

현금흐름표에서 유추해 본 업종별 성장 차별성

2020/ 9/ 24

Strategist

이동호

(2009-7062)

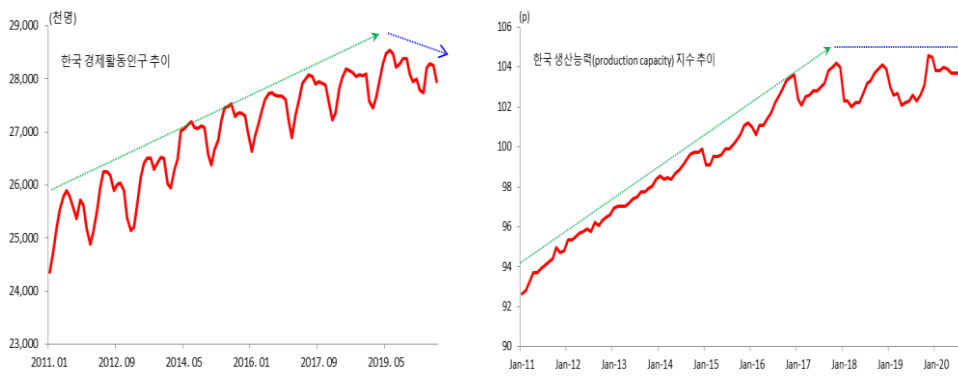
dhlee@leading.co.kr

2019 년 하반기부터 경제활동인구가 마이너스 방향성을 보이고 있기 때문에 자본이 경제 성장에 기여해야 하는 바는 더욱 커졌다. 그러나 자본스톡 또한 생산능력(production capacity) 지수로 판단해 볼 경우 2018 년 이후 횡보세를 이어가고 있는 실정이다(<그림 1> 참조). 설비투자 부진이 그 이유다.

자본집약적인 산업구조하에서 자본의 성장 기여도가 낮아지고 있다는 점은 최근 저성장 경제구조의 장기화 가능성을 실감케 한다. 물론 노동, 자본 외에 총요소생산성도 중요한 성장 요소이다. 그러나 그 성장 기여도가 크지는 않다는 것이 최근 주요 기관의 연구 결과(한국생산성본부, 2020.8)임을 감안할 때 향후 경제 성장을 이끌 투자의 중요성은 그 어느 때보다 크다.

이렇듯 매크로 관점에서는 저성장 경제 구조의 장기화가 우려되는 상황이다. 다만 마이크로한 관점에서는 기회를 엿볼 수 있다는 생각이다. 업종별로는 자본의 성장 기여도 측면에서 차별성이 크기 때문이다. 본 보고서에서는 현금 흐름표를 활용하여 자본의 성장 기여도 측면에서 업종별 차별성이 크다는 점을 분석하고, 그 분석 결과가 결국 필자가 기존에 계속 주장해 온 성장 스타일 투자전략의 중요성과도 매칭된다는 점을 강조해 보고자 한다.

<그림 1> 경제활동인구(L) 감소, 생산캐파(K) 정체



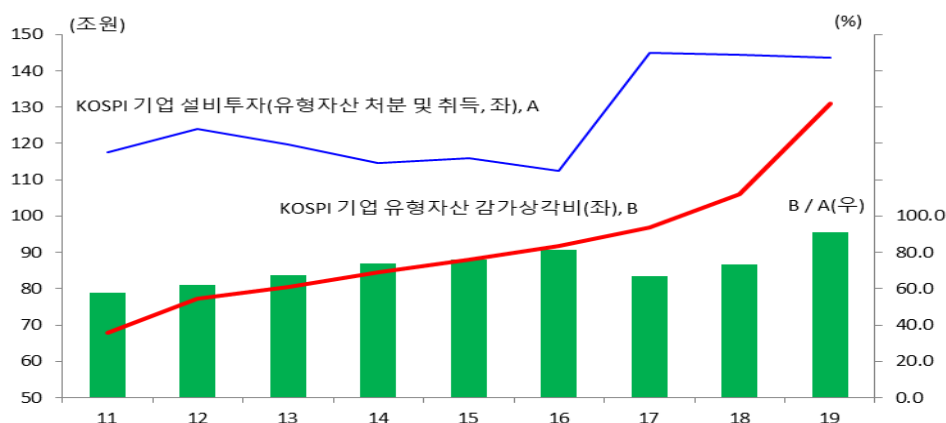
자료 : 통계청

기업의 투자 활동을 집계하기 위해 본 보고서에서는 현금흐름표를 활용하였다. 매크로 데이터가 아니라 기업 재무제표를 활용한 데에는 몇 가지 중요한 이유들이 있다. 첫째, 설비투자지수, 생산능력지수 등 기업 투자 관련 매크로 지표들은 '국내'에서 이루어진 투자 활동으로 집계(국내총생산인 GDP 개념)되어 있어서 해외에서의 투자 활동은 고려하지 않고 있다는 한계점이 있다. 그러나 기업 재무제표에는 해외 투자 활동도 포함된다. 둘째, 특히 자본 스톡의 대응 변수로 볼 수 있는 생산능력지수의 경우 감가상각이 고려되지 않고 있다는 한계점을 극복하기 위해서이다. 이 두가지 한계점을 극복하면 보다 구체적이고 현실적인 분석이 가능하다고 판단하는데 필자는 현금흐름표상 '유형자산 처분 및 취득'을 설비투자의 대응변수(A)로, '유형자산 감가상각비'를 감가상각의 대응변수(B)로 사용하였다.

이제 A 와 B 간의 비율로 중요한 정보를 얻을 수 있다. 만약 B/A 가 100%를 꾸준히 상회하면 설비투자 금액보다 더 많은 감가상각이 이루어지고 있다는 것이고, B/A 가 100%를 꾸준히 하회하면 감가상각비보다 더 많은 설비투자가 이루어지고 있다는 것이다. 기준점인 100%를 하회하고 상회하는 것의 의미는 해당 기업(업종)의 설비투자 활동이 유지보수투자 이상의 적극적인 성격(비율 100% 미만)이나, 유지보수 정도만 하는 투자(비율 100%)이나, 유지보수도 제대로 하지 않는 투자(비율 100% 초과)이냐를 뜻한다.

2019 년말 현재 KOSPI 에 상장된 전체 기업들의 감가상각비 / 설비투자 비율은 91.1%에 달한다(<그림 2> 참조). 유지보수 정도로만 투자하는 100% 수준에 육박해 가고 있다. 노벨 경제학상 수상자인 솔로우(Robert Solow) 교수의 경제성장 모형을 응용할 경우 여타 생산 요소(노동, 총요소생산성)량에 변화가 없을 때 감가상각과 설비투자가 동일한 금액이 되면 경제는 성장하지 못하게 된다. 그러한 점에서 <그림 2>는 우려감을 준다. 설비투자액보다 감가상각비가 더 빠르게 증가하고 있기 때문에 감가상각비 / 설비투자 비율이 조만간 100%에 달할 가능성이 있기 때문이다. 물론 기술 진보로 인해 총요소 생산성이 향상될 것이다. 그러나 경제활동인구가 줄고 있기 때문에 전체 성장에 대해서는 노동의 성장 기여도가 (-) 효과를 보일 것이라는 점을 고려해야 한다.

<그림 2> 설비투자는 지지부진한데 감가상각비는 빠르게 증가

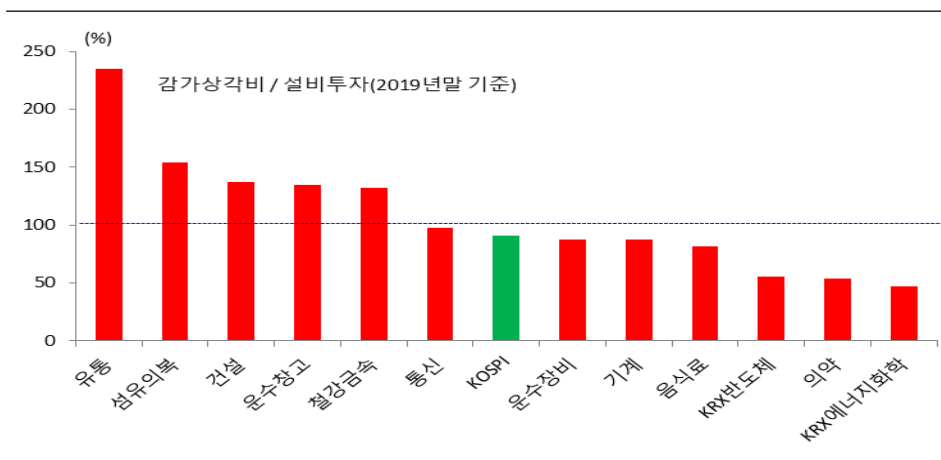


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

이러한 상황하에서 전술한 감가상각비 / 설비투자 비율의 업종별 차별화는 저성장 경제 구조하에서의 투자전략상 매우 중요한 의미를 가진다. 만약 타 업종 대비 더 자본집약적인 성격이면서 동비율이 100%를 꾸준히 하회하고 있고 앞으로도 그럴 가능성이 높은 업종은 총요소 생산성의 성장 기여도도 타 업종 대비 더 커질 수 있기 때문에 그 우호적 차별성은 더욱 뚜렷해 질 수 있다는 것이다.

<그림 3>은 2019 년 말 기준으로 주요 업종별 감가상각비 / 설비투자 비율을 도시한 것이다. 에너지/화학의 비율이 가장 낮고, 의약, 반도체 업종도 50%대 수준으로 여타 업종 대비 많이 낮다. 음식료, 기계, 운수장비 등도 기준점인 100%를 하회하는 가운데 시장(KOSPI) 전체보다 낮은 비율을 보이고 있다. 한편 100%를 상회하는 업종은 유통, 섬유·의복, 건설, 운수창고, 철강금속 등인데 전술한 바와 같이 유지보수 정도의 투자도 이루어지지 않고 있는 업종이라고 볼 수 있다.

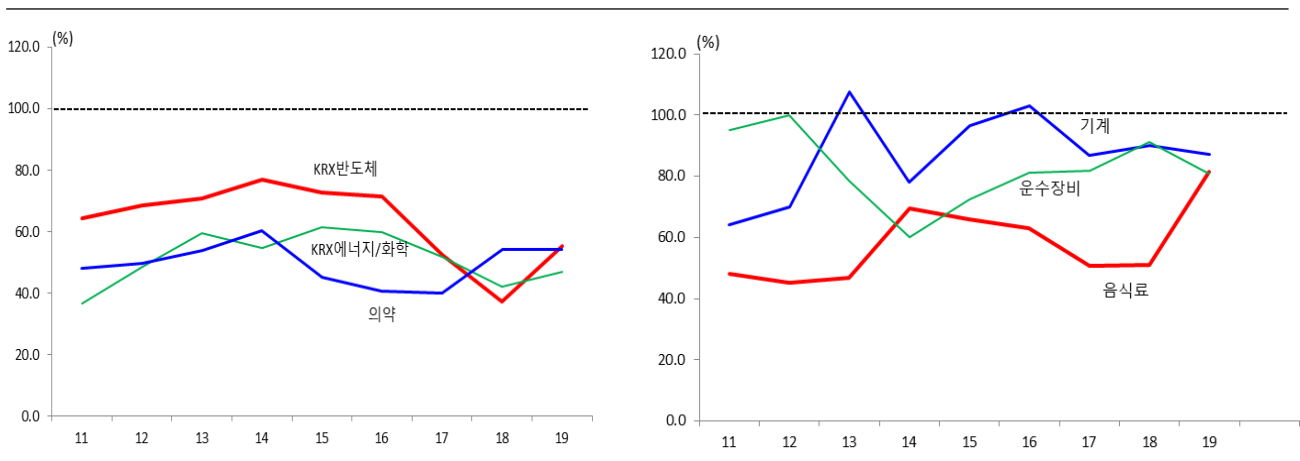
<그림 3> 업종별 감가상각비 / 설비투자 비율



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그러면 2019 년말 현재 전체 시장(KOSPI)보다 동비율이 낮은 업종의 과거 추이를 살펴 보기로 한다(<그림 4> 참조). 반도체, 에너지/화학의 경우 추세적으로 동비율이 낮아지는 양상이다. 의약의 경우는 50% 수준을 중심으로 안정적 흐름을 보이고 있다.

<그림 4> 감가상각비 / 설비투자 비율이 양호한 업종



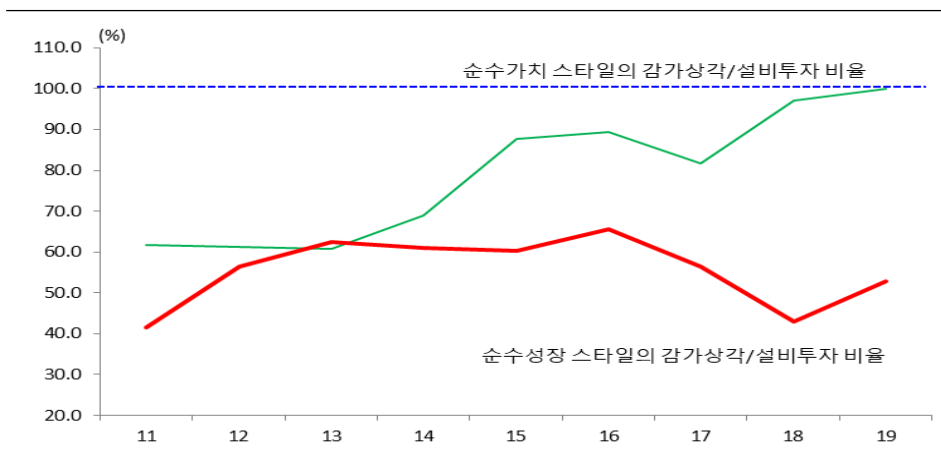
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

우선 반도체의 경우 낮은 동비율 수준이 앞으로도 유지될 확률이 높다고 본다. 세계 1 위인 메모리 반도체, 세계 2 위인 비메모리 반도체 사업을 영위하고 있는 삼성전자와 관련된 밸류 체인이 형성되어 있기 때문이다. 특히 비메모리 반도체의 경우 전세계적으로 강한 성장세에 있는 산업인데다 삼성전자가 향후 주력 사업으로 더 확장할 태세여서 지속적인 투자가 이루어질 것이고, 기술 발전을 통한 총요소 생산성의 향상도 꾀할 수 있을 것으로 기대된다.

에너지/화학도 마찬가지다. 글로벌한 차원에서 빠른 성장이 이루어지고 있는 가운데 우리 정부도 정책적으로 성장산업으로서의 육성을 꾀하고 있는 그린 산업이 그 중심에 있기 때문이다(2 차 전지 등). 이 업종도 투자 증가가 지속되면서 감가상각비 / 설비투자 비율이 낮은 흐름을 계속 유지할 가능성이 높아 보인다. 의약의 경우도 기존의 성장세에다 최근 코로나 19 사태를 계기로 고성장세가 계속될 확률이 높다. 반도체, 에너지/화학, 의약 보다는 감가상각비 / 설비투자 비율이 상대적으로 높지만 100% 미만 영역에 있는 업종중 운수장비도 긍정적 전망이 가능하다. 중장기 성장성이 높은 가운데 투자 증가세가 계속될 전기/수소차를 품고 있기 때문이다. K-Food, 비대면 활동 증가, 1 인 가구 증가 등을 성장 동력으로 삼고 있는 음식료 업종도 향후 긍정적인 비율을 유지할 수 있다고 본다.

방금 언급된 업종들은 성장 스타일 업종으로 분류할 수 있는데, 성장 스타일 종목군은 감가상각비 / 설비투자 비율 측면에서 이미 차별적인 모습을 보여 주고 있다. <그림 5>는 순수가치, 순수성장 스타일 지수내 종목들의 감가상각비 / 설비투자 비율 추이를 보여 주고 있다. 차트에서 보는 바와 같이 순수가치 스타일의 경우 2014 년부터 동비율이 꾸준히 높아져 2019 년 말 현재 100.1%를 기록하고 있다. 반면 순수성장 스타일의 동비율은 2019 년말 현재 52.9%에 불과하고, 과거에도 꾸준히 100% 미만 영역에서 안정적인 흐름을 보여 주고 있다. 저성장 경제 구조하에서 성장 스타일 종목군들은 자본의 성장 기여도 측면에서도 우호적 차별성이 더 커지고 있다는 것이다.

<그림 5> 스타일별 감가상각비 / 설비투자 비율 추이



주 : 순수성장, 순수가치의 경우 MKF500 지수내에서 분류된 스타일 지수
 자료 : Dataguide, 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.