

Future of Payments: 미국편

리딩 플랫폼을 향한 메이저리그



- Part 1 | 미국 결제 시스템의 이해
- Part 2 | 현금없는 사회로의 진화 가속화
- Part 3 | 결제시장 대격동의 시대
- Part 4 | 경쟁심화 - 기업간 Consolidation 촉발
- Part 5 | 투자전략

이 리포트를 읽어야 하는 이유?

안녕하세요 삼성증권 이명준, 김재우, 장효선입니다.

"Future of Payments" 시리즈 리포트의 첫 작으로 **미국 결제시장에 대한 분석자료**를 준비했습니다.

누구나 한번쯤 미국 Black Friday 기간 동안 온라인으로 아마존에서 직구를 해보셨거나, 카페에서 음료를 결제할 때 삼성페이나 PAYCO 등 간편결제를 이용해보신 경험이 있으실 겁니다.

이처럼 전자상거래와 모바일결제는 우리의 실생활에 빠르게 파고들며, 일상생활에서 현금은 물론이고 실물카드까지 대체하고 있습니다.

때문에 일각에서는 삼성전자, 애플 등 IT기업들이 궁극적으로 결제시장을 제패하고, 결제시장을 빼앗긴 기존의 금융사들은 변방으로 밀려나 단순 업무만을 제공하는 역할로 전락할 수 있다는 관측까지도 나오고 있습니다.

그러나 실제 결제시장의 생태계는 우리에게 보이는 것보다 훨씬 복잡하고 광범위 합니다. 즉, 비단 삼성페이, 애플페이, 알리페이 등 우리가 쉽게 접하고 익숙한 전방영역뿐 아니라, 결제수단 너머에 있는 인프라, IT시스템 등 후방영역에 이르기까지 Payment 전쟁이 전방위적으로 일어나고 있습니다.

본 자료는 미국 결제시장의 전반적인 구조, 주요 성장 동인, 최근 생태계 지각변동에 대한 내용과 더불어 앞으로 도래할 Cashless Society에서의 최종적인 승자에 대한 고민을 담고 있습니다. Payment 전쟁의 범위와 전개 방향을 이해하고, 투자전략을 수립하시는데 도움이 되기를 바랍니다.

이명준 Analyst 글로벌주식팀 ml27.lee@samsung.com 02 2020 7768

김재우 Analyst 은행/카드 jaewoo79.kim@samsung.com 02 2020 7848

장효선 Analyst, CFA 글로벌주식팀장 sean_chang@samsung.com 02 2020 7790

Executive Summary

Part 1 들어가며 - 미국 결제시스템의 이해

본 리포트를 시작하기 앞서, 우선적으로 우리에게 생소한 미국 결제 시스템에 대한 이해가 필요하다. 미국의 카드 결제 시스템은 우리나라와 달리 3당사자 및 4당사자 시스템이 혼용되고 있고, 결제 시스템 내에서 우리에게 생소한 Player들이 난립하고 있기 때문이다.

Part 2 디지털 결제의 확산 - 현금 없는 사회로의 진화 가속화

각국 정부의 적극적인 노력에 힘입어 현금 없는 사회로의 진화는 전세계적인 Trend로 자리잡고 있다. 특히, 최근 미국이 변화의 핵심으로 떠오르고 있는데, 이는 1) Check Card의 Check (개인수표) 대체, 2) PayPal로 대표되는 온라인 전자상거래 상의 결제 급증, 3) Apple Pay 및 Samsung Pay로 대변되는 Mobile Payment의 보편화에 기인한다.

Part 3 파편화된 시장 - 결제시장 격동의 시대

다양한 결제 수단 및 결제관련 기업들의 등장으로 결제 시장은 대격동의 시대에 접어들었다. 1) Apple Pay와 삼성페이로 대변되는 새로운 디지털 결제가 앞다퉈 등장하며 결제 수단 시장을 파편화시키고 있고, 2) 온라인 결제를 기반으로 성장한 Gateway가 Mobile Payment의 활성화 속에서 오프라인으로 영역을 확장하고 있으며, 3) 전통적인 ISO들의 역할을 PayPal, Square로 대변되는 PayFac들이 빠르게 대체하며 가맹점들에 대한 장악력을 높여가고 있고, 4) Visa와 Master Card 등의 네트워크사들은 Volume 성장에 따른 수혜를 누리고 있다.

Part 4 경쟁심화 - 기업간 Consolidation 촉발

미국 결제시스템 상 기업들은 생존을 위해 플랫폼 구축에 앞다퉈 뛰어들고 있다. 1) 얻을 수 있는 마진은 정해져 있는 가운데, 2) 네트워크 수수료를 제외한 마진이 규제 및 경쟁 강화로 하락 압력이 높아지고 있고, 3) 신규 기업들의 난립으로 각 기업들의 몫이 줄어들고 있기 때문이다. 즉, 플랫폼 구축을 통해 규모의 경제 혹은 범위의 경제를 확대하는 것이 궁극적인 목표인 것이다. 각 업권별로 플랫폼 구축을 위한 영업 범위 확장은 다양한 형태로 나타나고 있다.

Part 5 투자전략 - 시장의 승자에 투자하라

미국 결제시스템 내의 Player에 대한 종목 선정은 잠재적 승자에 투자하는 것이 바람직하다. 현재 시장이 각 결제 부문별로, 그리고 각 부문마저도 다양한 기업들의 난립 속에 파편화된 가운데, 대형 업체들을 중심으로 Consolidation이 점차 빠르게 이뤄지기 시작하기 때문이다.

Contents

Part 1. 들어가며: 미국 결제시스템의 이해	p5
1) 미국 결제 시스템의 생태계	
Part 2. 디지털 결제의 확산 - 현금 없는 사회로의 진화 가속화	p9
1) 각국 정부는 현금 없는 사회(Cashless Society)로의 진화를 위해 노력 중	
2) 미국: 결제수단의 진화에 따른 현금 없는 사회로의 Level up 진행 중	
Part 3. 파편화된 시장 - 결제시장 격동의 시대	p15
1) Mobile Payment 전쟁 - 다양한 결제 플랫폼의 난립	
2) Gateways - 온라인 및 모바일 결제와 동반 성장	
3) 전통적인 ISO - 영업환경 악화를 기술과 POS 기기 융합을 통해 대응	
4) Payment Facilitator(PayFac) - 전통적 결제시스템의 Game Changer!	
5) 결제 네트워크사의 견고한 입지 - 시장 성장의 과실을 누리다	
Part 4. 경쟁심화 - 기업간 Consolidation 촉발	p27
1) 생존을 위한 몸부림 - 플랫폼을 완성하라!	
2) 기존 사업자들의 적극적 M&A 를 통한 사업 강화	
3) 신규 사업자 - 규모의 경제 확보를 통한 플랫폼 강화	
4) Et tu, Brute? 초대형 가맹점의 결제 내재화 노력	
Part 5. 투자전략 - 시장의 승자에 투자하라	p34
기업분석	
Visa (V US)	p37
MasterCard (MA US)	p44
American Express (AXP US)	p49
PayPal Holdings (PYPL US)	p55
Square (SQ US)	p61
Adyen (ADYEN NA)	p68

Part 1. 들어가며

미국 결제 시스템의 이해

본 리포트를 시작하기 앞서, 우선적으로 우리에게 생소한 미국 카드 결제 시스템에 대한 이해가 필요하다. 미국의 결제 시스템은 우리나라와 달리 3당사자 및 4당사자 시스템이 혼용되고 있고, 우리에게 낯선 Player들이 난립하고 있기 때문이다.

미국 결제 시스템의 생태계

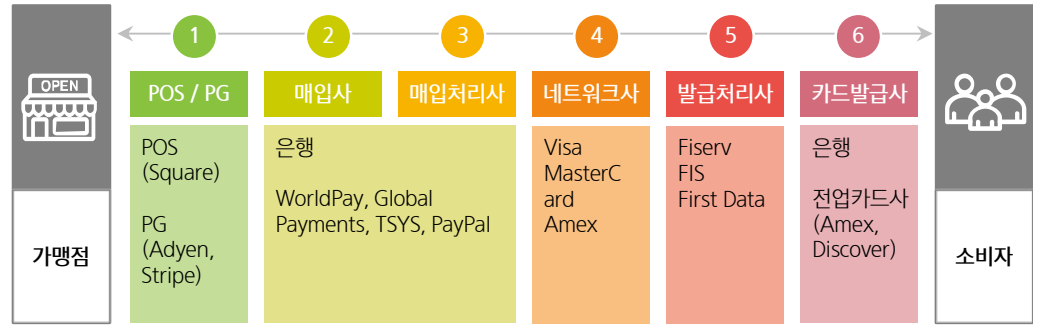
미국 카드 결제 시스템 -
다양한 참여자로 구성

1950년대부터 미국에서 시작된 카드 결제 시스템은 다양한 참여자로 이뤄져 있다. 카드회원, 가맹점, 매입사, 네트워크사/카드브랜드사, 카드발급사 등이 대표적이다.

- **카드회원 (Cardholder):** 카드를 이용하여 가맹점에서 재화나 서비스를 구매하는 소비자
- **가맹점 (Merchant):** 재화나 서비스의 판매자. 카드번호, 구매금액, 가맹점 정보 등을 카드단말기를 통해 암호화하여 매입사로 전송
- **매입사/처리사 (Merchant Acquirer/Processor):** 매입업무는 가맹점을 네트워크로 모집하고, 거래에 대해 가맹점이 지는 유동성 리스크와 환불/결제취소 리스크를 '매입'(acquire)하는 것. 한편 결제처리는 발급사에 전자승인을 요청하는 front-end-processing을 의미하는데, 카드거래의 승인과 결제, 데이터전송 등을 포괄. 전통적으로 은행기반 매입사들은 매입과 결제처리를 겸하였으나, 대형사들은 효율성 제고를 위해 결제처리를 전문기관(Processor)에 위탁하는 경우도 존재.
- **네트워크사/브랜드사 (Network):** 카드 결제망을 운영하는 주체로, 매입사와 발급사를 연결. 또한 매입사와 발급사가 서로 신뢰할 수 있도록 카드 발급, 결제/청산, 거래승인, 수수료 등에 대한 기준을 정하고 감독하는 핵심 역할 수행. 대표적인 글로벌 네트워크사는 Visa, MasterCard, AMEX 등.
- **발급사 (Issuing Bank):** 소비자에게 카드 브랜드사의 카드를 발급하고, 카드대금을 청구/수령하며, 신용공여에 따른 리스크 부담. 매입사를 통한 전자승인 요청에 대해 카드 사용가능 여부를 확인한 후, 역방향으로 승인 메시지를 가맹점으로 전달하는 Back-end processing 수행. 자체 네트워크를 보유한 Amex, Discover를 제외한 대부분의 발급사는 은행.

또한 상기된 주체들 외에도 매입사를 대신하여 가맹점(주로 중소형) 모집 및 POS설치를 대행하는 ISO (Independent Sales Organization), 가맹점 소프트웨어 솔루션을 제공하는 ISV(Independent Software Vendor) 등 다양한 전문/특화 기관들이 존재한다.

그림 1. 카드 결제 시스템의 생태계



자료: 삼성증권 정리

카드 사용에 따른 결제 프로세스 - 승인, 청산, 결제

카드 사용에 따른 결제 프로세스는 승인 (Authorization)과 청산 및 결제 (Clearing and Settlement)로 이루어진다.

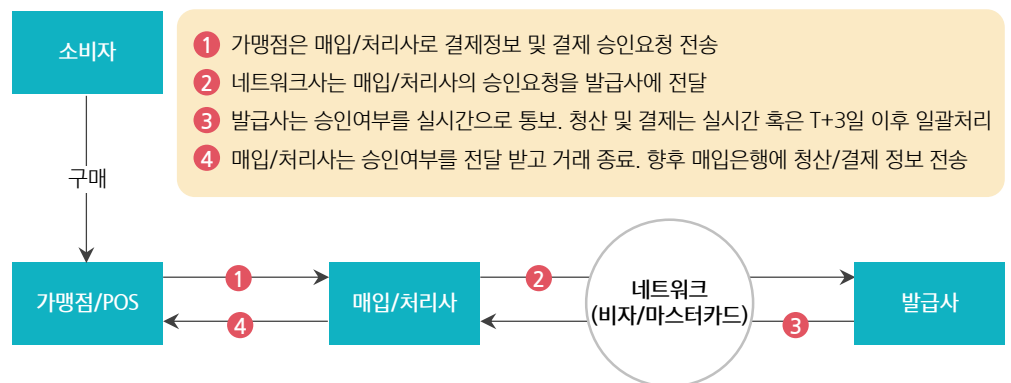
승인 - 발급 기관으로부터
카드 수용 허락 프로세스

승인 (Authorization): 카드를 발급한 기관으로부터 판매대금의 수납을 위해 카드를 받아도 된다는 허락을 받는 프로세스이다. 카드 발급사는 1) 도용 등과 관련된 사항들을 검사하고 2) 카드 보유자의 신용카드 한도가 충분한지를 검토하여 승인 여부를 결정한다.

청산 및 결제 -
네트워크사를 통한
매매처리 프로세스

청산 및 결제 (Clearing and Settlement): 가맹점이 판매 대금을 받을 수 있도록 네트워크사를 통해 매매처리가 이뤄지는 프로세스이다. 1) 매입사는 가맹점으로부터 받은 카드 거래정보를 가맹점 계좌가 있는 MAS (Merchant Accounting System)로 보내고, 2) MAS는 이 정보를 다시 Visa나 Master Card 등 네트워크사로 전송한다. 이후 3) MAS는 매입사에 대한 수수료를 제외하고 가맹점의 계좌에 입금될 금액 정보를 ACH (Automated Clearing House) network로 보내면 청산이 이뤄진다. 참고로, ACH는 참여 금융회사 간 전자상거래들을 청산하는 사적 청산 프로세스이다.

그림 2. 카드 거래의 과정



자료: 삼성증권 정리

미국 카드 결제 시스템의 구조 - 3당사자 모델 vs 4당사자 모델

미국은 4당사자모델 (Visa, MasterCard)와 3당사자모델 (AMEX, Discover) 혼재

4당사자 모델 - 개방형 시스템

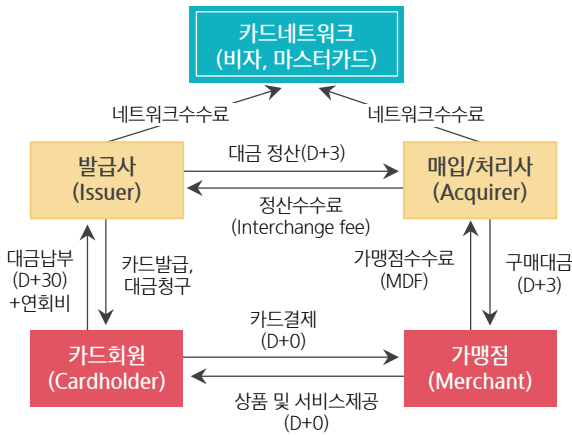
일반적인 카드 결제 시스템의 구조는 시장 참여자의 수에 따라 3당사자 모델 혹은 4당사자 모델로 구분 가능하다. 3당사자 모델 위주로 성장한 한국과는 달리, 미국은 Visa와 MasterCard로 대표되는 4당사자 모델 위주로 시장이 발전한 가운데, AMEX와 Discover가 3당사자 모델을 운영함에 따라 두 모델이 혼용되고 있다.

3당사자 모델 - 카드사업자가 발급사와 매입사 역할 모두 담당

4당사자 모델: 카드회원, 가맹점, 네트워크사, 매입사, 발급사로 구성되며, 개별 네트워크사에 다수의 카드 발급사와 매입사가 회원으로 가입하는 개방형 시스템(open-loop)이다. 네트워크사는 카드 발급, 거래의 결제, 청산, 브랜드 광고 및 홍보, 거래 승인, 수수료 등에 대한 기준 설정 등의 역할을 수행한다. 카드 회원이 카드 구매 시, 1) 가맹점은 카드 결제 정보를 매입사로 전달하고, 2) 매입사는 카드 네트워크를 통해 발급사로 보내 승인을 요청하게 된다. 3) 발급사는 승인 여부를 결정 후, 4) 결과를 네트워크사를 통해 매입사를 거쳐 가맹점에 전달하는 구조이다.

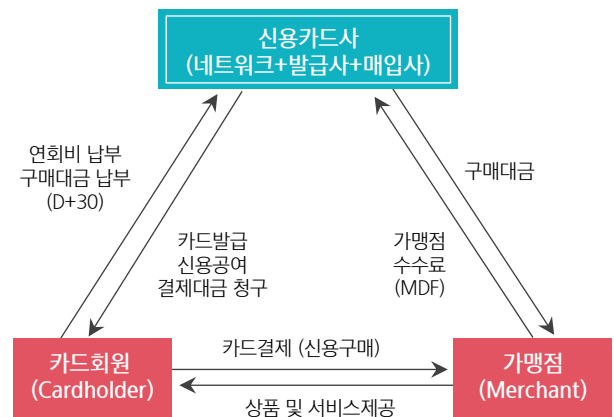
3당사자 모델: 카드회원, 가맹점, 그리고 카드사업자로 구성된 시스템으로 카드사업자가 발급사와 매입사 역할을 모두 담당하는 폐쇄형 시스템(closed-loop)이다. 가맹점은 고객이 카드 결제 시, 카드 승인을 위해 고객 카드 번호, 거래금액 등 개별카드 결제에 필요한 정보를 카드 발급사이자 매입사인 카드 사업자에게 제공한다. 카드사업자는 가맹점에 카드 결제대금을 지급하고, 이후 소비자에게 대금을 청구, 징수하는 업무를 수행하게 된다.

그림 3. 4당사자 카드시스템 (미국): Visa, MasterCard



자료: 한국금융연구원, 삼성증권 정리

그림 4. 3당사자 카드시스템 (미국): AMEX, Discover



자료: 한국금융연구원, 삼성증권 정리

카드 수수료 구조 - 정산수수료 + 네트워크수수료 + 매입/처리수수료

카드수수료는 정산수수료, 네트워크수수료, 매입/처리수수료로 구성

미국도 한국과 마찬가지로 카드 사용 수수료는 가맹점이 부담하는 구조이다. MDR (Merchant Discount Rate)로 불리는 미국의 가맹점수수료는 크게 세 가지로 구성되어 있다: 1) 카드 발급 은행이 수취하는 정산수수료 (Interchange fee), 2) Visa, Master Card 등의 네트워크사가 수취하는 네트워크수수료 (Network assessment fee), 3) 매입사의 몫인 매입/처리수수료 (Merchant acquiring/processing fee)로 나눌 수 있다.

정산수수료 - 카드발급은행에 지불

1. 정산수수료 (발급은행): 정산수수료는 카드 발급 은행에 지불하는 수수료로 카드 수수료에서 가장 큰 부분을 차지하고 있으며 수수료율에 대한 협상이 불가능한 항목이다. 정산수수료는 기본적으로 1.51% + \$0.10으로 설정이 되지만, 카드의 종류 (신용 혹은 체크), 발급은행의 규모 등에 따라 차등화된다. 또한, 거래 금액이 높아질수록 수수료 중에서 비중이 커지는 구조이다.

네트워크수수료 - 네트워크사가 거래마다 부과

2. 네트워크수수료 (네트워크사): 네트워크수수료는 Visa, MasterCard, AMEX 등의 네트워크사들이 매 카드 거래마다 부과하는 수수료로, 모든 처리사에게 동일한 수수료율이 적용되며 정산수수료와 마찬가지로 협상이 불가능한 항목이다.

매입 처리수수료 - 매입사가 가져가는 몫

3. 매입/처리수수료 (매입사): 가맹점 수수료 중 정산수수료와 네트워크수수료 이외에 매입사가 가져가는 몫을 일컫는다. 가맹점의 규모가 클수록 매입사에 지급하는 수수료율을 보다 유리하게 협상할 수 있다.

표 1. Interchange 수수료 종류 및 요율

	Swiped / Dipped	Keyed / e-Commerce
Basic Credit	1.51%+\$0.10	1.80%+\$0.10
Signature/Traditional Rewards Credit	1.65%+\$0.10	1.95%+\$0.10
Preferred Rewards Credit	2.10%+\$0.10	2.10%+\$0.10/ 2.40%+\$0.10
Small Bank (Exempt) Debit	0.80%+\$0.15	1.65%+\$0.15
Big Bank (Regulated) Debit	0.05%+\$0.22	0.05%+\$0.22

자료: Merchant Maverick

표 2. 발급사 및 거래 종류별 가맹점수수료율 (MDR) 추이

구분	(%)	2010	2012	2013	2014	2016
Credit	Visa / MasterCard	2.02	2.16	2.17	2.15	2.12
	AMEX	2.29	2.41	2.37	2.48	2.36
	Discover	1.88	1.9	1.89	1.89	2.04
Debit	Visa / MasterCard	1.59	0.78	0.76	0.75	0.73
	PIN debit	0.72	0.68	0.68	0.67	0.67
Private Label		1	1.1	1.12	1.13	1.17
평균		1.58	1.51	1.5	1.51	1.49

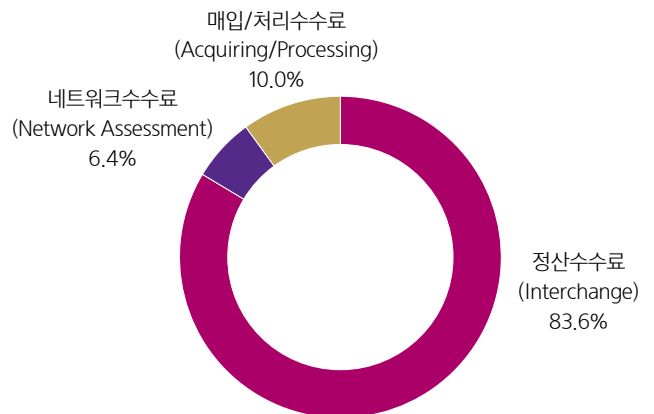
자료: The Nilson Report

표 3. MDR 수수료 Breakdown: 정산수수료가 가장 큰 비중 차지

	수수료율	수수료	비중 (%)
50달러 거래 가정 시			
정산수수료 (Interchange)	1.58% + \$0.10	\$0.89	79.9
네트워크수수료 (Network Assessment)	0.11% + \$0.0185	\$0.07	6.6
매입/처리수수료 Processing/Acquiring fee	0.1% + \$0.10	\$0.15	13.5
총계	2.23%	\$1.11	100.0
100달러 거래 가정 시			
	금액이 클수록 정산수수료 비중 증가		
정산수수료 (Interchange)	1.58% + \$0.10	\$1.68	83.6
네트워크수수료 (Network Assessment)	0.11% + \$0.0185	\$0.13	6.4
매입/처리수수료 Processing/Acquiring fee	0.1% + \$0.10	\$0.20	10.0
총계	2.01%	\$2.01	100.0

자료: MasterCard, 삼성증권

그림 5. MDR 수수료 비중 (100달러 거래 가정 시)



자료: MasterCard, 삼성증권

Part 2. 비현금 결제의 확산

현금 없는 사회로의 진화 가속화

각국 정부의 적극적인 노력에 힘입어 현금 없는 사회로의 진화는 전세계적인 Trend로 자리잡고 있다. 특히, 최근 미국이 변화의 핵심으로 떠오르고 있는데, 이는 1) Check Card의 Check (개인수표) 대체, 2) PayPal로 대표되는 온라인 전자상거래 상의 결제 급증, 3) Apple Pay 및 Samsung Pay로 대변되는 Mobile Payment의 보편화에 기인한다.

각국 정부는 현금 없는 사회 (Cashless Society)로의 진화를 위해 노력 중

현금 없는 사회란?

현금 없는 사회로의 진화는 최근 급격하게 진행 중

현금 없는 사회 (Cashless Society)란 지폐와 동전 등 실질적인 현금의 이동과 사용이 없어진 사회를 의미한다. 이의 시초는 1950년대 등장한 신용카드가 앞으로 현금 거래를 대체할 것이라는 믿음에서 시작되었다. 물론, 당시의 믿음과 달리 신용카드가 즉각적으로 모든 현금거래를 대체할 수는 없었던 만큼, 현금 없는 사회로의 진화는 당초 기대보다는 더디게 진행되었다.

새로운 결제 수단 등장마다 계단식 진화

그러나, 현금 없는 사회로의 진화는 새로운 결제 수단이 등장할 때마다 변화는 계단식으로 이뤄지고 있다. 90년대 체크카드, 2000년대 신용카드, 2010년 이후 Mobile Payment와 비트코인의 등장이 있을 때 마다 새로운 비현금 결제 수단이 현금을 빠르게 대체해 나가고 있는 것이다.

각국 정부가 현금 없는 사회로의 진화에 노력을 기울이는 이유

정부의 적극적인 의지도 비현금결제의 발전 가속화

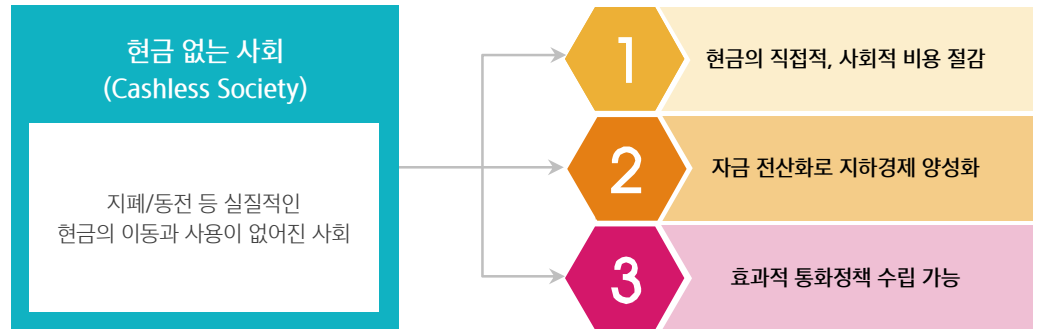
현금 없는 사회로의 진화 이면에는 각국 정부의 적극적인 노력이 있다. 각국 정부가 현금 없는 사회를 촉진시키려 하는 목적은 화폐 발행에 소요되는 비용절감, 지하경제 양성화를 통한 세수 확보, 그리고 통화정책의 효율성 제고에 있다.

(1) **현금의 직접적, 사회적 비용 절감:** 화폐를 발행, 유통, 관리, 회수에는 막대한 자금이 소요된다. Master Card의 연구에 따르면 현금 사용 관련 비용이 전세계 GDP의 1.5%에 달하며, 한국은행이 17년 손상화폐를 폐기하기 위해 들어간 자금도 약 3.8조원에 이른다.

(2) **지하경제 양성화:** 자금거래의 전산화를 통해 지하경제를 양성화시킬 수 있다. 현금 거래는 유통 경로에 대한 추적이 불가능하여, 각종 비리와 탈세 등 범죄의 온상이 될 수 있지만, 신용 및 직불카드, 온라인 결제 및 이체 등의 비중이 비중이 높아진다면, 거래의 투명성 강화를 통해 세수 확보를 증대시킬 수 있다. 한국에서도 이러한 이유로 과거 신용카드 사용을 장려한 바 있다.

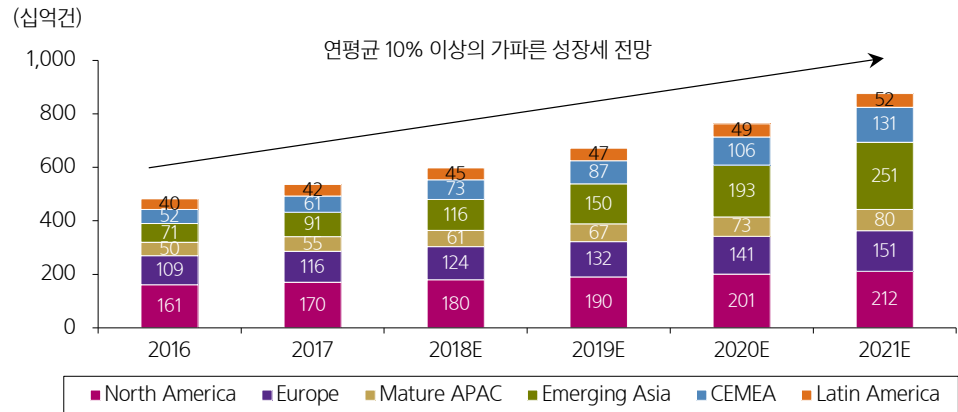
(3) **효과적 통화정책:** 자금 거래의 전산화는 정책 당국으로 하여금 효과적인 통화정책을 가능케 한다. 이는 실시간으로 경제 및 소비 동향을 파악할 수 있기 때문이다.

그림 6. 현금 없는 사회 (Cashless Society): 적극적인 정부의지의 배경



자료: 삼성증권

그림 7. 전세계 지역별 비현금결제 성장 전망



참고: 결제건수 기준

자료: Capgemini World Payments Report (2018)

각국의 Cashless 현황 - 선두주자 유럽, Tipping-point에 서있는 미국

현금 없는 사회의 대표주자
- 유럽

현금 없는 사회에 있어서 가장 앞서가고 있는 국가는 유럽이다. 대표적으로 덴마크는 17년 1월부터 지폐 및 동전의 제작을 중단하였고, 스웨덴은 중앙은행 및 7개 은행의 합작 App 'Swish'를 도입하여 비현금 결제를 유도하고 있다. 유로존도 18년 1월부터 고액권인 500유로화의 발행을 중단하였고, 영국은 버스 요금의 현금 결제를 금지하였으며, 벨기에와 프랑스는 일정 금액 이상의 거래에 대해서는 현금을 사용하지 못하도록 법제화 하였다.

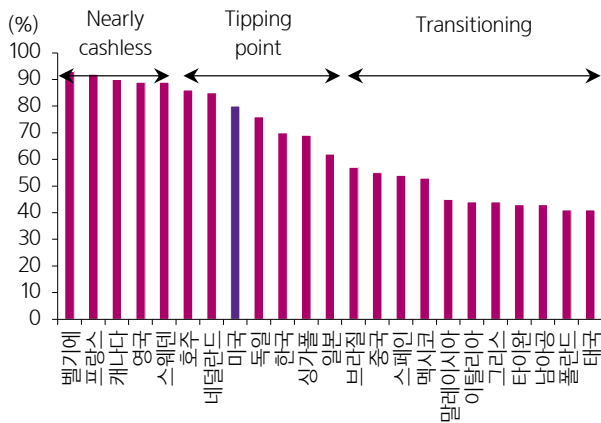
벨기에의 비현금결제 비중
93%

이러한 노력의 결과로, 유럽은 현재 전세계에서 가장 비현금거래 비중이 높은 곳이 되었다. 대표적으로 벨기에와 프랑스의 비현금결제 비중은 각각 93%와 92%로 한국의 70%를 크게 상회하며 현금 없는 사회에 가장 근접하였다.

미국 - 현금 없는 사회로의
Tipping Point에 위치

한편 미국은 비현금결제 비중이 80%에 달하여 현금 없는 사회로의 Tipping point에 서있는 상황인데, 이의 비중 상승은 더욱 가속화될 것으로 전망된다.

그림 8. 각국 비현금결제 비중: 미국은 Cashless로의 tipping point



참고: 2013년 기준
자료: MasterCard

표 4. 주요국 비현금거래 비중 및 특이점

순위	국가	비현금거래 비중 및 특이점
1	벨기에	<ul style="list-style-type: none"> 비현금거래 비중(금액기준) 93% 3천유로 이상 현금거래 금지 (위반시 최대 225,000유로 벌금 부과)
2	프랑스	<ul style="list-style-type: none"> 비현금거래 비중 92% 거주자는 3천유로 이상 현금거래 금지 (비거주자는 15,000유로 이상 현금거래 금지)
3	캐나다	<ul style="list-style-type: none"> 비현금거래 비중 90% 2013년부터 Penny(1센트) 주조 및 배포 중지
4	영국	<ul style="list-style-type: none"> 비현금거래 비중 89% City bus 요금 현금결제 금지
5	스웨덴	<ul style="list-style-type: none"> 비현금거래 비중 89% 6대 은행 중 Handelsbanken을 제외한 5곳은 무현금 점포 운영
기타	덴마크	<ul style="list-style-type: none"> MasterCard 조사대상에 포함되지는 않았으나, 대표적인 Cashless 국가 음식점, 주유소 등 소매점에서 현금을 결제수단으로 의무화하지 않는 법안 제출

자료: MasterCard, CNBC

미국: 결제수단의 진화에 따른 현금 없는 사회로의 Level Up 진행 중

미국 - 현금 없는 사회로 빠르게 변화 중

최근 현금 없는 사회로 가장 빠르게 변화하는 국가 중 하나는 미국이다. 1) 2000년대 초반부터 현금 및 개인 수표 (Check)를 신용카드와 체크카드가 빠르게 대체하였고, 2) 온라인 소매시장의 성장과 PayPal의 등장은 온라인 상 비현금 결제 비중의 증가를 가져왔으며, 3) 최근에는 각종 Mobile Payment의 출시가 현금 없는 사회로의 전환을 더욱 가속화시키고 있다.

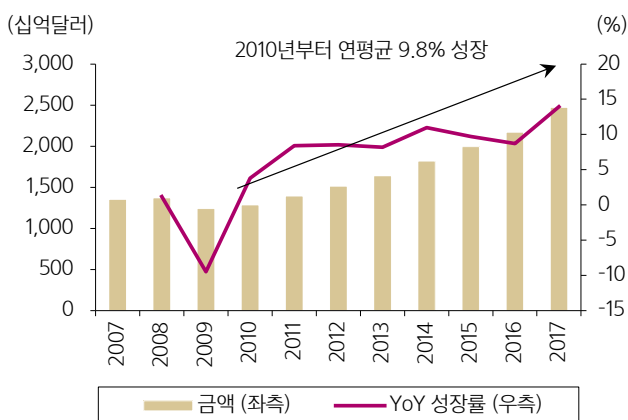
비현금 결제의 증가 - 금융사 실적에서 확인

이러한 변화는 최종적으로 금융 기능을 제공하는 금융사들의 실적에서 확연히 드러난다. 신용카드와 직불카드 결제 네트워크를 제공하는 Visa와 MasterCard의 신용카드 및 직불카드 결제대금 추이를 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후인 2010년부터 2017년까지 각각 연평균 9.8%와 6.6%의 높은 성장세를 이어갔다. 직불카드의 성장속도가 다소 둔화되는 것처럼 보이지만, 이는 경기 호황으로 개인들의 소비성향이 강화되고, 금융기관들이 적극적으로 신용을 공여함에 따라 개인들의 신용 구매가 늘어나는 것에 기인한다.

미국 결제 시장 변화 촉진의 세 가지 요인

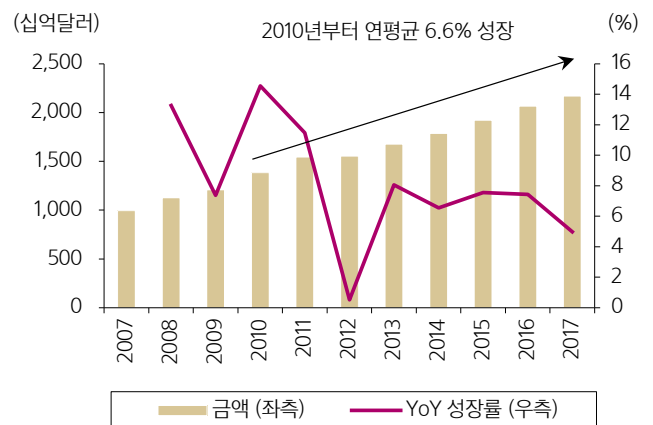
이와 같이 미국 결제 시장의 진화를 촉진하는 다음 세 가지 요인, 즉 1) 기존 카드사들의 개인수표를 체크카드로 전환 노력, 2) 온라인 전자상거래의 발전, 3) 모바일 결제 수단의 성장은 여전히 진행형인 점을 감안할 때, 미국의 비현금 결제 비중은 더욱 높아질 전망이다.

그림 9. 비자+마스터카드: 미국 신용카드 결제금액 추이



자료: 각 사, Bloomberg Intelligence

그림 10. 비자+마스터카드: 미국 직불카드 결제금액 추이



자료: 각 사, Bloomberg Intelligence

요인 1. 기존 카드사들의 Check를 체크카드로 전환 노력

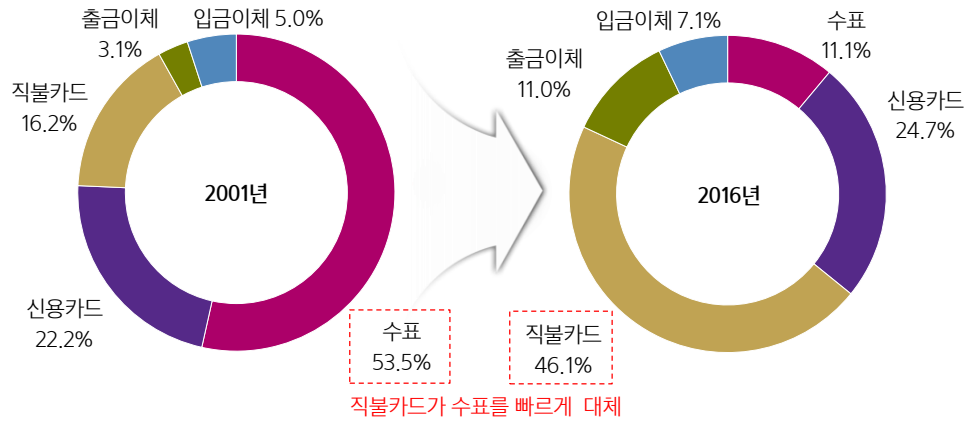
은행업계에서 카드업을 확대하기 위해 수표 대체 노력

미국에서 전통적으로 가장 많이 이용되는 비현금 지급수단인 개인수표 (Check) 비중은 2000년대 들어서며 빠르게 감소하였다. 1990년대 체크카드가 처음으로 등장한 이후 신용카드 사업을 확장하고 있던 은행업계는 가맹점에서 체크카드로 결제가 가능한 장비를 적극적으로 보급하였고, 소비자들도 별도의 Check Book 휴대가 필요 없는 체크카드 사용에 대한 효용을 크게 느꼈기 때문에 체크카드 사용이 활성화될 수 있었다.

체크카드 보급으로 수표 사용비중 감소 지속 중

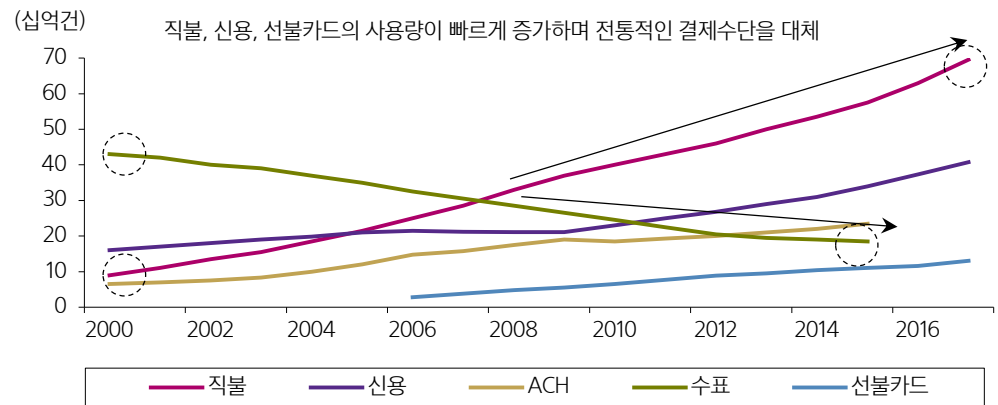
그 결과, 미국의 체크카드는 전통적인 개인수표 거래를 상당부분 대체하였다. 1) 01년 미국의 수표이용건수는 412억건으로 전체 비현금 지급수단 중 53.5%를 차지하였으나, 2) 10년이 지난 11년 01년대비 절반 수준인 213억건으로 감소하였고 점유율도 18.6%까지 낮아졌으며, 3) 16년에는 11.1%까지 낮아진 것으로 추산된다. 카드에 보다 친숙한 젊은 층의 경제 내에서 차지하는 비중이 높아질수록 개인수표의 사용은 더욱 낮아질 전망이다.

그림 11. 비현금 지급수단 이용건수 비중: 직불카드가 수표거래를 빠르게 대체



참고: 입/출금이체는 ACH를 통한 거래와 동일 금융기관내 거래 포함
 자료: BIS

그림 12. 미국 비현금결제수단 이용 추이: 직불카드 사용량은 증가, 반면 수표 사용량 급감



자료: Federal Reserve Payments Study

요인 2. 온라인 전자상거래의 발전

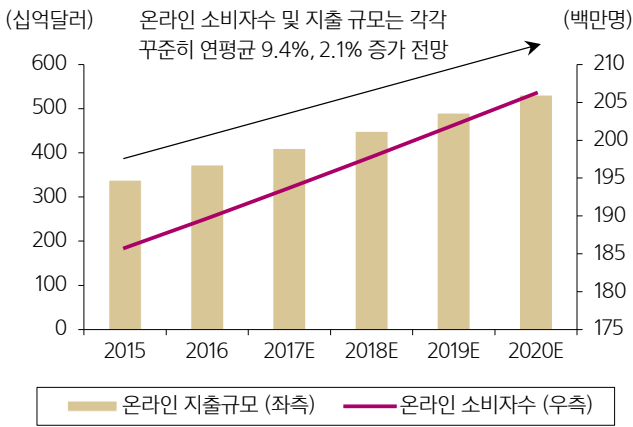
미국 온라인 소매시장
 - 가파른 성장 시현 중

미국의 온라인 소매시장은 빠른 속도로 성장하고 있다. 미국의 조사기관 Forrester Research에 따르면, 16년 미국의 온라인 소매시장 규모는 3,730억 달러로 06년 1,000억 달러를 기록한 이후 10년 사이 3.7배 수준으로 성장하였으며, 2020년에는 5천억 달러 규모의 시장으로 성장할 것으로 전망했다.

온라인 전자상거래는
 카드를 비롯한 비현금 결제
 성장 견인

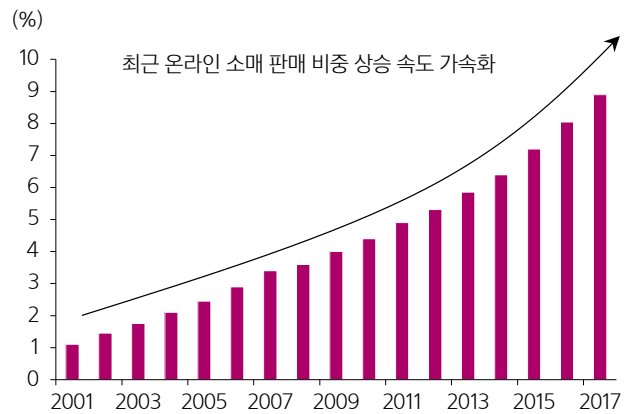
이와 같은 온라인 소매시장의 성장은 비현금결제의 증가로 이어지고 있다. 특히, 17년 기준 온라인 결제 시장점유율이 83%에 달하는 PayPal은 초창기 가상계좌와 e-mail 자금 이체를 시작으로 신용카드와 직불카드를 통한 결제의 보편화를 주도하며, 온라인 소매시장 성장에 따른 비현금 결제의 확대를 견인하였다. 최근에는 온라인 판매 비중이 더욱 가속화됨에 따라 이러한 비현금 결제의 비중은 더욱 빠르게 높아질 전망이다.

그림 13. 미국 온라인 소매지출 현황 및 전망



자료: Forrester Research

그림 14. 미국 전체소매판매 중 온라인 비중 추이



자료: 미국인구조사국

3. 모바일 결제 수단의 성장

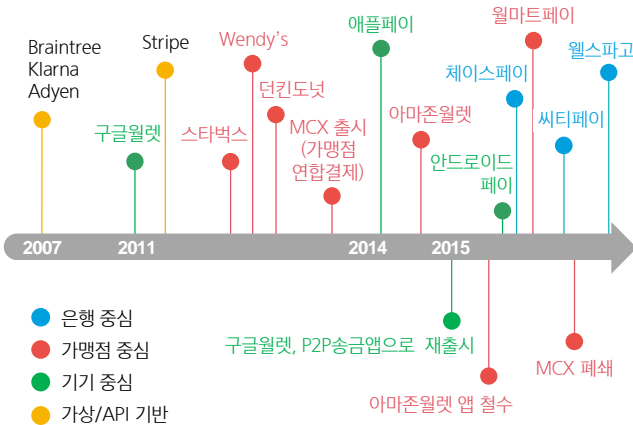
다양한 참여자들로 모바일 결제는 빠르게 보편화

모바일 결제 수단의 발전도 현금 없는 사회로의 진화를 가속화시키고 있다. 1) 스마트폰 보급율의 상승으로 인해 소비자들의 모바일 결제 수단에 대한 접근성이 높아졌고, 2) 미국 소비자들의 32%가 Apple Pay나 Android Pay를 사용할 정도로 Mobile Payment의 발전이 동반되었으며, 3) 이와 같은 높은 성장성을 향유하고 결제 플랫폼을 선점하기 위해 신용카드 네트워크, 금융사, 가맹점 등 결제 시스템의 전 분야에 걸쳐 다양한 참여자들이 적극적으로 모바일 결제 산업으로의 확장을 시도하고 있기 때문이다.

모바일 결제는 온라인뿐 아니라 오프라인 결제대금 성장 견인

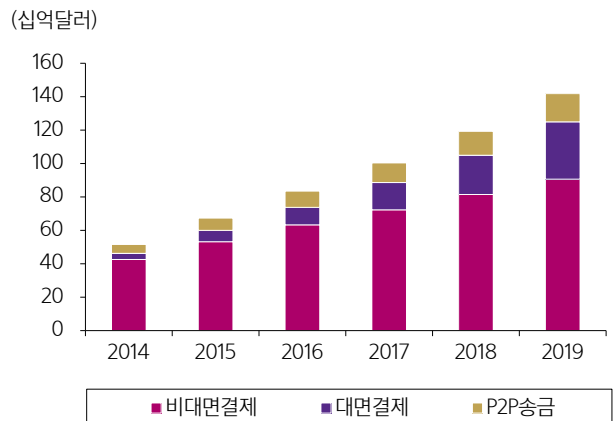
모바일 결제수단의 보편화에 힘입어 모바일 결제대금도 지난 수 년간 큰 폭으로 증가하고 있다. 미국 내 모바일 결제 규모는 18년 1,192억 달러로 14년 515억달러대비 2.3배로 성장하였다. 특히, 온라인 소매시장의 성장에 따른 비대면 결제뿐 아니라 대면 결제의 성장도 견인하고 있다. 매장을 직접 방문한 오프라인 모바일 결제금액은 235억달러로 전체 모바일 결제대금의 20%에 육박하는 것을 감안하면, 편의성을 무기로 한 모바일 결제의 비중 증가는 더욱 빠르게 이뤄질 것으로 예상된다.

그림 15. 미국 모바일 월렛의 역사: 다양한 주제들의 월렛 출시



자료: US Payments Forum, Kotra

그림 16. 이는 미국 모바일 결제대금의 빠른 성장 견인



자료: Statista

Part 3. 파편화된 시장

결제시장 격동의 시대

다양한 결제 수단 및 결제관련 기업들의 등장으로 결제 시장은 격동의 시대에 접어들었다. 1) Apple Pay와 삼성페이로 대변되는 새로운 디지털 결제가 애플 등 등장하며 결제 수단 시장을 파편화시키고 있고, 2) 온라인 결제를 기반으로 성장한 Gateway가 Mobile Payment의 활성화 속에서 오프라인으로 영역을 확장하고 있으며, 3) 전통적인 ISO들의 역할을 PayPal, Square로 대변되는 PayFac들이 빠르게 대체하며 가맹점들에 대한 장악력을 높여가고 있고, 4) Visa와 Master Card 등의 네트워크사들은 Volume 성장에 따른 수혜를 누리고 있다.

그림 17. 미국 결제 시스템 생태계의 변화: 다양한 참여자들의 등장으로 시장 파편화



자료: 삼성증권 정리

Mobile Wallet 전쟁 - 다양한 결제 플랫폼의 난립

다양한 업체들이 모바일 전자지갑 출시

미국은 다양한 형태의 모바일 전자지갑이 하루가 다르게 발전하고 있다. 우리에게 익숙한 애플페이와 삼성페이뿐만 아니라 은행들이 출시한 Citi Pay와 Chase Pay, 카드 네트워크사가 출시한 Visa Checkout와 Master Pass, P2P 기업들이 출시한 Venmo, Zelle, 그리고 소매 판매 기업들이 주축이 된 Starbucks, Walmart Pay 등 여러 플랫폼들이 각축전을 벌이고 있다. 이들 플랫폼들은 단순 결제 기능에만 그치지 않고 P2P 송금 형식으로 금전거래도 가능하게 한다.

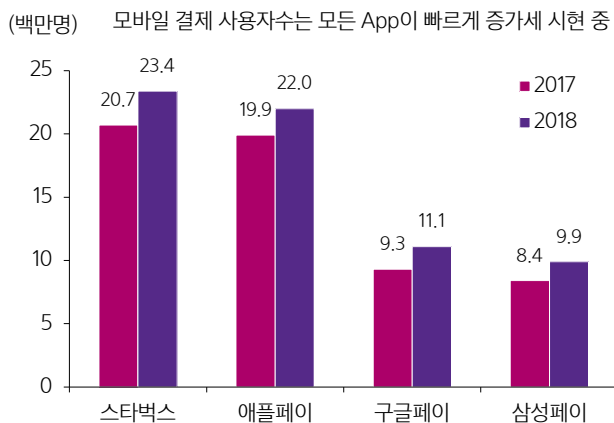
스타벅스와 애플페이가 미국시장 선두 중

현 시점에서 미국 모바일 전자지갑의 최강자는 Starbucks App과 Apple Pay이다. 미국의 eMarketer가 조사한 바에 따르면, 직전 6개월간 1회 이상 사용된 Starbucks App과 Apple Pay를 사용한 고객은 각각 23.4백만명과 22.0백만명으로 스마트폰 사용자들 중 39.8%와 36.8%가 이들 결제 수단을 사용한 것이다. 반면, Google Pay와 Samsung Pay 사용자 수는 각각 11.1백만명 및 9.9백만명으로 앞선 두 전자지갑 대비 절반 수준이다.

다만 향후 시장 파편화는 지속될 전망

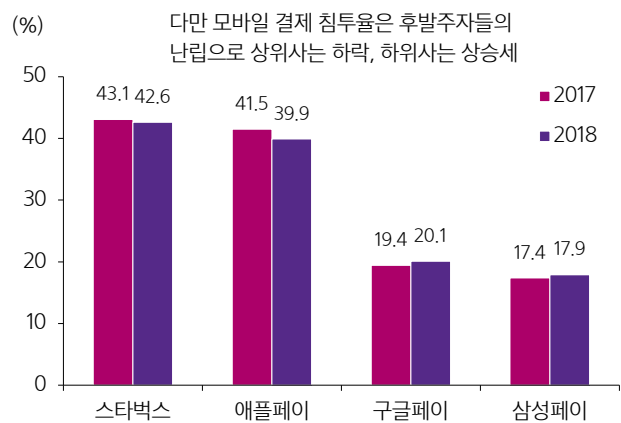
다만, 미래의 모바일 전자지갑 시장이 이들 기업으로 재편될 가능성보다는 더 많은 업체들이 난립하며 시장이 더욱 파편화될 가능성이 높다. 수많은 신규 모바일 지갑들이 각각 고유의 소비자 편의 기능을 무기로 소비자 공략에 나서고 있기 때문이다. 특히, Starbucks App과 Walmart Pay, Amazon Pay 등 Merchant-branded 모바일 앱들이 고객들에게 제품 구매와 관련된 혜택을 제공하며 고객을 Lock-in시키는 전략이 주효한 것으로 판단된다.

그림 18. NFC(근거리 모바일 결제) 사용자 수



참고: 모바일폰 사용자 중 지난 6개월간 최소 1회 이상 사용 고객 수
자료: eMarketer

그림 19. NFC(근거리 모바일 결제) 침투율



참고: 모바일폰 사용자 중 지난 6개월간 최소 1회 이상 사용 고객 비중
자료: eMarketer

표 5. 주요 모바일 결제수단(전자지갑) 비교

지갑형태	지갑명	주요 특징 및 부가서비스
디바이스 중심	Apple Pay	 <ul style="list-style-type: none"> 터치ID나 페이스ID를 이용하여 빠르고 편리하게 결제 가능 앱, 사파리 브라우저, NFC를 지원하는 POS에서 사용 가능 토근화, 생체인증, SE를 통한 보안 소매점 및 식당이 제공하는 로열티카드 관리 가능 아이폰과 애플워치에서만 사용 가능
	Android Pay	 <ul style="list-style-type: none"> 인앱(in-app), 온라인, POS(NFC)를 통한 결제 가능 보안: 토큰화, 비밀번호, 생체정보인증, HCE 신용카드, 직불카드, 기프트카드, 로열티카드 연계 가능
	Samsung Pay	 <ul style="list-style-type: none"> NFC와 MST(마그네틱) 결제를 모두 지원하여 범용성 높음 보안: 토큰화, 비밀번호, 생체정보, HCE
은행 중심	Citi Pay	 <ul style="list-style-type: none"> 씨티은행이 고객들을 위해 제공하는 모바일페이 서비스 호스트카드 에뮬레이션(HCE)을 지원하는 POS에서 사용 가능 안드로이드 폰 사용자는 제한적으로 사용 가능 별도 가입 절차 필요 없이 사용 가능 마스터패스(MasterPass)와 통합, 앱과 온라인 채널에서 사용 가능
	Chase Pay	 <ul style="list-style-type: none"> 웹브라우저, 앱, POS에서 사용 가능 POS 결제시 QR코드 등 대체결제수단 지원 체이스카드 보유자만 사용 가능 체이스페이 사용자를 위한 상점들의 인센티브 프로그램 존재
네트워크 중심	MasterPass	 <ul style="list-style-type: none"> 브라우저, 앱, POS결제시 옴니채널 솔루션 제공 주요 신용카드 및 직불카드 사용이 가능하나, 특정 안드로이드앱에서는 사용 제한적 API를 통해 사용자의 은행월렛과 연동 가능
	Visa Checkout	 <ul style="list-style-type: none"> 온라인 및 브라우저에서만 사용 가능 주요 신용 및 직불카드 사용 가능 안드로이드페이, 삼성페이와 통합
가맹점 중심	Starbucks	 <ul style="list-style-type: none"> 로열티 프로그램과 연계 스마트폰 QR코드 사용 필요한 만큼 금액을 충전하는 방식의 모델
	Walmart Pay	 <ul style="list-style-type: none"> 월마트 모바일 앱으로 사용 가능 계산시 POS 화면에서 QR코드를 스캔하는 방식, 지문인식이나 비밀번호 입력으로 결제 전자 영수증이 발급되어, 종이 영수증 인쇄를 기다릴 필요가 없음 월마트의 창고형 매장인 샘스클럽에서는 'Scan & Go' 방식으로 결제가능
P2P송금	Venmo (PayPal 소유)	 <ul style="list-style-type: none"> 사용자가 은행이나 직불카드와 연동하여 벤모 가입자인 지인에게 빠르고 간단하게 송금 사용자는 다른 벤모 사용자에게 선물을 보낼 수 있음 SNS 특징과 P2P 송금방식을 결합한 것이 특징 (사용자는 돈을 주고 받은 내역을 공유할 수 있고, 서로에게 댓글을 달 수 있음)
	Zelle	 <ul style="list-style-type: none"> 제휴를 맺은 은행계좌 사용자간 직불카드를 이용하여 돈을 주고 받을 수 있음 뱅크오브아메리카 모바일 앱과 통합해서 운영 중

자료: US Payments Forum, KOTRA

Payment Gateways - 온라인 및 모바일 결제와 동반 성장

Payment Gateway(PG사)의 등장

온라인전자상거래는 기존 오프라인 결제와는 다른 차원의 보안기술 필요

온라인 전자상거래의 출현 및 발달로 인해 기존의 전통적인 카드시스템만으로는 보안을 담보할 수 없게 되었다. 기존의 카드 결제 시스템은 결제 승인 상의 리스크를 오프라인 상의 절차를 통해 낮췄다. 즉, 1) 카드 회원이 직접 카드를 제시하고 이를 점원이 확인하는 것은 물론, 2) 고객이 직접 PIN번호를 입력하거나 서명을 하고, 더 나아가 3) 플라스틱 카드의 위조가 어렵도록 마그네틱 혹은 IC Chip을 활용하였다. 그러나 온라인 상에서의 카드 결제는 이러한 보안시스템이 더 이상 유효하지 않게 된 것이다.

기존 업체들의 빈틈을 PG사들이 빠르게 대체

온라인 전자상거래에서도 카드 결제를 가능케 하기 위해 새로운 종류의 서비스 공급자가 생겨났다. 온라인 전자상거래 판매자들은 거래 증가와 더불어 1) 보안이 강화된 새로운 판매 시스템, 2) 지급 결제 기능의 온라인 몰에 대한 직접 적용, 3) 기존 신용카드 Network망의 활용 이외에도 PayPal, Gift Card 등의 다양한 전자결제 기능의 추가에 대한 요구가 높아졌다. 기존의 전통적 금융기관인 Network 사업자 (Visa, MasterCard, AMEX 등)와 매입사(은행)들이 새로운 기술에 대해 적극적으로 대응하지 못하는 틈을 노리고 Payment Gateway라 불리는 새로운 기업들은 온라인 판매업자와 매입사간의 가교 역할을 하게 되었다.

Gateway - 온라인에서 오프라인으로

온라인 소매시장 및 온라인 플랫폼 기업들과 동반성장

Gateway의 일차적인 성장 동력은 당연히 온라인 결제 시장의 성장에 있다. 1) 온라인 소매시장이 여전히 두 자릿수의 성장율을 기록 중인 가운데, 2) 대형 온라인 플랫폼 기업들의 글로벌화가 일부 전속 Gateway들의 성장속도를 가속화시키고 있다. 일례로, Netflix, Facebook 등에 대한 결제 서비스를 제공하고 있는 유럽의 Adyen은 이들 기업의 글로벌 고객 기반 확장과 더불어 글로벌 기업들의 가격 인상 (예: Netflix의 구독료 인상)에 따른 수혜를 취하고 있다.

향후 오프라인 영역으로의 진출도 확대될 전망

더 나아가, 이들 Gateway는 온라인에 머물지 않고 오프라인으로 영역을 확대하며 영향력이 보다 커질 것으로 전망한다. 1) Mobile Payment의 성장과 더불어 암호화폐와 같은 다양한 결제 수단이 등장하며 이들의 결제 서비스에 대한 수요가 높아졌고, 2) 최근에는 공유 경제 및 O2O 분야의 대표 기업들인 Uber, AirBnB, GrubHub 등이 빠르게 성장하며 Gateway와의 협업이 강화되고 있기 때문이다. 미국의 대표적인 Gateway기업들로는 PayPal(Braintree), Stripe, Adyen 등을 들 수 있는 가운데, Startup 기업에서 시작된 Adyen이 Netflix, Uber, Airbnb 등의 글로벌 결제 기능을 제공하며 가파른 성장세를 보이고 있는 점은 Gateway의 성장성을 대변하기에 충분한 사례로 판단된다.

표 6. 주요 Payment Gateway 기업

기업	가격 구조	주요 고객	주요 사업 초점
Stripe	거래당 2.9% + \$0.30	Lyft, Adidas, Target, Postmates	In-app 결제
Braintree	거래당 2.9% + \$0.30 월 \$49 + 거래당 \$0.10	Uber, Airbnb, Stubhub, Jet	테크 및 모바일
Adyen	Interchange에 부가 모델	Facebook, Netflix, Airbnb, Uber, KLM	대형 글로벌 기업/ 국제 결제 기능 제공
기타 Gateway	CardConnect, SagePay, CyberSource, Authorize.Net, BlueSnap, WePay, Beanstream, Paysafe 등		

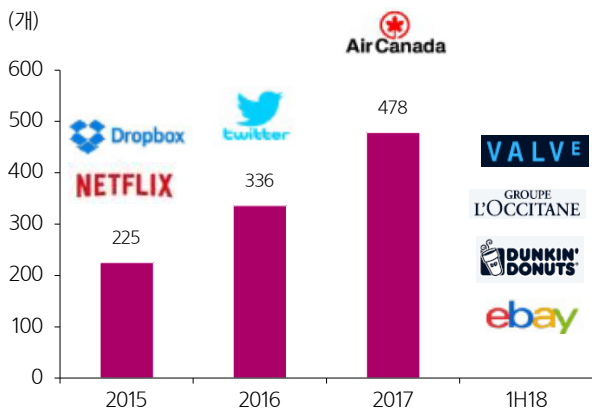
자료: 각 사

그림 20. Payment Gateway의 기능



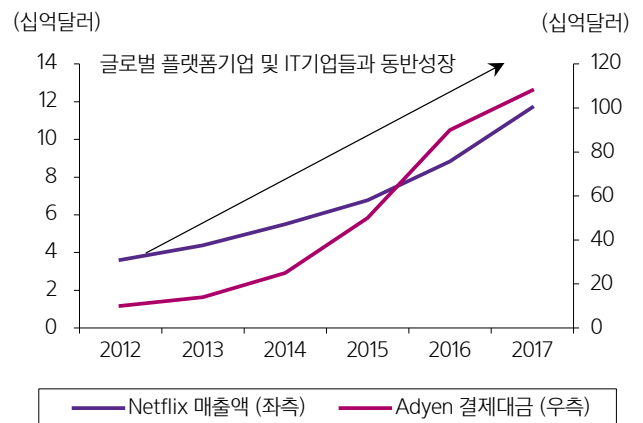
자료: 삼성증권 정리

그림 21. 글로벌PG 사례: Adyen 주요 대형가맹점 확보 추이



참고: * 월매출 1백만유로 이상 가맹점 기준
자료: Adyen, 삼성증권

그림 22. 글로벌 PG: Adyen 성장사례



자료: Bloomberg, 삼성증권

전통적인 ISO - 영업환경 악화를 기술과 POS기 융합을 통해 대응

변화가 가장 크게 일어나고 있는 곳은 ISO/MSP 영역

최근 미국 결제 시스템 내에서 가장 큰 변화가 이뤄지고 있는 곳 중 하나로 우리에게 생소한 ISO 혹은 MSP 부문을 들 수 있다. PayFac 등의 등장으로 인해 악화되고 있는 영업 환경 속에서 이들은 생존을 위해 새로운 기술과 POS기를 결합, 다양한 결제 관련 서비스 제공 등으로 대응하고 있지만, 이들은 앞서 언급된 Gateway나 후술할 PayFac과 달리, 영업 영역이 점차 위축될 것으로 것으로 전망한다.

ISO 혹은 MSP의 정의 및 역할

ISO / MSP - 제3자로서 가맹점 모집 역할

ISO (Independent Sales Organization) 혹은 MSP (Merchant Service Provider)는 Visa/Master Card와 같은 기존의 카드 결제 네트워크 상에 포함되지 않는 제3자로서 가맹점을 모집하는 역할을 한다. 이들은 가맹점 모집과 더불어 1) 카드 발급과 매입 역할에 관여하고 2) 가맹점에 POS기를 공급하며, 3) 가맹점의 결제기기 등에 대한 서비스를 제공한다.

주된 고객은 중소형 가맹점

ISO의 주된 고객들은 중소형 가맹점이다. 가맹점이 신규로 결제 네트워크에 참여하기 위해서는 계좌 개설부터 결제 네트워크 (Visa, Master Card 등), 매입사 등과의 계약을 체결해야 한다. 하지만, 중소형 가맹점들의 입장에서 이러한 일련의 작업을 하기에는 접근성 등의 측면에서 한계가 있다. 즉, ISO, MSP들은 이 틈새 시장에서 가맹점 관련 서비스를 제공하고 수익을 창출하는 것이다.

총 수수료 중 Interchange, 네트워크사, 매입사 수수료 제한 금액 수령

ISO의 수수료는 ISO와 가맹점간 개별 계약을 통해 설정되는데, ISO가 제공하는 서비스와 규모의 경제, 가맹점의 월 결제 규모 등에 따라 협상이 가능하다. 통상적으로 총 수수료에서 Interchange, 네트워크사, 매입사에 대한 수수료를 제한 뒤 남는 금액을 ISO가 수령하게 되는 구조이다.

생존을 위한 노력: 기술과 POS기 융합 서비스 제공

ISO, MSP는 생존에 대한 위협 직면 중

전통적인 ISO, MSP들은 산업의 변화에 따른 기회보다는 생존에 대한 위협에 직면한 것으로 판단된다. 1) 오프라인 가맹점의 성장 속도는 온라인에 비해 물리적으로 한계가 있고, 2) 거대 PayFac들이 온라인 시장은 물론 오프라인 시장에서도 적극적으로 사업을 확대하고 있으며, 3) 대형사들이 결제 시스템 상에서 전방위적으로 M&A를 실시, 규모 및 범위의 결제 달성을 통한 가격 경쟁력 제고에 나서고 있기 때문이다.

전략 1. 대형 가맹점 대상 PayFac대비 낮은 수수료 책정

생존전략 1. 낮은 수수료율 책정: ISO들은 생존을 위해 일차적으로는 대형 가맹점들을 대상으로 PayFac대비 낮은 수수료율을 책정하고 있다. 예를 들어, Square가 가맹점의 크기에 상관없이 일괄적으로 2.75%의 수수료율을 부과하는 것과 달리, ISO들은 고객의 거래 규모에 따라 등급을 나누고, 차등화된 수수료율을 부과함으로써 대형 가맹점들의 가격적인 메리트를 높이는 것이다.

전략 2. POS기에 다양한 기술 융합 통해 가맹점 Lock-In

생존전략 2. POS기와 Customize 기술 융합: 또 다른 대응 방안으로 POS기에 다양한 기술을 결합하며 통합 서비스 제공에 나서고 있다. 과거 카드 결제 단말기가 단순히 결제 기능만을 제공했을 때와 달리, 결제의 디지털화로 인해 POS기는 가맹점을 위한 새로운 기능들이 탑재될 수 있게 되었기 때문이다. Integrated POS System으로도 불리는데, 1) POS기를 통해 다양한 결제 수단을 취급하는 것은 물론, 2) 매출관리, 재고관리, 고객 정보 관리 등을 가능토록 하고, 3) 무선 통신망을 활용한 POS기의 이동도 가능케 하는 것이다.

이러한 노력으로 인해 우리는 ISO 및 MSP들의 지위는 과거 결제 시스템의 한 축을 담당했던 것에서 점차 니치마켓 플레이어로 축소될 것으로 예상한다. 즉, 상대적으로 낮은 수수료율과 Customize 된 결제시스템 제공 전략이 유효한 일부 대형 가맹점들로 영업 범위가 축소될 전망이다.

표 7. ISO 수수료 구조 사례

(USD)	수수료율 및 금액
지불액 가정	100
신용카드 총 수수료율 (%)	2.75
가맹점 지급액	97.25
신용카드 수수료	2.75
Interchange fee (Issuer Bank)	2.2
Rate	2.10%+\$0.10
Network Fee (VISA)	0.13
Rate (%)	0.13
Acquirer	0.19
Rate	0.13%+\$0.06
ISO의 수수료 수령액	
총수수료에서 정산, 네트워크, 매입수수료를 제한 값	0.23

참고: 100달러 거래를 가정

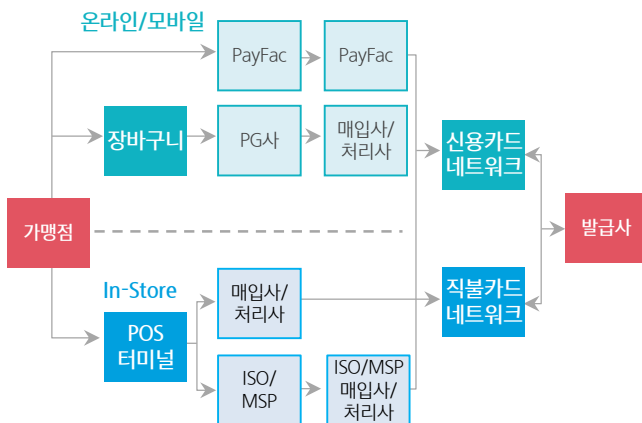
자료: Merchant Maverick, 삼성증권 정리

표 8. ISO와 PayFac간의 비교

	National Bankcard	Square	Stripe
연중 무휴 전화 고객 응대	Yes	Limited	Limited
고객 등급에 따른 요금제	Yes	No	No
무료 Chip Card Terminal 제공	Yes	No	No
무료 모바일 카드 리더기	Yes	Yes	No
무료 배송	Yes	Yes	No
취소 수수료	\$0.00	\$0.00	\$0.00
지능형 POS 기기	Yes	No	No

자료: National Bankcard

그림 23. 결제 시스템 상에서의 ISO 및 PayFac



자료: 삼성증권 정리

그림 24. ISO 웹사이트: Priority



자료: Priority

Payment Facilitator(PayFac) - 전통적 결제시스템의 Game Changer!

PayFac의 성장은 지속될 것으로 전망

PayFac은 중소형 판매점들을 하위 가맹점으로 모집, 결제 시스템을 제공하는 대표가맹점으로서의 기능을 제공한다. 온라인에서는 PayPal, 오프라인에서는 Square가 대표적 PayFac이다. 온-오프라인 상에서의 중소형 가맹점의 증가는 궁극적으로 PayFac 시장의 성장으로 이어질 전망이며, 자본력, Data 분석 역량 등을 이미 확보한 상위사들의 지위는 더욱 공고해질 것으로 예상된다.

PayFac - 가맹점의 결제시스템 가입에 대한 접근성 및 편의성 개선

전통적으로 중소형가맹점은 매입사의 가입 승인을 얻기가 어려운 구조

전통적인 방식으로 가맹점이 카드 결제시스템에 들어가기까지는 상당한 시간이 요구된다. 특히, 관건은 매입사(Acquirer)의 허용 여부인데, 매입사는 가맹점에서 결제관련 문제가 발생할 경우, 최종적으로 리스크를 지게 되기 때문에 신규 가맹점일수록 민감할 수 밖에 없는 사안이다. 즉, 매입사 입장에서는 가맹점의 지불 거절 가능성, 신용도, 산업의 업황, 사기 및 자금 세탁 가능성, 부도 가능성 등에 대한 면밀한 분석이 이뤄진 후, 이를 기반으로 최종 결정을 내리게 되는 것이다.

PayFac은 이러한 번거로운 절차를 간소화

하지만, 이와 같은 번거로운 절차를 없애고 결제 시스템 설치에 있어서 가맹점의 접근성과 편의성을 높인 기업들이 등장했는데, 이들이 바로 PayFac, 즉 Payment Facilitator이다. PayFac은 대표 가맹점으로 기능을 하되, 아래에 하위 가맹점들을 모집하여 이들의 결제를 일정 규모로 축적한 이후 결제 네트워크로 넘기는 역할을 한다. 대표적인 PayFac으로는 1) PayFac을 최초로 도입한 PayPal (구 Braintree)과 2) 오프라인 POS기기 보급을 통해 영역을 빠르게 확장한 Square 등이 있다.

현재 선도 PayFac들의 시장 선점 효과 지속 전망

PayFac 경쟁구도는 당분간 유지될 것으로 전망

PayFac의 높은 시장 성장성으로 수많은 업체들이 시장에 신규로 들어오고 있지만, 현재의 시장 구도가 크게 바뀔 가능성은 높지 않다. PayFac이 성공을 거두기 위한 요건으로 1) 자본력, 2) Data 분석 역량, 3) 거래 규모 대형화 등을 들 수 있는데, 이미 시장을 선도하고 있는 PayFac들은 이러한 조건들을 갖추고 있기 때문이다.

자본력 - 하위 가맹점 재무 리스크 감내 필요

1) **자본력:** PayFac은 충분한 자본력을 갖춰야 한다. 이는 PayFac이 가맹점 유치를 위해 결제 관련 장비공급, 소프트웨어 개발과 더불어 Master Merchant, 즉 대표 가맹점으로써 하위 가맹점들의 거래 관련 재무 리스크를 감내해야 하기 때문이다.

Data 분석 역량 - 부당거래 판별 통한 리스크 관리

2) **Data 분석 역량:** 자본력과 더불어 고도의 Data 분석 능력도 요구된다. PayFac들의 하위 가맹점 상당 수가 전통적인 방법으로는 인수은행으로부터 결제 시스템 가입을 거절당할 정도로 영세하다. PayFac은 재무 리스크를 낮추기 위해 가맹점 자체의 신용도를 평가하는 전통적인 방식을 벗어나 각 거래 자체의 부당 거래 여부를 판단하는 방식을 택했다. 이 과정에서 Big Data를 기반으로 하는 분석 기법이 PayFac 리스크 관리의 결정적 요인이 되었다.

거래 규모 대형화 - 빅 데이터 확보

3) **거래 규모의 대형화:** 가맹점의 확대를 통한 거래 규모의 대형화가 필요하다. 가맹점들의 Big Data를 확보함으로써 부당 거래를 걸러내는 Screening 역량을 제고시킬 수 있고, Acquirer 은행들에 대한 가격 협상력을 높임으로써 수익성을 제고시킬 수 있기 때문이다.

PayFac의 가파른 성장 - 영역 확대를 통한 Game Changer로 부각

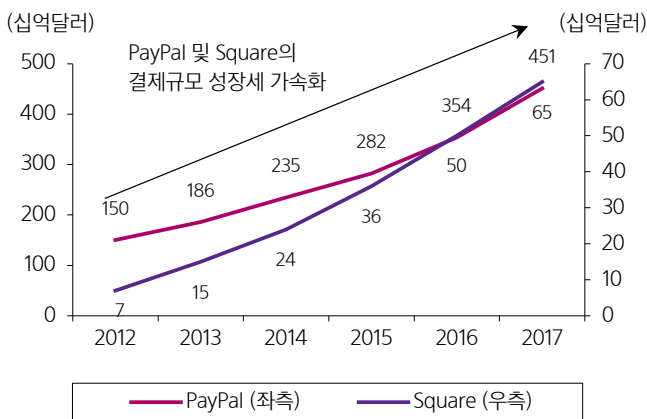
중소형 가맹점 증가는
PayFac 성장 견인

PayFac 선호도가 높은 온-오프라인 상 중소형 및 영세 가맹점들의 증가는 PayFac의 가파른 성장으로 이어질 전망이다. PayFac은 1) 무심사 가입절차를 통해 결제시스템의 접근성이 높고, 2) 수수료율을 고정시킨 투명한 정률제 기반 요금제 (거래당 2.75%~3.0%)로 인해 거래 규모가 크지 않은 가맹점 입장에서 가격적인 메리트가 높으며 (ISO 혹은 MSP와 직접 계약 시, 정율제와 정액제가 혼합), 3) 하나의 PayFac에만 가입하면 다양한 결제 서비스가 통합되어 제공되는 만큼 편의성이 높기 때문이다.

예: Square와의 계약만으로
다양한 결제 서비스 취급

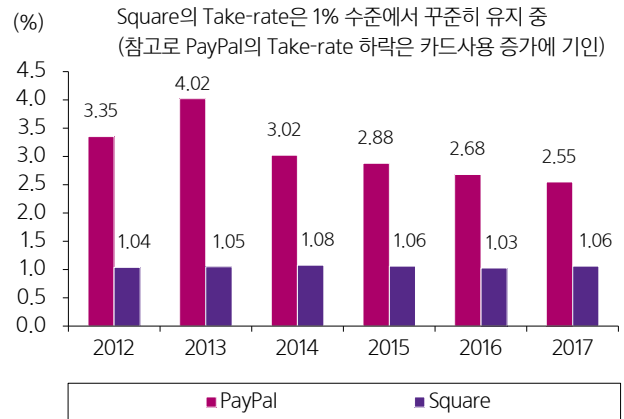
참고로, 아래 그림과 같이 기존의 가맹점들은 다양한 결제 수단들에 대해 개별적으로 계약을 맺는 번거로움을 감수해야 했지만, 지금은 Square와의 계약 체결만으로 다양한 결제 서비스를 한번에 취급할 수 있게 되었다.

그림 25. PayPal vs Square 결제대금 규모



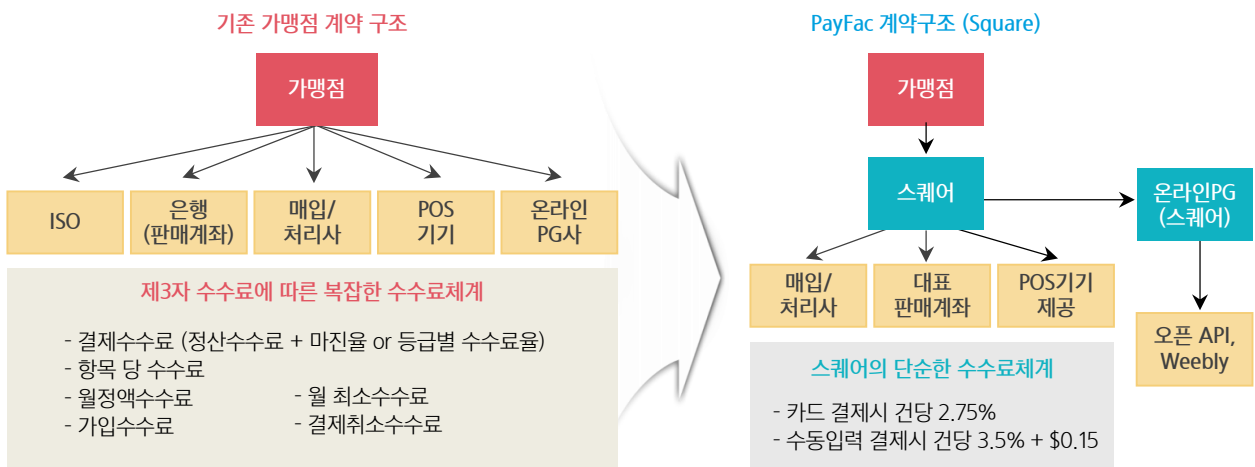
자료: 각 사

그림 26. PayPal vs Square Take-Rate(순수수료율) 비교



참고: PayPal은 애플페이결제 및 은행계좌결제 포함
자료: 각 사

그림 27. 기존 가맹점 계약 구조 vs PayFac과 계약구조 - Square 사례



자료: 각 사, 삼성증권 정리

결제 네트워크사의 견고한 입지 - 시장 성장의 과실을 누리다

결제시스템의 가장 끝에 위치한 네트워크사 입지는 견고

결제 생태계의 변화에도 불구하고 결제시스템의 가장 끝에 위치한 네트워크사의 입지는 견고하다. 거래방식에 따라 수수료구조 및 각 결제단계 참여자들의 수수료율이 변화하는 것과 달리, 네트워크수수료율은 0.15%로 일정하다. 이는 1) 네트워크사에 대한 가격 협상력을 지닌 주체가 없고, 2) 미국의 결제 네트워크는 4개사가 90% 이상의 시장점유율을 점하고 있기 때문이다.

가격 압력을 가할 주체의 부재

높은 가격 교섭력 확보

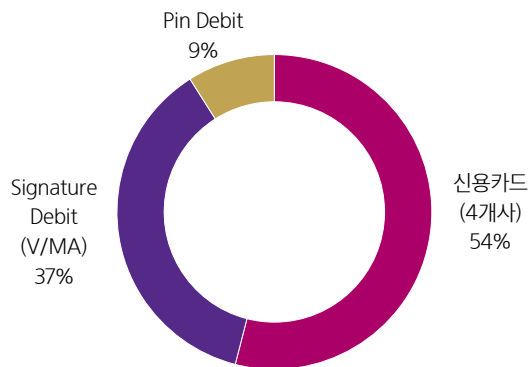
네트워크사에 대한 가격 협상력을 보유한 주체가 없다. 앞서 언급한 결제 생태계 내에서의 경쟁 심화는 1) 고객과 가맹점간의 결제수단, 2) 가맹점과 매입사간 결제시스템 서비스에 국한되어 이뤄지고 있다. 즉, 결제 네트워크사 앞 단에서 다양한 시장 참여자들의 난립 및 시장 파편화로 인해 네트워크사에 대한 가격 압력을 가할 정도의 규모의 경제를 달성한 주체가 아직까지는 존재하지 않는다.

90% 이상 시장점유율을 점한 과점 시장

기존 업체들이 시장 독/과점

기존 네트워크사들의 시장 내 입지를 고려하면 신규 Player의 진입 혹은 이들간의 가격 경쟁에 따른 수수료율 인하 가능성은 낮다. 미국의 결제 네트워크 시장은 4개 네트워크사가 90% 이상의 시장점유율을 점하고 있다. 결제 네트워크는 크게 1) 신용카드, 2) Debit카드, 3) PIN Debit 세 가지로 분류 가능하다. 신용카드 시장은 Visa, Master Card, AMEX, Discover 4개의 네트워크사만이 운영 중이며, Signature Debit카드 시장은 Visa와 Master Card가 시장을 양분하고 있다.

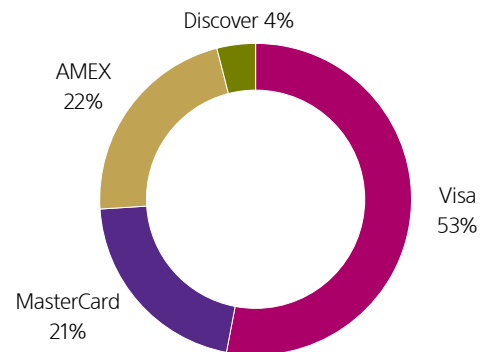
그림 28. 미국 카드 결제 네트워크 시장 구성



미국 결제 네트워크 시장은 비자, 마스터카드와 신용카드 4개사가 양분

참고: 2017년 기준
자료: Nilson Report

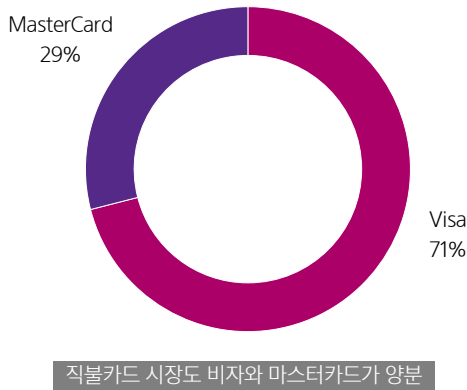
그림 29. 미국 신용카드 시장점유율



미국 신용카드 시장은 비자의 독주 속에서 마스터카드와 AMEX 각각 21%~22%의 시장점유율 보유

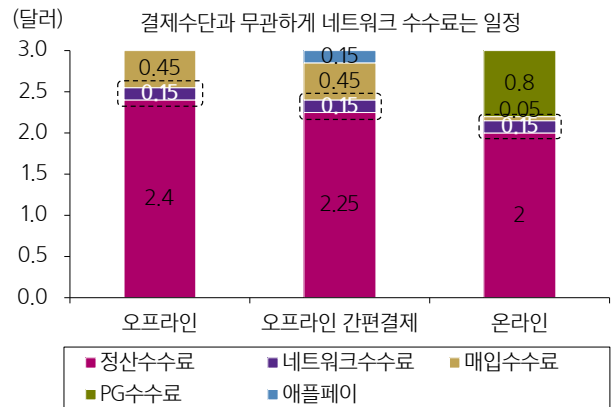
참고: 2017년 기준
자료: Nilson Report

그림 30. 미국 Debit카드 시장점유율



참고: 2017년 기준
자료: Nilson Report

그림 31. 거래방식에 따른 수수료 구조 변화



자료: Business Insider, Apple

비현금 비중 상승에 따른 수혜를 직접 누릴 것

이와 같은 수익구조로 인해 결제 네트워크사들은 비현금성 결제 비중 상승에 따른 시장 성장 효과를 그대로 누릴 것으로 기대한다. 1) 고객의 플라스틱 카드와 모바일 결제 수단의 선택과 2) 가맹점의 결제처리 플랫폼 선택과 상관없이 비현금 결제량의 증가는 결제 네트워크사들의 매출 증대로 이어질 것이기 때문이다.

네트워크사의 매출 증가율이 결제대금 성장률 상회

실제로 Visa와 Master Card는 최근 10년간 매출액의 증가율이 결제대금 성장률보다 높게 나타나고 있다. 이는 이들 결제 네트워크사들이 시장의 양적 성장 효과를 모두 취하는 것과 더불어 거래 정보를 기반으로 새로운 수익 구조를 발굴해내고 있기 때문이다.

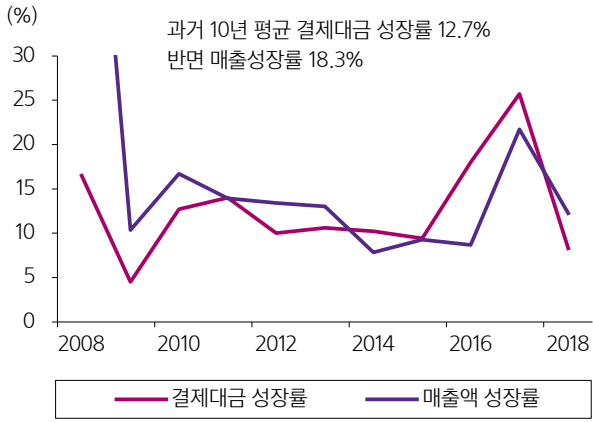
그림 32. 주요 결제방식별 밸류체인 비교

	매입사	매입처리사	카드네트워크	발급사
기존 카드결제	CHASE	CHASE Paymentech	VISA, Mastercard, American Express, DISCOVER	CHASE
페이팔 (페이팔잔고)	PayPal	Braintree (A PayPal Company)	PayPal	PayPal
페이팔 (카드결제)	PayPal	Braintree (A PayPal Company)	VISA, Mastercard, American Express, DISCOVER	CHASE
스퀘어	Square	CHASE Paymentech	VISA, Mastercard, American Express, DISCOVER	CHASE
애플페이	Apple Pay	stripe	VISA, Mastercard, American Express, DISCOVER	CHASE
비트코인	Bitcoin	Bitcoin	Bitcoin	Bitcoin

네트워크사들은 비현금결제 증가 수혜를 그대로 누릴 것

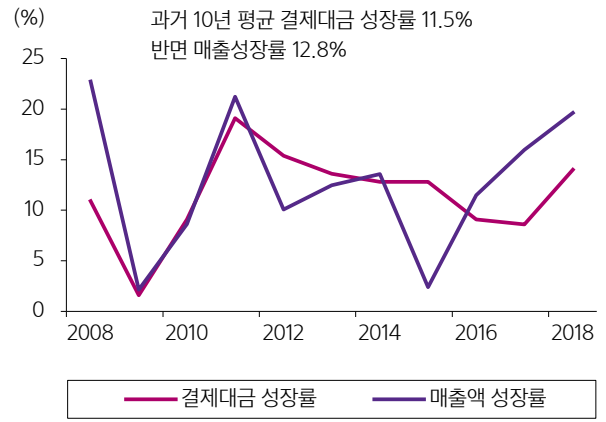
자료: 삼성증권 정리

그림 33. Visa 결제량 vs 매출액 추이



자료: Bloomberg, 각 사

그림 34. Master Card 결제량 vs 매출액 추이



자료: Bloomberg, 각 사

Part 4. 경쟁심화

기업간 Consolidation 촉발

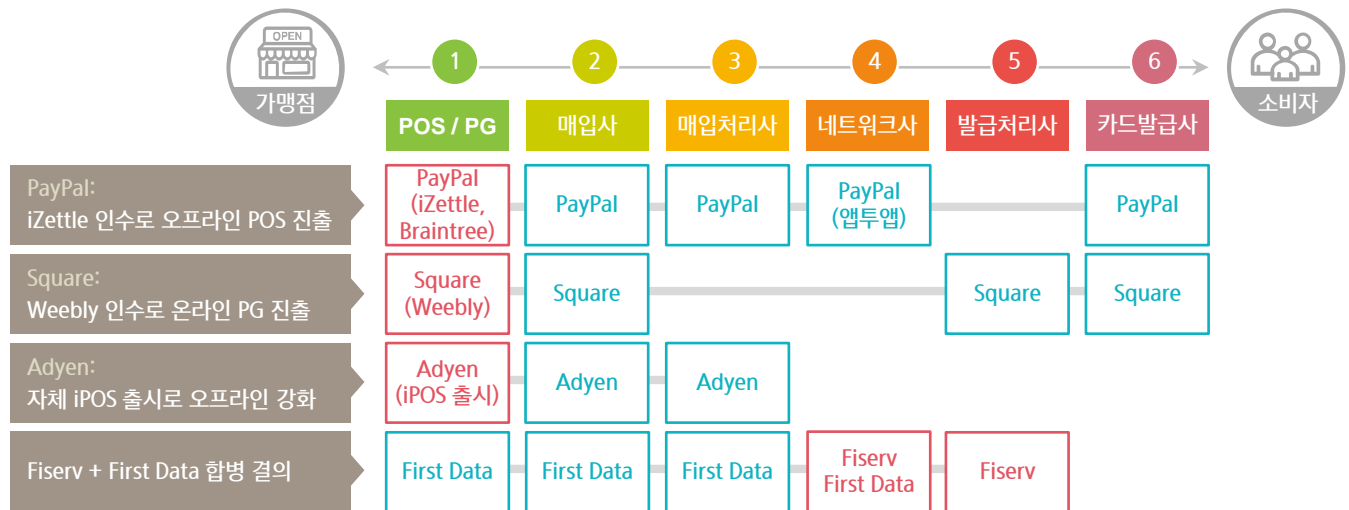
미국 결제시스템 상 기업들은 생존을 위해 플랫폼 구축에 앞다퉈 뛰어들고 있다. 1) 미국 결제시스템 상에서 얻을 수 있는 마진은 정해져 있는 가운데, 2) 네트워크 수수료를 제외한 마진이 규제 및 경쟁 강화로 하락 압력이 높아지고 있고, 3) 신규 기업들의 난립으로 각 기업들의 몫이 줄어들고 있기 때문이다. 즉, 플랫폼 구축을 통해 규모의 경제 혹은 범위의 경제를 확대하는 것이 궁극적인 목표인 것이다.

생존을 위한 몸부림 - 플랫폼을 완성하라!

플랫폼 구축 위한 영업 범위 확장 진행 중

각 업권별로 플랫폼 구축을 위한 영업 범위 확장은 다양한 형태로 나타나고 있다. 기존 결제 업체들의 경우, 1) 온라인PG사들은 오프라인 결제로의 확대와 더불어 단순 Gateway역할에서 결제 처리 프로세스까지 업무 범위를 확대하고 있고, 2) PayFac들은 End-to-End를 추구하고 있으며, 3) 기존 결제처리사들은 M&A를 통해 Front-end까지 업무영역을 확대하려고 노력 중이다. 여기에 최근에는 아마존과 같은 Retail 사업자들마저도 결제프로세스를 내재화하려는 노력을 기울이고 있다.

그림 35. 결제생태계 consolidation 진행 중



자료: 삼성증권 정리

기존 사업자들의 적극적 M&A를 통한 사업 강화

대형 업체들간 M&A 통한
사업 강화 활발

최근에는 미국 결제 시스템 상 기존 대형 업체들의 M&A를 통한 사업 강화 움직임이 활발히 이뤄지고 있다. 1) Fiserv와 First Data는 합병을 통한 수직 계열화로 사업을 강화하고, 2) MasterCard는 AI 등 기술 업체들의 인수를 통해 기존 사업 역량 강화에 주력하고 있다.

Fiserv(FISV US)의 First Data(FDC US) 인수

Fiserv와 First Data -
주식교환 결정

Fiserv와 First Data는 올해 1월 16일, 220억달러 (약 25조원) 규모의 주식교환을 결정하였다. 금융당국 심의가 현재 진행 중인 가운데, 심의를 통화할 경우, 올해 하반기 중 합병을 완료할 예정이다. 존속법인은 Fiserv이며 기존 Fiserv와 First Data 주주 지분율은 각각 57.5%, 42.5%이다. 이 두 기업의 합병은 미국 내 1위의 시스템 솔루션 사업자와 2위의 매입사간 합병을 통한 수직계열화 완성이라는 관점에서 의미를 찾을 수 있다.

Fiserv - 미국 1위 은행 계정계 시스템 솔루션 사업자

Fiserv - 대형 발급 처리사
기능

Fiserv는 미국 1위(2017년) 은행 계정계 (Core Banking)시스템 솔루션사업자로, 카드업무뿐 아니라 은행계좌에서 이루어지는 모든 금전거래를 기록하고 관리하는 back-end-processing 서비스를 제공한다. 순수한 결제처리업체는 아니지만, 카드결제의 밸류체인 상 발급사를 대행하여 결제처리를 담당하는 발급처리사 (Issuer Processor)로 기능한다.

First Data - 매입사 + ISO + 결제 Processor + 글로벌 Network

First Data - 미국 2위
매입사로 글로벌 네트워크
보유

First Data는 미국 2위 (결제건수 기준)의 매입사로 가장 적극적으로 사업 확대에 주력해 온 기업 중 하나이다. 일차적으로 업무 범위만 보더라도 단순 매입사에 만족하지 않고 업무영역을 POS기기를 공급하는 ISO 업무와 결제처리 업무까지 수직 계열화시키는데 성공하였다. 더 나아가, 미국을 넘어 100여개국에서 4,000여개 금융기관과 6백만개 이상의 가맹점들을 고객으로 확보하며 지역적으로 다각화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있다.

합병 이전부터 적극적
M&A 통한 시장 변화 대응

First Data는 Fiserv와의 합병 이전부터 신생업체의 부상에 적극적으로 대응해왔다. 1) POS기술 고도화, 온라인상거래, CRM, 보안솔루션 강화를 위해 2017년 CardConnet를 인수하였고, 2) 2012년 iPOS플랫폼인 Clover(5,610만달러)를 인수하였으며, 3) BoA, Wells Fargo, PNC 등 미국의 주요 은행들과의 JV를 통해서 ISV로도 업무 영역 확장을 시도하고 있다.

Fiserv와 First Data의 합병 - 상호보완적 전략

양사간 합병은 상호보완적
성격

Fiserv와 First Data간의 합병은 전략적으로 상호보완적 성격이 강하다. 1) 계정처리, 디지털뱅킹, 카드발급 프로세싱, 전자상거래 및 통합결제 기능을 확보하여, '가맹점-매입사-발급사'로 이어지는 end-to-end 결제처리 플랫폼을 구축할 수 있고, 2) 결제처리규모와 지역적 커버리지 측면에서 압도적인 규모의 경제를 달성하게 되며, 3) 이를 바탕으로 고객들에게 기존 서비스의 cross-selling은 물론이고 부가가치서비스도 보다 효과적으로 제공할 수 있기 때문이다.

양사 합병에 따른 시너지
기대

이는 궁극적으로 재무적 시너지로 귀결될 것으로 판단된다. 사측이 발표한 바에 따르면, 향후 5년 run-rate (합병 시너지가 100% 실현되는 시점) 시너지로 1) 매출증대 5억달러, 2) 비용절감 9억달러, 3) 순현금흐름 개선 36억달러가 예상된다.

재무적 시너지 활용 투자
확대 기대

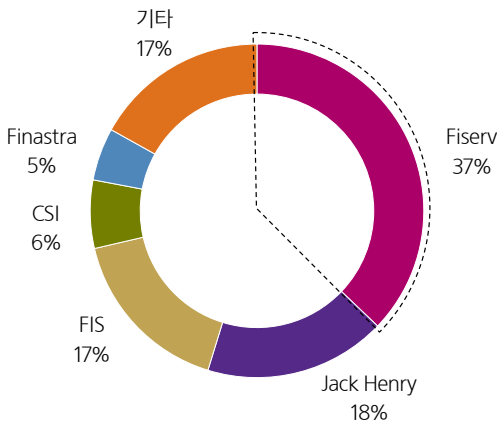
더 나아가, 양사는 추가적인 결제시장 지각 변동에 이러한 재무적 시너지를 활용하여 더욱 적극적으로 대응할 예정이다. 일례로, 합병 후, 데이터중심 솔루션, 리스크관리 고도화, 온라인상거래 등에 혁신투자(5억달러)를 단행할 계획인 것으로 알려져 있다.

합병 후 해결되어야 할 과제들

유기적 결합 여부와
멀티플랫폼 운영에 따른
효율성 저하 선결 필요

다만, 이러한 대형 M&A가 신생 기업들에 있어서 큰 위협이 될 지는 아직 단정하기 어렵다. 1) 업계 1, 2위 규모의 거대한 조직이 합쳐지는 것으로, 시스템과 조직문화의 유기적 결합까지는 여러 난관이 남아있고, 2) Adyen, Stripe 등 신생기업들은 통상 single 플랫폼인 것과 달리, Fiserv와 First Data의 합병 기업은 거대한 멀티플랫폼을 운영함에 따라 효율성이 떨어질 수 있으며, 3) 이에 따른 비용이 시너지 효과를 반감시킬 수 있기 때문이다.

그림 36. Fiserv는 미국 core banking(발급처리 포함) 점유율 (2017년)



자료: Fedfis

표 9. 한편 First Data는 미국 매입처리 업무 2위 사업자 (2017년)

순위	회사명	결제건수 (십억건)	결제대금 (십억달러)
1	Worldpay	25.4	1,108
2	First Data	20.5	797
3	Chase Commerce Solutions	18.9	1,105
4	BoA Merchant Services	16.6	894
5	Global Payments	7.4	376
6	Wells Fargo Merchant Services	5.7	405
7	Elavon	3.1	301
8	TSYS	1.4	128

자료: The Nilson Report

표 10. 합병에 따른 재무적 시너지 (Pro-forma)

(십억달러)	Fiserv	First Data	시너지*	합병법인
조정매출	5.5	8.6	0.5	14.6
조정영업이익	1.8	2.4	1.1	5.3
순현금흐름	1.2	1.5	0.9	3.6

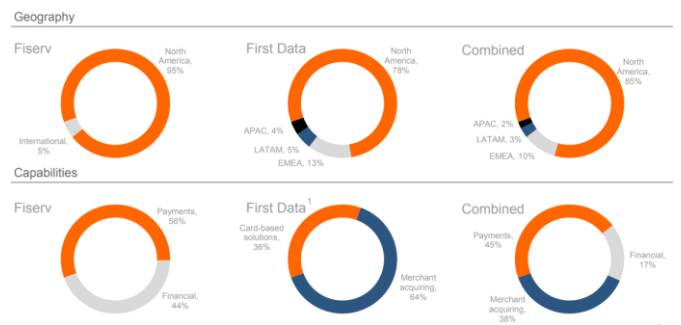
시너지 상세분석			
(백만달러)	비용절감	매출증대	
IT인프라	350	매입기능 커버리지 확대	200
영업시너지	200	결제솔루션 다양화	250
중복업무 통합	350	영업조직 확대	50
합계	900		500

참고: 2018년 9월말 기준 직전 12개월 수치

* 5년 이후 효과 인식 예정

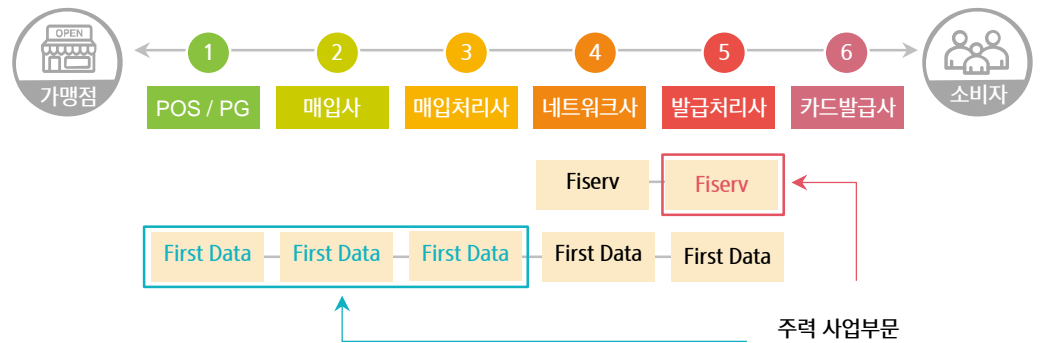
자료: Fiserv, First Data

그림 37. 합병 이후 지역적 커버리지 및 사업포트폴리오



자료: First Data, Fiserv

그림 38. 합병으로 카드발급처리부터 POS로 이어지는 결제솔루션 플랫폼 구축



자료: 삼성증권

MasterCard의 적극적인 M&A를 통한 사업 강화

1위와의 격차 축소 위해 다양한 방안 시도

MasterCard는 수익원 다각화를 통해 카드사기/사고방지, 로열티 프로그램 관리, 컨설팅서비스, 데이터분석 등 '기타수익' 부문 강화에 주력하고 있다. 앞 부분에서 다루었다시피 MasterCard는 비현금결제대금 증가에 따른 구조적인 수수료수익 증가에 따른 수혜를 직접적으로 누릴 수 있는 기업이다. 그러나, 2위 규모의 시장점유율을 보유한 동사는 현재의 위치에 안주하지 않고 1위인 Visa와의 격차 축소를 위해 다양한 방안을 시도하고 있는 것이다.

공격적인 M&A 통한 기타수익부문 역량 강화 노력

특히, 동사의 차별화된 행보는 기타수익부문의 역량을 강화를 위한 자체적인 신사업 개발뿐 아니라 공격적인 M&A에서 찾을 수 있다. 대표적인 인수 사례들로, 1) 15년 4월 클라우드 기반의 가맹점 마케팅/상품화 최적화 서비스를 제공하는 APT (Applied Predictive Technologies), 2) 17년 3월 행동기반 생체인식 보안솔루션을 제공하는 NuData Security, 3) 17년 7월 AI와 머신러닝을 통한 사이버보안 스타트업 Brighterion, 4) 16년 7월 ACH 청산 및 간편결제 관련 기업 Vocalink 등을 들 수 있다.

기타수익 5년간 연평균 20% 성장

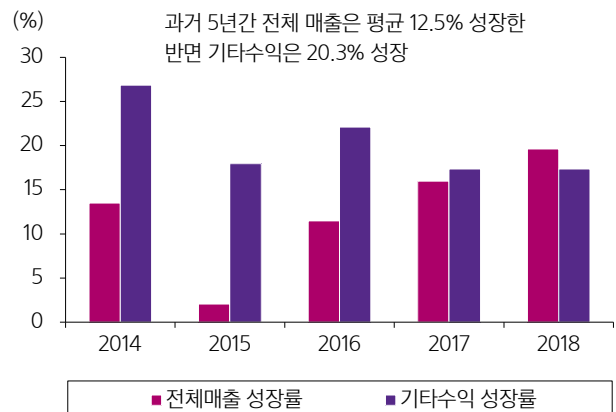
이러한 수익원 다각화 노력은 가시적인 성과로 발현되고 있다. 일례로, 1) 동사의 기타수익은 과거 5년간 연평균 20.3% 성장하며, 전체 매출(12.5%)보다 빠르게 증가하였고, 2) 부가가치서비스가 차별화된 경쟁력으로 인식되면서 신규 가맹점 및 발급사 파트너 확보 또한 가속화되고 있다. 실제로 지난 4Q18, 사측에서는 호주 빅4 은행 중 한 곳인 Westpac Banking과의 Deal이 성사된 이유에 대해서, 로열티 프로그램 관리서비스가 주요했던 것으로 언급한 바 있다.

표 11. MasterCard 최근 M&A 내역

피인수회사	시기	주요특징	규모
Oltio	18년 3월	모바일결제 및 banking 보안솔루션	
Brighterion	17년 7월	SI를 활용한 실시간 사이버보안	
NuData Security	17년 3월	사용자 행동분석을 통한 보안솔루션	
Vocalink	16년 7월	영국 결제인프라 기업	11억달러
APT	15년 4월	리테일 소프트웨어 컨설팅	6억달러

자료: 언론보도, 삼성증권

그림 39. MasterCard 기타수익 성장률 추이



자료: MasterCard

신규 사업자 - 규모의 경제 확보를 통한 플랫폼 강화

규모의 경제 확보 통한 플랫폼 강화 주력 - PayFac

신규 사업자들의 난립과 기존 사업자들의 견제 속에서 규모의 경제 확보를 통한 플랫폼 강화에 주력하는 양상도 나타나고 있다. PayFac들의 온-오프라인 진출을 통한 옴니채널 구축은 플랫폼 강화 노력의 대표적 사례이다.

PayFac - 옴니채널 구축으로 플랫폼 강화

온-오프라인간 결제흐름 일원화 수요 증가

결제사업자들의 옴니채널로의 확장은 고객기반과 결제 규모의 확대를 위해 필수적인 선택이 되었다. 온-오프라인 유통간 경계가 모호해지면서 가맹점들은 온라인, 오프라인 채널과 관계없이 결제흐름을 일원화하여 관리하려는 수요가 증가하고 있기 때문이다.

온라인에서 오프라인으로, 오프라인에서 온라인으로

PayFac - 온-오프라인 경계 외해의 중심

이러한 동향은 PayFac들에게서 가장 두드러지고 있다. 온라인 상의 PayFac들이 오프라인으로, 오프라인 PayFac들이 온라인으로 영역을 넘어서기 시작한 것이다. 온라인 기업인 PayPal과 Stripe는 2018년 각각 유럽 iZettle (22억달러)과 Index를 인수하며 M&A를 통해서, Adyen은 자체 POS기기 출시를 통해 오프라인 iPOS 시장에 대거 진출하기 시작했다. 반대로, 오프라인에서 iPOS기를 공급하며 출발한 Square는 웹페이지 제작사 Weebly(3.7억달러)를 인수하며 온라인으로 영역을 확장하고 있다.

다만, 옴니채널 전략은 각 사별로 차별화

Target 고객 전략 차별화

다만 회사별로는 옴니채널 전략이 다소 상이한 것으로 판단된다. 온라인에서 오프라인으로 확장하는 PayPal, Stripe, Adyen 등의 경우, 주로 중소형 가맹점 시장으로 진출하는 것이 목적이다. 이는 이들 가맹점들의 결제 솔루션 사업자에 대한 의존도가 높아 Lock-in 효과가 크고 수수료율이 상대적으로 높기 때문이다. 반면, 오프라인에서 온라인으로 확장하는 Square의 경우, 기존 중소형 가맹점 고객들보다 결제대금 규모가 큰 전자상거래 업체들을 확보하는 것이 주된 목적인 것으로 판단된다.

궁극적인 목표 - Big Data 활용 통한 가맹점 유입의 선순환 강화

결제 프로세스 지배력 강화 통한 규모의 경제 확대의 선순환 강화가 주목적

결제솔루션 사업자들이 수직계열화 혹은 수평확장을 추구하는 이유는 단순히 마진율 제고, 볼륨 확대가 아니다. 1) 전체 결제프로세스에 대한 지배력 확보를 통해 결제정보 (선호 결제수단, 빈도, 전자지갑 유무)를 총체적으로 수집, 분석하고, 2) 이를 기반으로 가맹점에게 customize된 부가가치 서비스를 제공함으로써 3) 가맹점 유입의 증가라는 선순환을 강화하는 것이 주된 목적인 것이다.

실제로 1) Square는 Square Capital을 설립하여 가맹점들의 결제정보를 바탕으로 단기대출을 제공하고 있으며, 2) PayPal 역시 working capital loan, PayPal Credit 등 결제 이외에도 다양한 부가상품을 취급하며 가맹점들의 유인과 Lock-in을 강화시키고 있다.

그림 40. 온라인 플랫폼의 오프라인 진출 (PayPal, Adyen)



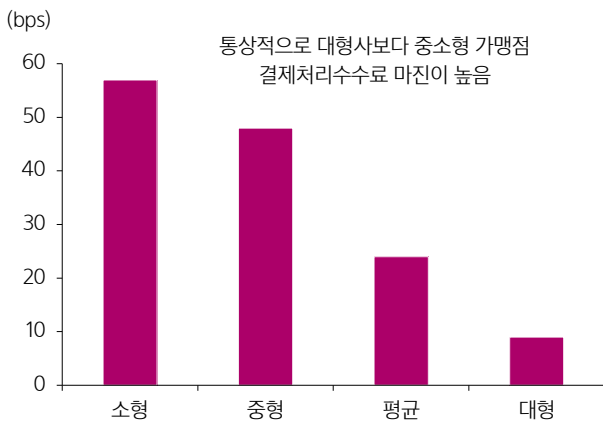
자료: 삼성증권 정리

그림 41. 오프라인 플랫폼의 온라인 진출 (Square)



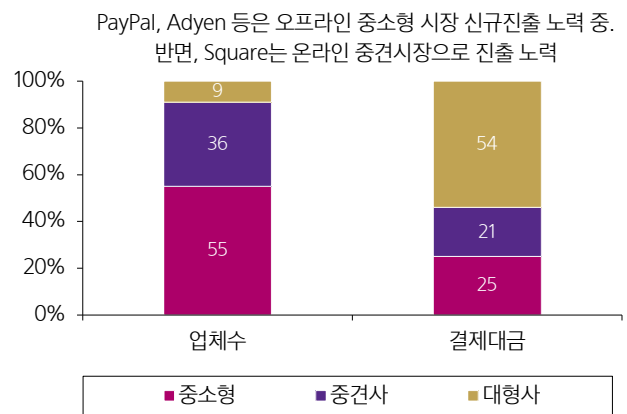
자료: 삼성증권 정리

그림 42. 미국: 가맹점 규모별 순결제수수료율* (2014년 기준)



참고: * 총결제처리수수료에서 네트워크수수료 및 정산수수료 차감
 소형: 5백만불 이하, 중형: 5백만불~1억불 미만, 대형: 1억불 이상
 자료: McKinsey

그림 43. 미국: 매출규모별 가맹점수 및 결제대금 비중 (2016년 기준)



참고: 중소형: 2,500만불 이하, 중견: 2,500만~5억불 미만, 대형: 5억불 이상
 자료: 미국인구조사국, Visa

Et tu, Brute? 초대형 가맹점의 결제 내재화 노력

가맹점들이 직접 결제처리 영역으로 진출

가맹점들이 직접 결제처리 영역으로 진출하는 사례들도 늘고 있다. 이는 전체적인 결제흐름 파악의 중요도가 높아졌기 때문이다. 특히, 다수의 하위가맹점 (sub-merchant)을 거느린 온라인상 거래업체들이 가장 적극적으로 나서고 있다. 결제서비스의 내재화를 통해 신규 가맹점들을 모집하고 생태계를 확장할 수 있기 때문이다.

대표적 사례 - 아마존페이

아마존페이 - 제3가맹점들까지 확대 제공

대표적인 사례로 아마존의 자회사인 아마존페이를 들 수 있다. 아마존페이는 소비자로 하여금 결제창에 이름, 카드정보, 배송지를 입력하는 대신 아마존 계정인증만으로 결제가 이루어지는 서비스다. 아마존은 13년부터 아마존페이를 자사 웹 페이지 외 제3가맹점들에게도 제공하고 있다.

PayFac으로 가능하며 정보를 확보

아마존페이는 직접 결제처리사를 보유하지 않지만, 대표 가맹점으로서 하위가맹점의 결제데이터를 취합하여 전속 결제처리사(Chase Paymentech)에 전송한다. 이 과정에서 PayPal과 유사하게 하위 가맹점을 대신하여 매입사, 결제처리사, PG사업무를 모두 수행하는 PayFac으로 가능하며 정보를 확보하게 되는 것이다.

아마존의 결제 시스템 상에서의 교섭력 강화

교섭력 강화 통한 수수료 인하 압박 가능

아마존은 기존 카드 결제구조를 대체하거나 변경하지는 않지만, 기존 결제 시스템 상 이해관계자들의 교섭력 약화로 이어질 수 있다. 아마존은 이미 글로벌 리테일 전자상거래의 13.3%를 차지하는 거대 가맹점인 가운데, 향후 아마존페이 결제대금 증가에 따라 발급사와 매입/처리사는 추가적인 수수료인하 압박이 커질 것으로 예상된다.

아마존페이의 더딘 성과와 그 이유

더딘 시장점유율 확대와 그 이유

다만, 현재까지는 아마존페이의 시장지배력 확대가 저조한 것으로 판단된다. 실제로 18년말 기준 미국 상위 500개 온라인소매업체 중 업계 1위인 PayPal의 시장점유율이 82%에 달하는 것에 비해 아마존페이를 탑재한 가맹점은 12%에 불과하다.

이처럼 아마존페이가 고전하고 있는 이유는 크게 다음 세 가지로 판단된다. 1) 대형가맹점은 아마존과 경쟁관계에 있어 이해상충의 문제가 있고, 2) 방대한 소비자/가맹점 네트워크와 금융기관 제휴사망을 보유한 PayPal이라는 대체수단이 존재하며, 3) 아마존페이는 카드 리워즈 (rewards) 연계가 불가능함에 따라 소비자들의 사용 유인이 적기 때문이다.

그림 44. 아마존: 리테일 온라인전자상거래 GMV* 점유율

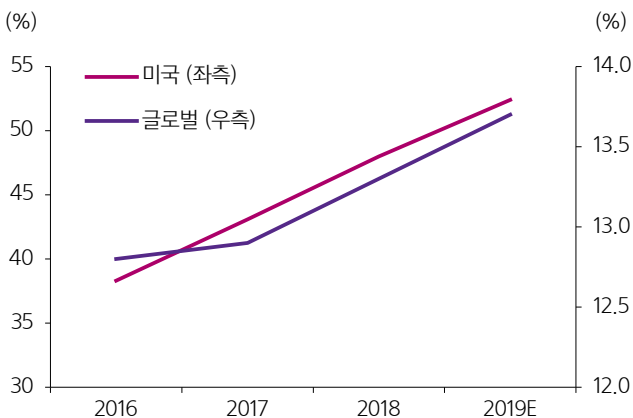
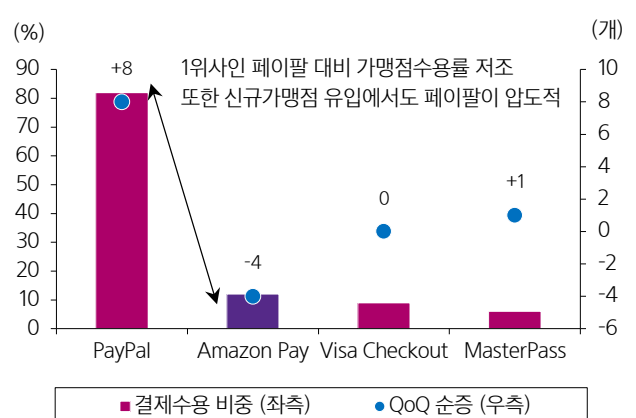


그림 45. 페이팔 vs 아마존페이 가맹점수용률 (2018년 12월말)



참고: * Gross Merchandise Value: 총거래액 자료: Statista

참고: 미국 상위 500개 온라인소매업체 기준 자료: InternetRetailer

Part 5. 투자전략

시장의 승자에 투자하라

미국 결제시스템 내의 Player에 대한 종목 선정은 잠재적 승자에 투자하는 것이 바람직하다. 현재 시장이 각 결제 부문별로, 그리고 각 부문마저도 다양한 기업들의 난립 속에 파편화된 가운데, 대형 업체들을 중심으로 Consolidation이 점차 빠르게 이뤄지기 시작하기 때문이다.

재주는 곰이 넘고, 돈은 왕서방이 얻는다 - 카드 네트워크사 (Visa, MasterCard)

현금 없는 사회로의 진화는
네트워크사의 이익 증대
의미

Visa와 MasterCard는 최후의 승자에 대한 예측이 필요 없는 분야이다. 이미 시장은 이들에게 양분되어 있는 가운데, 전세계적으로 현금 없는 사회로의 진화는 이들 네트워크사들의 이익 증대를 의미하기 때문이다.

한편, AMEX의 경우, 1) 네트워크사로서 규모의 경제 확대를 누릴 것으로 예상되는 가운데, 2) 제3당사자 형태의 카드사로써 경기에 따른 beta가 큰 점에 착안한 투자가 필요하다.

차별화된 사업모델로 초과성장을 노린다 - PayFac (PayPal, Square)

대형 PayFac의 영역 확대 -
리스크보다 고객
Lock-in에 초점

반면, PayFac의 경우에는 이미 어느 정도 플랫폼이 구축된 단계인 만큼, 승자에 대한 예측이 대략 가능하다. 다만, 현재의 주가 흐름은 PayFac의 우수한 비즈니스 모델에도 불구하고, 이들의 온/오프라인 및 여신업무로의 확장에 따른 리스크가 오히려 과도하게 반영된 결과로 판단된다. 우리는 이러한 시장의 우려와 달리, PayPal 및 Square의 성공 가능성을 보다 높이 보는데, 이들 기업의 사업 방향이 고객기반을 보다 공고히 하는 효과가 더 크다고 판단하기 때문이다.

예측 불가능한 부분 - 최종 모바일 Pay의 승자는 미지수

Pay 시장 전쟁의
승자는 미지수

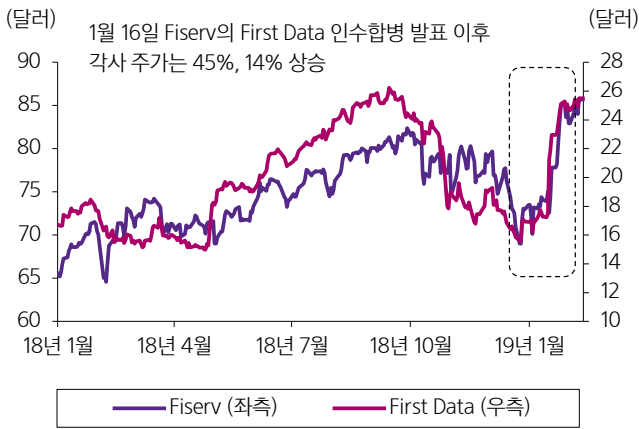
우선 최종적으로 어느 Pay가 최종적으로 승자의 자리에 오를지는 현 시점에서 예측 불가능한 만큼, Pay 단계의 기업들에 대한 종목선정은 무의미하다. 비록 현재 Apple Pay와 Starbucks App이 미국 Mobile Payment의 강자로 부상하고 있지만, 여전히 시장은 걸음마 단계에 있고, 최근에는 다양한 기업들이 각자의 Pay를 들고 시장에 진출하고 있으며, 기존의 카드사 등의 입장에서는 단일 Payment 플랫폼의 등장을 막기 위한 전략까지 펼치고 있기 때문이다.

향후 결제관련 기업간 M&A에도 관심 필요

기업간 M&A에 초점

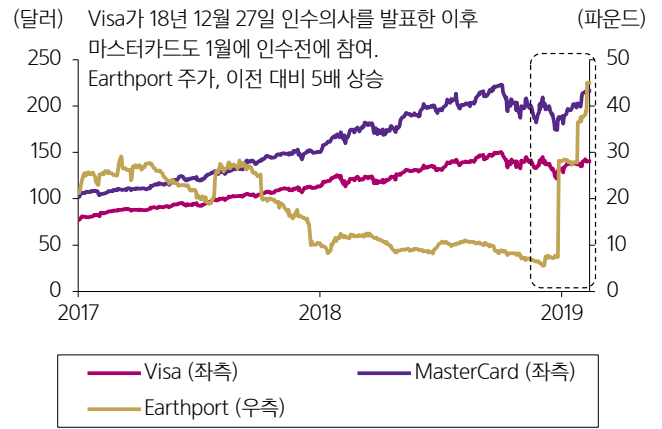
한편, 향후 결제관련 기업들간의 M&A에 관심을 가질 필요가 있다. 물론, M&A가 있을 기업과 그 시기를 예측하는 것은 현실적으로 불가능하다. 다만, 최근 여러 결제 기업들간의 M&A를 보면, 성장 사업에서 M&A가 규모의 경제, 범위의 경제, 혹은 수익성 제고를 동반함에 따라 M&A 발표 이후 기업들의 주가가 높은 주가수익률을 보인 만큼, 이러한 event에 대한 적극적 대응이 필요하다. 최근 Fiserv와 First Data는 합병 발표 이후 주가가 현재까지 각각 14% 및 45% 급등하였다. 또한, Visa와 MasterCard간 인수전의 목표가 된 Earthport의 경우, 18년 12월 27일 Visa가 인수를 발표한 직후 4배 상승하였고, 현재까지도 인수전이 발생하기 이전에 비해 5배이상의 주가수익률을 보이고 있기 때문이다.

그림 46. Fiserv와 First Data 합병관련 주가흐름



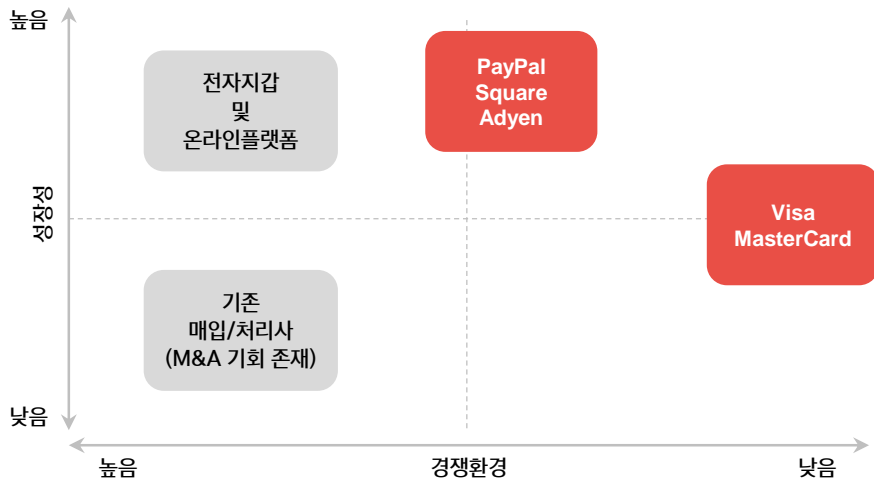
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 47. Visa와 MasterCard의 Earthport 인수전 주가흐름



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 48. 투자전략: 시장의 잠재적 승자에 주목할 필요



자료: 삼성증권

표 12. 미국 결제시장 Valuation Matrix

기업명		Visa	MasterCard	AMEX	PayPal	Square	Adyen
종목코드		V US	MA US	AXP US	PYPL US	SQ US	ADYEN NA
시총 (백만달러)		281,796	223,294	88,528	107,783	30,388	21,381
PER (배)	FY18	32.4	29.1	11.2	42.5	289.3	270.8
	FY19E	26.4	28.7	12.8	31.8	158.4	174.6
	FY20E	22.8	24.2	11.7	26.4	104.5	116.2
PBR (배)	FY18	10.7	36.1	3.7	6.4	17.4	n/a
	FY19E	8.8	29.4	3.7	6.5	25.4	35.1
	FY20E	8.1	18.8	3.2	5.8	21.8	27.0
ROE (%)	FY18	30.9	107.9	34.4	13.1	(9.2)	20.2
	FY19E	33.2	111.2	30.6	18.5	3.7	23.1
	FY20E	35.7	99.9	29.8	21.0	5.4	25.8
EV/EBITDA	FY18	22.7	25.4	8.1	33.5	220.8	n/a
	FY19E	18.4	22.1	n/a	21.5	118.0	117.9
	FY20E	16.3	19.1	n/a	18.1	70.7	80.5
EPS (달러, 유로*)	FY18	5.0	5.6	7.9	(0.2)	1.7	2.4
	FY19E	5.3	7.5	8.1	0.5	2.9	3.7
	FY20E	6.2	8.9	9.0	0.7	3.5	5.5
BPS (달러, 유로*)	FY18	14.1	5.2	26.0	13.1	2.0	n/a
	FY19E	16.0	7.4	28.5	14.2	2.9	18.2
	FY20E	17.4	11.5	32.7	15.9	3.4	23.6
EPS 성장률 (%)	FY18	57.9	53.4	166.1	16.8	66.0	n/a
	FY19E	15.2	16.2	11.1	19.2	71.9	n/a
	FY20E	16.1	18.6	10.1	20.8	51.5	50.3
배당수익률	FY18	0.7	0.6	1.6	0.0	0.0	0.0
	FY19E	0.7	0.5	1.5	0.0	0.0	0.0
	FY20E	0.8	0.6	1.6	0.0	0.0	0.0
배당성장률 (%)	FY18	19.9	19.2	18.7	0.0	0.0	0.0
	FY19E	18.8	15.1	19.8	0.5	0.0	0.0
	FY20E	17.9	14.0	19.1	0.0	0.0	0.0

참고: * Adyen Euronext 네덜란드 증시상장
2019년 2월 11일 종가기준

자료: Bloomberg 컨센서스, 삼성증권



이명준
Analyst
ml27.lee@
samsung.com
02 2020 7768

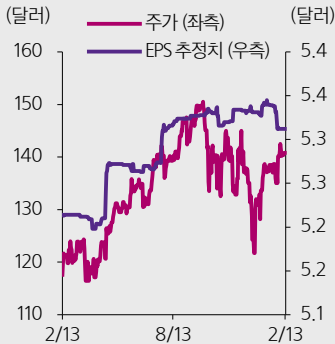
AT A GLANCE

현재주가	140.8 USD
블룸버그 평균 목표주가	161.7 USD
시가총액	282.6 십억달러
Shares (float)	1,738.6 백만주 (99.3%)
52 주 최저//최고	116.0 / 151.6 달러
90 일-평균거래대금	1.4 십억달러
국가	US
상장거래소	New York
산업	Diversified Finan Serv

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Visa (%)	1.7	0.5	20.7
NYSE 대비 (%pts)	(2.1)	4.8	21.6

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

Visa (V US)

모든 길은 비자로 통한다

WHAT'S THE STORY

기업개요 - 글로벌 1위 결제네트워크 사업자: Visa는 글로벌 시장점유율 (중국제외) 50% 이상의 1위 카드 네트워크 사업자로, 결제관련 서비스 및 솔루션을 제공. 한국의 카드사와는 달리 동사는 카드 발급사와 매입사 사이에서 거래처리 (인증, 청산, 결제) 및 서비스를 제공하고 네트워크 운영규칙을 제정하는 역할을 담당. 따라서 동사의 주요 수익원은 결제처리 및 서비스에 대한 수수료수익이며, 여신 업무는 취급하지 하지 않음.

동사의 수수료 수익은 결제량 및 결제금액 모두에 비례하여 증가하는 구조. 이는 거래처리에 부과하는 네트워크 수수료가 거래마다 고정된 금액이 부과되는 것과 더불어 결제대금에 일정 비율을 합산하여 책정되는 구조이기 때문. 또한 대규모 자본이 요구되지 않는 수수료 비즈니스의 특성상 자본효율성이 높고, 인건비가 비용의 대부분을 차지하여 영업 레버리지도 큰 편.

매출구성은 서비스수수료 34.2%, 데이터처리수수료 34.6%, 국제거래수수료 27.6% 등.

간편결제 및 온라인상거래 증가에 따른 구조적 성장 가능: 간편결제 및 온라인상거래의 확산에 따라 동사 수수료수익의 구조적인 성장을 전망. 시장조사에 따르면 글로벌 비현금 결제규모는 2021년까지 연평균 12% 증가할 것으로 기대되고, 카드 침투율도 동기간 42%에서 54%로 확대될 것으로 예상. 또한, 신기술 출현에 따른 수익성 악화 가능성은 제한적이라고 판단하는데, 이는 1) 애플페이와 같은 신규 결제방식도 대부분 기존의 직불/신용카드 결제망에서 이루어지고, 2) 네트워크 수수료율은 결제수단(POS, 온라인, 간편결제)과 무관하게 일정한 수준을 유지하고 있기 때문.

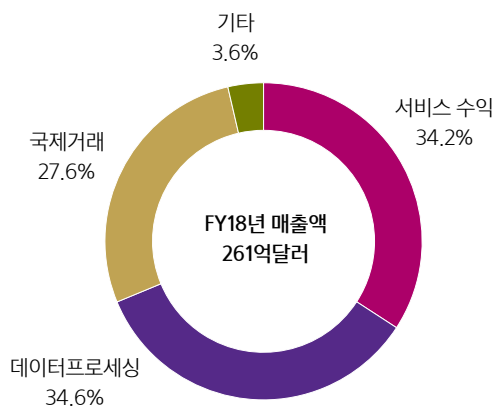
Visa Europe 인수에 따른 시장지배력 확대 전망: 동사는 16년 6월 Visa Europe을 인수한 이후, 18년 하반기 고객이전 및 네트워크 통합효과 가시화에 따라 유럽사업부문의 경쟁력이 강화될 것으로 예상. 1) 통합에 따른 네트워크 상 규모의 경제 확보, 2) Visa 본사의 디지털 결제기능 및 리스크 관리 등 신규 서비스 도입에 기인. 또한, 향후 수수료율 협상에 따른 추가적인 수익성 개선도 가능한데, 이는 기존 Visa Europe의 수수료율이 MasterCard 대비 현저히 낮았기 때문.

Visa Direct를 통해 B2B 시장에서의 기회 모색: 동사는 B2B 결제시장에서의 성장 기회가 크다고 판단, 1) Visa Direct라는 직불카드간 실시간 송금/수금 플랫폼과, 2) Visa B2B Connect라는 블록체인 기반의 결제 플랫폼 출시. 특히, Visa Direct는 송금인이 특정계좌에 자금을 보낼 수 있는 "Push Payment"로, B2B 외에도 P2P(SQ Cash, Paypal Venmo와 제휴), B2C(보험금 및 대출금 지급) 등으로 확장 적용 가능. Visa Direct는 중소형가맹점들을 중심으로 수표 및 은행이체를 대체하고 편리한 현금흐름관리 수단으로 자리잡을 수 있을 것으로 전망.

안정적인 이익성장은 꾸준한 주주가치제고 정책으로 귀결: 동사의 독점적인 지위, 높은 진입장벽, 구조적인 이익성장 스토리는 배당과 자사주매입을 병행한 적극적인 주주가치제고정책으로 귀결. 동사의 배당성향은 20% 초반에 불과하지만, 배당을 점진적으로 상향하는 Progressive 정책을 유지하여 DPS는 10년간(FY14년 제외시) 증가. 또한 자사주 매입규모도 중장기적으로 확대함에 따라 지난 10년간 주가가 6배 이상 상승하였음에도, 주주수익률을 3%로 매력적인 수준으로 관리.

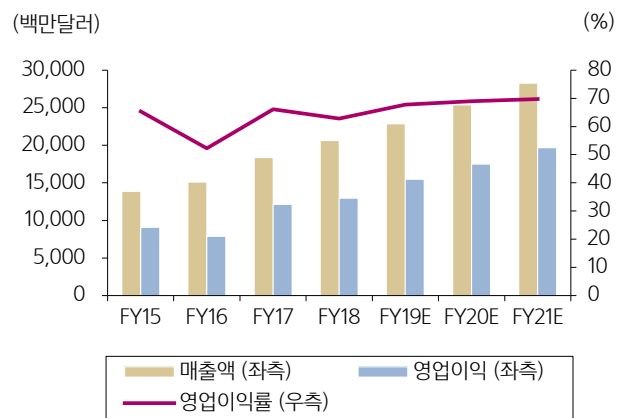
정산수수료 규제리스크 - 영향 제한적 전망: 각국 규제당국으로부터 불공정거래 및 반독점법과 관련 지속적인 수수료율 인하 압박 요인이 존재. 이는 동사가 MasterCard와 함께 글로벌 시장에서의 압도적인 시장점유율을 점유하고 있기 때문. 실제로 1) EU는 2016년 Debit과 Credit 결제에 대해 각각 20bp, 30bp의 정산수수료율 상한 규제를 도입하였고, 2) 미국에서도 카드 네트워크사 (Visa/MasterCard 및 발행사)들과 가맹점간 진행된 소송에서 18년 9월 카드 네트워크사들이 624억달러를 배상하기로 합의. 이러한 소송은 법무비용 및 총당금 설정 등 단기적으로 수익성을 저해하는 요인으로 작용 가능. 다만, 동사 네트워크의 중장기 수익성에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단하는데, 이는 1) 정산수수료는 네트워크사의 수익이 아니라 발행사의 몫으로 수취되고, 2) 네트워크 수수료는 통상적으로 규제대상에 포함되지 않기 때문.

그림 49. Visa 영업수익 구성



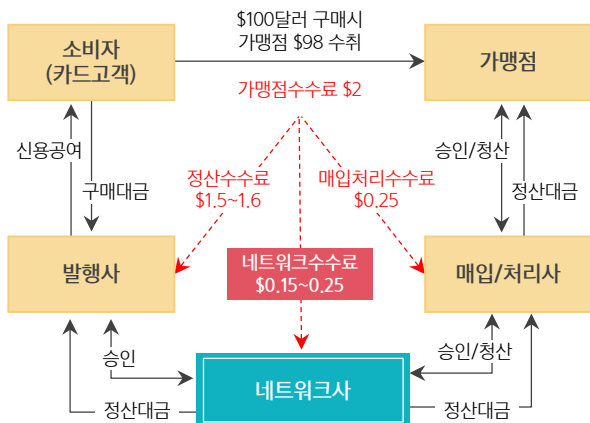
참고: FY18년(9월 결산) 기준
자료: Visa

그림 50. Visa 영업실적 추이



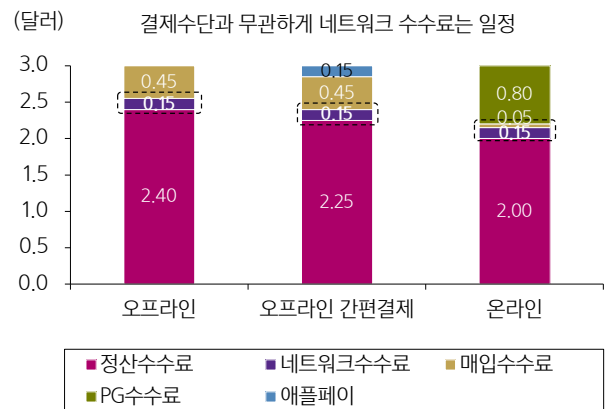
참고: FY18년(9월 결산) 기준
자료: Visa

그림 51. Visa 사업구조 (4당사자 네트워크 모델)



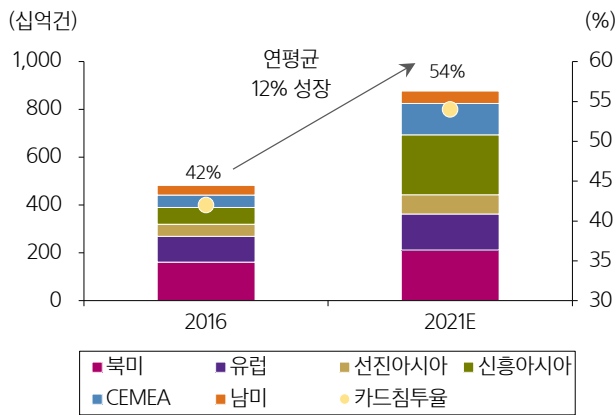
자료: 한국금융연구원, Visa

그림 52. 결제수단별 가맹점수수료 breakdown



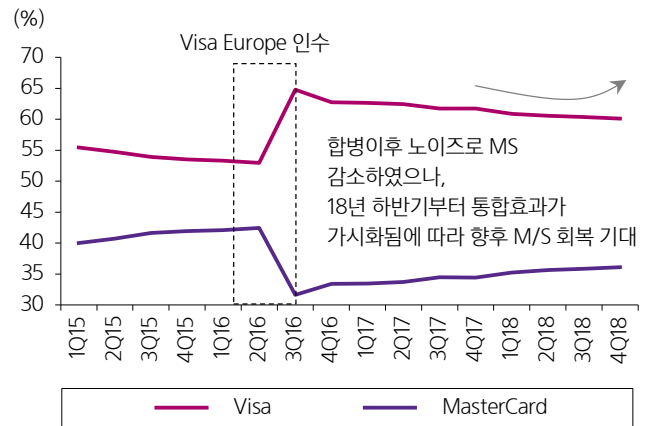
자료: Business Insider, Cantor Fitzgerald, Apple

그림 53. 글로벌 비현금 결제규모 및 카드 침투율 증가 전망



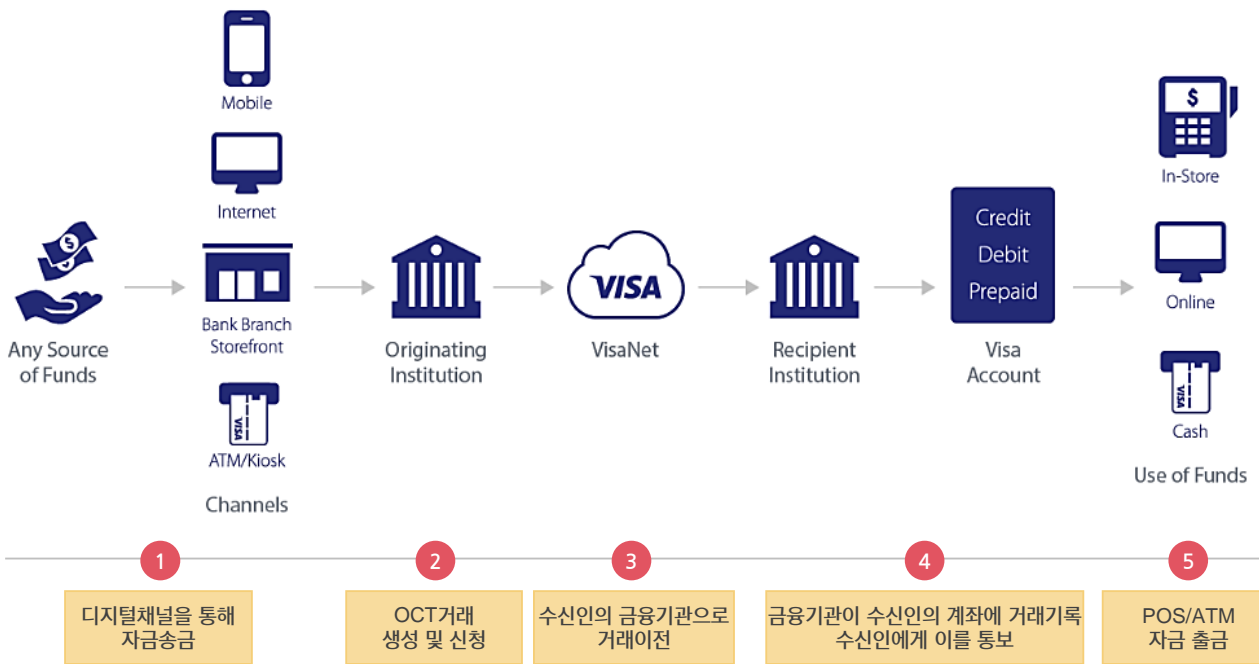
참고: FY18년(9월 결산) 기준
 자료: Capgemini Financial Services, Bernstein Research, 삼성증권

그림 54. 국제거래 M/S: 비자유업 통합효과 가속화로 M/S 회복 기대



자료: Visa, Thomson Reuters 컨센서스

그림 55. Visa Direct(실시간 송금)로 B2B, P2P에서의 성장기회 모색



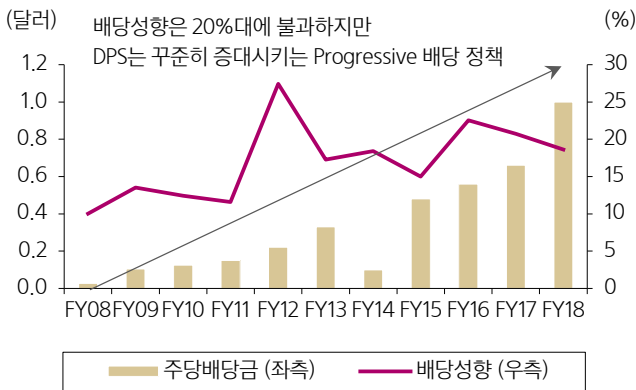
자료: Visa, 삼성증권

표 13. 각국 카드 수수료 관련 규제 현황

국가별	연도	내용
미국	2005년	카드 정산수수료의 반독점법 위반 여부를 쟁점으로 1천만개 이상 가맹점들이 비자/마스터카드 집단소송
	2010년	Durbin Amendment (Dodd-Frank법) 제정: 직불카드 정산수수료 cap 설정 (22센트+0.05%)
	2018년	2005년 집단소송과 관련 비자/마스터카드는 일부 사안에 대해 62억달러 배상금 합의 나머지 사안에 대해서는 소송 진행 중
EU	2015년	IFR(Interchange Fee Regulation)제정: 신용 및 직불카드 정산수수료 cap을 각각 0.3%, 0.2%로 설정
	2018년	AMEX를 포함한 3당사자 네트워크도 규제대상에 포함
호주	2017년	호주중앙은행이 신용 및 직불카드 정산수수료 cap을 각각 0.88%, 16.5센트(0.22%)로 설정

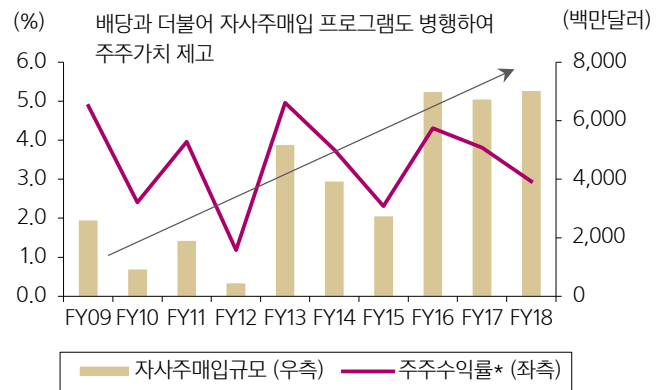
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

주당배당금 및 배당성장 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

자사주매입 규모 및 주주수익률* 추이



참고: * 주주수익률(부채상환 제외) = 배당수익률+자사주매입수익률
자료: Bloomberg, 삼성증권

Visa 실적요약

(백만달러)	1QFY17	2QFY17	3QFY17	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	FY2016	FY2017	FY2018
순매출액	4,461	4,477	4,565	4,855	4,862	5,073	5,240	5,434	5,506	15,082	18,358	20,609
서비스수익	1,918	1,993	1,948	2,116	2,146	2,253	2,196	2,323	2,342	6,747	7,975	8,918
데이터처리수익	1,892	1,843	1,984	2,067	2,147	2,127	2,359	2,394	2,470	6,272	7,786	9,027
국제거래수수료	1,489	1,469	1,571	1,792	1,666	1,752	1,830	1,963	1,851	4,649	6,321	7,211
기타수익 (고객인센티브)	203	203	209	226	229	230	229	256	299	823	841	944
	(1,041)	(1,031)	(1,147)	(1,346)	(1,326)	(1,289)	(1,374)	(1,502)	(1,456)	(3,409)	(4,565)	(5,491)
영업비용	1,361	1,669	1,541	1,643	1,535	1,737	2,355	2,028	1,789	7,199	6,214	7,655
인건비	571	704	698	655	679	824	852	815	807	2,226	2,628	3,170
마케팅비	218	193	221	290	223	261	240	264	276	869	922	988
네트워크/처리 비용	145	150	158	167	160	169	169	188	173	538	620	686
전문자문비용	80	83	102	144	92	108	112	134	91	389	409	446
유무형자산상각비	146	131	132	147	145	153	152	163	159	502	556	613
일반관리비	186	406	230	238	236	222	230	457	276	796	1,060	1,145
기타	15	2	0	2	0	0	600	7	7	1,879	19	607
영업이익	3,100	2,808	3,024	3,212	3,327	3,336	2,885	3,406	3,717	7,883	12,144	12,954
영업외손익	(121)	(106)	(110)	(113)	(88)	(119)	(73)	132	(87)	129	(450)	(148)
세전이익	2,979	2,702	2,914	3,099	3,239	3,217	2,812	3,538	3,630	8,012	11,694	12,806
지배순이익	2,070	430	2,059	2140	2,522	2,605	2,329	2,845	2,977	5,991	6,699	10,301

참고: 9월말 결산 기준 자료: Visa, Bloomberg, 삼성증권

표 14. 기업 개요

기업 개요	• 미국에 본사를 둔 글로벌 신용/직불 카드네트워크 사업자
설립	• 1958년 설립
주요 전략/ 최근 이슈	• 소매시장에서 온라인 및 모바일결제 확산에 따른 구조적인 성장 전망 • 최근 B2B결제영역에서의 점유율 확대를 위해 자사의 직불카드망 활용방안 및 블록체인 결제방식 등을 모색 중
주요 주주	• Vanguard Group (7.6%) • Black Rock (7.0%)

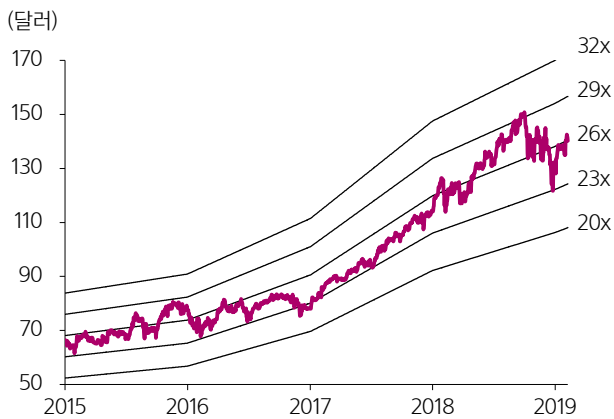
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 56. 시가총액 장기 시계열



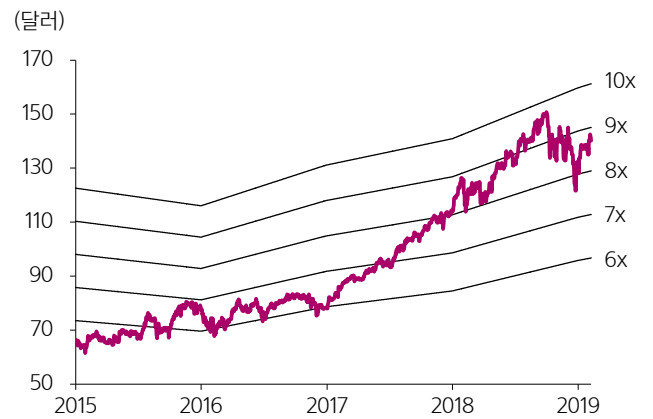
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 57. Visa P/E 밴드차트



자료: Bloomberg

그림 58. Visa P/B 밴드차트



자료: Bloomberg

포괄손익계산서

9월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
매출액	12,702	13,880	15,082	18,358	20,609
매출원가	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
판매관리비	1,407	1,419	1,573	1,982	2,133
R&D비용	0	0	0	0	0
기타영업비용	3,163	2,903	5,032	3,676	4,909
EBITDA	8,132	9,558	8,385	12,700	13,567
유무형자산상각비	435	494	502	556	613
영업이익	7,697	9,064	7,883	12,144	12,954
영업외손실	(27)	69	(129)	450	148
세전이익 (조정)	8,177	9,119	9,824	11,713	13,413
비경상손실	453	124	1,812	19	607
세전이익 (GAAP)	7,724	8,995	8,012	11,694	12,806
법인세비용	2,286	2,667	2,021	4,995	2,505
비지배지분귀속순이익	0	0	0	0	0
지배순이익 (GAAP)	5,438	6,328	5,991	6,699	10,301
EPS (GAPP, 달러)	2.18	3.20	2.76	3.18	5.03
희석 EPS (달러)	2.15	2.58	2.48	2.80	4.42

현금흐름표

9월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
영업활동에서의 현금흐름	7,205	6,584	5,574	9,208	12,713
당기순이익	5,438	6,328	5,991	6,699	10,301
감가상각비 & 무형자산상각비	435	494	502	556	613
비현금항목	(190)	296	(1,216)	1,653	(386)
비현금 운전자본 변동	1,522	(534)	297	300	2,185
투자활동에서의 현금흐름	(941)	(1,435)	(10,916)	735	(3,084)
고정&무형자산 변동	(553)	(404)	(523)	(695)	(704)
인수&사업매각	(149)	(93)	(9,082)	(302)	(196)
기타	(239)	(938)	(1,311)	1,732	(2,184)
재무활동에서의 현금흐름	(6,478)	(3,603)	7,477	(5,924)	(11,240)
배당금	(1,006)	(1,177)	(1,350)	(1,579)	(1,918)
차입금의 증가(감소)	0	0	15,971	2,488	(1,750)
자본금의 증가(감소)	(3,937)	(2,744)	(6,999)	(6,742)	(7,028)
기타	(1,535)	318	(145)	(91)	(544)
현금증감	(215)	1,547	2,101	4,255	(1,712)
기초현금	2,186	1,971	3,518	5,619	9,874
기말현금	1,971	3,518	5,619	9,874	8,162
Free cash flow	6,652	6,170	5,051	8,501	11,995

참고: * P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 기업명, 삼성증권 추정

재무상태표

9월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
유동자산 총계	9,562	10,021	14,313	19,023	18,216
현금 및 현금성자산	3,950	6,015	8,938	13,438	11,709
매출채권	822	847	1,041	1,132	1,208
기타유동자산	4,790	3,159	4,334	4,453	5,299
비유동자산 총계	29,007	29,346	49,722	48,954	51,009
순 유형자산	1,892	1,888	2,150	2,253	2,472
장기투자금	3,015	3,384	3,931	1,926	4,082
기타 비유동자산	24,100	24,074	43,641	44,775	44,455
자산 총계	38,569	39,367	64,035	67,977	69,225
유동부채 총계	6,006	5,355	8,046	9,994	11,305
매입채무	2,671	2,490	2,869	2,949	3,656
기타 유동부채	3,335	2,865	5,177	5,296	7,649
비유동부채 총계	5,150	4,170	23,077	25,223	23,914
장기차입금	0	0	15,882	16,618	16,630
기타 비유동부채	5,150	4,170	7,195	8,605	7,284
부채 총계	11,156	9,525	31,123	35,217	35,219
우선주 및 하이브리드증권	0	0	5,717	5,526	5,470
보통주자본 및 주식발행초과금	18,299	18,073	17,395	16,900	16,678
이익잉여금	9,131	11,843	10,462	9,508	11,318
자본 총계	27,413	29,842	32,912	32,760	34,006
부채 및 자본 총계	38,569	39,367	64,035	67,977	69,225

재무비율 및 주당지표

9월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
증감률 (%)					
매출액	7.8	9.3	8.7	21.7	12.3
영업이익	6.3	17.8	(13.0)	54.1	6.7
순이익	9.2	16.4	(5.3)	11.8	53.8
희석 EPS	13.7	47.2	(13.8)	15.3	57.9
주당지표					
희석 EPS	2.2	2.6	2.5	2.8	4.4
BPS	11.1	12.3	11.6	13.1	14.1
DPS (보통주)	0.1	0.5	0.6	0.7	1.0
Valuations (배)					
P/E*	24.7	27.8	28.7	30.6	32.4
P/B*	4.8	5.7	7.1	8.0	10.7
EV/EBITDA	15.4	16.8	24.1	17.9	22.9
비율					
ROE (%)	20.0	22.1	21.0	24.6	36.9
ROA (%)	14.6	16.2	11.6	10.1	15.0
ROIC (%)	17.3	19.7	13.5	12.5	18.4
배당성향 (%)	18.4	15.0	22.5	20.7	18.6
배당수익률 (보통주, %)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

2019. 2. 14



이명준
Analyst
ml27.lee@samsung.com
02 2020 7768

MasterCard (MA US)

형보다 나은 아우

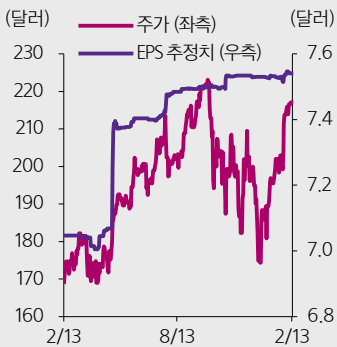
AT A GLANCE

현재주가	217.1 USD
블룸버그 평균 목표주가	236.1 USD
시가총액	223.8 십억달러
Shares (float)	900.9 백만주 (88.4%)
52 주 최저//최고	165.6 / 225.4 달러
90 일-평균거래대금	0.9 십억달러
국가	US
상장거래소	New York
산업	Diversified Finan Serv

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
MasterCard (%)	10.6	6.9	31.1
NYSE 대비 (%pts)	6.8	11.2	32.0

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

WHAT'S THE STORY

기업개요 - 독점적 지위에 있는 글로벌 카드네트워크 사업자: MasterCard는 결제관련 서비스와 솔루션을 제공하는 네트워크 사업자로 Visa와 함께 글로벌시장 양분. 동사는 결제시스템내에서 발행사와 매입사를 연결하고, 운영규칙을 제정하여 네트워크 품질 관리. 따라서 일반적인 카드사와 달리 여신업무는 담당하지 않으며, 대부분의 수익은 결제관련 수수료와 부가서비스에서 발생.

동사의 수수료 수익은 결제량 및 결제금액 모두에 비례하여 증가하는 구조. 이는 거래처리에 부과하는 네트워크 수수료가 거래마다 고정된 금액이 부과되는 것과 더불어 결제대금에 일정 비율을 합산하여 책정되는 구조이기 때문. 또한 대규모 자본이 요구되지 않는 수수료 비즈니스의 특성상 자본효율성이 높고, 인건비가 비용의 대부분을 차지하여 영업 레버리지도 큰 편. 그 결과 지난 5년간 영업이익률이 60%를 상회하였고 ROE도 20% 이상을 꾸준히 시현.

2018년 기준 영업수익은 국내네트워크수수료 28%, 국제거래수수료 23%, 거래처리수수료 34%, 기타수익 15% 등으로 구성.

공격적 M&A를 통한 Value-added-service 강화로 차별화 추구: 동사는 Visa 대비 카드 고객 기반 및 커버리지 상의 열위를 데이터보안, 머신러닝, 컨설팅 등 부가가치 서비스를 통한 차별화로 극복 중. 특히, 2015년 Applied Predictive Tech(데이터분석), 2017년 NuData Security(데이터보안), Brighterion(인공지능) 등 공격적인 M&A로 관련 서비스 라인업을 강화. 그 결과 동사 매출에서 기타수익으로 분류되는 비결제처리수익은 15%를 차지하여, Visa(3%)를 압도. 이러한 기타매출은 결제처리사업에 비해 마진은 낮지만, 가맹점의 시스템과 밀접한 솔루션사업의 특성상 가맹점들을 lock-in시키는 효과가 크다는 점에 초점 필요. 실제로 최근 MasterCard의 결제대금 성장률이 Visa를 상회하였으며, 향후 19~21년 가이드선도 경쟁사 대비 긍정적으로 제시.

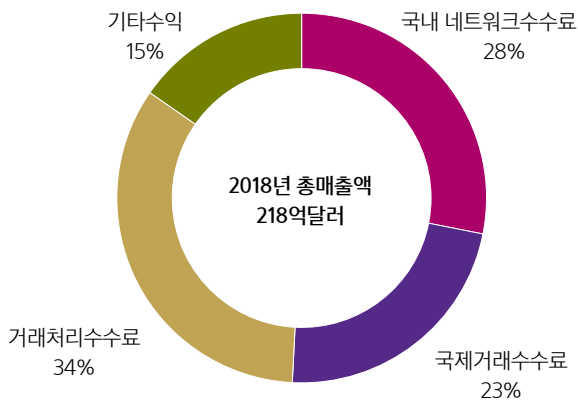
간편결제 및 온라인상거래 증가라는 메가트렌드 수혜: 간편결제 및 온라인상거래의 확산에 따라 동사 수수료수익의 구조적인 성장 전망. 시장조사에 따르면 글로벌 비현금 결제 규모는 2021년까지 2016년 대비 82% 증가할 것으로 기대되고, 카드 침투율도 동기간 42%에서 54%로 확대될 것으로 예상. 또한, 신기술 출현에 따른 수익성 악화 가능성은 제한적이라고 판단하는데, 이는 1) 애플페이와 같은 신규 결제방식도 대부분 기존의 직불/신용카드 결제망에서 이루어지고, 2) 네트워크 수수료율은 결제수단(POS, 온라인, 간편결제)과 무관하게 일정한 수준을 유지하고 있기 때문.

B2B를 통한 추가 성장 기회 존재: 동사는 B2B결제시장에서의 성장기회가 크다고 판단, 점유율 증대를 위해 노력 중. 1) 중소형가맹점 시장에서는 경쟁사의 Visa Direct와 유사한 실시간 "Push Payment" 플랫폼인 MasterCard Send를, 2) 기업간 결제시장에서는 ACH망을 활용한 B2B Hub 플랫폼을 출시. 그 결과, 동사는 신용, 직불, 전자수표, ACH 결제 역량을 모두 확보하여, 고객 니즈에 유연한 대응이 가능해졌고, 2016년 ACH망의 거래 처리속도를 기존 2~3일에서 수분으로 단축할 수 있는 Vocalink를 인수하며 이러한 역량을 더욱 강화시키고 있음.

안정적인 주주환원 정책: 동사의 구조적인 이익성장과 높은 수익성, 안정적인 사업모델은 적극적인 주주환원으로 귀결. 비록 배당성향은 20% 초반에 불과하지만, DPS는 10년간 꾸준히 증가하였으며, FY9년과 FY10년을 제외 시, 동기간 자사주 매입 규모도 꾸준히 확대. 그 결과 장기적으로 지속된 주가상승과 더불어 주주수익률도 꾸준히 3% 내외의 수준을 유지.

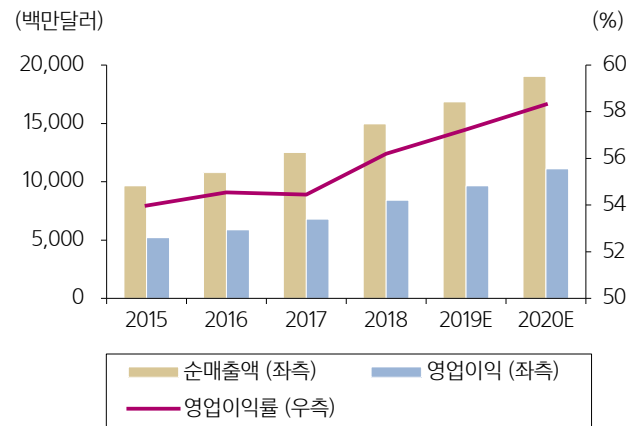
정산수수료 규제리스크 - 영향 제한적 전망: 각국 규제당국으로부터 불공정거래 및 반독점법과 관련 지속적인 수수료율 인하 압박 요인이 존재. 이는 동사가 Visa와 함께 글로벌 시장에서의 압도적인 시장점유율을 점유하고 있기 때문. 실제로 1) EU는 2016년 Debit과 Credit 결제에 대해 각각 20bp, 30bp의 정산수수료율 상한 규제를 도입하였고, 2) 미국에서도 카드 네트워크사 (Visa/MasterCard 및 발행사)들과 가맹점간 진행된 소송에서 18년 9월 카드 네트워크사들이 62.4억달러를 배상하기로 합의. 이러한 소송은 법무비용 및 충당금 설정 등 단기적으로 수익성을 저해하는 요인으로 작용 가능. 다만, 동사 네트워크의 중장기 수익성에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단하는데, 이는 1) 정산수수료는 네트워크사의 수익이 아니라 발행사의 몫으로 수취되고, 2) 네트워크 수수료는 통상적으로 규제대상에 포함되지 않기 때문.

그림 1. MasterCard 영업수익 구성



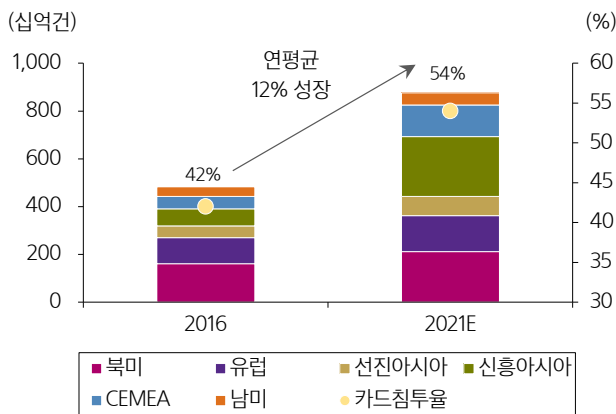
참고: 12월 결산 기준
자료: MasterCard, 삼성증권

그림 2. MasterCard 영업실적 추이



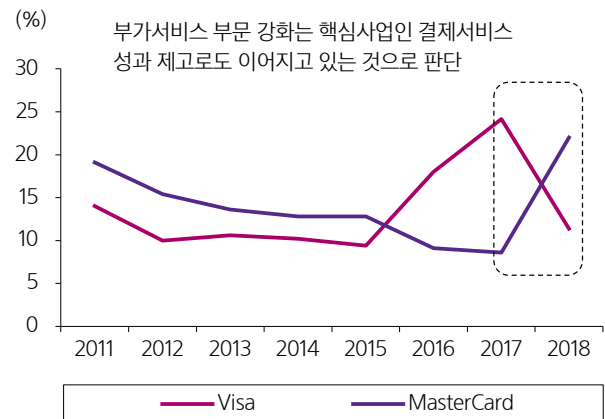
자료: MasterCard, Thomson Reuters, 삼성증권

그림 3. 글로벌 비현금 결제규모 및 카드 침투율 증가 전망



자료: Capgemini Financial Services, Berstein Research, 삼성증권

그림 4. MasterCard vs Visa 결제대금성장률



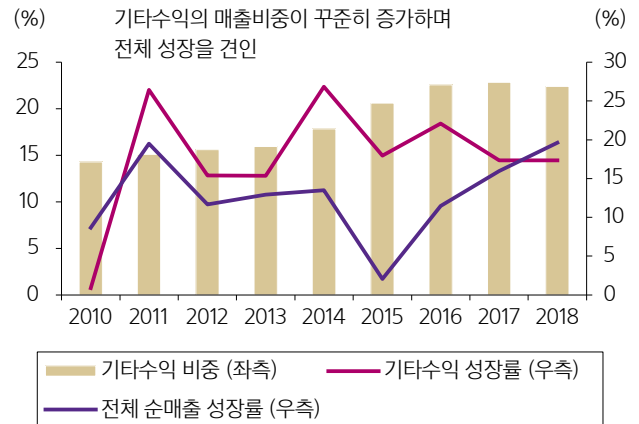
자료: 각 사, 삼성증권

표 15. MasterCard 최근 M&A 내역

피인수회사	시기	주요특징	규모
Earthport	19년 1월	제휴은행망을 통한 국가간 송금	Visa와 결합중
Oltio	18년 3월	모바일결제 및 banking 보안솔루션	n/a
Brighterion	17년 7월	시를 활용한 실시간 사이버보안	n/a
NuData Security	17년 3월	사용자 행동분석을 통한 보안솔루션	n/a
Vocalink	16년 7월	영국 결제인프라 기업	11억달러
APT	15년 4월	리테일 소프트웨어 컨설팅	6억달러

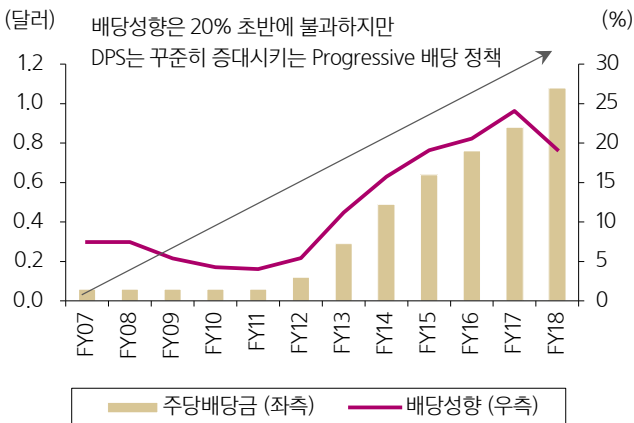
자료: 언론보도, 삼성증권

그림 5. 매출액 중 기타수익 비중 추이 (과거 10년 추이)



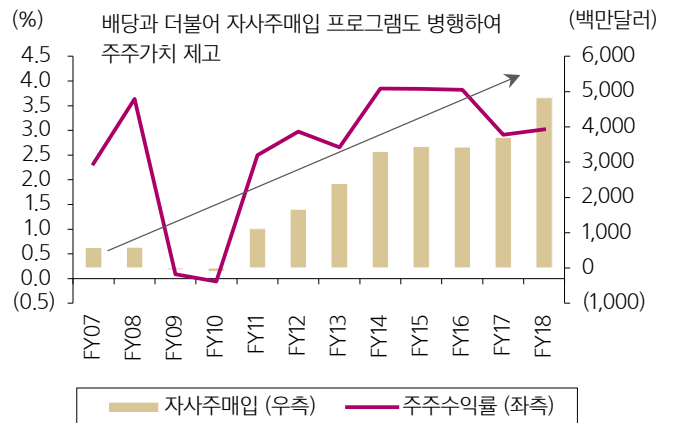
자료: MasterCard, 삼성증권

그림 6. 주당배당금 및 배당성향 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 7. 자사주매입 규모 및 주주수익률* 추이



참고: * 주주수익률(부채상환 제외) = 배당수익률+자사주매입수익률
 자료: Bloomberg, 삼성증권

표 16. MasterCard 실적요약

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018
순매출액	2,734	3,053	3,398	3,312	3,580	3,665	3,898	3,807	10,776	12,497	14,950
전년대비 성장률 (%)	11.8	13.3	18.0	20.2	30.9	20.0	14.7	14.9	11.5	16.0	19.6
국내 네트워크수수료	1,189	1,260	1,302	1,379	1,458	1,537	1,564	1,579	4,411	5,130	6,138
국제거래수수료	916	984	1,157	1,117	1,157	1,198	1,338	1,261	3,568	4,174	4,954
결제처리수수료	1,347	1,496	1,662	1,683	1,707	1,830	1,912	1,942	5,143	6,188	7,391
기타수익 (리베이트)	561 (1,279)	694 (1,381)	747 (1,470)	851 (1,718)	748 (1,490)	785 (1,685)	819 (1,735)	996 (1,971)	2,431 (4,777)	2,853 (5,848)	3,348 (6,881)
영업비용	1,213	1,400	1,457	1,623	1,638	1,504	1,589	1,816	4,898	5,693	6,547
일반관리비	951	1,075	1,136	1,197	1,321	1,185	1,268	1,401	3,714	4,359	5,175
광고 및 마케팅비	170	214	203	311	197	204	203	302	811	898	906
유형자산상각비	42	41	42	42	45	40	40	40	172	167	165
무형자산상각비	50	70	76	73	75	75	71	73	201	269	294
기타	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0	7
EBITDA	1,613	1,764	2,059	1,804	2,062	2,276	2,420	2,104	6,251	7,240	8,862
EBITDA 마진률 (%)	59.0	57.8	60.6	54.5	57.6	62.1	62.1	55.3	58.0	57.9	59.3
영업이익	1,521	1,653	1,941	1,689	1,942	2,161	2,309	1,991	5,878	6,804	8,403
영업이익률 (%)	55.6	54.1	57.1	51.0	54.2	59.0	59.2	52.3	54.5	54.4	56.2
영업외손익	(28)	(25)	(9)	(38)	(22)	(14)	(23)	(19)	(115)	(100)	(78)
세전이익	1,493	1,628	1,932	1,651	1,920	2,147	2,286	1,972	5,763	6,704	8,325
지배순이익	1,091	1,178	1,430	1,210	1,581	1,744	1,856	1,611	4,144	4,909	6,792

자료: MasterCard, Bloomberg, 삼성증권

표 17. 기업 개요

기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 신용 및 직불 카드 네트워크사
설립	<ul style="list-style-type: none"> 1965년 설립
주요 전략/ 최근 이슈	<ul style="list-style-type: none"> 소매 및 B2B채널에서의 디지털결제 확산에 따른 카드결제 증가 수혜 공격적인 M&A로 사이버보안, 데이터분석, 컨설팅 등 기타수익부문 강화
주요 주주	<ul style="list-style-type: none"> MasterCard Foundation (11.0%) Vanguard Group (6.8%) Black Rock (6.3%)

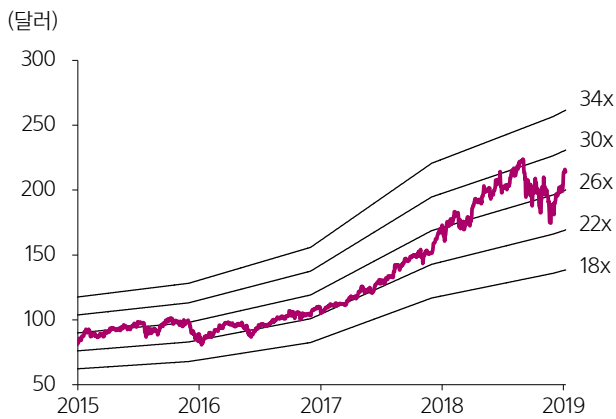
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 8. 시가총액 장기 시계열



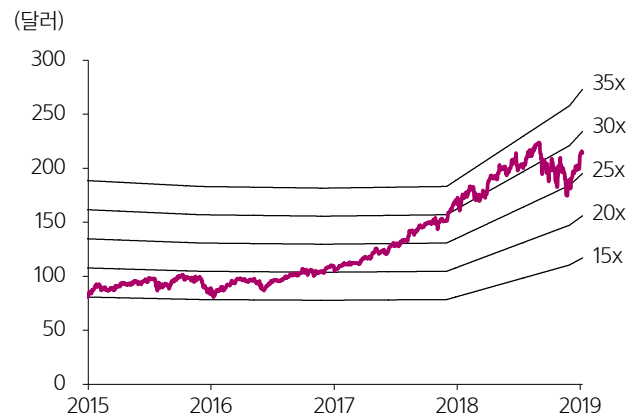
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 9. MasterCard P/E 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 10. MasterCard P/B 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
매출액	9,441	9,667	10,776	12,497	14,950
매출원가	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
판매관리비	3,927	4,162	4,525	5,257	6,081
R&D비용	n/a	0	0	0	n/a
기타영업비용	0	61	117	15	1,128
EBITDA	5,427	5,444	6,134	7,059	7,741
유무형자산상각비	321	366	373	436	459
영업이익	5,106	5,078	5,761	6,622	7,282
영업외손실	27	120	115	100	78
세전이익 (조정)	5,238	5,098	5,763	6,704	8,332
비경상손실	159	140	117	182	1,128
세전이익 (GAAP)	5,079	4,958	5,646	6,522	7,204
법인세비용	1,462	1,150	1,587	2,607	1,345
비지배지분귀속순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
지배순이익 (GAAP)	3,617	3,808	4,059	3,915	5,859
EPS (GAPP, 달러)	3.11	3.36	3.70	3.67	5.63
희석 EPS (달러)	3.10	3.35	3.69	3.65	5.60

현금흐름표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
영업활동에서의 현금흐름	3,407	4,101	4,535	5,555	6,223
당기순이익	3,617	3,808	4,059	3,915	5,859
감가상각비 & 무형자산상각비	321	366	373	437	459
비현금항목	602	737	776	1,496	951
비현금 운전자본 변동	(1,133)	(810)	(673)	(293)	(1,046)
투자활동에서의 현금흐름	690	(715)	(1,167)	(1,779)	(506)
고정&무형자산 변동	(334)	(342)	(382)	(423)	(504)
인수&사업매각	(525)	(584)	0	(1,175)	0
기타	1,549	211	(785)	(181)	(2)
재무활동에서의 현금흐름	(2,339)	(2,516)	(2,344)	(4,764)	(4,966)
배당금	(515)	(727)	(837)	(942)	(1,044)
차입금의 증가(감소)	1,530	1,735	1,972	(64)	991
자본금의 증가(감소)	(3,304)	(3,449)	(3,426)	(3,705)	(4,829)
기타	(50)	(75)	(53)	(53)	(84)
현금증감	1,538	610	974	(788)	745
기초현금	3,599	5,137	5,747	6,721	7,592
기말현금	5,137	5,747	6,721	5,933	6,682
Free cash flow	3,232	3,924	4,320	5,255	5,893

참고: * P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 기업명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
유동자산 총계	10,997	10,984	13,228	13,797	16,171
현금 및 현금성자산	6,375	6,738	8,335	7,782	8,378
매출채권	1,074	1,056	1,387	1,963	2,276
기타유동자산	3,548	3,190	3,506	4,052	5,517
비유동자산 총계	4,332	5,266	5,447	7,532	8,689
순 유형자산	615	675	733	829	921
장기투자금	0	0	0	249	0
기타 비유동자산	3,717	4,591	4,714	6,454	7,768
자산 총계	15,329	16,250	18,675	21,329	24,860
유동부채 총계	6,222	6,269	7,206	8,793	11,593
매입채무	3,629	3,944	4,649	5,573	6,875
기타 유동부채	2,593	2,325	2,557	3,220	4,718
비유동부채 총계	2,283	3,919	5,785	6,968	7,778
장기차입금	1,494	3,268	5,180	5,424	5,834
기타 비유동부채	789	651	605	1,544	1,944
부채 총계	8,505	10,188	12,991	15,761	19,371
우선주 및 하이브리드증권	0	0	0	0	0
보통주자본 및 주식발행초과금	3,876	4,004	4,183	4,365	4,580
이익잉여금	13,169	16,222	19,418	22,364	27,283
자본 총계	6,824	6,062	5,684	5,568	5,489
부채 및 자본 총계	15,329	16,250	18,675	21,329	24,860

재무비율 및 주당지표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
증감률 (%)					
매출액	13.6	2.4	11.5	16.0	19.6
영업이익	13.4	(0.5)	13.5	14.9	10.0
순이익	16.1	5.3	6.6	(3.5)	49.7
희석 EPS	20.9	8.0	10.1	(0.8)	53.4
주당지표					
희석 EPS	3.1	3.4	3.7	3.7	5.6
BPS	5.9	5.4	5.2	5.2	5.2
DPS (보통주)	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1
Valuations (배)					
P/E*	27.0	28.4	27.4	33.1	29.1
P/B*	14.6	18.0	19.7	29.2	36.1
EV/EBITDA	17.4	19.1	17.4	22.0	24.8
비율					
ROE (%)	50.7	59.4	69.5	70.4	107.9
ROA (%)	24.5	24.1	23.2	19.6	25.4
ROIC (%)	45.3	45.0	41.3	36.4	54.2
배당성향 (%)	15.7	19.1	20.6	24.1	19.2
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5



이명준
Analyst
ml27.lee@samsung.com
02 2020 7768

AT A GLANCE

현재주가	105.4 USD
블룸버그 평균 목표주가	115.0 USD
시가총액	89.3 십억달러
Shares (float)	692.6 백만주 (81.8%)
52 주 최저//최고	89.1 / 114.6 달러
90 일-평균거래대금	0.4 십억달러
국가	US
상장거래소	New York
산업	Diversified Finan Serv

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
AMEX (%)	6.1	2.9	14.0
NYSE 대비 (%pts)	2.3	7.2	14.9

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

American Express (AXP US)

비자, 마스터카드 그리고 하나 더...

WHAT'S THE STORY

기업개요 - 프리미엄 브랜드를 구축한 closed-loop 카드네트워크: AMEX는 글로벌(중국제외) 시장점유율 3위 규모의 카드 네트워크사로, 매입사와 발행사 역할도 함께 수행하는 Closed-loop (3당사자) 사업모델을 중심으로 발전. 동사는 가맹점과 카드고객을 아우르는 end-to-end 사업모델을 활용한 맞춤형 마케팅을 통해 부유층 고객 중심의 강력한 프리미엄 브랜드 구축. 실제로 AMEX를 주 카드로 사용하는 소비자의 월평균 소비액은 Visa, MasterCard의 2배에 달하는 것으로 집계되는데, AMEX 카드고객의 높은 소비금액은 가맹점에게도 매력적인 유인으로 작용.

Visa, MasterCard와 달리 동사는 네트워크수수료(assessment fee) 외에도, 정산수수료(interchange) 및 카드수수료(연회비), 이자수익 등을 영업수익으로 인식. 다만 수수료 수익의 상당부분을 마케팅 및 혜택비용(rewards) 등으로 사용하기 때문에 총 결제규모(volume)보다는 결제 건당 소비금액(Spend)이 수익성을 결정하는 주요 지표.

동사 영업수익은 크게 가맹점수수료(Discount revenue), 카드수수료, 순이자수익, 기타 수수료 수익 등으로 구성되며 2018년 기준 구성비는 각각 61.2%, 8.5%, 18.9%, 7.9%. 지역별 billing 규모 기준 미국 65%, EMEA 11%, JAPA 18%, LACC 6%이며, 부문별 매출은 소매결제 43%, 상업용결제 40%, GNS(네트워크매출) 17% 등.

Volume 확대 전략으로의 전환 - 가맹점수수료수익 성장 가속화 기대: 작년 2월 신규 CEO 선임 이후 Volume 확대 전략으로 선회. 1) 가맹점 수수료율을 대폭 인하하며 가맹점 커버리지를 적극적으로 확대하고, 2) interchange 수수료율 책정권을 매입전문기관에 위임하는 프로그램(OptBlue)을 도입하여 중소형 가맹점에 대한 커버리지 강화하였으며, 3) 델타항공, 메리어트, 힐튼, 아마존 등과의 제휴카드, PayPal과 AMEX 포인트 연계 등 다양한 파트너십들을 확대하여 AMEX 카드 범용성을 확대. 그 결과 동사 결제대금(Billings)은 7개분기 평균 9.3% 성장하였으며, 가맹점수수료수익도 동기간 8% 증가.

빠른 여신성장을 통한 이자수익 확대: 동사는 적극적으로 이자수익 증대도 추진 중. 1) 카드사용금액 확대 전략은 Discount revenue 및 여신잔고 성장으로 이어지고 있고, 2) 2016년부터 개인대출상품(personal-loan)을 출시하였으며, 3) 할부정책도 완화하였음. 그 결과 4Q18말 기준 동사 여신잔고는 819억달러로 YoY 10.2% 증가하였으며, 미국시장 내 여신성장률은 13.7%로 업계의 4.5%를 크게 상회. 순이자수익도 지속적으로 증가하여 매출액(충당금제외) 대비 비중이 2014년 16%에서 2017년 20%로 확대.

중국시장 진출을 통한 해외매출 성장성 제고 가능성: 동사는 해외사업에서의 매출성장도 견고한데, 4Q18 기준 해외소매(+11.3% y-y) 및 해외상업용(+8.8% y-y) 결제대금 모두 국내사업부문 이상의 성장률 시현 중. 특히, 카드결제 건수가 연간 30% 이상 성장하고 있는 중국 시장 진출에 따른 성장성 제고를 기대. 1) 동사는 작년 11월 외국카드사 중 유일하게 중국시장에서 은행카드에 대한 위안화 결제/청산 자격 획득하였으며, 2) 이에 따라 중국 핀테크업체인 LianLian과 합자회사(50:50)를 설립하여 네트워크를 구축할 계획. Visa, MasterCard가 2017년 6월 전후로 위안화 결제/청산 라이선스를 신청하였으나, 중국인민은행에서 아직 이를 접수하지 않고 있는 상황인 점을 감안하면 시장 선점 효과를 충분히 누릴 수 있을 것으로 기대.

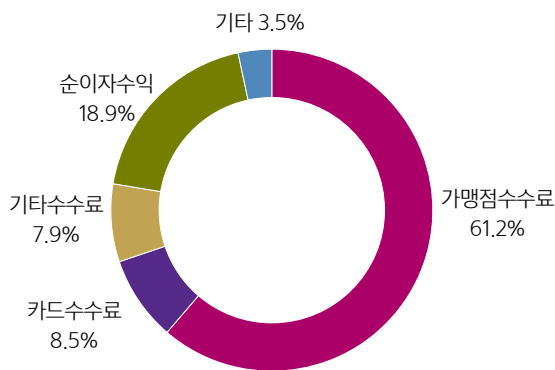
중국시장 진출을 통한 해외매출 성장성 제고 가능성: 동사는 해외사업에서의 매출성장도 견고한데, 4Q18 기준 해외소매(+11.3% y-y) 및 해외상업용(+8.8% y-y) 결제대금 모두 국내사업부문 이상의 성장률 시현 중. 특히, 카드결제 건수가 연간 30% 이상 성장하고 있는 중국 시장 진출에 따른 성장성 제고를 기대. 1) 동사는 작년 11월 외국카드사 중 유일하게 중국시장에서 은행카드에 대한 위안화 결제/청산 자격 획득하였으며, 2) 이에 따라 중국 핀테크업체인 LianLian과 합자회사(50:50)를 설립하여 네트워크를 구축할 계획. Visa, MasterCard가 2017년 6월 전후로 위안화 결제/청산 라이선스를 신청하였으나, 중국인민은행에서 아직 이를 접수하지 않고 있는 상황인 점을 감안하면 시장 선점 효과를 충분히 누릴 수 있을 것으로 기대.

성장에 수반되는 비용 증가로 단기 수익성 악화 가능하지만, 중장기적 수익 증대 영향이 더 클 전망: 단기적으로 비용 증가에 따른 마진 축소는 가능. 이는 1) Volume 성장을 위한 가맹점 수수료율 인하, 마케팅 활동 및 카드혜택 강화에 따른 비용증가와 2) 가파른 여신성장에 따른 대손충당금 증가에 기인. 다만, 이는 Volume 성장의 초기에 수반되는 비용으로 중장기적으로는 수익 증대 영향이 더 클 것으로 예상.

고객 확보 경쟁심화: Visa/MasterCard와 달리, 카드사간 고객 확보 경쟁 심화는 동사 수익성에 부담 요인. 일례로, 1) 2015년 Costco는 동사와 16년간 이어오던 독점계약을 해지하고 제휴사를 Visa로 변경하였고, 2) JP모건 Chase와 BAC가 프리미엄 카드에 대한 혜택을 강화하면서 부유층 고객시장에서의 고객확보 경쟁도 심화.

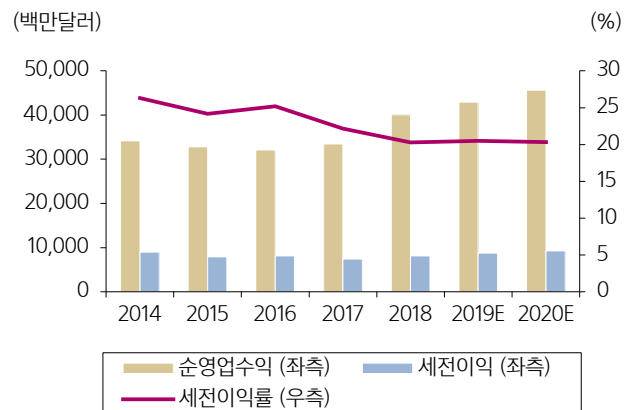
소비성향 및 여신성장 등 경기 회복에 대한 High Beta Play: 동사는 경기 회복에 따른 대표적 high Beta Play로 인식하는 것이 타당. 1) 결제의 디지털화라는 구조적인 성장요인과 더불어 2) 경기 회복 시, 소비성향 및 여신성장이 동반됨에 따라 더 가파른 이익 개선을 기대할 수 있기 때문.

그림 11. AMEX 영업수익 구성



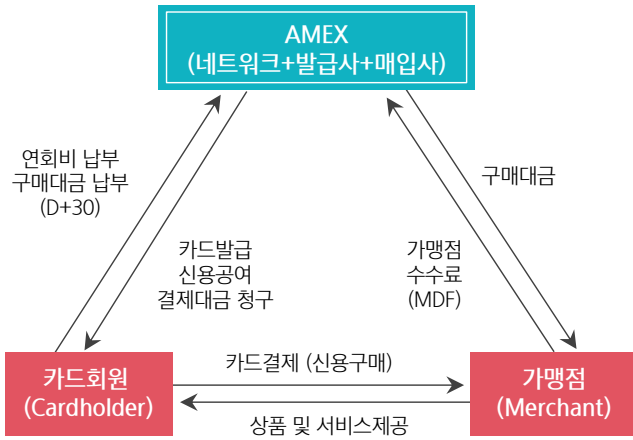
참고: 2018년 매출액 기준
자료: AMEX, 삼성증권

그림 12. AMEX 영업실적 추이



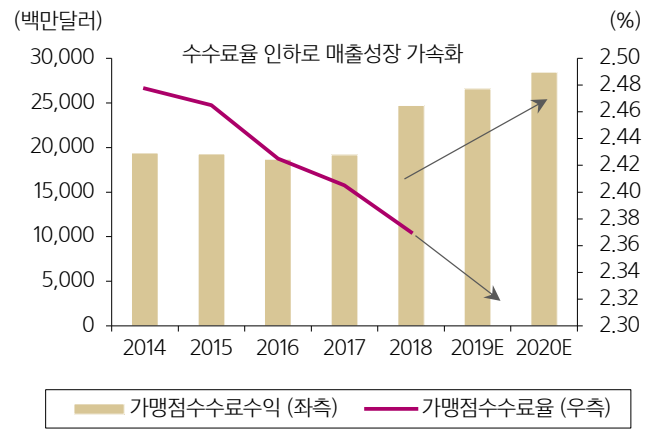
자료: AMEX, Thomson Reuters 컨센서스, 삼성증권

그림 13. AMEX는 3당사자 모델의 네트워크구조



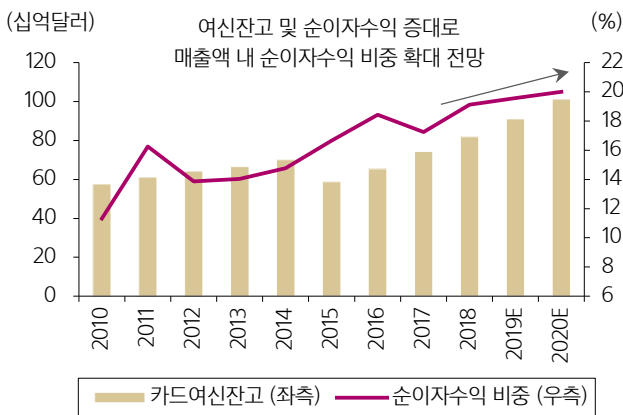
자료: AMEX, 삼성증권

그림 14. AMEX 가맹점수수료율 vs 가맹점수수료 수익 추이



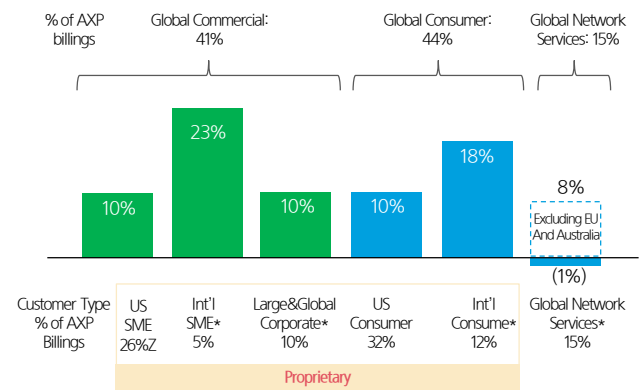
자료: AMEX, Thomson Reuters 컨센서스, 삼성증권

그림 15. AMEX 카드여신잔고 vs 이자수익비중 추이



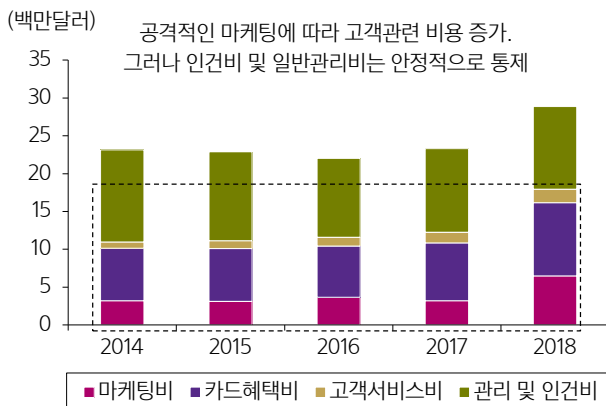
자료: AMEX, Bloomberg, Thomson Reuters 컨센서스, 삼성증권

그림 16. AMEX 국내외 견고한 결제대금 성장세 시현 (4Q18)



자료: AMEX, 삼성증권

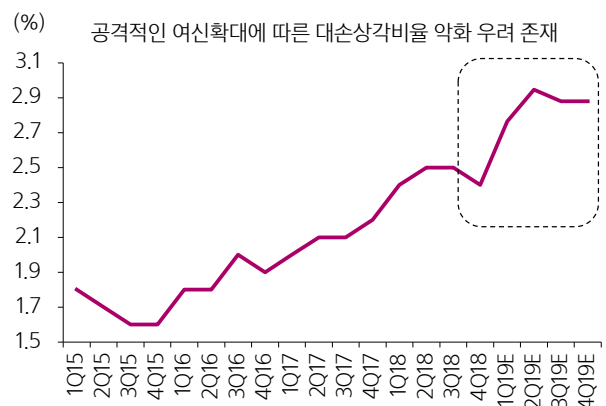
그림 17. 다만 공격적인 확대에 따른 비용증가 전망



참고: OPEX = 일반관리비 및 인건비

자료: AMEX, 삼성증권

그림 18. 여신활동 강화로 대손비용 역시 악화 예상



참고: Net-charge-off rate 추이

자료: AMEX, Bloomberg, Thomson Reuters 컨센서스, 삼성증권

그림 19. 주당배당금 및 배당성장 추이

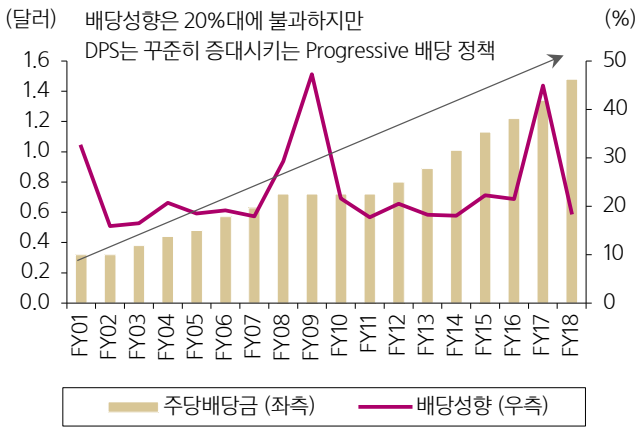
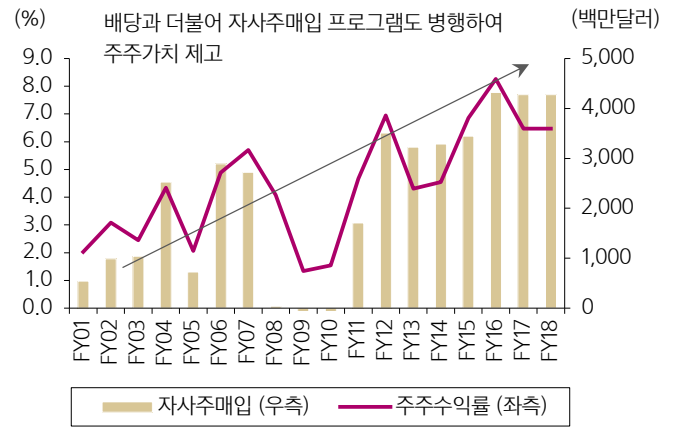


그림 20. 자사주매입 규모 및 주주수익률* 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

참고: * 주주수익률(부채상환 제외) = 배당수익률+자사주매입수익률
 자료: Bloomberg, 삼성증권

AMEX 실적요약

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018
총매출액	8,913	9,080	8,586	8,858	8,709	9,174	9,289	9,706	9,718	10,002	10,144	10,474	35,437	36,878	40,338
전년대비 (%)	12.1	9.6	4.8	5.6	(2.3)	1.0	8.2	9.6	11.6	9.0	9.2	7.9	8.0	4.1	9.4
비이자수익	7,331	7,629	7,250	7,447	7,207	7,640	7,612	7,967	7,877	8,173	8,183	8,442	29,657	30,426	32,675
전년대비 (%)	12.7	11.2	8.4	8.8	(1.7)	0.1	5.0	7.0	9.3	7.0	7.5	6.0	10.3	2.6	7.4
가맹점수수료	5,528	5,801	5,408	5,640	5,387	5,743	5,700	6,060	5,889	6,194	6,181	6,457	22,377	22,890	24,721
순카드수수료	699	715	747	725	748	771	786	785	830	844	870	897	2,886	3,090	3,441
기타수수료	678	691	686	663	711	746	755	778	781	786	798	788	2,718	2,990	3,153
기타수익	426	422	409	419	361	380	371	344	377	349	334	300	1,676	1,456	1,360
순이자수익	1,582	1,451	1,336	1,411	1,502	1,534	1,677	1,739	1,841	1,829	1,961	2,032	5,780	6,452	7,663
전년대비 (%)	9.3	2.0	(11.2)	(8.8)	(5.1)	5.7	25.5	23.2	22.6	19.2	16.9	16.8	(2.4)	11.6	18.8
이자수익	2,007	1,887	1,766	1,824	1,945	2,055	2,244	2,319	2,462	2,540	2,738	2,866	7,484	8,563	10,606
이자비용	425	436	430	413	443	521	567	580	621	711	777	834	1,704	2,111	2,943
영업비용	6,273	5,650	6,346	7,100	6,297	6,632	6,689	7,075	6,861	7,105	7,209	7,689	25,369	26,693	28,864
마케팅/홍보비	3,573	3,785	3,638	4,172	3,663	3,993	3,965	4,180	4,101	4,512	4,499	4,831	15,168	15,801	17,943
일반관리비	2,700	1,865	2,708	2,928	2,634	2,639	2,724	2,895	2,760	2,593	2,710	2,858	10,201	10,892	10,921
세전이익 (총당금전)	2,640	3,430	2,240	1,758	2,412	2,542	2,600	2,631	2,857	2,897	2,935	2,785	10,068	10,185	11,474
총당금비용	434	463	504	625	573	584	769	833	775	806	817	954	2,026	2,759	3,352
세전이익	2,206	2,967	1,736	1,133	1,839	1,958	1,831	1,798	2,082	2,091	2,118	1,831	8,042	7,426	8,122
지배순이익	1,407	1,949	1,112	784	1,220	1,315	1,327	(1,228)	1,600	1,591	1,621	1,974	5,252	2,634	6,786
EPS	1.46	2.07	1.20	0.86	1.35	1.47	1.51	(1.42)	1.86	1.85	1.88	2.32	5.62	2.97	7.90

자료: AMEX, Bloomberg, 삼성증권

표 18. 기업 개요

기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 금융서비스 회사로, 개인 및 법인을 대상으로 신용카드 및 여행관련서비스 제공
설립	<ul style="list-style-type: none"> 1965년 설립
주요 전략/ 최근 이슈	<ul style="list-style-type: none"> Visa/MasterCard와 달리 동사는 매입/발급/네트워크사 업무를 모두 수행 Volume 성장 전략을 추진하면서 결제대금과 여신잔고 모두 빠르게 성장 중
주요 주주	<ul style="list-style-type: none"> Berkshire Hathaway (17.9%) Vanguard Group (5.9%) Black Rock (5.4%)

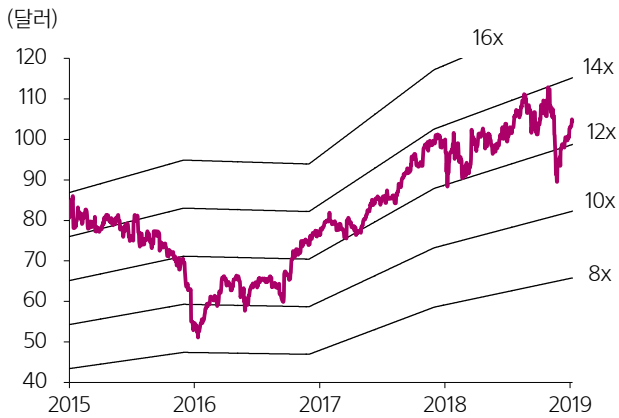
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 21. 시가총액 장기 시계열



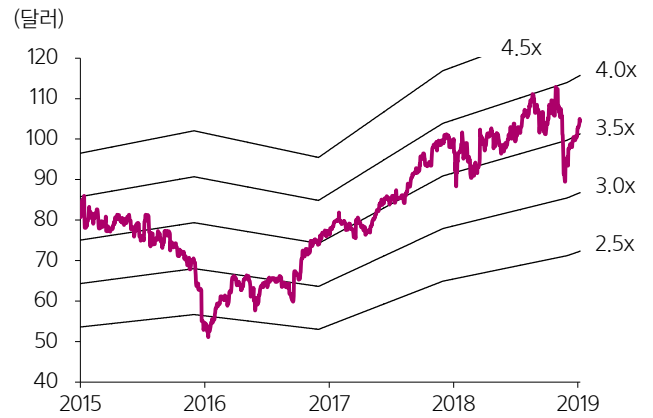
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 22. AMEX P/E 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 23. AMEX P/B 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
순영업수익	34,188	32,818	32,119	33,471	40,338
순이자수익	5,472	5,922	5,771	6,441	7,663
순비이자수익	28,716	26,896	26,348	27,030	32,675
총당금비용	2,044	1,988	2,026	2,759	3,352
순영업수익 (총당금 제외)	32,144	30,830	30,093	30,712	36,986
비이자비용	23,153	22,892	21,997	23,298	28,864
영업이익	8,991	7,938	8,096	7,414	8,122
영업외손실	0	0	0	0	0
세전이익 (조정)	8,251	8,322	7,289	7,569	8,122
비경상손실	740	384	807	155	0
세전이익 (GAAP)	8,991	7,938	8,096	7,414	8,122
법인세비용	3,106	2,775	2,688	4,678	1,201
비지배지분귀속 수익	0	0	0	0	0
지배순이익 (GAAP)	5,885	5,163	5,408	2,736	6,921
EPS (GAAP) (\$)	5.58	5.07	5.67	2.98	7.93
희석 EPS (달러)	5.56	5.05	5.65	2.97	7.91

현금흐름표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
영업활동에서의 현금흐름	10,990	10,611	8,291	13,540	n/a
당기순이익	5,885	5,163	5,408	2,736	6,921
감가상각비 & 무형자산상각비	1,012	1,043	1,095	1,321	n/a
비현금항목	(651)	741	(878)	1,065	n/a
비현금 운전자본 변동	2,700	1,676	640	5,659	n/a
투자활동에서의 현금흐름	(7,967)	(8,193)	1,868	(18,273)	n/a
조정&무형자산 변동	(1,195)	(1,341)	(1,375)	(1,062)	n/a
인수&사업매각	(229)	(155)	(487)	(211)	n/a
기타	72	(120)	145	(31)	n/a
재무활동에서의 현금흐름	11	(1,668)	(7,599)	12,245	n/a
배당금	(1,041)	(1,172)	(1,207)	(1,251)	n/a
차입금의 증가(감소)	1,878	(7,928)	(136)	6,382	n/a
자본금의 증가(감소)	(3,285)	(3,446)	(4,321)	(4,271)	n/a
기타	0	0	0	0	n/a
현금증감	2,802	474	2,446	7,719	n/a
기초현금	19,486	22,288	22,762	25,208	n/a
기말현금	22,288	22,762	25,208	32,927	27,000
Free cash flow	9,795	9,270	6,916	12,478	n/a

참고: * P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 기업명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
현금 및 현금성자산	26,008	26,239	27,810	35,962	32,000
장단기투자금	4,431	3,759	3,157	3,159	5,000
순매출채권	47,000	61,687	50,073	56,689	55,000
순대출채권	70,104	58,799	65,461	74,300	80,000
순 유형자산	3,938	4,108	4,433	4,329	n/a
무형자산총계	3,878	3,545	3,795	3,908	n/a
이연법인세자산	4,906	4,881	5,022	3,490	n/a
파생상품자산	711	282	555	124	n/a
기타자산	1,847	1,361	1,189	2,233	22,000
자산총계	159,103	161,184	158,893	181,159	189,000
예수금총계	44,171	54,997	53,042	64,452	70,000
단기차입금	3,480	4,812	5,581	3,278	3,000
장기차입금	57,955	48,061	46,990	55,804	58,000
이연법인세부채	2,892	2,730	2,767	1,942	n/a
파생상품부채	38	94	55	93	n/a
기타부채	29,894	29,817	29,957	37,363	36,000
부채 총계	138,430	140,511	138,392	162,932	167,000
보통주 자본금 및 주식발행초과금	13,079	13,542	12,914	12,382	n/a
이익잉여금	9,513	9,665	10,371	8,273	n/a
자본 총계	20,673	20,673	20,501	18,227	22,000
부채 및 자본 총계	159,103	161,184	158,893	181,159	189,000

재무비율 및 주당지표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
증감률 (%)					
매출액	3.7	(4.0)	(2.1)	4.2	20.5
영업이익	14.0	(11.7)	2.0	(8.4)	9.5
순이익	9.8	(12.3)	4.7	(49.4)	153.0
희석 EPS	13.9	(9.2)	11.9	(47.4)	166.3
주당지표					
희석 EPS	5.6	5.1	5.7	3.0	7.9
BPS	20.2	21.3	22.7	21.2	26.0
DPS (보통주)	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
Valuations (배)					
P/E*	18.2	12.9	14.4	16.5	11.2
P/B*	4.6	3.3	3.3	4.7	3.7
EV/EBITDA	11.5	9.2	8.7	10.3	n/a
비율					
ROE (%)	29.1	24.5	25.7	13.6	33.7
ROA (%)	3.8	3.2	3.4	1.6	3.7
ROIC (%)	7.8	9.9	8.8	10.5	11.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



이명준
Analyst
ml27.lee@samsung.com
02 2020 7768

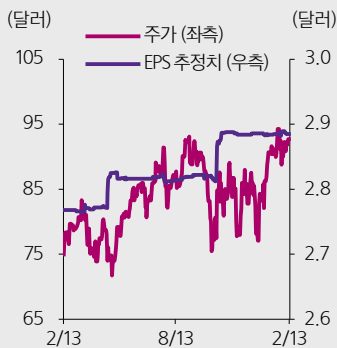
AT A GLANCE

현재주가	92.7 USD
블룸버그 평균 목표주가	100.3 USD
시가총액	108.7 십억달러
Shares (float)	1,113.7 백만주 (94.9%)
52 주 최저//최고	70.2 / 94.6 달러
90 일-평균거래대금	0.8 십억달러
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Commercial Services

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
PayPal Holdings (%)	1.3	5.6	22.9
Nasdaq 대비 (%pts)	(3.3)	12.5	16.7

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

PayPal Holdings (PYPL US)

언제나 함께하는 결제친구

WHAT'S THE STORY

온라인 결제수단에서 종합 결제플랫폼으로 진화: 페이팔홀딩스는 디지털결제 플랫폼 기업으로, 이용자가 전자지갑 계정에 카드와 은행계좌를 등록하면 온라인 결제 시, 인증만으로 결제할 수 있는 간편결제 서비스를 제공. 동사는 가맹점과 소비자를 직접 연결하는 end-to-end 사업구조를 보유하고 있었는데, 소비자에게는 전자지갑을 제공하는 한편, 가맹점들에게는 다양한 종류의 결제수단을 수용하고 처리할 수 있도록 도와주는 PayFac (Payment Facilitator)의 역할을 담당. 동사는 2013년 Braintree(온라인 PG)와 2018년 iZettle(모바일 POS) 인수 등을 인수하여 온/오프라인을 망라하여 결제솔루션 경쟁력을 강화. 이에 따라 전자지갑, 매입처리사, POS, PG사의 역할을 모두 수행.

동사의 주요 수익원은 가맹점에서 수취하는 결제수수료이지만, 이외에도 PG사업과 여신활동 (PayPal Credit, Working Capital Loan) 등 부가가치서비스 관련 수익도 인식. FY18 기준 결제수수료수익과 부가가치서비스 수익은 각각 매출의 89%, 11%를 기록.

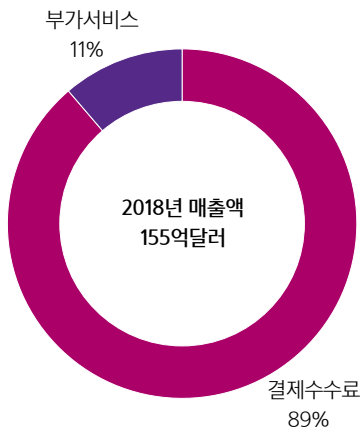
메가트렌드와 네트워크 확장에 따른 수혜 기대: 글로벌 온라인 및 모바일 상거래는 향후 5년간 연평균 10% 이상 성장할 것으로 예상되는 가운데, 동사는 이를 초과하는 TPV(총결제대금) 성장을 지속할 전망이다. 이는 1) 미국 상위 500개 온라인소매상 중 82%가 페이팔(vs 아마존페이는 12%) 결제를 탑재할 정도로 전자지갑의 입지가 견고하고, 2) 2016~17년부터 신용 및 직불카드를 통한 잔고 충전도 허용하여 카드사용률 증가에 따른 구조적인 수혜도 기대되며, 3) 매입처리 및 PG서비스 기능 강화를 통해 제휴 가맹점 네트워크를 지속적으로 확대하고 있는 것에 기인. 이용자수도 안정적으로 성장 중인데, 18년 12월말기준 활성 계정수는 2.67억개로 15년 이후 연평균 10% 이상 성장했고, 4QFY18 기준 결제대금도 5.8조달러로 YoY 20% 이상 성장 지속.

광범위한 전략적 제휴를 통한 이용자 효용가치 강화: 동사는 2016년부터 다양한 금융기관 및 IT플랫폼과 전략적 제휴를 통해 전자지갑의 활용성 확대 중. 일례로 1) Visa/MasterCard와 제휴하여 실물PayPal 직불/신용카드를 출시하였고, 2) 구글페이와 페이스북에도 페이팔을 결제옵션으로 추가하였으며, 3) 월마트 매장에서 페이팔 계좌로 자금을 충전 혹은 이체할 수 있도록 제휴. 이를 통해 기존의 잠재 경쟁사들을 협력사로 끌어들이는 한편, 더 많은 이용자들을 모집할 수 있는 기반을 확보. 또한 제휴사 증가가 마진축소로 이어질 것이라는 우려와 달리 오히려 영업이익률은 개선되고 있는데, 이는 신규고객 모집비용 절감효과가 수수료수익 감소를 상회하기 때문.

Venmo, 점진적인 수익화 가능성 확인: Venmo는 P2P 송금앱으로, 결제대금을 나눠내고 (bill splitting), SNS에 공유하는 기능을 바탕으로 미국 "밀레니얼 세대" 사이에서 빠르게 성장. 페이팔이 2013년 Braintree를 인수하며 함께 자회사로 편입되었으며, 지난 3년간 연평균 103% 성장하며 전체 TPV 성장을 견인. 2018년부터 Venmo 수익화 노력을 시작했는데, 1) 1% 수수료로 Venmo 자금을 직불카드 계좌로 즉시송금 (Instant Transfer) 이 가능하게 하였고, 2) 일부 페이팔 가맹점에서 Venmo를 통한 결제옵션이 추가되었으며, 3) 동사가 interchange fee를 수취하는 Venmo 직불카드를 출시한 것 등이 대표적. 이에 따라 활성고객의 수익화 서비스 이용 비중이 18년 1월말 0%에서 12월말 기준 29%까지 빠르게 상승. 다만, BEP 도달까지는 시간이 다소 소요될 것으로 예상되는데, 이는 핵심기능을 포함한 대부분의 서비스가 무료로 제공되고 있기 때문.

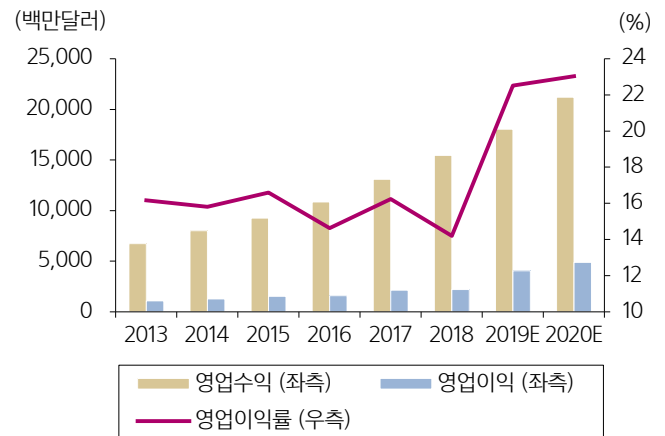
다만 **증장기적으로 평균 수수료율(take-rate) 하락 압력 존재**: 동사가 개별 결제 건에 대해 평균적으로 인식하는 수수료율(take-rate)과 결제거래 마진율(transaction margin)은 지속적으로 축소될 것으로 예상. 이의 원인은, 1) 동사가 대부분의 부가가치 서비스를 무료로 제공하고 있고, 2) Braintree와 Venmo 등 기존 페이팔과 기능이 중복되는 서비스 성장에 따른 cannibalization이 불가피 하며, 3) 제휴 네트워크 확대에 따라 가맹점수수료 중 제휴사로 분배되는 몫도 커지는 것에 기인. 즉, 현재 동사의 평균 결제수수료(take-rate)는 2.6%로 카드사 가맹점수수료율 2.4%(AMEX) 대비 높은 수준이나, 이러한 프리미엄은 향후 점진적으로 축소될 가능성이 높다고 판단.

그림 24. PayPal 매출구성



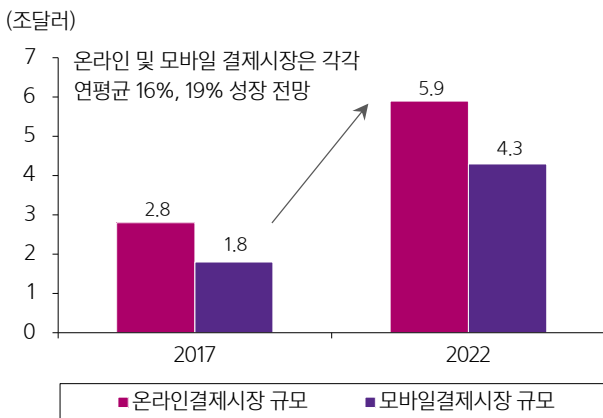
참고: 12월말 결산 기준
자료: PayPal, 삼성증권 정리

그림 25. PayPal 영업실적 추이



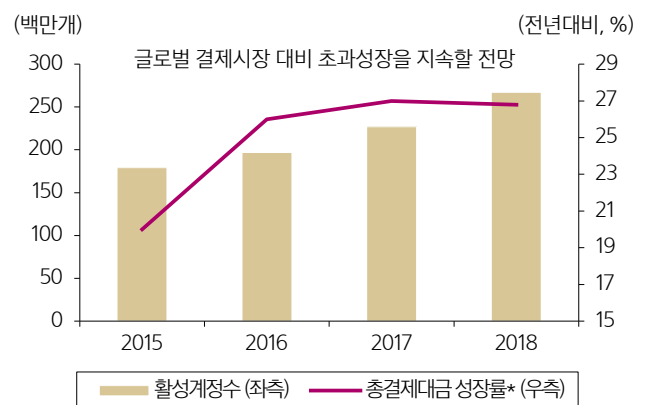
자료: PayPal, Thomson Reuters 컨센서스, 삼성증권

그림 26. 글로벌 온라인 및 모바일 결제시장 성장률



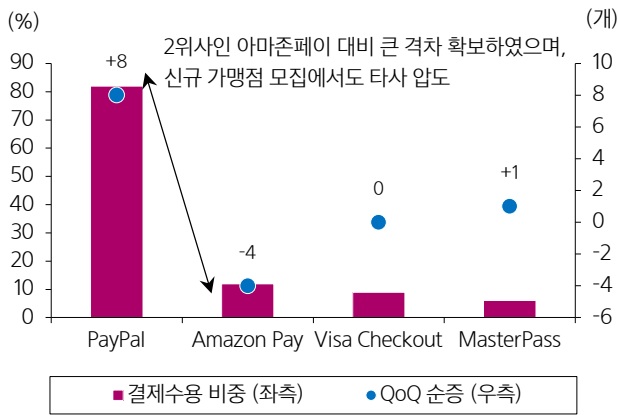
자료: eMarketer, PayPal, 삼성증권

그림 27. PayPal 계정수 및 TPV 성장률 추이



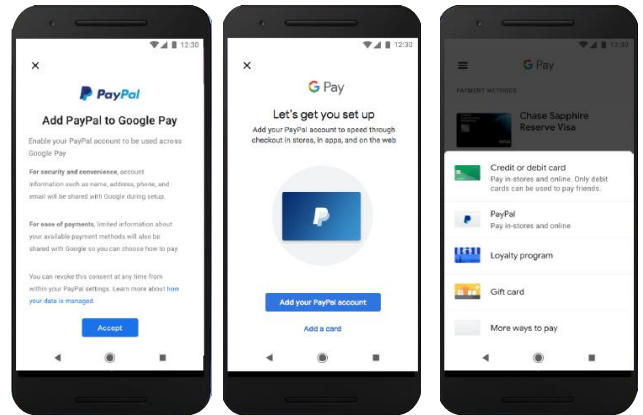
자료: PayPal, 삼성증권

그림 28. 타 전자지갑을 압도하는 제휴 가맹점 확보



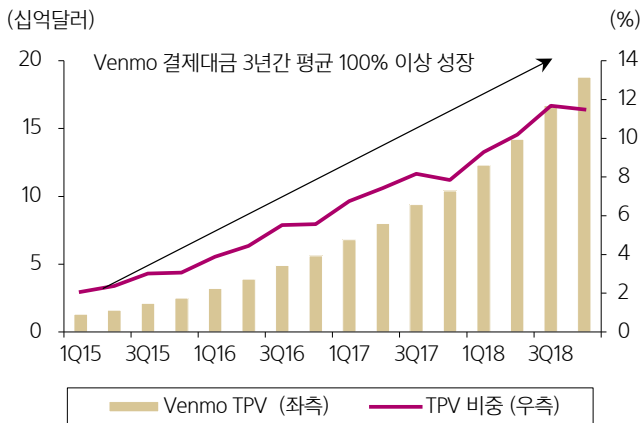
참고: 미국 상위 500개 온라인소매업체 기준
자료: InternetRetailer

그림 29. 전략적 제휴를 통해 고객기반 확대 (구글페이와 연동)



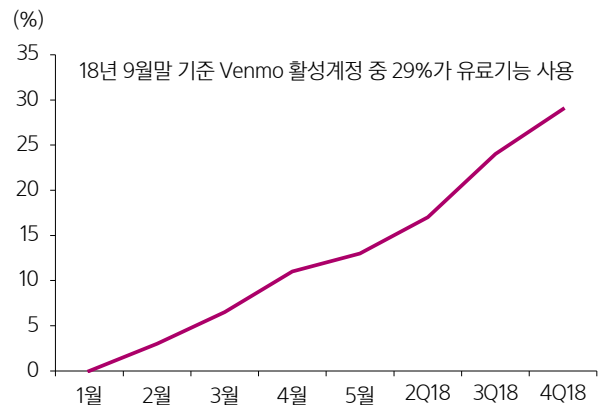
자료: PayPal, 삼성증권

그림 30. Venmo 계좌수 및 거래대금 성장



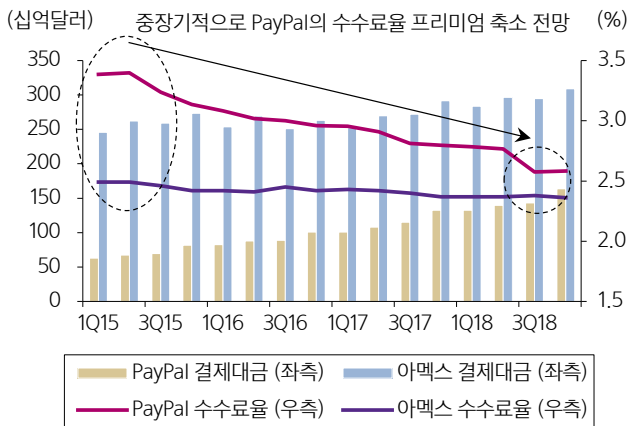
자료: PayPal, 삼성증권

그림 31. Venmo 수익화 노력 가시화: 유료기능 사용자 증가



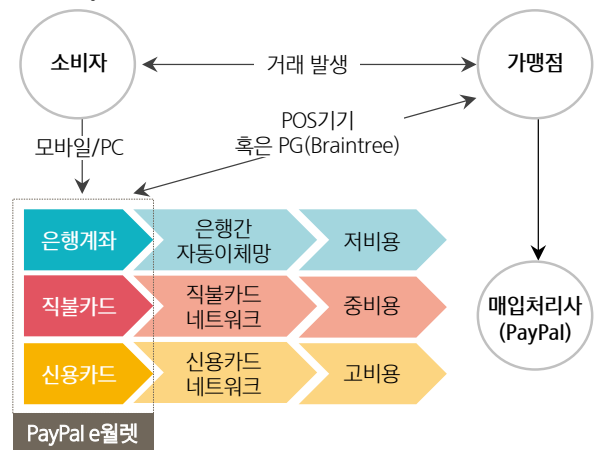
자료: AMEX, Thomson Reuters 컨센서스

그림 32. PayPal take-rate vs AMEX 가맹점수수료율



자료: 각 사, 삼성증권

그림 33. PayPal 수익모델: 전자지갑, 매입처리사, PG사로 기능 수행



자료: 삼성증권 정리

PayPal 실적정리

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018
총영업수익	2,544	2,650	2,667	2,981	2,975	3,136	3,239	3,705	3,685	3,857	3,683	4,226	10,842	13,055	15,451
전년대비 (%)	19.2	15.6	18.1	16.6	16.9	18.3	21.4	24.3	23.9	23.0	13.7	14.1	17.3	20.4	18.4
결제수수료	2,238	2,323	2,314	2,615	2,624	2,775	2,858	3,244	3,197	3,318	3,343	3,851	9,490	11,501	13,709
부가서비스	306	327	353	366	351	361	381	461	488	539	340	375	1,352	1,554	1,742
영업비용	2,007	2,122	2,177	2,362	2,332	2,477	2,593	2,898	2,856	3,037	2,896	3,313	8,668	10,300	12,102
거래비용	752	810	830	954	987	1,064	1,102	1,266	1,275	1,362	1,366	1,578	3,346	4,419	5,581
거래/대출손실	255	255	271	307	300	308	363	323	305	334	295	340	1,088	1,294	1,274
고객지원비용	278	296	304	304	287	301	308	326	313	318	325	362	1,182	1,222	1,318
마케팅비용	217	228	212	228	210	251	242	285	241	274	287	346	885	988	1,148
제품개발비	162	174	181	178	169	173	176	195	194	191	203	217	695	713	805
일반관리비	203	219	229	236	221	219	237	246	248	292	270	312	887	923	1,122
유무형자산상각비	140	140	150	155	158	161	165	165	152	150	150	158	585	649	610
조정 영업이익	537	528	490	619	643	659	646	807	829	820	787	913	2,174	2,755	3,349
조정 EBITDA	677	668	640	774	801	820	811	972	981	970	937	1,071	2,759	3,404	3,959
영업외손익	15	9	12	9	7	17	28	21	14	37	43	88	45	73	182
조정 세전이익	552	537	502	628	650	676	674	828	843	857	830	1,001	2,219	2,828	3,531
조정 지배순이익	495	480	465	549	596	640	603	584	806	774	733	899	1,989	2,423	3,212
조정 EPS	0.37	0.36	0.35	0.42	0.44	0.46	0.46	0.55	0.57	0.58	0.58	0.69	1.50	1.90	2.42
주요 영업지표															
총결제대금 (십억달러)	83	88	89	101	101	108	115	133	132	139	143	164	360	456	578
전년대비 (%)	31.0	30.1	27.5	23.5	21.9	22.8	29.6	31.6	31.5	29.3	24.1	23.5	27.7	26.7	26.8
활성계정수 (백만개)	184	188	192	199	205	212	220	229	237	244	254	267	199	229	267
전년대비 (%)	11.5	11.0	11.0	11.2	11.4	13.0	14.6	15.1	15.6	15.1	15.5	16.6	11.2	15.1	16.6
결제 take-rate (%)	3.08	3.02	3.00	2.96	2.96	2.91	2.81	2.80	2.78	2.77	2.58	2.58	3.01	2.86	2.67

자료: PayPal Holdings, 삼성증권

표 19. 기업 개요

기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> 온라인 및 모바일 전자결제솔루션, P2P송금, 가맹점 매입처리업무를 제공하는 미국의 전자결제회사 2002년 eBay의 전자회사로 흡수되었으나, 2015년 분사
설립	<ul style="list-style-type: none"> 1998년, 창업자: Ken Howery, Luke Nosek, Max Levchin, Peter Thiel, Elon Musk
주요 전략/ 최근 이슈	<ul style="list-style-type: none"> PayPal의 수익은 대부분 이용자(소비자)가 아닌 가맹점에 제공하는 결제수수료와 사고/사기방지 등 기타서비스 수익 은행, 카드사 등 다양한 금융기관과 제휴를 통해 소비자 및 가맹점에 할부금융, 단기여신 등 금융서비스 제공 최근 iZettle 인수를 통해 오프라인 POS시장 진출
주요 주주	<ul style="list-style-type: none"> Vanguard Group (7.4%) FMR (6.9%) Black Rock (6.4%)

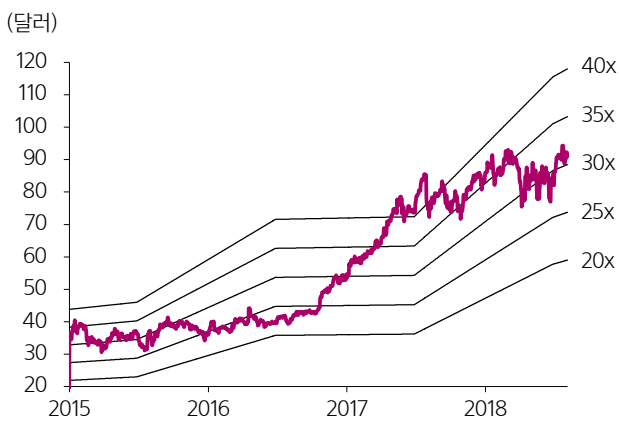
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 34. 시가총액 장기 시계열



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 35. PayPal P/E 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 36. PayPal P/B 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
매출액	8,025	9,248	10,842	13,094	15,451
매출원가	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
판매관리비	1,687	1,810	1,997	2,283	2,764
R&D비용	747	792	834	953	1,071
기타영업비용	3,807	4,577	5,701	6,926	8,646
EBITDA	1,784	2,069	2,310	2,932	2,970
유무형자산상각비	516	608	724	805	776
영업이익	1,268	1,461	1,586	2,127	2,194
영업외손실	7	27	45	73	182
세전이익 (조정)	1,908	1,561	1,631	2,377	2,772
비경상손실	647	73	0	177	396
세전이익 (GAAP)	1,261	1,488	1,631	2,200	2,376
법인세비용	842	260	230	405	319
비지배지분귀속순이익	0	0	0	0	0
지배순이익 (GAAP)	419	1,228	1,401	1,795	2,057
EPS (GAPP, 달러)	0.34	1.00	1.16	1.49	1.74
희석 EPS (달러)	0.34	1.00	1.15	1.47	1.71

현금흐름표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
영업활동에서의 현금흐름	2,220	2,546	3,158	2,531	5,483
당기순이익	419	1,228	1,401	1,795	2,057
감가상각비 & 무형자산상각비	516	608	724	805	776
비현금항목	1,245	762	1,006	1,146	1,320
비현금 운전자본 변동	40	(52)	27	(1,215)	1,330
투자활동에서의 현금흐름	(2,881)	(8,038)	(4,999)	(5,358)	840
고정&무형자산 변동	(492)	(696)	(669)	(667)	(820)
인수&사업매각	(2)	(1,225)	(19)	(323)	(2,124)
기타	(2,387)	(6,117)	(4,311)	(4,368)	3,784
재무활동에서의 현금흐름	1,284	4,728	2,038	4,084	(1,262)
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	(21)	(862)	(21)	820	960
자본금의 증가(감소)	41	101	(846)	(862)	(3,376)
기타	1,264	5,489	2,905	4,126	1,154
현금증감	597	(808)	197	1,293	4,948
기초현금	1,604	2,201	1,393	1,590	8,285
기말현금	2,201	1,393	1,590	2,883	7,575
Free cash flow	1,728	1,824	2,489	1,864	4,660

참고: * P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 기업명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
유동자산 총계	17,565	20,648	25,733	32,645	32,963
현금 및 현금성자산	2,230	3,411	4,975	5,695	9,109
매출채권	759	137	214	283	313
기타유동자산	14,576	17,100	20,544	26,667	23,541
비유동자산 총계	4,352	8,233	7,370	8,129	10,369
순 유형자산	922	1,344	1,482	1,528	1,724
장기투자금	31	2,348	1,539	1,961	971
기타 비유동자산	3,399	4,541	4,349	4,640	7,674
자산 총계	21,917	28,881	33,103	40,774	43,332
유동부채 총계	13,283	13,617	16,878	22,863	25,904
매입채무	1,578	1,356	1,715	2,121	2,344
기타 유동부채	10,612	12,261	15,163	19,742	21,562
비유동부채 총계	386	1,505	1,513	1,917	2,042
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	386	1,505	1,513	1,917	2,042
부채 총계	13,669	15,122	18,391	24,780	27,946
우선주 및 하이브리드증권	0	0	0	0	0
보통주자본 및 주식발행초과금	n/a	13,100	13,579	14,314	14,939
이익잉여금	0	668	2,069	3,823	5,880
자본 총계	8,248	13,759	14,712	15,994	15,386
부채 및 자본 총계	21,917	28,881	33,103	40,774	43,332

재무비율 및 주당지표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
증감률 (%)					
매출액	19.3	15.2	17.2	20.8	18.0
영업이익	16.2	15.2	8.6	34.1	3.1
순이익	(56.1)	193.1	14.1	28.1	14.6
희석 EPS	(56.4)	194.1	16.0	28.4	16.8
주당지표					
희석 EPS	0.3	1.0	1.2	1.5	1.7
BPS	6.8	11.2	12.2	13.3	13.1
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E*	n/a	34.7	34.3	43.0	42.5
P/B*	n/a	3.2	3.2	5.5	6.4
EV/EBITDA	n/a	18.6	18.5	28.5	30.8
비율					
ROE (%)	n/a	11.2	9.8	11.7	13.1
ROA (%)	2.0	4.8	4.5	4.9	4.9
ROIC (%)	7.8	9.9	8.8	10.5	11.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

2019. 2. 14



이명준
Analyst
ml27.lee@samsung.com
02 2020 7768

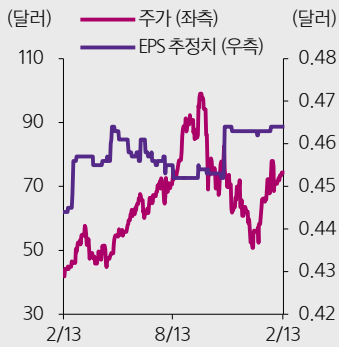
AT A GLANCE

현재주가	74.3 USD
블룸버그 평균 목표주가	79.0 USD
시가총액	30.7 십억달러
Shares (float)	302.6 백만주 (98.1%)
52 주 최저//최고	38.8 / 101.2 달러
90 일-평균거래대금	1.1 십억달러
국가	US
상장거래소	New York
산업	Commercial Services

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Square (%)	11.0	4.1	85.7
NYSE 대비 (%pts)	7.2	8.4	86.6

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

Square (SQ US)

중소형 가맹점은 나의 것

WHAT'S THE STORY

중소가맹점에게 종합 비즈니스 솔루션 제공: 스퀘어는 POS 및 결제처리 서비스를 제공하는 업체. 당사는 모바일기기를 POS로 전환하는 스퀘어리더(mPOS), MTS/IC칩/NFC 결제가 모두 가능한 스퀘어터미널(무선POS) 등을 제공하며 고가의 POS 장비에 대한 저렴한 대안을 제시함으로써 카드결제에서 상대적으로 소외되었던 중소형가맹점 시장을 개척하며 성장.

최근에는 종합 비즈니스 솔루션 제공으로 사업을 확장하고 있는데, 1) 데이터분석, 재고관리, CRM 소프트웨어 등의 서비스를 추가하고 있고, 2) 2014년 스퀘어캐피탈 설립을 통해 여신사업으로도 진출했으며, 3) 2018년 Weebly(PG사업) 인수를 통해 온라인채널로도 확장하고 있음. 또한 2015년 스퀘어캐시(P2P송금), 올해 스퀘어직불카드(마스터카드) 출시를 통해 소비자-가맹점으로 이어지는 end-to-end 플랫폼을 완성.

3QFY18 기준 당사 조정영업이익 구성은 결제처리수수료 56%, 구독 및 서비스 39%, 하드웨어 4%, 비트코인 10% (P2P송금앱에서 비트코인 거래 가능).

단순함에서 오는 경쟁력: 스퀘어의 강점은 기술적으로 뛰어난 하드웨어나 특정 killer-app이 아니라, 가맹점이 필요로 하는 서비스를 모두 제공하는 윈스탑 플랫폼에 기인. POS기기, 가맹점 계좌개설, 결제처리, 온라인PG 등 다양한 결제서비스를 하나의 채널로 통합하여 제공하고, 기존의 복잡한 수수료체계를 단순화한 요율(건당 2.75%)은 특히 중소형 가맹점에게 매력적인 유인. 이러한 편리성은 당사 플랫폼에 대한 가맹점의 의존도를 높이고, 이는 기존 결제방식 대비 높은 수수료 및 결제마진으로 귀결.

고객층 확대를 통한 GPV 성장 가속화: 당사는 업종별 전문화된 가맹점 소프트웨어를 출시하면서 고객기반을 확대하고 있는 중. Square for Retail, Square for Restaurant 등 출시. 이에 따라 당사 GPV 중 연매출이 125K 이상인 중형 및 대형 가맹점의 비중도 지속적으로 확대. 3Q18 기준 대형가맹점은 YoY 55.3% 성장하여, 전체 GPV 성장(YoY +29.4%)을 견인. 반면 가맹점고객의 대형화에도 불구하고 순수수수료율(1%~1.1%)은 유지되고 있는데, 이는 대형가맹점 모집의 대부분(80% 이상)이 self-onboarding(인바운드 영업)으로 이루어지면서 마케팅 비용이 적고, 기본형 수수료체계를 선택하기 때문.

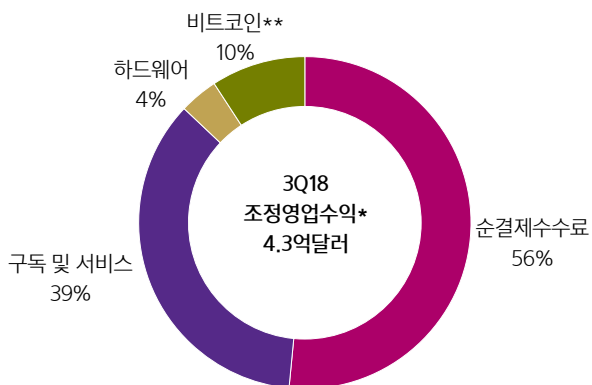
소프트웨어 및 서비스 수익 강화: 기존 결제수익이 안정적으로 성장하고 있는 가운데, 신규 서비스 출시 영향으로 구독 및 서비스 수익이 새로운 성장동력으로 부상. 전체 매출 중 14년 이후 신규 출시된 서비스의 매출 기여도가 17년 기준 36%에 달하며, 이중 스퀘어캐시의 즉시송금(Instant Deposit), 캐피탈, 그리고 음식배달(Caviar) 서비스가 성장 견인. 또한 올해 1월 출시한 가맹점용 직불카드(Square Debit)는 즉시송금 기능과 cannibalization이 불가피하지만, 송금과정 없이 판매대금을 즉시 사용할 수 있다는 점에서 더 높은 수수료율(즉시송금 1% vs 정산수수료 1.5~2%) 부과 가능.

해외시장 진출확대도 중장기적인 성장 동인: 3Q18 기준 매출의 94.6%가 미국에서 발생하고 해외매출(캐나다, 호주, 일본, 영국) 비중은 5.4%에 불과하지만, 해외 매출규모가 YoY 90% 이상 성장함에 따라 비중이 점진적으로 확대되는 중. 특히 향후 유럽시장에서의 매출확대에 따른 이익 개선이 두드러질 것으로 예상되는데, 이는 EU에서 직불/신용카드 정산수수료를 제한하고 있어 결제처리에 대한 거래마진이 높기 때문. 실제로 영국에서 동사가 수취하는 카드수수료율은 1.75%로 미국보다 100bp 낮지만, 제3자(발행사, 네트워크)비용을 제외한 순수수수료율은 1.2%로 10~20bp 더 높은 것으로 판단.

매입/처리시장 경쟁심화: 스퀘어가 점차 매출규모가 큰 가맹점 시장으로 영역을 확장함에 따라, First Data, WorldPay 등 기존 매입/처리업체들과의 경쟁 심화 가능. 1) 기존 업체들은 이미 다양한 지역에서 사업을 영위하고 있고, 2) 규모의 경제에 따른 가격경쟁력도 확보하였으며, 3) 스퀘어가 강점을 보유한 iPOS(Integrated POS) 시장에도 대형사들은 Clover(First Data), iZettle(PayPal) 등 자회사/M&A를 통해 진출하는 중이기 때문.

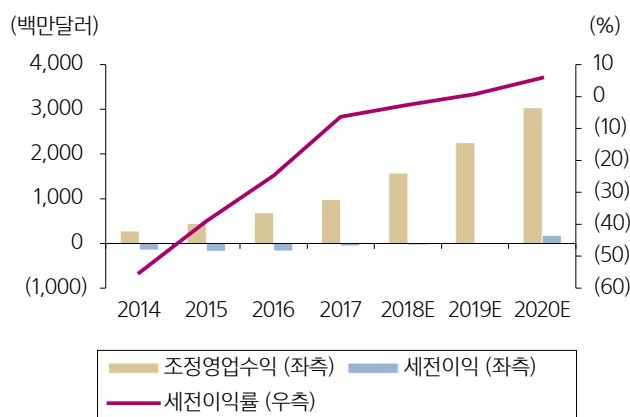
Square Capital, Installments 여신서비스 확대에 따른 신용위험 증가: 소비성향 등 매크로 환경 변화에 대한 이익 민감도가 더욱 높아진 점은 부담 요인. 1) 동사의 고객군이 경기둔화에 상대적으로 취약한 중소형 가맹점으로 이루어져 있고, 2) 최근 Square Capital, Cash App을 통해 전통적으로 은행영역인 여신활동에 진출하고 있으며, 3) 동사의 주된 여신 고객들은 상대적으로 리스크가 높은 중소형사들이기 때문.

그림 37. Square 매출구성 (3Q18 기준)



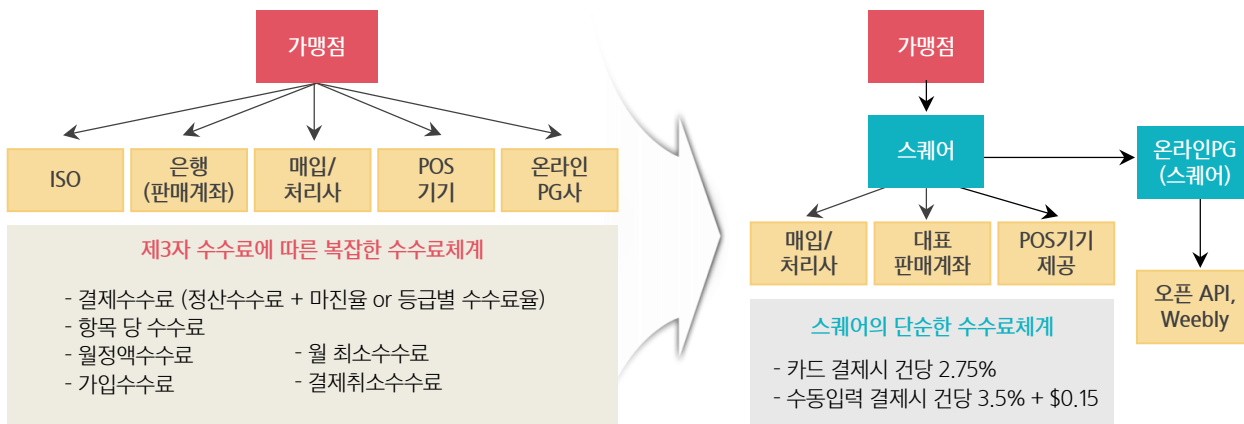
참고: * 순영업수익에서 결제수수료비용을 제외한 기준
자료: 삼성증권 정리

그림 38. 영업실적 추이



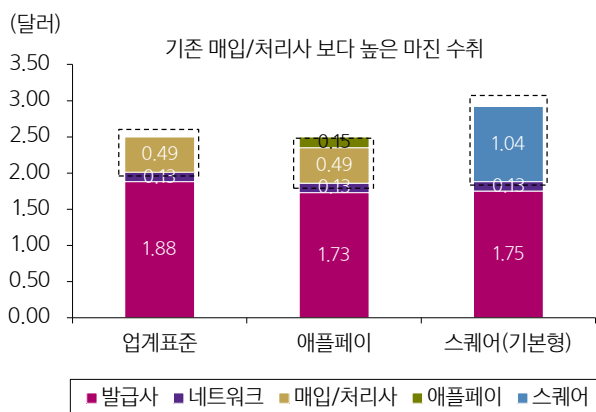
자료: Square, Thomson Reuters 컨센서스

그림 39. Square 사업모델: 단순함에서 오는 경쟁력



자료: Square, 삼성증권 정리

그림 40. 수수료체계 비교: 단순함을 바탕으로 높은 마진율 수취



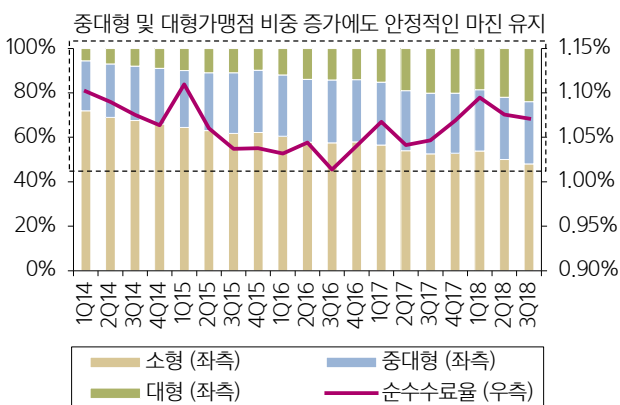
참고: 미국 상위 500개 온라인소매업체 기준
자료: Business Insider, 각 사, 삼성증권

그림 41. 스퀘어의 다양한 제품 및 서비스



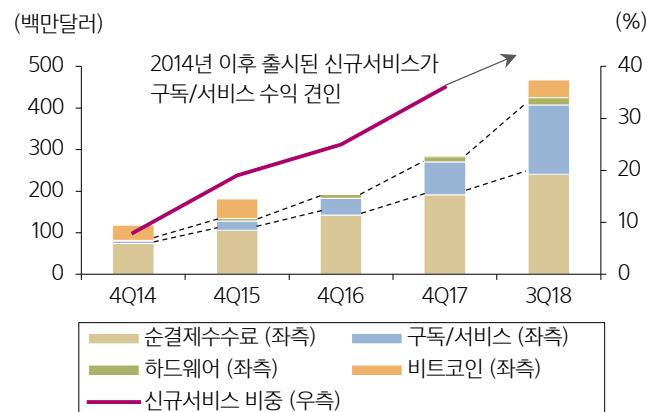
자료: Square

그림 42. 가맹점 대형화에도 불구하고 결제거래 마진율 유지



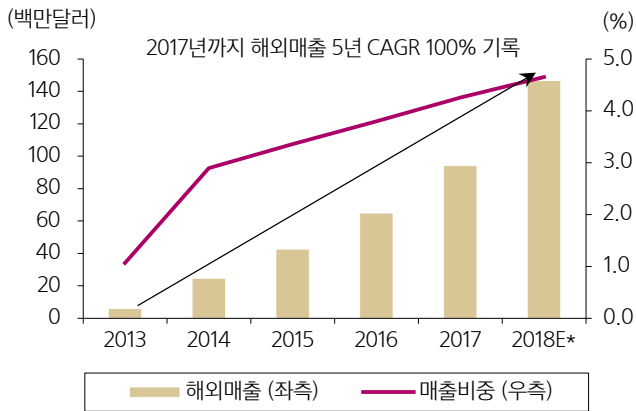
참고: 연매출(GPV) 기준 가맹점 규모 분류:
소형(12.5만달러 미만), 중대형(12.5만~50만달러), 대형(50만달러 이상)
자료: Square

그림 43. 구독 및 서비스수익이 최근 매출성장 견인



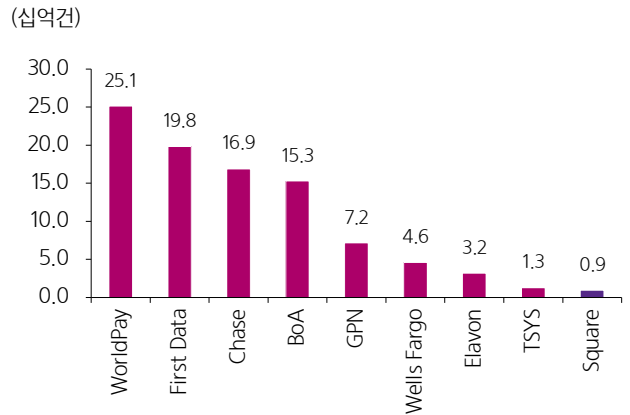
자료: Square

그림 44. 해외매출도 빠르게 성장하는 추세



참고: * 2018년 3개분기 연율화
자료: Square

그림 45. 다만 여전히 기존 매입/처리사와 비교시 규모는 작은 수준



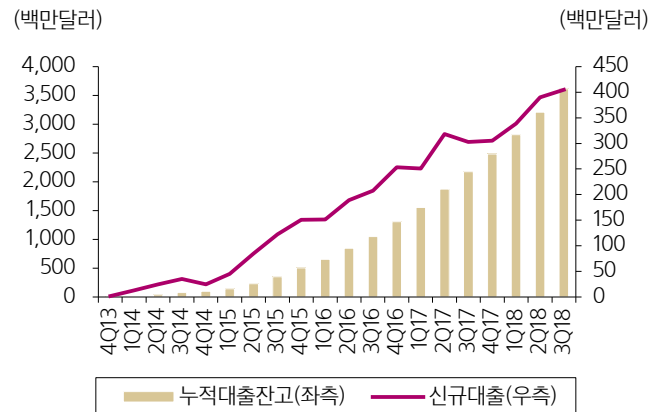
참고: 2016년 기준. WorldPay는 인수합병을 반영하여 Vantiv 수치 합산
자료: The Nilson Report, 삼성증권

표 20. iPOS(integrated POS) 시장 심화 예상

기업	POS기기 출시	가격	수수료율	주요고객
Square		본체 \$99, IC칩리더기 \$49, MTS리더기 무료	오프라인 2.75%, 수동 3.5%+\$0.15, 온라인 2.9%+\$0.3	중소형 가맹점
			\$1000 2.5%+\$0.1	중+대형 가맹점
ShopKeep		2010	\$69/월 미공개	중소형 가맹점
Clover (First Data)		2013	판매계좌 개설시 판매 (가격 상이) / 매입은행에 따라 상이	중소형 가맹점
Poynt		2014	\$299 / 매입은행에 따라 상이	중소형 가맹점
Shopify		2017	\$49~119/월 2.7%	중소형 가맹점

자료: 각 사, 삼성증권

그림 46. Capital 대출잔고 고성장... 이에 따라 신용리스크 우려 점증



자료: Square

Square 실적요약

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
조정매출액	146	171	178	192	204	240	257	283	309	385	431	451	687	984
순결제수수료	106	130	134	142	146	171	182	191	195	230	241	377	513	690
구독 및 서비스	24	30	35	41	49	59	65	79	97	134	166	58	129	253
하드웨어	16	11	8	9	9	10	10	12	14	18	18	16	44	41
조정매출원가	36	24	28	24	29	31	37	41	50	65	70	52	112	138
조정 매출총이익	110	147	150	168	175	209	220	241	259	320	361	399	575	846
총 영업비용	207	176	182	181	188	220	234	253	276	318	363	544	746	894
제품개발비	65	69	70	65	69	78	83	93	105	115	136	200	269	322
판매 및 마케팅비	38	39	47	49	50	60	67	77	77	98	116	146	174	253
일반관리비	96	51	52	53	57	63	64	66	76	83	86	143	252	251
거래손실비용	8	17	13	13	12	18	20	17	18	22	24	54	51	67
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	1	1
영업이익	(97)	(27)	(32)	(14)	(14)	(12)	(15)	(13)	(21)	(3)	(10)	(174)	(170)	(54)
영업외손익	1	0	(0)	(0)	(0)	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)	31	(2)	1	(8)
세전이익	(96)	(27)	(32)	(14)	(15)	(15)	(17)	(16)	(24)	(5)	21	(176)	(170)	(63)
지배순이익	(97)	(27)	(32)	(15)	(15)	(16)	(16)	(16)	(24)	(6)	20	(212)	(172)	(63)
EPS (달러)	(0.29)	(0.08)	(0.09)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.06)	(0.01)	0.04	(1.09)	(0.51)	(0.17)
주요 지표														
가맹점수 (천개)	2,288	2,315	2,410	2,520	2,633	2,640	2,745	2,868	2,985	3,010	3,105	2,180	2,520	2,868
전년대비 (%)	17.1	15.8	15.1	15.6	15.1	14.0	13.9	13.8	13.4	14.0	13.1	21.1	15.6	13.8
결제대금 (십억달러)	10	12	13	14	14	16	17	18	18	21	22	36	50	65
전년대비 (%)	44.6	41.8	38.9	34.3	32.6	31.9	31.2	30.6	30.6	30.2	29.4	49.8	39.4	31.5
평균 take-rate (%)	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9

자료: Square, 삼성증권

표 21. 기업 개요

기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> • 금융서비스, 가맹점매입(PayFac), 모바일결제 서비스를 제공하는 미국의 전자결제기업 • 중소형가맹점 중심의 종합솔루션 기업으로 진화 중 • Twitter 창업자인 Jack Dorsey가 공동창업
설립	<ul style="list-style-type: none"> • 2009년, 창립자: Jack Dorsey (CEO), Jim McKelvey
주요 전략/최근 이슈	<ul style="list-style-type: none"> • POS기기와 가맹점소프트웨어를 통합하여 가맹점에게 부가가치를 제공하고 lock-in 효과 제고 • Square Debit, Caviar 출시로 구독/서비스기반 수익 강화 • 웹사이트 제작툴 Weebly를 인수하여 온라인결제 진출 • Square Capital 설립으로 가맹점 대상 여신업 진출
주요 주주	<ul style="list-style-type: none"> • Vanguard Group (7.2%) • FMR (6.8%) • BlackRock (5.4%) • Capital Group (5.1%)

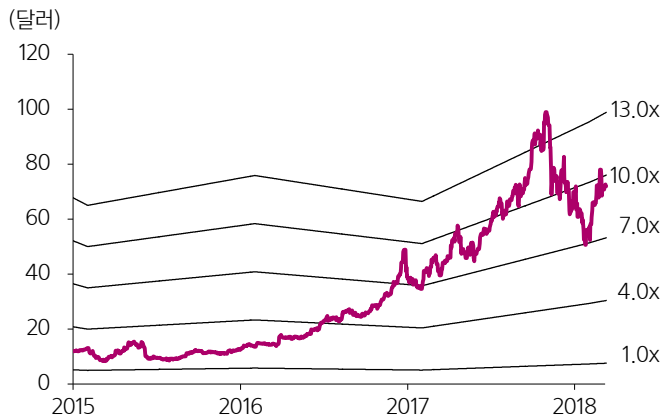
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 47. 시가총액 장기 시계열



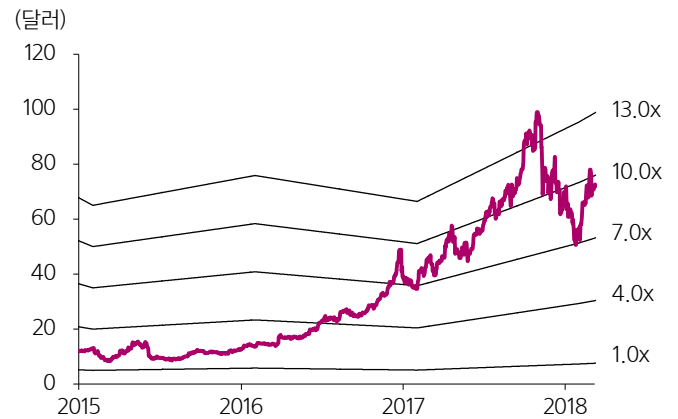
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 48. Square P/Sales 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 49. Square P/B 밴드차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
매출액	850	1,267	1,709	2,214	n/a
매출원가	624	897	1,133	1,375	n/a
판매관리비	207	288	378	491	n/a
R&D비용	145	200	269	322	n/a
기타영업비용	25	56	52	68	n/a
EBITDA	(132)	(147)	(133)	(17)	n/a
유무형자산상각비				13	n/a
영업이익	(150)	(174)	(170)	(54)	n/a
영업외손실	2	2	(1)	8	n/a
세전이익 (조정)	(153)	(175)	(122)	(63)	n/a
비경상손실	0	1	48	0	n/a
세전이익 (GAAP)	(153)	(176)	(170)	(63)	n/a
법인세비용	1	4	2	0	n/a
비지배지분귀속순이익	0	0	0	0	n/a
지배순이익 (GAAP)	(154)	(212)	(172)	(63)	n/a
EPS (GAPP, 달러)	(1.08)	(1.24)	(0.50)	(0.17)	n/a
희석 EPS (달러)	(1.08)	(1.24)	(0.50)	(0.17)	n/a

현금흐름표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
영업활동에서의 현금흐름	(109)	21	23	128	n/a
당기순이익	(154)	(180)	(172)	(63)	n/a
감가상각비 & 무형자산상각비	19	28	38	37	n/a
비현금항목	76	143	194	244	n/a
비현금 운전자본 변동	(50)	31	(37)	(91)	n/a
투자활동에서의 현금흐름	(25)	(45)	(114)	(341)	n/a
고정&무형자산 변동	(29)	(39)	(26)	(26)	n/a
인수&사업매각	12	(5)	(1)	(2)	n/a
기타	(7)	(2)	0	(25)	n/a
재무활동에서의 현금흐름	194	265	91	455	n/a
배당금	0	0	0	0	n/a
차입금의 증가(감소)	30	(30)	(0)	335	n/a
자본금의 증가(감소)	164	296	96	165	n/a
기타	0	(1)	(6)	(45)	n/a
현금증감	59	239	(1)	246	n/a
기초현금	166	222	490	489	n/a
기말현금	225	471	452	696	n/a
Free cash flow	(138)	(16)	(2)	102	n/a

참고: * P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 기업명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
유동자산 총계	410	706	1,001	1,778	n/a
현금 및 현금성자산	225	471	512	866	n/a
매출채권	0	0	6	9	n/a
기타유동자산	185	235	483	904	n/a
비유동자산 총계	132	189	210	409	n/a
순 유형자산	64	87	88	91	n/a
장기투자금	0	0	27	204	n/a
기타 비유동자산	68	102	94	114	n/a
자산 총계	542	895	1,211	2,187	n/a
유동부채 총계	191	334	577	973	n/a
매입채무	31	80	72	96	n/a
기타 유동부채	160	254	505	874	n/a
비유동부채 총계	77	53	58	428	n/a
장기차입금	30	0	1	362	n/a
기타 비유동부채	47	52	57	66	n/a
부채 총계	268	387	635	1,401	n/a
우선주 및 하이브리드증권	515	0	0	0	n/a
보통주자본 및 주식발행초과금	155	1,117	1,357	1,630	n/a
이익잉여금	(396)	(608)	(779)	(843)	n/a
자본 총계	274	508	576	786	n/a
부채 및 자본 총계	542	895	1,211	2,187	n/a

재무비율 및 주당지표

12월말 기준 (백만달러)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
증감률 (%)					
매출액	53.9	49.0	34.9	29.6	n/a
영업이익	43.4	15.9	(2.3)	(68.2)	n/a
순이익	47.5	37.6	(19.1)	(63.4)	n/a
희석 EPS	31.7	14.8	(59.7)	(66.0)	n/a
주당지표					
희석 EPS	(1.1)	(1.2)	(0.5)	(0.2)	n/a
BPS	(1.6)	1.5	1.6	2.0	n/a
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B*	n/a	8.6	8.6	17.4	n/a
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비율					
ROE (%)	n/a	n/a	(31.7)	(9.2)	n/a
ROA (%)	(35.8)	(25.0)	(16.3)	(3.7)	n/a
ROIC (%)	(65.5)	(44.0)	(31.7)	(6.6)	n/a
배당성향 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



이명준
Analyst
ml27.lee@samsung.com
02 2020 7768

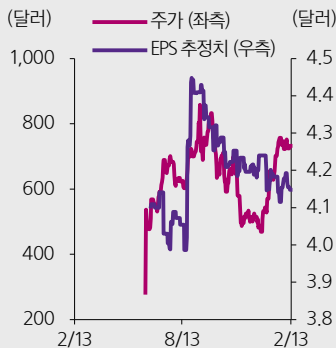
AT A GLANCE

현재주가	650.0 EUR
블룸버그 평균 목표주가	596.6 EUR
시가총액	19.2 십억유로
Shares (float)	10.5 백만주 (35.4%)
52 주 최저//최고	400.0 / 758.9 유로
90 일-평균거래대금	0.0 십억유로
국가	NE
상장거래소	EN Amsterdam
산업	Commercial Services

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Adyen (%)	18.2	19.2	n/a
AEX 대비 (%pts)	11.7	24.8	n/a

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg

Adyen (ADYEN NA)

글로벌 O2O결제 스타

WHAT'S THE STORY

유럽 온라인 결제시장의 신형 강자: 2006년 설립된 Adyen(아디엔)은 네덜란드에 본사를 둔 PG사로 기존에는 온라인 및 모바일 결제에 주력했으나, 최근(18년 3월) 오프라인 POS로도 진출하며 사업영역 확장 중. 동사는 결제정보를 수집하는 PG 및 POS 업무뿐 아니라 매입 및 결제처리까지 모두 같은 플랫폼에서 수행하며, 다양한 지역에서 현지 매입은행 라이선스를 획득하여 글로벌 커버리지 제공.

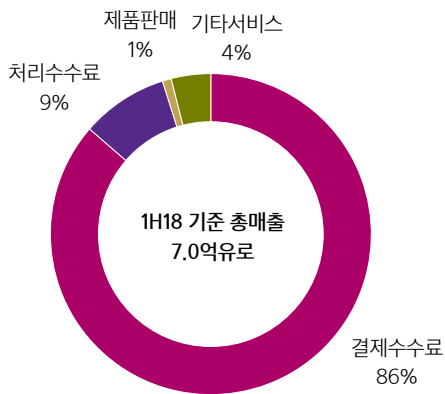
단일 플랫폼 구조를 바탕으로 빠르게 성장: 동사는 PG(POS)-매입-결제처리를 결합한 온라인 결제 플랫폼으로 설립된 반면, 기존 매입/처리사들은 대부분 오프라인 POS 기반의 시스템에서 출발하여 인수합병을 통해 신규 플랫폼(지역, 결제채널) 추가. 이러한 단일 플랫폼의 장점은, 1) 글로벌 커버리지를 제공하고, 2) 단일 플랫폼의 특성상 결제 단계에서의 마찰이 적으며, 3) 전체적인 관점에서 데이터분석 및 리스크 관리가 가능하고, 4) API기반으로 제공되어 가맹점 시스템과 통합하기 용이하다는 것으로 요약 가능. 이러한 특성은 여러 국가에서 구독기반의 사업모델을 영위하거나 심리스(seamless)결제를 중시하는 글로벌 IT기업들에게 큰 호응을 얻으며 동사의 성장을 견인.

글로벌 온라인상거래 유망주 성장과 함께한다!: 동사는 결제대금의 90% 이상을 온라인에서 처리하여 향후 온라인상거래 성장에 따른 직접적인 수혜 기대되며, 성장속도 또한 전체 시장을 상회할 전망. 이는 1) 넷플릭스, 페이스북, 우버, 에어비엔비 등 글로벌 성장기업들을 이미 가맹점으로 유치한 가운데, 2) 동사의 단일 플랫폼 구조가 지닌 장점으로 대형 가맹점의 신규 유입이 꾸준히 이뤄지고 있기 때문. 실제로 월평균 결제대금이 백만유로 이상인 대형 가맹점 수는 15년 225개에서 18년 478로 증가하였으며, 작년부터 시범적으로 eBay의 check-out 업체로도 선정.

옴니채널(O2O)에서 차별화된 플레이어로 부각 가능: 동사는 주요 네트워크뿐 아니라 다양한 대체결제수단(알리페이, 위챗페이) 제공. 이는 단일플랫폼의 안정성과 결부되어 옴니채널에서의 차별화된 경쟁력으로 작용 전망. 글로벌 가맹점에게 안정성은 특히 중요한데, 대표적인 사례가 미국 전자상거래업체 Etsy의 매입사 교체. Esty의 기존 매입사는 글로벌 스케일을 보유하고 있고, 300개 이상의 대체결제 수단을 지원하는 WorldPay. 그러나, 2016년 WorldPay 서버 오류로 대형 가맹점인 Etsy는 중복결제 및 결제무효 사태를 겪었고, 이를 계기로 수년간 관계를 유지하던 WorldPay를 Adyen으로 교체.

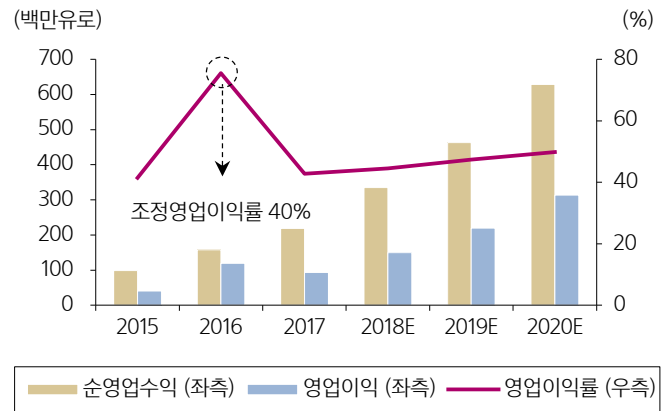
평균 결제 수수료를 하락 압력 지속 전망 - 다만 중소가맹점 확대로 영향 상쇄 가능: 동사 평균 결제 수수료율은 15년 31bp에서 17년 20bp로 하락하였으며, 향후에도 수수료율에 대한 하락 압력은 지속될 전망. 이의 원인은, 1) 전체 결제대금 중 오프라인 POS 비중 확대와 2) 기존 대형가맹점에 대한 침투율 확대에 주로 기인. 다만, 수수료율 인하에 따른 이익 영향은 제한적일 것으로 판단되는데, 1) 수수료율 인하의 반대급부로 매출이 확대되고 있고, 2) 최근 대형가맹점보다 수수료율이 높은 중소형가맹점을 적극적으로 유치하는 전략으로 선회하며 마진 하락 압력을 완화시킬 수 있기 때문.

그림 50. Adyen 매출구성



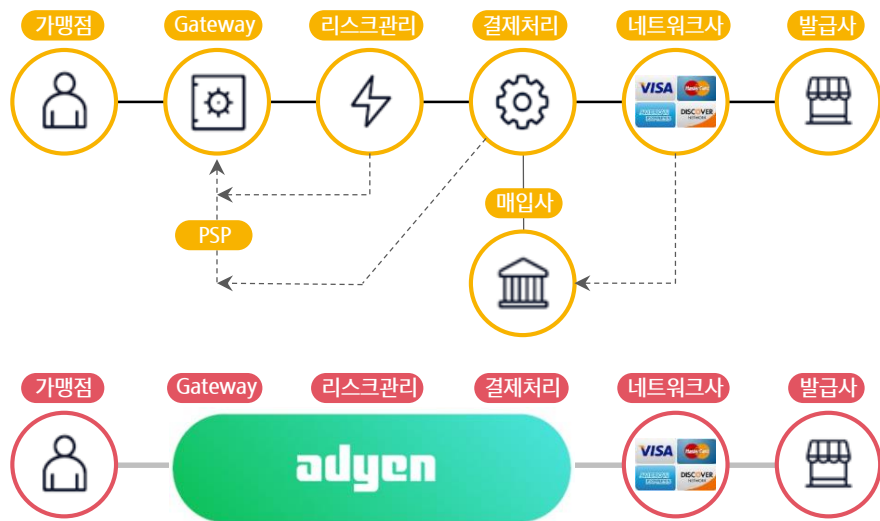
참고: 6월말 결산기준 (반기공시)
총영업수익 기준
자료: Adyen

그림 51. 영업실적 추이



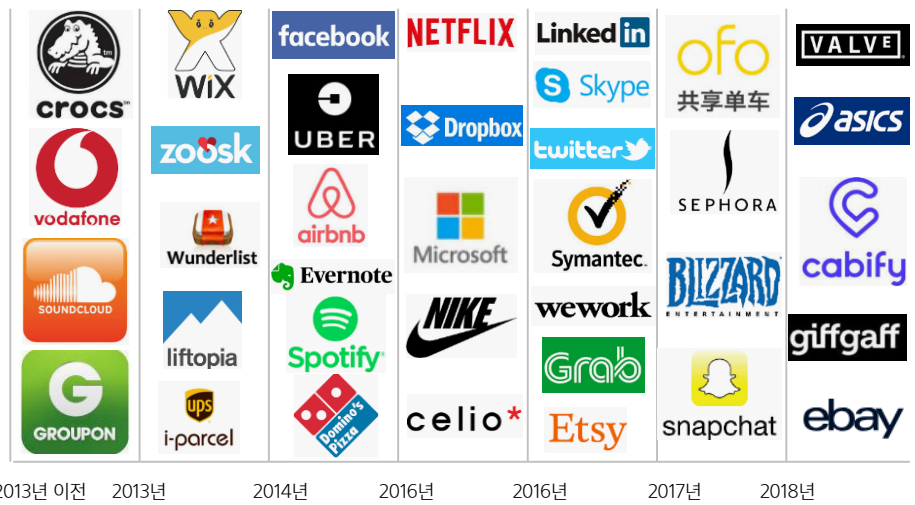
자료: Adyen, Thomson Reuters 컨센서스

그림 52. PG+리스크관리+매입+결제처리를 통합한 단일 결제플랫폼



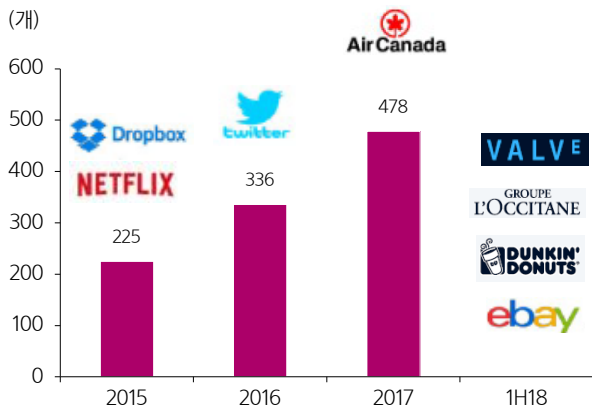
자료: Adyen, 삼성증권 정리

그림 53. 주요 가맹점 현황: 글로벌 IT기업 및 공유경제 관련 유니콘기업 다수



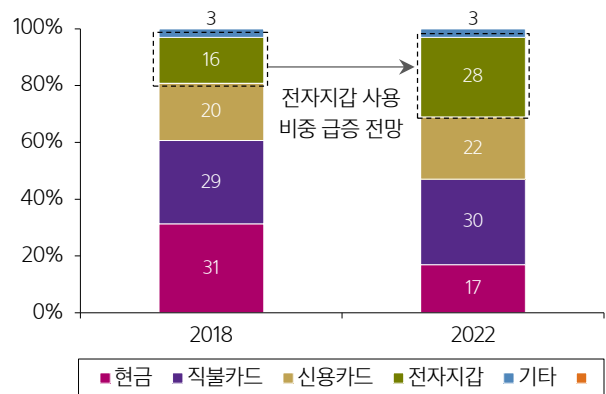
자료: Adyen, 삼성증권 정리

그림 54. 견고한 대형가맹점* 신규 유입



참고: * 월매출 100만유로 이상 가맹점
자료: Adyen, 삼성증권 정리

그림 55. 오프라인 결제 내 전자지갑 비중 확대 전망



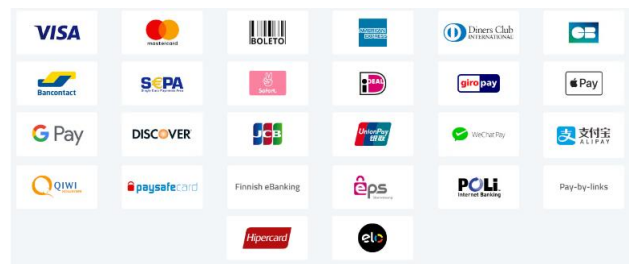
자료: WorldPay Global Payments Report (2018)

그림 56. 오프라인 POS terminal 출시로 옴니채널 구축



자료: Adyen

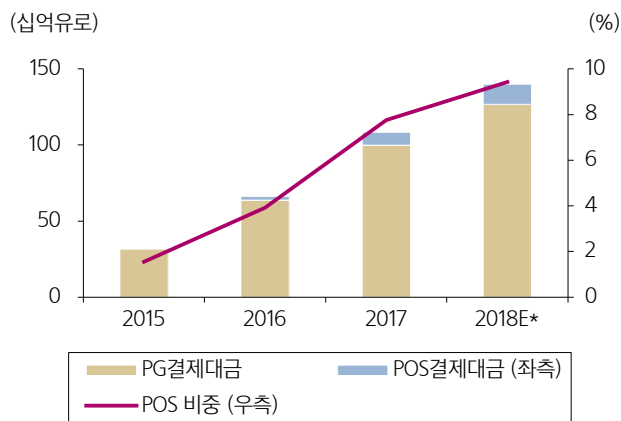
그림 57. 글로벌 커버리지: 다양한 현지 결제수단 지원



전세계 250개 이상의 결제수단과 호환 가능
(vs 경쟁사 Stripe는 20개 내외)

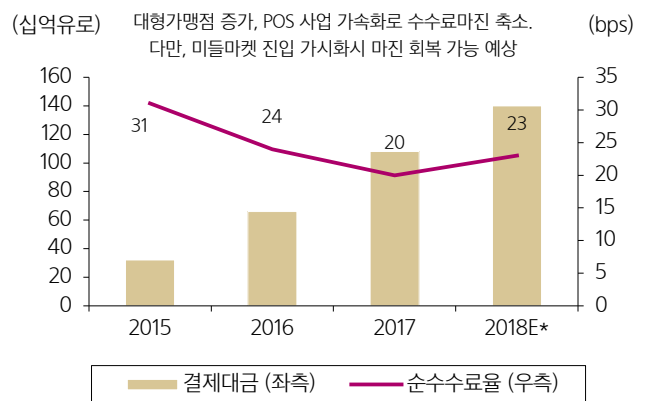
참고: 2019년 1월 28일 접속 기준
자료: Adyen, Stripe, 삼성증권 정리

그림 58. 결제대금 중 POS vs Online 추이



참고: * 2018년 상반기 기준 연율화
자료: Adyen, 삼성증권

그림 59. Take-rate vs 결제대금 추이



참고: * 결제대금은 2018년 상반기 기준 연율화. 순수수료율은 2018년 상반기 기준
자료: Adyen, 삼성증권

표 22. Adyen 영업실적 추이

(백만유로)	1H17	2H17	1H18	2014	2015	2016	2017
총결제대금	48.9	59.5	70	n/a	32.2	66.3	108.3
POS 결제대금	3	5.4	6.6	n/a	0.5	2.6	8.4
POS 비중 (%)	6.1	9.1	9.4	n/a	1.6	3.9	7.8
순수수료율 (bps)			23	n/a	31	24	20
순영업수익	93.5	124.8	156.4	46.8	98.5	158.0	218.3
유럽	67.6	86.1	102.7	n/a	82.0	123.3	153.7
북미	9.1	14.2	22.1	n/a	8.6	14.8	23.3
남미	10.4	14.5	16.5	n/a	4.4	11.4	24.9
아시아	5.9	9.2	14.6	n/a	2.5	7.3	15.1
기타	0.5	0.8	0.6	n/a	1.0	1.2	1.3
인건비	29.9	34.9	43.6	20.4	35.0	43.4	64.8
판관비	25.3	28.8	42.7	11.7	20.4	47.4	54.1
EBITDA	38.3	61.1	70.2	14.7	43.1	67.2	99.4
일회성요인*						56.3	
영업이익	35.6	57.9	66.1	13.6	40.9	119.4	93.5
조정영업이익 (일회성제외)	35.6	57.9	66.1	13.6	40.9	63.1	93.5
순금융비용(이익)	0.1	1.2	5.6	(0.3)	(0.2)	(0.2)	1.2
법인세	8.0	12.9	12.4	3.1	7.4	22.3	20.9
순이익	27.6	43.8	48.1	10.8	33.7	97.3	71.4

참고: 6월말 결산기준 (반기공시)

* Visa의 Visa Europe 인수에 따른 지분평가차익 5,630만유로 인식

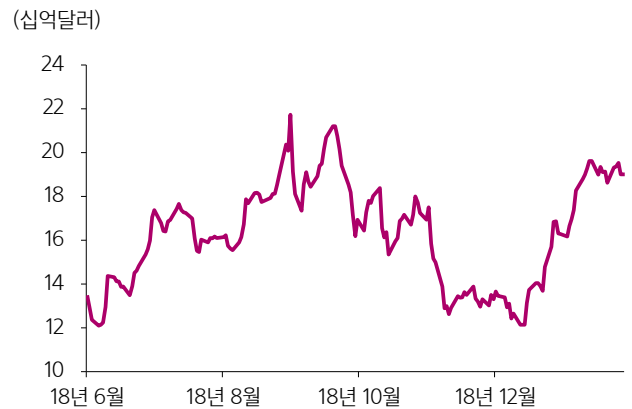
자료: Adyen, 삼성증권

표 23. 기업 개요

기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> 전자상거래, 모바일 및 POS 등 전세계 단일 결제 플랫폼을 제공하는 네덜란드 전자결제회사
설립	<ul style="list-style-type: none"> 2006년, 창립자: Pieter van der Does (CEO), Arnout Schuijff (CTO)
주요 전략/최근 이슈	<ul style="list-style-type: none"> 단일 결제플랫폼을 바탕으로 전자상거래에 더 많은 유연성과 투명성을 제공하는 솔루션 개발 2018년부터 온라인/모바일뿐 아니라 오프라인 매장의 POS시장에 진출 전세계 250개 이상의 지불방식 지원
주요 주주	<ul style="list-style-type: none"> Pentavest Sarl (14.8%) Stichting Administratiekantoor (8.7%) General Atlantic Everest (9.5%) Temasek Holdings (8.1%) Arnout Schuijff (6.4%) Pieter van der Does (4.8%)

자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 60. 시가총액 장기 시계열



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 61. Adyen P/Sales 밴드차트



자료: Bloomberg

그림 62. Adyen P/B 밴드차트



자료: Bloomberg

포괄손익계산서

6월말 기준 (백만유로)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
매출액	154	331	659	1,012	n/a
매출원가	107	233	501	794	n/a
판매관리비	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
R&D비용	0	0	0	0	n/a
기타영업비용	32	55	91	119	n/a
EBITDA	15	43	123	99	n/a
유무형자산상각비	1	2	4	6	n/a
영업이익	14	41	119	93	n/a
영업외손실	0	0	0	1	n/a
세전이익 (조정)	14	41	120	92	n/a
비경상손실	0	0	0	0	n/a
세전이익 (GAAP)	14	41	120	92	n/a
법인세비용	3	7	22	21	n/a
비지배지분귀속순이익	0	0	0	0	n/a
지배순이익 (GAAP)	11	34	97	71	n/a
EPS (GAPP, 달러)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
희석 EPS (달러)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

6월말 기준 (백만유로)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
영업활동에서의 현금흐름	146.0	138.4	189.6	200.7	n/a
당기순이익	10.9	33.6	97.2	71.3	n/a
감가상각비 & 무형자산상각비	1.1	2.2	4.1	5.9	n/a
비현금항목	3.5	2.0	9.6	(18.4)	n/a
비현금 운전자본 변동	130.7	100.5	78.6	141.9	n/a
투자활동에서의 현금흐름	(4.8)	(6.9)	(12.5)	(18.0)	n/a
고정&무형자산 변동	(4.8)	(6.9)	(12.5)	(11.0)	n/a
인수&사업매각	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a
재무활동에서의 현금흐름	96.7	40.0	0.2	1.0	n/a
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a
자본금의 증가(감소)	96.7	40.0	0.2	1.0	n/a
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a
현금증감	238.1	171.4	177.7	182.9	n/a
기초현금	92.8	330.9	502.3	680.1	n/a
기말현금	330.9	502.3	680.1	862.9	n/a
Free cash flow	142.7	133.2	179.1	191.0	n/a

참고: * P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 기업명, 삼성증권 추정

재무상태표

6월말 기준 (백만유로)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
유동자산 총계	484	764	1,332	1,082	n/a
현금 및 현금성자산	331	502	680	870	n/a
매출채권	5	8	12	26	n/a
기타유동자산	148	252	637	183	n/a
비유동자산 총계	6	58	44	55	n/a
순 유형자산	4	8	15	20	n/a
장기투자금	0	0	0	0	n/a
기타 비유동자산	2	50	29	35	n/a
자산 총계	490	821	1,376	1,137	n/a
유동부채 총계	366	576	1,057	742	n/a
매입채무	365	574	1,054	739	n/a
기타 유동부채	1	1	2	4	n/a
비유동부채 총계	0	0	4	5	n/a
장기차입금	0	0	0	0	n/a
기타 비유동부채	0	0	4	5	n/a
부채 총계	366	576	1,061	747	n/a
우선주 및 하이브리드증권	0	0	0	0	n/a
보통주자본 및 주식발행초과금	108	148	149	150	n/a
이익잉여금	14	93	161	234	n/a
자본 총계	124	246	315	390	n/a
부채 및 자본 총계	490	821	1,376	1,137	n/a

재무비율 및 주당지표

6월말 기준 (백만유로)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
증감률 (%)					
매출액		115.5	99.1	53.5	n/a
영업이익		199.6	192.0	(21.6)	n/a
순이익		209.4	189.3	(26.7)	n/a
희석 EPS		n/a	n/a	n/a	n/a
주당지표					
희석 EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS (보통주)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비율					
ROE (%)	n/a	18.2	34.7	20.2	n/a
ROA (%)	n/a	5.1	8.9	5.7	n/a
ROIC (%)	n/a	18.1	34.5	20.3	n/a
배당성향 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.



삼성증권주식회사
06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호
1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수
080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM