

# 박 회계사의 완벽한 재무제표 활용법

은행, 증권사, 투자자  
모두가 열광하는  
최고의 재무제표 강의

박동흠 지음



끊임없이 흔들리는 시장에서도 탁월한 결과를 만들어내는 재무제표 분석의 완결판!

“5가지 원칙만 제대로 알면  
처음 보는 기업 재무제표도 두렵지 않다!”

★★★  
수많은 수강생이  
검증한 족집게  
재무제표 강의!  
★★★

★★★  
특별부록 1  
대한약품 vs 컴투스  
완전 분석!  
★★★

★★★  
특별부록 2  
좋은 기업 vs 나쁜 기업  
체크리스트!  
★★★

★★★  
특별부록 3  
저자가 직접 선정한  
우수기업 BEST 10!  
★★★

은행, 증권사, 투자자 모두가 열광하는  
최고의 재무제표 강의

# 박 회계사의 완벽한 재무제표 활용법



박동흠 지음

**더북스**

: 부록 1 :

# 기업분석 실전 사례



## 대한약품

대한약품은 2011년부터 2018년까지 7년간 매출액, 영업이익, 순이익이 꾸준히 증가한 기업이다. 또 매년 영업이익률을 높여 상장기업 평균 이상의 영업이익률과 ROE를 실현할 만큼 실적을 검증받은 기업이다.

시작점을 2011년으로 잡은 이유는 한국 상장기업이 적용하는 한국채택국제회계기준을 2011년에 도입했기 때문이다. 지금의 회계기준으로 작성한 재무제표끼리 비교해야 의미가 있지 않겠는가. 책의 본문에서 제시한 5가지 point에 따라 회사의 사업보고서를 차근차근 분석해보자.

**Point 1. 돈이 많은 기업인가(비영업자산, 금융부채)**

대한약품의 재무상태표는 다음과 같다.

◆ 대한약품 2018년 재무상태표 (단위: 원)

자산		부채	
I. 유동자산	104,967,109,715	I. 유동부채	55,495,624,541
(1) 현금및현금성자산	40,505,810,376	(1) 매입채무 및 기타유동채무	30,517,562,988
(2) 매출채권 및 기타유동채권	40,206,243,480	(2) 유동성장기차입금	2,400,000,000
(3) 재고자산	20,837,075,323	(3) 단기차입금	12,000,000,000
(4) 단기금융자산	2,120,000,000	(4) 당기법인세부채	4,648,983,757
(5) 기타유동자산	1,297,980,336	(5) 기타유동부채	5,929,077,796
II. 비유동자산	129,787,534,398	II. 비유동부채	38,897,336,338
(1) 장기금융상품	7,798,821,338	(1) 장기차입금	24,000,000,000
(2) 유형자산	120,237,758,311	(2) 기타비유동금융부채	2,683,649,380
(3) 영업권 이외의 무형자산	404,283,366	(3) 퇴직급여부채	12,213,686,958
(4) 기타비유동금융자산	13,800,000	부채총계	94,392,960,879
(5) 연법인채자산	1,090,526,102		
(6) 기타수취채권	242,344,181	자본	
자산총계	234,754,644,113	I. 자본금	3,000,000,000
		II. 자본잉여금	175,922,721
		III. 이익잉여금	137,185,760,513
		자본총계	140,361,683,234

대한약품은 자산총계가 2,347억 원으로 부채 943억 원, 자본 1,403억 원인 중소기업이다. 수십조, 수백조 원대 대기업을 보다가 이런 기업을 보면 숫자가 작게 느껴진다. 반면 이제부터 기업 재무제표를 자세히 보기 시작한 독자는 이 숫자도 크게 느껴질 수 있다.

우리는 숫자가 크든 작든 관계없이 재무상태표를 다음과 같이 나누기로 했다.

◆ 재무상태표 구분



또한 영업자산과 영업부채를 구분하는 게 어려울 수 있으므로 비영업자산과 차입부채부터 찾자고 했다. 대한약품 2018년 재무상태표(345쪽)를 보면 비영업자산과 차입부채를 눈에 띄게 표시해놓았다. 복잡하자면 비영업자산은 현금및현금성자산, 금융상품시리즈, 금융자산시리즈, 투자부동산이고 차입부채는 차입금시리즈와 사채시리즈다. 나머지는 모두 영업자산, 영업부채로 간주한다.

영업자산과 영업부채는 회사 매출액은 물론 영업이익을 만들어내는 데도 기여한다. ‘자산-부채’를 자본 또는 순자산이라 하므로 영업자산에서 영업부채를 차감한 부분은 순영업자산, 비영업자산에서 차입부채를 차감한 부분은 순비영업자산으로 정의할 수 있다.

이렇게 자산과 부채를 재구성하면 다음과 같다.

◆ 자산과 부채 재구성

자본 (자산 - 부채)	순영업자산(영업자산 - 영업부채)	128,323,251,220
	순비영업자산(비영업자산 - 차입부채)	12,038,432,014
	기본(순자산) 합계	140,361,683,234

이 회사가 보유한 순비영업자산은 120억 원 정도다. 현금및현금성자산을 405억 원 넘게 보유했지만 차입금도 384억 원이나 되기 때문에 상계하면 숫자가 크지 않다. 그래도 여유자금을 보유한 상황에서 매년 안정적인 이익을 내고 있으므로 채권자나 외상을 주는 거래처 입장에서는 전혀 문제가 없어 보이는 회사다.

대한약품의 시가총액은 약 1,900억 원인데 보유한 순비영업자산만 120억 원 정도다. 즉, 주식시장에서 이 기업의 주식을 1,900억 원에 전량 거둬들이면 120억 원은 바로 회수가 가능하다. 나머지 1,780억 원은 회사 사업으로 벌어들여야 하는데 회사가 약 285억 원의 순이익을 내고 있으니 6.2년(1,780억 원/285억 원)이면 회수가 가능하다는 계산이 나온다. 물론 이것은 시간가치와 현금흐름을 무시한 간편법이다. 주식시장에서 PER을 구할 때 계산하는 것과 비슷한 논리다. 차이점은 주가에서 회사가 보유한 순비영업자산을 차감한 것이다.

주주 입장에서 PER을 구하는 취지는 회사 주가가 회사 이익 대비 몇 배인지 측정하는 데 있다. 또는 회사의 이익 수준 대비 몇 년이면 투자원금 회

수가 가능한지 계산하기 위한 것이기도 하다. PER을 역수로 나타내면 ‘1주당순이익/1주당 주가’다. 총액으로 나타낼 경우에는 ‘순이익/시가총액’이다. 1,900억 원을 주고 산 회사가 285억 원의 순이익을 낸다는 것은 주주의 기대수익률이 약 15%(285억 원/1,900억 원)라는 의미다.

나아가 시가총액 1,900억 원이라는 것은 120억 원의 순비영업자산을 보유하고 285억 원의 순이익을 내는 기업이 시장에서 이렇게 평가받고 있음을 뜻한다. 1,900억 원을 주고 기업을 통째로 인수한 주주는 순비영업자산 120억 원을 손에 넣고 나머지 1,780억 원은 회사사업으로 벌어서 원금 회수가 가능하기 때문이다.

같은 맥락에서 피터 린치는 《전설로 떠나는 월가의 영웅》에서 다음 일화를 들려준다.

포드 주식은 38달러로 올라갔다. 포드는 쌓아놓은 현금이 주당 16.3달러나 되었다. 내가 보유한 포드 주식 모두에 주당 16.3달러의 보너스가 마치 환불금처럼 숨어 있었다. 나는 이 회사를 시가 38달러가 아니라 주당 21.7달러에 사는 셈이었다. 주가 38달러로 계산하면 PER이 5.4였지만 주가 21.7달러로 계산하면 3.1이었다.

여기서 ‘현금이 주당 16.3달러’라고 했는데 이는 금융상품, 금융자산을 모두 더하고 차입금을 뺀 순비영업자산을 총주식수로 나눠 계산한 것으로 보인다. 피터 린치는 이 순비영업자산을 가리켜 환불금이라고 표현했다. 그가 포드 주식을 1주당 38달러에 인수했는데 이 회사 금고에는 이미 1주

당 16.3달러가 있으니 21.7달러로 사는 셈이라는 얘기다. 그 21.7달러는 3.1년 동안 벌면 원금 회수가 가능하고 4년 차부터 버는 돈은 모두 피터 린치의 것이라는 계산이다. 이 일화는 주주 입장에서 왜 비영업자산과 금융부채를 찾아 숫자를 계산하는지 이해하기 좋은 사례다.

## Point 2. 정상적으로 이익을 내고 있는가(영업자산, 영업부채)

대한약품의 자산과 부채는 대부분 영업자산, 영업부채로 이뤄져 있다. 순영업자산만 1,283억 원에 이른다. 순영업자산은 앞의 재무상태표에 나타난 것처럼 유형자산이 1,202억 원으로 가장 많고 매출채권, 재고자산, 매입채무 등으로 구성되어 있다. 제조업이므로 유형자산, 재고자산 숫자가 클 수밖에 없다.

회사가 1,283억 원의 영업자산으로 매출액과 이익을 어느 정도 창출했는지 손익계산서를 확인해보자(350쪽).

손익계산서를 보면 매년 매출액과 영업이익이 증가 추세고 2018년 362억 원의 영업이익을 만들었다. 매출액 대비 영업이익(영업이익률)은 23%인데 세금 반영 전 ROIC를 계산하면 약 28%(362억 원/1,283억 원)다. 주주나 채권자 입장에서 이 회사는 사업을 굉장히 잘한다고 평할 수 있다.

매년 영업이익을 안정적으로 실현하기 때문에 영업자산, 영업부채와 관련해 딱히 더 검토할 사항은 없다. 만약 현금흐름표에 문제가 있다면 더 검토해야 하지만 그런 것이 없으면 더 짚어볼 내용은 없다.

◆ 2018년 손익계산서

포괄손익계산서

제 55 기 2018.01.01 부터 2018.12.31 까지

제 54 기 2017.01.01 부터 2017.12.31 까지

제 53 기 2016.01.01 부터 2016.12.31 까지

(단위 : 원)

	제 55 기	제 54 기	제 53 기
I. 수익(매출액)	158,720,344,007	144,439,321,461	139,436,904,028
II. 매출원가	98,468,959,281	89,650,273,454	95,820,424,714
III. 매출총이익	60,251,384,726	54,789,048,007	43,616,479,314
IV. 대손상각비(대손충당금환입)	(384,776,557)	305,094,366	180,003,420
V. 판매비와관리비	24,417,961,774	22,230,136,388	21,715,376,688
VI. 영업이익(손실)	36,218,199,509	32,253,817,253	21,721,099,206
VII. 기타이익	2,371,178,218	1,033,973,048	634,109,304
VIII. 기타손실	490,608,867	941,368,642	745,333,938
IX. 금융수익	122,042,133	58,069,781	112,163,682
X. 금융원가	1,028,841,348	351,325,145	436,505,561
XI. 법인세비용차감전순이익(손실)	37,191,969,645	32,053,166,295	21,285,532,693
XII. 법인세비용	8,673,865,846	7,220,804,283	3,628,238,261
XIII. 당기순이익(손실)	28,518,103,799	24,832,362,012	17,657,294,432

대표적인 영업자산인 유형자산과 무형자산으로 재고자산을 생산·판매해 매출채권을 회수하는 사이클이 정상적으로 돌아가고 있으므로 건너뛰어도 무방하다. 앞으로도 계속 이익을 유지하거나 2018년 이상으로 이익을 만들어낼 것인지는 'Point 3. 이익을 극대화할 수 있는가(손익계산서 분석)'에서 집중적으로 검토하고 끝내면 된다.

### Point 3. 이익을 극대화할 수 있는가(손익계산서 분석)

#### 영업이익 워단 - 매출액

손익계산서에서 보듯 회사 매출액과 영업이익은 매년 증가 추세다. 제약회사이므로 매출액은 약 '판매가격×판매량'으로 정의할 수 있다. 매출 증가 요인이 가격 인상 혹은 판매량 증가에 있는지 아니면 둘 다 영향을 미친 것인지 살펴보자.

◆ 사업보고서 중 주요 제품 정보

리. 주요 제품  
 의약품 생산 판매하고 있으며 주요 제품의 현황은 아래와 같습니다.  
 ① 주요 제품 현황

(단위: 백만원)

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표	매출액(백만원)
처조. 의약품	주액제	수액제	영양보충 및 치료제	5% 포도당주사제	12,449,430 (30%)
		입출원 배합제	치 료 제	5-키 외	27,682,174 (11%)
기타 제품	주액제	기타제	치 료 제	BH 주액제	2,871,113 (7%)
		위산시럽	시럽	경사외	303,042 (1%)
합 계					158,720,100 (100%)

② 주요 제품들의 가격 변동 추이

(단위: 원)

품 목	제55기	제54기	제53기
5%포도당주사제 500ML	1,023	1,023	1,315
5%포도당주사제 500ML	1,385	1,385	1,385
3%포도당주사제 1,000vL	1,619	1,619	1,315
10%포도당주사제 500ML	1,431	1,431	1,431
10%포도당주사제 1,000vL	1,603	1,603	1,306

대한약품은 위 표의 ① 주요 제품 현황에서 보는 것처럼 주로 수액제목을 만들어 판매하는 회사다. 수액은 대한약품과 JW 생명과학, CJ헬스케어 등 몇 개 업체만 만들고 있는데 대한약품의 매출 규모가 가장 큰 편이다. 수

액 자동화 생산라인 설치비용이 큰 편이라 진입장벽이 높아서 지금 같은 과점 체제가 만들어졌다고 한다.

시장에 이런 특성이 있으면 보통 판매가격 결정권을 기업이 쥐기 쉽다. 경쟁이 심한 시장에서는 판매가격을 올리기보다 내려서라도 판매량을 늘리는 모습을 자주 볼 수 있으나 소수기업만 존재하는 독과점 구조에서는 가격 결정권이 기업에 있어서 가격을 올리는 데 자유로운 편이다.

사업보고서에서 이 회사의 주요 제품 정보를 찾아보면 포도당주사액은 제54기(전기) 대비 가격 변동이 없다. 가격을 올리지 않았는데 매출액이 증가했으니 판매량이 늘어났을 것으로 보인다. 사업보고서에는 주요 제품 가격 정보는 나오지만 판매량 정보는 공개하지 않는다. ‘매출액=판매가격×판매량’이므로 판매가격 추이로 판매량을 추정해보는 것이 현실적인 방법이다.

고령화사회에 접어들면서 수액 판매량이 증가하다 보니 이 회사의 매출액은 매년 늘어났고 이는 경쟁사인 JW생명과학이나 CJ헬스케어 모두 마찬가지다. 그래도 이 회사는 판매가격을 올리지 않았다. 사업보고서의 II. 사업의 내용’을 보면 정부는 보험재정 건실화를 위해 약가재평가제도를 실시하고 지속적인 약가 사후관리를 한다고 한다. 다시 말해 독과점 체제여도 정부 규제 때문에 약 판매가격을 올리는 데 자유롭지 못하다. 대신 희소식도 있다. 수액에 퇴장방지의약품 상한가 91% 미만 판매금지제도를 적용받는다는 것이다. 사업보고서에는 관련 규정 설명이 없지만 포털사이트와 증권사 리포트를 찾아 정리해보면 이 제도는 의약품의 안정적인 공급을 위해 퇴장방지약 가격을 상한 금액의 91%로 명시하는 것을 말한다. 수액처럼 꼭

필요한 약은 과거에 70% 이하로 싸게 납품했는데 이 경우 수지타산이 맞지 않아 제약회사가 사업을 접을 수도 있다. 그러면 초고령사회로 접어드는 요즘 사회적으로 큰 문제가 발생하므로 이를 막고자 정상가격에 거래가 이뤄지도록 정부가 제도를 마련한 것이다. 이는 약사법 개정으로 2017년 1월부터 시행했고 유통채널별로 기존 계약 만료 후 새로운 약 가격을 적용받을 예정이라 판매가격은 과거 대비 더 오를 것으로 보인다.

정리하면 초고령사회에 접어들면서 판매량은 계속 증가할 전망이다. 판매가격도 정부 정책에 따라 기존보다 인상될 가능성이 크다. 국내 시장에서 판매하므로 시장 규모가 크지 않고 3개 회사가 양분하는 탓에 큰 성장은 기대하기 어려워도 매출이 안정적으로 꾸준히 증가할 것으로 예상할 수 있다.

### 영업이익 워단 - 매출원가, 판매비와관리비

연간 투입하는 매출원가와 판매비와관리비 합계를 모아놓은 주식사항 '비용의 성격별 분류'를 찾아 정리해보면 다음과 같다.

◆ 비용의 성격별 분류 주식사항 요약 정리

(단위: 원)

구분	당기		전기	
	금액	비율	금액	비율
원재료와 소모품 사용액	52,390,993,605	33%	49,745,219,519	34%
감가상각비	8,788,200,721	6%	7,583,853,190	5%
급여	32,647,983,070	21%	30,370,802,720	21%
경상개발비	474,063,133	0%	402,375,195	0%
매출액	158,720,344,007		144,439,321,461	

이 표는 주식사항에서 양적, 질적으로 중요한 숫자만 뽑아 매출액과 비교하는 식으로 정리한 것이다. 이것을 분석해보면 수액 1만 원짜리를 판매할 경우 원재료 사용액이 3,300원이고, 인건비가 2,100원 정도라는 의미다. 원재료가 가장 중요한 비용이라고 할 수 있다. 감가상각비와 급여 같은 고정비는 전기, 당기 모두 매출액 대비 약 27% 발생한다. 고정비 비중도 큰 편인데 과점구조와 고령화사회로 인해 판매량이 계속 증가하는 점을 감안하면 고정비 부담이 있을 것 같지는 않다.

원재료가격이 떨어지거나 판매가격이 올라가면 판매량 증가와 맞물려 이익이 크게 늘어날 가능성이 있다고 판단할 수 있다. 판매가격 인상 가능성은 이미 앞에서 살펴봤으니 이번에는 원재료가격을 보자.

사업보고서 중 원재료에 관한 사항(355쪽)을 살펴보면 ① 주요 원재료를 보면 특정 품목 매입 비중이 큰 편은 아니다. 만약 수액병 매입 비중이 절대적이고 그가격이 오르는 추세라면 수액 한 병 판매에 따른 회사 마진이 줄겠지만 매입 비중은 10%에 불과하다. 수액병과 수액BAG만 매입 비중이 10%가 넘고 나머지는 10% 밑이다. 그리고 자잘한 원재료가 많다 보니 기타로 묶어놓았다. 한마디로 특정 원재료가 중요한 회사라고 보기 어렵다.

② 주요 원재료 등의 가격 변동 추이를 보면 원재료가격이 매년 같은 품목도 있고 2018년(제55기)에 소폭 올라간 부분도 있다. 원유나 농산품처럼 국제 원자재가격에 따라 민감하게 움직이는 품목이 아니라서 가격 추이 자체가 큰 변동이 없다. 무엇보다 특정 원재료 매입 비중이 크지 않아 원재료 가격 변동에 따른 손익 변동은 크지 않을 것으로 예상해볼 수 있다.

◆ 사업보고서 중 주요 원재료에 관한 사항

- 2. 회사의 연혁
- 3. 자본금 변동사항
- 4. 조식의 총수 등
- 5. 의결권 현황
- 6. 배당에 관한 사항 등
- II. 사업의 내용
- III. 재무제표 구성 사항
  - 1. 요약재무정보
  - 2. 년말재무정보
  - 3. 연중재무정보 주요
  - 4. 재무제표
  - 5. 재무제표 주석
  - 6. 기타 참고에 관한 사항
- IV. 이사의 결정권한 및 분석의견
- V. 감사인의 감사의견 등
  - 1. 감사에 관한 사항
  - 2. 감사제도에 관한 사항
  - 3. 조차의 의결권 행사에 관한
- VI. 주주에 관한 사항
- VII. 임원 및 주요 등에 관한 사항
  - 1. 임원 및 사원의 현황
  - 2. 임원 보수 등
- IX. 계열회사 등에 관한 사항
- X. 내외상거래와의 거래내역
- XI. 그 밖의 특주주 보호를 위하여
- 【전문가의 의견】
  - 1. 견본계약 확인
  - 2. 견본계약의 이해관계

마. 주요 원재료에 관한 사항

주요 원재료는 국내 수입 및 수입에 의존하고 있으며 원재료 미입련량은 아래와 같습니다

① 크고온 재료

(단위 : 백만원)

사업부문	매입유형	품 목	구체적용도	단일단 (비율)	비 고
치주 약품	주문납품	스넥액	프샷프	5,418(10.24%)	
		수액BAG	프샷프	5,653(10.89%)	-
		글루틴B-이올	프진용	4,283(8.10%)	-
		B.C.X	프 샷	2,513(4.76%)	-
		프 드 날	부 료	1,064(2.01%)	-
합 계	-	-	52,888(100.00%)	-	

② 크고온 재료들의 가격변동추이

(단위 : 원)

품 목	서55기	서54기	서53기
스넥 50X 1,000ML	335	337	335
수액BAG 50X 1,000ML	509	525	525
스넥액 500ML	219	196	190
수액날 1,000ML	365	357	350
수액고무마개	61.50	6.50	61.50
수 액 캡	31	31	31
인 플 2ML	35	33	33
프 드 날	1,360	1,300	1,300
수액BAG 500ML	257	257	257
수액BAG 1,000ML	282	282	282

한편 제약기업치고 연구개발비 지출액이 너무 적은 편이다. 같은 규모의 다른 제약사를 보면 보통 연 100억 원 내외의 연구개발비를 지출하는데 이 회사는 좀 적다. 수액에만 집중하다 보니 그런 측면도 있고 시설 투자가 많아 새로운 약을 개발할 여유가 없는 것 같기도 하다.

◆ 사업보고서 중 주요 생산 및 설비에 관한 사항

- 가. 회사의 개요
  - 1. 회사의 개요
  - 2. 회사의 연혁
  - 3. 사업부 분동사명
  - 4. 주식의 출수 등
  - 5. 의결권 현황
  - 6. 배당에 관한 사항 등
- 나. 사업의 내용
  - 가. 재무제표 관련 사항
    - 1. 요약재무정보
    - 2. 연결재무정보
    - 3. 연결재무제표 주석
    - 4. 재무제표
    - 5. 재무제표 주석
    - 6. 기타 과목에 관한 사항
  - 나. 당사어 경영진단 및 분석이견
  - 다. 감사인의 감사의견 등
  - 라. 당사어 등 회사어 가치에 관한

바. 생산 및 설비에 관한 사항

① 생산능력 및 생산능력 산출근거

(단위 : 백만원)

사업 부문	품 목	사업소	제53기	제54기	제53기
제조 이익금	수액제품	반월공장	85,000	85,000	77,000
	소 계		85,000	85,000	77,000
	액플딩 바이알제품	반월공장	18,000	18,000	15,000
	소 계		18,000	18,000	15,000
	기타제품	반월공장	10,000	10,000	10,000
	소 계		10,000	10,000	10,000
합 계			113,000	113,000	102,000

위 표를 보면 이 회사의 생산능력은 제54기에 증가했다. 사업보고서 목차 중 'I. 회사의 개요' 아래에 있는 '2. 회사의 연혁'을 찾아보면 2016년 수액BAG 제품 자동화 생산라인을 구축했고 2017년 1월부터 수액BAG 제품을 생산하기 시작했다고 한다. 2017년 10월 반월공단에 있는 토지 2,500평 그리고 2018년 4월 토지와 건물을 각각 5,000평, 9,500평 매입했다고 하니 추가 증설할 것으로 보인다. 수액 제품 특성상 자동화 생산라인을 구축하고 고품화사회 진입에 따라 판매량 증가 예상으로 계속 증설하러 연구개발비를 많이 투입할 여유는 없는 듯하다. 수액을 선택해 집중하는 것은 좋은 전략일 수 있으나 추가 성장을 기대하기는 쉽지 않다.

한편 '생산 및 설비에 관한 사항' 표에서 조금 아래로 내려가면 다음과 같이 가동률 정보가 나온다.

◆ 사업보고서 중 가동률 정보

- 4. 주식의 출수 등
- 5. 의결권 현황
- 6. 배당에 관한 사항 등
- II. 사업의 내용
- III. 재무에 관한 사항
  - 1. 요약재무정보
  - 2. 연결재무제표
  - 3. 연결재무제표 주석

(2) 당해 사업연도의 가동률

(단위 : 시간)

사업소(사업부문)	가동가능시간	실제가동시간	평균가동률
대한약품(주)반월공장	3,009	2,922	97.11%
합 계	3,009	2,922	97.11%

앞서 비용의 성격별 분류 주석사항 요약 정리(353쪽)에서 본 것처럼 이 회사는 고정비 성격인 급여와 감가상각비가 매출액 대비 27% 정도 발생한다. 이는 원재료 다음으로 많은 비중을 차지한다. 연간 400억 원 이상의 고정비가 생산량이나 판매량과 관계없이 발생하는 셈이다. 만약 회사의 수익 판매량이 4억 개면 제품 한 개당 고정비가 100원이라는 얘기다. 수익 판매량이 2억 개에 불과하면 제품 한 개당 고정비는 200원이다. 판매량이 감소할 경우 공장 가동률이 반으로 줄어들면서 회사에 고정비 부담이 올 수 있다. 공장을 덜 돌렸다고 제품가격을 올려 이익을 보존할 만한 입장이 아니므로 이익 감소는 불가피하다. 그래서 고정비 규모가 제법 있는 기업은 가동률 정보를 확인해야 한다. 이 회사는 공장을 차려 97% 이상 가동하고 있으니 투입한 고정비를 거의 다 쓰는 셈이다. 즉, 이익 극대화를 위한 원가구조를 갖추고 있다.

영업이익 아랫단

2018년 손익계산서(350쪽)에서 보는 것처럼 영업이익 아랫단에 중요

한 숫자는 없다. 기타이익, 기타손실, 금융수익, 금융원가 숫자가 예년에 비해 큰 편도 아니고 이것은 영업이익 대비 중요성도 떨어진다. 관련 주식사항을 찾아봐도 특별한 내용이 없기 때문에 분석을 생략해도 전혀 문제가 없다.

#### Point 4. 돈을 충분히 벌고 있는가 (현금흐름표 분석)

이제 현금흐름표에서 중요한 숫자만 뽑아 분석해보자.

##### ◆ 2018년 현금흐름표

	제55기	제54기	제53기
I. 영업활동현금흐름	44,943,541,449	20,454,551,059	27,924,477,170
(1) 당기순이익	28,518,103,799	24,832,362,012	17,657,294,432
II. 투자활동현금흐름	-35,620,953,706	-20,766,649,274	-23,717,644,301
(4) 유형자산 취득	-46,691,293,405	-21,046,796,303	-21,897,701,060
III. 재무활동현금흐름	17,987,646,050	4,690,000,000	-4,597,064,086
(3) 장기차입금 증가	25,000,000,000	9,000,000,000	2,000,000,000

현금흐름표를 분석할 때 봐야 하는 주요 관전 포인트를 복기하며 분석해보자.

#### 영업활동현금흐름 관전 포인트: 영업활동현금흐름 > 당기순이익

이 회사는 제54기 외에는 공식대로 잘 흘러왔다. 제54기도 숫자 차이가 크지 않아 넘어갈 수 있는데 굳이 분석하자면 제54기 때 매입채무 결제액이

크게 나와 있다. 사실 이것은 지엽적인 부분으로 실무에서 회사의 채권·채무결제가 밀리거나 빨라져 현금흐름상 변동성이 생길 수 있다. 재무 정보이용자는 3년 치를 합산했을 때 영업활동에서 933억 원을 벌고 회계상 710억 원의 순이익을 내 차이가 나는 223억 원과 3년간 감가상각비 합산금액 간 큰 차이가 없으므로 정상적인 기업으로 판단하고 넘기면 된다.

#### 투자활동현금흐름 관전 포인트: 영업활동현금흐름 > | 유·무형자산 취득액 |

이 회사는 제54기부터 영업활동에서 벌어들인 돈보다 유형자산 취득에 들어가는 돈이 더 많다. 즉, 관전 포인트에 어긋나고 있다. 3년 치 합계액을 내면 933억 원을 벌며 896억 원을 재투자한 셈이다. 매년 주주에게 배당금도 지급하다 보니 돈이 부족해져 제54기와 제55기에 장기차입금이 늘기 시작했다. ‘생산 및 설비에 관한 사항’에서 본 것처럼 2016년 증설하고 2017년과 2018년 반월공단에 있는 토지와 건물을 매입했으니 유형자산 취득액이 클 수밖에 없다.

‘Point 1. 돈이 많은 기업인가(비영업자산, 금융부채)’에서 보았듯 이 회사의 순비영업자산은 120억 원이다. 최근 차입금이 증가했지만 그래도 잉여현금이 많은 기업이다. 매년 매출액과 영업이익이 증가하고 있고 ‘Point 3. 이익을 극대화할 수 있는가(손익계산서 분석)’에서 살펴본 것처럼 제품의 판매가격과 판매량 모두 늘어날 것이라고 기대할 수 있다. 비록 관전 포인트에 어긋나지만 재무구조가 우수하고 이익을 잘 내고 있으며 앞으로도 잘 낼 것으로 기대하므로 괜찮다고 볼 수 있다. 만약 실적이 계속 줄어들 것으로

예상하는 상황에서 유형자산 투자에 큰돈이 들어가고 차입금이 늘어나 순비영업자산이 없거나 순차입금이 더 많다면 문제가 되겠지만 그렇지 않아 괜찮다는 것이다.

재무 정보이용자는 2019년부터 이 회사의 현금흐름이 어떻게 흘러갈지 지켜봐야 한다. 이미 토지, 건물을 샀으므로 더 이상 큰돈은 들어가지 않을 것으로 예상할 수 있다. 공장 안에 기계장치와 시설을 들여놓아야 하니 유형자산 취득은 계속 발생하겠지만 영업활동에서 번 돈으로 해결하고 다시 잉여현금을 창출할 것으로 보인다.

#### 재무활동현금흐름 관전 포인트: 현금 유출(-) 혹은 유입(+) 여부

이 회사는 제54기와 제55기에 토지와 건물을 집중 매입해 장기차입금이 많이 증가했고 결국 재무활동현금흐름은 (+) 방향으로 나온다. 영업활동에서 번 돈으로 차입금을 상환하는 (-) 방향이 좋지만 최근 2년간은 투자가 집중적으로 이뤄진 시기니 일시적 (+)로 이해해야 한다. 재무 정보이용자는 2019년부터 현금흐름이 다시 (-)로 바뀌는지 살펴봐야 하는데 추가로 대규모 증설이 없는 한 그럴 가능성이 높을 것으로 예상할 수 있다.

## Point 5. 믿을 만한 기업인가 (특수관계자 거래)

### ◆ 2018년 재무제표 주식중 특수관계자 거래

- (1) 특수관계자와의 거래 및 채권, 채무는 없습니다.
- (2) 특수관계자와의 담보 및 지급보증은 없습니다.

특수관계자 거래 주식사항을 살펴보면 특수관계자 간 거래가 아예 없다. 일감몰아주기나 매출밀어내기 등을 의심해볼 만한 기업이 전혀 아니다. 다른 제약·바이오기업을 보면 최대주주가 별도로 판매 기업을 만들어 그쪽에서 매출을 일으키기도 하고, 2세에게 약병이나 약 포장지 회사를 차리게 해 거기에서 원재료를 사오기도 한다. 위 자료처럼 특수관계자와의 거래, 즉 매출·매입이 없고 대여금 거래도 일체 없으므로 투명하다고 판단할 수 있다.

### 종합 분석

우리는 사업보고서 분석으로 얻은 정보를 바탕으로 대한약품의 장점을 다음과 같이 정리할 수 있다.

1. 수액은 과점 체제이고 대한약품은 매출액 기준 시장점유율 1위다.
2. 퇴장방지의약품 상한가 91% 미만 판매금지제도에 따라 판매금액은 예년 대비 오를 전망이다.

3. 초고령사회 진입에 따라 판매량은 계속 증가할 것이다.
4. 회사는 2016년 한 차례 증설했고 2018년 토지와 건물을 추가로 매입했으니 계속 증설 해서 실적 증가 추세를 이어갈 것으로 기대할 수 있다.
5. 비영업자산을 120억 원 정도 보유하고 매년 매출액과 영업이익이 증가하므로 앞으로 도 잉여현금이 계속 쌓일 것으로 기대한다.

이렇게 사업보고서의 주요 정보와 재무제표로 계량적 내용 외에 비계량적 내용까지 많이 확인했다. 이번에는 약점을 정리해보자.

1. 시설투자가 크다 보니 연구개발비 투입액이 적은 편이다.
2. 국내 수액 판매에 집중되어 있어 큰 폭의 성장을 기대하기는 어렵다.

대한약품 주주는 안정성과 투명성은 확신해도 급격한 성장을 확신하기는 어려울 것이다. 글로벌 신약을 개발하겠다는 중소 바이오기업은 기대감으로 주가가 10배 이상 올라가기도 하지만 이 회사는 그런 것을 기대할 수 없다. 국내의 한정된 시장에서 단일 제품군으로 이익을 창출하는 기업이므로 안전마진(Margin of Safety)을 충분히 확보할 수 있는 주가 하락기에 매수해 적정 가치에 도달할 때 매도하는 전략을 취하는 게 바람직해 보인다.