

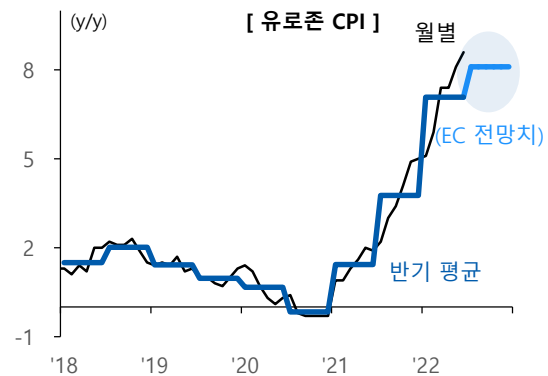


위기의 뇌관으로 떠오르는 이탈리아

1. 고점 기대감 조차 없는 유로존의 물가

- 지난주 유럽집행위원회는 유로존의 22년 물가상승률 전망치를 7.6%로 상향. 상반기 평균 CPI 7.1% → 하반기 평균 8.1%를 예상하는 것.
- 독일의 6월 CPI YoY는 7.6%, PPI는 32.7%로 상승. 물가 스프레드(-25.1%)를 통해 유추되는 독일 기업들의 마진 압박은 통계작성 후 최고 수준.
- 독일의 22년 EPS 증감률 전망치는 러시아-우크라이나 사태 전 8.9%에서 현재 6.6%로 하향. 동기간 전세계는 8.2% → 11.3%.

유럽집행위원회는 22년 물가상승률 전망치를 상향. 하반기 물가상승률이 상반기 대비 높아질 것으로 추정

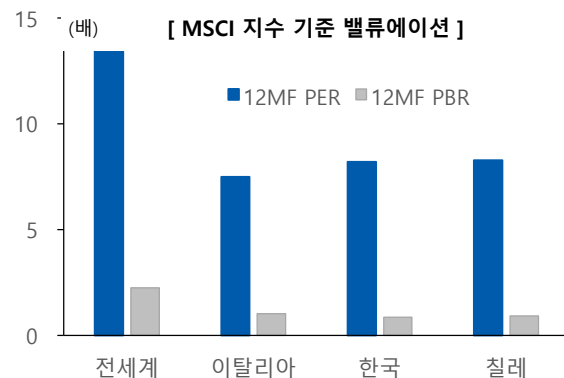


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 정정 불안이 더해진 이탈리아

- 유럽에서도 뇌관이 될 가능성이 높아 보이는 곳은 이탈리아. 최근 정정 우려(드라기 총리 사임)가 더해지면서 독일과의 금리차가 재확대되는 추세.
- IMF는 러시아가 천연가스 공급을 차단할 경우 가장 큰 피해를 입을 국가 중 하나로 이탈리아를 지목. 향후 1년간 GDP -5.7% 감소 예상.
- MSCI 이탈리아 지수의 12MF PER은 7.5배, PBR은 1.0배로 급락. 최근 5년 평균 대비 약 50% 할인된 수치. 한국 증시, 또는 칠레와 유사한 수준.

에너지 무기화 정책의 충격이 집중될 것으로 예상되는 이탈리아. 밸류에이션은 평년대비 약 50% 할인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 고점 기대감 조차 없는 유로존의 물가

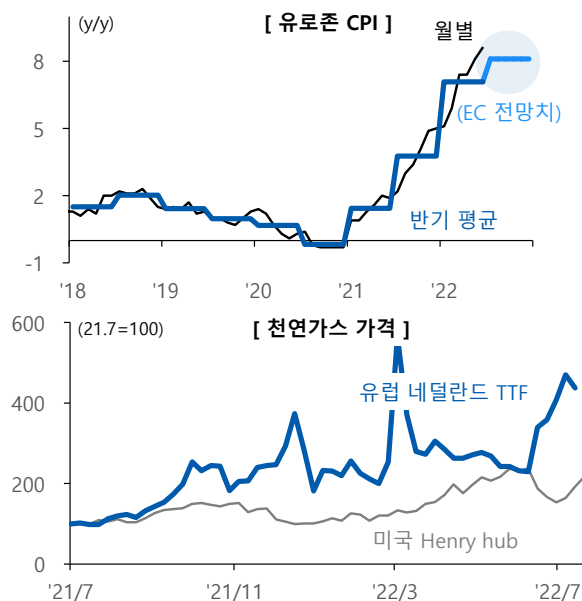
지난주 유럽집행위원회(EC)는 유로존의 22년 물가상승률 전망치를 7.6%로 상향(이전 6.1%)했다. 유로존의 상반기 평균 물가상승률은 7.1%였다. 이번 EC가 제시한 전망치는 유로존의 하반기 평균 물가상승률이 8.1%로 추가 상승할 것이라 예상한 것이다.

유럽 행정부의 물가전망치 상향은 최근 러시아의 에너지 무기화 정책으로 인해 물가 안정에 상당한 시간이 소요될 것이라는 계산을 반영한 것으로 보인다. 유럽의 역내 천연가스 벤치마크인 TTF는 최근 1개월간 +25.9% 추가 급등했다.

대표국인 독일의 6월 CPI YoY는 7.6%, PPI는 32.7%를 기록했다. 생산자물가 중 전력 생산 부문은 93.3%, 천연가스 채굴은 무려 200.1% 급등했다. CPI-PPI 스프레드(-25.1%)를 통해 유추되는 독일 기업들의 마진 압박은 92년 통계작성 후 최고 수준이다.

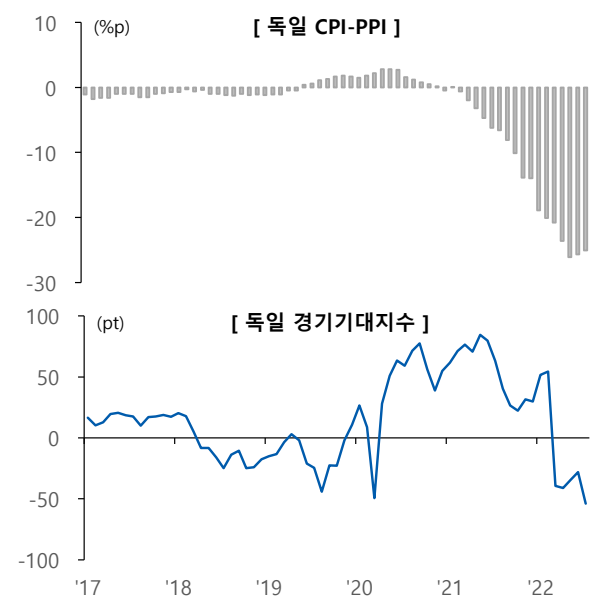
독일의 22년 EPS 증감률 전망치는 러시아-우크라이나 사태 전 8.9%에서 현재 6.6%로 하향(전세계는 8.2%→11.3%)됐고, 7월 경기기대지수는 전월 -28.0pt에서 -53.8pt로 급락(전선 -41.0pt)했다. 최근 EC의 전망치 변화를 고려하면 당분간 회복에 어려워 보이는 흐름이다.

[차트1] 유럽집행위원회는 22년 물가상승률 전망치를 상향. 하반기 물가상승률이 상반기 대비 높아질 것으로 추정.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 독일 기업의 경영 환경은 92년 통계작성 후 최저 수준. 향후 경기 전망도 급격하게 악화.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 정정 불안이 더해진 이탈리아

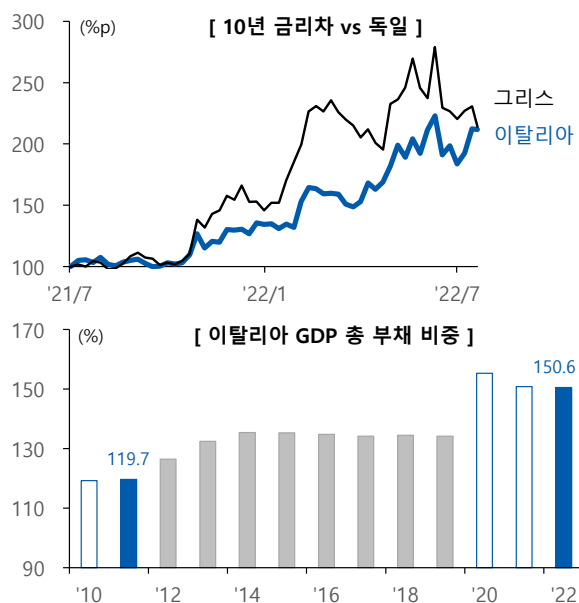
유럽에서도 위기의 뇌관이 될 가능성이 높아 보이는 곳은 이탈리아다. 최근 드라기 총리의 사임 의사 표명 등의 정정 우려가 더해지면서, 기타 취약국 대비로도 금리차 확대(독일 대비)가 빠르게 재개되고 있다.

이탈리아는 러시아가 천연가스 공급을 차단할 경우 가장 큰 피해를 입을 것으로 예상되는 국가 중 하나이기도 하다. 19일 IMF는 공급 차단이 현실화 될 경우 이탈리아의 경제성장률이 향후 1년간 최대 -5.7% 감소할 것이라는 추정치를 제시했다. (EU -2.7%)

이탈리아는 천연가스 재고 확보에도 난항을 겪고 있는 것으로 조사된다. 이탈리아의 '천연가스 저장 가능 용량 대비 확보율'은 58%로, 유럽 주요국 중 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 이탈리아는 천연가스 수입량의 43.3%(EU 38.7%)를 러시아에 의존한다.

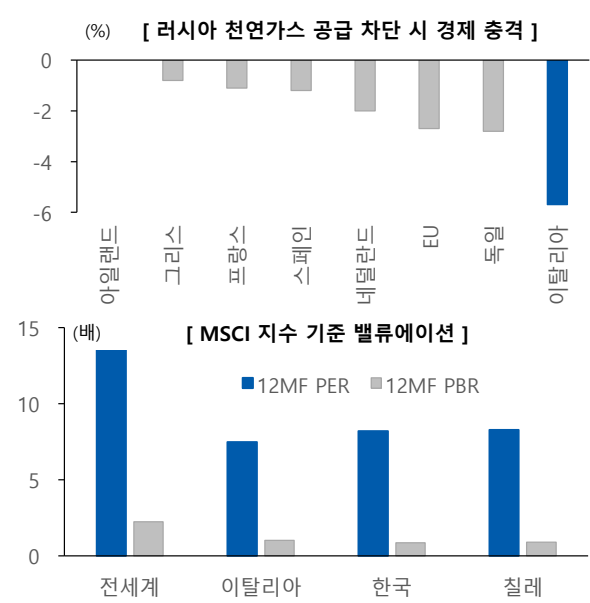
MSCI 기준 이탈리아 증시의 12MF PER은 7.5배, PBR은 1.0배로 하락했다. 최근 5년 평균 대비 약 50% 할인된 수준이다. 국내투자자가 참고할만한 부분은 시스템 위기 가능성이 높아진 이탈리아와 한국 증시의 밸류가 유사한 수준(한국 PER 8.2배, PBR 0.9배)이라는 점이다. 신흥국에서 레벨이 비슷한 또다른 국가로는 칠레(PER 8.3배, PBR 0.9배)가 있다.

[차트3] 독일과의 금리차가 재차 확대되고 있는 이탈리아. 정부의 지출 여력은 코로나19 기간 대부분 소진.



자료: IMF, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 에너지 무기화 정책의 충격이 집중될 것으로 예상되는 이탈리아. 밸류에이션은 평년대비 약 50% 할인.



자료: IMF, IBES, 유안타증권 리서치센터