

2021. 9. 17 (금)

최선헌의 Real China



▲ 글로벌 투자전략-신흥국

Analyst 최선헌

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

중국 형다, What's Next?

- ✓ 자산관리상품 상환 지급 중단과 함께 형다그룹의 유동성 위기 심화
- ✓ 다음주 달러채 이자지급이 어려울 가능성 높음, 정부의 개입이 필요한 시점
- ✓ 정부 주도 채무 구조조정 가능성이 가장 높고, 시스템 리스크로의 확산 가능성 제한적

형다 디폴트 리스크 재부각

형다 부동산 디폴트 리스크
재부각

새로운 트리거로
자산관리상품 지급 중단 발생

중국의 초대형 부동산 개발기업인 형다그룹(Evergrande) 유동성 위기가 심화되면서 디폴트 리스크가 재부각되고 있다.

최근 사건의 트리거는 1) 자산 매각을 통한 채무 상환이 순조롭지 않으면서 글로벌 신용평가기관에서 형다에 대한 신용등급을 잇따라 하향 조정했고, 2) 급기야 9월 9일 형다그룹 자회사에서 기발행된 자산관리상품의 상환을 중단한다고 발표하면서 많은 일반 투자자의 자금 상환 시위가 사회적으로 부각되었다.

특히 9월에 이슈가 되고 있는 자산관리상품은 형다자산관리 자회사에서 발행한 상품으로, 기초자산은 자사 주택 건설 프로젝트이고 투자자는 형다그룹 임직원 및 가족과 일반인이며, 연 최고 수익률은 25%까지 달한다. 단 올해 회사의 유동성이 급격하게 악화되며 약 9.3억 위안(약 1,581억원)이 상품 상환에 차질이 생겼다. 심지어 9월 10일 회사에서 발표한 상환 계획안에 현금 외 실물자산(주택)으로의 대체까지 설정되면서 오히려 회사 유동성에 대한 시장의 우려를 자극했다.

이에 15일 Fitch사에서 형다 디폴트 가능성을 경고했고, 형다그룹의 주가는 연초 대비 81% 폭락했고 역외 중국 하이일드 스프레드도 급등했다.

표1 국내외 신용평가기관에서 형다 신용등급 하향 조정

구분	기관명	조정일	신용등급
해외	Fitch	9월 7일	CCC+ → CC
	Moody's	9월 7일	Caa1 → Ca
	S&P Global	9월 15일	CCC → CC
로컬	CCXI (중국 내 최대 신평가사)	9월 2일	AAA → AA
		9월 15일	AA → A

자료: 국내외 각 신평가사, 메리츠증권 리서치센터

표2 형다자산관리 자회사의 상품 상환 계획

솔루션	방식	세부내용
#1	현금 지급	만기 상품에 대해 도래일 당월부터 10%씩 원리금 상환
#2	실물자산 지급	원리금에 해당하는 실물자산(주택) 양도 할인율: 주택 20%, 오피스텔 40%, 상가 40%
#3	잔금으로 대체	9월 12일 이전에 구매한 주택에 대해 원리금을 잔금으로 대체 지급

자료: 형다그룹, 메리츠증권 리서치센터

What's Next?

역내외 채권 기술적 디폴트
가능성 높음

앞으로 헝다그룹은 채권 만기상환은 없지만 1) 달러채권의 이자지급과, 2) 자산관리상품의 만기상환을 해야 한다. 달러 채권은 오는 23일과 29일에 각각 8,253만 달러와 4,750만달러의 이자지급이 예정되어 있다. 현재 자산관리상품의 상황이 불이행되면서 달러채권 이자지급도 기술적 디폴트 가능성이 높은 것으로 파악된다.

한편 회사에서는 자산과 지분 매각이 순조롭게 진행되지 않자 구조조정 전문 자문사인 Houlihan Lokey와 Admiralty Harbour를 고용하여 유동성 위기를 극복하려고 하고 있다. 또한 자산관리상품이 일반인의 투자와 연결되어 있다는 점에서 중국 정부도 최근 TFT 팀을 파견하여 관련 상황 조사에 착수했다.

대규모 부채, 경영실적 악화,
자금조달 부진으로 사실상
디폴트에 해당

6월 말 기준 헝다그룹의 부채 규모는 약 1.7조 위안(약 289조원)이다. 이 중 이자지급 의무가 있는 부채는 5,718억 위안(약 97조원)으로 전체의 33%를 차지한다. 해당 항목은 비록 작년 말 20% 감소했지만, 기타 예수금과 매입채무가 오히려 작년 말 대비 늘어 실질 부채는 감소하지 않았고, 매입채무의 증가는 오히려 금융기관 외 기타 기업으로까지의 리스크 전이 가능성을 높인 셈이다.

헝다의 경영상황도 악화되고 있다. 정부의 부동산 규제로 부동산 판매가 부진한 데다가, 최근 사회적 여론이 더욱 악화되면서 주택 판매액도 3개월째 역성장을 기록했고 9월에는 더욱 부진할 전망이다. 다양한 자금조달 루트도 막히면서 사실상 회사는 디폴트와 다름이 없는 상황까지 전개되었다.

결자해지 관점에서
정부 개입 필요한 상황

헝다그룹의 디폴트는 7월 23일에 발간된 <헝다 리스크의 나비효과>에서 언급했듯이 작년 8월부터 강화된 건설사에 대한 규제 강화에서 촉발되었고 지난 1년간 적절한 조치가 이루어지지 않으면서 위기가 더욱 심오~화되었다.

정부 주도의 부채 구조조정이
나타날 가능성 높음

따라서 앞으로 정부가 부채 구조조정에 개입할 가능성이 높다. 과거 하이난항공(HNA Group)처럼 회사는 디폴트가 될 수도 있지만, 해당 자산을 기타 국영기업이 인수하는 것이다. 정부가 개입한다면 기존 시행 중인 건설 프로젝트의 정상적인 운영은 물론, 자산가치의 보전에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

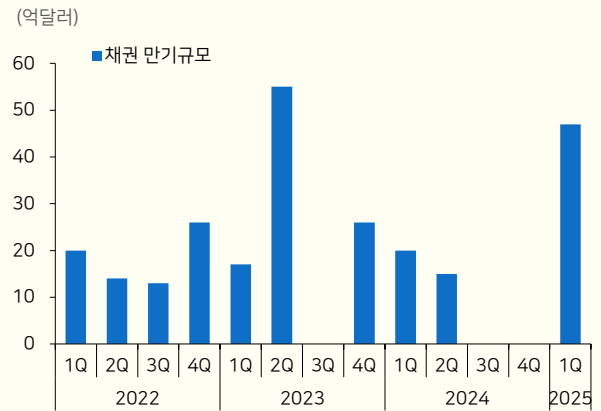
최악의 경우는 헝다그룹 구조조정안 합의가 불가해서 파산 경로를 가는 경우이다. 그러나 헝다그룹의 디폴트가 금융기관과 기업에만 악영향을 미치는 것이 아니라, 자산관리상품의 디폴트가 개인까지 연결되어 있기 때문에 정부가 별다른 조치 없이 파산 시킬 가능성은 낮을 전망이다.

표3 올해 헝다그룹 달러채권 이자지급 Schedule

	지급 이자 (백만달러)	비고
2021-09-23	82.53	2개 채권
2021-09-29	47.50	1개 채권
2021-10-11	148.13	6개 채권
2021-12-28	255.20	2개 채권
합계	533.36	

자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림1 헝다그룹 달러채권 만기상환 Schedule



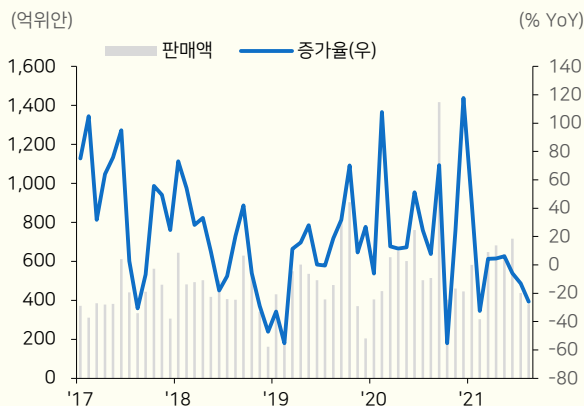
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

표4 헝다그룹 부채구조 및 추이

(억위안)	2018년	2019년	2020년	1H20	증가폭 (2020년 말 대비, %)
이자지급 부채	6,731	7,999	7,165	5,718	-20.2
1년 이내	3,183	3,722	3,355	2,400	-28.4
1년 이상	3,549	4,277	3,811	3,317	-12.9
예수금	1,856	1,297	1,857	2,158	16.2
매입채무	5,559	7,225	8,385	9,629	14.8
Total	14,146	16,521	17,407	17,505	0.6

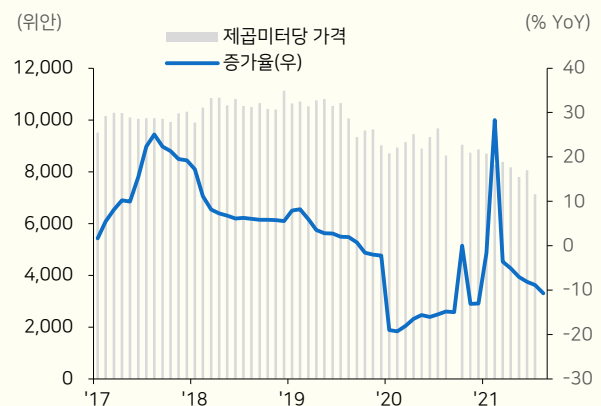
자료: 헝다그룹, 메리츠증권 리서치센터

그림2 헝다그룹 주택 월별 판매액과 증가율 추이



자료: 헝다그룹, 메리츠증권 리서치센터

그림3 헝다그룹 주택 제곱미터당 가격 및 증가율 추이



자료: 헝다그룹, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로, 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.