

이 보고서는 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서

 YouTube 요약 영상 보러가기

인산가(277410)

음식료/담배

죽염 및 죽염응용식품 전문 제조·유통 기업

요약

기업현황

산업분석

기술분석

재무분석

주요 이슈 및 전망



작성기관

NICE평가정보(주)

작성자

박지원 책임연구원

- 본 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」의 일환으로 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해, 한국거래소와 한국예탁결제원의 후원을 받아 한국IR협의회가 기술신용평가기관에 발주하여 작성한 것입니다.
- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 해당 기업이 속한 산업에 대한 자세한 내용은 산업테마보고서를 참조해 주시기 바랍니다.
* 산업테마보고서는 발간일정에 따라 순차적으로 발간 중이며, 현재 시점에서 해당기업이 속한 산업테마 보고서가 미발간 상태일 수 있습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미게재 상태일 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 NICE평가정보(주)(TEL.02-2124-6822, kosdaqreport@ nice.co.kr)로 연락하여 주시기 바랍니다.



한국IR협의회

죽염 및 전통친화식품 제조
전문기업인산가
(277410)

시세정보(2/28)

현재가	1,585원
액면가	100원
시가총액	420억원
발행 주식 수	26,507,851주
52주 최고가	2,400원
52주 최저가	1,330원
60일 평균 거래대금	11억원
60일 평균 거래량	522,498주
외국인지분율	3.08%
주요주주	
김윤세	25.10%

투자지표 (억원, IFRS연결)

구분	2016	2017	2018
매출액	250	260	252
증감(%)		4.2	-3.0
영업이익	23	45	42
이익률(%)	9.2	17.4	16.7
순이익	23	32	-9
이익률(%)	9.3	12.4	-3.7
ROE(%)	22.9	27.5	-4.9
ROA(%)	9.7	12.2	-2.9
부채비율(%)	137.4	115.6	44.3
유보율(%)	389.9	536.1	886.9
EPS(원)	59	144	-45
BPS(원)	486	631	967
PER(배)	100.3	17.2	
PBR(배)	12.2	3.9	1.6

- ▶ 전통제조 방식과 인산가 4無 정신을 기반으로 식품 생산
- ▶ 다채널 유통망을 통한 안정적 수익 창출
- ▶ 건강기능식품 개발 및 복합문화단지 조성으로 사업 다각화 모색

전통제조 방식과 인산가 4無 정신을 기반으로 식품 생산

인산가(이하 ‘동사’)는 인산 김일훈 선생의 정신과 4대째 이어오는 전통방식을 기반으로 죽염 및 전통친화식품을 제조하고 있다. 인산가 4無 정신(방부제, 색소, 첨가물, 향료 부재)을 원칙으로 국내산 천연재료만을 원료로 사용하여 수작업으로 제품을 생산한다. 동사의 주요제품인 인산죽염은 프리미엄 식염으로 죽염시장에서 높은 시장점유율을 보이고 있고, ‘죽염의 원조’ 이미지로 대중에게 각인된 제품이다. 그 외 죽염을 활용한 식품(죽염된장, 죽염간장, 복해정 등), 진액류, 환류 등을 생산하고 있으며, 고객의 수요와 유통경로에 따라 신제품을 지속적으로 개발 및 출시하고 있다.

다채널 유통망을 통한 안정적 수익 창출

동사의 높은 브랜드 인지도와 다양한 마케팅 채널 활용은 죽염의 산업화와 대중화를 이끌게 되었다. 동사는 고객센터 텔레마케팅, 온라인 쇼핑몰, 직영점 및 대리점 등을 통해 제품을 홍보하고 판매하고 있다. 회원제 비즈니스를 통해 회원을 관리하고 있으며, 신규 고객 유치를 위해 마트, 홈쇼핑, 편의점, SNS 온라인 채널 등 다양한 유통채널을 확장하고 있으며, 외식업체 및 대기업과의 공동 제품개발은 고객 니즈의 충족을 위한 전략으로 구축되고 있다. 다양한 온·오프라인 판매채널과 회원제 비즈니스 플랫폼 체계는 실적 성장동력이 될 전망이다.

건강기능식품 개발과 복합문화단지 조성으로 사업 다각화 모색

죽염의 기능성 효능 검증과 건강기능식품 개발 연구에 대한 투자는 동사의 기술경쟁력 확보에 중요한 요인으로 작용한다. 죽염의 건강기능성 효능 연구는 건강보조제 및 건강기능식품 개발에 활용되고 있으며, 인지능 개선을 위한 ‘홍화씨 및 흰민들레 복합성분’ 연구개발은 고부가가치 창출에 대한 가능성을 제시하고 있다. 한편, 동사는 경남 함양군에 인산죽염향노화특화농공단지를 조성할 계획이며, 2021년 완공을 목표로 하고 있다. 이는 산업과 문화, 건강과 휴양체험을 함께 할 수 있는 복합기능 지역특화단지, 향후 미래 신성장동력 발판이 될 것으로 예상되며, 농공단지 내 생산부문과 관리부문 통합은 동사의 관리시스템에 대한 업무 효율성이 향상될 것으로 기대된다.

I. 기업현황

기업 개요

인산가(이하 ‘동사’)는 1987년 죽염생산을 위해 창업된 인산식품을 1992년 설립된 주식회사 인산가와 인수합병하면서 죽염 및 죽염응용식품 제조 및 판매업을 이어가고 있다. 2015년 코넥스 상장된 동사는 2018년 코스닥상장법인인 아이비케이에스제8호기업인수목적(주)와 흡수합병되어 코스닥 상장되었다. 아이비케이에스제8호기업인수목적(주)이 존속회사이나 동사가 실질적 운영회사로 사업을 이끌고 있다. 동사는 죽염업계 선도 기업으로, 죽염 및 죽염응용식품, 고령친화식품(진액, 엿류, 환류 등), 건강기능식품 등을 전문적으로 제조하며 유통하고 있다. 한편, 종속회사인 농업법인 주식회사 인산농장은 2010년 설립되어 농산물 재배와 장류 및 가공식품 제조 및 판매업을 영위하고 있으며, 주로 건강보조식품용 액화식품(엑기스류) 및 전통주를 제조하고 있다[표 1].

[표 1] 기업 개요

회사명	인산가	대표자	김윤세
주소	본사: 경상남도 함양군 수동면 수동농공길 23-26 서울 지사: 서울특별시 종로구 인사동7길 12		
설립일 (창립일)	2017년 07월 26일 (1987년 08월 27일)	총인원	165명(2019년 9월 기준)
관계사	농업법인 주식회사 인산농장		
사업 개요	죽염 및 죽염응용식품 전문 제조·유통		

*출처: NICE평가정보(주)

김윤세 대표이사가 동사 지분 25.1%를 보유하여 최대주주에 올라있으며, 최대주주 및 특수관계인의 지분은 29.64%이다. 아이비케이에스제8호기업인수목적(주)의 대표이사였던 김윤세 대표이사는 2018년 8월 29일 (구)주식회사 인산가와 합병으로 동사의 주식을 교부받아 최대주주에 올랐다.

[표 2] 주요주주 및 관계회사 현황

주요주주	지분율(%)	관계회사	지분율(%)
김윤세	25.10	농업회사법인(주)인산농장	90.00
우성숙	2.55	—	—

*출처: 금융감독원 전자공시 자료, NICE평가정보 재가공

동사는 건강보조용 액화식품 제조업을 영위하고 있는 농업회사법인(주)인산농장의 지분 90%를 보유하며 주요 종속회사로 두고 있다.

주요 브랜드 및 제품

동사는 활인구세(活人救世) 정신을 계승받아 천연재료, 수제품, 고객맞춤이라는 3대 원칙을 바탕으로 제품을 개발하고 생산한다. 이는 인체에 유해한 방부제, 인공적인 색소, 합성 첨가물, 인공적인 향료 등을 첨가하지 않고 천연재료만을 원료로

사용한다는 원칙을 고수하고 있는 것이다. 제품 제조에 있어 원료의 손질에서 가공, 완제품 포장까지 기계작업이 아닌 수작업 방식을 고집하고 있어 사람의 정성을 담은 제품을 만들고자 한다.

주요제품인 인산죽염은 4대째 내려오는 전통 제조방식으로 생산되고 있으며, 알칼리성 식품으로 높은 항산화 효과와 활성산소 제거 효능이 알려지면서 죽염시장 내에서 시장 점유율 1위를 과시하고 있다. 죽염응용식품으로 죽염된장, 간장 및 고추장 등이 있으며, 진액류는 유황오리 진액과 다슬기 진액, 환 제품으로는 죽마고우 환과 홍화씨 환 등이 있다. 동사의 제품은 죽염종가의 이미지와 오랜 업력을 기반으로 고객의 수요 분석을 통해 제품이 출시되고 있으며, 제품 라인업에 대한 발전은 지속적으로 이어가고 있다. 동사는 죽염 산업화의 주역으로, 지역특산 전통식품 및 건강기능식품의 사업영역에서 간편식품, 생활뷰티 분야까지 사업영역을 확장하고 있다[그림 1].

[그림 1] 브랜드 및 제품 현황

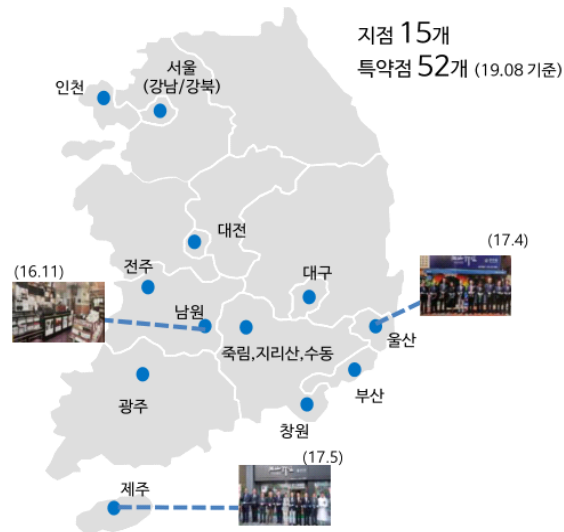
 지역특화·전통식품 주류 및 액류, 장류 인산농장 생산 • 고성 마른명태, 지역(함양) 농산물 • 웰고해, 적송자, 청비성, 탁연현 • 유황오리 및 다슬기 진액 • 인산무엇, 홍화고, 생강고, 마늘고 • 죽염간장, 된장, 고추장	 인산의학 원방 죽염 및 환류제품 • 9회죽염, 물죽염 • 죽마고우환, 청국장환, 유마고우환 • 홍화씨 • 구운마을	 브랜드 대중화·대형 유통채널 일반식품(간편식, 조미향신료) 생활뷰티 제품 • 치약, 프리미엄 천연비누, 효소비누 • 시즈닝, 죽염라면(예정) • 간편 쓱툼 패치, 찜질팩(예정) • 마스크팩, 스킨케어 제품(예정)
---	--	--

*출처: 인산가 IR 자료, NICE평가정보(주) 재구성

제품 판매전략 -다각화된 유통채널

동사의 제품은 텔레마케팅, 온라인 쇼핑몰, 직영점, 대리점 등 다양한 채널을 통해 제품이 홍보되고 있으며, 직·간접적으로 고객에게 판매되고 있다. 지속적인 고객 유치를 위해 텔레마케팅 전략을 내세우고 있는데, 이는 아웃바운드(O/B) 홍보, 판매상담, 주문접수 등을 전문적으로 담당하고 있어 판매 매출에 큰 비중을 차지하고 있다. 이뿐만 아니라 고객센터를 통해 신규 및 기존 구매자에 대한 회원관리가 이루어지고 있으며, 자체적으로 발행하는 월간지는 유익한 건강 정보 및 관련 건강 제품을 소개함으로써 판매 매출 증가에 긍정적인 요인이 되고 있다. 한편, 유통경로 확대를 위해 전국 직영점 15곳과 가맹점 200여 곳에서 제품 홍보 및 직접판매가 이루어지고 있다[그림 2].

[그림 2] 전국 직영점 및 특약점



*출처: 인산가 IR 자료

직영점은 제품 판매뿐만 아니라 건강 강연 및 세미나, 건강투어, 월간지 발송 등을 통해 신규 고객을 확보하고자 하며, 지역 내에 동사의 브랜드를 알리고 가치를 제고할 수 있는 기회가 마련되고 있다. 또한, 전문대리점 또는 샵인샵 형태로 가맹사업도 확대하고 있어 유효 매출 발생처를 중심으로 유입고객 유치를 이어가고 있다. 일반 제품 유통뿐만 아니라 죽염 및 장류와 같은 제품은 외식사업체 대상으로 확대하고 있으며, 이와 더불어 주류 제품도 신규 채널로 이어갈 계획이다. 또한, B2B채널로 강화를 위해 기업 복지몰, 홈쇼핑, 온라인 쇼핑몰 등과 같은 신규 거래선을 확보하고자 하며, B2C채널 거래선인 백화점 및 홈쇼핑 진출도 매출 증가의 견인 요인이 되고 있다. 특히, 동사는 판매채널과 타겟의 다각화를 위해 온라인 채널을 집중적으로 구축하고 있다. 최근 공식 온라인 및 모바일 쇼핑몰을 통한 매출액은 2019년 3분기 누적기준 월 평균 1억 4천만 원의 판매를 기록하였다. 향후 쇼핑몰의 리뉴얼을 통해 홍보를 위한 사이트 편의성 개선 및 신규회원 확보에 적극적으로 나설 것이며, SNS채널을 통한 영업전략을 확대하고 SNS마케팅으로 다양한 연령대 소비층을 확보할 계획이다[그림 3].

[그림 3] 신규유통채널

SNS 마케팅



홈쇼핑 채널



*출처: 인산가 IR 자료, NICE평가정보(주) 재구성

해외 진출 현황 및 전략

동사는 국내뿐만 아니라 해외 진출에 의한 매출도 두드러지고 있다. 2004년 대만을 시작으로 미국, 일본, 말레이시아 등에 제품이 수출되고 있고 수출 증대를 위한 국가별 특성과 니즈 분석은 동사의 시장경쟁력을 강화시키고 있다. 해외시장 진입을 위해 이슬람권 수요를 충족시키기 위한 HALAL 인증을 우선적으로 확보하였으며, 적극적인 홍보와 프로모션으로 동남아시아권 시장 점유율은 지속적으로 확대되고 있다. 또한, OEM/ODM 영업전략은 중국 시장 진출에 긍정적인 요인으로 작용하고 있으며, 2017년 중국 현지 매장을 입점시켜 5개의 품목(9회 죽염, 3회 죽염, 인산 물죽염 실버, 프리미엄 무염, 인산 건강한 죽염건과)을 선보였다. 추후 중국 내 K-뷰티 산업과 연계되어 비누, 치약, 찜질팩, 마스크팩 등 다양한 생활·뷰티 상품을 추가 입점할 계획이다. 적극적인 중국 시장 진출을 위해 판매품목 확대와 현지 신규 바이어 발굴에 집중하고 있어, 세계 시장 점유율 확대가 기대된다.

II. 산업분석

국내 전통식품 및 관련 산업 현황

한국산업마케팅연구소의 ‘식품산업, 시장 동향과 유망 식품 기술개발 및 기업 현황’ 보고서에 따르면, 고령화와 안전·웰빙 식품에 대한 관심도가 커지면서 식품 소비 경향은 건강기능식품, 고령친화제품, 웰빙 전통식품, 친환경 편의제품 등 고부가가치 식품을 추구하는 트렌드로 변화하고 있다. 이에 따라 글로벌 기업이나 국내 식품업계는 식품 개발 로드맵 수립과 식품 클로스터 조성을 통해 식품 시장에서 기술경쟁력 확보를 위해 노력하고 있다.

1) 웰빙전통식품

웰빙 전통식품은 국산 농수산물을 주원료로 하여 전통 방식으로 제조 및 가공된 식품으로, 기존의 전통식품의 단순한 원료사용에서 벗어나 고부가, 고기능 유용물질을 이용하여 환경친화적이면서 건강함을 추구한다. 전통식품 분류 방식에 따라 발효식품인 김치, 젓갈, 식초, 전통주와 장류, 천일염 등이 있으며, 정부가 품질을 보증해 주는 전통식품 품질인증제도는 생산자에게 고품질의 제품 생산을 유도하고 소비자에게는 우수한 품질의 우리 전통식품을 공급하는 취지이다. 웰빙 전통식품은 최근 건강식품이라는 인식이 확산하면서 고유음식에 관한 관심이 전 세계적으로 확대되고 있다. 세계 식품산업의 소비 트렌드가 웰빙 및 건강을 중시하면서 슬로우 푸드인 발효식품이 고부가 신성장동력원으로 주목받고 있다. 대표적으로 한국의 김치, 일본의 콩제품, 인도의 렌틸콩, 그리스의 요쿠르트, 스페인의 올리브유 등이 세계 건강식품으로 꼽고 있으며, 이 중 대부분이 발효식품이다.

2018년 중소기업 전략기술로드맵 보고서에 의하면, 웰빙 전통식품의 세계 시장 규모는 2017년 약 2,251억 달러에서 연평균 11.3%씩 증가하여 2021년에는 3,346억 달러를 형성할 것으로 전망하였다. 한편, 국내 시장 규모는 2017년 약 1조 7,210억 원으로 추정되며, 연평균 17.6%씩 성장하여 2021년에는 3조 744억 원의 시장 규모를 보일 것으로 예상하였다. 국내 전통식품 시장은 서구화된 식습관에 의해 경쟁력이 약화된 분위기이나 인구의 고령화와 프리미엄 식품 추구에 대한 욕구는 웰빙 전통식품 산업에 새로운 변화를 맞이할 것으로 보인다. 1인 가구/맞벌이 가구 증가 요인과 함께 편리하면서도 품질 좋은 먹을거리를 찾는 소비자가 늘면서 프리미엄 가정간편식(HMR, Home Meal Replacement)이 부각되고 있는 추세이다. 이와 더불어농림수산물 원료의 기능성을 활용한 맞춤형 혁신식품에 대한 원천기술과 천연 안심 소재 개발에 투자가 이어지면서 웰빙 전통식품 시장은 점차 확대될 전망이다.

2) 고령친화식품

고령친화식품은 신체적 노화에 의해 저작능력과 소화기능이 저하된 고령자를 대상으로, 건강, 편의, 안전을 위해 만들어진 식품이다. 주로 건강기능식품, 특수의료용도 식품, 두부류 및 묵류, 전통·발효식품(장류, 김치류, 젓갈류, 절임식품 등), 인삼·홍삼 제품(음료, 차류, 당절임 등) 등이 있다. 고령화사회에 접어들어 시점에서 고령 인구의 증가와 사회의 간편함을 추구하는 트렌드를 반영하여 다양한 제품들

이 시중에 출시되고 있다. 이는 부드러운 식감과 고영양을 강조할 뿐만 아니라 가정간편식(HMR)과 화학첨가물을 배제하고 천연재료만을 선별한 제품들로 구성되어 있다. 그 예로 물만 부어 먹을 수 있는 휴대용 컵 죽, 씹기 편한 조리된 고기류 등 간편식사용 제품들이 주를 이루고 있으며, 자연 국산 농산물과 한우만을 이용하여 만든 조미료 제품들도 시장에서 좋은 반응을 보이고 있다. 아워홈, 대상웰라이프, CJ프레시웨이 등 국내 식품 관련 업체들이 고령친화적 제품 개발에 관심을 두고 있으며, 고령자와 마찬가지로 저작 및 소화 기능이 약한 영유아, 일시적으로 건강상태가 악화된 일반인들을 위한 제품 개발에도 폭넓게 응용되고 있다[그림 4].

[그림 4] 고령친화식품 예



*출처: 각 업체 홈페이지, NICE평가정보(주) 재구성

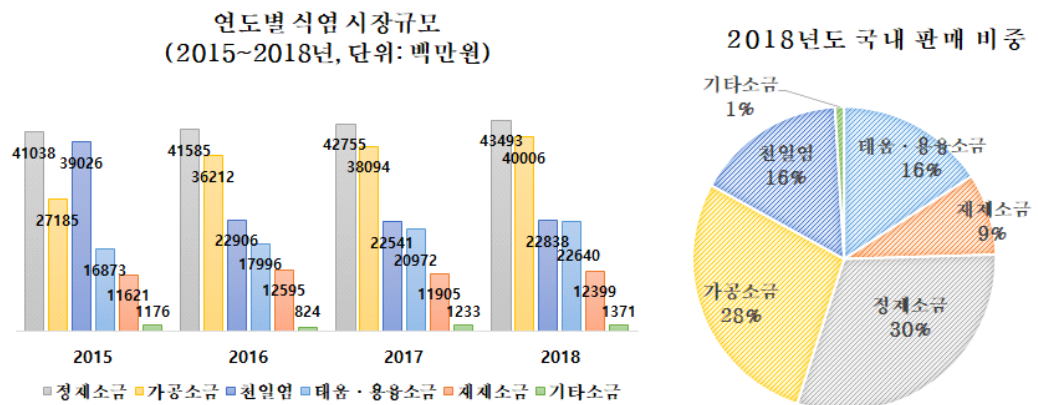
식염 산업 개요 및 시장 현황

외식문화의 발달로 식염의 소비는 줄어들고 있으나, 양질의 식품에 관한 관심은 증가하면서 식품 가공 및 유통업체는 차별성을 강조한 제품으로 소비자의 관심을 끌고 있다. 그중 프리미엄 소금에 대한 소비자의 반응도 커지고 있으며 최근 식염의 소비가 줄어드는 대신에 저염식의 미네랄이 풍부한 양질의 프리미엄 식염 제품이 시장에 출시되고 있다. 우선, 식염은 식품공전의 정의에 의해 해수(해양심층수 포함), 암염, 호수염 등으로부터 얻은 염화나트륨이 주성인 결정체를 재가공하거나 정제하고 결정화한 것이다. 식염은 생산국가에서 식염으로 분류 및 인증되어야 하며, 위생적으로 관리가 이루어진 제품으로 규정한다. 종류로는 천일염, 재제소금, 태움·용융소금, 정제소금, 기타소금, 가공소금으로 나눌 수 있다.

천일염은 일반적으로 식용과 비식용(공업용)으로 구분되며, 식용으로 사용되는 천일염은 1차 또는 2차 가공을 거쳐 상품화되는 것이며, 과채류 절임용, 장류제조용, 식탁·조리용으로 사용되고 있다. 비식용(공업용)으로는 종이제조용, 염색유지용, 피혁제조용, 식육부산물용, 사료제조용, 화학공업용 등으로 이용되고 있다. 또한, 재제소금(꽃소금)은 원료 소금을 정제수, 해수 또는 해수 농축액 등으로 용해, 여과, 침전, 재결정, 탈수, 염도조정 등의 과정을 거쳐 불순물을 제거하여 재결정화시

킨 순수소금을 말한다. 국내산 천일염 20%와 수입염 80%를 혼합하여 115℃로 18시간 가열하여 생산하기 때문에 염도는 90% 이상 높으며, 무기질 함량은 부족하나 천일염이나 암염보다 불순물이 적은 상태이다. 태움·용융소금은 구운소금과 죽염이 대표적이며, 이는 원료 소금을 태우거나 용융시켜 그 원형을 변형한 소금이다. 일반적으로 죽염은 암염이나 천일염 등을 고온 800℃ 이상에서 가열과 분쇄를 수차례 반복하여 만든 소금이다. 정제소금은 해수를 이온교환막 등 방법으로 정제한 농축함수 또는 원료 소금을 용해한 물을 진공증발관 등에 넣어 제조한 소금이다. 이는 염화나트륨의 순도가 99% 이상으로 높으며, 입자가 가늘고 농도가 균일하여 가공식품 제조에 주로 사용된다. 기타소금은 암염이나 호수염 등을 식용에 적합하도록 가공한 소금이다. 마지막으로 가공소금은 천일염, 재제소금, 태움·용융소금, 정제소금 등을 50% 이상 포함하며, 영양성분이나 특유의 맛과 향을 위해 다른 식품 또는 식품첨가물을 추가하여 가공한 소금이다. 대표적인 예로 맛소금, 함초소금, 해초소금 허브맛솔트 등이 있다. 2018년 식품의약품안전처의 식품 및 식품첨가물 생산실적 통계자료에 의하면, 2018년도 국내 식염별 매출액은 정제소금이 434.9억 원으로 가장 큰 비중(30.4%)를 차지하며, 그 뒤로 가공소금 400.1억 원(28.0%), 천일염 228.4억 원(16.0%), 태움·용융소금 226.4억 원(15.9%), 재제소금 124.0억 원(8.7%), 기타소금 13.7억 원(1.0%)로 보고되고 있다[그림 5].

[그림 5] 국내 식염 시장 규모 및 판매 비중



*출처: 식품의약품안전처, 식품 및 식품첨가물 생산실적 통계자료(2018년), NICE평가정보(주) 재구성

국내 식염류 시장은 CJ제일제당, 대상, 사조해표, 샘표 등이 주도하고 있으며, 주로 구운소금, 맛소금, 꽃소금 등이 시장을 차지하고 있다. 최근 프리미엄 식품에 대한 조명으로 기존 소금과 차별화된 프리미엄 식염에 대한 개발과 출시가 이어지고 있다. 그 예로 히말라야 핑크 암염 가는 소금, 사해 가는 소금, 칸나멜라 그레이 브레타뉴 소금, 핑크 솔트 플레이크, 나귀소금, 커피소금 등이 있으며, 전통 방식으로 천일염을 수확한 토판염, 숙성 천일염, 죽염 등 천일염을 개량한 고급제품들이 시장에 출시되고 있다.

Ⅲ. 기술분석

주요제품 현황

동사의 주요제품은 죽염 및 죽염응용식품이며, 그 외 전통적인 제조공정을 바탕으로 진액류, 환류 제품 등이 있다. 동사는 4대째 이어온 죽염 중가이며 전통식품제조업체로서 오랜 업력과 노하우를 기반으로 고객의 니즈에 충족될 수 있는 제품을 지속적으로 개발하고 출시하고 있다. 제품에 사용되는 재료는 높은 품질관리 기준으로 엄격히 취급되고 있으며, 제품 제조는 HACCP 인증 기반시설에서 수행되고 있어 높은 품질관리를 유지하고 있다. 동사의 주요제품은 [그림 6]과 같다.

[그림 6] 주요제품 현황



인산죽염



환류



죽염장류



진액류

*출처: 인산가 홈페이지 자료

1) **인산 죽염** - 죽염은 소금을 고온에서 여러 번 가열함으로써 몸에 해로운 성분들을 제거하여 만든 식염이다. 동사의 죽염생산공정은 천일염을 입고한 후, 간수 제거 기간을 거쳐 제조가 시작되며, 천일염 분쇄에서 완제품 가공까지 통상 1회 죽염은 3일, 3회 죽염은 9일, 9회 죽염은 28일 전후 소요가 된다. 일반 오리지널 죽염은 3년간 간수를 뺀 서해안 천일염을 지리산 왕대나무통에 담고 황토로 막아 소나무 장작불에 녹이고 굳히는 작업을 8번 반복하다 마지막으로 1,700도에서 용융시킨다[그림 7]. 한편, 자죽염은 자색을 띄는 죽염으로, 오리지널 인산죽염과 동일한 공정으로 9번을 구우나 마지막 고열 공정에서 별도의 공법으로 죽염을 생산한다. 해당 제품은 동사의 죽염라인 중 가장 최고의 품질을 자랑한다. 죽염 전용 가마에 넣고 소나무 장작불로 도합 3번 구운 소금은 김장, 음식조리, 세안 및 양치질용 등 생활죽염으로 이용되고 있다.

[그림 7] 죽염 생산과정



*출처: 인산가 홈페이지 자료, NICE평가정보(주) 재구성

그 외에 3회째 고온용융으로 만든 프리미엄 알칼리 죽염, 1번 구운 다용도 죽염과 김장용 죽염, 9회 죽염을 지리산 광천수에 포화시킨 물죽염, 죽염포도당 등이 있다. 동사의 주요제품인 죽염은 인체를 구성하고 필요한 성분인 칼슘, 철, 구리, 아연, 게르마늄, 셀레늄, 마그네슘, 칼륨 등 다양한 미네랄을 함유하고 있으며, 일반 소금에 비해 높은 환원력(산화된 물질을 원래대로 되돌려 환원시켜주는 힘)을 가지고 있는 것으로 알려졌다. 정제염, 천일염, 1회 죽염, 9회 죽염의 19% 농도에서 최의 산화반응 실험으로 비교할 시, 확연하게 9회 죽염에서 7개월 동안 산화가 거의 일어나지 않았음을 확인할 수 있었다. 그 외 다수 논문과 연구결과에서 9회 죽염은 우유, 바나나 등 일반 식품에 비해 환원력이 좋은 식품인 것으로 보고되고 있으며, 학술발표에서 죽염의 항암효과 및 항노화 효능에 대한 근거를 제시하고 있다.

2) 죽염장류 - 인산 죽염 된장은 국산 메주콩과 서목태를 사용하여 전통방법으로 제조되고 있으며, 메주로 된장을 담을 때 죽염이 사용되고 약 3년간의 숙성 과정을 거치게 된다. 죽염 간장도 동일한 메주를 사용하며 죽염을 이용하여 생산되고 약 4~5년의 숙성과정을 거치게 된다. 또한, 고추장은 재래식 방법으로 순한맛과 매운맛 두 가지로 제조되며 향아리에서 숙성과정을 거쳐 판매된다. 이 외에도 인산 죽염 건강된장, 마늘을 혼합한 죽염 쌈장, 인산복해정(유황오리간장) 등이 있다.

3) **진액류** - 유황오리 진액은 유황을 먹여 직접 키운 유황오리를 원방재료와 함께 달여 진액을 추출한 제품으로, 제품의 전 과정이 수작업으로 이루어지며 무쇠가마에 소나무 장작불로 직접 달여 생산된다. 그 외에 다슬기 진액, 인산홍화씨 진액, 생강감초 진액, 인산 익모초 진액, 사시사철무·생강 진액, 마른명태 진액 등 다양한 제품들이 있다.

4) **환류** - 죽마고우 환은 9회 죽염과 장작불로 구운 유황마늘 성분을 배합하여 환으로 제조된 것이다. 복해정 환은 유황오리, 유황을 뿌려 재배한 서목태, 9회 죽염, 유근피 등을 주원료로 만든 복해정을 환으로 제형된 것이다. 또한, 홍화씨 환은 홍화의 씨를 수확하여 말린 제품으로, 섭취 편의성 및 휴대·보관이 용이하다. 그 외 9번 구운 죽염과 발마늘, 유근피와 서목태를 섞어 만든 유마고우 환, 생다슬기원액과 구운 유황마늘, 서목태, 9회 죽염, 유근피로 만든 다슬기 환, 서목태 청국장 환 등이 있다.

5) **그 외 제품** - 죽염, 죽염요법 등 관련 서적을 출간하여 판매하고 있으며, 정기적으로 유용한 생활건강정보를 제공하는 월간 잡지 ‘인산의학’을 발간하고 있다. 또한, 관련 생활용품으로 인산 수승화강 찜질기, 인산가개운한치약, 인산죽염 비누, 인산 숙면베개 등이 판매되고 있다.

건강기능식품 개발 현황

또한, 동사는 식품 및 생활용품뿐만 아니라 천연물 성분을 기반으로 하는 건강기능식품에 대한 개발도 진행하고 있다. 이는 흰민들레와 황화씨를 이용하여 인지능력 개선에 도움을 주는 건강기능식품 개발에 관한 것으로, 홍화씨에 감정, 기억력, 수면, 인지능력 등에 관여하는 Serotonin 화합물이 다량 함유하고 있으며, 흰민들레는 신경염증으로 유도되는 인지능력 손상을 보호하는 효과를 가진 Chicoric acid가 다량 함유하고 있어, 알츠하이머 질환 예방 및 개선에 유의미할 것으로 예상된다. 동사는 농촌진흥청 및 부산대학교과 해당 과제를 공동연구로 진행하고 있으며, 이는 고부가가치 창출에 기여할 것으로 기대된다. 동사는 제품 개발에 대한 노력을 지속적으로 기울이고 있어, 죽염을 접목시킨 응용제품 및 상품을 매년 출시하고 있다. 그 성과로 지난 2년 동안 14가지의 신제품이 시중에 선보였으며, 현재까지도 제품 라인업에 대한 발전은 이어가고 있다[그림 8].

[그림 8] 신제품 출시현황



*출처: 인산가 IR 자료

IV. 재무분석

2018년 매출액은 252억 원으로 2017년 260억 원 대비 3.0% 감소하였다. 2017년 매출액 증가율은 4.2%로 보통 수준의 성장세를 보였으나 2018년에 감소세로 전환하였다. 영업이익율은 2016년 9.20%에서 2017년 17.42%로 증가하였다가 2018년 16.71%로 안정되었다. 죽염 수출증가, 오리엑기스 판매 호조에도 불구하고 장류 판매 부진으로 매출 소폭 감소하였다. 원가구조 개선에도 매출 감소 및 인건비 증가 등으로 영업이익율 소폭 하락하였다. 한편 2019년 3분기 매출액은 189억 원으로 전년 동기 대비 2.78% 증가하였고 영업이익은 26억 원으로 전년 동기 대비 4.99% 증가하였다.

2018년도 부채비율은 44.26%, 차입금의존도는 20.90%로 산업평균 대비 비교적 낮은 수준을 유지하고 있다. 2019년 11월 25일 100억 원 규모의 전환사채를 발행하였다. 자금 조달 목적은 “함양 인산죽염 항노화 지역 특화 농공단지 조성”을 통한 생산시설 확장 및 체험관광 사업 부문 강화이다.

[표3] 구분별 매출 추이 변화

(단위 : 백만원, %)

구분	2016년		2017년		2018년		2019년 3분기	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
제품	16,063	64.30	16,390	62.80	15,717	61.88	12,661	66.33
상품	8,527	34.14	9,284	35.57	9,349	36.81	6,113	32.03
기타	390	1.56	426	1.63	333	1.31	313	1.64
합계	24,980	100.00	26,100	100.00	25,399	100.00	19,087	100.00

출처: 금융감독원 전자공시

[표4] 증권사 투자의견

작성기관	투자의견	목표주가	작성일
IBK투자증권	Not Rated	—	2019.12.24
	· 온라인, 홈쇼핑 등으로 유통 채널을 확대하고 신제품 출시를 강화함에 따라 실적 개선세가 이어짐		
	· 2020년 홈쇼핑 채널 확대 및 오프라인 판로 강화 기대		

V. 주요이슈 및 전망

죽염 및

죽염응용식품 제조 선도 기업

동사는 죽염, 죽염응용식품 및 기타 친환경 건강지향식품을 제조하여 판매하는 업체로, 죽염의 창시자 인산 김일훈 선생의 전통을 이어받아 죽염의 대중화와 상용화를 이끌고 있다. 주요 제품인 인산죽염은 4대째 내려오는 전통방식으로 생산되고 있으며, 죽염시장에서 고품질로 평가되면서 시장 점유율이 가장 높은 것으로 알려졌다. 동사는 죽염산업의 주역으로, 죽염을 기반으로 한 응용식품(간장, 된장, 고추장 등), 진액류, 환류, 건강기능식품, 생활·뷰티제품 등 다양한 제품을 개발하여 소개함으로써 가공식품과 웰스케어 산업영역까지 확장하고 있다.

친환경 생산체험 복합문화단지 조성을 통한 부가가치 창출

동사는 인산죽염 향노화 특화농공단지를 조성하여 친환경 생산체험 복합문화를 통해 지역경제 활성화 사업을 도모하고자 한다. 이는 1차 산업(농산물 생산), 2차 산업(식품제조 및 생산), 3차 산업(유통, 판매, 체험, 관광)이 융합된 복합기능을 가진 산업단지로, 현재 농공단지 공사를 착공하여 2021년 완공을 목표로 하고 있다. 약 22만 8,000m²(약 6만 9천 평)의 부지에 죽염제조, 장류제조 및 교육 시설, 체험, 휴양 및 힐링 시설 등을 갖춘 계획이다. 이는 국내 최대 규모의 죽염 힐링타운으로 일반인에게 힐링관광의 거점이 될 것이며, 농공단지 내 생산시설 및 관리시설의 집합은 동사의 업무 효율성이 증대될 것으로 예상된다.

유통채널과 고객관리 시스템을 통한 수익창출

제품에 대한 품질경쟁력과 함께 체계화된 유통채널과 고객관리 시스템은 동사의 핵심경쟁력으로 작용한다. 죽염의 뿌리와 종가의 이미지를 바탕으로 전통 제조원칙에 준수된 고품질 제품은 고객의 신뢰도를 쌓게 되면서 직접 판매뿐만 아니라 점차 유통 판매에 대한 비중도 커지고 있다. 직영점 및 대리점의 확대는 일차적으로 원재료 거래뿐만 아니라 소비자에게 제품 홍보 및 브랜드 이미지 제고 효과까지 거둘 수 있어 지속적인 오프라인 매출 확대에 중요한 역할로 작용할 것으로 예상된다. 또한, 회원제 유통 플랫폼, 건강특화상품 유통, 지역특화 상품 유통 등 다양한 판매전략을 내세워 고객의 수요를 충족시킬 수 있을 것으로 본다.

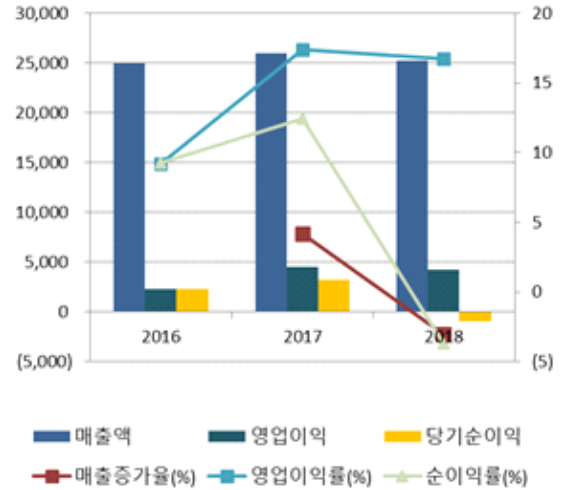
신규유통채널을 통한 경쟁력 확보

온라인, 홈쇼핑, SNS마켓 등 신규유통채널 확대는 기업의 인지도 향상과 다양한 연령층의 고객 확보에 이바지하고 있다. 특히, 신규 채널 전용 제품을 외식업계와 공동 개발하여 상용화하면서 대중적인 이미지로 젊은 세대를 겨냥하고 있다. 2019년 4월부터 홈쇼핑 채널에서 외식업계 유명 셰프와 콜라보이션으로 기획된 요리용 시즈닝 제품 ‘쉐프의 시즈닝’과 9회 죽염 세트가 선보였으며, 방송 중 매진을 기록하는 성과를 거두었다. 또한, 2019년 12월 홈쇼핑 업계에서 식품 기획으로 유명한 올박스와 MOU(제품 공동개발/제조에 관한 업무협약)를 체결하여 HMR 시장 진출을 위한 시너지 효과를 기대하고 있다. 동사의 식품 개발 기술과 올박스의 상품 브랜딩과 소싱, 유통 노하우 등의 협업은 죽염의 대중화를 가속화시킬 것으로 예상된다. 동사는 지속적인 공동개발을 통해 건강한 소금인 죽염을 다양한 채널로 공급할 것이며, 이를 통해 일반인 건강증진에도 기여할 것으로 기대된다.

포괄손익계산서 (Annual)

(단위: 백만원, IFRS연결)

	2016.12	2017.12	2018.12
매출액	24,971	26,018	25,232
증가율(%)		4	(3)
매출원가	9,956	8,967	8,568
매출총이익	15,015	17,051	16,663
판매비와관리비	12,718	12,520	12,447
인건비	5,302	5,853	6,104
일반관리비	3,938	4,007	3,905
판매비	3,148	2,357	2,048
기타판매비와관리비	330	303	390
영업이익	2,297	4,531	4,216
영업이익률(%)	9	17	17
영업외수익	1,117	116	155
금융수익	11	17	86
영업외비용	674	595	4,641
금융비용	312	467	451
세전계속사업이익	2,740	4,052	(270)
법인세비용	427	821	660
계속사업이익	2,312	3,231	(930)
중단사업이익			
당기순이익	2,312	3,231	(930)
순이익률(%)	9	12	(4)
기타포괄손익			
총포괄이익	2,312	3,231	(930)



포괄손익계산서 (Quarterly)

(단위: 백만원, IFRS연결)

	2018.3Q	2018.4Q	2019.1Q	2019.2Q	2019.3Q
매출액	6,984	6,777	5,366	6,083	7,519
매출원가	2,508	2,282	2,055	2,216	2,405
매출총이익	4,476	4,495	3,311	3,867	5,114
판매비와관리비	3,224	2,821	3,219	3,126	3,277
인건비		1,319	1,516	1,478	1,546
일반관리비		884	1,052	965	890
판매비		528	536	559	580
기타판매비와관리비	3,224	90	115	124	261
영업이익	1,252	1,674	92	741	1,837
영업외수익	64	45	55	45	25
금융수익	38	28	36	22	15
영업외비용	3,206	1,169	73	92	154
금융비용	114	91	68	41	43
세전계속사업이익	(1,890)	550	74	693	1,708
법인세비용	(33)	294	32	168	187
계속사업이익	(1,856)	257	42	525	1,521
중단사업이익					
당기순이익	(1,856)	257	42	525	1,521
기타포괄손익					
총포괄이익	(1,856)	257	42	525	1,521

재무상태표 (Annual)

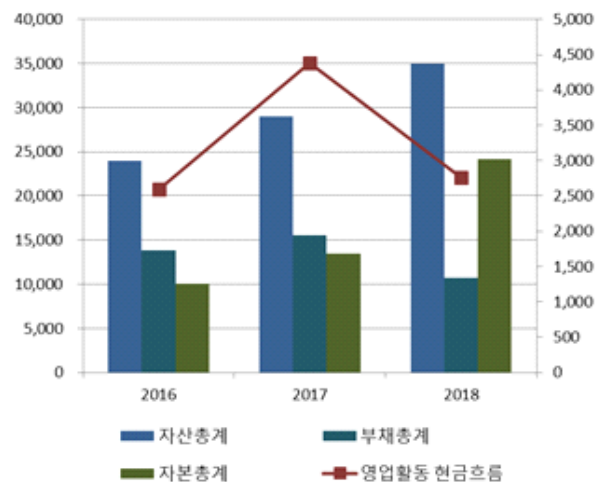
(단위: 백만 원 IFRS연결)

	2016.12	2017.12	2018.12
유동자산	10,337	12,842	16,111
현금및현금성자산	3,810	4,466	3,321
단기투자자산	803	1,883	5,600
매출채권및기타채권	551	564	1,459
재고자산	4,357	5,135	4,885
기타비금융자산	816	793	845
비유동자산	13,609	16,133	18,810
유형자산	11,862	13,185	14,921
무형자산	612	570	532
장기투자자산		250	703
장기매출채권등	292	492	410
이연법인세자산	281	318	390
기타비금융자산	562	1,318	1,853
자산총계	23,946	28,974	34,921
유동부채	6,815	8,802	8,023
매입채무및기타채무	2,536	2,560	2,257
유동차입부채	3,785	4,936	4,942
단기차입금	3,215	4,250	990
유동성장기부채	570	686	3,952
기타비금융부채	296	630	527
단기충당부채		36	
비유동부채	7,046	6,734	2,691
매입채무및기타채무	403	346	335
비유동차입부채	6,637	6,388	2,356
사채	2,892	3,087	531
장기차입금	3,745	3,300	1,825
기타비금융부채			
퇴직급여채무			
장기충당부채			
부채총계	13,861	15,536	10,714
지배주주지분	10,015	13,325	24,073
납입자본	6,357	6,357	15,002
자본금	2,200	2,200	2,447
이익잉여금	4,032	7,095	5,800
기타자본구성요소	(374)	(126)	3,271
기타포괄손익누계액	(5)	(5)	
기타자본구성	(369)	(121)	3,271
비지배주주지분	70	113	134
자본총계	10,085	13,438	24,207

현금흐름표 (Annual)

(단위: 백만 원 IFRS연결)

	2016.12	2017.12	2018.12
영업활동 현금흐름	2,594	4,388	2,764
당기순이익	2,740	4,052	(270)
현금유출없는비용	1,187	1,493	6,298
유형자산감가상각비	595	708	735
무형자산상각비	135	180	203
현금유입없는수익	1,074	34	108
자산부채변동	96	(485)	(1,836)
매출채권의 감소	(298)	13	(406)
재고자산의 감소	(57)	(779)	250
매입채무의 증가	304	(123)	2
투자활동 현금흐름	(3,189)	(4,447)	(2,070)
투자활동 현금유입	1,277	21	7,457
유무형자산의감소			16
투자자산등의감소	172	21	248
투자활동 현금유출	4,467	4,467	9,526
유무형자산의 증가	2,839	2,168	1,823
투자자산등의 증가	762	1,219	1,177
재무활동 현금흐름	3,789	715	(1,839)
재무활동 현금유입	5,816	1,671	2,527
유동부채의 증가	1,500	1,200	
비유동부채의증가	4,134	312	1,300
자본의증가	153	159	1,227
재무활동 현금유출	2,027	956	4,366
유동부채의 감소	1,515	793	3,552
비유동부채의 감소	20	37	412
자본의감소	478		64
현금및현금성자산의증가	3,193	656	(1,145)
기초 현금	616	3,810	4,466
기말 현금	3,810	4,466	3,321



주요 투자지표

(IFRS연결)	2016.12	2017.12	2018.12
주당지표(원)			
EPS	59	144	(45)
BPS	486	631	967
DPS	6	16	20
Valuation(배)			
PER	100.3	17.2	
PBR	12.2	3.9	1.6
EV/EBITDA	9.0	1.8	7.5
성장성(%)			
매출액증가율		4.2	(3.0)
영업이익증가율		97.2	(6.9)
총자산증가율		21.0	20.5
수익성(%)			
ROE	22.9	27.5	(4.9)
EBITDA margin	12.1	20.8	20.4
배당수익률		3.5	1.3
안정성(%)			
부채비율	137.4	115.6	44.3
이자보상배율(배)	7.4	9.7	9.3
유보액/총자산비율	35.8	40.7	62.2
활동성(%)			
총자산회전율	1.0	1.0	0.8
매출채권회전율	42.4	44.6	32.4
재고자산회전율	5.7	5.5	5.0

