-23.9	
NPM	13.6	11.6	6.3	9.3	7.5	9.8	1.5	10.7	6.3	11.8	10.3	6.2	

자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
자산총계	264	326	722	902	1,811
유동자산	109	159	275	414	906
현금및현금성자산	82	125	101	197	465
단기금융자산	1	0	40	32	153
매출채권및기타채권	12	19	78	85	122
재고자산	15	12	51	81	117
비유동자산	155	167	446	488	904
장기금융자산	18	24	44	33	310
관계기업등투자자산	0	0	0	15	0
유형자산	132	132	204	263	332
무형자산	0	0	110	104	183
부채총계	57	69	354	190	238
유동부채	23	67	319	158	198
단기차입부채	5	32	138	2	9
기타단기금융부채	0	0	87	0	0
매입채무및기타채무	11	21	76	109	139
비유동부채	34	2	35	32	41
장기차입부채	29	0	1	1	14
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	207	257	368	712	1,572
지배주주지분*	207	257	357	615	1,396
비지배주주지분	0	0	11	97	176

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	283	382	586	1,428	1,594
매출원가	77	115	195	568	649
매출총이익	206	267	391	860	946
판매비와관리비	159	195	293	603	717
영업이익	47	72	98	257	228
EBITDA	48	74	102	269	246
비영업손익	-6	-1	17	-35	10
이자수익	0	0	0	1	4
이자비용	2	3	10	15	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-5	2	3	-5	6
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	1	-1	24	-17	1
세전계속사업이익	40	71	115	221	239
법인세비용	9	15	27	51	48
연결실체별동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	32	56	88	171	191
지배주주순이익*	32	56	84	168	165
비지배주주순이익	0	0	4	3	26
기타포괄손익	0	-5	3	10	-3
총포괄손익	32	51	91	181	188

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동으로인한현금흐름	39	69	45	223	186
당기순이익	32	56	88	171	191
현금유입(유출)이없는수익	3	6	11	101	74
자산상각비	2	1	5	12	18
영업자산부채변동	5	8	(36)	(25)	(17)
매출채권및기타채권	4	(6)	(23)	(7)	(17)
재고자산감소(증가)	(4)	(1)	(12)	(32)	(9)
매입채무및기타채무	5	16	19	27	3
투자활동현금흐름	(53)	(21)	(65)	(49)	(524)
투자활동현금유입액	4	7	3	62	37
유형자산	0	0	1	1	2
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	58	28	68	111	560
유형자산	53	1	43	44	82
무형자산	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	66	(5)	(7)	(72)	599
재무활동현금유입액	86	0	0	1	653
단기차입부채	0	0	0	1	0
장기차입부채	42	0	0	0	0
재무활동현금유출액	20	5	4	69	49
단기차입부채	20	5	0	0	0
장기차입부채	0	0	4	3	4
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	(4)	6
현금변동	52	43	(27)	96	268
기초현금	30	82	128	101	197
기말현금	82	125	101	197	465

투자지표

(단위: 원배,%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	212	371	562	1,028	871
BPS*	1,383	1,721	2,384	3,766	7,386
CFPS	263	463	300	1,364	984
SPS	1,889	2,553	3,917	8,750	8,437
EBITDAPS	323	493	684	1,647	1,304
DPS (보통,현금)	-	-	-	-	300
배당수익률 (보통,현금)	-	-	-	-	1.0
배당성향 (보통,현금)	-	-	-	-	16.7
PER*	-	-	-	-	16.5
PBR*	-	-	-	-	1.9
PCFR	-	-	-	-	14.6
PSR	-	-	-	-	1.7
EV/EBITDA	-	-	-	-	10.3
재무비율					
매출액증가율	19.9	35.2	53.5	143.6	11.7
영업이익증가율	54.3	54.5	35.2	162.6	-11.0
지배주주순이익증가율*	41.1	75.2	58.0	94.6	11.8
매출총이익률	72.8	69.9	66.7	60.2	59.3
영업이익률	16.6	18.9	16.7	18.0	14.3
EBITDA이익률	17.1	19.3	17.5	18.8	15.5
지배주주순이익률*	11.2	14.5	15.0	12.0	12.0
ROA	21.9	24.5	18.7	31.6	16.8
ROE	19.4	23.9	27.4	34.6	16.4
ROIC	30.9	40.4	32.3	57.3	38.7
부채비율	27.4	26.6	96.2	26.7	15.2
차입금비율	16.4	12.3	37.8	0.4	1.5
순차입금비율	-23.0	-36.2	-0.3	-31.8	-37.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

에이치피오(357230)

일자	2023-1-3
투자의견	Not Rated
목표주가	-
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%