



루이싱커피 사례로 본 중국 벤처기업의 허(虛)와 실(實)



하나은행

조*경/0118430**/2020-05-20 13:19

< 요약 >

- 한때 ‘중국판 스타벅스’로 부상했던 루이싱커피는 22억 위안 상당의 매출 조작 폭로로 주가가 80% 이상 폭락했으며 투자자들은 대규모 손실에 직면
 - 공매도전략 헤지펀드 머디워터스의 매출 조작 의혹 보고서와 회계감사기관 EY의 허위거래 정황 포착으로 루이싱커피의 신뢰는 막을 내림
 - 루이싱의 파격적인 할인 전략과 회계제도 악용, 유수기업 유치를 위한 지방정부의 세제 혜택으로 ‘출혈 마케팅’이라는 악순환이 고착화
 - 많은 중국 기업들이 매력적인 스토리텔링과 사업모델로 해외자본 유치에 공을 들이고 있으나, 실질적인 투자가치에 대한 전면적 재고가 필요한 시점
- 일부 유니콘 기업들의 공격적인 마케팅 전략, 분식회계 등의 한계가 여실히 드러나며 미 금융당국과 투자자들의 경계심이 증가
 - BATJ(바이두, 알리바바, 텐센트, 징둥) 등 우량기업은 높은 시장점유율과 기술기반으로 각종 이슈에도 안정적인 매출을 유지
 - 반면 일부 기업들은 과도한 출혈 마케팅, 회계조작 또는 역량 부족 등의 한계에 부딪히며 신뢰도에 타격을 입고 대규모 손실이 누적
 - 이같은 추세가 이어지며 매출액 급증에도 불구하고 순적자가 누적되는 ‘속 빙 강정’ 기업들이 속출하고 있으며, 해외 공매도 업체들의 표적으로 지목
 - 최근 트럼프 대통령은 ‘중국과의 관계 단절’ 발언 등 경계심을 공공연히 드러내고 있으며, 중국 기업에 대한 미국의 압박은 장기간 지속될 가능성
- 그동안 중국 기업들이 거대 내수시장과 기술력을 기반으로 대규모 해외 투자를 유치해 왔으나, 현재는 투자자들의 깊은 통찰력이 요구되는 시점
 - 많은 중국 기업들은 거대 자국 내수시장과 IT 기술이 결합된 사업모델을 통해 해외투자를 유치해 왔으나 최근의 투자자 기만행위로 신뢰도가 크게 하락
 - 이용자 수, 시장 점유율과 같은 표면적인 수치에 현혹되지 않고 실질적인 수익 모델에 주목하고 가치를 판단할 수 있는 통찰력이 필요한 시점

연 구 원 이 화 정 *****@*****.**

I. ‘중국판 스타벅스’ 루이싱커피의 몰락

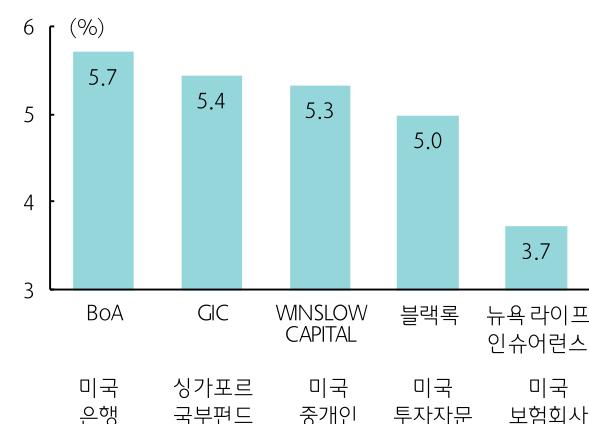
- **머디워터스의 보고서와 자사 회계감사 과정에서 루이싱커피의 2019년 2/4~4/4 분기 총 22억 위안 상당의 회계조작이 발각**
 - 공매도전략 헤지펀드 머디워터스(Muddy Waters LLC)는 1월 말 루이싱커피의 매출 허위공시에 대한 보고서를 발표해 회계부정 논란의 불을 지피고 공매도에 나섬
 - 머디워터스는 루이싱커피가 일일 상품 판매량 및 평균 판매가, 광고 지출 등 영업데이터를 확대 계상했고 ’19년 3/4~4/4분기 매출액을 69%~88% 부풀렸다고 폭로¹⁾
 - 루이싱커피는 즉각 부인했으나, 회계감사기관 EY가 허위거래를 통한 매출과 원가, 비용 과대 계상을 지적하자 결국 ’19년 2/4~4/4분기 22억 위안 상당의 매출을 부풀리고, 이에 따른 지출 및 비용도 조작한 사실을 인정
- **루이싱커피의 주가 폭락과 거래 중지로 해외투자자들은 대규모 손실에 직면**
 - 한때 주당 51달러까지 치솟았던 루이싱커피의 주가는 해당 공시 발표 이후 4월 2~6 일간 83.2% 급락해 4.3달러 수준에서 거래가 중지되었으며, 상장폐지 가능성도 거론
 - 주주 70% 이상은 기관투자자로, 미국, 싱가포르 등의 투자자문사, 헤지펀드 및 국부펀드가 대부분의 주식을 보유하고 있는데, 이번 사태로 인한 대규모 손실에 직면
 - 특히 올 1/4분기에만 미국 대형 자산운용사 블랙록은 루이싱커피 보유주식을 3.4배 확대했으며, 뉴욕 라이프 인슈어런스는 대규모 자금을 신규 투자한 상황으로 충격이 배가

조*경/0118430**/2020-05-20 13:19

그림1 | 루이싱커피의 나스닥 주가 추이



그림2 | 루이싱커피 기관투자자 지분 현황(상위 5개사)



1) ‘Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business’, Muddy Waters, 2020.1.31

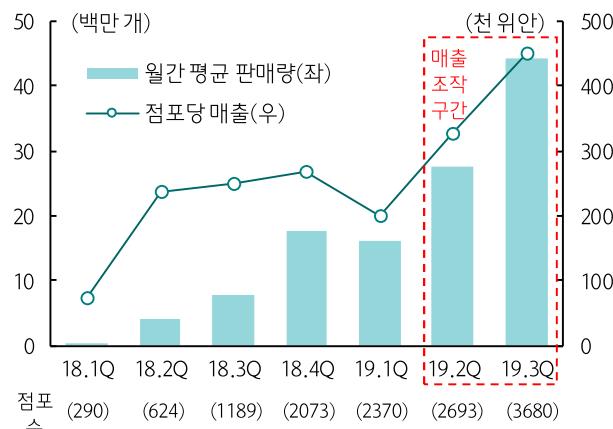
■ 루이싱커피는 ‘마이너스 장사’로 인한 문어발식 확장으로 수익악화가 지속되자, 고객 주문서 위조 등 주문량 조작을 통해 실적을 허위 집계

- 90% 할인권, 무료 증정권과 같은 공격적인 출혈 마케팅을 기반으로 매장을 공격적으로 확대하며 적자가 기하급수적으로 불어났지만 기존의 사업모델을 고수
 - 매장 수는 2,073개('18년)에서 4,507개('19년)로 증가하며 중국 내 스타벅스 매장 수를 넘어섰으나, 영업손실은 9.5억위안('18. 1~3Q)에서 18억위안('19. 1~3Q)로 증가
- 허위 고객주문을 생성해 매장의 매출을 조작한 것으로 추정되며, 실제로 '19년 1/4분기 주춤했던 판매량과 매출이 2/4분기부터 급증하는 등의 이상 현상이 발생
 - 일반적으로 신규 매장 급증 시 매장당 평균 매출이 다소 하락하는 것과는 달리 '19년 2/4분기 이후 루이싱커피의 매장당 매출은 점포수 급증에도 오히려 대폭 상승

■ 루이싱의 회계제도 악용과 지방정부와의 협력관계가 잘못된 구조를 고착화

- 루이싱은 파격적인 할인 마케팅 전략을 지속해 왔으나, 회계장부 작성 시 매출을 할인 전 가격 기준으로 기재하고, 할인부분을 마케팅 비용으로 분류해 매출을 과대 계산
 - 할인권의 일반적인 할인폭이 50~90%인 점을 고려했을 때, 부풀려진 매출규모는 상당
- 루이싱 본사가 위치한 샤먼시 정부는 더 많은 유수기업을 유치하기 위해 납세금 상당부분을 반환해주며 결과적으로 루이싱의 납세비용을 대거 보전
- 이러한 소비자-기업-지방정부간의 ‘상생’ 고리는 상당 기간 이어졌으나, 올해 코로나 19로 인한 매출급감과 머디워터스 보고서 발표로 한계에 직면

조*경/0118430**/2020-05-20 13:19

그림3 | 루이싱커피의 판매량 및 점포당 매출 추이

자료 : Luckin Coffee

그림4 | 루이싱커피의 사업구조

자료 : 언론보도

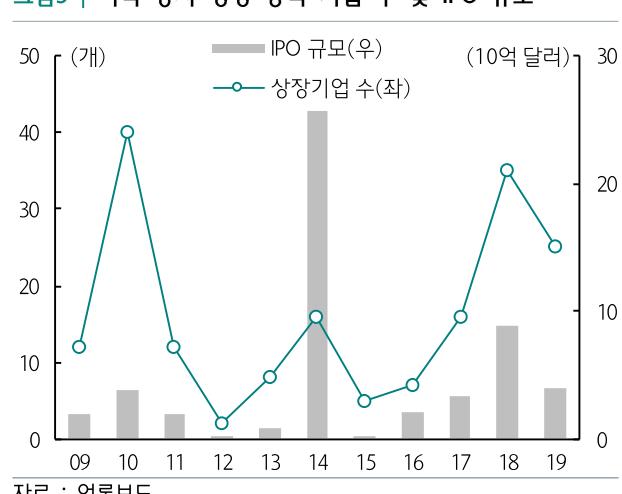
- 경영진은 책임을 회피하는 모습을 보이고, SEC는 中 금융당국과 합동조사 착수
 - 매출조작에 대한 경영진의 책임론이 대두되자 이사회는 책임회피에 급급한 모습을 보였으며, 암암리에 풋옵션 수익을 올리는 등 심각한 도덕적 해이를 보임
 - 머디워터스 보고서는 경영진이 사태 발생 전 보유주식의 절반가량(25억 달러)을 추식담보²⁾를 통해 현금화했으며, 이로 인해 남은 투자자들이 심각한 리스크에 직면했다고 지적
 - 이사장과 CEO가 사임하고 COO가 구금되었으나, 매출의 절반에 가까운 대규모 조작 과정에서 최고경영진이 책임에서 자유로울 수 없다는 것이 종론
 - SEC는 중국 증권관리감독위원회와 협력하여 루이싱커피에 대한 합동조사를 실시했으며, 루이싱은 결국 4월 30일까지 공시하기로 했던 2019년 사업보고서 발표를 취소

- 이번 사례를 계기로 중국 유니콘 기업 투자에 대한 전면적인 재고가 필요
 - 본 사태는 소모적 마케팅 전략과 회계부실, 감사부실로 인한 총체적인 비즈니스 실패 사례로, 본 사례를 통해 중국 유니콘 기업에 대한 투자자들의 신뢰가 급격히 악화
 - 중국 커피소비 시장의 성장 잠재력에 주목해 모바일 결제 및 배달서비스를 접목한 사업 모델은 적절했으나 과도하게 고객 확보에 치중한 마케팅 전략 등이 문제시
 - 까다로운 중국 본토의 상장 조건으로 인해 많은 중국 기업들은 홍콩과 미국 증시 상장을 통해 자금을 조달하고 있는데, 이들 기업의 투자가치에 대한 재고가 필요한 시점
 - 현재 미국 3대 증권거래소 상장 중국기업은 228개로, 시가총액은 1.5조달러에 육박

표1 | 머디워터스의 루이싱커피 의혹 개요

의혹 유형	내용
조작	'19.3Q~4Q 점포당 판매량 69%~88% 부풀림
	실제 주문당 상품 수가 '19.Q2 1.38→Q4 1.14로 감소
	판매당 순이익률 1.23위안 또는 12.3% 부풀림
	'19.3Q 광고비용을 150% 부풀림
	'19.3Q부터 커피 외 음료 판매량이 400% 증가
비즈니스모델 결함	루이싱의 주장과는 달리 中 커피시장은 아직 작음
	고객들은 할인권 유무와 할인폭에 매우 민감
	이윤 창출이 불가능한 사업모델
	커피시장에서 루이싱의 경쟁력도 낮은 수준
자료 : Muddy Waters 보고서	신규 사업 특허를 관련기관에 신고하지 않음

그림5 | 미국 증시 상장 중국 기업 수 및 IPO 규모



2) 경영진은 보유주식의 49.1%를 ADS(미국예탁주식)의 형식으로 보유하고 있었으며, 2020년 1월 루이싱커피 총 주식의 24%에 상당하는 6,100만 ADS를 담보(pledge)로 대출을 받는 형식으로 현금화

II. 중국의 차세대 유니콘 기업들에 대한 의구심

1. 중국 유니콘들의 부상 어면(裏面)의 그림자

■ 유니콘 기업들의 비즈니스 모델은 BATJ 등 우량기업을 중심으로 탄탄한 편

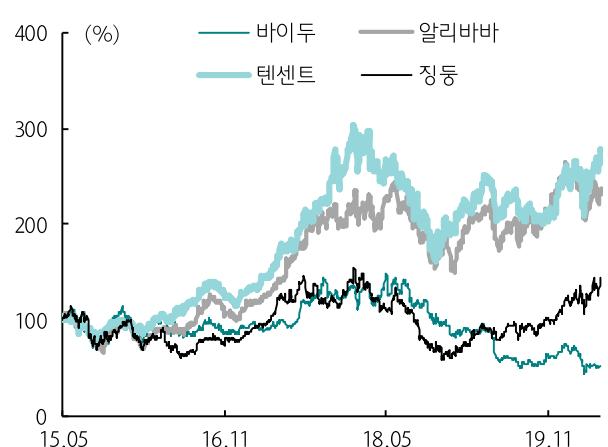
- 중국 유니콘들의 사업모델은 중국 소비자들의 소비행태 변화와 빅데이터, AI 등 기술의 발전에 발맞춰 성장해왔으며, 대내외 대규모 투자유치를 통해 급성장
 - 루이싱커피도 늘어나는 중국의 커피 수요와 온라인 주문·배달 흐름에 발맞춰 합리적인 가격으로 커피를 제조 및 판매하는 비즈니스 모델로 호평을 받음
- 실제로 우량기업인 알리바바, 텐센트, 징동 등의 주가는 최근의 각종 이슈에도 비교적 안정적인 편으로, 탄탄한 기술기반과 R&D 투자 등으로 안정적인 수익모델을 확보

■ 그러나 ‘제 살 깎아먹기’식의 몸집 불리기와 회계부실 등으로 신뢰도에 타격

- 무리한 지출을 감당하지 못해 사업을 철수하는 기업이 증가하고 있지만, 많은 기업들은 이용자 수 확대를 최우선으로 생각해 출혈 마케팅 전략을 고수
 - 중국 최대 공유 자전거 업체이던 오포(ofo)도 한때 100여개의 도시에 진출했으나 수익성을 등한시하고 이용자 수 늘리기에만 급급한 결과 '19년 7월 파산을 선언
- SEC는 중국기업의 회계 장부 제출과 중국 회계법인의 회계감사 보고서 공개를 요청했으나, 중국 정부는 ‘국가기밀’을 이유로 자국 기업의 회계장부 등의 제출을 막아왔음

조*경/0118430**/2020-05-20 13:19

그림6 | 미국 증시 상장 중국 우량주 현황



자료 : Bloomberg

표2 | 중국 일부 기업의 실적 부진 원인 분류

유형	기업명	세부내용
출혈 마케팅	Pinduoduo	할인권 과다 발행 자체 물류창고 없어 경쟁력 부족
	루이싱커피	과도한 할인권 발행 매출 조작 인정 (머디워터스)
실적조작 으로 인한 신뢰도 악화	iQIYI	이용자, 매출 허위보고 의심 (Wolfpack, 머디워터스)
	TAL Education	계약서 위조, 매출 허위보고 인정
	GSX Techedu	재무보고 허위기재 의심 (Grizzly)
역량 부족	NIO	테슬라와의 기술·가격 경쟁에서 뒤쳐짐

자료 : 언론보도

■ 매출액 급증에도 불구하고 적자가 누적되는 ‘속 빈 강정’ 기업들이 속출

- 중국 기업들은 사업 확장을 위한 투자유지를 필요로 하며, 중국 내 상장 문턱이 높아 해외로 눈을 돌리고 있으며, IT기업에 대한 평가가 상대적으로 높은 미국 증시를 선호
 - 중국 증시 상장 시, 3년 연속 순이익을 실현해야 하는 등 제약사항이 많으며, 홍콩 증시는 상대적으로 부동산 기업과 미국 증시는 IT 기업가치가 높게 평가받는 경향
- 그러나 많은 기업들이 상장 이후에도 경영전략 실패, 역량부족 등으로 인해 많은 매출에도 불구하고 적자를 지속하고 있는데, 자금수혈이 지속되지 않을 시 파산 위험
 - 공동구매 플랫폼 펀더리의 경우 중소도시 저가 소비자들을 겨냥한 대규모 할인 정책으로 이용자와 매출이 폭발적으로 증가했으나, ’19년 순적자가 70조 원에 육박

■ 특히 일부 기업들은 해외 공매도 전문 투자업체들의 주 타겟으로 지목되어 곤혹

- 머디워터스. Wolfpack 등 투자정보 제공업체들은 중국기업들의 회계조작 의혹을 지속적으로 제기하며 시장 불안을 부채질하는 동시에 대규모 공매도로 막대한 수익을 올림
 - 4/7일 올프팩리서치는 ‘중국판 넷플릭스’ 아이치이를, 그리즐리 리서치(Grizzly Research)는 온라인 교육업체 GSX Techedu 이용자 수 및 매출을 부풀렸다고 폭로
- 중국 상장기업들이 연이어 공매도 대상으로 지목되면서, 2011년 3개월 사이에 24개 기업이 거래중지·상장폐지된 공매도 붐이 재연될 수 있다는 우려가 증대

표3 | 높은 매출액에도 불구하고 순적자를 누적중인 미국 상장 중국 기업 (단위 : 백만 원)

기업명	업종 조*경/01(10억 달러)*	시가총액 /2017	매출액			순이익		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
Pinduoduo	공동구매 플랫폼	72	1,744	13,120	30,142	-544	-10,137	-6,967
iQIYI	OTT 업체	13	17,378	24,989	28,994	973	-9,409	-10,325
Bilibili	온라인 영상	11	2,468	4,129	6,778	-572	-616	-1,289
NIO	전기자동차 개발	3.6	-	4,951	7,825	-	-8,918	-10,962
Youdao	온라인 교육	3.0	456	732	1,305	-134	-239	-637
Luckin Coffee	커피 프랜차이즈	1.1	841	3,395	-	-3,190	-3,765	-
FangDD Network	온라인 부동산 거래 플랫폼	0.7	1,799	2,282	3,599	-227	-143	-1,268
Qutoutiao	모바일 콘텐츠	0.7	517	3,022	5,570	-101	-2,029	-2,709
Uxin	중고차 거래 플랫폼	0.4	1,951	3,315	1,588	-3,773	-2,386	-1,989
MOGU	전자상거래	0.1	1,110	973	1,074	-1,541	-1,246	-1,085

주 : 5월 13일 종가 기준

자료 : 언론보도, Bloomberg

2. 향후 전망

■ 중국 기업에 대한 미 금융당국의 경계심이 높아지고 자금조달이 어려워질 전망

- 최근 중국 기업들의 회계 조작 사건이 연이어 터지자 SEC는 투자자들에게 경각심을 높일 것을 당부했으며, 미 정부는 외국기업에 대한 감시 강화 법안 발의 등으로 대응
 - SEC는 '18년 미국에 상장된 중국계 기업 200여 곳 목록을 공개하며 회계감사 리스크를 경고했으며, 관련 회계법인이 모두 중국·홍콩에 소재하고 있어 정보접근이 어렵다고 지적
- 또한 14일 트럼프 대통령의 '중국과의 관계 단절' 발언 등으로 미중 양국 관계가 악화 일로로 치달으면서 중국 기업에 대한 미국의 압박은 장기간 지속될 가능성
 - 트럼프는 미 증시에 상장했으나 미국의 회계 규칙을 따르지 않는 중국 기업들을 "열심히 살펴보고 있다"고 말하며 대중 압박을 위해 자본시장까지 무기로 동원할 수 있음을 시사

■ 코로나19로 인한 소비 악화와 기업 자금고갈로 향후 비슷한 사태 재발 가능성

- 미중 무역갈등과 중국기업에 대한 미국 금융당국의 압력 증대로 IPO에 나서는 중국기업이 줄어들고 미국 증시를 떠나 홍콩 등지에 2차 상장을 하는 사례가 증가
- 코로나19로 중국의 소비심리가 빠르게 악화되고 기업들이 자금조달에 어려움을 겪게 되며 루이싱커피와 같은 사례가 재발할 가능성이 높음
 - 코로나19가 장기화되며 중국의 경제성장과 민간소비가 큰 타격을 입었으며, 기관투자자들이 투자에 대한 소극적인 태도를 유지하며 적자 기업의 자금조달은 더 어려워질 전망

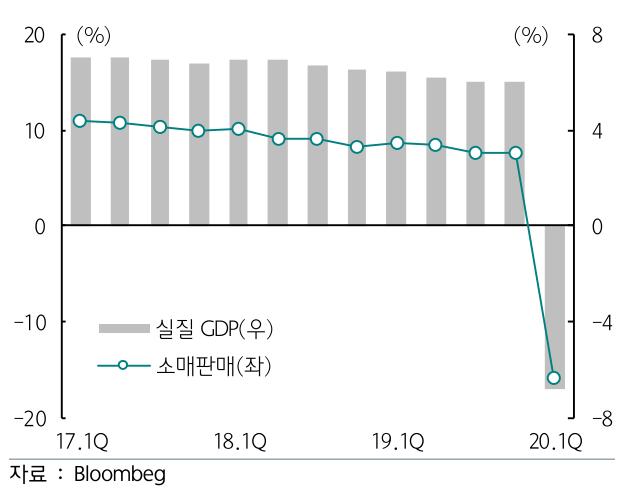
조*경/0118430**/2020-05-20 13:19

표4 | 최근 미 정부의 중국 상장사 규제 강화 항목

일자	발표기관	세부내용
2018.12	증권거래위원회 (SEC), 상장회사 회계감독위원회 (PCAOB)	미국증시에 상장된 외국기업 200여곳의 회계감사 리스크를 경고 (90%가 중국계 기업)
2019.6	미 의회	미 상장 외국기업에 대한 감사 강화 법안 발의. 3년 동안 이행 않는 기업은 상장을 취소
2019.9	나스닥	중국 소규모 기업들의 IPO 승인 절차를 늦추거나 자격요건을 강화하는 등 규제를 강화
2020.2	증권거래위원회 (SEC)	4대 회계법인을 대상으로 중국 상장사들에 대한 회계 감사 강화 요구

자료 : 언론보도

그림7 | 중국 GDP 및 민간소비 증가율 추이



III. 시사점

- 그동안 중국 기업들은 거대 내수시장과 IT 기술과의 결합을 통한 스토리텔링으로 해외 투자자들의 긍정적인 호응을 얻어 해외증시 상장에 성공
 - 알리바바, 텐센트 등 우수한 비즈니스 모델을 가진 기업도 많으나, 일부 기업들은 언론과 SNS를 이용한 과도한 홍보를 통해 실제 능력을 과대포장하고 여론을 호도
 - 루이싱커피도 한때 스타벅스를 넘어서겠다는 포부를 공공연히 내세우며 가성비와 국내 소비자의 애국심리를 자극한 공격적인 마케팅을 추진
 - 나스닥에 상장한 다수의 중소형 기업들은 창업자의 가족 등의 투자금을 통해 상장한 후 거래가 없다시피 하며, 결국엔 중국인들의 손쉬운 달러자금 모집 용도로 전락
 - 중국 정부의 엄격한 해외송금 및 외화채권발행 제한으로 인해 많은 기업들이 미국 증시 상장을 통한 외화조달을 선호
 - 과거 한국증시에서도 중국기업의 상장 러시가 있었으나, 분식회계, 고의 상장폐지, 관리 부실 등으로 줄줄이 상장폐지되고 거래소의 규제가 강화되며 최근에는 진출이 전무
- 그러나 많은 기업들의 투자자 기만행위로 신뢰도가 크게 하락했으며 이제는 개별 기업의 수익창출 구조, 산업 전망 등에 대한 면밀한 분석이 필요한 때
 - 이용자 보유 수, 매출과 같은 표면적인 수치에 현혹되어 많은 투자자들이 투자를 감행했으나, 손실 누적, 회계조작 등으로 이루어낸 ‘속 빈 강정’인 기업이 속출
 - 수많은 기업들이 경쟁에서 살아남기 위해 과도한 할인을 통한 이용자 확보에 각축을 벌이고 있으나, ‘낮은 가격’만이 유일한 무기인 기업들은 끝없는 출혈이 불가피
 - 출혈식 경쟁은 이용자 확보를 위한 기업들의 선택이기도 했으나, 자체 경쟁력 제고 없이 과도한 지출을 수반한 마케팅은 더 이상 투자자에게 인정받을 수 없는 전략
 - 또한 루이싱의 사례에서도 볼 수 있듯이 GIC, 블랙록 등 대형펀드를 추종하는 방식의 투자는 리스크가 매우 높으며, 개별 기업에 대한 자체적인 평가 및 판단이 중요한 시점

[참고문헌]

Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business, Muddy Waters, 2020.1.31

FT.com, Luckin Coffee investigated by top Chinese regulator, 2020.4.28

The Wall Street Journal, You Can't Trust a Chinese Audit, 2019.6.4

Nikkei, 从在美上市中国企业爆出财务造假看到的, 2020.4.22

财新周刊, 瑞幸谜题：2020造假第一股全调查, 2020.4

新浪财经, 海通策略：海外信任危机 中概股何去何从?, 2020.4.14

新浪财经, 浑水罗列爱奇艺三大财务欺诈行为 本次指控或难坐实, 2020.4.8

新浪财经, 瑞幸爆雷, 影响的将是包括拼多多、蔚来等诸多亏损烧钱的企业, 2020.4.3

中证网, 瑞幸咖啡的窘境：空中楼阁“烧钱”末路, 2020.4.13

每经网, 道琼斯：法院冻结瑞幸咖啡资产，此前债券持有人提起诉讼, 2020.5.15

投资界PEdaily, 一场天灾人祸：赴美IPO企业，开始悄悄撤退, 2020.4.24

第一财经, 爱奇艺、跟谁学被做空，好来自曝，“瑞幸效应”还是自身问题？, 2020.4.8

TechWeb, 做空机构Grizzly Research：跟谁学2018年盈利数据夸大74%, 2020.2.26

燃财经, 谁是新经济亏损之王？至少10家过去两年没赚过钱, 2019.12.5

Yahoo Finance, Fewer Chinese companies IPO in the US in 2019, 2019.12.20

글로벌이코노믹, 미국증시 상장추진 중국기업들, 잇따른 부정회계에 홍콩·상하이 증시로 눈 돌려, 2020.4.14

하나 CEO 경영이슈
Hana CEO Issues

07321 서울특별시 영등포구 의사당대로 82, **하나금융투자빌딩** 12층

TEL 02-2002-2200

e-mail ***aif@hanafn.com

<http://www.hanaif.re.kr>



하나은행

조*경/0118430**/2020-05-20 13:19