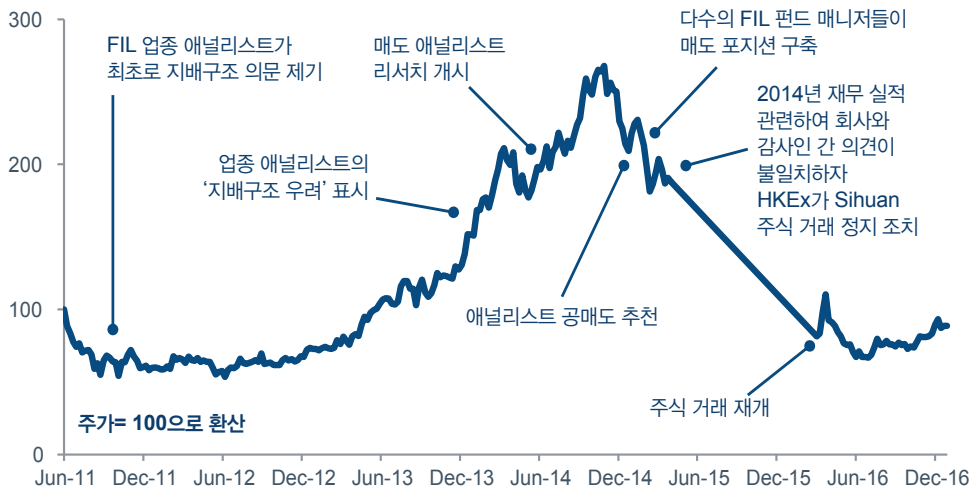


# 시후안 제약(Sihuan Pharmaceuticals): 기업 지배구조 사례연구

시후안 제약(Sihuan Pharmaceuticals)은 2014년 중국 증시의 총아로서, 그해 말 시가총액 기준으로 중국 최대 헬스케어 기업으로 성장했습니다. 그러나 불과 3개월 뒤 2014년 결산 결과를 발표하지 못했다는 이유로 홍콩증권거래소(HKEx)로부터 갑자기 거래 정지를 당하였습니다.

당사는 이미 사업모델의 지속 가능성에 대하여 부정적인 펀더멘털 견해를 가지고 있어서 본 종목의 매수를 기피한 바 있습니다. 시후안 제약의 주가가 매수 열기 속에 상승하면서, 의심스러운 사업 관행 및 경영진의 청렴성 등과 같은 기업 지배구조 문제가 증가하면서 당사는 본 종목을 공매도해야겠다는 확신을 갖게 되었습니다.

도표 1. 시후안 제약의 하락



업종: 제약  
 시가총액:  
 82억 미달러 (2014년 11월)  
 43억 미달러 (2017년 5월)  
 국가: 중국

자료: Datastream, Fidelity International, 2017년 5월 4일

## 시후안 제약은 어떤 회사인가?

시후안 제약(이후 '시후안')은 중국의 복잡한 입찰 및 가격결정 시스템에 맞추어진 전략을 구사하는 제약 공급업체입니다. 경영진은 2001년 회사를 설립하여 심혈관 약품 제조사들을 인수함으로써 성장해 왔고, 자사 생산품에 20년 특허를 다수 확보함으로써 투자를 방어하고 있습니다.

당사는 중국의 성급 단위에서 약값 책정하는 장애물과 이후 각 약품별로 2~5개의 공급업체를 선정하는 고도의 정치적인 입찰 프로세스를 처리하는 데 계속적으로 성공을 거두었습니다. 지역 내 개별 병원 원무팀은 어떤 약품을 성 단위의 선정 후보 명단에 등재할 것인지를 결정합니다.

그러나 병원 목록에서 어떤 약품의 처방을 선택하는지에 관한 최종 결정권을 행사함으로써 약품의 성패를 좌우하는 것은 의사들입니다. 시후안 제약은 의사들에게 자사 제품을 판촉하기 위하여, 기존의 자체 영업력보다는 외부 유통사를 활용하는 편을 채택하였습니다. 공장도 가격보다 현격히 높은 판매가격은 이들 외부 유통사의 동인으로 작용했습니다.

이러한 사업모델은 센세이션을 불러일으키면서, 시후안은 중국 뇌심혈관(CCV) 질환 시장에서 화이자(Pfizer), 사노피(Sanofi)와 같은 글로벌 거대 제약사를 제치고 선도적 지위를 차지할 수 있었습니다. 830억 위안(137억 미 달러) 규모의 CCV 산업에서 시후안의 시장 점유율은 10.8%(15억 달러)였습니다.

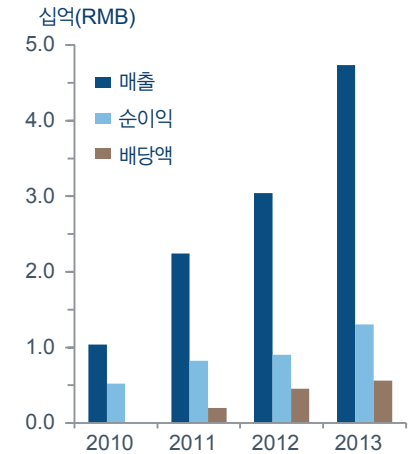
세그먼트 내에서 시후안이 이러한 지배적 지위를 누릴 수 있는 것은, 중국 전체 병원 시장에서 차지하고 있는 3위의 입지 덕분입니다. 2010년 Forbes지는 제약업체 가운데는 처음으로 동사를 중국에서 네 번째로 유망한 기업으로 선정하였습니다.

시후안을 낙관하는 주주들은 회사의 장기 성장 스토리를 믿거나, 상승세가 지속되는 동안 이에 편승하고자 하는 성장 및 모멘텀 투자자였습니다. 성장 동력은 다음과 같았습니다:

- 현저한 수요 감소에 대한 부담 없이 가격을 인상할 수 있는 능력인 가격 결정력을 회사에 제공하는 특허 보호.
- 중국 의료 시스템에 능숙한 숙련된 리더 보유 - 이를 위해서는 지방정부 및 규제기관을 상대로 효과적인 로비활동 및 동사 약품을 처방하는 충성도 높은 의사 네트워크의 구축 및 유지 필요.
- 인구 고령화, 그와 관련한 심혈관 질환 발병률 증가, 인구 대비 낮은 의료 보급률을 감안할 때, 소비자 기반의 확대 예상.

그러나 2011년 9월 이후 동 종목과 관련한 일부 근본적인 우려가 제기되면서 동 종목의 포트폴리오 편입을 기피하였습니다. 이러한 우려가 확대됨에 따라 일부 피델리티 펀드는 매도 포지션을 구축하였습니다. 이러한 투자 결정의 근거가 된 지배구조 관련 경고신호를 자세히 알아보겠습니다.

도표2. 시후안의 금등



출처: 회사 자료, FIL, 2015년 1월

## 경고신호 #1: 지속 가능하지 않은 사업모델

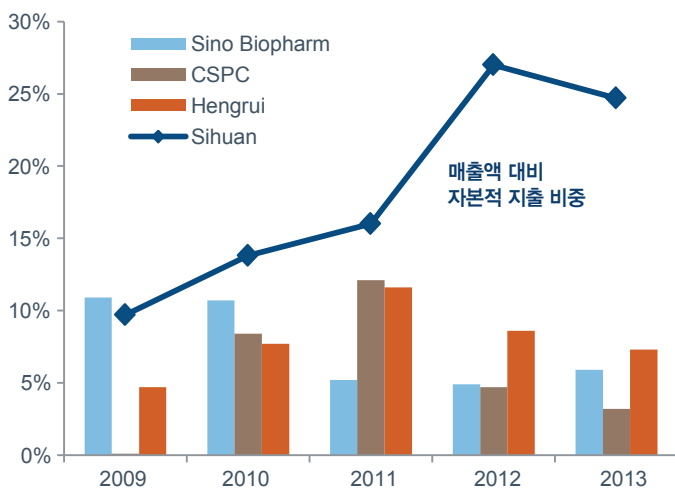
### 낮은 제품 효능

시후안의 주요 제품의 임상 데이터는 신뢰를 주지 못했으며, 의사 및 전문가 네트워크와 논의한 결과 그러한 의혹이 확인되었습니다. 이는 시후안의 성장이 제품의 품질에 의해서가 아니라, 일시적인 것으로 판명될 가능성이 있는 다른 수단에 의하여 가능했을 수 있음을 시사합니다.

### 취약한 신제품 계획

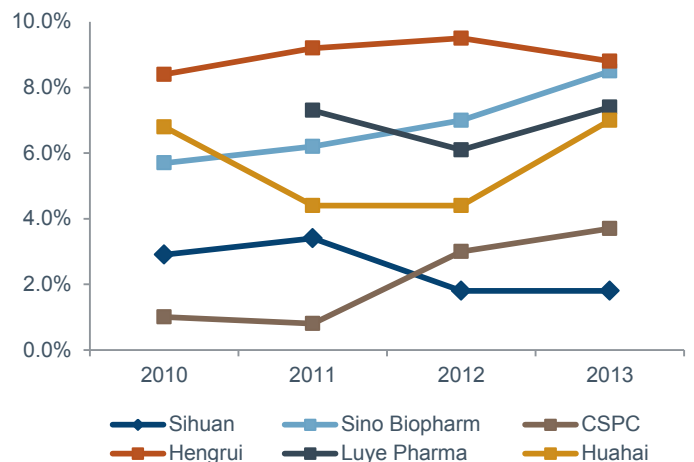
고품질, 고효능의 제품군이 없는 시후안은 효과적인 신제품이 필요했습니다. 동사의 자본적 지출은 동종 집단 대비 훨씬 컸으나(도표 3), 연구개발(R&D)에 배정된 금액은 의아할 정도로 너무 적었습니다(도표 4). 시후안은 기업 인수를 통해 제품 포트폴리오를 확장했고, 동사의 R&D 투자 규모가 작다는 것은 신제품을 내놓을 수 있는 유기적 역량이 약하다는 뜻이었습니다. 시후안은 성장을 유지하기 위해서는 잠재적으로 비싼 약품을 지속적으로 인수해야 했으며, 이는 사업의 위험 수준을 끌어 올렸습니다.

도표 3. 동종 업체 대비 높은 자본적 지출



출처: 회사 자료, FIL, 2015년 1월

도표 4. R&D 지출은 동종 업체 대비 낮음



참고: 매출액 대비 추정 R&D 비용 비중

출처: 회사 자료, Macquarie Research, FIL, 2015년 1월

## 경고신호 #2: 의심스러운 사업 관행

### 정부 리베이트에 의존

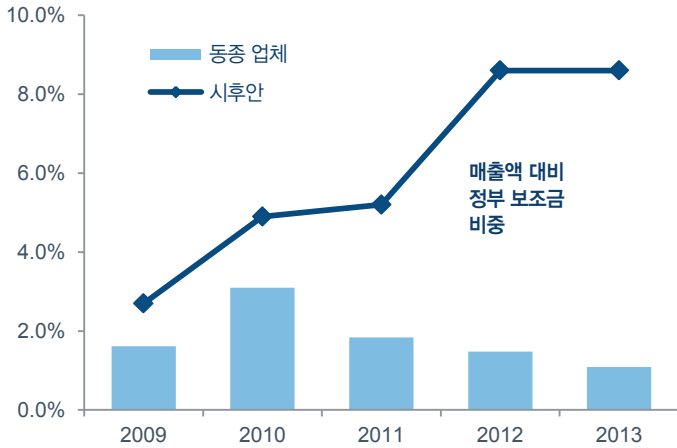
시후안은 동종 업체에 비해 이례적으로 높은 정부 보조금을 수령했으며(도표 5), 동종 업체가 수령하는 보조금은 감소하는 데 반해 시후안은 높은 수준의 보조금을 지속적으로 수령하였습니다. 2013년 시후안 순이익의 80%가 지방정부 리베이트였으며, 나머지 20%는 토지구입 대금 환급액이었습니다. 리베이트에 대한 의존도가 이렇게 높다 보니 시후안은 정책 변경 리스크에 노출되었습니다.

### 유통비용 상승

동사의 유통비용은 판매비용 및 다른 주요 비용에 비해 훨씬 더 빠르게 증가하였습니다(도표 6). 기업이 성장함에 따라 대개 규모의 경제의 이점으로 인해 기업의 매출액 대비 비용은 감소하는 것이 정상입니다. 시후안의 주요 비용은 대부분은 이러한 추세를 나타냈으나, 유통비용은 정반대의 경향을 보였습니다.

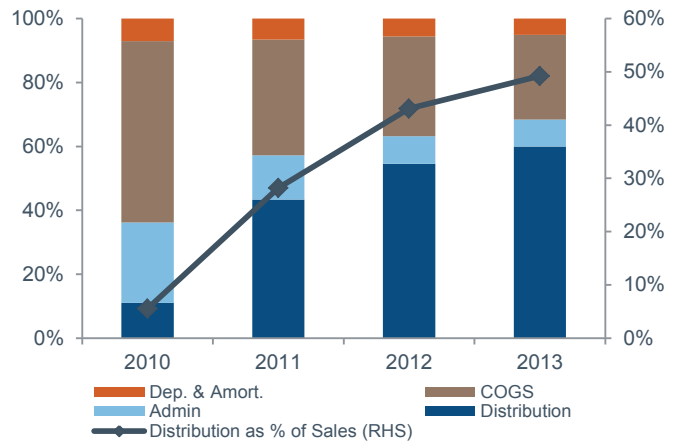
시후안의 유통비용이 매출에 비해 증가한 원인을 적시하기는 어렵습니다. 동사는 영업인력을 아웃소싱했으며, 유통은 대리인 및 나아가 어찌면 의사들을 위한 인센티브 비용 등의 세부내역을 감추는 불명확하고 두루뭉술한 회계용어로 사용되었습니다.

도표 5. 비정상적으로 높은 정부 보조금



출처: 회사 자료, FIL, 2015년 1월

도표 6. 유통비용의 상승



참고: 전체 주요 비용 대비 비용 비중  
출처: 회사 자료, FIL, 2015년 1월

## 경고신호 #3: 경영진에 대한 낮은 신뢰도

경영진과의 대화 및 공식 발표 내용을 평가한 결과 다음과 같은 점이 드러났습니다:

- 2014년 서 아프리카 에볼라 위기 당시 에볼라 치료제 jk-05를 상용화하겠다는 갑작스러운 공시 등 일부 발표는 타당해 보이지 않습니다. 이 약품의 임상 데이터는 공개되어 있지 않으며, 중국에는 치료법을 연구할 수 있는 살아 있는 에볼라 바이러스 또는 이를 개발하는 데 필요한 연구시설이 아예 없었습니다.<sup>1</sup>
- 경영진의 발표는 주가에만 집중할 뿐 기초의 사업 운영 또는 전략은 거의 포함하지 않았습니다.
- 영업인력의 아웃소싱, R&D 투자 최소화, 정부 및 병원 대상 로비에 집중하기로 한 결정은, 경영진이 장기적으로 건전한 기업을 구축하기보다는 단기적인 사업성과를 내는 데 급급하다는 인상을 주었습니다.

이러한 요인들의 조합으로 인해 경영진에 대한 당사의 신뢰가 무너졌습니다.

## 투자 심리 전환의 촉매제

당사의 분석 결과 이러한 우려가 제기되었으나 시장은 시후안을 여전히 낙관하여 동사의 주가를 사상 최고 수준까지 끌어올렸습니다. 그러나 이러한 낙관적인 심리를 반전시킬 수 있는 몇 가지 촉매제가 있습니다.

- **부패 단속** - 2013년 3월 취임한 시진핑 중국 국가주석은 부패를 단속하겠다고 약속했습니다. 정부와 규제기관이 기업의 과도한 행위를 억제하기 시작했습니다. 2014년 10월 영국 제약업체 글락소스미스클라인(GlaxoSmithKline)은 뇌물수수 혐의로 2억9,700만 파운드라는 거액의 벌금형을 받게 되었습니다. 시후안의 지명도 및 의사를 대상으로 한 대규모 인센티브 프로그램을 고려할 때, 새로운 조사가 시행될 경우 가장 먼저 타깃이 될 수 있습니다.
- **의료 예산 감축** - 중국의 1인당 의료비 지출은 2007년 115미달러에서 2013년 375미달러로 기하급수적으로 늘어났습니다<sup>2</sup>. 지방정부 재정에 압력이 가해지면 이들은 의료비 보조금을 제한하지 않을 수 없고, 이는 시후안 입장에서 가격 하락의 요인이 됩니다.
- **신규 입찰 사이클** - 2014년 말 성 단위에서 9건의 신규 약품 입찰이 개시되었고, 2015년에는 그 수가 더 늘어날 전망입니다. 시후안은 반부패 드라이브로 인해 정치적 작동방식의 효과가 떨어질 수 있는 환경에서 병원에 새로이 접근하기 위한 경쟁에 직면할 것입니다.

## 결과

시후안 주식은 2015년 3월 27일 홍콩증권거래소(HKEx)에서 거래 정지 처분을 받는 수모를 겪었습니다. 외부 감사인이 결산자료에 서명하기를 거부하면서 동사는 사업연도 종료 후 3개월 이내에 결산 발표를 못했습니다. 감사인이 문제를 제기한 부분은 시후안의 유통비용 회계처리였습니다.

2015년 8월 동사는 이전 몇 해의 세일즈 및 마케팅 비용을 대대적으로 수정한 2014년 결산자료를 뒤늦게 발표했습니다. 감사위원회가 주도한 조사에서 동사는 임직원 명의로 개설한 은행 계좌를 통해 부외 거래를 한 것으로 밝혀졌습니다.

2015년 11월 홍콩 염정공사(ICAC: 국가청렴위원회)는 시후안 이사회 의 Zhang Jionglong을 체포했으나, 수사가 진행되는 동안 보석으로 풀려났습니다. 세부 수사 내역은 공개되지 않았습니다.

2016년 3월 별도의 과학수사 개시 등 몇 가지 거래 재개 조건을 충족한 이후 HKEx에서 동사 주식의 거래가 재개되었습니다.

시후안의 주가는 2014년 10월 25일 6.28 홍콩달러로 고점을 찍은 이후 거래가 재개될 당시에는 1.91 홍콩달러까지 70% 하락했습니다.

2014년 11월과 2016년 3월 사이

주가 **70%** 하락

## 결론

시후안 사례에는 투자 논거를 완전히 무너뜨리는 다수의 기업 지배구조 경고신호가 있었습니다. 지속 불가능한 사업모델, 근시안적 사업관행, 의심스러운 회계처리, 신뢰할 수 없는 경영진이 결합되어 동사의 생존 가능성을 둘러싼 심각한 우려가 제기되었습니다.

동사 주식에 대해서는 아직 긍정적인 심리가 있으나, 중국의 부패 단속, 각 성의 의료예산 감축, 새로이 개시되는 약품 입찰 사이클에서 동사의 정치적 스킵 저하 등 몇 가지 촉매제에 의해 이 심리가 반전될 가능성이 있습니다.

시후안의 운명을 순식간에 가른 것은 2014년 결산에 대한 감사인의 승인 거절이었습니다. 이 사건으로 신뢰가 떨어지자 주식은 1년 가까이 지나서야 정상적인 거래가 재개되었고 동사의 시장가치는 70% 하락하여 당사는 매도 포지션으로부터 이득을 취할 수 있었습니다.

시후안의 사례는 핵심 투자 프로세스 내에서 기업 지배구조를 조사하는 것이 얼마나 중요한지를 보여줍니다. 지배구조를 분석함으로써 후일 심각한 영향을 미칠 수 있는 나쁜 투자를 기피하는 데 도움이 될 뿐 아니라, 부지런한 투자자라면 이러한 상황이 발생할 경우 이익 창출의 기회로 삼을 수 있습니다.

## 참고자료

<sup>1</sup> 에볼라 치료제를 개발한 중국 기업(Chinese company develops ebola treatment) - Financial Times, 2014년 10월 9일자

<sup>2</sup> World Bank 데이터베이스



상기 정보는 집합투자기구의 판매나 권유를 위하여 제작된 것이 아닙니다. 본 자료 중 제3자로부터 제공받은 정보의 오류 및 생략에 대하여 당사는 책임을 지지 않습니다. 상기 정보는 시장의 환경이나 그 외의 상황에 의해 변경 되었을 가능성이 있습니다. 당사의 사전 서면 동의나 허가 없이는 정보에 대한 수정 또는 변경이 금지되어 있습니다. 집합투자증권을 취득하기 전에 (간이)투자설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다. 집합투자기구는 운용결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 과거의 운용실적이 미래의 수익률을 보장하는 것은 아닙니다. 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. 외화증권에 투자하는 금융투자상품의 경우 환율변동에 따라 자산가치가 변동되거나 원금손실이 발생할 수 있습니다.

Fidelity, Fidelity International, Fidelity International 로고 및 F 심볼은 소유권자인 FIL 리미티드의 허가를 받아 사용되었습니다. 피델리티자산운용 준법감시인 심사필 KM17-097 (2017.07.18~2018.02.28)