KOSDAQ | 건강관리장비와서비스

에이치피오 (357230)

배당은 꾸준히, 이익은 발효 중

체크포인트

- 동사는 건강기능식품 브랜드 '덴프스'를 중심으로 키즈·화장품까지 사업을 확장한 기업으로, 1H26 연결 매출의 73.4%가 건강기능식품에서 발생. 대표 제품 '덴마크유산균이야기'는 국내 수입 유산균 시장 1위(점유율 44%). 2026년 매출 2,820억원(+9.2% YoY)·영업이익 120억원(-11.4% YoY, OPM 4.3%)·지배주주순이익 62억원(-26.0% YoY) 전망
- 투자포인트: 1) 주주환원 본격화로 부각되는 고배당 매력: 고배당·일반주주 우대 차등배당 정책과 순현금 약 250억원을 기반으로 2026년 예상 배당수익률 4.2% 전망, 2) 건강기능식품 수익성 개선: 오프라인 채널 확대를 통한 판매채널 전환과 덴마크 공장 캡슐 라인 설치를 통한 생산 내재화로 연간 60억원 내외의 이익 개선 효과 기대, 3) 자회사 생산능력 확대를 통한 건강기능식품 해외 성장: 덴마크 공장·비오팜 모두 수요 대비 공급이 부족해 생산 확대가 곧 매출 증가로 이어지며, 연간 매출 증가 여력은 300억원대 중반으로 추정
- 2026F PER 12.7배·PBR 0.5배로 PBR 밴드 최하단. ROE 하락(2026년 4.1%), 본사 매출 정체, 낮은 유통주식 비율이 반영된 결과로 판단. 판매채널 전환과 생산 내재화 효과로 ROE가 7% 내외로 회복되면 PBR 0.7배 이상으로 회복할 여지가 있으며, 그 전까지는 시가총액의 약 30%에 달하는 순현금과 고배당이 밸류에이션 하방을 지지할 전망

주가 및 주요이벤트

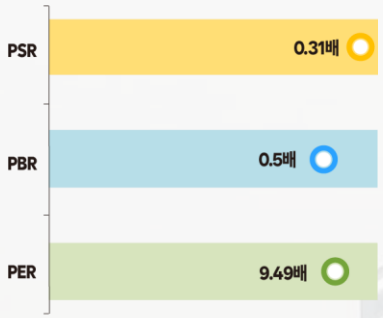


재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2025년 기준, PBR은 2Q26 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

에이치피오 (357230)

KOSDAQ
건강관리장비와서비스

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

국내 수입 유산균 1위 '덴프스' 기반의 건강기능식품 브랜드 기업

동사는 2012년 설립돼 2021년 5월 코스닥에 상장했으며, 건강기능식품 브랜드 '덴프스'를 중심으로 키즈·화장품까지 사업을 확장. 1H26 연결 매출 비중은 건강기능식품 73.4%, 키즈 25.5%이며, '덴마크유산균이야기'는 국내 수입 유산균 시장 1위(점유율 44%), 중국향 '하이앤고고'는 키 성장 밀크파우더 시장 1위. 2026년은 유로 강세에 따른 원가 부담으로 매출 2,820억원(+9.2% YoY)·영업이익 120억원(-11.4% YoY, OPM 4.3%)·지배주주순이익 62억원(-26.0% YoY) 전망

투자포인트: 고배당 매력과 건강기능식품의 수익성 개선·해외 성장

① 주주환원 본격화로 부각되는 고배당 매력: 2025년 연결 배당성향을 29%(전년 23%)로 높이며 고배당 정책으로 전환. 2026년 일반주주 DPS 80원(+14.3% YoY), 예상 배당수익률 4.2% 전망. 고배당 기조는 배당 정책(고배당·일반주주 우대 차등배당), 세제 유인(분리과세 요건 유지), 재무 여력(순현금 약 250억원)이 뒷받침해 지속 가능성이 높으며, 이익 회복 시 배당성장주로 재평가 가능

② 건강기능식품 수익성 개선: 1H26 본사('덴프스') 매출의 약 38%를 차지하는 홈쇼핑은 공헌이익률이 한 자릿수로 가장 낮은 채널. 오프라인 채널 확대를 통한 판매채널 전환(연간 약 50억원)과 2027년 덴마크 공장 캡슐 라인 설치를 통한 생산 내재화(10억원 내외)로 연간 60억원 내외의 이익 개선 효과 기대. 이는 본사 영업이익률을 2025년 6.1%에서 목표 수준인 약 10%까지 끌어올릴 수 있는 규모로, 본격적인 효과는 2027년 이후 가시화 전망

③ 자회사 생산능력 확대를 통한 건강기능식품 해외 성장: 덴마크 공장은 가동률을 1H26 30.3%에서 2027년 60~70%로 높여 중국 '하이앤고고' 대기 수요(약 200억원)에 대응하고, 비오팜은 미국 '뉴트리코스트'향 공급 확대와 2027년 화성 공장 증설로 신규 글로벌 고객 확보 추진. 두 자회사 모두 수요 대비 공급이 부족한 상태로 생산 확대가 곧 매출 증가로 이어지는 구조이며, 연간 매출 증가 여력은 300억원대 중반(2026년 추정 건강기능식품 부문 매출의 15%, 연결 매출의 10% 상회)으로 추정

밸류에이션: PBR 밴드 최하단, 재평가는 이익 회복이 관건

현재 주가는 2026F PER 12.7배·PBR 0.5배로 PBR 밴드 최하단. 이익 감소에 따른 ROE 하락(2026년 4.1%), 본사 매출 정체, 낮은 유통주식 비율이 반영된 결과로 판단. 건강기능식품 업종 전반이 PBR 0.3~0.6배로 할인받고 있으나, 동사 ROE는 비슷한 PBR의 노바렉스(14.8%)의 3분의 1에 못 미쳐 저평가로 보기는 어려운 상황

재평가는 이익 회복이 단계적으로 확인되는 과정에서 진행될 전망. 4Q26 고환율 구간 재고 소진에 따른 원가 부담 완화에 이어, 2027년 판매채널 전환과 생산 내재화 효과가 실현되면 ROE는 7% 내외로 회복 가능. 이후 본사 영업이익률이 목표(약 10%)에 근접하는 등 이익 개선이 반복 확인되면 PBR은 2024~2025년 수준(0.7배) 이상으로 회복할 여지. 이익 회복 확인 전까지는 시가총액의 약 30%에 달하는 순현금과 예상 배당수익률 4.2%가 밸류에이션 하방을 지지할 전망

Forecast earnings & Valuation

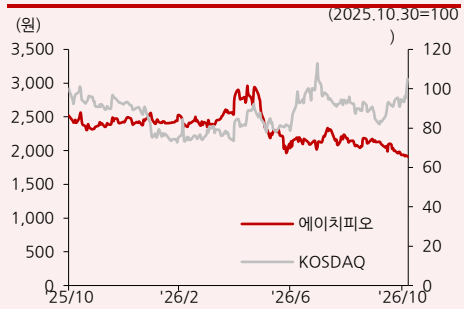
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	1,960	2,320	2,428	2,582	2,820
YoY(%)	22.9	18.4	4.7	6.3	9.2
영업이익(억원)	175	221	80	135	120
OP 마진(%)	8.9	9.5	3.3	5.2	4.3
지배주주순이익(억원)	115	152	64	84	62
EPS(원)	278	367	152	201	151
YoY(%)	-33.9	31.7	-58.6	32.5	-24.9
PER(배)	12.8	10.9	16.1	12.0	12.7
PSR(배)	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	5.5	6.4	8.9	5.8	5.2
PBR(배)	1.0	1.2	0.7	0.7	0.5
ROE(%)	8.2	11.0	4.6	5.7	4.1
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.4	2.9	4.2

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/6)	1,909원
52주 최고가	2,960원
52주 최저가	1,909원
KOSDAQ (11/6)	644.27p
자본금	210억원
시가총액	785억원
액면가	500원
발행주식수	41백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	1억원
외국인지분율	1.00%
주요주주	이현용 외 14 인73.46%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.4	-30.8	-22.2
상대주가	28.0	29.9	8.4

참고

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

기업 개요

1 회사개요 및 연혁

2012년 설립돼 2021년 코스닥에 상장한 건강기능식품 브랜드 기업으로, '덴마크유산균이야기'를 기반으로 원료 조달·제조·해외 판매까지 밸류체인을 확장하고 M&A로 키즈·화장품 사업에 진출. 연결 매출은 2017년 283억원에서 2025년 2,582억원으로 증가

에이치피오는 2012년 4월 설립된 건강기능식품 기업으로, 유산균·비타민 브랜드 '덴프스(Denps)'를 중심으로 건강기능식품의 기획·판매를 주력 사업으로 영위하고 있다. 2021년 5월 코스닥 시장에 상장했으며, 본사는 서울 영등포구에 위치한다. 2025년 연결 기준 매출액은 2,582억 원, 영업이익은 135억 원(영업이익률 5.2%)을 기록했다.

동사는 스스로를 '건강생활 전 영역을 아우르는 브랜드 빌더'로 정의하며, 생활·건강 분야에서 다수의 브랜드를 운영하는 미국 P&G를 지향점으로 삼고 있다. 건강기능식품을 기반으로 유아동 모빌리티·의류, 화장품까지 사업 영역을 확장해 온 것도 이러한 전략의 연장선으로 판단된다.

건강기능식품 사업은 브랜드를 기반으로 원료 조달, 생산, 해외 판매까지 밸류체인을 확대해 왔다. 동사는 2013년 '덴마크유산균이야기'를 출시하며 유산균 시장에 진입했으며, 2016년 덴마크 현지법인(Denps ApS) 설립을 통해 현지 원료 조달 거점을 확보했다. 이후 2019년 건강기능식품 제조사 비오팜을 인수해 제조 역량을 확보했고, 2023년에는 덴마크 공장을 인수해 현지 생산 기반을 갖췄다. 해외 시장에서는 2020년 중국 판매법인을 확보하며 키 성장 밀크파우더 '하이앤고고'의 현지 판매를 전개하고 있다.

건강기능식품 외 사업은 M&A를 통해 확장했다. 2021년 스위스 킥보드 브랜드 '마이크로'의 국내 유통사를, 2023년 아동복 브랜드 '아프리콧스튜디오'를 인수한 뒤 양사를 합병해 (주)아른을 출범시켰으며, 2025년에는 더마 화장품 기업 주닥을 인수하며 화장품 사업에 진출했다. 이 과정에서 연결 매출액은 2017년 283억 원에서 2025년 2,582억 원으로 증가했다.

연혁

2012~2020

2012	H.PIO 설립(건강생활 그룹의 시작)
2013	덴마크 유산균 이야기 론칭 (프리미엄 건기식 시장 공략)
2019	비오팜 인수 (제조 내재화, 원가 경쟁력 확보)
2020.07	비오팜 추가 지분 취득 후 자회사 편입
2020.09	High&gogo Denps 인수

2021~2023

2021	아른 편입·코스닥 상장(라이프스타일 영역 확장)
2021.12	싱가포르 자회사 DENPS GLOBAL PTE.LTD. 설립
	(주)지오인포테크이노베이션 지분 취득
2023.01	덴마크 공장 인수 (인수자 Denps ApS)
	(주)아프리콧스튜디오 인수
	(주)올바른 인수
2023.12	(주)지오인포테크이노베이션 법인명 (주)아른으로 변경

2024~

2024	에디션덴마크 인수
2024.04	Copenhagen recipe ApS 설립
2024.08	(주)디에디션헬스 설립
2024.10	(주)에디션덴마크 경영권 취득
2025	주닥 인수(에이치피오 최고 매출 달성, 비오팜 제2공장 가동)
2025.08	(주)주닥(JOODOC) 경영권 취득

자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 주주구성

창업주 이현용 외 14인이 73.5%를 보유해 실질 유통물량은 제한적. 2026년 3월 선임된 최승호 대표이사가 신사업 안착과 글로벌 사업 확대를 중심으로 경영을 총괄

2026년 11월 6일 기준 동사의 최대주주는 창업주 이현용으로 29,481,687주(지분율 71.7%)를 보유하고 있으며, 특수관계인을 포함한 최대주주 측 합산 지분은 30,194,123주(지분율 73.5%)다.

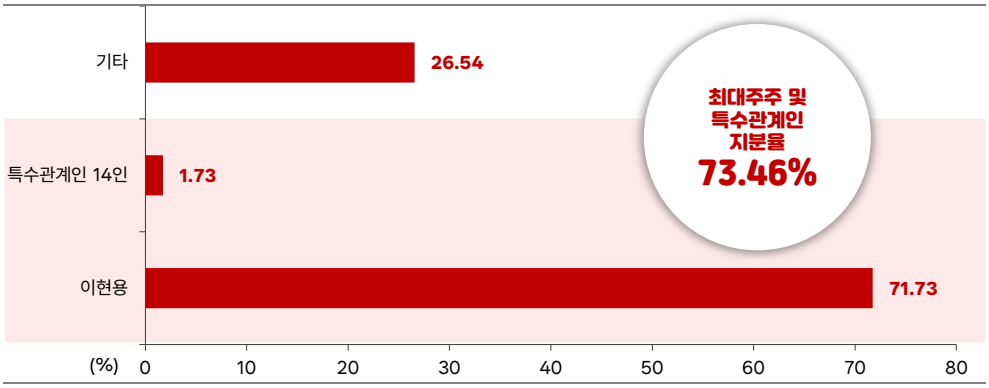
이현용 창업주는 연세대 경영학과를 졸업하고 GS홈쇼핑에서 약 16년간 방송제작을 담당한 유통 전문가로, 2012년 동사를 설립했으며 프리미엄 브랜드 전략을 기반으로 '덴마크유산균이야기'를 국내 수입 유산균 시장의 대표 브랜드로 성장시켰다.

현재 경영은 2026년 3월 선임된 최승호 대표이사가 총괄하고 있다. 최 대표는 법무법인 광장 출신 변호사로, 2025년

부터 동사 기타비상무이사로 경영에 참여해 왔다. 이번 선임은 뷰티 디바이스 등 신사업의 안착과 글로벌 사업 확대에 초점을 맞춘 인사로 파악된다.

한편, 최대주주 측 지분이 73%를 넘어 유통주식 비율이 약 27%에 불과한 만큼 실질 유통물량이 제한적이라는 점은 유의할 필요가 있다. 동사는 유통주식 확대 방안을 검토 중인 것으로 파악되나, 아직 구체적인 계획은 확인되지 않는다.

주주 구성 (2026.11.06 기준)



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 사업내용

1H26 연결 매출의 73.4%가 건강기능식품, 25.5%가 키즈에서 발생하나, 영업이익은 건강기능식품 34억원·키즈 35억원으로 비슷한 수준. 매출 규모가 큰 건강기능식품의 수익성 회복 여부가 전사 이익의 방향을 좌우

동사는 건강기능식품, 키즈, 화장품 사업을 영위하고 있다. 건강기능식품은 본사(덴프스)와 자회사 비오팜·해외 법인이, 키즈 사업(모빌리티 기기·유아동의류)은 자회사 아른이, 화장품은 자회사 주닥이 담당한다.

1H26 연결 기준 매출 비중은 건강기능식품 73.4%, 키즈 25.5%로 매출의 대부분이 건강기능식품에 집중되어 있다. 반면 영업이익률은 건강기능식품 3.3%, 키즈 9.6%로, 영업이익은 건강기능식품 34억 원, 키즈 35억 원으로 비슷한 수준이다. 이에 따라 매출 규모가 큰 건강기능식품 사업의 수익성 회복 여부가 향후 전사 이익의 방향을 좌우할 것으로 판단된다. 이하 사업별 내용은 회사별 수익성을 파악하기 위해 내부거래 제거 전 실적을 기준으로 작성했다.

1) 건강기능식품(1H26 매출비중 76.0%, 영업이익률 0.9%)

건강기능식품 사업은 브랜드 기획·판매를 담당하는 본사, 제조를 담당하는 자회사 비오팜, 해외 판매·생산을 담당하는 해외 법인으로 구성된다.

① 덴프스(본사, 1H26 매출 563억 원, 영업이익률 2.6%)

• 사업 구조: 본사는 자체 생산설비 없이 '덴프스(Denps)' 브랜드 제품의 기획·판매를 주력 사업으로 영위하고 있다. 원료와 제형을 결정한 뒤 외부 전문 제조사 또는 자회사 비오팜에 생산을 위탁하고, 완제품을 매입해 판매하는 구조다.

• 제품 구성: 유산균과 비타민이 주력이며, 오메가3·콜라겐 등으로 제품군을 확대하고 있다. 하이엔드 프로바이오틱스 제품인 '덴마크유산균이야기'를 중심으로 한 유산균 매출은 2025년 연간 781억 원으로, 같은 해 본사 별도 매출(1,105억 원)의 약 71%, 연결 매출(2,582억 원)의 약 30%를 차지한다.

• 생산 및 원료 조달: '덴마크유산균이야기'는 덴마크 원료사 노보네시스(Novonesis, 세계 최대 유산균 원료 기업)에서

조달한 원료를 이탈리아 위탁 제조사가 제품화하며, 완제품은 유로화로 수입한다. 비타민 제품 '트루바이타민'은 비오팜이 생산한다.

② 비오팜(건강기능식품 제조, 1H26 매출 310억 원, 영업이익률 3.0%, 지분율 50.9%)

• 사업 구조: 비오팜은 동사가 2019년 10월 인수한 건강기능식품 전문 제조사로, 고객사가 설계한 제품을 생산하는 OEM(주문자상표부착생산)과 제품 개발까지 수행하는 ODM(제조자개발생산)을 함께 영위하고 있다.

• 지분 구조: 1H26 말 기준 동사의 비오팜 지분율은 50.9%이며, 나머지 약 49% 중 약 30%는 2024년 5월 투자한 재무적 투자자(FI: 키움-뉴메인-KJE 헬스케어 신기술사업투자조합, (주)빅솔)가 보유하고 있다. 해당 투자자는 비오팜이 기한 내 상장하지 못할 경우 동사에 보유 지분의 매수를 청구할 수 있으며, 동사는 이를 1H26 말 기준 약 205억 원의 부채로 인식하고 있다. 투자 기간은 2027년 만료되며, 기간 연장 또는 신규 투자자 유치를 통한 FI 교체가 검토되고 있는 것으로 파악된다.

• 생산설비: 화성 제1공장에서 정제(알약)·분말·하드캡슐 등 고형제를, 2025년 가동을 시작한 평택 제2공장에서 연질캡슐(오메가3 등 액상 원료를 부드러운 피막으로 감싼 캡슐)을 생산한다. 1H26 생산실적 금액 기준 비중은 화성 84%(257억 원), 평택 16%(49억 원)로 고형제가 대부분을 차지한다.

• 제형별 수익성: 연질캡슐은 동일 제품을 장기간 연속 생산할 수 있어 영업이익률이 10% 이상인 반면, 고형제는 품목을 바꿀 때마다 라인 세척이 필요해 5% 내외에 그치는 것으로 파악된다.

③ 해외 법인(하이앤고고·덴마크 공장, 1H26 매출 272억 원, 영업이익률 -4.8%)

• 사업 구조: 해외 사업은 '하이앤고고'를 판매하는 중국 법인과 원료 조달·생산을 담당하는 덴마크 법인으로 나뉜다. 동사는 해외 법인 지분을 직접 보유하는 동시에 싱가포르 지주법인 DENPS GLOBAL(지분율 53.2%) 등 자회사를 통해 간접적으로도 보유하고 있으며, 이하 해외 법인 지분율은 직접·간접 보유분을 합산한 동사의 실질 지분율이다.

• 중국 법인(판매, 지분율 76.6%): Highandgogo Denps (Shanghai) Trading은 2020년 9월 현지 무역회사(Hyosung Trading)를 인수해 사명을 변경한 판매법인으로, 1H26 매출 112억 원을 기록했다. 주력 제품인 '하이앤고고'는 3~14세 어린이용 키 성장 유기농 밀크파우더로, 동사가 중국 시장을 겨냥해 자체 개발한 브랜드다. 샘즈클럽(월마트 운영 창고형 할인점)·징둥(JD) 등 온·오프라인 채널과 왕홍(인플루언서) 라이브커머스를 통해 판매하고 있으며, '메이드 인 덴마크' 브랜드 이미지 유지를 위해 국내에서는 판매하지 않는다.

• 덴마크 법인(원료 조달·생산): 2016년 설립한 원료 조달·판매 법인 Denps ApS(지분율 71.9%)와 덴마크 공장을 운영하는 제조 법인 Pio Pharm Denmark(지분율 59.3%)로 구성되며, 1H26 매출은 각각 57억 원, 41억 원을 기록했다. 동사는 기존에 '하이앤고고'를 외부 위탁 생산업체를 통해 생산했으나, 위탁업체의 품질 문제와 부도를 겪은 이후 2023년 1월 Denps ApS를 통해 덴마크 공장을 약 66억 원에 인수해 직접 생산하고 있다. 덴마크 공장의 연간 생산능력은 금액 기준 약 300억 원 규모다.

2) 키즈: 아른(1H26 매출비중 24.0%, 영업이익률 9.6%, 지분율 57.8%)

아른은 킥보드 유통사 '지오인포테크이노베이션'이 2023년 12월 아동복 기업 '아프리콧스튜디오'를 흡수합병한 뒤 사명을 변경한 회사로, 0~13세 자녀를 둔 가족을 대상으로 킥보드·의류·유아용품 판매 사업을 영위하고 있다. 1H26 말 기준 동사의 아른 지분율은 57.8%이며, 나머지 42.2%는 마이크로 본사(스위스, 약 5%) 등 기존 주주가 보유하고 있

다. 기존 주주는 아른이 신규 상장을 위한 노력을 하지 않는 등 일정 요건에 해당할 경우 보유 주식을 아른에 매도할 수 있는 권리(주식매수요청권)를 갖고 있다.

① 마이크로킥보드(모빌리티 기기, 1H26 매출 247억 원, 영업이익률 11.9%)

• 사업 구조: 아른은 스위스 킥보드 브랜드 '마이크로(Micro)'의 한국·일본 독점 유통권을 보유하고 있다. 일본은 공동기업 Micro Scooter Japan을 통해 판매하나 현지 수요 부진으로 마이크로킥보드 매출은 사실상 전액 국내에서 발생한다. 국내 독점 계약은 10년 계약 기간 중 약 7년이 남아 있으며, 계약 만료 이후에도 아른이 우선협상권을 보유하고 있다. 마이크로 본사가 아른 지분을 보유하고 있어, 양사는 단순 공급 계약을 넘어 긴밀한 협력 관계로 파악된다. 한편, 마이크로 본사는 국내 킥보드 시장의 성장을 아른의 유통 역량에 따른 성과로 평가하고 있어, 국내 직접 진출 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

• 제품·판매: 주력 제품은 18개월~13세 어린이용 킥보드이며, 바이크·러기지 캐리어 등으로 제품군을 확대하고 있다. 완제품을 수입해 백화점·대형마트·온라인 채널 등을 통해 판매하며, 어린이날이 있는 2분기에 매출이 집중되는 계절성을 보인다.

• 가격 결정력: 마이크로는 국내 어린이용 킥보드 시장을 처음 개척했으며, 경쟁 프리미엄 브랜드가 부재한 가운데 시장 점유율 1위를 유지하고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 공급가·환율 상승분을 판매가에 일정 부분 전가할 수 있으며, 실제로 2026년에는 주력 모델 '맥시 T 디럭스 LED'의 판매가를 24만 1천 원에서 25만 3천 원으로 약 5% 인상했다.

② 아프리콧스튜디오(유아동의류, 1H26 매출 114억 원, 영업이익률 4.7%)

• 제품 구성: '아프리콧스튜디오'는 0~7세 대상 자체 유아동 의류 브랜드로, 인스타그램 팔로워 약 20만 명의 팬덤을 기반으로 유아용품·가구·스킨케어 등으로 품목을 확대하고 있다.

• 판매 방식 전환: 동 브랜드는 룩북(시즌 신상품을 모델 착용 사진으로 소개하는 화보)을 먼저 공개하고 선주문받은 수량만 생산하는 프리오더(사전 주문) 방식으로 성장해, 재고 부담이 거의 없는 구조였다. 다만 외형 확대에 한계가 있어 매장 상설 판매 방식으로 전환했으며, 이에 따라 재고를 상시 보유해야 하는 구조로 변경된 것으로 판단된다.

3) 화장품: 주닥(1H26 매출 14억 원, 영업이익률 -6.7%, 지분율 52.0%)

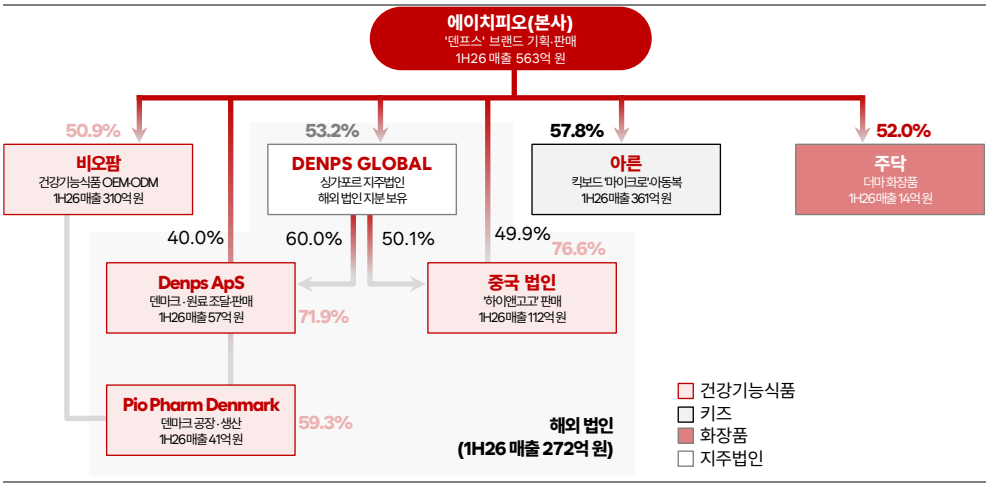
주닥은 동사가 2025년 8월 경영권을 인수한 더마코스메틱(피부과학 기반 화장품) 기업으로, 그룹 실적 기여는 아직 제한적이다. 1H26 말 기준 동사의 주닥 지분율은 52.0%이며, 나머지 48.0%는 기존 주주가 보유하고 있다.

• 제품 구성: '주닥(JOODOC)'은 14년 차 피부과 전문의가 개발한 프리미엄 더마코스메틱 브랜드로, 피부 타입별 스킨케어 12종을 판매하고 있으며 피부 보습 관련 특허를 보유하고 있다.

• 판매 채널: 국내에서는 올리브영·29CM·더현대 등을 통해, 해외에서는 미국 아마존과 현지 오프라인 매장을 통해 판매하고 있다.

• 미국 선진출 전략: 국내 화장품 시장은 브랜드 간 마케팅 경쟁이 치열해 주닥과 같은 프리미엄 신규 브랜드가 인지도를 확보하기 어렵다. 이에 동사는 미국에서 먼저 인지도를 쌓은 뒤 국내로 확대하는 전략을 추진하고 있다. 이를 위해 미국에서 플래그십 매장을 중심으로 성장한 컬러렌즈 브랜드 '하파크리스틴'의 LA 매장에 입점했으며, 2026년 8월에는 하파크리스틴에 약 40억 원을 투자해 협력 관계를 강화한 것으로 파악된다.

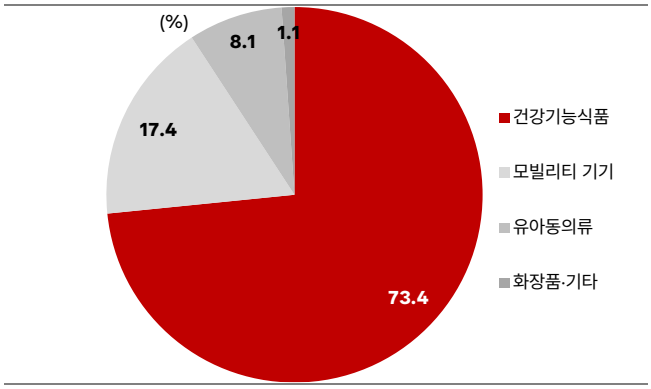
에이치피오 지분 구조 (1H26 기준)



주: Pio Pharm Denmark는 비오팜과 Denps ApS가 공동 보유(회사별 지분율 미공시)

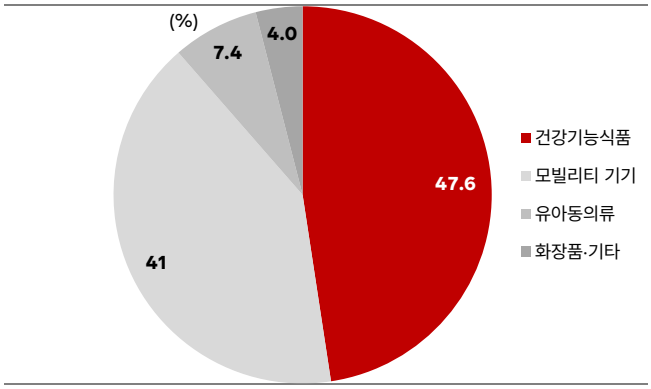
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

1H26 사업부문별 매출 비중(연결)



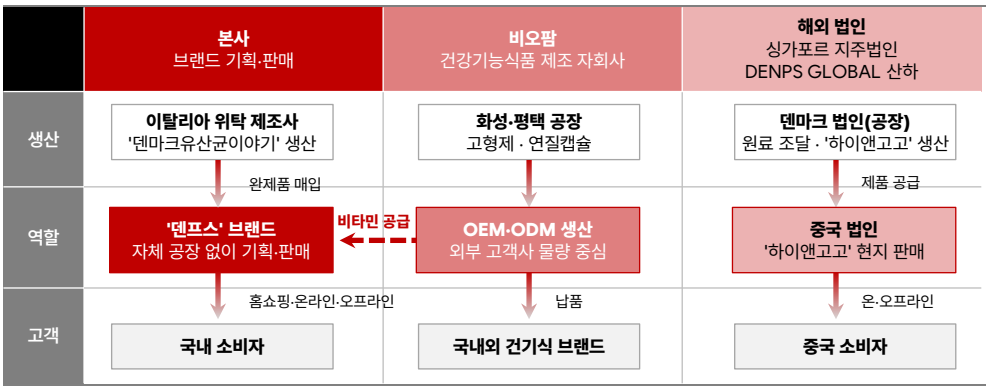
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

1H26 사업부문별 영업이익 비중(연결)



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

건강기능식품 사업 구조도



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 국내 건강기능식품 시장: 외형 정체 속 품목·채널 재편

국내 시장은 2022년 6조 1,498억원을 정점으로 6조원 안팎에서 정체. 품목은 홍삼에서 비타민·무기질로 이동하고, 판매채널은 온라인과 올리브영·다이소·편의점 등 신유통 채널로 다변화

국내 건강기능식품 시장은 6조 원 안팎에서 정체돼 있다. 소비자 구매액 기준 시장 규모는 2022년 6조 1,498억 원으로 정점을 기록한 뒤 2024년 5조 9,531억 원으로 감소했으며, 2025년에도 5조 9,626억 원(+0.2% YoY)으로 전년 수준에 머물렀다(자료: 한국건강기능식품협회). 2025년 건강기능식품 구매경험률이 83.6%에 달해 국내 가구 대부분이 이미 건강기능식품을 구매하고 있다는 점을 감안하면, 신규 소비자 유입을 통한 외형 확대는 어려운 국면으로 판단된다.

다만 시장의 품목 구성은 변화하고 있다. 제조사 매출액 기준으로 선물 수요 비중이 높은 홍삼은 2021년 1조 472억 원에서 2025년 7,845억 원으로 25.1% 감소해, 전체 매출액에서 차지하는 비중이 26.0%에서 19.2%로 하락했다. 반면 개인이 매일 섭취하는 비타민·무기질은 같은 기간 3,354억 원에서 7,875억 원으로 2배 이상 증가해 홍삼을 넘어 최대 품목으로 올라섰다. 프로바이오틱스는 2022~2024년 3년 연속 감소한 뒤 2025년 6,538억 원(+2.2% YoY)으로 소폭 반등하는 데 그쳤다(자료: 식품의약품안전처).

판매채널은 온라인을 중심으로 재편됐다. 2025년 소비자 구매처 비중은 인터넷몰이 71.0%로 가장 높으며, 대리점·방문판매 등 대면 채널의 비중은 2024년 기준 2020년의 절반 이하로 낮아졌다(자료: 한국건강기능식품협회).

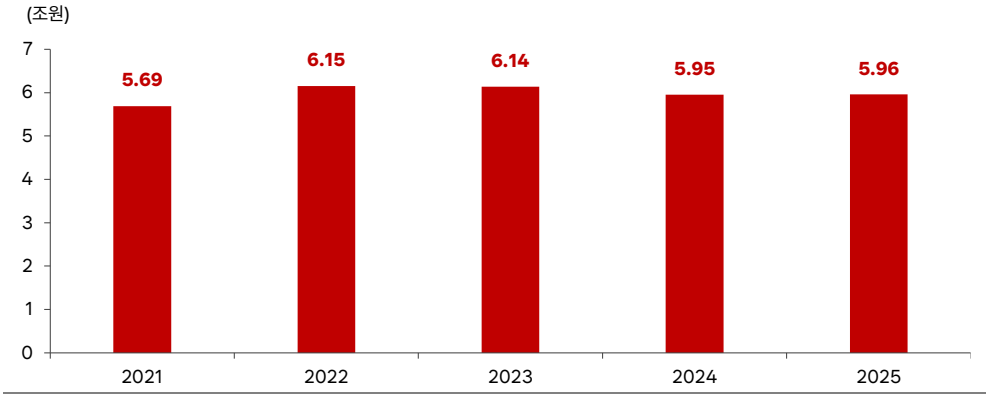
한편 오프라인에서는 다이소·편의점·올리브영 등 소비자가 일상적으로 방문하는 유통 채널(이하 신유통 채널)이 새로운 판로로 부상하고 있다. 다이소의 건강기능식품 매출은 3Q26 전년 동기 대비 약 80% 증가했으며, 다이소에 건강기능식품을 공급하는 업체 수도 2025년 말 13곳에서 2026년 9월 말 25곳으로 증가했다.

편의점 업계에서도 CU(약 6천 개)와 GS25(약 5천 개) 등 1만 개 이상 점포가 건강기능식품 판매 인허가를 확보했다. 올리브영은 기존 매장에 더해 2026년 초 건강기능식품·이너뷰티 등 웰니스 상품 전문 매장 '올리브베러'를 열었으며, 연내 10개 매장으로 확대할 계획이다.

이들 채널의 성장은 젊은 소비층을 중심으로 한 수요 변화에서 출발한다. 2019년 이후 연평균 건강기능식품 구매액 증가세는 20대에서 가장 가파르다(자료: 한국건강기능식품협회). 이에 올리브영·다이소·편의점 등 주요 유통사는 건강기능식품을 신규 성장 카테고리로 정하고 판매 공간을 확대하고 있으며, 상품도 젤리·구미·스틱·액상 등 섭취가 간편한 제형과 기존 제품보다 가격대가 낮은 채널 전용 제품을 중심으로 구성하고 있다. 낮은 가격과 높은 접근성이 20대 등 젊은 소비층의 수요를 흡수하고 있다는 점에서, 신유통 채널의 성장은 지속될 것으로 판단된다.

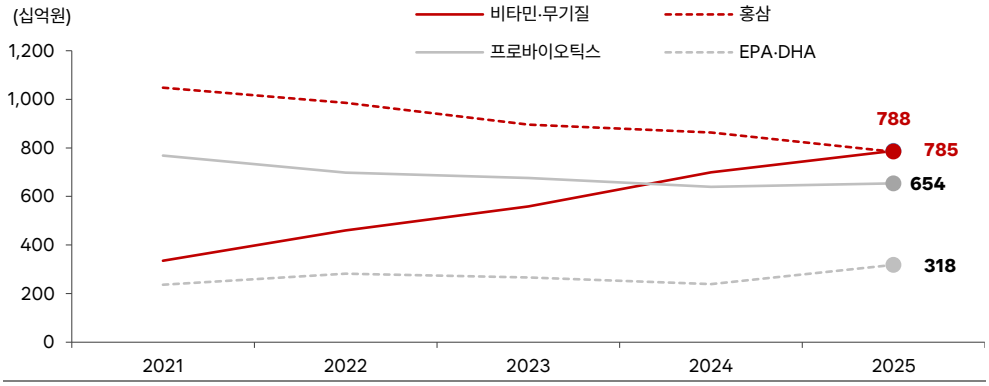
종합하면 국내 시장은 외형 성장이 제한적인 가운데, 품목은 비타민 등 일상 섭취형 제품으로 이동하고 판매채널은 온라인과 올리브영·다이소·편의점 등 신유통 채널로 다변화되고 있다. 시장 전체의 성장보다 품목·채널 변화에 대응하는 속도가 브랜드사의 실적을 좌우하는 국면으로, 특히 동사의 주력 품목인 프로바이오틱스처럼 시장 규모가 정체된 품목에서는 신유통 채널 진입을 통한 외형 확대가 관건이 될 것으로 판단된다.

국내 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 한국건강기능식품협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 품목별 매출액 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 해외 시장: 성장하는 글로벌 수요, 확대되는 국내 제조사 수출

세계 시장은 2025~2028년 연평균 5.8% 성장 전망. 미국의 제조 인프라 부족과 중국 유통 구조 변화로 국내 수출은 2025년 3억 1,817만달러(+14.2% YoY)로 확대됐으며, 2026년 중국 규제에 따른 둔화에도 중장기 수주 기회는 확대 전망

국내 시장과 달리 해외 시장은 성장을 이어가고 있다. 세계 건강기능식품 시장은 2025년 2,013억 달러로 전년 대비 5.7% 성장한 것으로 추정되며, 2025~2028년에도 연평균 5.8% 성장할 전망이다(자료: New Hope Network, 식품의약품안전처 재인용). 국가별로는 2024년 기준 미국이 세계 시장 점유율 36.4%로 1위, 중국이 14.4%로 2위이며, 두 국가가 세계 시장의 절반가량을 차지한다.

이러한 해외 수요를 바탕으로 국내 제조사의 수출도 확대되고 있다. 국내 건강기능식품 수출액은 2022년 2억 1,522만 달러에서 2025년 3억 1,817만 달러(+14.2% YoY)로 증가했으며, 전체 매출액 중 수출 비중도 2021년 5.7%에서 2025년 11.1%로 높아졌다(자료: 식품의약품안전처). 이는 미국과 중국에서 국내 제조사에 대한 수요가 증가한 데 따른 것으로 판단된다.

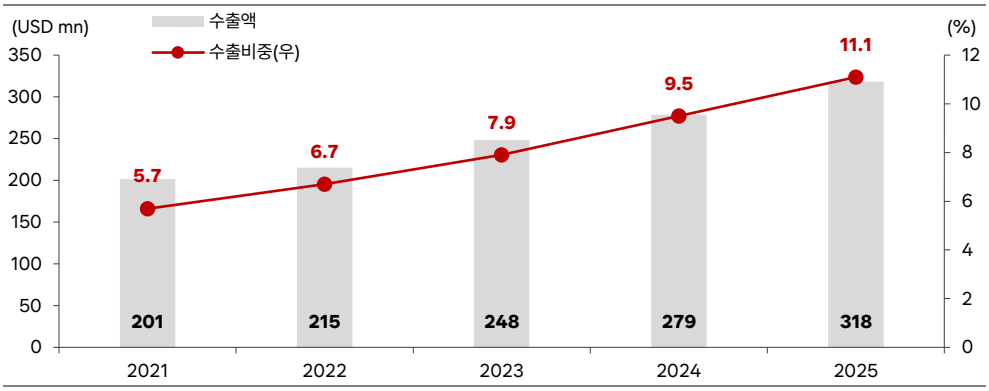
미국은 세계 최대 시장이지만 현지 제조 인프라가 부족해, 다양한 제형을 빠르게 개발·생산할 수 있는 국내 제조사에 대한 수요가 새롭게 창출되고 있다.

중국에서는 유통 구조 변화가 기회 요인으로 작용하고 있다. 과거 다단계 중심이던 중국 건강기능식품 유통은 코로나19 이후 온라인·해외직구 중심으로 빠르게 재편됐다. 이에 해외직구로 중국에 진출하는 글로벌 브랜드가 증가하면서, 이들 브랜드가 국내 제조사를 아시아 생산기지로 활용하고 있다. 여기에 2018년 취안젠(权健) 사건(건강식품 허위 광

고·불법 다단계) 이후 중국 소비자가 품질과 원산지를 중시하게 되면서, 해외에서 생산된 프리미엄 제품에 대한 선호도 높아졌다. 다만 2026년 상반기부터 중국 정부가 해외직구 건강식품의 허위 표시 규제를 강화하면서 2026년 중국향 수출은 둔화되고 있다. 규제로 저품질 제품이 정리되면 수요는 품질 경쟁력을 갖춘 제품 중심으로 재편될 것으로 판단되나, 주문 회복까지는 시간이 필요할 전망이다.

종합하면 해외 시장은 국내 시장 정체를 보완하는 성장처로, 단기 변동성에도 생산 역량을 갖춘 국내 제조사의 해외 수주 기회는 중장기적으로 확대될 것으로 판단된다.

건강기능식품 수출액 및 수출 비중 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 산업 구조: 낮은 진입장벽, 소수 브랜드로 집중되는 매출

제조는 GMP 설비가 필요해 상위 3개사가 생산액의 30.2%를 차지하고, 브랜드는 진입이 쉽지만 매출 100억원 이상 56개 품목(0.1%)이 전체 매출의 32.2%를 차지. 상위 업체 간에도 신유통 채널 대응에 따라 실적이 차별화

건강기능식품 산업은 '원료 공급 - 제조(OEM·ODM 포함) - 브랜드(판매) - 유통'으로 이어지는 밸류체인으로 구성된다. 각 단계는 요구되는 설비와 인허가 수준이 달라 진입장벽과 경쟁강도에도 차이가 있다. 「건강기능식품에 관한 법률」상 제조업은 영업허가와 GMP(우수건강기능식품 제조기준) 설비를 갖춰야 하지만, 판매업은 신고만으로 진입할 수 있어 브랜드·유통 단계의 경쟁강도가 높은 구조다. 실제로 건강기능식품 제조업소는 2025년 기준 613곳(자료: 식품의약품안전처)인 반면, 판매업소는 2023년 기준 12만 6,804곳에 달한다(자료: 한국건강기능식품협회).

• 원료는 고시형 원료(식품의약품안전처가 기준·규격을 고시해 누구나 사용할 수 있는 원료로, 비타민·홍삼·프로바이오틱스 등)와 개별인정형 원료(개별 기업이 기능성을 입증해 인정받은 원료로, 인정받은 기업만 사용 가능)로 구분된다. 제조사 매출액 기준 고시형 원료 제품은 2022년 3조 3,184억 원에서 2025년 3조 4,247억 원으로 3.2% 증가한 반면, 개별인정형 원료 제품은 같은 기간 8,511억 원에서 6,662억 원으로 21.7% 감소했다(자료: 식품의약품안전처). 이에 전체 매출액에서 고시형 원료 제품이 차지하는 비중은 2025년 83.7%까지 확대됐다. 고시형 원료 비중이 높아지면서 원료만으로 제품을 차별화하기는 어려워지고 있으며, 제품 경쟁력은 원료 자체보다 제형과 브랜드 신뢰도에서 결정되는 구조가 강화되고 있는 것으로 판단된다.

• 제조는 GMP 설비 투자가 필요해 진입장벽이 높고, 상위 업체 중심의 구조를 갖는다. 2025년 생산액 기준 상위 3개사(노바렉스 3,503억 원, 콜마비앤에이치 2,541억 원, 한국인삼공사 2,492억 원)가 국내 건강기능식품 전체 생산액(2조 8,230억 원)의 30.2%를 차지한다(자료: 식품의약품안전처). 이는 판매업체 대부분이 자체 생산설비 없이 외부 제조사에 생산을 위탁하고, 위탁 수요는 제형 개발부터 품질 인증까지 일괄 대응할 수 있는 대형 제조사로 집중되기 때문으로 판단된다. 최근에는 건강기능식품 판매채널 다변화도 제조사의 수주 확대로 이어지고 있다. 올리브영·다이소 등

신유통 채널에서 판매되는 PB(유통사 자체 브랜드)와 신생 브랜드 제품도 대부분 외부 제조사가 생산하고 있다. 다만 신유통 채널 물량은 유통사와 거래 기반을 확보한 일부 제조사로 집중되는 모습이다. 실제로 올리브영의 웰니스 PB '올더베러'는 15개 제품 중 14개를 코스맥스엔비티가 생산하는 것으로 파악된다.

• 브랜드(판매)는 진입이 쉽지만 매출은 소수 제품에 집중된다. 2025년 말 기준 신고된 건강기능식품 4만 6,208개 품목 중 69.0%는 생산실적이 없으며, 연간 매출액 100억 원 이상 품목은 56개(0.1%)에 불과하지만 전체 매출액의 32.2%를 차지한다(자료: 식품의약품안전처). 판매업체 수는 많지만 실제 매출은 소수 브랜드에 집중되는 구조다.

종합하면 건강기능식품 산업은 원료만으로는 제품 차별화가 어려워진 가운데, 제조 단계에서는 진입장벽이 높아 생산 역량을 갖춘 상위 제조사로, 브랜드 단계에서는 진입장벽이 낮아 다수 업체가 진입하지만 소비자 신뢰와 재구매 기반을 확보한 소수 브랜드로 매출이 집중되는 구조다.

주목할 점은 판매채널 다변화와 해외 수요 변화 속에서 상위 업체 간에도 실적이 차별화되고 있다는 것이다. 제조 단계에서는 신유통 채널 고객과 해외 고객 기반을 확보했는지에 따라 수주 흐름이 엇갈리고 있으며, 브랜드 단계 역시 품목 내 지위를 바탕으로 신유통 채널에 안착하는 기업을 중심으로 실적이 차별화될 것으로 판단된다.

건강기능식품 밸류체인



자료: 식품의약품안전처, 한국건강기능식품협회, 농림축산식품부, 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

4. 산업 내 동사 경쟁력: 국내외 1위 브랜드를 육성한 브랜드 역량

'덴마크유산균이야기'(국내 수입 유산균 1위)와 '하이앤고고'(중국 키 성장 밀크파우더 1위)로 두 시장에서 1위 브랜드를 육성. 하이엔드 포지셔닝, '덴마크 프리미엄' 브랜드력, 홈쇼핑으로 축적한 고객 경험이 1위 지위의 기반

외형 성장이 정체되고 브랜드 단계의 진입장벽이 낮은 건강기능식품 산업에서 브랜드사의 실적을 좌우하는 핵심 요인은 소비자 신뢰와 재구매를 이끌어내는 브랜드 경쟁력이다. 동사는 '덴마크유산균이야기'(국내 수입 유산균 시장 점유율 44%, 1위)와 '하이앤고고'(중국 키 성장 밀크파우더 시장 1위)를 통해 국가와 카테고리가 다른 두 시장에서 모두 1위 브랜드를 육성하며 이러한 경쟁력을 입증했다. 동사의 브랜드 역량은 다음 세 가지 경쟁 요인에 기반한 것으로 판단된다.

첫째, 하이엔드 포지셔닝과 일관된 가격 원칙이다. 동사는 차별화된 하이엔드 제품만 출시하고(제품 원칙), 단기 이익을 위한 가격 할인을 하지 않으며(가격 원칙), 유행을 따르지 않고 장기간 유지될 수 있는 제품군을 구축한다(제품군 원칙)는 세 가지 사업 원칙을 유지하고 있다. 실제로 '덴마크유산균이야기'의 판매가(1박스·2개월분 기준 9만 2천 원)는 2023년 이후 동일하게 유지되고 있으며, 동사는 가격 인상보다 상위 프리미엄 제품 출시를 통해 매출을 확대하는 방

향을 택하고 있다. 이러한 하이엔드 포지셔닝은 가격 경쟁이 치열한 온라인 중심 신규 브랜드가 유사 가격대에서 경쟁하기 어려운 진입장벽으로 작용하고 있다. '하이앤고고' 역시 현지에서 모방 제품이 다수 출시됐음에도 2주분 약 8만 5천 원의 높은 가격으로 샘즈클럽 등 상위 유통채널에서 판매되고 있다.

둘째, 덴마크 원산지를 기반으로 축적한 '덴마크 프리미엄' 브랜드력이다. 동사는 2013년 '덴마크유산균이야기' 출시 이후 10년 이상 국내외 주력 브랜드('덴프스'·'하이앤고고')에 이를 일관되게 내세워 왔으며, 현지 원료 법인(2016년)과 공장(2023년)도 직접 운영하고 있다. 현지 원료나 생산 시설은 경쟁사도 확보할 수 있으나, 장기간 브랜드와 결합해 축적된 '덴마크산 프리미엄 제품'이라는 소비자 인식은 후발 업체가 단기간에 재현하기 어려운 경쟁력으로 판단된다.

셋째, 홈쇼핑을 통한 대규모 고객 경험 축적이다. 건강기능식품은 소비자가 효능과 안전성을 따져 구매하는 고관여 제품으로, 사용 경험을 가진 고객층을 먼저 확보한 브랜드가 재구매와 추천을 통해 시장 우위를 이어가는 구조다. '덴마크유산균이야기'는 홈쇼핑을 주력 채널로 성장하며 대규모 고객 사용 경험을 확보했으며, 장 건강 개선 효과를 단기간에 체감할 수 있는 프로바이오틱스 특성상 높은 재구매율과 소비자 추천으로 이어지며 2013년 출시 이후 누적 판매량 1,700만 박스를 기록했다. 판매채널이 온라인과 신유통 채널로 다변화되고 있는 현재도 축적된 고객 기반은 신규 채널에서 브랜드 인지도를 확보하는 토대가 되고 있는 것으로 판단된다.

종합하면 하이엔드 포지셔닝은 저가 경쟁과의 차별화를, '덴마크 프리미엄' 브랜드력은 품질에 대한 소비자 신뢰를, 홈쇼핑을 통해 확보한 고객 경험은 재구매 기반을 형성하고 있으며, 이를 통해 동사의 두 주력 브랜드는 국내와 중국에서 각각 1위 지위를 유지해 온 것으로 판단된다.

투자포인트

1 주주환원 본격화로 부각되는 고배당 매력

2025년 연결 배당성향을 29%로 높이며 고배당 정책으로 전환했으며, 2026년 예상 배당수익률은 4.2%. 차등배당 정책, 분리과세 요건 유지 유인, 시가총액의 약 30%에 달하는 순현금이 뒷받침해 지속 가능성이 높음

동사는 2025년 결산배당에서 연결 배당성향을 전년 23%에서 29%로 높이고 배당금 총액을 전년 대비 69% 증액하며 고배당 정책으로의 전환을 본격화했다. 2026년 일반주주 주당배당금은 80원(+14.3% YoY)으로 상향될 전망이며, 이에 따른 2026년 예상 배당수익률은 4.2%로 높은 수준이다. 동사의 주주환원 정책은 ① 배당 정책 방향(연결 기준 고배당·일반주주 우대 차등배당), ② 세제 유인(고배당기업 배당소득 분리과세 요건 유지), ③ 재무 여력(시가총액의 약 30%에 달하는 순현금)을 기반으로 하고 있어, 단발성 이벤트가 아닌 지속 가능한 정책으로 자리잡을 가능성이 높다. 이러한 배당 정책이 이익 회복과 함께 이어질 경우, 동사는 일시적 고배당주가 아닌 배당성장주로 재평가받을 수 있을 것으로 판단된다.

1) 주주환원 정책: 연결 기준 고배당과 일반주주 우대 차등배당

동사는 별도의 목표 배당성향을 제시하지는 않았으나, FY2024~FY2026 주주환원 계획으로 ① 연결 기준 고배당 정책 유지, ② 일반주주 우대 차등배당, ③ 고배당기업 요건 충족 기조 유지를 제시했으며, 이에 따라 고배당기업 요건(배당성향 40% 이상, 또는 배당성향 25% 이상이면서 배당금 10% 이상 증가)이 향후 배당 규모의 최소 기준으로 작용할 전망이다. 한편, 최대주주 측 지분율이 73.5%로 유통주식 비중이 낮아, 유통주식을 추가로 축소하는 자사주 매입·소각보다는 배당이 주주환원의 중심 수단이 될 것으로 판단된다.

배당 규모는 2025년 고배당 정책 전환을 기점으로 빠르게 확대되고 있다. 동사의 배당성향(연결 지배주주순이익 기준)은 2023년 13%에서 2024년 23%, 2025년 29%로 상승했으며, 2025년 결산 배당금 총액은 24.5억 원으로 전년(14.4억 원) 대비 69% 증가했다. 배당과 함께 자사주 매입·소각도 병행해, 2021년 이후 매입한 자사주 약 99.7만 주(약 96억 원) 가운데 98.7만 주를 2025년 9월과 2026년 9월 두 차례에 걸쳐 소각했으며, 이에 따라 발행주식 수는 약 2.3% 감소했다.

주목할 점은 2022년부터 시행 중인 일반주주 우대 차등배당이다. 차등배당은 최대주주가 일반주주보다 낮은 주당배당금을 받는 방식으로, 동사의 2025년 결산 주당배당금은 일반주주 70원, 최대주주 55원이었다. 차등배당은 향후에도 동사의 기본 배당 정책으로 유지될 전망으로, 일반주주 환원에 대한 동사의 의지를 보여주는 정책으로 판단된다.

배당 확대 기조는 2026년에도 이어질 전망이다. 2026년 일반주주 주당배당금은 80원(+14.3% YoY)으로 상향될 것으로 추정되며, 최대주주와 일반주주 간 주당배당금 차이(15원)가 2025년과 동일하다고 가정하면 배당금 총액은 약 30억 원(+16% YoY)으로 증가하고, 배당성향은 40%대 중반까지 상승할 전망이다. 지배순이익 감소가 예상되는 상황에서도 배당을 상향한다는 점은 이익 변동과 무관하게 고배당 정책을 유지하겠다는 의지로 해석된다.

2) 주주환원 의지: 고배당기업 분리과세 요건 유지 유인

2026년 시행된 고배당기업 배당소득 분리과세 제도는 동사 배당 정책의 지속성을 높이는 장치로 작용할 전망이다. 동 제도는 고배당기업 요건을 충족한 상장사의 배당소득을 다른 소득과 합산하지 않고 14~30%의 세율로 분리과세하는 제도로, 2026년부터 3년간 지급되는 배당에 한시 적용된다. 혜택은 연간 금융소득(이자·배당)이 2천만 원을 넘는 금융소득 종합과세 대상자에게 집중된다. 이들은 기존에는 배당소득이 다른 소득과 합산돼 최고 49.5%(지방소득세 포함)

의 세율을 적용받았으나, 분리과세를 적용받으면 최고 세율이 33%(지방소득세 포함)로 낮아진다(금융소득이 2천만 원 이하인 주주는 기존과 동일하게 14%, 지방소득세 포함 15.4%가 적용돼 세율 변화가 없음).

2026년 동사 예상 배당수익률 4.2%를 기준으로 보면, 연간 배당소득이 3천만~3억 원인 종합과세 최고세율(49.5%) 적용 주주의 세후 배당수익률은 기존 2.5~3.2%(실효세율 25~42%)에서 분리과세 적용 시 3.3~3.5%(실효세율 18~22%)로 0.3~0.8%p 높아진다(지방소득세 포함).

동사는 2025년 결산배당에서 배당성향 29%, 배당금 증가율 69%로 두 번째 요건(배당성향 25% 이상·배당금 10% 이상 증가)을 충족했으며, 2026년에는 배당성향 40%대 중반, 배당금 증가율 16% 내외로 두 요건을 모두 충족할 전망이다. 또한 동 제도는 배당이 2024년보다 감소하면 적용되지 않고, 배당성향이 40%에 미달할 경우 전년 대비 배당이 10% 이상 증가해야 적용돼, 동사 배당의 하방경직성을 높이는 요인으로 작용한다. 동사도 주주들이 분리과세 혜택을 받을 수 있도록 고배당기업 요건을 충족하는 수준의 배당을 지속적으로 유지할 계획인 것으로 파악된다. 특히 일반주주뿐 아니라 최대주주 입장에서도 분리과세를 통해 세후 배당수익을 높일 수 있어, 요건 유지 유인은 높은 것으로 판단된다.

3) 주주환원 능력: 시가총액의 약 30%에 달하는 순현금

주주환원을 지속할 재무 여력은 순현금이 뒷받침한다. 1H26 말 연결 기준 순현금에 하반기 유입되는 '피오인베스트먼트'(금융투자 자회사) 매각 잔금(매각대금 105억 원 − 기수령 선수금 21억 원)을 더하면, 순현금은 약 250억 원(현금성자산 361억 원 − 차입금 135억 원 − 리스부채 65억 원 + 매각 잔금 84억 원)으로 추정된다. 이는 시가총액(11/6 기준 785억 원)의 약 30%, 2026년 추정 배당금 총액(약 30억 원)의 8배를 상회하는 수준이다. 배당을 지급하는 본사 별도 기준으로도 순현금은 120억 원대(현금성자산 71억 원 − 리스부채 31억 원 + 매각 잔금 84억 원)로 2026년 추정 배당금 총액의 4배를 웃돈다. 이를 감안하면 현 수준 이상의 배당을 이어갈 재무 여력은 충분할 것으로 판단된다.

종합하면 동사의 주주환원 의지와 재무 여력을 감안할 때 배당 확대 기조는 당분간 지속될 가능성이 높다. 다만 시장은 높은 배당수익률보다 이익과 함께 배당이 증가하는 배당성장주를 더 높게 평가한다. 지금까지 동사의 배당 확대가 이익 증가보다 배당성향 상향에 기반한 만큼, 본업 이익 회복으로 이익과 배당이 함께 증가하는 구조가 확인될 경우 배당성장주로서 재평가가 가능할 것으로 판단된다.

주주환원 및 주주가치제고 계획

배당현황

배당정책

주주가치 제고를 기본원칙으로 재무구조, 경영환경 등을 고려해 23년도부터 매년 연결 당기순이익 기준 **13%~29% 배당성향 유지** 중
중 브랜드 다각화를 바탕으로 한 '글로벌 건강생활기업' 도약을 목표로 **향후에도 지속적인 배당**을 통해 주주환원 계획

배당지표

구분	2023년	2024년	2025년
매출액	2,320억원	2,428억원	2,581억원
영업이익	220억원	80억원	135억원
당기순이익	191억원	64억원	90억원
주당 현금배당금	100원	35원	70원
배당성향(연결기준)	13%	23%	29%

*2025년 차등배당으로 일반 주주는 70원, 최대주주는 55원 지급

최근 5개년도 주주환원 정책(22~26년)

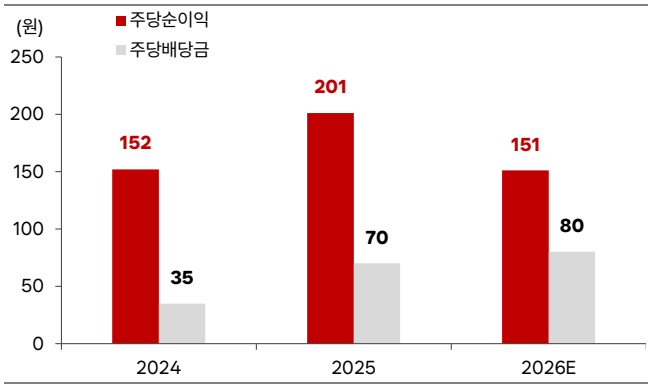
구분	주주환원 정책내용	비고
2022년	차등 배당, 자사주 매입	자사주 약 30만주 취득
2023년	자사주 매입	자사주 약 21만주 취득
2024년	무상증자	100% 무상증자 (1:1)
2025년	고배당 전환 (29%) 및 차등 배당, 자사주 소각	자사주 약 79.6만주(약 90억) 소각
2026년	자사주 매입, 자사주 소각	자사주 약19.1만주(약 55억) 전량 소각

세부 계획

구분	주요 내용 및 정책	비고
배당성향	- 연결 기준 배당성향 고배당 정책 유지 목표	고배당기업
배당정책	- 일반주주 우대 차등배당 실시 - 고배당기업 요건 충족 기조 유지	주주 친화적 배당 정책
소통강화	- 주기적인 IR/기업탐방 대응을 통해 시장과 소통	

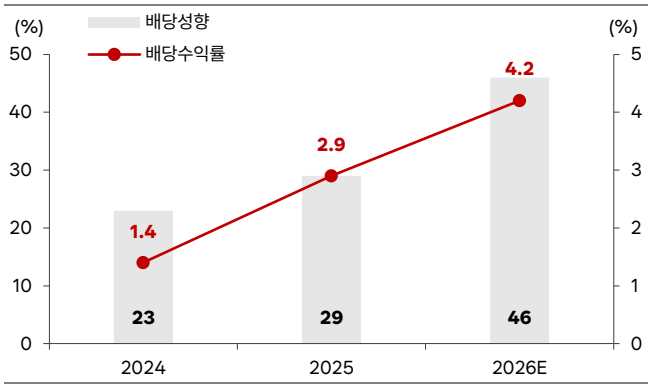
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

주당순이익·주당배당금 추이



주: 1)주당순이익·주당배당금은 무상증자 반영 수정 기준, 2) 주당배당금은 일반주주 기준
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

배당성향·배당수익률 추이



주: 2026E 배당수익률은 2026년 11월 6일 종가 기준
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 건강기능식품 사업의 수익성 개선

본사 매출의 약 38%를 차지하는 홈쇼핑은 공헌이익률이 한 자릿수로 가장 낮은 채널. 오프라인 중심의 판매채널 전환(약 50억원)과 덴마크 공장 생산 내재화(10억원 내외)로 연간 60억원 내외의 이익 개선 효과가 2027년 이후 가시화 전망

동사는 건강기능식품 브랜드 '덴프스'의 판매채널 전환과 생산 내재화를 통해 수익성 개선을 추진하고 있다. 공헌이익률이 높은 온라인·오프라인 채널의 비중을 확대하는 한편, 2027년부터는 주력 제품인 '덴마크유산균이야기'를 덴마크 공장에서 직접 생산해 외주가공비를 절감할 계획이다. 이에 따른 연간 이익 개선 효과는 60억 원 내외로 2026년 추정 영업이익(120억 원)의 절반 수준에 달하며, 2027년 이후 본사 영업이익률은 2025년 6.1%에서 동사가 목표로 하는 약 10% 수준까지 높아질 수 있을 것으로 판단된다.

① 홈쇼핑에서 온라인·오프라인으로의 판매채널 전환

건강기능식품 브랜드사는 동일한 제품을 동일한 가격에 판매하더라도 판매채널별 수수료 구조에 따라 수익성이 크게 달라진다. 판매채널별 수수료 구조는 다음과 같다.

• 홈쇼핑: 방송 시간을 확보하는 대가로 판매액과 관계없이 방송 1회당 정액 수수료를 부담한다. 판매 실적과 무관하게 비용이 고정적으로 발생하는 구조다.

• 온라인(쿠팡·네이버 등): 판매액에 비례하는 판매수수료를 부담한다.

• 오프라인(올리브영·코스트코·면세점 등): 유통사가 제품을 직접 매입하는 구조로, 브랜드사는 사전에 정한 공급가에 일정 마진을 반영해 판매한다.

1H26 본사('덴프스') 매출(563억 원)의 채널별 비중은 홈쇼핑 약 38%(213억 원), 네이버 약 22%(125억 원), 쿠팡 약 13%(73억 원), 올리브영 약 4%(22억 원), 면세점 약 4%(20억 원)로 추정되며, 홈쇼핑이 단일 채널 중 가장 크다. 반면 본사의 채널별 공헌이익률(매출에서 판매수수료·물류비 등 변동비를 차감한 이익의 비율)은 홈쇼핑 한 자릿수, 온라인 약 20%, 오프라인 약 40%로 홈쇼핑이 가장 낮은 것으로 파악된다. 특히 홈쇼핑은 인건비 등 고정비까지 반영하면 적자인 것으로 판단되나, 방송 1회당 매출이 크고 브랜드 노출 효과가 있어 매출 유지와 마케팅 목적으로 병행 운영되고 있다.

이에 동사는 공헌이익률이 높은 온라인·오프라인 중심으로 판매채널을 전환하고 있다. 본사의 홈쇼핑 매출 비중은 2020년 80% 이상에서 절반 이하로 하락했으며, 쿠팡 매출은 2023년 50억 원에서 2025년 121억 원으로, 오프라인 매출은 같은 기간 22억 원에서 114억 원으로 증가했다.

오프라인 3개 채널(올리브영·코스트코·면세점)의 2026년 매출은 채널별 40~50억 원, 합계 약 150억 원으로 추정되

며, 동사는 이를 채널당 약 100억 원, 합계 약 300억 원까지 확대하는 것을 중장기 목표로 하고 있다. 목표 달성에 따른 매출 증가분이 홈쇼핑 매출을 대체한다고 가정하면, 연간 약 50억 원(매출 증가분 150억 원 × 오프라인·홈쇼핑 공헌이익률 차이 30%p 이상)의 이익 개선 효과가 기대된다. 다만 오프라인은 홈쇼핑(12개월분 패키지 판매)보다 1회 구매 단위가 작아 매출 규모를 빠르게 확대하기 어려운 만큼, 채널 전환은 점진적으로 진행될 전망이다.

② 덴마크 공장 캡슐 라인 설치를 통한 생산 내재화

본사('덴프스')는 자체 생산설비 없이 제품을 외부에 위탁 생산하는 브랜드사다. 주력 제품인 '덴마크유산균이야기'는 이탈리아 위탁 제조사가 캡슐 완제품으로 생산하는 구조로, 1H26 본사 별도 기준 매출원가는 대부분 외주가공비(220억 원, 매출 대비 39%)로 구성된다.

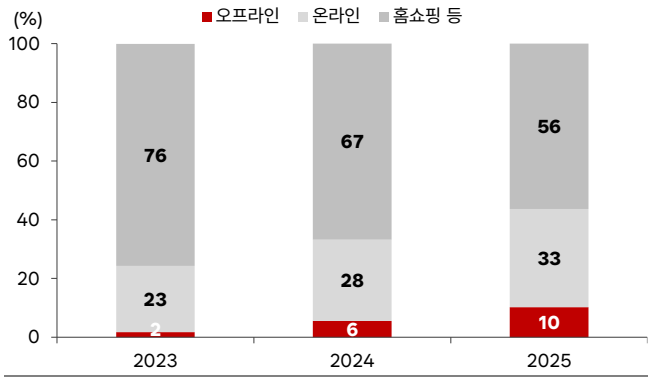
그동안 위탁 생산을 유지해 온 것은 그룹 내에 '덴마크유산균이야기'를 생산할 캡슐 설비가 없었기 때문이다. 비오팜의 화성 공장은 기존 수주만으로 생산능력이 소진된 상태이고, 2023년 인수한 덴마크 공장은 '하이앤고고'용 분말 생산라인만 갖추고 있다. 이에 동사는 유산균 전용 생산시설을 갖춘 이탈리아의 대형 제조사에 생산을 위탁해 온 것으로 판단된다.

이러한 위탁 구조에서 벗어나기 위해 동사는 2027년부터 덴마크 공장의 여유 공간에 캡슐 라인을 설치해 '덴마크유산균이야기'의 생산 내재화를 추진할 예정이다. 다만 덴마크 공장은 '하이앤고고' 생산을 우선하고 있어, 전환은 일부 물량부터 단계적으로 진행될 전망이다.

생산 내재화의 효과는 외주가공비 절감으로, 이를 통해 현재 40% 수준인 유산균 원가율은 3%p가량 개선될 것으로 파악된다. 이에 따른 이익 개선 효과는 연간 10억 원 내외(덴마크 공장에서 중장기적으로 생산 가능한 '덴마크유산균이야기' 물량 약 400억 원 × 3%p)로 추정된다.

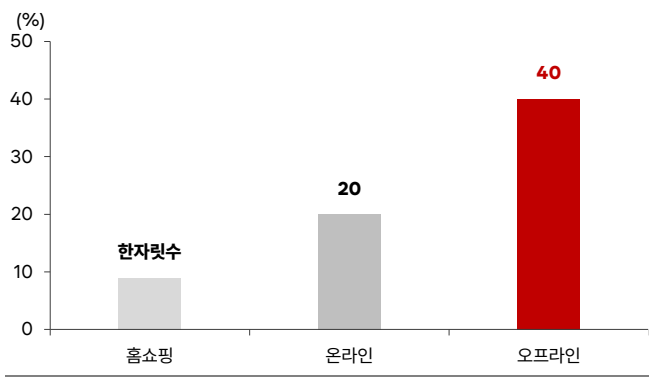
종합하면 판매채널 전환(약 50억 원)과 생산 내재화(10억 원 내외)에 따른 이익 개선 효과는 연간 60억 원 내외로, 2025년 본사('덴프스') 매출(1,105억 원)의 5% 내외에 해당하며, 이는 본사 영업이익률을 동사가 목표로 하는 약 10% 수준까지 끌어올릴 수 있는 규모로 판단된다. 다만 오프라인 채널 확대는 중장기 목표이고 생산 내재화는 2027년부터 진행되는 만큼, 본격적인 이익 개선 효과는 2027년 이후 가시화될 전망이다.

덴프스 판매채널별 매출비중



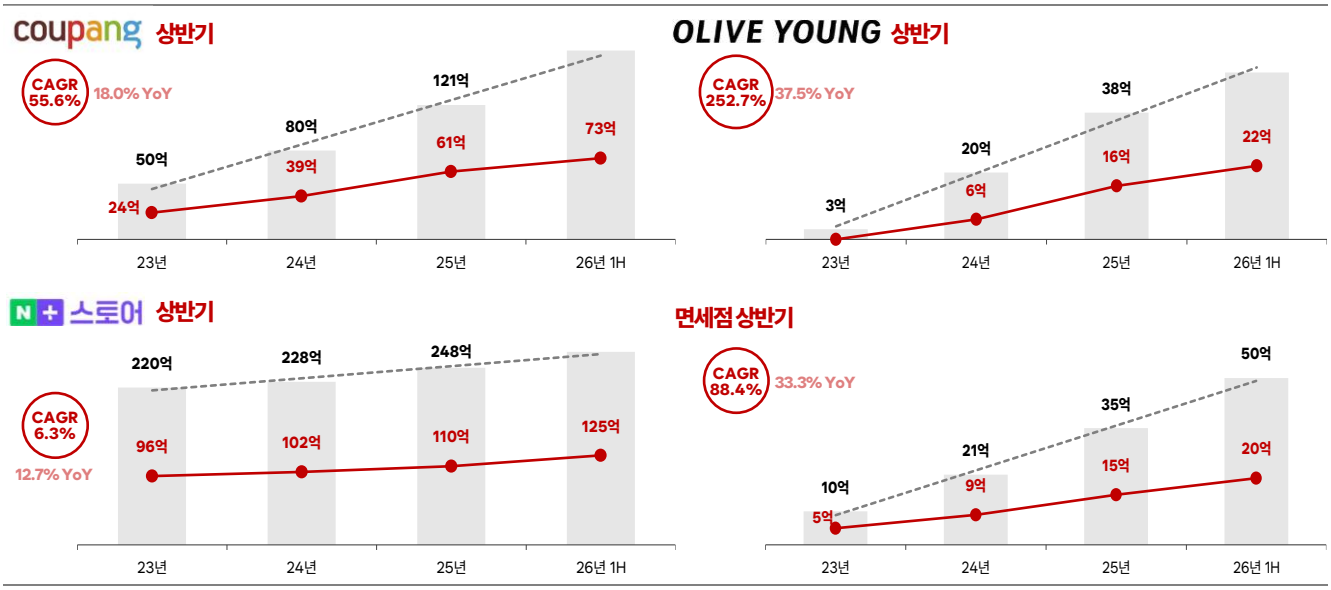
주: 1)본사(덴프스) 별도 기준, 2)1H26은 코스트코 등 오프라인 채널 매출이 공개되지 않아 미표기
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

덴프스 채널별 공헌이익률



주: 1)본사(덴프스) 별도 기준, 2)온라인은 네이버·쿠팡, 오프라인은 올리브영·면세점·코스트코 등
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

덴프스: 국내 핵심 플랫폼 성장 및 매출 확대 지속



자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 자회사 생산능력 확대를 통한 건강기능식품 해외 성장

덴마크 공장은 가동률 상승으로 '하이앤고고' 대기 수요(약 200억원)에, 비오팜은 '뉴트리코스트'향 공급 확대와 화성 공장 증설로 해외 수요에 대응. 두 자회사의 연간 매출 증가 여력은 300억원대 중반으로 2027년 이후 본격화 전망

동사는 자회사(덴마크 공장·비오팜)의 생산능력 확대를 통해 건강기능식품 해외 매출 성장을 추진하고 있다. 덴마크 공장(운영 법인 Pio Pharm Denmark)은 가동률 상승을 통해 중국 '하이앤고고'의 대기 수요에 대응하고, 비오팜은 미국 고객 '뉴트리코스트'(미국 아마존 대표 건강기능식품 브랜드)향 공급을 확대하는 한편 2027년 화성 공장 증설을 통해 신규 글로벌 고객 확보를 추진할 계획이다. 현재 두 자회사 모두 수요 대비 공급이 부족한 상태로, 생산 확대가 본격화되는 2027년 이후 연간 매출 증가 여력은 300억 원대 중반으로 2026년 추정 건강기능식품 부문 매출(2,070억 원)의 15%, 연결 매출(2,820억 원)의 10%를 웃돌 전망이다.

① 덴마크 공장 가동률 상승에 따른 '하이앤고고' 공급 확대

'하이앤고고'는 중국 키 성장 밀크파우더 시장 1위 브랜드다. 중국은 국토가 넓어 우유를 분말(밀크파우더) 형태로 유통·소비하는 비중이 높은 시장으로, 동사는 여기에 키 성장 기능성을 더한 '키 성장 밀크파우더'를 처음 선보이며 카테고리를 선점한 것으로 파악된다. 이후 중산층 소비자가 주로 찾는 샘즈클럽(월마트 운영 창고형 할인점)에서의 판매를 기반으로 왕홍(인플루언서) 라이브커머스와 홈쇼핑으로 판매채널을 확대하며 인지도를 확보했고, 현재 중국 대표 온라인몰 징둥의 밀크파우더 부문 매출 1위를 기록하고 있다. 그 결과 '하이앤고고' 매출은 2019년 67억 원에서 2025년 186억 원으로 연평균 18.6% 성장했다.

다만 '하이앤고고'의 성장은 수요보다 공급 여력에 제약을 받고 있다. 제품 전량을 동사가 2023년 인수한 덴마크 공장에서 생산하기 때문이다. 덴마크 공장의 연간 생산능력은 금액 기준 약 300억 원 규모이나, 인수 이후 생산 안정화가 지연되면서 가동률은 2025년 15.9%에 그쳤고 1H26에도 30.3%에 머물렀다. 그 결과 현재 중국 유통채널에는 공급 부족으로 출고하지 못한 주문 수요(대기 수요)가 약 200억 원에 달하는 것으로 파악된다. 실제로 가동률이 15.9%에 그친 2025년에는 '하이앤고고' 매출이 186억 원으로 전년(191억 원) 대비 2.6% 감소했으나, 가동률이 30.3%로 상승한 1H26에는 112억 원으로 전년 동기(91억 원) 대비 23.7% 증가했다.

향후 동사는 덴마크 공장의 가동률을 2026년 40%대(현지 생산 인력 운용 제약으로 당초 50%에서 하향), 2027년 60~70%까지 높일 계획이다. 생산설비는 이미 갖춰져 있어 가동률 상승의 관건은 생산 인력의 확보와 숙련도다. 그동안 채용 인력의 이탈이 반복돼 왔으나, 2026년 6월부터 비오팜 직원 2명이 현지에 상주하며 생산 인력의 채용·교육을 맡은 이후 신규 인력의 이탈 없이 숙련도가 높아지고 있는 것으로 파악된다. 계획대로 목표에 도달하면 덴마크 공장의 생산량은 현재(1H26 가동률 30.3%)의 약 2배 수준으로 확대될 전망이다. 중국에 대기 수요가 확보돼 있어 늘어난 생산량이 곧바로 매출로 이어지는 구조로, '하이앤고고'의 연간 매출 증가 여력은 대기 수요 규모인 약 200억 원으로 추정된다. 또한 현재 가동률은 덴마크 공장의 손익분기 수준(공장 매출 기준 연간 약 90억 원, 가동률 약 30%)에 근접해 있어, 가동률이 이를 넘어서면 고정비 레버리지 효과로 덴마크 공장의 이익은 생산 증가 속도보다 빠르게 개선될 것으로 판단된다.

② 비오팜 미국 고객 확보와 화성 공장 증설

비오팜(지분율 50.9%)은 20여 년간 건강기능식품을 생산해 온 OEM·ODM 전문 제조사로, 200여 개 고객사에 연간 2,000여 개 품목을 공급하고 있다. 생산 물량의 대부분이 외부 고객사 물량(동사 물량 7.7%)으로, 매출은 외부 수주 확대를 기반으로 2020년 325억 원에서 2025년 581억 원으로 연평균 12.3% 성장했다. 이에 맞춰 비오팜은 생산능력을 꾸준히 확대해 왔으며, 연간 생산능력은 2024년 약 3.5억 개에서 1H26 약 7.6억 개(연환산)로 2배 이상 증가했다. 현재 비오팜의 국내 생산은 평택 공장과 화성 공장 두 곳에서 이루어진다.

평택 공장은 2025년 가동을 시작한 연질캡슐 전용 공장으로, 연간 생산 규모는 약 100억 원(1H26 생산실적 연환산)이다. 1교대 기준 가동률은 80~90% 수준으로, 추가 근무를 활용하면 증설 없이도 생산을 확대할 여력이 있다.

화성 공장은 정제·분말·하드캡슐 등 고형제를 생산하는 비오팜의 주력 공장으로, 연간 생산 규모는 약 510억 원(1H26 생산실적 연환산)이다. 화성 공장은 국내 수주 증가로 1교대 기준 생산능력이 2~3년째 소진된 상태로, 현재 생산 규모가 사실상 생산능력의 상한인 것으로 파악된다. 이처럼 두 공장은 생산 여력이 달라 성장 방식도 다르다. 생산 여력이 남은 평택 공장은 신규 고객 물량 확대를, 생산능력이 소진된 화성 공장은 증설을 통한 공급 제약 해소를 추진하고 있다.

먼저 평택 공장은 미국 고객 확보를 통해 해외 매출을 확대하고 있다. 비오팜은 2025년 9월 '뉴트리코스트'와 연질캡슐 공급계약을 체결하며 첫 미국 고객을 확보했고, 2026년 1월부터 공급을 시작했다. 해당 고객은 그동안 연질캡슐을 중국에서 조달해 왔으나, 미·중 무역 분쟁으로 중국산 조달에 제약이 커지면서 한국 업체로 공급처 다변화를 추진해 왔다. 비오팜은 평택 공장 가동 초기부터 국내 연질캡슐 선도 업체의 위탁 물량을 생산하며 품질 수준을 끌어올렸고, 선도 업체와 대등한 품질을 더 낮은 단가에 제공할 수 있다는 점을 인정받아 공급처로 선정된 것으로 파악된다. 신규 공급(2026년 1~8월 누적 약 39억 원)이 더해지며 1H26 비오팜 매출은 310억 원으로 전년 동기(260억 원) 대비 19.2% 증가했고, 2026년 공급액은 약 70억 원으로 당초 목표(50억 원)를 웃돌 전망이다. 나아가 비오팜은 평택 공장의 추가 근무를 통해 해당 고객향 공급을 연 100억 원 수준까지 확대할 수 있을 것으로 파악된다. 계약은 연간 최소 구매 물량 없이 필요 물량을 수시 발주하는 구조이나, 첫해부터 발주가 계획보다 빠르게 증가하고 있어 2026년 공급액 대비 연 30억 원 내외(100억 원 – 70억 원)의 매출 증가 여력이 있는 것으로 판단된다. 해외 고객의 이익률은 국내 고객과 유사하거나 다소 낮은 수준이나, 국내 고객 중심이던 비오팜이 해외 신규 수요처를 확보했다는 점에서 의미가 크다고 판단된다.

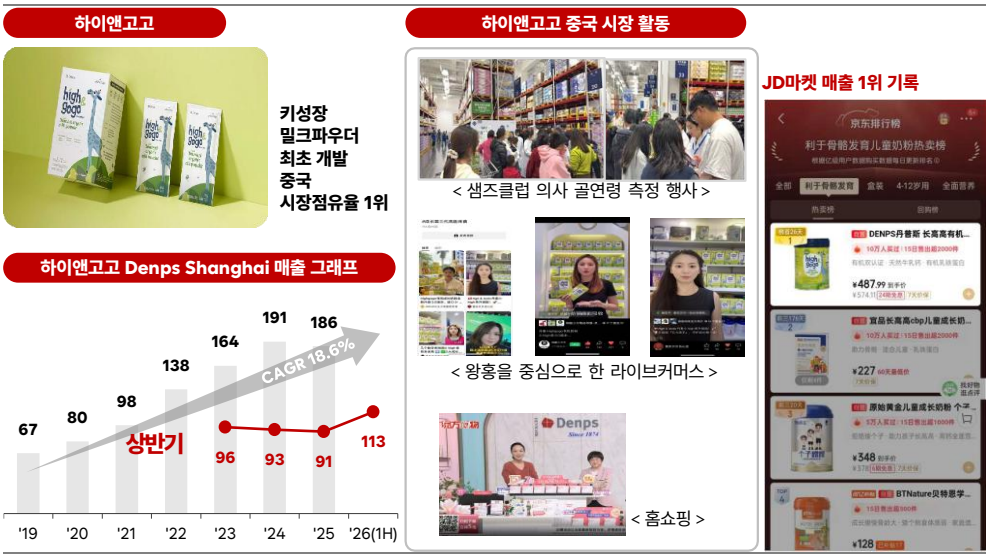
반면 화성 공장은 현재 생산능력 부족이 지속되고 있는 상황으로 자체 생산이 어려운 물량을 외부에 위탁하면서 1H26

에는 외주가공비가 증가하기도 했다. 2H26 영업 파이프라인(수주 협의 중인 물량)도 약 150억 원에 달해, 현재는 생산 능력 부족이 성장의 제약 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다. 특히 계약 협의가 막바지 단계인 글로벌 대형 건강기능식품 브랜드는 연질캡슐과 함께 고형제 물량도 요구하고 있어, 화성 공장의 생산능력 확보가 계약의 전제 조건인 상황이다.

이에 비오팜은 2027년 초 약 20억 원을 투자해 화성 공장 부분 증설에 착수할 계획이다. 기존 공장 부지를 활용하는 방식이어서 공사 기간은 3~6개월로 짧으며, 증설이 완료되면 화성 공장의 생산능력은 약 30%, 연간 생산 가능 규모로는 100억 원 이상(현재 연간 생산 규모 약 510억 원 × 약 30%) 확대될 전망이다. 영업 파이프라인 규모를 감안하면 늘어난 생산능력은 조기에 소화될 수 있을 것으로 판단되며, 외부에 위탁해 온 물량을 자체 생산으로 전환하면 외주가공비 절감 효과도 기대된다. 중장기적으로는 분리 운영 중인 생산시설을 한 곳으로 통합하는 대형 부지 매입도 검토하고 있으나, 투자 재원 확보가 선행돼야 해 구체적인 시점은 미정이다.

종합하면 '하이앤고고' 대기 수요(약 200억 원)와 비오팜의 매출 증가 여력(뉴트리코스트향 연 30억 원 내외, 화성 공장 연 100억 원 이상)을 합한 두 자회사의 연간 매출 증가 여력은 300억 원대 중반으로, 2026년 추정 건강기능식품 부문 매출의 15%, 연결 매출의 10%를 웃도는 규모로 추정된다. 덴마크 공장은 '하이앤고고' 대기 수요를, 화성 공장은 영업 파이프라인을 이미 확보한 상태에서 생산능력이 확대되는 구조로, 생산 확대가 곧 매출 증가로 이어져 성장의 가시성은 높다고 판단된다. 다만 덴마크 공장의 가동률 목표(60~70%) 달성과 화성 공장 증설 완료가 모두 2027년으로 예정돼 있어, 본격적인 매출 증대와 이익 개선 효과는 2027년 이후 가시화될 전망이다.

하이앤고고: 중국 키성장 밀크파우더 시장 1위, 꾸준한 매출 성장으로 입증된 프리미엄 브랜드



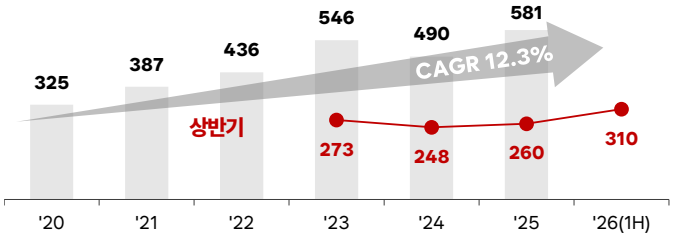
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

비오팜: 생산 능력 개선을 바탕으로 글로벌 시장에 본격 진입

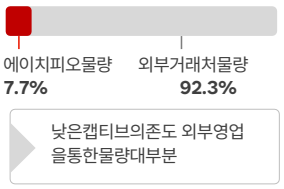
비오팜 개요

20 years	2000 products	200 customers
20여년간 건강기능식품의 다양한제품군생산 **Technology**	연 평균 2,000여개의 품목 생산 **Facility**	업계 200여개이상의 제약회사및 건강기능식품 유통회사와거래 **Reference**

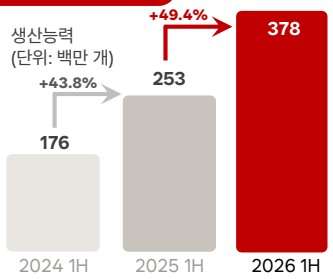
비오팜 매출액 추이 (단위 : 억원)



외부 수주 증가에 따른 생산 역량 확대



낮은캡티브의존도 외부영업 을통한물량대부분



트렌드가빠르게 변하는건기식시장
신규개척영업으로지속성장



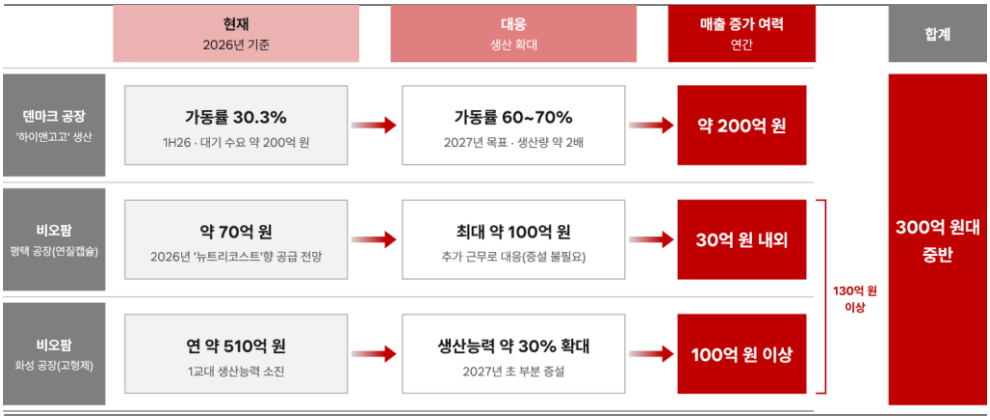
25년 9월,
아마존 판매 1위 건기식 브랜드
뉴트리코스트와 공급계약 체결

26년 1~8월 누계 **39억 공급**

글로벌 CMO 도약

자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

자회사 생산능력 확대에 따른 연간 매출 증가 여력



주: 1) 화성 공장 생산 규모는 1H26 생산실적 연환산 기준, 2) 매출 증가 여력은 2027년 이후 연간 기준 당사 추정치
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 1H26실적리뷰

매출 1,418억원(+8.8% YoY)으로 키즈 부문이 성장을 견인했으나, 건강기능식품 부문 영업이익이 유로 강세에 따른 원가 부담으로 43.3% 감소하며 영업이익은 72억원으로 전년 수준

1H26 동사는 연결 매출 1,418억 원(+8.8% YoY), 영업이익 72억 원(+0.0% YoY, OPM 5.1% / -0.4%p), 지배순이익 44억 원(+15.5% YoY, NPM 3.1% / +0.2%p)을 기록했다. 매출 증가는 키즈 부문이 견인했으나, 매출의 대부분을 차지하는 건강기능식품 부문의 영업이익이 유로 강세에 따른 원가 부담으로 43.3% 감소하면서 전사 영업이익은 전년 수준에 그쳤다.

매출

부문별 매출은 건강기능식품 1,041억 원(+3.2% YoY), 키즈 361억 원(+23.6% YoY), 화장품 14억 원(2025년 8월 연결 편입)을 기록했다.

건강기능식품 부문 매출은 1,041억 원(+3.2% YoY)으로 증가율이 둔화됐다. 회사별(내부거래 제거 전) 실적은 다음과 같다.

• 본사('덴프스')는 563억 원(+4.1% YoY)을 기록했다. 본사 매출은 2024년 감소(-6.9% YoY)한 뒤 2025년(-1.0% YoY)까지 정체됐다. 국내 건강기능식품 시장이 정체된 가운데, 2013년 출시된 주력 제품 '덴마크유산균이야기'의 성장률이 둔화되고 유산균 외 제품 매출이 감소했기 때문이다. 다만 1H26에는 쿠팡·네이버 등 온라인 플랫폼과 올리브영·면세점 등 오프라인 채널에서 판매가 확대되며 매출이 증가했다.

• 비오팜은 310억 원(+19.2% YoY)을 기록하며 부문 성장을 견인했다. 2025년 9월 공급계약을 체결한 미국 '뉴트리코스트'향 연질캡슐 공급이 본격화되고 국내 수주도 증가한 영향이다.

• 해외 법인은 272억 원(+48.5% YoY)을 기록했다. 덴마크 공장의 '하이앤고고' 생산 물량이 확대되며 가동률이 상승한 영향이다. 다만 해당 물량은 중국 판매법인에 공급되는 그룹 내부거래로 연결 실적에서 제거되며, 이를 제외한 연결 기준 해외 매출은 125억 원으로 4.2% 증가했다.

키즈 부문 매출은 361억 원(+23.6% YoY)을 기록했다.

• 모빌리티 기기 매출은 247억 원(+15.3% YoY)을 기록했다. 주력 제품인 '마이크로킥보드'는 어린이날 선물 수요로 2분기에 판매가 집중되는 계절성을 보이며, 2Q26 매출은 176억 원(+15.9% YoY)으로 증가했다.

• 유아동의류 매출은 114억 원(+46.5% YoY)으로 전 부문 중 가장 높은 성장률을 기록했다. 판매 방식을 프리오더에서 매장 상설 판매로 전환하며 판매 물량이 확대된 영향이다.

영업이익

1H26 영업이익은 72억 원(+0.0% YoY), OPM은 5.1%(-0.4%p)를 기록했다. 매출원가율이 51.7%(+1.8%p)로 상승했으나, 판관비율이 43.2%(-1.3%p)로 하락하며 이를 일부 상쇄했다. 분기별로는 1Q26 영업이익이 33억 원(+112.5% YoY)으로 증가했으나, 원/유로 환율이 상승한 2Q26(평균 1,746원, +9.8% YoY)에는 매출원가율이 53.7%(+2.4%p YoY)로 상승하며 영업이익이 39억 원(-30.8% YoY)으로 감소했다.

건강기능식품 부문 영업이익은 34억 원(-43.3% YoY), OPM은 3.3%(-2.7%p)를 기록했다. 유로 강세로 유산균 완제품의 매입 원가가 상승한 영향이며, 1H26 원/유로 평균 환율은 1,730원으로 전년 동기 대비 10.9% 상승했다. 회사별(내부거래 제거 전) 영업이익은 다음과 같다.

• 본사는 14억 원으로 전년 수준을 유지했다. 유로 강세로 매출원가율은 상승했으나, 홈쇼핑 송출 수수료와 인건비 등 판관비 절감으로 원가 상승분을 상쇄한 것으로 판단된다.

• 비오팜은 매출 증가에도 영업이익이 9억 원으로 전년 동기(13억 원) 대비 감소했다. 수입 원재료 비중이 높아 환율 상승에 따른 원가 부담이 확대됐으며, 수주 증가분 일부를 외부 업체에 위탁 생산하면서 외주가공비가 증가한 것으로 판단된다.

• 해외 법인은 영업손실 13억 원을 기록하며 적자 전환(1H25 영업이익 5억 원)해 부문 감익을 주도했다. 유로 강세에 따른 원가 부담에 더해, 싱가포르 지주법인(DENPS GLOBAL)이 글로벌 사업 확대를 위한 투자 단계에 있어 적자를 기록한 것으로 파악된다.

키즈 부문 영업이익은 35억 원(+20.4% YoY), OPM은 9.6%(-0.3%p)를 기록했다.

• 모빌리티 기기 영업이익은 29억 원(-6.6% YoY), OPM은 11.9%(-2.8%p)를 기록했다. '마이크로' 본사의 공급가 인상과 환율 상승으로 매입 원가가 상승했으나, 판매가 인상(약 5%)으로 이를 모두 상쇄하지는 못했기 때문이다. 다만 OPM은 여전히 그룹 내 가장 높은 수준을 유지했다.

• 유아동의류 영업이익은 5억 원(OPM 4.7%)으로 흑자 전환했다. 매출 증가로 고정비 부담이 완화된 영향으로 판단된다.

지배순이익

1H26 지배순이익은 44억 원(+15.5% YoY), NPM은 3.1%(+0.2%p)를 기록했다. 영업외손익은 원/유로 환율 상승으로 외화환산이익(순액 8억 원)이 발생했으나, 이자비용 증가(6억 원 → 11억 원) 등으로 -7억 원(1H25 -0.4억 원)을 기록하며 전년 대비 악화됐다. 다만 비오팜 등 자회사 이익 감소로 비지배주주 귀속분이 감소하면서 지배순이익은 증가했다.

한편 재고자산회전율(연환산 매출 ÷ 평균 재고자산)은 1H26 5.9회로 1H25(7.2회) 대비 하락했으며, 2023년(10.6회) 이후 하락 추세가 이어지고 있다. 1H26 재고 증가분의 대부분은 유로 강세 구간에 매입해 운송 중인 건강기능식품 수입품(미착품, 2025년 말 대비 +52억 원)으로, 하반기 원가 부담 요인으로 작용할 전망이다.

2 2026년 실적전망

매출 2,820억원(+9.2% YoY)·영업이익 120억원(-11.4% YoY) 전망. 유로 강세 구간에 매입한 재고의 원가 반영과 외화환산손실로 지배주주순이익은 62억원(-26.0% YoY)으로 감소

2026년 동사는 연결 매출 2,820억 원(+9.2% YoY), 영업이익 120억 원(-11.4% YoY, OPM 4.3% / -0.9%p), 지배순이익 62억 원(-26.0% YoY, NPM 2.2% / -1.1%p)을 기록할 전망이다. 매출 증가는 키즈 부문이 견인하겠으나, 상반기 유로 강세 구간에 매입한 재고가 하반기 원가에 반영되면서 건강기능식품 부문의 영업이익이 감소할 전망이다. 지배순이익은 유로화 대여금의 외화환산손실이 더해지며 영업이익보다 감소 폭이 클 전망이다.

매출

부문별 매출은 건강기능식품 2,070억 원(+3.5% YoY), 키즈 720억 원(+27.4% YoY), 화장품 30억 원을 전망한다.

건강기능식품 부문 매출은 2,070억 원(+3.5% YoY)을 전망한다. 하반기에도 상반기(+3.2% YoY)와 유사한 증가율(+3.7% YoY)을 가정했다. 회사별(내부거래 제거 전) 전망은 다음과 같다.

• 본사는 1,140억 원(+3.2% YoY)을 전망한다. 본사 매출 증가율은 1Q26 +5.5%, 2Q26 +2.6%를 기록했으며, 국내 건강기능식품 시장 정체가 이어지고 있어 하반기에도 2Q26 증가율이 유지되는 것을 가정했다.

• 비오팜은 660억 원(+13.6% YoY)을 전망한다. 화성 공장 생산능력 소진으로 국내 수주 확대는 제한적이나, '뉴트리코스트'향 공급 확대(2026년 연간 약 70억 원)가 하반기에도 이어지는 것을 가정했다.

• 해외 법인은 '하이앤고고' 생산 물량 확대로 법인 매출이 증가하겠으나, 내부거래 제거 후 연결 기준 해외 매출은 200억 원 내외(+4% YoY)를 전망한다. 하반기에도 상반기 증가율(+4.2% YoY)이 유지되는 것을 가정했다.

키즈 부문 매출은 720억 원(+27.4% YoY)을 전망한다.

• 모빌리티 기기 매출은 420억 원(+15.6% YoY)을 전망한다. 2026년 주력 모델의 판매가 인상(약 5%) 효과가 연중 반영되고, 경쟁 프리미엄 브랜드 부재로 수요가 견조해 상반기 증가율(+15.3% YoY)이 하반기에도 유지되는 것을 가정했다.

• 유아동의류 매출은 300억 원(+48.5% YoY)을 전망한다. 가을·겨울 의류 성수기인 하반기 매출 비중이 높은 구조로, 상설 판매 전환에 따른 판매 물량 확대가 하반기에도 이어지는 것을 가정했다.

화장품 매출은 30억 원을 전망한다. 하반기에도 상반기(14억 원)와 유사한 수준을 가정했다.

영업이익

2026년 영업이익은 120억 원(-11.4% YoY), OPM은 4.3%(-0.9%p)를 기록할 전망이다. 매출원가율이 51.1%(+2.1%p)로 상승하고, 판관비율은 44.7%(-1.0%p)로 하락하며 이를 일부 상쇄할 전망이다. 하반기 영업이익은 40억 원대로 2H25(64억 원) 대비 감소할 전망이며, 분기별로는 3Q26 10억 원대로 저점을 기록한 뒤 4Q26 30억 원 수준으로 회복할 것으로 추정했다.

건강기능식품 부문 영업이익은 80억 원(-26.1% YoY), OPM은 3.9%(-1.5%p)를 전망한다. 하반기 부문 영업이익은 40억 원대 중반으로 2H25(48억 원) 대비 소폭 감소할 것으로 추정했다. 2Q26 환율 고점 구간에 매입한 재고가 3Q26 원가에 반영되기 때문이다. 다만 원/유로 평균 환율이 3Q26 1,638원(+1.2% YoY), 10월 1,499원(-9.5% YoY)으로 하락 전환한 만큼, 원가 부담은 4Q26부터 완화될 전망이다.

키즈 부문 영업이익은 40억 원(+20.5% YoY), OPM은 5.6%(-0.2%p)를 전망한다.

• 모빌리티 기기 영업이익은 30억 원(OPM 7.1%)으로 전년 수준을 전망한다. 비수기인 하반기는 2H25(-1억 원)와 같이 손익분기 수준을 가정했다.

• 유아동의류 영업이익은 10억 원(OPM 3.3%)을 전망한다. 상반기 흑자 전환(5억 원)에 더해, 하반기도 전년 수준(5억

원)의 이익을 가정했다.

지배순이익

2026년 지배순이익은 62억 원(-26.0% YoY), NPM은 2.2%(-1.1%p)를 기록할 전망이다. 영업이익 감소에 더해 영업외손익이 -30억 원(2025년 -18억 원)으로 악화될 전망이다. 이자비용은 하반기에도 상반기(11억 원) 수준이 이어져 연간 20억 원(2025년 17억 원)을 가정했다. 외화환산손실은 원/유로 환율 하락(6월 말 1,761원 → 9월 말 1,540원)으로 유로화 대여금(1H26 말 121억 원)의 원화 환산액이 감소하면서 하반기 약 10억 원(순액 기준)이 발생할 전망이다.

에이치피오 실적 (단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	1H25	1H26	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	555	749	643	635	633	785	1,304	1,418	1,960	2,320	2,428	2,582	**2,820**
건강기능식품	454	555	502	489	502	539	1,009	1,041	1,699	1,892	1,867	2,000	**2,070**
키즈	101	191	139	134	121	240	292	361	259	421	554	565	**720**
모빌리티 기기	62	152	81	69	71	176	214	247	259	267	330	363	**420**
유아동의류	39	39	59	65	51	64	78	114	-	154	225	202	**300**
화장품	-	-	1	7	7	7	-	14	-	-	-	8	**30**
기타	0	3	1	5	3	-1	3	2	2	7	7	8	**0**
YoY	-5.2	19.6	9.3	1.0	14.1	4.8	7.7	8.8	22.9	18.4	4.7	6.3	**9.2**
건강기능식품	-6.9	30.4	10.6	-2.1	10.6	-2.8	10.5	3.2	6.6	11.3	-1.3	7.1	**3.5**
키즈	5.7	-3.8	4.7	5.4	20.2	25.5	-0.7	23.6	-	62.7	31.6	2.0	**27.4**
모빌리티 기기	16.5	11.6	20.9	-6.8	13.7	15.9	13.0	15.3	-	3.2	23.5	10.1	**15.6**
유아동의류	-8.2	-37.2	-11.6	22.3	30.6	62.2	-25.5	46.5	-	-	45.7	-10.0	**48.5**
매출원가	267	384	322	293	312	421	651	734	845	1,042	1,181	1,266	**1,440**
원가율	48.2	51.3	50.0	46.1	49.3	53.7	50.0	51.7	43.1	44.9	48.6	49.0	**51.1**
판매관리비	272	309	301	300	288	325	581	613	940	1,058	1,167	1,181	**1,260**
판관비율	49.0	41.2	46.7	47.2	45.5	41.4	44.5	43.2	48.0	45.6	48.1	45.7	**44.7**
영업이익	15	56	21	43	33	39	72	72	175	221	80	135	**120**
건강기능식품	23	37	27	21	-	-	60	34	153	174	39	108	**80**
키즈	1	27	8	-4	-	-	29	35	36	59	56	33	**40**
모빌리티 기기	2	29	7	-8	-	-	31	29	36	30	35	31	**30**
유아동의류	-1	-2	1	4	-	-	-3	5	-	28	21	2	**10**
기타	-9	-8	-14	25	-	-	-17	3	-15	-12	-15	-6	**0**
YoY	-56.9	110.2	19.9	흑전	112.5	-30.8	14.7	0.0	-23.5	26.2	-63.8	69.5	**-11.4**
OPM	2.8	7.5	3.3	6.7	5.2	5.0	5.5	5.1	8.9	9.5	3.3	5.2	**4.3**
건강기능식품	5.1	6.7	5.4	4.3	-	-	6.0	3.3	9.0	9.2	2.1	5.4	**3.9**
키즈	1.4	14.4	5.7	-2.8	-	-	9.9	9.6	14.0	13.9	10.1	5.8	**5.6**
모빌리티 기기	3.4	19.3	8.8	-11.0	-	-	14.7	11.9	14.0	11.4	10.5	8.5	**7.1**
유아동의류	-1.8	-4.9	1.5	5.9	-	-	-3.4	4.7	-	18.4	9.5	1.0	**3.3**
지배순이익	14	25	15	30	26	18	38	44	115	152	64	84	**62**
YoY	-53.4	41.1	112.3	221.4	88.8	-25.8	-18.5	15.5	-30.3	32.1	-57.8	31.8	**-26.0**
NPM	2.5	3.3	2.4	4.8	4.1	2.3	3.0	3.1	5.9	6.5	2.6	3.3	**2.2**

주: 2026년 부문별 분기 영업이익은 미제공(1H26은 반기 누적 기준)
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 히스토리컬 밸류에이션

2026F PER 12.7배·PBR 0.5배. 영업외손익 변동이 커 PBR 중심 판단이 적절하며, ROE가 4.1%로 낮아지며 PBR은 밴드 최하단에 위치. ROE 하락은 대부분 영업이익률 하락에 기인해 영업이익률 개선이 밸류에이션 회복의 핵심

동사 주가는 2026년 11월 6일 52주 최저가(1,909원)를 기록했으며, 현 주가는 2026년 추정 실적 기준 PER 12.7배, PBR 0.5배다. 동사 밸류에이션은 PBR을 중심으로 판단하는 것이 적절하다. 순이익 규모가 작고 외화환산손익 등 영업외손익의 변동이 커 PER의 설명력이 낮기 때문이다. 실제로 영업외손익은 2024년 13억 원에서 2025년 -18억 원으로 31억 원 변동해, 2025년 지배순이익(84억 원)의 3분의 1을 웃돌았다.

PBR은 ROE의 함수로, 자기자본 대비 이익창출력이 높을수록 높은 PBR이 부여된다. 동사 PBR도 ROE가 8~11%였던 2022~2023년 1.0~1.2배에서, ROE가 4~5%대로 하락한 2024~2025년 0.7배로 낮아졌다. 2026년 ROE는 4.1%로 더 낮아질 전망이며, 이에 따라 현 PBR 0.5배는 PBR 밴드의 최하단에 위치해 있다.

ROE를 듀퐁분석(순이익률 × 총자산회전율 × 재무레버리지)으로 분해하면, 2023년 대비 2026년 추정 ROE 하락(11.0% → 4.1%)은 대부분 순이익률 하락(6.6% → 2.2%)에 기인한다. 같은 기간 총자산회전율(1.1배 내외)과 재무레버리지(1.6~1.7배)는 큰 변화가 없었고, 순이익률 하락은 영업이익률 하락(9.5% → 4.3%)이 주도했다.

한편 주주환원 확대로 총자산회전율과 재무레버리지가 높아져 ROE가 개선될 수 있으나, 2026년 배당성향이 이미 40%대 중반이고 최대주주 지분율이 높아 자사주 매입·소각 확대 여지는 제한적이다. 따라서 ROE와 밸류에이션 회복의 핵심은 영업이익률 개선으로 판단된다.

2 피어 비교: 수익성 감안 시 저평가는 아님

피어 PBR은 0.3~0.6배로 업종 전반이 이익의 질에 대한 낮은 평가로 할인. 동사 PBR(0.5배)은 제조사와 비슷하나 ROE(4.1%)는 노바렉스(14.8%)의 3분의 1에도 못 미쳐 수익성 감안 시 저평가로 보기 어려움

업종 밸류에이션: 이익의 질에 대한 낮은 평가

피어그룹은 국내 상장 건강기능식품 브랜드사(에이치엘사이언스·뉴트리)와 OEM·ODM 제조사(노바렉스·콜마비앤에이치·코스맥스엔비티·서흥)로 구성했다(PBR은 2026년 11월 6일 종가, 1H26 말 자본 기준). 다만 코스맥스엔비티(0.9배)는 누적 결손으로 자본 규모가 작아진 상태에서 일회성 법인세 수익이 더해져 PBR과 ROE가 실제 수익성을 반영하지 못해 비교에서 제외했다.

나머지 피어의 PBR은 2022년 이후 일제히 하락해 현재 0.3~0.6배에 머물러 있어, 브랜드사와 제조사 구분 없이 업종 전반이 낮은 밸류에이션을 적용받고 있다. 이익창출력이 높은 업체도 예외가 아니어서, 2026년 추정 ROE가 14.8%(영업이익률 10.9%)인 노바렉스의 PBR도 0.5배에 그친다. 시장이 건강기능식품 업종 이익의 질(히트 원료의 짧은 수명 주기에 따른 낮은 지속성, 원가 전가 제한에 따른 높은 변동성, 고객사 업황 변동에 따른 낮은 예측 가능성)을 낮게 평가하고 있기 때문으로 판단된다.

상대 밸류에이션: 비슷한 PBR, 낮은 ROE

현재 동사의 PBR(0.5배)은 영업흑자를 기록 중인 제조사 3곳(노바렉스·콜마비앤에이치·서흥, 0.4~0.6배)과 비슷하다. 그러나 동사의 2026년 추정 ROE는 4.1%로, 비교 대상 피어 중 유일하게 2026년 컨센서스가 있는 노바렉스의 3분의 1에도 못 미친다. 따라서 피어 대비 수익성을 감안하면 동사를 저평가로 보기는 어려운 것으로 판단된다.

실적 차별화: 판매채널 대응에 따른 격차

업종 전반이 할인받는 가운데서도, 판매채널이 온라인과 신유통 채널(올리브영·다이소·편의점 등)로 다변화되면서 피어 실적은 채널 대응에 따라 차별화되고 있다. 1H26 기준 피어 브랜드사 매출은 에이치엘사이언스 46억 원(-57.5% YoY), 뉴트리 542억 원(+6.1% YoY)으로 감소하거나 한 자릿수 증가에 그친 반면, 신유통 채널 고객을 확보한 노바렉스와 코스맥스엔비티의 내수 매출은 각각 1,527억 원(+35.9% YoY), 678억 원(+32.9% YoY)으로 증가했다. 같은 기간 동사 본사('덴프스') 매출은 563억 원(+4.1% YoY)에 그쳤다. 이에 동사 밸류에이션 회복의 여지는 신유통 채널 확대를 통한 본사('덴프스')의 외형 확대와 수익성 개선에서 찾을 필요가 있는 것으로 판단된다.

3 재평가 조건: 건강기능식품 이익 회복이 관건

역사적 하단 밸류에이션은 이익 감소, 본사 매출 정체, 낮은 유통주식 비율이 반영된 결과. 판매채널 전환과 생산 내재화 효과가 실현되면 ROE는 7% 내외로 회복 가능하며, 이익 개선이 반복 확인되면 PBR 0.7배 이상 회복 여지

동사가 역사적 하단 수준의 밸류에이션을 적용받는 배경은 ① 2026년 영업이익(-11.4% YoY)과 지배순이익(-26.0% YoY) 감소에 따른 수익성 하락, ② 본사('덴프스') 매출 정체에 따른 성장성 우려, ③ 최대주주 측 지분율 73%대에 따른 낮은 유통주식 비율이다. ①과 ②는 판매채널 전환과 생산 내재화 효과가 실적으로 확인되는 2027년 이후 완화될 수 있는 요인이며, ③은 동사가 유통주식 확대 방안을 검토 중이나 아직 구체적인 계획은 확인되지 않는다.

재평가는 이익 회복이 단계적으로 확인되는 과정에서 진행될 전망이다.

▲4Q26에는 2Q26 환율 고점 구간에 매입한 재고가 소진되며 원가 부담이 완화되고 '뉴트리코스트'향 공급이 더해져, 3Q26 대비 이익이 개선될 전망이다. 원/유로 환율과 본사의 온라인·오프라인 매출 확대가 확인 지표다.

▲2027년에는 '덴마크유산균이야기'의 덴마크 공장 생산 내재화로 외주가공비가 절감되고, 덴마크 공장 가동률이 목표(60~70%)에 근접하며 '하이앤고고' 공급도 확대될 전망이다. 판매채널 전환과 생산 내재화에 따른 이익 개선 효과(연간 60억 원 내외)가 실현되면 ROE는 7% 내외(2026년 추정 지배순이익에 세후 개선 효과 반영 시)로 상승할 수 있다.

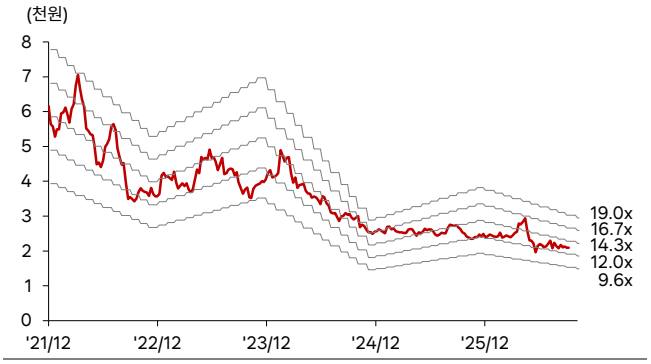
▲이후 본사 영업이익률이 동사 목표(약 10%)에 근접하는 등 이익 개선이 반복 확인되면, PBR은 ROE 4~5%대에서 형성됐던 2024~2025년 수준(0.7배) 이상으로 회복할 여지가 있는 것으로 판단된다.

4 하방 지지 요인: 순현금과 배당

이익 회복 확인 전까지는 시가총액의 약 30%에 달하는 연결 순현금(약 250억원)과 예상 배당수익률 4.2%가 밸류에이션 하방을 지지. 다만 재평가의 계기는 이익 회복

이익 회복이 확인되기 전까지 밸류에이션 하방은 순현금과 배당이 지지할 전망이다. 1H26 말 연결 기준 순현금은 '피오인베스트먼트' 매각 잔금(84억 원)을 포함해 약 250억 원으로 시가총액(11/6 기준 785억 원)의 약 30%다. 배당 재원인 별도 기준 순현금도 120억 원대(현금성자산 71억 원 - 리스부채 31억 원 + 매각 잔금 84억 원)로 시가총액의 약 16%에 달한다. 이를 바탕으로 동사는 이익 감소에도 2026년 배당금을 상향할 전망이며, 예상 배당성향은 40%대 중반, 예상 배당수익률은 4.2%다. 다만 순현금과 배당은 하방을 지지하는 요인일 뿐, 재평가의 계기는 이익 회복이 될 것으로 판단된다.

에이치피오 PER 밴드 차트



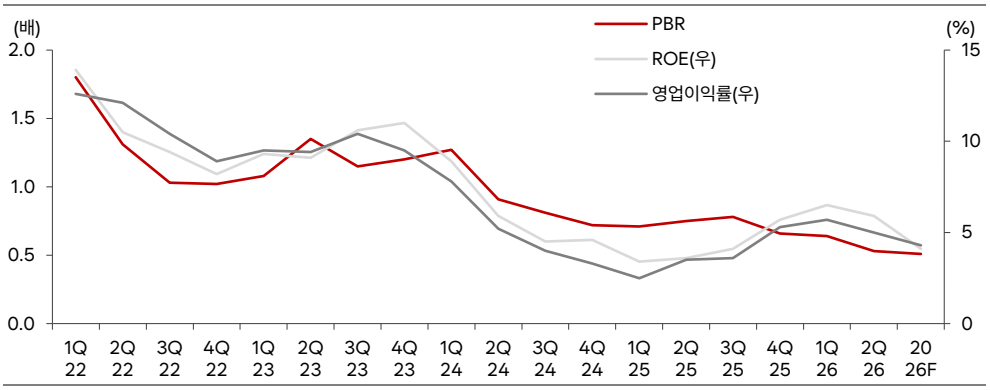
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오 PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

에이치피오 PBR, ROE, 영업이익률 추이



주: ROE와 영업이익률은 최근 4개 분기 합산(TTM) 기준, 2026F는 당사 추정치

자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

피어비교표

		에이치피오	콜마비앤에이치	서흥	노바렉스	코스맥스엔비티	뉴트리	에이치엘사이언스
주가(원)		1,909	7,200	17,540	8,590	4,015	3,620	5,750
시가총액 (억원)		785	2,072	2,029	1,568	828	326	310
자산총계 (억원)	2022	1,824	6,169	9,264	2,706	3,040	1,467	1,088
	2023	2,155	6,945	9,937	2,647	3,001	1,327	1,060
	2024	2,481	6,909	10,177	2,896	3,172	1,393	978
	2025	2,571	6,497	10,611	3,596	2,830	1,367	850
	2026F	2,634	-	-	3,970	3,040	-	-
자본총계 (지배, 억원)	2022	1,407	4,016	4,213	1,811	435	973	1,042
	2023	1,354	3,987	4,257	2,002	362	998	1,024
	2024	1,441	3,971	4,547	2,193	573	1,063	945
	2025	1,520	3,538	4,887	2,531	442	1,038	826
	2026F	1,549	-	-	2,920	630	-	-
매출액 (억원)	2022	1,960	5,759	6,350	2,817	3,282	1,853	528
	2023	2,320	5,796	5,946	3,022	3,336	1,514	256
	2024	2,428	6,156	6,533	2,977	3,180	1,220	177
	2025	2,582	5,749	7,223	4,043	2,875	1,011	167
	2026F	2,820	-	-	4,353	3,857	-	-
영업이익(억원)	2022	175	611	620	252	22	44	-6
	2023	221	303	430	255	120	105	-47
	2024	80	246	338	232	99	49	-99
	2025	135	266	502	431	40	-23	-111
	2026F	120	-	-	473	323	-	-
영업이익률(%)	2022	8.9	10.6	9.8	8.9	0.7	2.4	-1.1
	2023	9.5	5.2	7.2	8.4	3.6	7.0	-18.3
	2024	3.3	4.0	5.2	7.8	3.1	4.0	-55.8
	2025	5.2	4.6	7.0	10.6	1.4	-2.2	-66.2
	2026F	4.3	-	-	10.9	8.4	-	-
지배당기순이익(억원)	2022	115	405	340	200	-131	47	16
	2023	152	197	61	220	-65	46	-14
	2024	64	181	183	230	-58	48	-79
	2025	84	-227	435	354	-150	-24	-119
	2026F	62	-	-	402	491	-	-
ROE(%)	2022	8.2	10.3	8.4	12.5	-26.4	5.0	1.5
	2023	11.0	4.9	1.5	11.6	-16.3	4.7	-1.3
	2024	4.6	4.5	4.2	11.0	-12.3	4.7	-8.0
	2025	5.7	-6.0	9.2	15.0	-29.6	-2.3	-13.5
	2026F	4.1	-	-	14.8	91.6	-	-
PER(배)	2022	12.8	20.6	11.5	9.1	N/A	21.3	63.0
	2023	10.9	26.9	54.3	10.3	N/A	14.2	N/A
	2024	16.1	18.8	8.0	6.1	N/A	10.6	N/A
	2025	12.0	N/A	5.8	7.4	N/A	N/A	N/A
	2026F	12.7	-	-	3.9	1.7	-	-
PBR(배)	2022	1.0	2.1	0.9	1.0	2.0	1.0	0.9
	2023	1.2	1.3	0.8	1.1	3.6	0.6	0.8
	2024	0.7	0.8	0.3	0.6	1.1	0.5	0.7
	2025	0.7	1.0	0.5	1.0	1.6	0.4	0.5
	2026F	0.5	-	-	0.5	1.3	-	-
PSR(배)	2022	0.8	1.5	0.6	0.6	0.3	0.6	1.9
	2023	0.7	0.9	0.6	0.8	0.4	0.4	3.4
	2024	0.4	0.6	0.2	0.5	0.2	0.4	3.8
	2025	0.4	0.7	0.4	0.7	0.3	0.5	2.6
	2026F	0.3	-	-	0.4	0.2	-	-
EV/EBITDA(배)	2022	5.5	12.5	7.7	6.0	12.6	8.2	45.4
	2023	6.4	14.5	11.1	6.2	11.3	5.2	N/A
	2024	8.9	9.6	6.3	3.5	8.6	3.4	N/A
	2025	5.8	N/A	5.8	4.6	24.7	17.3	N/A
	2026F	5.2	-	-	-	-	-	-
배당수익률(%)	2022	1.4	1.1	1.2	1.5	-	2.3	-
	2023	1.5	1.7	0.4	1.7	-	-	-
	2024	1.4	2.7	1.6	2.7	-	-	-
	2025	2.9	0.6	2.3	2.9	-	-	-
	2026F	4.2	-	-	5.8	-	-	-

주: 1) 2026년 11월 6일 종가 기준, 2) 에이치피오의 2026년 실적은 당사 전망치, 노바렉스, 코스맥스엔비티의 2026년 실적은 컨센서스 기준, 자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 높은 변동비 비중에 따른 수익성 상단 제한

1H26 영업비용의 약 77%가 매출에 연동되는 변동비이고, 외주가공비·원재료 매입 등 주요 원가를 동사가 직접 통제하기 어려운 구조. 원/유로 환율 상승까지 더해져 연결 영업이익률의 현실적 상단은 한 자릿수 후반으로 판단

동사는 비용 구조상 영업이익률 상단이 제약되는 구조적 한계를 지닌다. 영업비용 대부분이 매출에 연동되는 변동비이고 주요 원가 항목을 동사가 직접 통제하기 어려운 가운데, 2025년 이후에는 원/유로 환율 상승으로 원가 부담이 더욱 확대됐다. 실제로 연결 영업이익률은 2023년 9.5%에서 2025년 5.2%로 하락했으며, 1H26에도 5.1%에 머물렀다. 동사는 연결 영업이익률 목표로 10~15%를 제시하고 있으나, 이 같은 비용 구조를 감안하면 현실적인 상단은 한 자릿수 후반으로 판단된다.

매출에 연동되는 변동비 중심의 비용 구조

1H26 기준 동사의 연결 영업비용(매출원가와 판매비와관리비 합계)은 1,346억 원으로 매출(1,418억 원)의 94.9%에 달하며, 이 중 상품·원재료 매입(매출 대비 23.3%), 외주가공비(21.2%), 방송판매수수료·경비(17.6%)가 큰 비중을 차지한다. 영업비용을 성격별로 나누면 매출에 연동되는 변동비가 약 77%, 인건비·감가상각비 등 고정비가 약 23%로, 매출이 증가해도 비용이 함께 증가해 영업이익률 개선 폭이 제한적인 구조다.

변동비 비중이 높은 비용 구조상 영업이익률을 높이려면 외형 확대보다 비용률을 낮추는 것이 관건이나, 주요 원가 항목은 대부분 동사가 직접 통제하기 어렵다.

• 상품·원재료 매입: 자회사 비오팜의 생산에 투입되는 혼합유산균·비타민C 등 건강기능식품 원료와 아른이 수입하는 '마이크로킥보드' 완제품이 중심으로, 매입 단가가 원료 시세와 공급사의 가격 정책에 따라 결정된다.

• 외주가공비: 본사('덴프스')가 '덴마크유산균이야기' 등을 외부 제조사에 위탁 생산하며 지급하는 비용으로, 원료비가 포함된 완제품 단가로 지급돼 자체 생산 전환 전까지는 절감 여지가 제한적이다.

원/유로 환율 상승으로 확대된 원가 부담

1H26 평균 원/유로 환율이 1,730원까지 상승하면서(1H25 평균 1,560원, 한국은행) 원가 부담이 확대됐다. 1H26 매출의 91%는 국내에서 발생하는 반면 주력 제품은 해외에서 외화로 수입하는 구조여서, 환율 상승이 매출 증가 효과 없이 원가 부담으로 직결된다. 통화 관련 파생상품 등 별도의 환헤지도 하지 않아 환율 변동은 대부분 손익에 그대로 반영된다. 그 결과 1H26 건강기능식품 부문 영업이익률은 3.3%로 전년 동기(6.0%) 대비 2.7%p 하락했다.

• '덴마크유산균이야기'(본사 주력 제품, 1H26 본사('덴프스') 매출 563억 원): 이탈리아 위탁 제조사에서 완제품을 유로화로 수입하나, 판매가를 유지하는 가격 원칙상(2023년 이후 9만 2천 원 동일) 원가 상승분을 판매가에 전가하기 어려워 환율 상승분은 대부분 이익률 하락으로 이어진다. 2027년부터 덴마크 공장에서 캡슐을 직접 생산하더라도 유산균 원료와 공장 운영비가 유로화 및 유로화에 연동된 덴마크 크로네화로 발생해, 환율 변동 리스크는 상당 부분 유지될 전망이다.

• '마이크로킥보드'(1H26 매출 247억 원): 스위스 브랜드 완제품을 외화로 수입해 환율 상승 시 원가 부담이 확대된다. 다만 국내 어린이용 킥보드 시장 1위의 가격 결정력을 바탕으로 원가 상승분을 판매가에 일부 반영할 수 있어, 이익률 영향은 '덴마크유산균이야기'보다 작다.

2 덴마크 공장 가동률 상승 지연 가능성

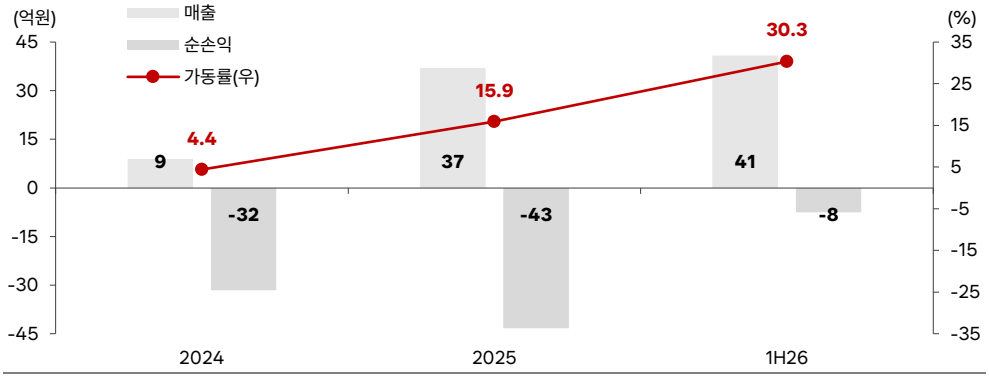
덴마크 공장은 '하이앤고고' 공급 확대와 '덴마크유산균이야기' 생산 내재화의 핵심 거점이나, 1H26 말 완전자본잠식 상태. 현지 인력 운용 제약으로 가동률 상승이 지연되면 손실이 지속되고 두 전략의 실적 기여 시점도 늦어질 가능성

덴마크 공장은 동사가 추진하는 건강기능식품 성장 전략의 핵심 생산 거점이다. 중국 '하이앤고고'의 공급 확대와 2027년 '덴마크유산균이야기' 캡슐 생산 내재화가 모두 이 공장에서 이루어져, 공장의 가동률 상승 속도가 두 전략의 실적 기여 시점을 좌우한다. 다만 공장은 아직 적자 상태이며, 현지 인력 운용의 제약으로 가동률 상승이 계획보다 지연될 가능성이 있다.

덴마크 공장 운영 법인 Pio Pharm Denmark의 매출은 '하이앤고고' 생산 물량 확대로 2024년 9억 원에서 2025년 37억 원으로 증가했고, 1H26에는 반기 만에 41억 원을 기록했다. 반면 순손실은 2024년 32억 원, 2025년 43억 원, 1H26 8억 원으로 적자가 이어지고 있으며, 누적 손실로 1H26 말 자본총계는 -71억 원을 기록해 완전자본잠식 상태다. 1H26 매출을 연환산하면 약 80억 원으로 아직 손익분기 매출(연간 약 90억 원)에 미치지 못하며, 인건비 등 고정비 부담이 큰 구조상 흑자 전환은 가동률 상승 속도에 달려 있다.

동사는 덴마크 공장 가동률을 1H26 30.3%에서 2027년 60~70%까지 높일 계획이나, 가동률 상승의 가장 큰 제약은 현지 인력 운용이다. 덴마크 공장 생산직의 인건비는 1인당 연 1억 원(원화 환산)을 웃돌고 연간 휴가도 3개월 이상이어서, 그동안 생산 인력의 확보와 운용에 어려움을 겪어 왔다. 실제로 2026년 가동률 목표는 당초 50%에서 40%대로 하향 조정됐다. 가동률 상승이 지연될 경우 공장 손실이 지속되는 것은 물론, '하이앤고고' 공급 확대와 캡슐 생산 내재화의 실적 기여 시점도 함께 늦어질 수 있다. 다만 현재는 동사가 현지에 인력을 파견해 고용 안정화를 추진하면서 신규 인력의 이탈 없이 숙련도가 높아지고 있어, 인력 운용 여건은 개선되고 있는 것으로 파악된다.

덴마크 공장(Pio Pharm Denmark) 실적 및 가동률



주: Pio Pharm Denmark(덴마크 공장 운영법인) 별도 기준
자료: 에이치피오, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	1,960	2,320	2,428	2,582	2,820
증가율(%)	22.9	18.4	4.7	6.3	9.2
매출원가	845	1,042	1,181	1,266	1,440
매출원가율(%)	43.1	44.9	48.6	49.0	51.1
매출총이익	1,115	1,279	1,247	1,316	1,380
매출이익률(%)	56.9	55.1	51.4	51.0	48.9
판매관리비	940	1,058	1,167	1,181	1,260
판관비율(%)	48.0	45.6	48.1	45.7	44.7
EBITDA	205	266	142	217	210
EBITDA 이익률(%)	10.5	11.5	5.8	8.4	7.4
증가율(%)	-16.7	29.8	-46.8	53.2	-3.3
영업이익	175	221	80	135	120
영업이익률(%)	8.9	9.5	3.3	5.2	4.3
증가율(%)	-23.5	26.2	-63.8	69.5	-11.4
영업외손익	6	11	13	-18	-30
금융수익	20	23	54	36	20
금융비용	22	9	26	50	30
기타영업외손익	8	-3	-16	-4	-20
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	180	231	93	118	90
증가율(%)	-24.5	28.2	-59.8	26.8	-23.7
법인세비용	36	41	29	28	22
계속사업이익	145	191	64	90	68
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	145	191	64	90	68
당기순이익률(%)	7.4	8.2	2.6	3.5	2.4
증가율(%)	-24.3	31.9	-66.3	40.1	-24.9
지배주주지분 순이익	115	152	64	84	62

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	905	941	1,058	1,188	1,253
현금성자산	279	281	305	328	276
단기투자자산	257	213	217	186	195
매출채권	139	154	163	188	206
재고자산	183	255	316	434	520
기타유동자산	47	37	57	51	56
비유동자산	919	1,215	1,423	1,383	1,381
유형자산	450	574	800	845	845
무형자산	169	299	313	309	299
투자자산	256	297	243	185	194
기타비유동자산	44	45	67	44	43
자산총계	1,824	2,155	2,481	2,571	2,634
유동부채	179	451	370	310	337
단기차입금	0	0	25	24	24
매입채무	103	105	177	156	170
기타유동부채	76	346	168	130	143
비유동부채	29	41	276	339	341
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	93	99	99
기타비유동부채	29	41	183	240	242
부채총계	208	492	646	649	677
지배주주지분	1,407	1,354	1,441	1,520	1,549
자본금	100	104	210	210	210
자본잉여금	682	701	612	612	612
자본조정 등	-76	-297	-274	-184	-184
기타포괄이익누계액	-48	-34	-30	-20	-20
이익잉여금	748	881	921	901	930
자본총계	1,616	1,663	1,835	1,922	1,957

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	-33	241	71	49	87
당기순이익	145	191	64	90	68
유형자산 상각비	22	37	52	70	80
무형자산 상각비	9	9	9	11	10
외환손익	0	0	1	1	0
운전자본의감소(증가)	-198	15	-59	-126	-90
기타	-11	-11	4	3	19
투자활동으로인한현금흐름	-80	-265	-182	9	-99
투자자산의 감소(증가)	-62	-109	132	69	-9
유형자산의 감소	11	3	0	5	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-88	-107	-242	-53	-80
기타	59	-52	-72	-12	-10
재무활동으로인한현금흐름	-73	23	131	-46	-40
차입금의 증가(감소)	0	-0	119	1	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-31	-19	-20	-14	-24
기타	-42	42	32	-33	-18
기타현금흐름	-1	3	4	11	-1
현금의증가(감소)	-186	1	25	23	-52
기초현금	465	279	281	305	328
기말현금	279	281	305	328	276

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	12.8	10.9	16.1	12.0	12.7
P/B(배)	1.0	1.2	0.7	0.7	0.5
P/S(배)	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	5.5	6.4	8.9	5.8	5.2
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.4	2.9	4.2
EPS(원)	278	367	152	201	151
BPS(원)	3,413	3,257	3,423	3,681	3,770
SPS(원)	4,755	5,613	5,771	6,168	6,839
DPS(원)	39	50	35	70	80
수익성(%)					
ROE	8.2	11.0	4.6	5.7	4.1
ROA	8.0	9.6	2.8	3.6	2.6
ROIC	16.5	18.0	4.1	6.8	5.7
안정성(%)					
유동비율	506.9	208.6	285.9	383.1	372.1
부채비율	12.8	29.6	35.2	33.8	34.6
순차입금비율	-31.8	-14.6	-9.0	-7.8	-5.4
이자보상배율	200.5	80.3	4.7	7.8	6.8
활동성(%)					
총자산회전율	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
매출채권회전율	15.3	15.8	15.3	14.7	14.3
재고자산회전율	13.1	10.6	8.5	6.9	5.9

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
에이치피오	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2026.11.12	에이치피오(357230)-배당은 꾸준히, 이익은 발효 중
2022.11.11	에이치피오(357230)-건기식 업계 경쟁 격화 vs. 사업다각화 따른 성장 기대

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 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 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 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 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.