Daishin
2024년 경제 및 금융시장 전망

시황

Cash Almighty. 현금이 곧 체력의 바로미터

▪ 김정윤 jungyoon.kim@daishin.com

엇갈리는 시장 참여자들의 전망. Free Cash Flow 전략에 주목할 시기

복합적인 변수들이 산적한 금융시장. 기업 현금 창출/보유 여건의 중요성 부각

- 22년에 이어서 23년 금융시장도 다사다난한 해였음. 그러나 아직 해결되지 않은 변수들이 잔존. 특히나 24년 시장 여건 관련해서 시장 참여자들의 전망이 유독 엇갈리는 상황
- 미국을 중심으로 물가 상승률의 둔화 강도/시점, 연준의 통화정책 경로/금리 인하 시점, 고금리 환경의 장기화 기간, 지역별 경기 시나리오(연착륙, 경착륙, 혹은 그 중간), 지정학적 이슈(우크라이나 전쟁, 이스라엘 전쟁, 미중 이슈) 등 24년은 여느 때 보다 다양한 변수들에 시장 이목이 집중되는 시기
- 상당히 복합적인 요인들을 고려해야 하는 상황. 시장 참여자들 간에 불확실성이 산적한 매크로 변수에 집중하기 보다는 이러한 변수에 상대적으로 더 버틸 수 있는 체력을 보유하고 있는 기업 투자에 더욱 더 주목할 필요가 있다고 판단
- 금융시장에 변수가 많은 시기일 수록, 기업별 현금 창출/보유 여건 중요성이 높아지며 24년에는 Free Cash Flow(FCF, 잉여현금흐름) 전략에 주목할 것을 권고

고민거리가 아직 많은 글로벌 금융시장

자료 : 대신증권 Research Center

Free Cash Flow의 투명성

Why Free Cash Flow?

- Free Cash Flow(이하 FCF)는 기업의 현금흐름표상 영업 활동으로 인한 현금흐름에서 자본지출(CAPEX)을 차감한 것으로 계산. FCF는 순수하게 기업의 현금 활용 능력을 보여주 것으로 기업 재무 건전성을 측정할 수 있는 하나의 지표
- 기업의 주관적 개입이 유입될 소지가 낮고 기술적으로도 회계적 조정이 여타 지표 대비 상대적으로 어려워 투명성이 더욱 더 높은 것으로 볼 수 있음. 고려해야 할 매크로 변수들이 많은 시장에서 기업 투자 우선순위를 정하는데 있어서 반드시 반영해야 할 지표라고 판단

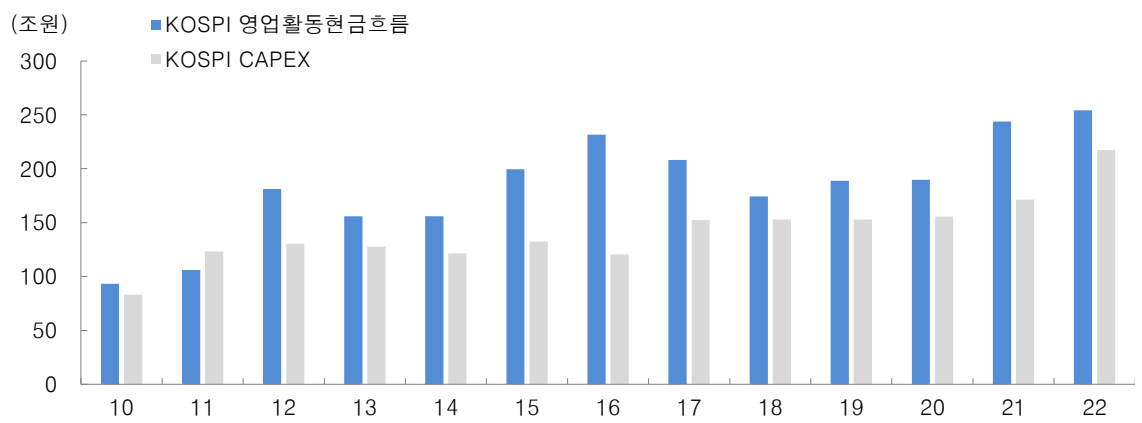
FCF = 영업 활동 현금흐름 – CAPEX

현금흐름표		
영업 활동		순이익
	+	비현금성비용
	±	운전자본 변동
		영업 활동 현금흐름
투자 활동	–	자본 지출(CAPEX)
	–	기타 취득
	+	투자 매각으로 인한 이익
		투자 활동 현금흐름

Free Cash Flow: 영업 활동 현금흐름 – 자본 지출(CAPEX)

자료: 대신증권 Research Center

KOSPI 영업활동현금흐름, CAPEX 추이



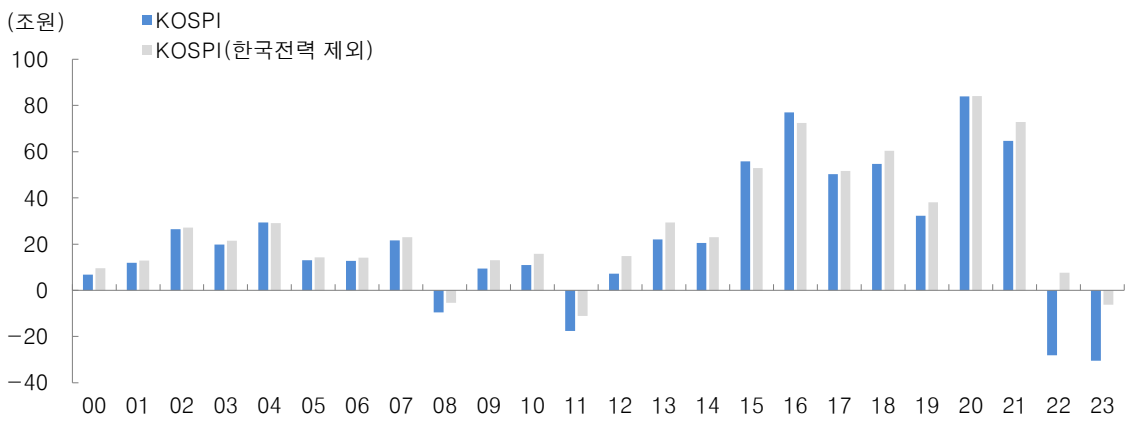
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

22년부터 급감한 KOSPI FCF

글로벌 긴축 기조, 경기 불확실성 등으로 불안해진 현금 창출 여건

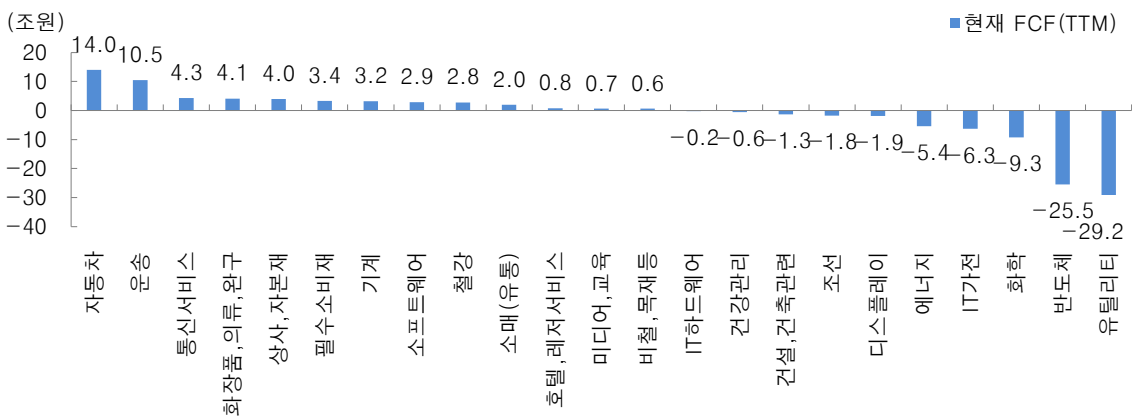
- 코로나19 당시 20년에 84조원에 육박하던 KOSPI FCF는 22년부터 급감. 22년에는 -28조원, 올해 들어서 TTM 기준 -30.4조원으로 추가 감소. 글로벌 긴축 기조, 경기 불확실성 등으로 현금 창출 여건이 불안해진 영향
- 최근과 같이 FCF가 마이너스권으로 진입한 사례는 이전에 08년 금융위기, 11년 미국 신용등급 강등 및 유로존 재정위기. 다만, 최근 KOSPI FCF 낙폭이 유독 큰 이유는 한국전력 FCF가 22년, 23년에 각각 -35.8조원, -24.2조원을 기록했기 때문. 한편, 업종별로 살펴보면 현재 자동차(14조원), 운송(10.5조원)이 가장 우수한 FCF를 기록 중

현재 기준 FCF(TTM) 마이너스권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

업종별 FCF. 자동차, 운송이 최상위권



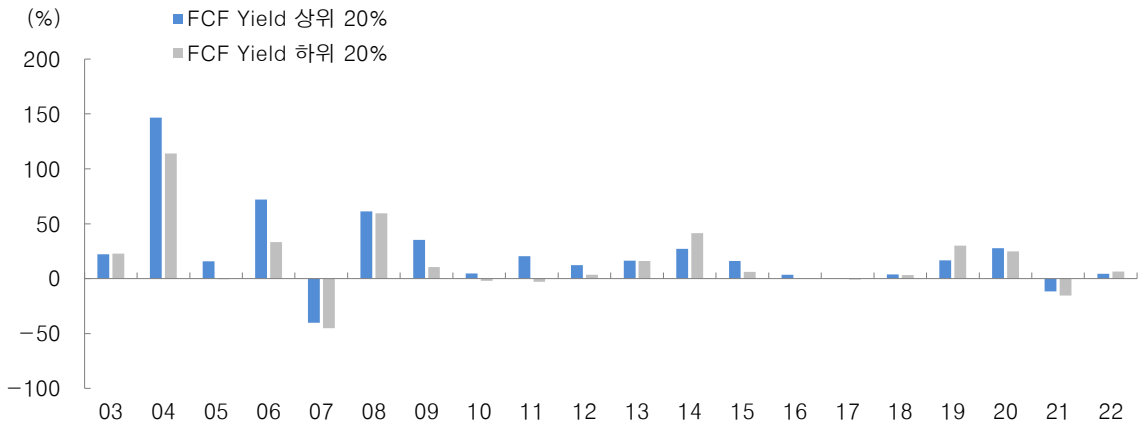
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

고FCF Yield 성과

고FCF Yield, 개선 상위 종목들이 다음해에 outperform 확률 up

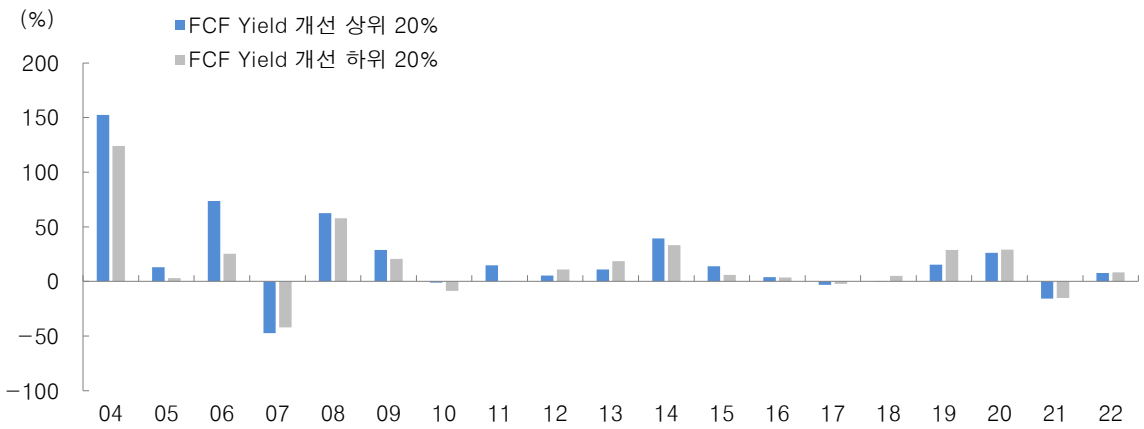
- 연말 기준 FCF Yield 상/하위 20% 종목들의 성과를 분석한 결과 고FCF Yield 종목들의 다음해 평균 수익률은 22.8%. 하위 20% 종목들의 평균 수익률은 15.3%. 고FCF Yield 종목들이 다음해 하위 종목들 대비 outperform할 확률은 80%
- 한편, 직전 연도 대비 FCF Yield 개선 상위 20% 종목들의 다음해 평균 수익률은 21.1%, 개선폭 하위 20% 종목들의 경우 16.2%로 올해 말 기준 고FCF Yield, 그리고 개선폭 상위권 종목들의 내년 수익률을 기대할 수 있음

FCF Yield 상하위 종목들의 다음해 평균 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF Yield 개선폭 상하위 종목들의 다음해 평균 수익률



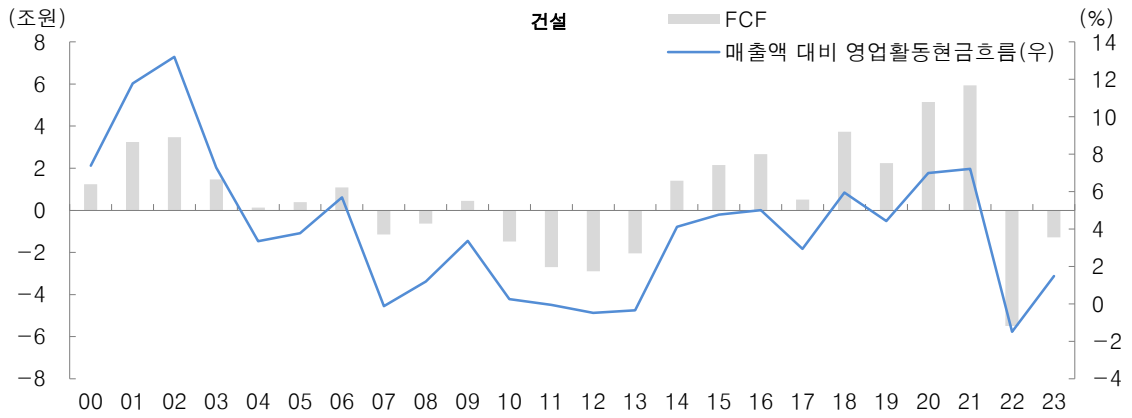
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

업종 과점에서 바라보는 FCF의 중요성

업종 Case

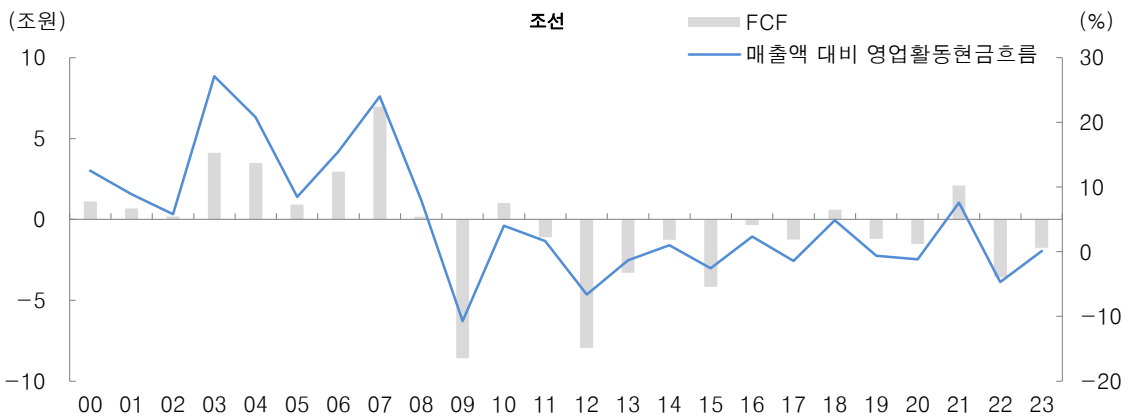
- 10~13년, 11~17년은 각각 건설업과 조선업의 FCF가 급감하던 시기. 건설업은 특히, 당시 GS건설이 우량 사업으로 자부하던 해외 사업 부문이 부메랑으로 돌아옴. 해외 플랜트 공사 현장 부실로 인해 대규모 적자가 발생. 업종 내에 시총 최상위권에 위치하고 있던 만큼 건설업 전체의 FCF과 함께 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율도 감소
- 조선업은 당시 중국의 조선해양산업 급성장, 저가 수주 지속 속에 수익성 악화 등으로 장기간 불황을 이어나감. 마찬가지로 FCF, 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율 모두 부진하면서 단순 실적지표 뿐만이 아니라 기업의 현금 창출 능력도 업황 판단에 있어 중요 지표로 바라봐야 할 것

건설 FCF 및 매출액 대비 영업활동현금흐름 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

조선 FCF 및 매출액 대비 영업활동현금흐름 추이



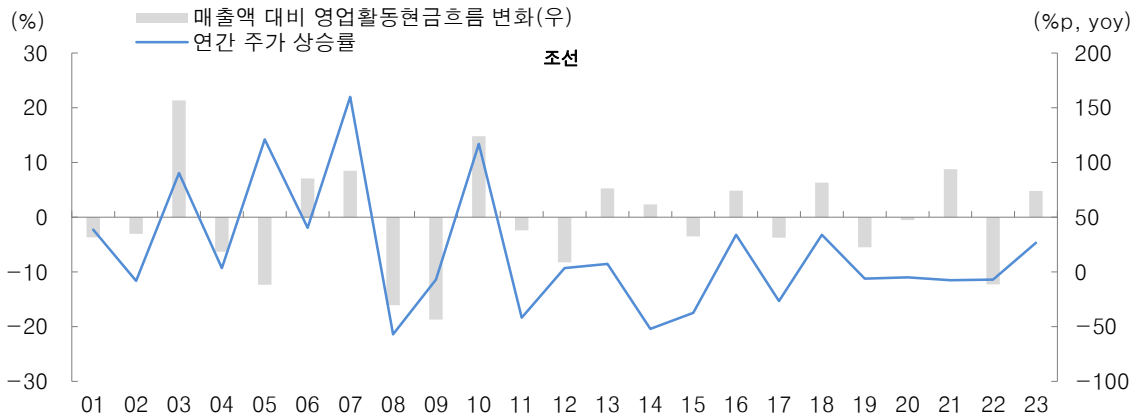
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

업종 과점에서 바라보는 FCF의 중요성

업종 Case

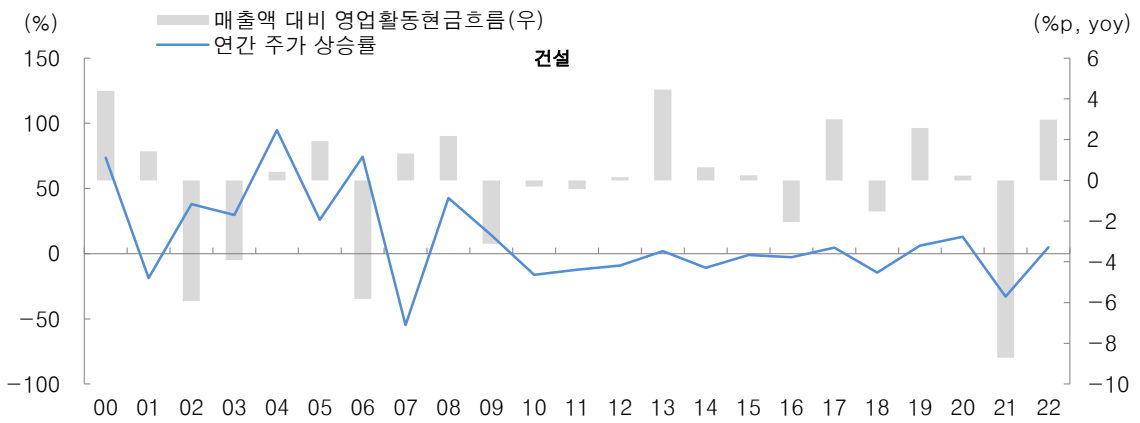
- 조선업, 건설업의 연간 수익률을 보면 매출액 대비 영업활동현금흐름의 전년대비 변화와 유사한 움직임이 나타남
- 궤적을 같이 한다는 것은 결국 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율이 바닥을 다지고 개선세가 나타나게 된다면 향후 주가 상방압력도 기대할 수 있다는 것

조선 매출액 대비 영업활동현금흐름 변화, 주가 수익률 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

건설 매출액 대비 영업활동현금흐름 변화, 주가 수익률 추이



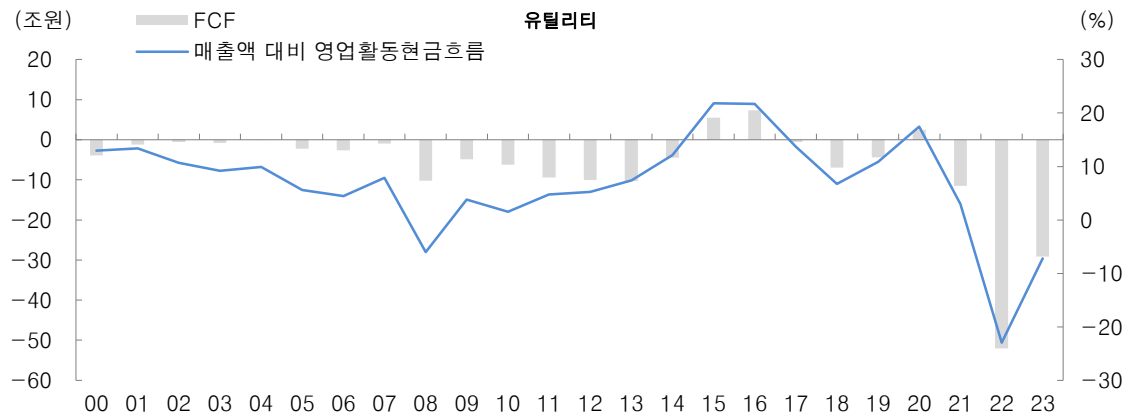
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

업종 과점에서 바라보는 FCF의 중요성

업종 Case

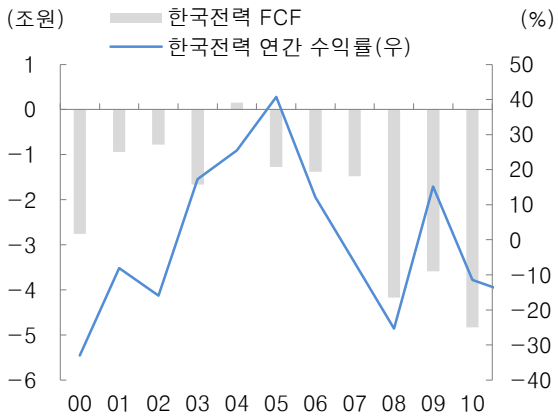
- 유틸리티 업종의 FCF와 매출액 대비 영업활동현금흐름은 장기간 마이너스권에 위치. 유틸리티 업종의 향방은 사실상 한국전력 성과에 좌지우지
- 04년에 한국전력 FCF가 플러스(+) 전환하면서 그 다음해에 연간 수익률도 플러스(+) 전환. 그러나, FCF의 악화로 연간 수익률도 크게 부진하는 패턴 지속
- FCF가 급감한 업종 사례에서 살펴봤듯이 결국 업황, FCF, 매출액 대비 영업활동현금흐름은 상호작용하는 요인으로 볼 수 있음

유틸리티 FCF 및 매출액 대비 영업활동현금흐름 추이



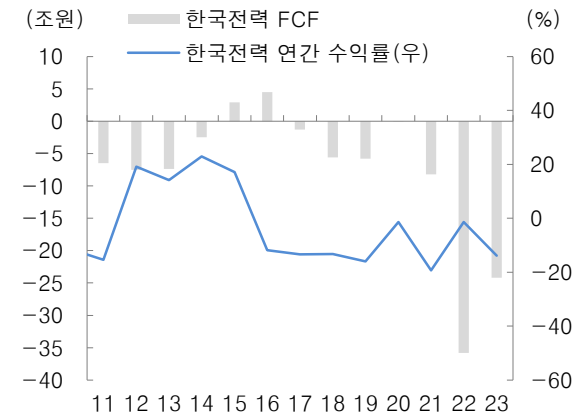
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국전력 FCF 개선/악화와 연간 수익률 동행



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국전력 FCF 개선/악화와 연간 수익률 동행



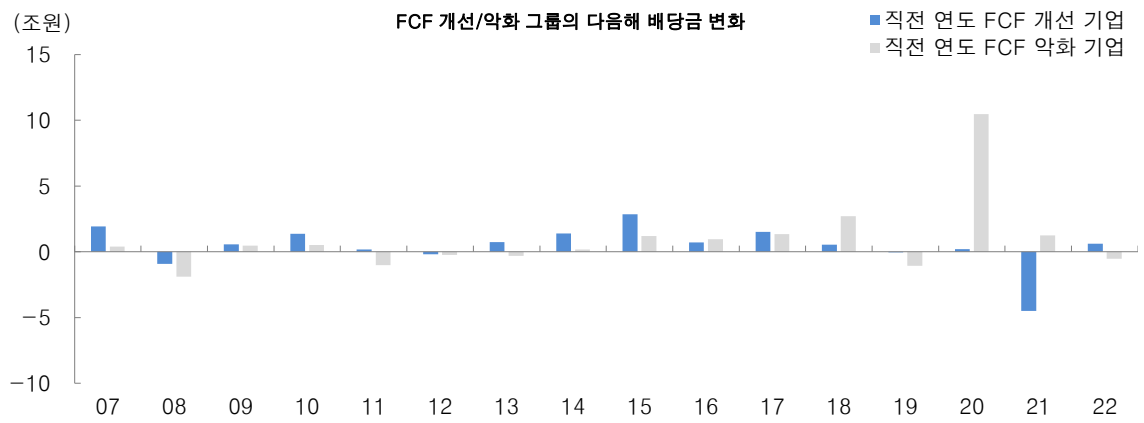
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF. 단순 '잉여'는 아니다

배당과 CAPEX 여력에 FCF가 뒷받침 될 필요

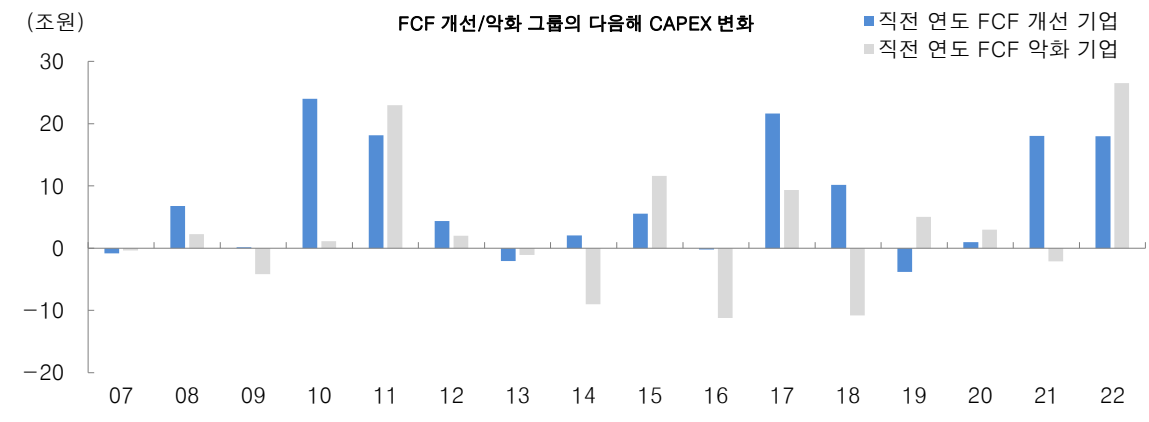
- 현금도 고이면 썩는 법. FCF의 확대가 향후 모를 위기에 기업의 완충지대 역할을 하겠지만 아무 쓰임새도 없이 놔둘 수는 없음. 오히려 위기가 아닌 시기에는 탄탄한 FCF 여력을 바탕으로 적극적인 CAPEX 투자와 주주환원정책(배당)을 펼칠 수 있음
- 07년부터 직전 연도 FCF가 개선된 기업들의 다음해 배당금 변화가 악화된 기업들을 outperform한 사례는 12번. 개선된 기업들의 다음해 CAPEX 변화가 플러스권(+)에 위치할 확률은 75%, 악화된 기업들의 다음해 CAPEX 변화가 플러스권에 위치할 확률은 56%

FCF 개선/악화 그룹의 다음해 배당금 변화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 개선/악화 그룹의 다음해 CAPEX 변화



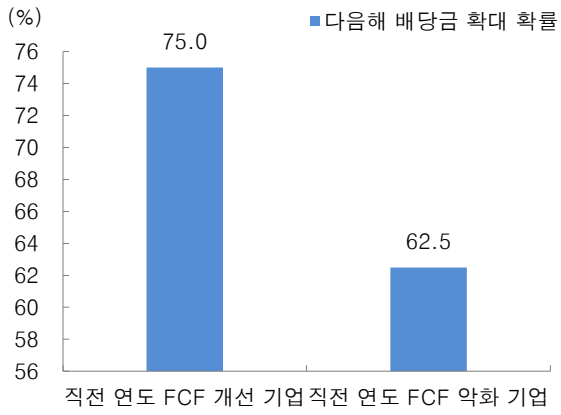
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF. 단순 '잉여'는 아니다

배당과 CAPEX 여력에 FCF가 뒷받침 될 필요

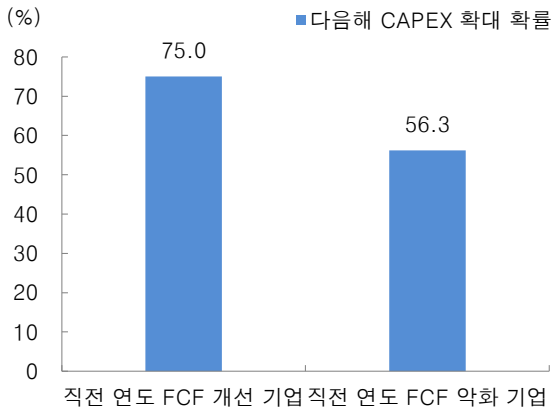
- 직전 연도 FCF가 개선될 기업들이 다음해 배당금을 확대할 확률은 75%, 악화된 기업들은 62.5%. 개선된 기업들이 CAPEX를 확대할 확률은 75%인 반면 악화된 기업들은 56.3% 수준
- 직전 연도 FCF 개선된 기업들 중에서 다음해 배당금과 CAPEX를 모두 확대한 기업들은 최근 5년 동안 평균 186개 기업. 악화된 기업들의 경우 134개 기업으로 FCF 개선시 배당 및 CAPEX 확대 여력이 강화된다는 것을 추정할 수 있음

FCF 개선시 배당금 확대 확률 Up



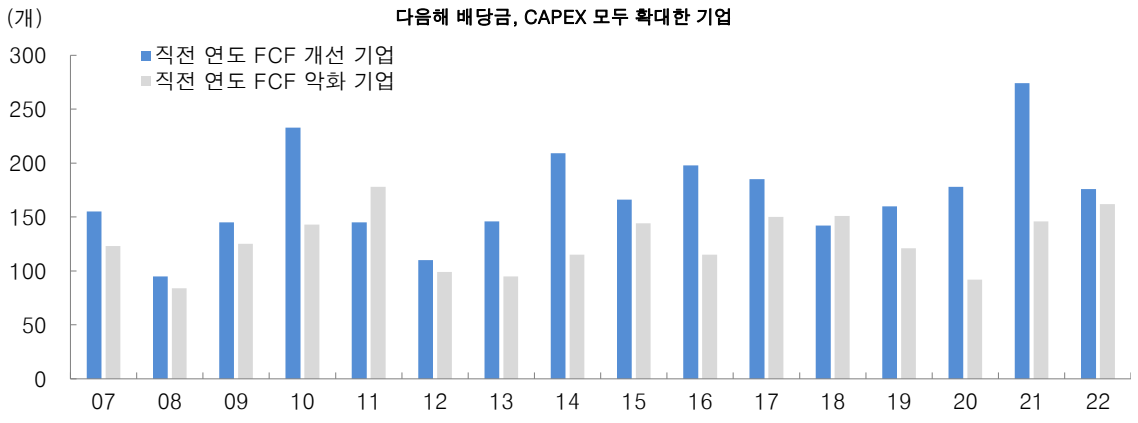
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 개선시 CAPEX 확대 확률 Up



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 개선시 배당금, CAPEX 모두 확대한 기업들이 FCF 악화한 경우보다 많음



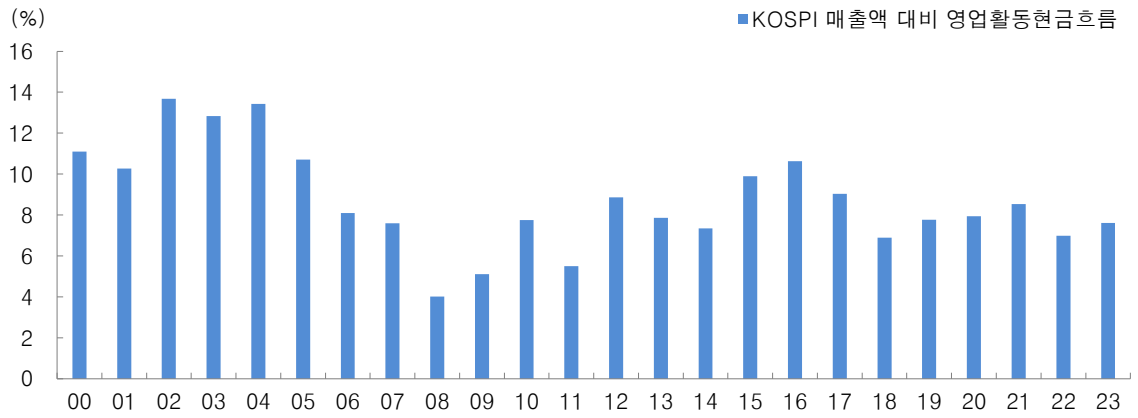
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 투자전략 지표

FCF Yield, 매출액 대비 영업활동현금흐름, FCF/EBITDA 전환율

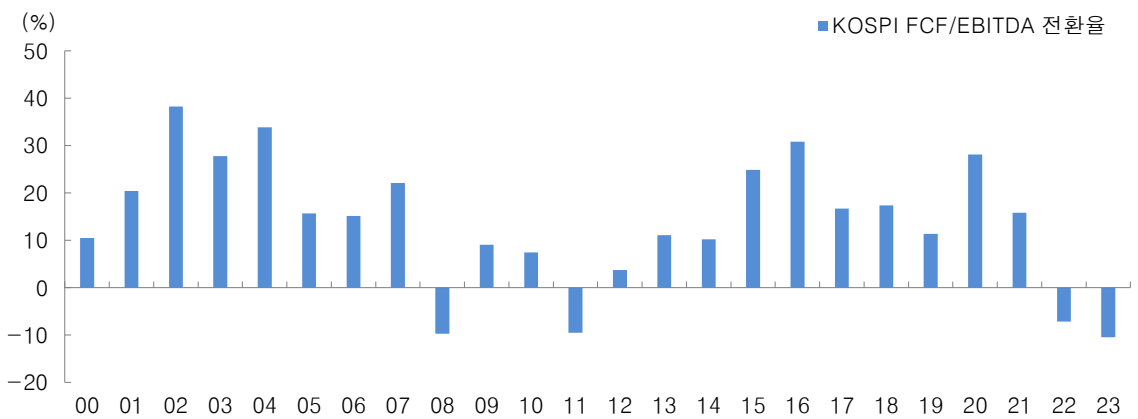
- FCF 투자전략에서 활용할 FCF Yield는 시가총액 대비 FCF 수준을 나타내는 것으로 현재 기업의 가치 대비해서 얼만큼 현금 창출 능력이 뛰어난지 보여줌
- 앞서 업종 Case에서 다룬 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율은 기업의 매출 → 현금 창출 효율성을 보여주는 어닝스 퀄리티 지표로 활용
- FCF/EBITDA 전환율: 기업의 영업활동으로 인해 발생한 영업이익의 FCF 전환 효율성을 측정하는 퀄리티 지표로 활용

코로나19 이후 다소 부진하고 있는 KOSPI 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

11년 유로존 재정위기 이후 다시 마이너스권 진입한 KOSPI FCF/EBITDA 전환율



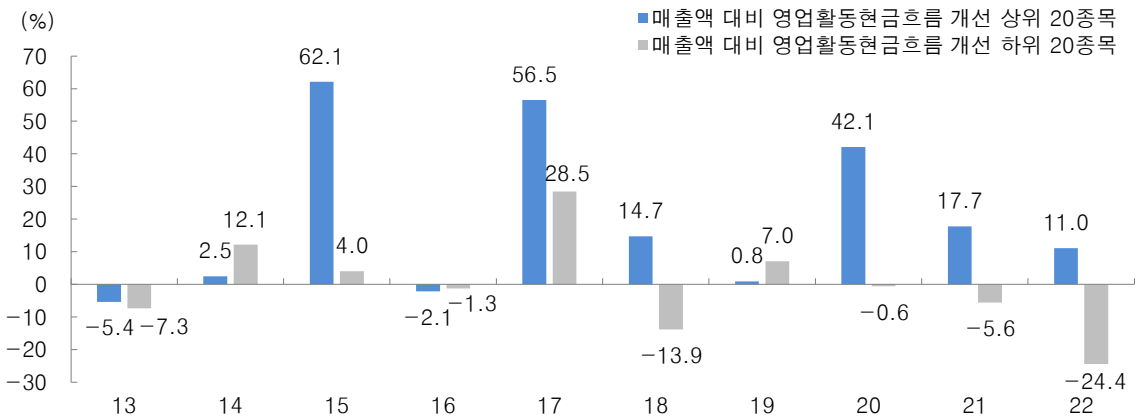
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 투자전략 지표

매출액 대비 영업활동 현금흐름

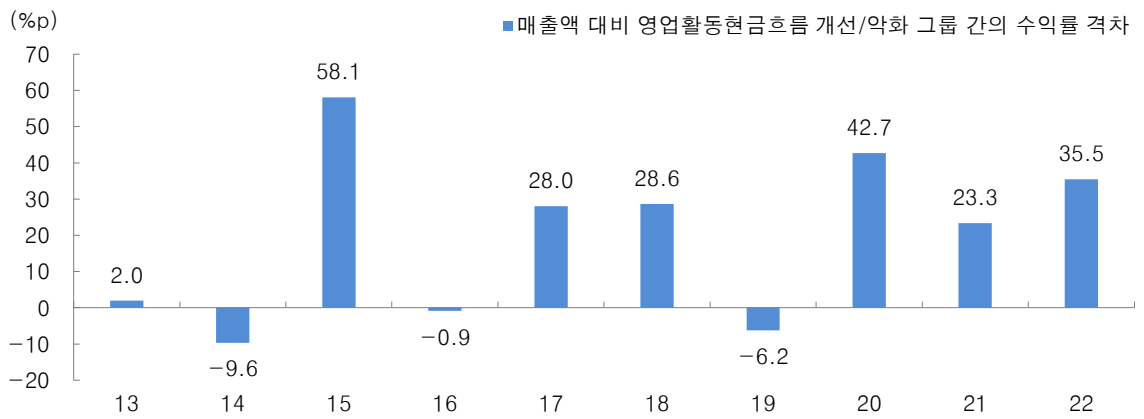
- KOSPI 200 종목 내에서 직전 연도 대비 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율이 개선된 상위 20종목들이 하위 20종목들 대비 outperform한 것으로 나타남
- 최근 10년 동안 outperform 확률은 70%로 outperform시 평균 절대수익률은 28.4%, 하위 종목 대비 상대수익률은 31.2%. 금융시장 불확실성이 상당했던 22년의 경우 개선 상위 종목들의 평균 연간 수익률은 11%로 KOSPI(-24.9%)대비 큰 폭 outperform

매출액 대비 영업활동 현금흐름 개선 상/하위 종목들의 연간 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

매출액 대비 영업활동 현금흐름 비율 개선 종목들의 outperform 확률 up



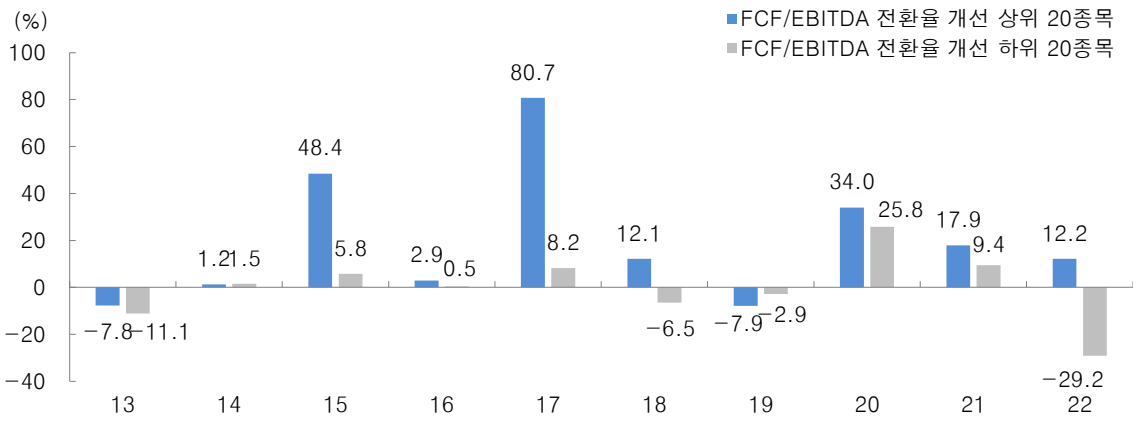
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 투자전략 지표

FCF/EBITDA 전환율

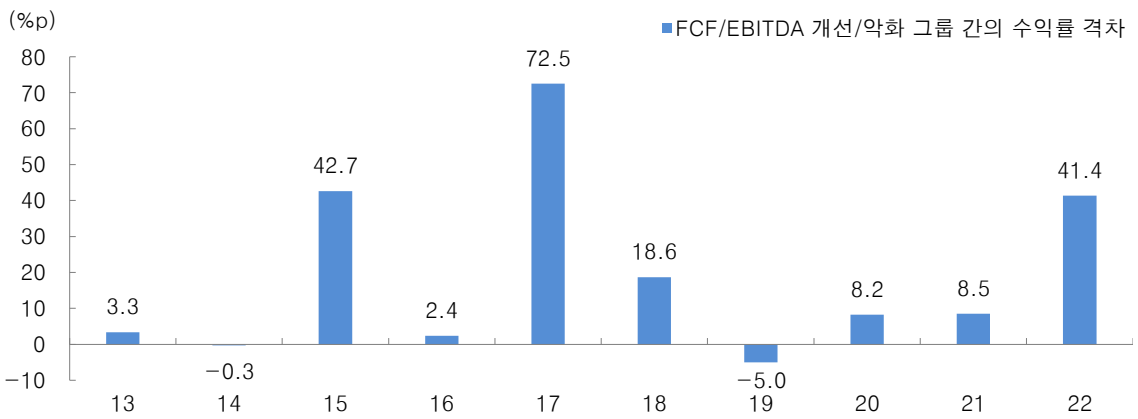
- KOSPI 200 종목 내에서 직전 연도 대비 FCF/EBITDA 전환율이 개선된 상위 20종목들이 하위 20종목들 대비 outperform한 것으로 나타남
- 최근 10년 동안 outperform 확률은 80%로 outperform시 평균 절대수익률은 25.1%, 하위 종목 대비 상대수익률은 24.7%. 매출액 대비 영업활동현금흐름 개선 및 FCF/EBITDA 전환율 개선 팩터 모두에서 뚜렷한 성과 개선이 보임

FCF/EBITDA 전환율 개선 상/하위 종목들의 연간 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF/EBITDA 전환율 개선 종목들의 outperform 확률 up



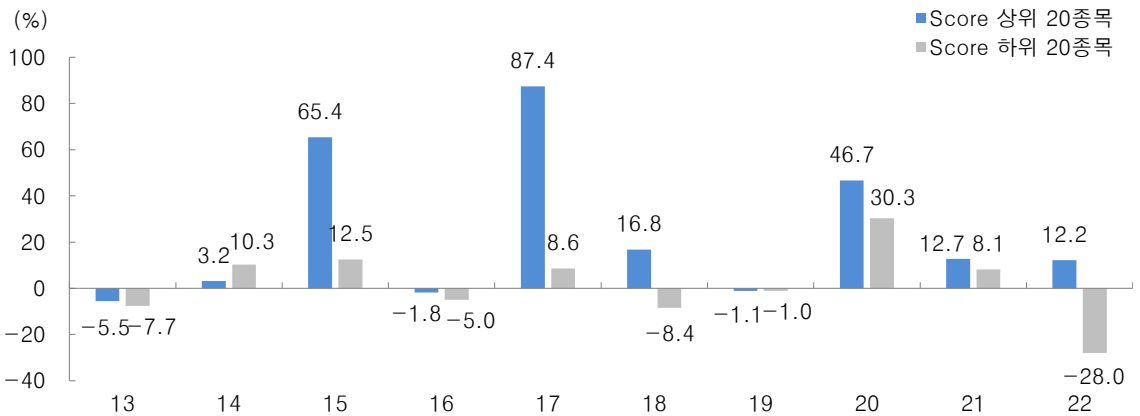
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF 투자전략 지표

지표 결합

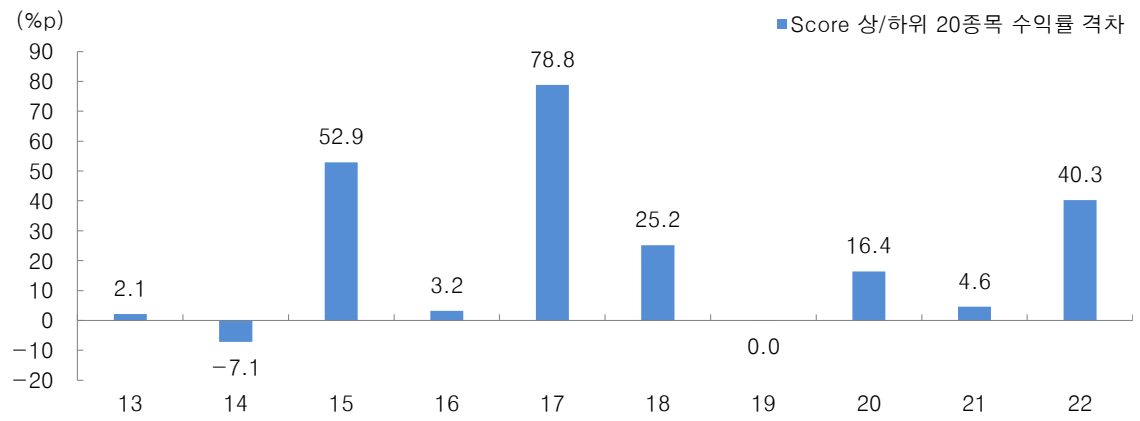
- FCF Yield, 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율, FCF/EBITDA 전환율 3가지 지표를 결합한 종목별 scoring 방식에서도 유의미한 결과 관측
- 지표 각각의 개선폭에 점수를 부여 후 총 합산 기준 상/하위 20종목의 평균 수익률을 보면 최근 10년 동안 상위 종목들이 outperform할 확률은 80%. 평균 수익률은 23.6%인 반면, 하위 종목들의 평균 수익률은 1.9% 수준에 불과

FCF Yield, 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율, FCF/EBITDA 전환율 결합 상/하위 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF Yield, 매출액 대비 영업활동현금흐름 비율, FCF/EBITDA 전환율 결합 상/하위 수익률



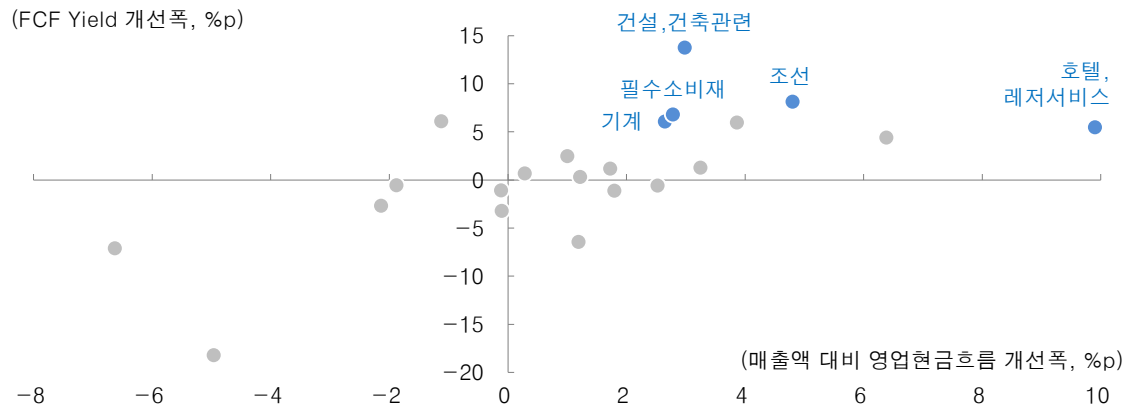
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Cash Factor에서 바라본 24년 관심 업종: 기계, 건설, 필수소비재

Cash Factor 결합을 통한 관심 업종 선정

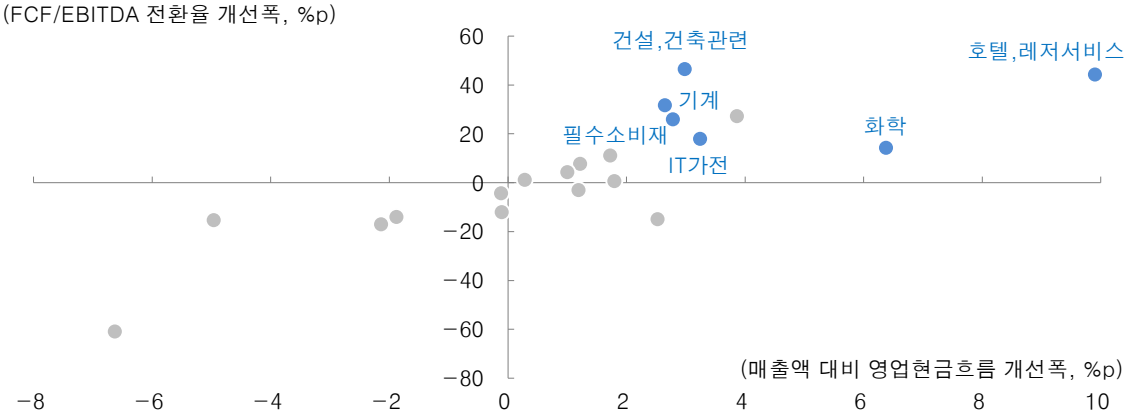
- 앞서 살펴본 FCF 투자전략 지표를 결합해 Cash Factor 측면에서 주목해야할 업종 선정
- FCF Yield, 매출액 대비 영업현금흐름 개선 상위 업종에 건설, 필수소비재, 기계, 조선, 호텔레저
- FCF/EBITDA 전환율, 매출액 대비 영업현금흐름 개선 상위 업종에 건설, 필수소비재, 기계, 화학
- 위 두 결합에서 교집합 업종은 필수소비재, 건설, 기계

FCF Yield, 매출액 대비 영업현금흐름 개선 업종: 건설, 필수소비재, 기계, 호텔/레저



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

FCF/EBITDA 전환, 매출액 대비 영업현금흐름 개선 업종: 건설, 필수소비재, 기계, 호텔/레저, 화학



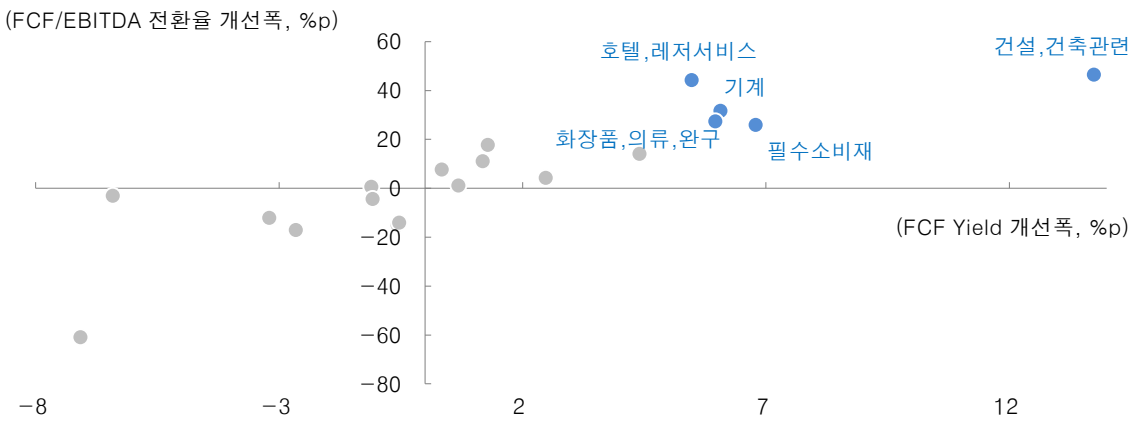
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Cash Factor에서 바라본 24년 관심 업종: 기계, 건설, 필수소비재

Cash Factor 결합을 통한 관심 업종 선정

- FCF/EBITDA 전환율-FCF Yield 개선 상위 업종까지 고려해도 기계, 건설, 필수소비재가 주요 교집합 업종으로 나타나 24년에는 해당 업종에 주목할 필요가 있다고 판단
- 건설업의 경우 현재 TTM 기준 FCF Yield, FCF/EBITDA 전환율이 아직 마이너스권에 위치하고 있으나 그 폭은 상당부분 축소. 기계 업종이 세가지 팩터에서 가장 큰 폭의 개선세가 나타남

FCF/EBITDA 전환, FCF Yield 개선 업종: 건설, 필수소비재, 기계, 호텔/레저, 화장품/의류



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Cash Factor에서 바라본 24년 관심 업종

업종	영업이익(십억원)		순이익(십억원)		FCF Yield(%)		매출액 대비 영업활동 현금흐름(%)		FCF/EBITDA 전환율 (%)	
	2023	2024	2023	2024	2022	2023 (TTM)	2022	2023 (TTM)	2022	2023 (TTM)
기계	5796.3	6097.7	2892.9	3330.9	1.5	7.6	3.1	5.7	7.8	39.4
필수소비재	4288.1	5042.4	2525.2	2940.4	0.8	7.6	4.2	7.0	3.5	29.3
건설/건축	4184.0	5014.8	2837.2	3317.9	-17.5	-3.7	-1.5	1.5	-60.8	-14.3

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

현금흐름 기반 투자전략

Cash Factor에서 바라본 24년 관심 종목

- KOSPI 내에서 작년과 현재(TTM 기준) FCF, 영업활동현금흐름 플러스(+) 종목들을 대상으로 지정
- Cash Factor(FCF Yield, 매출액대비 영업활동현금흐름, FCF/EBITDA 전환율) 개선 상위 업종(건설/건축, 기계, 필수소비재) 내에서 개선 점수 최상위 종목 5개씩으로 선정. 건설/건축은 퍼시스, 기계는 현대로템, 필수소비재는 CJ제일제당이 위치

건설, 기계, 필수소비재 업종별 Cash Factor 개선 상위 종목

코드	종목명	업종	매출대비 영업활동 현금흐름 개선폭(A)	FCF/ EBITDA 전환율 개선폭(B)	FCF Yield 개선폭 (C)	A Score (업종 내)	B Score (업종 내)	C Score (업종 내)	Score 합산 (업종 내)
A016800	퍼시스	건설,건축관련	10.9	10.0	85.2	0.1	1.9	0.7	**2.7**
A134790	시디즈	건설,건축관련	9.5	2.7	123.3	0.0	0.3	1.1	**1.4**
A000320	노루홀딩스	건설,건축관련	25.6	2.6	39.2	0.7	0.3	0.3	**1.3**
A005750	대림B&Co	건설,건축관련	13.7	3.4	66.5	0.2	0.4	0.6	**1.2**
A002780	진흥기업	건설,건축관련	18.0	3.3	43.0	0.4	0.4	0.3	**1.1**
A064350	현대로템	기계	14.6	8.0	60.9	0.8	1.6	0.6	**3.0**
A015860	일진홀딩스	기계	35.2	0.8	78.9	2.4	-0.2	0.8	**2.9**
A015230	대창단조	기계	14.0	8.5	29.7	0.7	1.7	0.4	**2.8**
A241560	두산밥캣	기계	12.1	5.6	34.9	0.6	1.0	0.4	**2.0**
A034020	두산에너빌리티	기계	8.5	4.5	39.5	0.3	0.7	0.5	**1.5**
A097950	CJ제일제당	필수소비재	25.4	3.7	44.2	2.2	0.7	1.1	**4.0**
A003960	사조대림	필수소비재	22.6	3.2	51.3	1.9	0.6	1.3	**3.8**
A227840	현대코퍼레이션 홀딩스	필수소비재	8.2	7.2	46.9	0.4	1.8	1.2	**3.4**
A001790	대한제당	필수소비재	13.2	3.0	67.3	0.9	0.5	1.9	**3.3**
A023150	MH에탄올	필수소비재	11.9	4.7	15.3	0.8	1.0	0.1	**1.9**

자료 : 대신증권 Research Center

현금흐름 기반 투자전략

Cash Factor에서 바라본 24년 관심 종목

- FCF Yield 개선, 매출액 대비 영업활동현금흐름 개선, FCF/EBITDA 전환율 개선(현재 TTM 기준 작년말 TTM 기준 비교) 점수를 바탕으로 Cash Factor에서 바라보는 KOSPI200 내에 24년 관심 종목 20개 선정

KOSPI 200 Cash Factor 개선 상위 종목

코드	종목명	업종	매출대비 영업활동 현금흐름 개선폭(A)	FCF/ EBITDA 전환율 개선폭(B)	FCF Yield 개선폭 (C)	A Score (업종 내)	B Score (업종 내)	C Score (업종 내)	Score 합산 (업종 내)
A052690	한전기술	유틸리티	5.3	22.6	193.1	0.1	2.8	0.8	**3.7**
A001040	CJ	상사,자본재	49.4	3.2	36.3	2.3	0.2	0.1	**2.6**
A161390	한국타이어 앤테크놀로지	자동차	16.1	11.1	60.0	0.6	1.2	0.2	**2.1**
A004800	효성	상사,자본재	16.7	6.7	145.0	0.7	0.6	0.6	**1.9**
A064350	현대로템	기계	14.6	8.0	60.9	0.6	0.8	0.2	**1.6**
A014820	동원시스템즈	비철,목재등	11.1	9.2	51.2	0.4	1.0	0.2	**1.6**
A103140	풍산	비철,목재등	19.6	5.4	65.1	0.8	0.5	0.3	**1.5**
A097950	CJ제일제당	필수소비재	25.4	3.7	44.2	1.1	0.2	0.2	**1.5**
A010060	OCI홀딩스	화학	10.0	9.7	27.8	0.3	1.0	0.1	**1.5**
A185750	종근당	건강관리	8.4	8.7	71.6	0.2	0.9	0.3	**1.4**
A009900	명신산업	자동차	15.3	5.8	58.1	0.6	0.5	0.2	**1.3**
A011780	금호석유	화학	9.2	8.0	55.6	0.3	0.8	0.2	**1.3**
A267250	HD현대	에너지	25.0	2.2	34.9	1.1	0.0	0.1	**1.2**
A012330	현대모비스	자동차	11.4	4.7	73.5	0.4	0.4	0.3	**1.1**
A002790	아모레G	화장품,의류	9.0	6.4	45.6	0.3	0.6	0.2	**1.1**
A241560	두산밥캣	기계	12.1	5.6	34.9	0.4	0.5	0.1	**1.1**
A030200	KT	통신서비스	15.6	4.4	24.9	0.6	0.3	0.1	**1.0**
A051900	LG생활건강	화장품,의류	9.9	5.0	48.1	0.3	0.4	0.2	**0.9**
A086280	현대글로비스	운송	13.2	3.7	47.2	0.5	0.2	0.2	**0.9**
A078930	GS	에너지	14.4	3.0	25.1	0.5	0.1	0.1	**0.8**

자료 : 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 김정윤)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.