

미운 오리새끼들 중에도 백조가 있을 수 있다

2014년 Target KOSPI	2,150pt
12MF PER	9.97배
12MF PBR	1.00배
Yield Gap	7.3%P

- ▶ 하반기 중국 경제가 회복세를 보일 경우 국내상장 중국기업에 대한 투자심리 재강화 예상
- ▶ 도매급으로 일괄 할인 받던 국내상장 중국기업들의 옥석 가리기 과정 지속 전망
- ▶ 2분기 실적 개선 모멘텀에 따른 차별화 국면과 과도한 할인을 축소과정 재연될 가능성

■ 점진적으로 개선세를 보일 것으로 예상되는 중국 경제

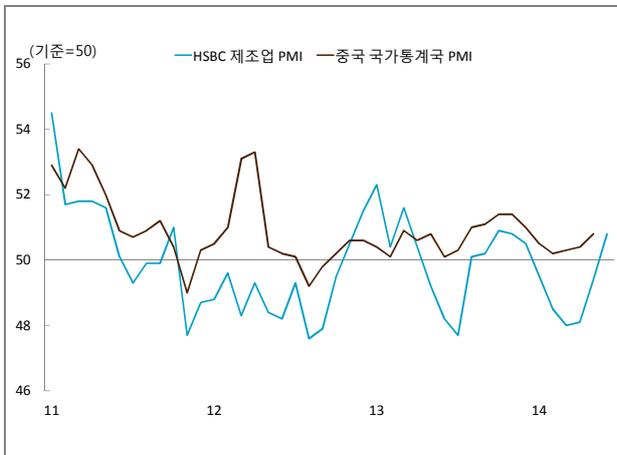
개선세를 보이고 있는 중국 경제지표들

최근 중국 경제지표가 호조세를 보이면서 중국 경제의 연착륙에 대한 공감대가 확산되고 있다. 특히 6월 HSBC 제조업 PMI지수 예비치가 50.8을 기록하면서 전문가 예상치 49.7과 전월 확정치 49.4를 상회하는 것은 물론 6개월 만에 처음으로 경기확장과 위축을 가르는 기준인 50.0을 넘어섰다. 이와 같은 심리지수 뿐만 아니라 5월 산업생산이 전년동기대비 8.8% 증가하고 5월 소매판매 또한 전년동기대비 12.5% 증가하는 등 실물지수도 동반 상승세를 보이면서 그간 꾸준히 제기되어 왔던 경기둔화 우려가 한층 더 완화되는 모습이다.

하반기에는 완만한 회복세가 예상되는 중국 경제

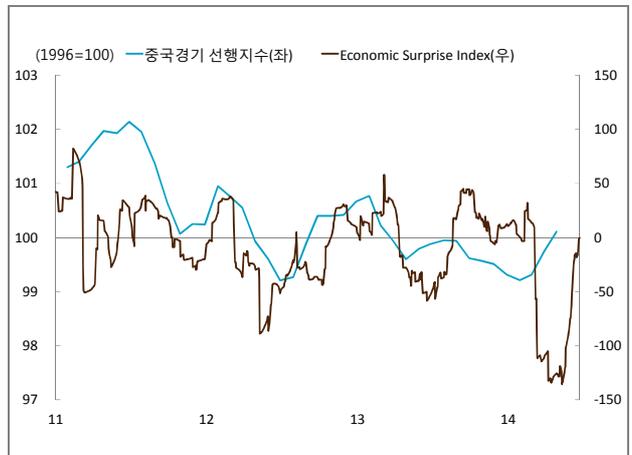
그렇지만 아직까지는 최근의 회복세가 중국 경제 둔화 우려를 불식시킬 정도로 강력하지는 않다. 다만 최근 경제지표의 호조세, 기준율 인하 발표에 따른 정책 효과, 중국 경제가 경착륙할 일은 없다고 거듭 강조한 리커창 총리의 발언 등을 감안해 보면 중국 경제가 하반기에는 연착륙을 마치고 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다. 특히 올 초에 중국의 경제성장률 전망치를 하향 조정했던 글로벌 투자은행(IB)들의 시각도 6월 들어 변화 조짐을 보이고 있다는 점은 주목할 만하다.

[그림 1] 중국 제조업 PMI지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 중국 경기 선행지수 및 ESI 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

JP모건, 바클레이즈, 노무라 등 투자은행들은 중국의 2분기 경제성장률을 기존 전망치 대비 0.2%p에서 0.4%p씩 상향 조정하는 모습이다. 작년에도 그림자금융으로 인해 급격히 하향 조정되었던 중국의 성장률 전망치가 6월을 기점으로 상향 조정되는 반전을 이루며 중국 증시뿐만 아니라 세계증시가 안정모드에 들어섰던 점을 곱씹어 볼 필요가 있겠다.

■ 재평가 국면을 연출한 일부 국내상장 중국기업들

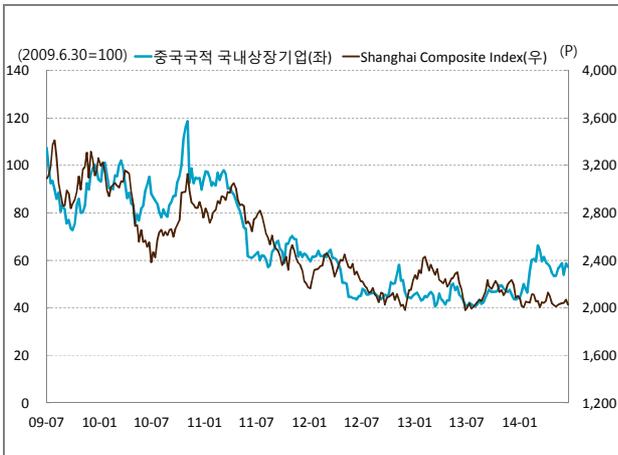
중국상해종합지수와
국내상장 중국기업들간
밀접한 연동성 존재

하반기 중국 경제의 안정화 기대감은 국내상장 중국기업들에 대한 투자심리에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 이는 연초부터 시작된 이들 기업의 재평가 과정을 지속시키는데 일조할 것으로 보인다. 특히 중국상해종합지수와 국내상장 중국기업들의 주가 간 밀접한 연동성을 감안할 때 중국 경제에 대한 낙관적 시각 확산에 기반해 중국증시가 반등세를 보일 경우 국내상장 중국기업들도 탄력적인 행보를 보일 공산이 크다.

실적 모멘텀에 따라
주가차별화가 뚜렷

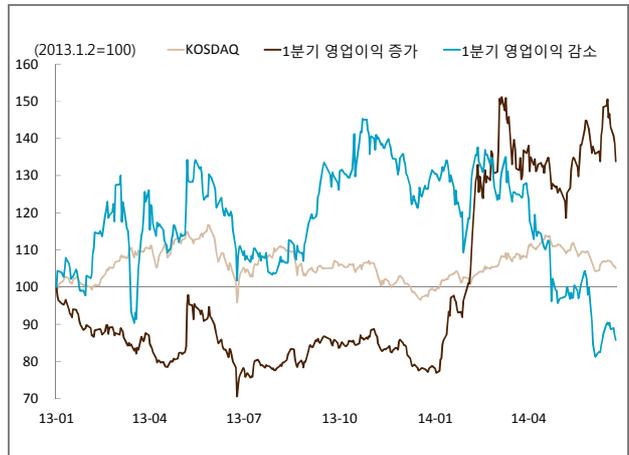
한편 중국발 호재가 발생했을 경우 기대감에 관련주들이 동반 상승했던 과거와는 달리 금년 1분기에 진행된 국내상장 중국기업들의 재평가 과정은 실적 및 밸류에이션 매력에 있는 종목들 위주로 전개되면서 뚜렷한 양극화 현상이 나타났던 만큼 향후에도 실적 모멘텀을 확보한 종목들에 주목할 필요가 있다.

[그림 3] 중국상해종합지수와 국내상장 중국기업들의 주가



주: 1) 중국국적 국내상장기업은 차이나그레이트, 차이나하오란, 씨케이에이치, 이스트아시아홀딩스, 완리, 중국원양자원, 에스앤씨엔진그룹, 글로벌에스엠, 웨이포트로 구성
2) 시가총액식으로 계산
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 주가의 명암을 가른 1분기 영업이익



주: 1) 1분기 영업이익이 전년동기대비 증가한 종목은 차이나그레이트, 차이나하오란, 씨케이에이치, 이스트아시아홀딩스, 완리
2) 1분기 영업이익이 전년동기대비 감소한 종목은 중국원양자원, 에스앤씨엔진그룹, 글로벌에스엠, 웨이포트
자료: Quantiwise, 한국투자증권

‘고섬사태’로 촉발된
극도의 차이나 디스카운트
국면

실적 및 밸류에이션 매력에 있는 종목 위주로 국내상장 중국기업들에 대한 재평가가 상당폭 진행되었지만 여전히 국내상장 중국기업들의 경우 동종 사업을 영위하고 있는 국내 기업들에 비해 크게 저평가 되어 있다. 국내상장 중국기업들이 이처럼 저평가된 가장 큰 이유 중의 하나는 근 몇 년간 ‘고섬사태’로 불거진 차이나 디스카운트 여파 때문이다.

2010년 8월, 당시 국내상장 중국기업들의 실적 개선세가 본격화되고 중국 경제지표들이 개선세를 보이면서 급등세를 보였지만 2011년 3월 22일 중국고섬이 싱가포르 거래소의 조회 공시 요구에 대한 답변을 준비하기 위해 매매거래 중단을 요청하면서 시작된 ‘고섬사태’로 인해 국내상장 중국기업들은 급락세를 보였으며 그 후 3년간 차이나 디스카운트 국면에서 벗어나질 못했다.

잇따른 자진 상폐 및 퇴출로 장기 연장된 ‘차이나 디스카운트’

중국고섬 뿐만 아니라 중국원양자원은 대주주의 보유 주식 편법 증여 문제로 홍역을 치렀으며 차이나하오란의 경우 2대주주의 지분 처분 사실을 뒤늦게 공시하면서 물의를 빚기도 했다. 뿐만 아니라, 연합과기와 성용광전투자는 불성실 공시와 감사의견 거절 등으로 국내 증시에서 강제로 퇴출당했다. 이는 결국 중국기업 전반에 대한 신뢰 하락으로 이어졌으며 중국 상장사들이 국내 시장에서 제대로 평가를 받지 못하자 국내 상장에 메리트가 없다고 판단한 코웰이홀딩스, 3노드디지털, 중국식품포장은 자진 상장폐지를 신청했다. 이는 다시 중국 기업들에 대한 국내 투자자들의 신뢰 하락으로 이어지는 악순환을 형성하면서 ‘차이나 디스카운트’를 더욱 부각시켰다.

실적 모멘텀을 보유한 종목 위주로 밸류에이션 갭이 축소될 전망

이처럼 중국기업들에 대한 불신이 강할 수 밖에 없었지만, 중국고섬 사태가 이미 발생한지 3년이 지났으며 2013년 10월에는 상장폐지 결정이 이루어졌다. 더구나 일련의 중국관련 기업들과 연관된 악재들을 겪으며 투자자들은 상당한 내성과 학습효과를 경험했으며, 주가는 2009년 대비 반토막이난 상태로 2년여의 기간조정과정까지 거쳤다는 점을 감안하면 중국 리스크는 충분한 반영과정을 거친 것으로 풀이된다. 따라서 중국기업들에 대한 극도의 회피심리가 잦아들 수 있을 것으로 보인다. 특히 최근 중국 경제 회복세로 중국에 대한 시각 조정이 이루어질 경우 실적 모멘텀을 보유한 국내상장 중국기업들은 그 동안 과도하게 벌어졌던 밸류에이션 갭이 축소될 여지가 커 보인다.

[그림 5] 2010년 이후 국내 상장 중국 기업들 주가 추이



주: 중국기업은 차이나그레이트, 중국원양자원, 글로벌에스엠, 에스앤씨엔진그룹, 차이나하오란, 이스트아시아홀딩스, 씨케이에이치, 웨이포트, 완리, 평산차업KDR로 구성
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 1> 국내 상장 중국 기업들 밸류에이션

(단위: 배)

업종(WICS 분류)	업종 PER	업종 PBR	종목명	PER	PBR
섬유/의류	20.4	1.0	이스트아시아홀딩스	2.7	0.2
			차이나그레이트	5.9	0.9
			평산차업 KDR	N/A	0.0
식품	23.6	1.3	중국원양자원	1.7	0.2
			씨케이에이치	5.8	0.7
기계	N/A	1.0	글로벌에스엠	57.0	0.3
			웨이포트	N/A	0.1
종이/목재	22.2	0.5	차이나하오란	5.7	0.2
자동차부품	9.7	1.4	에스앤씨엔진그룹	4.8	0.4
건자재	N/A	0.9	완리	4.9	0.4

주: PER과 PBR은 2013년 실적과 6월 25일 시가총액을 기준으로 산출
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

**회계투명성 확보에
노력 중인
국내상장 중국기업들**

또한 최근 국내상장 중국기업들의 경우 ‘고섬사태’로 불거진 차이나 디스카운트를 해소하고 국내 투자자들의 신뢰를 회복하기 위해서 회계 투명성 마련을 위한 자구책을 세워 실행 중이다. 건축용 내·외장 세라믹 타일을 생산 및 판매하고 있는 완리는 2대주주로 있는 KDB산업은행 사모펀드의 투자 담당자가 내부통제관리위원회 위원으로 활동하며 분기별로 경영실사를 하고 있으며 건강식품 전문회사인 씨케이에이치 또한 한국거래소 임원을 사외이사로 선임했고 외부감사 회계법인을 국내업체로 지정해 한국 기업들과 동일한 회계감사를 받으면서 기업 신뢰도를 높이는데 주력하고 있다.

**해외 기업 합동 IR에
참가한 기업들에 대한
선택과 집중**

한국거래소 또한 국내에 상장된 중국기업들이 투자자들의 신뢰를 다시 회복할 수 있도록 해외 기업들의 IR을 지원하고 있으며 올해부터 연 2회씩 해외 기업 합동 IR을 진행할 예정이다. 비록 IR 횟수가 그리 많지 않은 만큼 투자자들이 원하는 정보를 적시에 얻기에는 힘들다는 한계가 있지만 해외 기업 합동 IR에 참가하여 투자자에게 정보를 제공한다든 것 자체가 투자자들의 신뢰를 확보할 수 있다는 것을 의미하고 실적 모멘텀, 재무건전성 등이 상대적으로 양호하다는 방증일 수 있다. 실제로 올해 6월 13일에 시행된 해외 기업 합동 IR을 전후하여 참가기업의 주가가 반등세를 보였던 만큼 향후 해외 기업 합동 IR 참가 기업에 대해서는 유심히 살펴볼 필요가 있다.

**중국 자본시장 개방은
국내상장 중국기업들을
재인식하는 계기**

대외적인 제반여건 또한 우호적이다. 중국이 QF2(적격외국인투자자)와 RQF2(위안화 적격 외국기관투자자)의 조건을 완화시킬 것으로 예상되고 있는 가운데 중국 자본시장이 점차 개방될 것으로 보인다. 이렇게 중국 자본시장이 개방되면, 국내 투자자 또한 중국 투자에 대한 관심이 높아질 것으로 보이는데 그 과정에서 상대적으로 정보수집에 용이한 국내상장 중국기업들이 중국 직접투자의 대체재로 주목받을 수 있는 계기가 될 가능성이 있다.

**중국 기업의 국내상장
재개는 중국기업들에 대한
편견을 해소하는 촉매**

더구나 2011년 ‘고섬사태’ 이후로 완리를 제외하고 중국 기업들의 국내 상장이 전무한 상황이었으나 특수화장품 업체인 해천약업과 애니메이션 업체인 행성이 연내 국내 시장에 상장할 전망이다. 이처럼 중국 기업들의 국내 상장이 재개될 경우 기존 국내상장 중국 기업들에 대한 투자자들의 관심이 환기될 수 있고 이 과정에서 저평가 중국기업들이 재평가 될 여지가 높은 만큼 중국 기업들의 IPO 또한 기존 국내상장 중국기업들에 호재로 작용할 전망이다.

■ 국내상장 중국기업들에 대한 차별적인 접근이 필요

개별 기업으로
평가 받기 시작하는
국내상장 중국기업

국내상장 중국기업들에 대한 국내 투자자들의 불신이 아직 완전히 해소되지 못한 만큼 차이나 디스카운트가 완전히 제거되지는 못했지만 우리는 다음과 같은 이유로 점차 국내상장 중국기업들이 재평가 받기 시작하면서 동종 사업을 영위하고 있는 국내 기업들과의 밸류에이션 갭을 점진적으로 축소할 것으로 전망한다.

- 1) 하반기에 중국 경제가 점진적으로 회복세를 보일 경우 이에 따른 수혜가 전망되고
- 2) 차이나 디스카운트를 감안하더라도 지나치게 저평가 되어있다.
- 3) 개별 기업들의 경우 회계투명성 확보를 위해 자구책을 마련하고 있으며
- 4) 한국거래소 또한 합동 IR 개최를 통해 투자자들의 신뢰 확보에 노력하고 있다.
- 5) 또한, 중국 자본시장 개방이 이루어질 경우 대안투자처로 부각될 가능성이 있고
- 6) 지난 3년간 전무했던 중국 기업들의 IPO 가능성이 타진되고 있는 만큼 성사될 경우 저평가 중국 기업들은 재평가될 여지가 많다.

종목별 옥석 가리기 과정을
수반한 재평가 국면이
진행될 전망

최근 제반 시장 흐름의 변화와 중국 관련주들의 움직임에 비추어 볼 때, 적어도 국내상장 중국기업들을 일괄적으로 할인하거나 할증하는 국면에서는 탈피할 것으로 보인다. 국내상장 중국기업들이 차이나 디스카운트를 극복하는 단계에서 이들이 ‘중국 기업’이 아닌 ‘개별 기업’으로 평가 받는 과정이 필연적으로 수반될 것으로 보이는 만큼 무조건적인 동반 상승세 보다는 종목별 옥석 가리기 과정을 수반한 재평가 국면이 진행될 것으로 보인다. 즉 국내상장 중국기업들이 일괄적으로 미운 오리새끼 취급받던 투자관행에서 벗어나 미운 오리새끼 중 백조찾기가 지속될 여지는 충분하다는 판단이다.

미운 오리의 행태를 벗어나지 못한 업체들의 경우에는 연초 중국기업들의 리레이팅 과정에 동참하지 못하는 모습이였다. 실제로 연초부터 진행된 국내상장 중국기업들의 상승밸리에 동참하지 못한 중국원양자원의 경우 지난해 3월에 500억원 규모의 BW 발행액 중 281억원을 갚지 못했다고 공시한데 이어 4월 28일에는 지난해 10월 발행한 비분리형 BW원금(200억원 규모)과 이자를 합쳐 총 204억원을 상환하지 못했다고 공시했다. 뿐만 아니라 1분기 실적 또한 전년동기대비 적자전환하면서 연초부터 주가가 계속 하락세를 보였다. 이스트아시아홀딩스 또한 지난 1월 27일 공시를 통해 2012년 1월 26일 200억원 규모의 BW를 발행했지만 아직 190억원을 상환하지 못했다고 밝히면서 주가가 지지부진한 흐름을 보였다.

실적모멘텀, 재무건전성,
회계투명성 등을 살펴볼
필요

차이나 디스카운트가 쉽게 불식되기는 어려운 만큼 국내상장 중국기업에 투자할 때는 동종 사업을 영위하고 있는 국내 기업들에 투자할 때보다 더 엄격하게 실적모멘텀, 재무건전성, 회계투명성 등을 살펴 볼 필요가 있다. 실적 변동성이 지나치게 높거나 재무건전성 및 회계투명성이 점진적으로 개선되는 모습을 보이지 못하는 종목의 경우, 성급하게 백조라고 판단할 필요는 없어 보인다. 다만 상장 후 수년간 꾸준히 실적 개선세를 시현한 종목이거나 애널리스트들이 지속적으로 follow-up하는 기업의 경우에는 미운 오리새끼가 아니라 비상할 수 있는 백조일 가능성이 크다.

불신과 편견으로 인해 도매급으로 할인받아왔던 일부 우량 국내상장 중국기업들에 대한 재조명 과정은 작년 하반기 이후 과도한 할인거래되어 온 우선주, 자산가치 대비 과도하게 저평가된 중소지주사, 금리 대비 비교우위성이 분명한 고배당주, 유동성 제약으로 인한 저평가된 가치/자산주 등 범가치주들의 할인을 축소과정과 동일한 맥락에서 이해할 필요가 있겠다.

〈표 2〉 국내 상장 중국 기업들

(단위: %,개)

상장일	종목명	사업내용	2010~2013 CAGR			2014년 1분기 실적 증감률			최근 1년간 리포트 발간수
			매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	
2009.05.29	차이나그레이트	캐주얼 신발 및 의류	16.0	14.0	15.9	18.7	12.9	2.1	7
2010.03.31	씨케이에이치	건강식품 생산 및 판매	26.8	14.5	11.1	10.3	21.2	27.2	11
2011.06.13	완리	건축도자타일 생산	16.5	-3.4	-4.1	10.6	37.0	19.5	1
2010.02.05	차이나하오란	고급코팅백판지 생산	-0.7	9.4	-22.2	22.1	98.6	109.3	1
2009.12.04	에스앤씨엔진그룹	기어 및 모터싸이클 생산	7.8	5.1	-3.4	3.0	-0.5	-14.3	-

자료: Quantwise, 한국투자증권