

Company Update

Analyst 이환옥

02) 6915-5473

dlghksdhr123@ibks.com

Not Rated

목표주가

-

현재가 (6/15)

2,760원

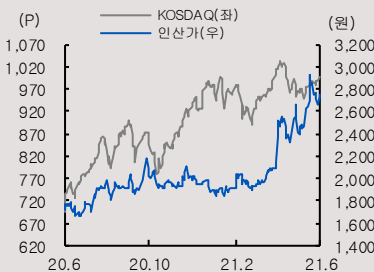
KOSDAQ (6/15)	997.37pt
시가총액	866억원
발행주식수	31,863천주
액면가	100원
52주 최고가	2,930원
최저가	1,660원
60일 일평균거래대금	105억원
외국인 지분율	1.0%
배당수익률 (2021F)	1.8%

주주구성	
김윤세 외 9 인	28.44%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	11%	30%	12%
절대기준	14%	39%	61%

	현재	직전	변동
투자이견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(21)	149	-	-
EPS(22)	171	-	-

인산가 추가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

IBK투자증권 주관사 IPO기업 Update

인산가 (277410)

죽염 기반 프리미엄 HMR이 성장 견인할 것

대한민국 죽염 명가

1987년 설립된 인산가는 죽염 및 죽염응용식품을 전문으로 제조 판매하는 업체로 지난 2018년 9월 아이비케이에스 제8호 스펙 합병을 통해 코스닥 시장에 상장하였다. 주력 제품인 인산죽염(9회, 5회 등)은 4대째 이어온 전통 제조방식으로 생산되며 최고의 품질로 국내 부동의 시장점유율(매출액 기준) 1위를 유지하고 있다. 1Q21 연결 기준 주요 제품별 매출비중은 죽염류(9회 제품 등) 25.2%, 오리엑기스 16.6%, 장류 5.9%, 죽마고우환 5.3%, 홍화씨분말 3.4%, 기타(HMR 제품 등) 43.6%로 구성된다.

1Q21 역대 최대 매출액 달성, 다만 수익성은 다소 부진

1Q21 연결 기준 매출액은 76억원(+10.9% yoy), 영업이익은 9억원(-16.9% yoy)을 기록하였다. Covid-19의 장기화가 판매 호조세로 이어지며 1분기 역대 최대 매출액을 달성하였다. '오리엑기스'의 매출액이 +81.8%(yoy) 큰 폭으로 증가하였고, HMR제품의 기타 매출액이 33억원(+25.9% yoy)을 달성하며 전사 외형성장을 견인하였다. 주력 제품인 9회 죽염의 우수 고객을 중심으로 HMR제품의 2차 구매가 늘어난 영향이라 판단된다. 다만, 마케팅 강화를 위한 투자가 집행되며 비용 부담이 발생하였고, 영업이익률은 전년동기대비 3.8%p 하락한 11.2%를 기록하였다.

2Q21부터 비용부담 완화되며 수익성도 개선 될 것

2Q21부터는 외형성장에 따른 비용부담 완화로 수익성도 개선될 것으로 예상된다. 실제로 1분기 지출한 마케팅 관련 투자 성과가 지난 4월 판매 호조세(+20~30% yoy)로 나타나고 있는 것으로 파악된다. 올해 연결 기준 매출액은 355억원(+16.8% yoy), 영업이익은 58억원(+1.2% yoy), 영업이익률은 16.3%(-2.4%p yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 증가 추이를 보이는 우수 회원(인산인)을 중심으로 신규 프리미엄 HMR 제품(순백명란, 죽염굴비 등)이 전사 실적 성장을 견인할 것이라 예상한다.

(단위: 억원, 배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	259	305	355	408	472
영업이익	40	57	58	68	79
세전이익	39	55	55	66	77
지배주주순이익	31	47	45	54	63
EPS(원)	120	177	149	171	201
증가율(%)	-386.8	46.7	-15.5	14.6	17.2
영업이익률(%)	15.4	18.7	16.3	16.7	16.7
순이익률(%)	12.4	15.7	13.0	13.5	13.6
ROE(%)	11.5	14.4	12.1	12.9	13.7
PER	15.9	11.1	18.5	16.1	13.8
PBR	1.7	1.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.4	8.0	10.5	7.9	6.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

대한민국 죽염 명가

주력 제품

- 죽염(9회, 5회, 4회, 1회)
- 오리엑기스(건강보조식품)
- 기타(프리미엄HMR)

1987년 설립된 인산가는 죽염 및 죽염응용식품을 전문으로 제조 판매하는 업체로 지난 2018년 9월 아이비케이에스 제8호 스펙 합병을 통해 코스닥 시장에 상장하였다. 주력 제품인 인산죽염(9회, 5회 등)은 4대째 이어온 전통 제조방식으로 생산되며 최고의 품질로 국내 죽염시장 내 부동의 시장점유율(매출액 기준) 1위를 차지하고 있다. 1Q21 연결 기준 주요 제품별 매출비중은 죽염류(9회 제품 등) 25.2%, 오리엑기스 16.6%, 장류 5.9%, 죽마고우환 5.3%, 홍화씨분말 3.4%, 기타(HMR 제품 등) 43.6%로 구성된다.

과거 연간(2017~2019)

매출액은 250억원 내외
영업이익률은 약 16% 수준

과거 연간 매출액(2017~2019)은 250억원 내외, 영업이익률은 약 16% 수준을 기록하였다. 동기간의 안정적인 실적 시험은 25만명 내외의 인산가 회원에 기반하였고, 대표 제품인 9회 죽염(고체 1Kg 기준)의 가격이 25만원 수준으로 고가임을 고려하면 특히 우수회원(연 2회 이상 구매고객, 인산인)의 높은 재 구매율이 큰 영향을 미쳤다.

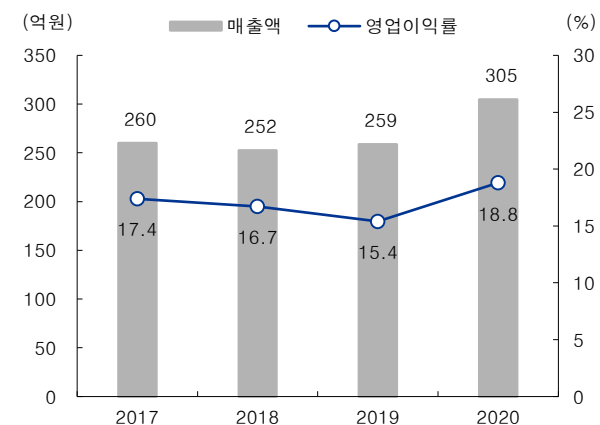
코로나 수혜로 작년 큰 폭의
실적 성장 달성

작년 유례없는 바이러스의 대유행으로 건강에 대한 인식 제고와 HMR 제품의 고성장 덕분에 매출액은 305억원(+17.8% yoy), 영업이익은 57억원(+43.1% yoy)을 기록하며 큰 폭의 성장을 달성하였다. 코로나 특수와 맞물린 동사의 성장 동력은 첫째 죽염 제품군을 5회죽염, 4회죽염 등으로 다변화 하며 진입 장벽을 낮추었고, 둘째 죽염을 기반한 프리미엄 HMR 제품군과 오리엑기스로 대표되는 건강보조식품의 판매 강화, 셋째 작년 말 기준 약 30만명으로 증가한 회원수 특히 일반 회원(+4.8%yoy) 대비 높은 성장세를 기록한 우수회원(+9.3%yoy)에 기인하였다고 판단된다. 백신 공급 확대로 인한 코로나 종식 이후에도 건강에 대한 인식 제고 및 식품 산업내 HMR시장의 두드러진 성장세 그리고 재구매율이 높은 우수 회원의 증가 추이를 고려할 시 향후 지속적인 성장이 가능한 상황이다.

연내 6만명 규모 항노화
지역특화농공단지 완공 예정

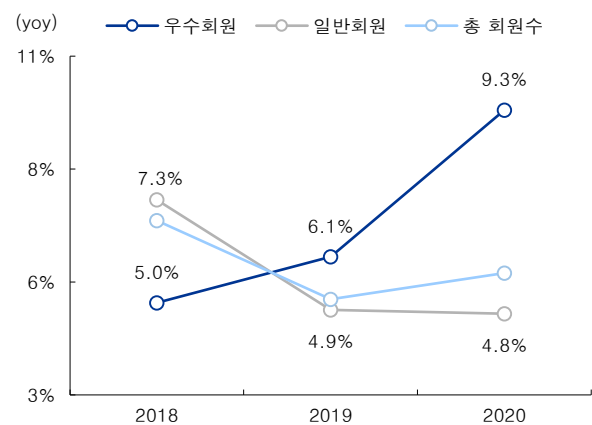
또, 올해 연내 6만명 규모의 항노화 지역특화농공단지(생산시설 및 문화레저 복합관광단지)가 완공 예정이다. 기존 210톤(약320억원)의 생산규모에서 630만톤 규모로 3배 이상 생산시설이 확장된다는 점을 고려하면 장기적인 성장 모멘텀도 보유하고 있다.

그림 1. 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 인산가, IBK투자증권 리서치본부

그림 2. 회원 유형별 yoy 회원수 증가율 추이(2018~2020)



자료: 인산가, IBK투자증권 리서치본부

설립 이후 1분기 역대 최대 매출액 달성

1Q21 실적

매출액 +10.9% yoy

영업이익 -16.9% yoy

1Q21 연결 기준 매출액은 76억원(+10.9% yoy) 영업이익은 9억원(-16.9% yoy)을 기록하였다. 코로나 바이러스의 장기화로 인한 손해가 판매 호조세로 이어지며 설립 이후 1분기 역대 최대 매출액을 달성하였다. 주요 제품별 매출비중은 죽염류(9회 제품 등) 25.2%, 오리엑기스 16.6%, 장류 5.9%, 죽마고우환 5.3%, 홍화씨분말 3.4%, 기타(HMR 제품 등) 43.6%를 기록하였다. 유통 채널별 매출비중은 고객센터 36.6%, 직영점 32.2%, 대리점 16.3%, 쇼핑몰 9.4%, 채널사업(홈쇼핑 등) 4.9%, 기타 해외 0.7%로 구성되었다.

단일 제품으로는 '오리엑기스'의 매출액이 +81.8%(yoy) 큰 폭으로 증가하며 13억원을 기록하였고, HMR 제품군(죽염천마차, 죽염김치, 선식, 명란 등) 중심의 기타 매출액이 33억원(+25.9% yoy)을 달성하며 전사 외형성장을 견인하였다. 코로나 바이러스 영향으로 건강식품에 관한 소비자의 구매력 증가 추세가 이어졌고, 주력 제품인 9회 죽염의 우수 회원을 중심으로 HMR 제품군의 2차 구매가 늘어난 영향이라 판단된다. 다만, 비대면 소비 채널 TM(텔레마케팅), 온라인 쇼핑몰 확대를 위한 인원 충원과 인터넷 포털 및 SNS 채널 등을 통한 마케팅 강화를 위한 투자가 집행되며 비용 부담이 발생하였고, 이에 영업이익률은 전년동기대비 3.8%p 하락한 11.2%를 기록하였다.

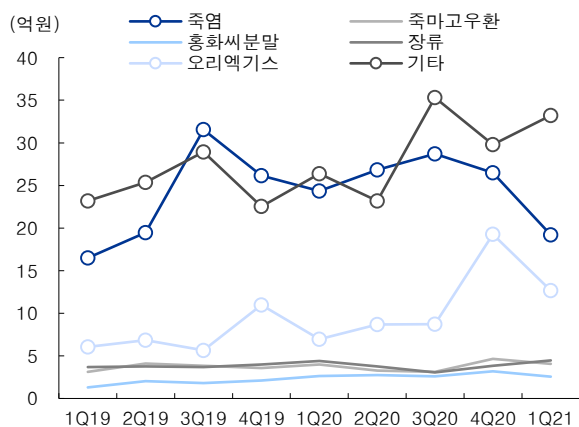
2021 예상실적

매출액 +16.8% yoy

영업이익 +1.2% yoy

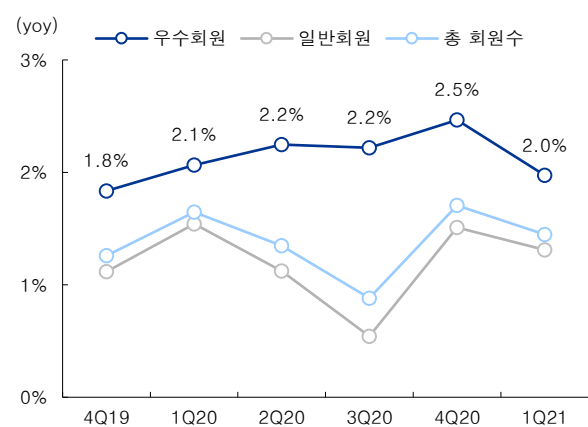
2Q21부터는 외형성장에 따른 비용부담 완화로 수익성도 개선될 것으로 예상된다. 실제로 1분기 지출한 마케팅 관련 투자 성과가 지난 4월 판매 호조세(+20~30% yoy)로 나타나고 있는 것으로 파악된다. 올해 연결 기준 매출액은 355억원(+16.8% yoy), 영업이익은 58억원(+1.2% yoy), 영업이익률은 16.3%(-2.4%p yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 매출 비중이 가장 높은 죽염 제품군의 안정적인 판매 호조세가 이어지는 가운데, 증가 추이를 보이는 우수회원(인산인)을 중심으로 신규 프리미엄 HMR 제품(순백명란, 죽염굴비, 죽염김 등)이 전사 실적 성장을 견인할 것이라 예상한다. 또, 아마존 브랜드 스토어 입점과 네이버 쇼핑 라이브 등 이커머스 채널 확대가 이루어지고 있음을 고려할 시 추가적인 성장도 가능할 것으로 예상된다.

그림 3. 주요 제품별 매출액 추이(1Q19~1Q21)



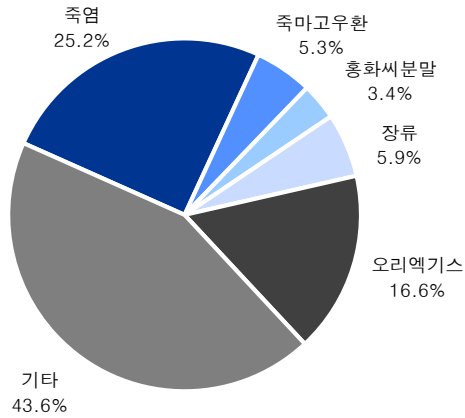
자료: 인산가, IBK투자증권 리서치본부

그림 4. 회원 유형별 yoy 회원수 증가율 추이(4Q19~1Q21)



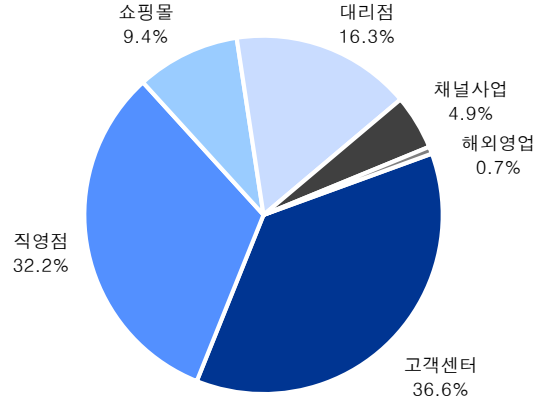
자료: 인산가, IBK투자증권 리서치본부

그림 5. 주요 제품별 매출비중(1Q21)



자료: 인산가, IBK투자증권 리서치본부

그림 6. 유통채널별 매출비중(1Q21)



자료: 인산가, IBK투자증권 리서치본부

표 1. 인산가 실적 추정(K-IFRS 연결)

(단위:억원)

단위:억원	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	68	68	81	87	76	82	98	99	259	305	355
YoY	28%	11%	8%	26%	11%	22%	21%	14%	3%	18%	17%
QoQ	-1%	-1%	20%	7%	-13%	9%	19%	1%	-	-	-
죽염	24	27	29	26	19	22	29	26	94	106	96
죽마고우환	4	3	3	5	4	4	4	5	15	15	17
홍화씨분말	3	3	3	3	3	3	3	4	7	11	13
장류	4	4	3	4	4	4	4	4	15	15	17
오리엑기스	7	9	9	19	13	15	14	25	30	44	66
기타	26	23	35	30	33	33	44	35	100	115	145
매출총이익	46	46	53	58	47	54	64	64	168	204	229
판관비	36	36	36	39	38	40	46	47	128	146	171
영업이익	10	10	17	20	9	14	18	17	40	57	58
영업이익률	15%	15%	21%	22%	11%	17%	18%	17%	15%	19%	16%
세전이익	10	10	15	21	8	13	17	17	39	55	55
지배주주순이익	10	7	11	19	7	9	13	15	31	47	45

자료: IBK투자증권 리서치본부

인산가 (277410)

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	259	305	355	408	472
증가율(%)	2.5	17.8	16.5	14.9	15.7
매출원가	90	101	126	141	163
매출총이익	168	204	229	267	309
매출총이익률 (%)	64.9	66.9	64.5	65.4	65.5
판매비	128	146	171	199	230
판매비율(%)	49.4	47.9	48.2	48.8	48.7
영업이익	40	57	58	68	79
증가율(%)	-5.3	43.1	0.7	18.2	16.2
영업이익률(%)	15.4	18.7	16.3	16.7	16.7
순금융손익	0	-1	-3	-2	-2
이자손익	0	-1	-3	-2	-2
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	39	55	55	66	77
법인세	8	8	9	11	13
법인세율	20.5	14.5	16.4	16.7	16.9
계속사업이익	32	48	46	55	64
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	48	46	55	64
증가율(%)	-439.2	50.9	-4.0	19.6	17.2
당기순이익률 (%)	12.4	15.7	13.0	13.5	13.6
지배주주당기순이익	31	47	45	54	63
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	32	48	46	55	64
EBITDA	57	75	76	96	107
증가율(%)	10.0	32.0	0.9	26.7	11.6
EBITDA마진율(%)	22.0	24.6	21.4	23.5	22.7

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	120	177	149	171	201
BPS	1,154	1,301	1,263	1,384	1,535
DPS	30	50	50	50	50
밸류에이션(배)					
PER	15.9	11.1	18.5	16.1	13.8
PBR	1.7	1.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.4	8.0	10.5	7.9	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	2.5	17.8	16.5	14.9	15.7
EPS증가율	-386.8	46.7	-15.5	14.6	17.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	2.6	1.8	1.8	1.8
ROE	11.5	14.4	12.1	12.9	13.7
ROA	7.4	8.3	6.4	6.8	7.3
ROIC	14.7	15.1	13.8	20.4	25.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	61.9	87.4	91.8	90.5	88.9
순차입금 비율(%)	-10.7	22.1	-19.5	-26.9	-33.9
이자보상배율(배)	57.4	21.1	13.0	15.2	17.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	29.3	31.8	38.9	47.0	47.1
재고자산회전율	4.6	4.3	4.1	4.0	4.0
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	268	272	365	423	492
현금및현금성자산	117	72	117	138	161
유가증권	68	108	140	161	187
매출채권	9	10	8	9	11
재고자산	64	78	95	109	126
비유동자산	230	379	408	415	428
유형자산	199	334	348	347	350
무형자산	4	3	2	1	1
투자자산	2	11	15	18	20
자산총계	498	652	773	838	919
유동부채	80	178	224	253	288
매입채무및기타채무	2	3	7	8	9
단기차입금	9	9	12	13	15
유동성장기부채	37	126	30	30	30
비유동부채	110	126	143	144	145
사채	77	47	47	47	47
장기차입금	28	73	90	90	90
부채총계	190	304	367	397	433
지배주주지분	306	345	396	435	482
자본금	27	27	31	31	31
자본잉여금	193	193	208	208	208
자본조정등	2	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	84	123	155	193	240
비지배주주지분	2	2	3	4	5
자본총계	307	348	400	439	487
비이자부채	39	47	188	216	250
총차입금	151	257	179	181	183
순차입금	-33	77	-78	-118	-165

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	38	57	52	68	75
당기순이익	32	48	46	55	64
비현금성 비용 및 수익	23	17	20	30	30
유형자산감가상각비	15	15	17	27	27
무형자산상각비	2	2	1	1	0
운전자본변동	-19	-6	-10	-14	-17
매출채권등의 감소	-3	1	2	-1	-1
재고자산의 감소	-16	-14	-16	-14	-17
매입채무등의 증가	-1	0	4	1	1
기타 영업현금흐름	2	-2	-4	-3	-2
투자활동 현금흐름	-63	-186	-79	-56	-67
유형자산의 증가(CAPEX)	-57	-151	-29	-26	-30
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-5	-2	-3
기타	-6	-33	-45	-28	-34
재무활동 현금흐름	108	84	65	13	19
차입금의 증가(감소)	20	44	16	0	0
자본의 증가	0	0	4	0	0
기타	88	40	45	13	19
기타 및 조정	1	0	1	0	0
현금의 증가	84	-45	39	25	27
기초현금	33	117	72	110	135
기말현금	117	72	110	135	162

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료 언급된 종목(인산가)의 유가증권발행과 관련하여 주관사로 참여하였습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	95.2
중립	7	4.8
매도	0	0