



3번의 악재를 견뎌낸 독일의 제조업

1. 긴 터널을 지나고 있는 독일

- 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아 등 유럽 주요국들의 제조업 지표는 연중 최고치로 상승. 특히 독일의 경우 18년 9월 이후 최고치 기록
- 독일은 17년 9월 WLTP(강화된 배출가스 규제) 시행, 19년 미-중 무역분쟁, 20년 코로나19로 인해 장기간 타격을 받아왔던 국가. 그러나 최근에는 독일 경제의 하강을 야기했던 자동차 관련 지표의 회복이 진행 중
- 증시 상승에도 자동차 기업이 크게 기여. 다임러의 8월 수익률은 +10.0% (DAX30 중 4위), 폭스바겐은 +8.9%(5위)이며, 양사의 지수 상승 기여도는 25.8%

2. 역대 최고 수준으로 벌어진 미국과의 격차

- 독일 증시는 16년 Brexit 국민투표 이후 기타 선진국 대비 저평가 되기 시작. 17년 4분기 자동차 배기가스 규제 강화, 19년 무역분쟁, 20년 코로나19를 거치면서 그 현상이 심화. 현재 독일과 미국의 밸류에이션 격차는 역대 최고 수준으로 확대(독일 저평가)
- 상대적으로 양호한 경제와 이익의 흐름이 예상된다는 점도 독일 증시의 투자매력을 높이는 요인. 선진국의 경제성장률이 20년 -8.0%에서 21년 +4.8% 수준의 회복세를 보일 것으로 예상되는 반면, 독일은 -7.8%에서 +5.4%로의 반등이 예상
- EPS의 경우 선진국은 21년 +29.1% 수준의 기저효과를 반영한 이후, 22년에는 +15.8%의 이익성장을 기록할 것으로 예상되고 있으나, 독일의 경우 각각 +51.8%에서 +19.2%로 보다 높은 이익의 성장세를 달성할 것으로 기대



주식시장 투자전략

1. 긴 터널을 지나고 있는 독일

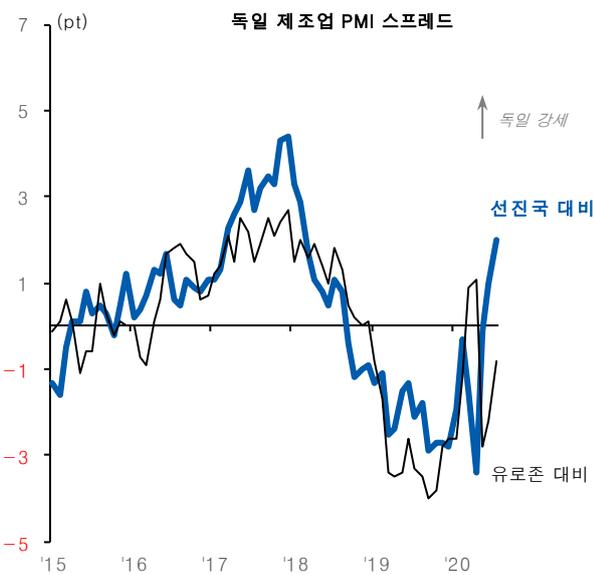
선진국에서는 최근 지표의 반등 속도가 빠르게 나타나고 있는 유럽에 주목할 필요가 있어 보인다. 경기부진이 장기간 지속됐다는 점과 미국 증시와의 밸류에이션 격차를 고려할 때, 향후 선진국 투자자들의 관심이 조명될 가능성이 높아 보이기 때문이다.

7월 제조업 PMI 기준 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아 등 유럽 주요국들의 지표는 연중 최고치로 상승했다. 유럽 내에서도 돋보이는 것은 독일 지표의 흐름인데, 8월 속보치 기준 53.0pt 를 기록해, 18년 9월 이후 최고치로 추가 상승했다.

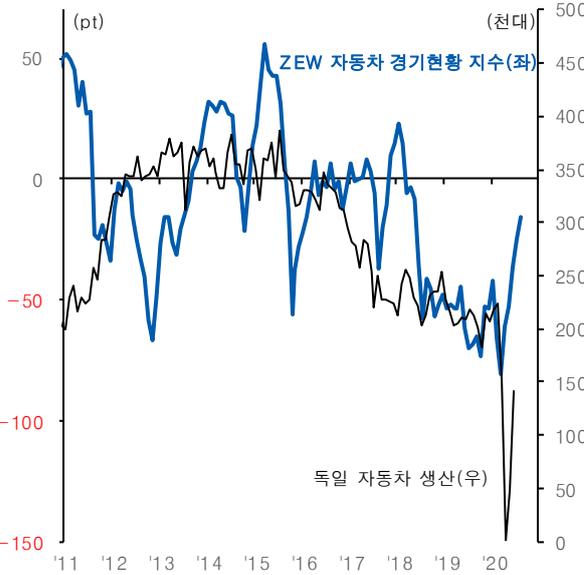
독일은 17년 9월 강화된 배출가스 규제인 WLTP(Worldwide Harmonized Light Vehicle Test Procedure)가 시행되면서, 주력산업인 자동차 생산이 급감하고 이익 지표가 하향조정되는 모습이 지속되어 왔다. 19년 미-중 무역분쟁과 올해의 코로나19 역시 제조업과 대외의존도가 높은 독일에 상대적으로 큰 타격이 됐던 변수다.

그러나 최근에는 독일 경제의 하강을 야기했던 자동차 관련 지표의 회복세가 나타나고 있다. 코로나 발생 이전의 흐름이 재개된 것인데, WLTP와 무역분쟁이라는 오랜 기저와 코로나19로부터의 회복이 막 진행되기 시작했다는 점을 고려하면 당분간 양호한 흐름이 지속될 것으로 판단된다.

[차트1] 선진국과 유로존 내에서도 돋보이는 독일 지표의 회복 흐름



[차트2] 약 2년만에 의미있는 회복세를 보이고 있는 독일의 자동차 경기



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

2. 역대 최고 수준으로 벌어진 미국과의 격차

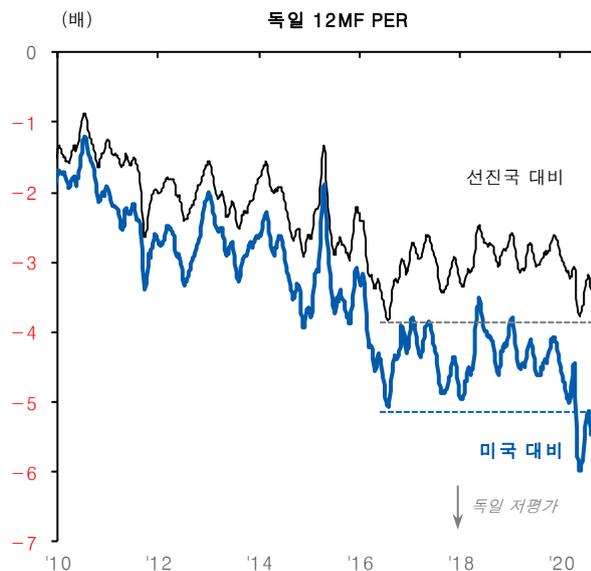
최근 증시의 상대적 강세에도 불구하고 독일 주식의 밸류에이션은 여전히 매력적이다.

독일 증시는 16년 Brexit 국민투표 이후 기타 선진국 대비 저평가 되기 시작했고, 17년 4분기 자동차 배기가스 규제 강화, 19년 무역분쟁, 20년 코로나19를 거치면서 그 현상이 심화됐다. 현재 독일의 12MF PER은 선진국 대비 -18.7% 할인(16.6배), PBR 기준으로는 -41.7% 할인(1.4배)되어 있는데, 특히 미국과의 밸류에이션 격차는 역대 최고 수준으로 벌어졌다.

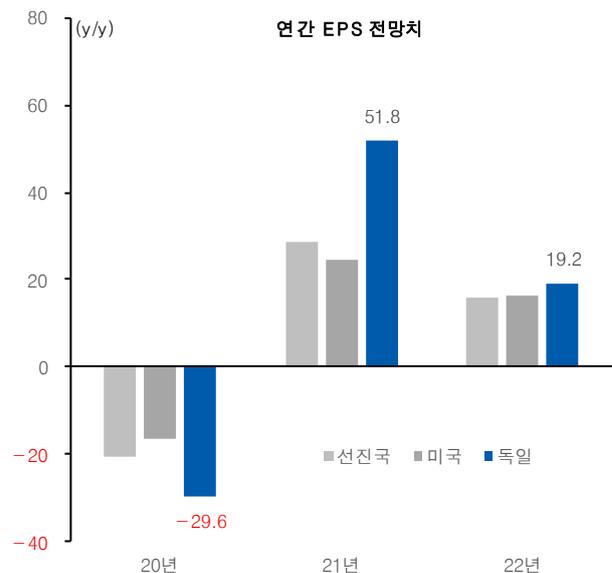
상대적으로 양호한 경제와 이익의 흐름이 예상된다는 점도 투자매력을 높이는 요인이다. 선진국의 경제성장률이 20년 -8.0%에서 21년 +4.8% 수준의 회복세를 보일 것으로 예상되는 반면, 독일은 -7.8%에서 +5.4%로의 반등이 예상되고 있다.

EPS의 경우 선진국은 21년 +29.1% 수준의 기저효과를 반영한 이후, 22년에는 +15.8%의 이익성장을 기록할 것으로 예상되고 있으나, 독일의 경우 각각 +51.8%에서 +19.2%로 보다 높은 이익의 성장세를 달성할 것으로 기대되고 있다. 향후 증시도 이에 상응하는 강세를 보일 것으로 판단된다.

[차트3] 독일과 미국의 밸류에이션은 역대 최고 수준으로 확대(독일 저평가)



[차트4] 이익지표의 우위는 기저효과가 없는 22년까지 유지될 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

