

투자검토보고서

주식회사 인산가

2021년 11월 24일

목차

1. EXECUTIVE SUMMARY	3
1.1 투자 개요.....	3
1.2 주요 포인트.....	4
1.3 주요 리스크.....	5
2. 회사분석	6
2.1 개요.....	6
2.2 주요연혁.....	6
2.3 대표이사 약력.....	7
2.4 주주현황.....	7
2.5 주요인력현황	8
2.6 산업현황 및 전망.....	8
2.6.1 프리미엄 가공식품 죽염 시장.....	9
2.6.2 글로벌 소금 가격의 상승	10
2.6.3 산업의 경쟁우위 요소.....	10
2.6.4 회사의 주요 제품 현황	11
3. 회사 재무제표 분석	13
3.1 수익성현황	13
3.1.1 요약 손익계산서.....	13
3.1.2 매출 추이.....	13
3.1.3 손익비율 분석	14
3.2 재무안정성현황.....	15
3.2.1 요약 재무상태표.....	15
3.2.2 부채비율	16
3.2.3 순차입금비율	16
3.2.4 유형자산	17
3.2.5 금융자산	17
3.2.6 자기주식	18
3.3 현금흐름현황	18
4. 주요 리스크	18
5. 자문 결론	19

1. Executive Summary

1.1 투자 개요

구분	내용
인수대상	인산가 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채

CB 발행조건

구분	내용	
발행 회사명	주식회사 인산가	
사채의 종류	무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	
발행 예정 금액	120억원	
만기	발행일로부터 3년	
금리	Coupon	0%
	YTM	0.5%
전환	전환가격	'증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 5-22조 (1)에 따라 산정한 가액
	기간	발행일로부터 12개월 되는 시점부터 만기 1개월 전까지
	리픽싱	발행 후 매 3개월마다 70% 한도
Call	행사범위	30%
	행사기간	발행일로부터 12개월이 되는 날로부터 24개월이 되는 날까지 매 1개월
	YTC	2.0%
Put	기간	발행일로부터 24개월이 되는 시점 및 이후 매 3개월
	YTP	0.5%
자금용도	운영자금	

1.2 주요 포인트

○ 죽염시장 점유율 1위 업체

글로벌 공급망 차질과 천연가스 가격 상승, 인건비 상승 등에 따른 굵은 소금, 천일염, 정제염 등 소금 가격은 지속 상승하고 있으며, 인구고령화와 소득수준 상향에 따른 프리미엄 음식료에 대한 수요가 증가하며, 미네랄이 풍부한 죽염의 수요 또한 늘어나고 있음. 인산가는 30여년 전통 죽염 제조 회사로 국내 죽염시장에서 점유율 1위를 영위하고 있는 업체로, 가격 상승과 수요 성장으로 인한 시장 확대에, 실적이 성장할 것으로 기대함.

○ 신규사업을 통한 매출 다변화

동사는 매출처 다변화를 위해 기존의 죽염 위주에서 1) 죽염HMR : 죽염 김치, 죽염 두유, 죽염 두부 등 죽염을 응용한 HMR 제품으로 다변화시켰고, 2) 죽염H&B: 죽염 기반 화장품, 샴푸 등 Health and Beauty 부문 3) 전통주: 자체 약주, 탁주, 증류식 소주 등을 직접 제조하여 판매하는 전통주까지 사업 영역을 확장시킴. 이에 따른 동사의 非죽염부문의 실적 성장이 기대됨.

1.3 주요 리스크

동사는 2021년 6월말 기준 부채비율 65%, 순차입금비율 6%, 보유 현금성자산 193억원, 담보로 설정되지 않은 유형자산 33억원 보유하고 있는 회사임. 이에 투자대금 회수에 있어 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 이어져 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

○ 소금가격 하락 리스크

국내 생산 소금량이나 해외 수입 소금량이 증가할 경우, 국내 소금 공급량 증가에 따라 소금가격이 하락할 수 있음. 다만 글로벌 소금을 포함한 다양한 음식료 원자재 가격이 상향 중이며, 죽염은 프리미엄 소금으로 가격의 하방리스크를 방어할 수 있는 제품임.

○ 경쟁사의 출현

죽염은 제조에 있어 진입장벽이 높지 않기에 새로운 경쟁사가 출현 가능함. 동사의 죽염 대비 품질이나 단가 측면에서 우월한 죽염을 생산하는 경쟁사가 출현 시, 동사 매출이 감소할 수 있음. 다만 동사는 죽염의 창시 기업으로서 브랜드력을 보유한 회사이기에 경쟁력이 쉽게 약화되기가 어려움.

2. 회사분석

2.1 개요

회사명	주식회사 인산가	대표이사	김윤세
설립일자	2017년 07월 26일	상장일자	2017년 09월 29일
상장시장	코스닥	임직원수	201명(2021년 6월말 기준)
주가(11/24)	2,220원	시가총액(11/24)	707억
사업소재지	경상남도 함양군 수동면 수동농공길 23-26		
주요사업	죽염 및 죽염 응용 제품 제조		

- 당사는 1987년 인산가의 전신인 인산식품으로 설립되었으며, 1992년 인산가로 설립되었고, 2018년 아이비케이에스제8호기업인수목적 주식회사와의 스펙합병을 통해 코스닥에 신규 상장하였음.
- 김윤세 대표이사의 선친이 죽염의 창시자로서, 인산가는
- 주요 사업으로는 죽염, 죽염응용식품(죽염 김치, 죽염 젓갈, 죽염 두유 등), 죽염응용제품(화장품, 샴푸 등), 전통주를 제조하여 판매하고 있음.
- 주요 유통처별 매출액은: 고객센터 35.21%, 직영점 31.00%, 대리점 17.00%, 쇼핑몰 8.70% 등으로 구성되어 있음.
- 신사업으로 죽염기반 H&B(Health & Beauty)와 전통주 제조 판매 사업을 진행중에 있음.

2.2 주요연혁

일자	내용
1987.08	세계 최초의 죽염회사 인산식품 설립
1992.03	주식회사 인산가 설립
2001.06	벤처기업 확인 등록
2004.04	대만으로 죽염 수출 개시
2008.10	미국에 죽염 수출
2013.04	말레이시아 JAKIM(이슬람개발부) HALAL(할랄)인증
2018.09	코스닥 상장
2019.12	인산죽염항노화특화농공단지 시공

2.3 대표이사 약력

성명	직위	출생년도	주요경력
김윤세	대표이사 (회장)	1955.06.03	1992~ 인산가 대표이사

- 김윤세 대표이사는 1992년도 인산가 설립대표이사임.
- 김윤세 대표이사의 선친인 인산 김일훈 선생은 인산가의 9회 법제한 죽염의 제조 방법의 시초자였고, 이를 기반으로 김윤세 대표이사가 인산가를 설립하였음.

2.4 주주현황

(2021년 06월 30일 기준, 단위 : 주, %)

성명	관계	주식수	지분율
김윤세	본인	7,692,018	24.14
우성숙	처	1,251,629	3.93
김형석	미등기임원	293,703	0.92
김윤국	형제	87,128	0.27
박종분	형수	29,224	0.09
김운영	자	18,151	0.06
황재규	등기임원	10,000	0.03
최은아	제수	9,075	0.03
김단희	친인척	7,265	0.02
이상근	미등기임원	5,600	0.02
총계		9,403,793	29.51

- 발행주식 총수 : 31,863,399주
- 당사는 2018년 8월 29일(합병등기일)에 아이비케이에스제8호기업인수목적주식회사와 인산가의 합병으로 합병비율(아이티베이에스제8호기업인수목적주식회사: 인산가 = 1: 4.53)에 따라 인산가의 주식을 교부하여였음.

2.5 주요인력현황

성명	출생년월	직위	등기임원	상근	담당	주요경력	소유주식수	재직기간	임기
김윤세	1955.06	대표이사	사내이사	상근	경영총괄	92~現 인산가	7,692,018	29년 3개월	2021.08.28
손태원	1960.05	사내이사	사내이사	상근	영업총괄	02~08 Cheil Europe HQ 총괄사장 08~11 (주)제일기획 광고기획 본부장 12~17 (주)대교 글로벌 총괄 본부장 19 (주)청호나이스 마케팅 및 해외사업부장 19~現 인산가	-	1년 7개월	2023.03.24
정병조	1955.07	사내이사	사내이사	상근	생산관리 총괄	88~93 마산고려개발 94~現 인산가	-	4년 3개월	2021.08.28
황재규	1956.08	사외이사	사외이사	비상근	경영감시	85~13 중소기업중앙회 경기본부장 13~16 숭실대 중소기업대학원 겸임교수 16~17 경동대 관광경영학과 교수	-	2년 3개월	2022.03.25
정만영	1956.02	감사	감사	비상근	감사	現 창원대학교 강사 15~現 인산가	-	5년 7개월	2021.08.28
우성숙	1961.02	전무	미등기	상근	연수총괄	現 인산가	1,251,629	2년 11개월	-
목경숙	1965.05	전무	미등기	상근	마케팅총괄	88~15 삼성전자 생활가전사업부 15~16 코웨이 마케팅본부 17~19 청호나이스 20~現 인산가	-	1년 6개월	-
김형석	1979.05	상무	미등기	상근	기획총괄	15~現 인산가	293,703	5년 9개월	-
이상근	1956.12	상무	미등기	상근	생산총괄	77~16 진주시청 17~現 인산가	5,600	4년 4개월	-
민병한	1966.06	상무	미등기	상근	화장품사업 총괄	96~05 CJ 화장품사업부 05~12 엔프라니 뉴체널사업부장 13~16 KGC라이프앤진 동인비 마케팅실장 17~19 청호나이스 화장품사업총괄 20~現 인산가	-	1년 7개월	-
김원근	1980.06	이사	미등기	상근	신규사업총괄	06~現 인산가	-	14년 10개월	-

2.6 산업현황 및 전망

죽염이란, 3년간 간수를 뺀 천일염을 대나무통에 넣고 가마에서 아홉번의 법제와 용용(액체로 녹이고 고체로 굳히는 과정)을 반복하여 1200도 이상의 고열에 구워 가공한 소금의 일종으로, 항산화 방지, 노화방지, 높은 미네랄 함유량으로 인해 건강에 좋은 기능을 가짐. 죽염은 인산 김일훈 선생(인산가 대표이사의 선친)이 일제강점기 시대에 최초로 가공방식을 발명하여 보급하였고, 1980년대 인산가의 설립 이후 대중적 인지도를 얻고 대량 산업생산이 시작되었음.

죽염 제조 방식	죽염
	
(출처: 인산가)	

2.6.1 프리미엄 가공식품 죽염 시장

- 글로벌 인구 고령화로 고령친화 건강기능 식품은 2012년 6조원에서 2020년 17조원으로 연평균 13.5%씩 꾸준히 성장하였음. 코로나19의 확산으로 인해 중장년층에서도 개인의 건강관리에 대한 관심이 증진되며, 건강기능식품에 대한 소비 확대로 이어지고 있음.
- 또한 개인의 소득수준 향상과 가공식품의 양적 개선과 함께, 좋은 원료(건강기능 강화, 유기농, 최상급 품질 등)나 생산방법(첨가물 없음, 자연 발효 등)에서 차별화된 프리미엄 식품에 대한 수요 또한 늘어나고 있음. 이를 일컫는 '셀프 메디케이션(Self-Medication)'이라는 말도 확산되고 있음.
- 국내 친환경농식품 판매장의 경우 2010년대비 2019년도 매출액이 2배 이상 증가하였고, 롯데마트의 '프리미엄푸드마켓', 신세계백화점의 'PK마켓', 현대백화점의 '현대식품관' 등 국내 대형 유통업체들은 프리미엄 콘셉트를 내세운 매장을 확대시키고 있음.
- 프리미엄 식품 중에서도 나트륨 함량은 낮으나 미네랄 함량은 높은 죽염, 핑크솔트, 천일염 등 프리미엄 소금에 대한 인식 확대와 함께 수요가 증가하며, 다양한 프리미엄 소금이 판매되고 있음.

[시중에 유통되고 있는 주요 프리미엄 소금]

제품명	특징
히말라야 핑크 암염 가는 소금	히말라야 고원지대에서 약 2 만년 전에 형성된 소금바위에서 생성된 소금으로 은은한 분홍빛의 암염 알갱이 형태. 철분, 요오드, 칼슘 등 84 종의 미네랄 함유
사해 가는 소금	이스라엘 사해의 천일염을 정제한 소금. 사해에서만 얻을 수 있는 12 종의 미네랄 등 총 33 종 미네랄 함유
칸나멜라 그레이브레타뉴 소금	프랑스 게랑드 염전에서 추출한 회색빛 소금으로 짠맛이 덜하며 미네랄 등 함유
핑크 솔트 플레이크	세계 희귀 소금 산지인 호주 머레이 강에서 자연적으로 형성된 분홍색 소금
나귀소금	전남 신안군 도초도에서 연중 햇볕이 가장 많은 6~8 월 생산한 천일염. 5년 이상 숙성
염꽃천일염	물 위에 소금 결정이 떠 있는 모습이 꽃같다는 의미에서 이름 붙여진 최상급 토판염
말돈솔트컴퍼니소금&훈연소금	영국 에섹스의 말돈 지방 강수량이 낮은 동쪽 해안의 해수를 끓여 결정을 얻어 나온 소금으로 우리나라 전통 소금인 자연의 생산방식과 매우 흡사 세계에서 인지도가 가장 높은 130년 전통의 영국 소금

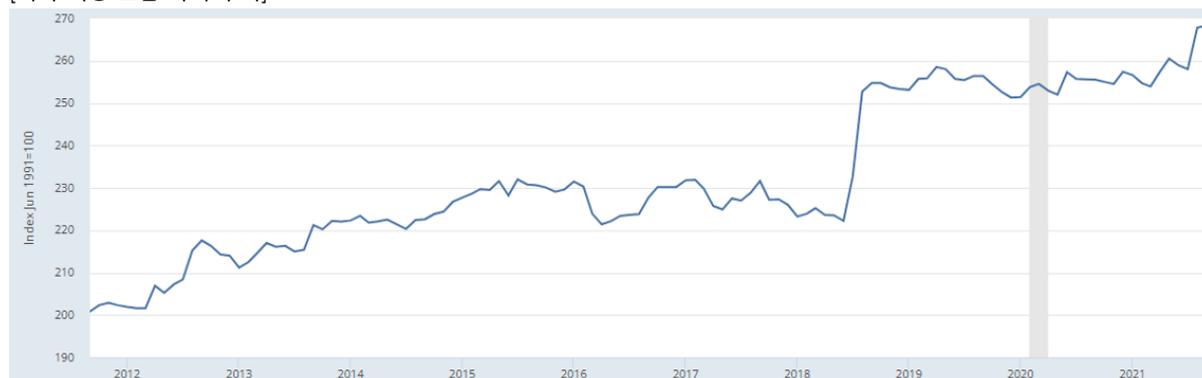
(출처: 신세계백화점, 갤러리아백화점, 마켓컬리)

- 국내 식용 소금 시장은 2015년 1,369억원에서 2019년 1,468억원으로 연평균 1.4%씩 성장하였으나, 프리미엄 건강식품에 대한 수요 증가로 인해 죽염시장은 더욱 빠르게 성장할 것으로 기대함.

2.6.2 글로벌 소금 가격의 상승

- 코로나19 확산과 선박 쇼티지로 인한 공급망 차질, 천연가스 가격의 상승, 노동력 공급 차질, 인건비 상승으로 인해 글로벌 설탕, 밀, 옥수수 등 음식료 커머디티 가격은 지속 증가 중에 있으며, 이는 글로벌 cost-push inflation에 기여하고 있음.
- FRED Economic Data에 따르면 미국 식용 소금 가격 또한 2021년 9월 1일 기준 연초 대비 약 17%가량 상승하였음.

[미국 식용 소금 가격 추이]



(출처: FRED Economic Data)

- 이러한 소금 가격의 상승 추이는 인산가의 죽염과 죽염응용제품들의 단가 상승으로 연결되며, 원재료인 천일염의 매입원가는 3년전* 매입가격로 반영되어 동사의 실적과 수익성 개선에 기여할 것으로 기대함.

*죽염을 제조시 3년간 천일염의 간수를 빼는 과정이 필요함.

2.6.3 산업의 경쟁우위 요소

(1) 국내 죽염 시장 점유율 1위 업체

동사는 죽염을 국내 최초로 개발하여 4대째 내려오는 전통 제조 방식을 기반으로 설립한 회사로서, 국내 시장 점유율 1위를 영위하고 있음. Lock-In효과로 인해 기존 고객의 재구매율이 높은 가운데 최근 건강 기능 식품에 대한 수요 증가로 인해 동사의 충성고객수가 더욱 증가할 것으로 기대함.

(2) 非죽염 제품 다변화

동사는 단순한 죽염뿐만이 아닌, 죽염 김치, 죽염 젓갈, 죽염 두유 등 죽염응용식품과 죽염 화장품, 죽염 샴푸 등 죽염기반 H&B(Health & Beauty), 그리고 전통주를 제조하여 판매하고 있어서 제품이 다변화 되어있음.

2.6.4 회사의 주요 제품 현황

(1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

(단위: 백만원)

	2019	2020	1H21
매출액	26,020	30,589	16,699
9회죽염	7,623	8,617	3,876
5회죽염	0	169	69
알칼리죽염	0	1,372	698
3회죽염	1,406	17	1
1회죽염	337	462	241
죽마고우환	1,465	1,504	945
홍화씨분말	725	1,120	477
장류	1,513	1,502	835
오리액기스	2,952	4,361	2,428
기타	9,999	11,465	7,128

➤ 죽염

- 동사의 주요 제품으로 9회의 법제와 용융을 반복한 죽염과, 4번 구워낸 미네보 과립, 4번 용융한 알칼리 죽염, 1회 다용도 죽염, 물죽염, 김장용 죽염 등이 있음. 동사의 죽염은 최초로 죽염을 개발한 인산선생의 제조방법을 전승하여 생산한 죽염으로 차별성이 뛰어남.

➤ 죽염 응용 식품

- 죽염 응용 식품으로 복해정, 죽염간장, 죽염고추장, 죽염김치, 죽염파래김, 죽염굴비, 죽염쌀국수 등이 다양한 죽염응용식품이 있음.

➤ 액기스

- 유황오리진액, 다슬기진액, 명태 진액, 홍화씨진액 등이 있으며, 이는 직접 제조하지 않고 계열사를 통해서 상품으로 매입하여 판매하고 있음.

➤ 죽염 응용 생활용품

- 죽염을 기반으로 제조한 생활용품으로 죽염치약, 죽염비누, 죽염삼푸, 죽염화장품 등이 있음.

(2) 주요 원재료의 매입현황

▶ 주요 원재료 매입금액 (단위: 백만원)

매입유형	품 목	2019	2020	1H21
총 합 계		7,971	9,302	5,274
원재료	원재료 합계	1,681	1,441	325
	천일염	310		
	대나무	366	320	197
	홍화씨	26	166	
	기 타	979	955	128
부재료	부재료 합계	443	545	255
	휴대용기			
	기 타	443	545	255
상품	상품 합계	4,567	5,884	3,613
	발마늘	343	327	
	오리엑기스	1,473	2,246	1,281
	기 타	2,751	3,311	2,332
외주가공비	외주가공비	1,280	1,432	1,081
	사시사철무생강감초진액	85	89	25
	생강감초진액			
	기 타	1,195	1,343	1,056

- 동사의 죽염의 주요 원재료는 천일염과 대나무이며, 천일염을 매입하여 3년간 간수를 말린 후 에 대나무통에 넣고 죽염으로 제조하여 사용하고 있음.
- 오리엑기스와 발마늘 등 일부 죽염응용식품은 계열사로부터 상품으로 매입해서 판매하고 있음.

▶ 주요 원재료 등의 가격 변동 추이 (단위: 원)

구분	2019	2020	1H21
천일염(20kg)	7,683		
대나무(속)	15,450	15,061	15,262
소나무(ton)	80,653	70,000	
발마늘(kg)	4,402	8,515	6,000
홍화씨(kg)	6,731	7,987	
백태(kg)	4,615	5,101	
서목태(kg)	5,385	7,208	7,700
고추(kg)		22,000	17,647
유황오리(수)	76,923	77,193	80,000

- 발마늘의 단가는 수확시기의 기후에 따라 변동되고 있음. 다만 발마늘을 상품으로 매입하고 있 으며, 매입단가는 변동하지 않았음.

3. 회사 재무제표 분석

3.1 수익성현황

3.1.1 요약 손익계산서

(단위 : 백만원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액(수익)	19,970	20,910	24,971	26,018	25,232	25,864	30,465
매출원가	8,046	8,614	9,956	8,967	8,568	9,044	10,110
매출총이익	11,925	12,296	15,015	17,051	16,663	16,820	20,354
매출총이익률	60%	59%	60%	66%	66%	65%	67%
판매비와관리비	10,037	11,226	12,718	12,520	12,447	12,827	14,641
영업이익	1,888	1,069	2,297	4,531	4,216	3,993	5,713
영업이익률	9%	5%	9%	17%	17%	15%	19%
당기순이익	729	-1,457	2,312	3,231	-930	3,155	4,761
당기순이익률	4%	-7%	9%	12%	-4%	12%	16%
EBITDA	1,745	-602	3,770	5,390	1,035	5,556	7,459
EBITDAM	9%	-3%	15%	21%	4%	21%	24%

3.1.2 매출 추이

[제품별 매출액]

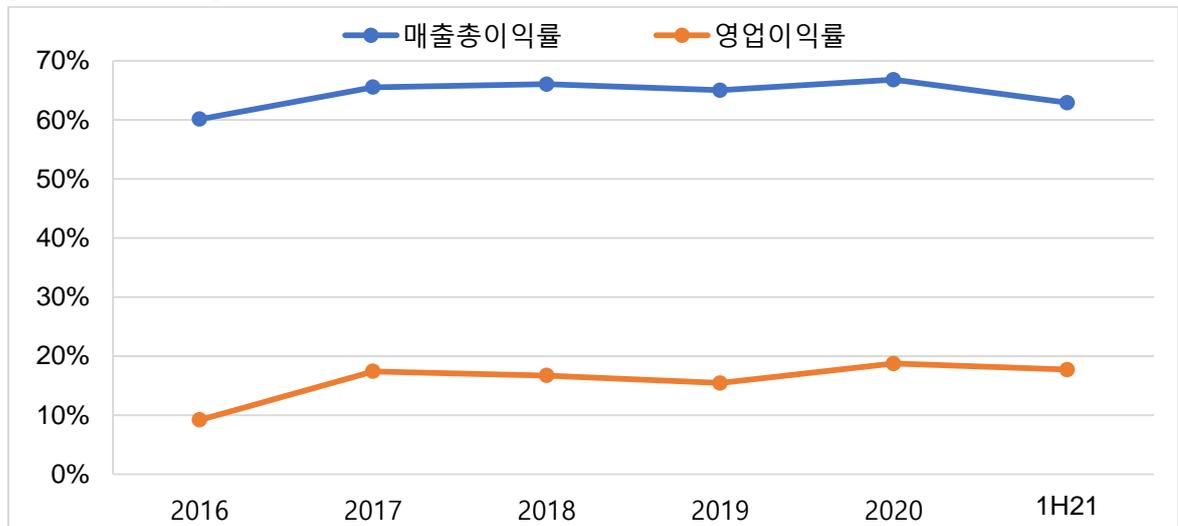
(단위 : 백만원)

	2018	2019	2020	1H21
매출액	25,400	26,020	30,589	16,699
9회죽염	7,236	7,623	8,617	3,876
5회죽염			169	69
알칼리죽염			1,372	698
3회죽염	1,225	1,406	17	1
1회죽염	346	337	462	241
죽마고우환	1,268	1,465	1,504	945
홍화씨분말	751	725	1,120	477
장류	1,277	1,513	1,502	835
오리엑기스	6,115	2,952	4,361	2,428
기타	7,182	9,999	11,465	7,128

- 2020년 동사의 매출액은 2019년 대비 18% 성장하였음. 이는 코로나19 확산으로 인해 개인건강과 면역력에 대한 관심이 늘어나며 9회죽염과 오리엑기스, 홍화씨분말의 매출이 성장하였기 때문임.
- 2021년 상반기에 매출액은 전년동기대비 22% 성장하였으며, 이는 기타부문 여러 제품/상품에서 매출액이 증가함에 기인함.

3.1.3 손익비율 분석

[인산가 손익비율]



- 매출총이익률은 2017년도부터 2020년도까지 65% 수준에서 유지되고 있으며, 2021년 상반기 매출원가가 소폭 상승하며 매출총이익률이 63%로 소폭 하락하였음.
- 영업이익률은 2016년도부터 2020년도까지 꾸준히 15~19% 수준을 유지하고 있으며, 2021년도 상반기 영업이익률 또한 18% 수준을 기록하였음. 당사는 죽염의 원조기업으로서 경제적 해자의 프리미엄을 보유하여 영업이익률이 높은 수준에 유지되고 있음.

3.2 재무안정성현황

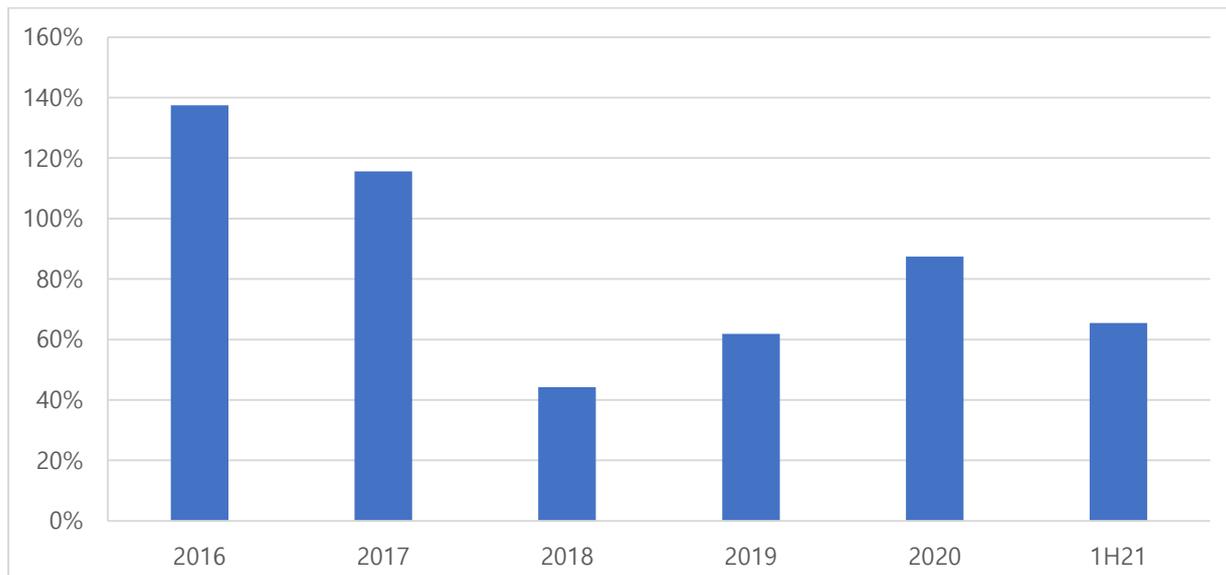
3.2.1 요약 재무상태표

(단위 : 백만원)

(백만원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	6,538	7,425	10,337	12,842	16,111	26,750	27,234
현금및현금성자산	917	549	3,810	4,466	3,321	11,686	7,188
매출채권및기타채권	462	448	551	564	975	941	1,039
재고자산	4,000	4,059	4,357	5,135	4,885	6,405	7,844
비유동자산	11,563	10,226	13,609	16,133	18,810	23,026	37,917
유형자산	8,457	8,397	11,862	13,185	14,921	19,870	33,422
무형자산	105	335	612	570	532	353	273
투자부동산	0	0	0	0	0	0	0
기계장치	1,476	1,483	1,657	1,725	1,777	1,953	2,249
자산총계	18,101	17,651	23,946	28,974	34,921	49,776	65,151
유동부채	5,426	10,234	6,815	8,802	8,023	7,987	17,751
비유동부채	4,872	1,041	7,046	6,734	2,691	11,043	12,629
부채총계	10,298	11,275	13,861	15,536	10,714	19,030	30,380
자본금	1,700	1,700	2,200	2,200	2,447	2,651	2,654
이익잉여금	4,018	2,560	4,032	7,095	5,800	8,442	12,330
자본총계	7,804	6,376	10,085	13,438	24,207	30,746	34,771

- 2018년 아이비케이에스제8호기업인수목적 주식회사와의 합병을 통해 스펙상장함.

3.2.2 부채비율



- 2021년 상반기말 기준 인산가의 부채비율은 65%임.
- 2018년 스펙상장을 통해 자본금이 30억원 가량 증가하며 부채비율이 2017년 116%에서 2018년 44%로 감소하였음.
- 2019년 전환사채 100억원 발행으로 부채비율이 2019년 62%로 상승하였음.
- 2020년 항노화농공단지 공장 건설비용을 마련하기 위해 차입한 유동성사채 97억원 증가로 인해 부채비율이 87%로 재차 상승하였음.
- 2021년 주가상승으로 인한 자본잉여금 증가에 자본총계가 늘어나며 부채비율이 65%로 하락함.

3.2.3 순차입금비율

(단위: 백만원)

	2016	2017	2018	2019	2020	1H21
순차입금비율	58%	37%	-7%	-10%	23%	6%
순차입금	5,810	4,975	(1,622)	(3,130)	8,041	2,653
자본총계	10,085	13,438	24,207	30,746	34,771	43,951

- 당사는 2019년도까지 순현금상태를 유지하던 중 2020년 항노화 특화농공단지세울 공장 건설자금을 위해 차입금을 늘리며 순차입으로 전환하였음.
- 2021년 상반기 기준 순차입비율 6%상태로, 현금이 필요시 추가 차입을 통해 유동성을 마련할 수 있는 상황임.

3.2.4 유형자산

(단위: 백만원)

구분	취득원가	국고보조금	감가상각누계액	장부금액
유형자산	52,743	0	0	38,693
토지	6,599	0	0	6,599
건물	18,154	0	0	14,295
건축물	1,557	0	0	982
차량운반구	1,123	0	0	426
공구와기구	71	0	0	0
비품	2,724	0	0	838
시설장치	1,031	0	0	473
기계장치	2,282	0	0	404
임차시설물	421	0	0	72
사용권자산	887	0	0	464
건설중인자산	17,894	0	-	14,139

- 2021년 상반기 기준 토지와 건물자산의 장부가액으로 208억원을 보유하고 있음.
- 당사는 보유하고 있는 토지 및 건물의 175억원가량이 차입금의 담보로 설정되어 있음.

담보제공자산	담보권자	담보설정액	차입금액
경상남도 함양군 함양읍 죽림리 토지 및 건물	국민은행	10,560,000	7,888,000
경상남도 함양군 함양읍 수동면 화산리 토지 및 건물			
서울 종로구 관훈동 토지 및 건물	농협은행	718,000	900,000
경상남도 함양군 함양읍 수동면 화산리 토지 및 건물	농협은행	1,200,000	900,000
경상남도 함양군 지곡면 보산리 토지 및 건물	경남은행	1,320,000	975,000
경상남도 함양군 마천면 구양리 토지 및 건물	경남은행	1,200,000	
경상남도 함양군 함양읍 죽림리 토지	경남은행	600,000	500,000
경기도 성남시 분당구 정자동 토지 및 건물	기업은행	1,920,000	1,600,000
합 계	-	17,518,000	12,763,000

3.2.5 금융자산

(단위: 백만원)

구분	당기손익 공정가치측정 금융자산	상각후원가 측정 금융자산	합계
현금및현금성자산		7,243,887,238	7,243,887,238
매출채권		855,421,927	855,421,927
기타금융자산(유동)		12,051,349,636	12,051,349,636
기타금융자산(비유동)	3,000,000	1,178,835,900	1,181,835,900
합 계	3,000,000	21,329,494,701	21,332,494,701

- 당사는 2021년 상반기 기준 현금 193억원을 보유하고 있음.

3.2.6 자기주식

(단위: 주)

취득방법	주식의 종류	기초수량	기말수량
자기주식 총계	보통주	44,106	44,106
기타 취득	보통주	44,106	44,106

- 2021년 6월말 기준, 자기주식수 44,106주를 보유하고 있으며, 이는 2021-11-05 종가 2,250원 기준 99,238,500원 수준임.

3.3 현금흐름현황

(단위: 백만원)

구분	2018년	2019년	2020년	1H21
영업활동현금흐름	(7,464)	11,449	(12,048)	(11,852)
투자활동현금흐름	(25,645)	(20,102)	2,775	4,101
재무활동현금흐름	34,041	15,187	29,167	(5,335)

영업활동현금흐름은 2020년도부터 재고자산과 매출채권 확대에 따른 적자를 유지하고 있음.

투자활동현금흐름은 2020년 코로나19확산으로 인한 항노화지역특화농공단지 건설 지연으로 인해 흑자전환되었음.

재무활동현금흐름은 2020년 항노화지역특화농공단지 건설을 위한 차입금 조달로 인해 확대되었으나, 2021년 상반기 배당금지급으로 인해 적자전환하였음.

4. 주요 리스크

동사는 2021년 6월말 기준 부채비율 65%, 순차입금비율 6%, 보유 현금성자산 193억원, 담보로 설정되지 않은 유형자산 33억원 보유하고 있는 회사임. 이에 투자대금 회수에 있어 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 이어져 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

○ 소금가격 하락 리스크

국내 생산 소금량이나 해외 수입 소금량이 증가할 경우, 국내 소금 공급량 증가에 따라 소금가격이 하락할 수 있음. 다만 글로벌 소금을 포함한 다양한 음식료 원자재 가격이 상향 중이며, 죽염은 프리미엄 소금으로 가격의 하방리스크를 방어할 수 있는 제품임.

○ 경쟁사의 출현

죽염은 제조에 있어 진입장벽이 높지 않기에 새로운 경쟁사가 출현 가능함. 동사의 죽염 대비 품질이나 단가 측면에서 우월한 죽염을 생산하는 경쟁사가 출현 시, 동사 매출이 감소할 수 있음. 다만 동사는 죽염의 창시 기업으로서 브랜드력을 보유한 회사이기에 경쟁력이 쉽게 약화되기가 어려움.

5. 투자 결론

동사는 1) 죽염시장 점유율 1위 업체: 글로벌 공급망 차질과 천연가스 가격 상승, 인건비 상승 등에 따른 붉은 소금, 천일염, 정제염 등 소금 가격은 지속 상승하고 있으며, 인구고령화와 소득수준 상향에 따른 프리미엄 음식료에 대한 수요가 증가하며, 미네랄이 풍부한 죽염의 수요 또한 늘어나고 있음. 인산가는 30여년 전통 죽염 제조 회사로 국내 죽염시장에서 점유율 1위를 영위하고 있는 업체로, 가격 상승과 수요 성장으로 인한 시장 확대, 실적이 성장할 것으로 기대함.

2) 신규사업을 통한 매출 다변화 : 동사는 매출처 다변화를 위해 기존의 죽염 위주에서 1) 죽염 HMR : 죽염 김치, 죽염 두유, 죽염 두부 등 죽염을 응용한 HMR 제품으로 다변화시켰고, 2) 죽염 H&B: 죽염 기반 화장품, 샴푸 등 Health and Beauty 부문 3) 전통주: 자체 약주, 탁주, 증류식 소주 등을 직접 제조하여 판매하는 전통주까지 사업 영역을 확장시킴. 이에 따른 동사의 非죽염부문의 실적 성장이 기대됨.

3) 2021년 6월말 기준 부채비율 65%, 순차입금비율 6%, 보유 현금성자산 193억원, 담보로 설정되지 않은 유형자산 33억원 보유하고 있는 회사이기에 재무적으로 안정적임.

따라서 동사는 전환사채 투자에 적합함.