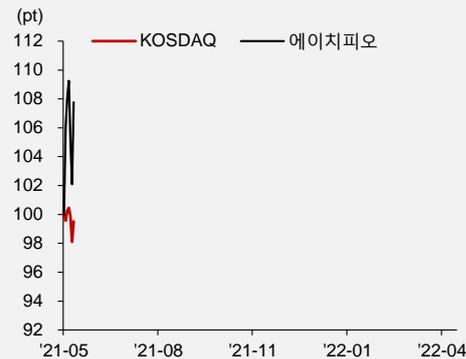


Not Rated

목표주가	- 원
현재주가	18,050 원
Upside	- %
Key Data 2021년 05월 25일	
산업분류	코스닥 제조
KOSDAQ(pt)	962.07
시가총액 (억원)	3,599
발행주식수 (천주)	19,938
외국인 지분율 (%)	0.1
52 주 고가 (원)	18,300
저가 (원)	16,750
60 일 일평균거래대금 (십억원)	35.3
주요주주	(%)
이현용 외 4인	70.1
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	- - -
상대주가	- - -

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

에이치피오(357230)

제품도 Valuation 도 Premium!!

3Q21 부터 해외 진출 본격화

2020년 9월 일본에서 덴마크 바이오토리(덴마크 유산균 이야기 일본판) 판매를 시작으로 해외 진출을 본격화 하고 있음. 중국에서는 1위 회원제 할인점 샘즈클럽에 입점하여 성장기 어린이들을 위한 '하이앤고고' 밀크파우더 판매를 확대하고 있고, 6월에는 중국 내 판매 1위 왕홍 '웨이야'가 타오바오에서 방송을 할 예정. 3Q21 에는 베트남 현지에서 매장을 오픈해 '하이앤고고'를 주력으로 판매를 시작하고, 4Q21 에는 아마존에서 '덴마크 유산균이야기' 판매를 시작할 것. 국내를 넘어 해외 매출이 본격화되는 원년이 될 것

3Q21 반려동물 식품(펫푸드) 시장 진출

3Q21 에는 반려동물 식품 출시를 통해 동사가 지분 3.6%를 보유중인 반려동물 토탈케어 플랫폼 펫닥과의 시너지를 확인 할 수 있을 것으로 예상. 펫닥은 국내 최대 수의사 네트워크를 구축하고 온라인 수의 상담을 진행하는 플랫폼. 반려동물 식품은 새로운 성장 산업으로 건기식에서 프리미엄 브랜드로 자리잡은 Denps 의 전략을 반려동물 식품 시장에서도 이어갈 것으로 전망. 현재 반려동물 식품의 90%가 온라인 판매로 진행되고 있어 고마진 사업이 될 것. 또, 동사는 펫닥 내 사료와 영양제 등 반려동물 식품을 독점 공급할 권리를 보유하고 있어 반려동물 식품 시장 진출의 교두보로 활용될 것

제품도 Valuation 도 Premium!!

2021년 매출액은 2,048억(+43.4% y-y), 영업이익은 383억(+49.2% y-y)으로 큰 폭의 성장이 전망됨. 기존 제품의 국내 매출액 1,400억, 바이오팜 매출액 약 450억, 해외 매출액 200억으로 추정. 연초부터 4월까지 중국 매출액이 약 80억 수준으로 6월 예정된 왕홍 방송 진행 후 하반기 중국 매출액 증가 추이는 더 가팔라 질 것 (2020년 연간 중국 매출액은 94억). 매출액 2,048억은 2H20 베트남 및 미국 진출, 반려동물 식품 출시에 따른 성장을 감안하지 않은 보수적 추정치. 2021F PER 은 12.8x 로 Peer(뉴트리, 노바렉스, 콜마비엔에이치) 평균 PER 13.6x 대비 저평가 상황. Peer 대비 높은 영업이익률을 보이고 있다는 점과 성장 초입구간에 있는 반려동물 식품 시장 진입, 해외 진출 본격화의 원년이라는 점에서 Premium 받기에 충분함

구분	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액 (억원)	283	382	516	1,428	2,048
영업이익 (억원)	47	72	101	257	383
영업이익률 (%)	16.6	18.9	19.6	18.0	18.7
지배순이익 (억원)	32	56	72	168	282
PER (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	12.8
PBR (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8
ROE (%)	19.4	23.9	24.7	35.6	37.1
EPS (원)	212	371	484	1,028	1,494

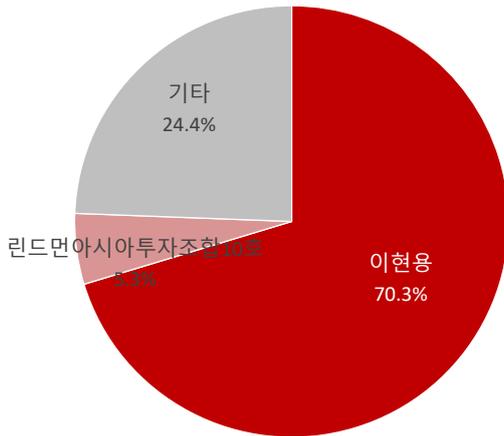
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

건기식을 넘어 생활건강이 될 기업

기업개요

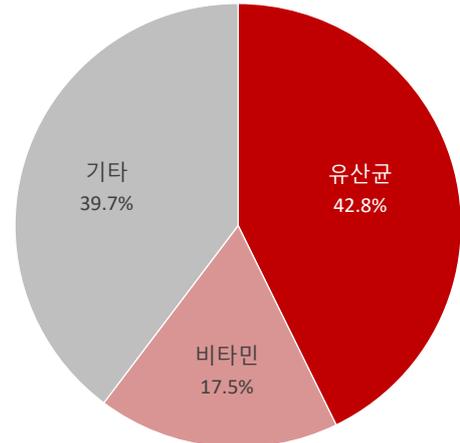
동사는 2021년 5월 신규상장한 기업으로 현재는 건강기능식품을 주요 사업으로 영위하고 있다. 주요 제품으로는 덴마크 유산균이야기, 트루바이타민, 수면이야기 락티움 등이 있다. 2020년 연결 기준 카테고리별 매출 비중은 유산균 43%, 비타민 18%, 기타 39% 순서이다. 3Q21에는 반려동물 식품(펫푸드)을 출시할 예정이고, 나아가서는 샴푸, 세제 등 생활용품까지 카테고리를 확장할 계획을 가지고 있다.

그림 1. 지분구조



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

프리미엄 브랜드 Denps 와 킬러 아이템

프리미엄 브랜드

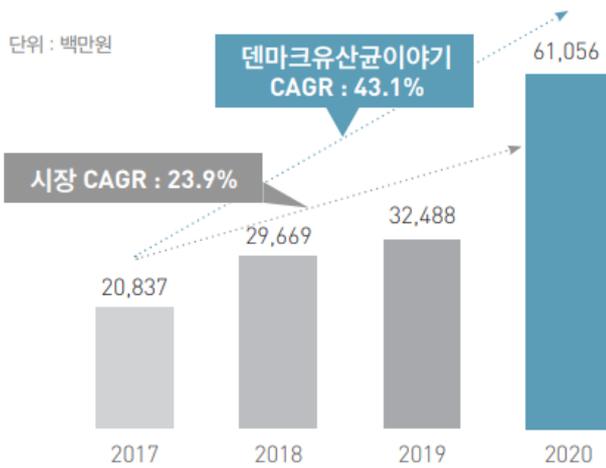
동사는 북유럽의 엄격한 식품 안전 철학을 담은 글로벌 프리미엄 브랜드 Denps 를 기반으로, 아시아와 유럽 시장에서 건강기능식품 개발, 제조, 브랜드마케팅 사업을 영위하고 있다. 킬러 아이템으로 '덴마크 유산균이야기'와 '트루바이타민'을 보유하고 있다. 2017~2020 년 덴마크 유산균이야기의 CAGR 은 43.1%로 동기간 시장 CAGR 23.9% 대비 80%를 웃도는 성장세를 보이고 있다. 트루바이타민 역시 CAGR 65.7%로 시장 CAGR 1.0% 대비 앞도적인 성장세를 이어가고 있다. 동사의 제품들이 높은 성장세를 보이고 있는 이유는 타겟제품군 선정부터 개발, 제조, 마케팅까지 차별화된 전략적 브랜드 포지셔닝 능력 때문으로 판단된다.

3Q21 부터 해외 진출 본격화

중국, 베트남, 미국

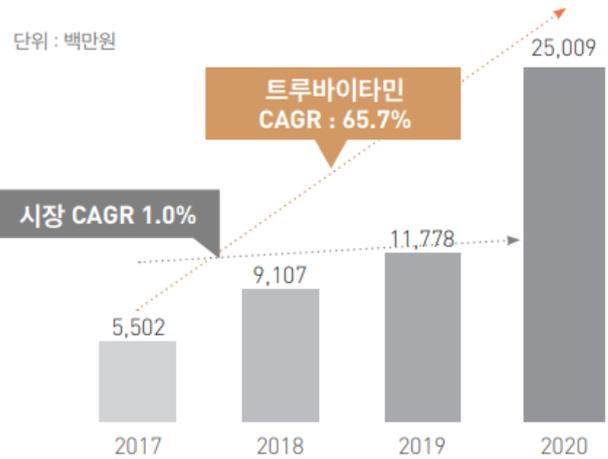
2020 년 9 월 일본 1 위 TV 홈쇼핑 Shop Channel 에서 덴마크 바이오토리(덴마크 유산균 이야기 일본판) 판매를 시작으로 해외 진출을 본격화 하고 있다. 중국에서는 1 위 회원제 할인점 샘즈클럽에 입점하여 성장기 어린이들의 성장에 도움을 주는 '하이앤고' 밀크파우더 판매를 확대하고 있고, 6 월에는 중국 내 판매 1 위 왕홍 '웨이야'가 타오바오에서 방송을 할 예정이다. 3Q21 에는 베트남 현지에서 매장을 오픈해 '하이앤고'를 주력으로 판매를 시작하고, 4Q21 에는 아마존에서 '덴마크 유산균이야기' 판매를 시작할 것이다. 국내를 넘어 해외 매출이 본격화되는 원년이 될 것이다.

그림 4. 덴마크 유산균이야기 CAGR



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 트루바이타민 CAGR



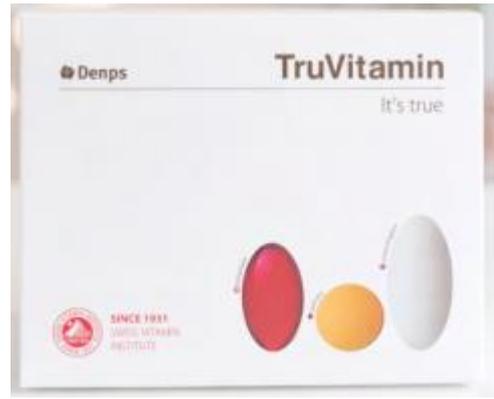
자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 덴마크 유산균이야기



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. 트루바이타민



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

3Q21 반려동물 식품(펫푸드) 시장 진출

펫닥과 협업

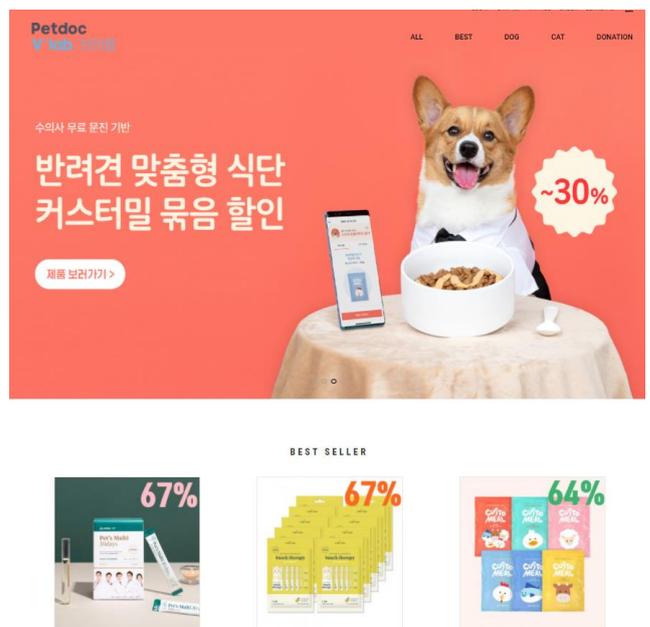
3Q21 에는 반려동물 식품 출시를 통해 동사가 지분 3.6%를 보유중인 반려동물 토탈케어 플랫폼 펫닥과의 시너지를 확인 할 수 있을 것으로 예상된다. 펫닥은 국내 최대 수의사 네트워크를 구축하고 온라인 수의 상담을 진행하는 플랫폼이다. 반려동물 식품은 새로운 성장 산업으로 건기식에서 프리미엄 브랜드로 자리잡은 Denps 의 전략을 반려동물 식품 시장에서도 이어갈 것으로 전망된다. 현재 반려동물 식품의 90%가 온라인 판매로 진행되고 있어 고마진 사업이 될 것이다. 또, 동사는 펫닥 내 사료와 영양제 등 반려동물 식품을 독점 공급할 권리를 보유하고 있어 반려동물 식품 시장 진출의 교두보로 활용될 것이다.

그림 8. 펫닥 어플



자료: 펫닥, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. 펫닥 브이랩(온라인 몰)



자료: 펫닥 브이랩, 리딩투자증권 리서치센터

비오팜 인수로 자체 생산 설비 확보

비오팜 인수

2019년 10월 건기식 제조업체 비오팜을 인수했다. 2021년 3월에는 2공장 준공을 통해 2021년 예상 매출액은 450억에 이를 것으로 판단된다. 유산균 외 제품에 대해 비오팜에서 생산을 맡으면서 점차 생산 내재화를 진행할 계획이다. 또, 덴마크 현지에 용기 생산시설 추가 투자를 통해 비오팜의 역할이 강화될 것이다.

그림 10. 비오팜 인수 후 실적 예상



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

그림 11. 덴마크 코펜하겐 Demps 매장



자료: 에이치피오, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 실적 테이블

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	23.6	28.3	38.2	51.6	142.8	204.8
영업이익	3.0	4.7	7.2	10.1	25.7	38.3
OPM	12.9%	16.6%	18.9%	19.6%	18.0%	18.7%
지배주주순이익	2.2	3.2	5.6	7.2	16.8	28.2
NPM	9.5%	11.2%	14.5%	14.0%	11.8%	13.8%
y-y						
매출액		19.9%	35.2%	35.0%	176.9%	43.4%
영업이익		54.3%	54.5%	39.7%	154.3%	49.2%
지배순이익		41.1%	75.2%	30.3%	131.8%	68.1%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

제품도 Valuation 도 Premium!!

성장의 시작

2021년 매출액은 2,048억(+43.4% y-y), 영업이익은 383억(+49.2% y-y)으로 큰 폭의 성장이 전망된다. 기존 제품의 국내 매출액 1,400억, 비오팜 매출액 약 450억, 해외 매출액 200억으로 추정했다. 연초부터 4월까지 중국 매출액이 약 80억 수준으로 6월 예정된 왕홍 방송에 진행 후 하반기 중국 매출액 증가 추이는 더 가팔라 질 것이다. 참고로 2020년 연간 중국 매출액은 94억이었다. 매출액 2,048억은 2H20 베트남 및 미국 진출, 반려동물 식품 출시에 따른 성장을 감안하지 않은 보수적 추정치이다. 2021F PER은 12.8x로 Peer(뉴트리, 노바렉스, 콜마비엔에이치) 평균 PER 13.6x 대비 저평가 상황이다. 동사 제품들은 Premium 브랜드로 포지셔닝 되어 Peer 대비 높은 영업이익률을 보이고 있다는 점과 성장 초입구간에 있는 반려동물 식품 시장 진입, 해외 진출 본격화의 원년이라는 점에서 Premium 받기에 충분하다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
자산총계	264	326	542	902	1,501
유동자산	109	159	255	414	690
현금및현금성자산	82	125	89	197	329
단기금융자산	1	0	46	32	53
매출채권및기타채권	12	19	77	85	142
재고자산	15	12	38	81	135
비유동자산	155	167	287	488	812
장기금융자산	18	24	75	19	32
관계기업등투자자산	0	0	0	15	25
유형자산	132	132	168	263	437
무형자산	0	0	32	104	173
부채총계	57	69	123	190	496
유동부채	23	67	120	158	263
단기차입부채	5	32	35	2	3
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	11	21	67	109	182
비유동부채	34	2	3	32	233
장기차입부채	29	0	0	1	2
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	207	257	419	712	1,005
지배주주지분*	207	257	329	615	908
비지배주주지분	0	0	90	97	97

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	283	382	516	1,428	2,048
매출원가	77	115	161	568	799
매출총이익	206	267	354	860	1,249
판매비와관리비	159	195	253	603	866
영업이익	47	72	101	257	383
EBITDA	48	74	103	269	412
비영업손익	-6	-1	-2	-35	-21
이자수익	0	0	1	1	1
이자비용	2	3	3	15	16
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-5	2	3	-5	-2
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	1	-1	-2	-17	-4
세전계속사업이익	40	71	99	221	362
법인세비용	9	15	20	51	77
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	32	56	78	171	285
지배주주순이익*	32	56	72	168	282
비지배주주순이익	0	0	6	3	3
기타포괄손익	0	-5	2	11	11
총포괄손익	32	51	80	182	296

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
영업활동으로인한현금흐름	39	69	44	223	486
당기순이익	32	56	78	171	285
현금유입(유출)이없는수 ^①	3	6	7	101	123
자산상각비	2	1	3	12	29
영업자산부채변동	5	8	-41	-49	170
매출채권및기타채권 ^②	4	-6	-23	-7	-57
재고자산감소(증가)	-4	-1	-19	-32	-54
매입채무및기타채무 ^③	5	16	18	27	73
투자활동현금흐름	-53	-21	-76	-49	-363
투자활동현금유입액	4	7	12	62	0
유형자산	0	0	1	1	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	58	28	88	111	363
유형자산	53	1	4	44	188
무형자산	0	0	0	0	84
재무활동현금흐름	66	-5	-3	-72	10
재무활동현금유입액	86	0	0	1	10
단기차입부채	0	0	0	1	1
장기차입부채	42	0	0	0	1
재무활동현금유출액	20	5	0	69	0
단기차입부채	20	5	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	3	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-2
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	-4	0
현금변동	52	43	-36	96	131
기초현금	30	82	125	101	197
기말현금	82	125	89	197	329

투자지표

(단위: 원배,%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
주당지표 및 증가배수					
EPS*	212	371	484	1,028	1,494
BPS*	1,383	1,721	2,196	3,766	4,805
CFPS	263	463	293	1,364	2,573
SPS	1,889	2,553	3,447	8,750	10,837
EBITDAPS	323	493	692	1,647	2,179
DPS (보통, 현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	0.0	0.0	0.0	0.0	12.1
PBR*	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8
PCFR	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
EV/EBITDA	-0.0	-0.0	-0.9	-0.4	8.0
재무비율					
매출액증가율	19.9	35.2	35.0	176.9	43.4
영업이익증가율	54.3	54.5	39.7	154.3	49.2
지배주주순이익증가율*	41.1	75.2	41.2	117.8	67.0
매출총이익률	72.8	69.9	68.7	60.2	61.0
영업이익률	16.6	18.9	19.6	18.0	18.7
EBITDA이익률	17.1	19.3	20.1	18.8	20.1
지배주주순이익률*	11.2	14.5	15.2	12.0	13.9
ROA	21.9	24.5	23.3	35.6	31.9
ROE	19.4	23.9	24.7	35.6	37.1
ROIC	30.9	40.4	41.7	63.4	72.3
부채비율	27.4	26.6	29.4	26.7	49.4
차입금비율	16.4	12.3	8.3	0.4	0.5
순차입금비율	-23.0	-36.2	-22.3	-31.8	-37.5

(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	2021-05-26
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 : 2021.03.31)

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