

## Reading the LEADING's Chart

2019/8/28

### : 서비스업내 퀄리티 스타일 찾기

Strategist

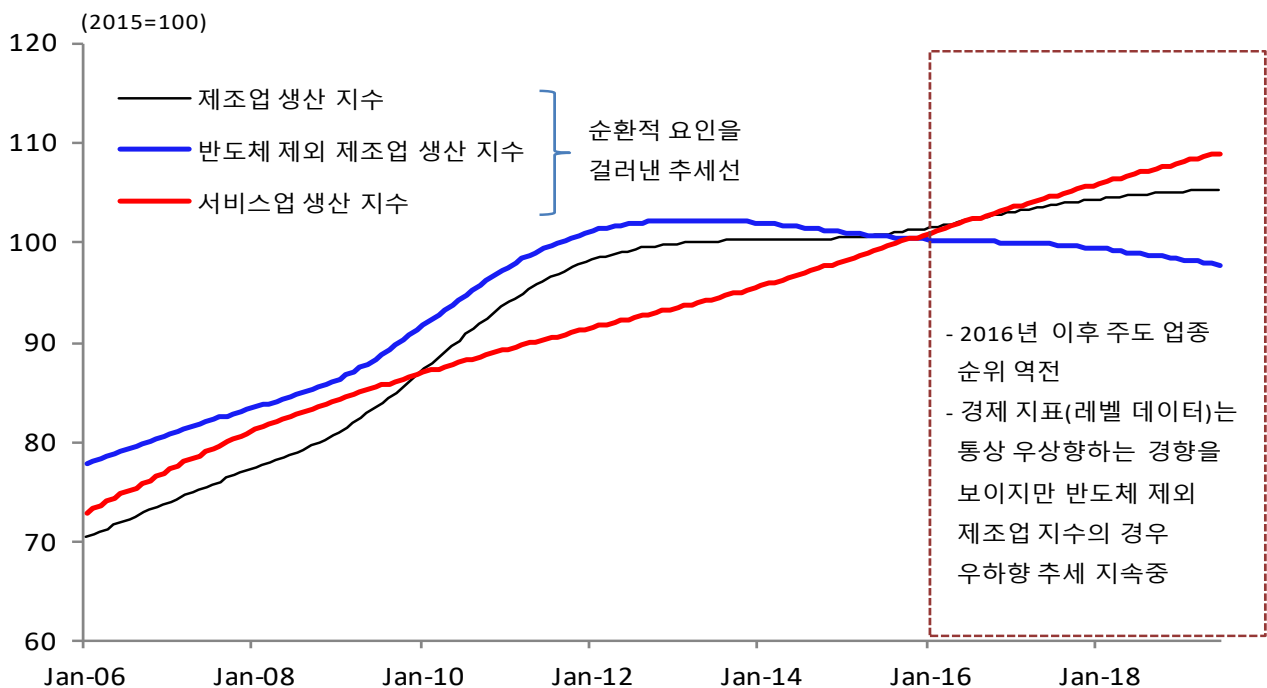
이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

- 반도체 제외 제조업은 2014 년 이후 추세적인 역성장을 지속중인 반면 서비스업은 안정적 성장세
- 안정적 성장에다 이익률도 상대적으로 높은 서비스업은 주식시장(경기) 부진기에 시장을 아웃 퍼폼하는 경향 뚜렷
- 투자전략 시사점 : 서비스업내 퀄리티 스타일 종목군 찾기

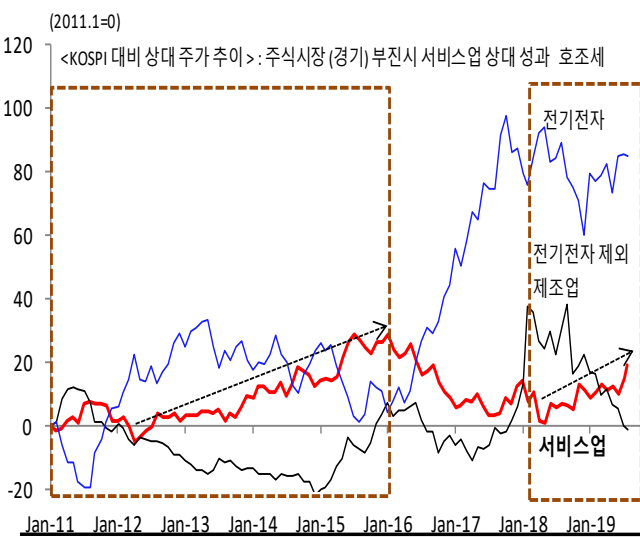
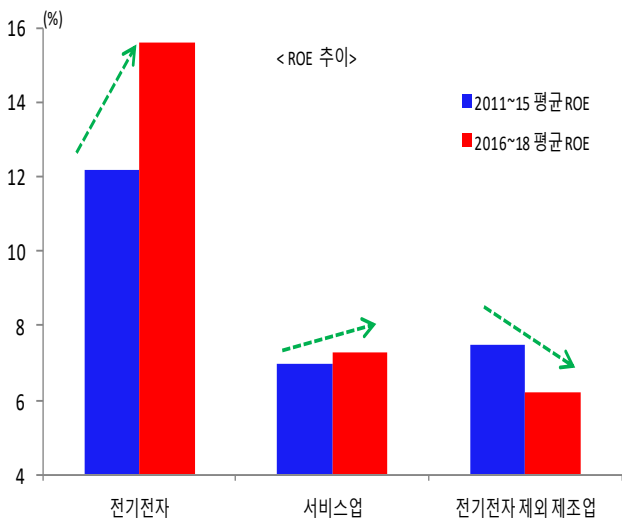
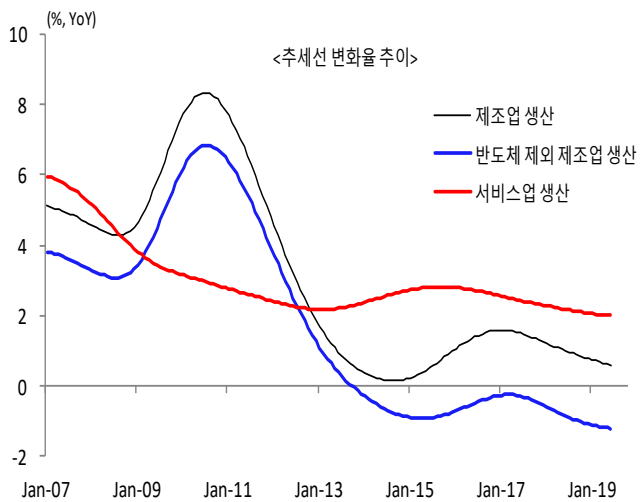
#### <LEADING's Chart : 성장하는 서비스업, 역성장하는 반도체 제외 제조업>



주 1 : 각 추세선은 계절 조정 시계열에 Hodrick Prescott filter 를 적용하여 추출

2 : 서비스업은 금융, 통신, 유통업 제외

자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권



자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

저성장 구조로 전환된 2011 년 이후 제조업 성장을 저하세가 뚜렷하다. 특히 반도체를 제외한 제조업은 순환적 흐름이 아닌 추세의 흐름도 역성장을 지속하고 있다. 글로벌 수요의 저성장세가 이어지고 있는 가운데 경쟁력도 약화되었기 때문이다. 그나마 글로벌 우위에 있고, 독과점 구조인 반도체를 포함한 전체 제조업은 역성장을 면하고 있다. 이에 반해 서비스업은 안정적 성장세를 보이고 있다. 경제 구조의 선진화 과정이긴 하지만 경제 및 주식시장 흐름 측면에서 서비스업 안정 성장의 중요도가 어느 때 보다 크다. 반도체 경기는 변동폭이 크고, 산업 연관 효과도 적고, 반도체 제외 제조업은 마이너스 성장을 한지 오래되었기 때문이다.

서비스업은 반도체 제외 제조업 대비 이익률 측면에서도 우월하다. ROE 를 기준으로 최근 3 년, 그 이전의 저성장 국면(2011~15 년)으로 나누어 볼 때 서비스업은 최근 들면서 이익률이 높아지고 있다. 앞서 언급한 성장률과 같이 놓고 보면 서비스업의 상대적 우월성이 더 돋보인다. 현재의 경기 하강 국면은 한동안 더 이어질 것으로 예상된다. 매출 성장이 경기 하강에 영향을 덜 받고, 이익률도 상대적으로 양호할 서비스업에 대한 관심을 더 가질 필요가 있다고 본다. 현재가 경기의 상승 전환이 임박한 상황이라면 제조업 경기의 순환적 회복에 투자전략의 우선 순위를 둘 수도 있겠으나 아직 이르다는 판단이다.

서비스업 주가는 주식시장(경기) 부진기에 시장 대비 상대적 강세를 보이는 경향이 뚜렷하다(점선 박스 구간). 2011~15 년 상황에서 그러했고, 2018 년 초 이후 시장 부진기에도 KOSPI 를 아웃퍼폼하는 양상을 계속 보이고 있다. 양호한 매출 성장세에다 상대적으로 높은 이익률을 기반으로 하기 때문이다. 또한 경기 하강 국면에서의 금리 하락은 밸류에이션 논리(저 멀티플 선호)를 약화시켜 서비스업 종목의 상대적으로 높은 멀티플을 커버한다. 한 동안 더 이어질 경기 하강 국면, 추가 금리 하락을 상정한다면 서비스업에 대한 관심을 더 높일 것을 권유한다(<별첨> 참조).

<별첨> KOSPI 서비스업 내에서의 퀄리티 스타일 종목군 추출(예시)

- 서비스업, 퀄리티 스타일(Reading the LEADING's Chart(2019.8.21) 참조)은 주식시장(경기) 부진시 상대 성과 우월한 경향 뚜렷 → 서비스업 내에서의 퀄리티 스타일 종목군 추출 필요. 여러 각도의 방법론을 활용할 수 있겠으나 한가지 기본적인 예를 들면 다음과 같음

1 단계 : KOSPI 서비스업 81개 종목중 시가총액 3,000 억원 이상 추출(36 종목)

2 단계 : 2016~18 년 평균 ROE 수준이 시장 대비 높으면서 동기간 ROE 가 상승한 종목군 추출

| 구 분     | 16~18 평균 ROE(%) | 16~18 ROE 변화폭(%p) |
|---------|-----------------|-------------------|
| SK 디앤디  | 17.0            | 7.5               |
| 더블유게임즈  | 13.7            | 6.0               |
| 더존비즈온   | 22.2            | 3.6               |
| 삼성에스디에스 | 10.3            | 0.5               |
| 웅진코웨이   | 28.0            | 13.7              |
| 이노션     | 12.0            | 1.0               |
| 제일기획    | 14.1            | 3.6               |
| KOSPI   | 9.1             | 1.3               |

3 단계 : 2 단계 추출 종목군에서 1 년 예상 EPS 상향 조정 또는 flat 여부 조사 및 밸류에이션 멀티플 판단  
(1 년 예상 EPS 는 KOSPI 가 본격 하락하기 시작한 4 월 이후 추이를 조사)

| 구 분     | 1년 예상 EPS 조정 방향성 | 1년 예상 PER(8/23 기준) | 수익률(8/23, ytd) |
|---------|------------------|--------------------|----------------|
| SK 디앤디  | 상향조정             | 7.3                | 4.3            |
| 더블유게임즈  |                  | 8.0                | -5.5           |
| 더존비즈온   |                  | 32.0               | 9.4            |
| 웅진코웨이   |                  | 14.6               | 9.0            |
| 이노션     |                  | 14.9               | 8.1            |
| 제일기획    |                  | 18.6               | 15.1           |
| 삼성에스디에스 | flat             | 19.6               | -3.9           |
| KOSPI   | 하향조정             | 10.8               | -4.5           |

주 : 각 종목을 equal weight 로 투자했을 경우 ytd(8/23) 수익률은 +5.2%로 KOSPI 를 9.7%p 아웃퍼폼

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<참고> 서비스업내 퀄리티 스타일 종목군(위 7 개)과 전기전자 제외 제조업간 Dupont 분석 비교  
: 서비스업내 퀄리티 스타일 종목군의 상대적 우월성 뚜렷

| 구 분  | Dupont 분석             |           |           |     |             |           |           |     |
|------|-----------------------|-----------|-----------|-----|-------------|-----------|-----------|-----|
|      | 서비스업내 퀄리티 종목군(7개 합산치) |           |           |     | 전기전자 제외 제조업 |           |           |     |
|      | ROE(%)                |           |           |     | ROE(%)      |           |           |     |
|      | 매출액순이익률(%)            | 총자산회전율(%) | 재무레버리지(배) |     | 매출액순이익률(%)  | 총자산회전율(%) | 재무레버리지(배) |     |
| 2016 | 11.8                  | 6.7       | 107.8     | 1.6 | 6.4         | 4.0       | 68.5      | 2.3 |
| 2017 | 13.3                  | 7.1       | 110.8     | 1.7 | 7.4         | 4.8       | 70.4      | 2.2 |
| 2018 | 14.1                  | 7.5       | 109.7     | 1.7 | 4.8         | 3.0       | 72.0      | 2.2 |

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

---

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.