

## [마스터카드 26Q3 Preview] 크로스보더 지속 여부와 부가가치 서비스 성장을 관건, 투자의견 매수 유지

26.10.20 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com



### 10 월 29 일, 시장은 '바닥 확인'이 '재가속'으로 넘어가는지를 본다

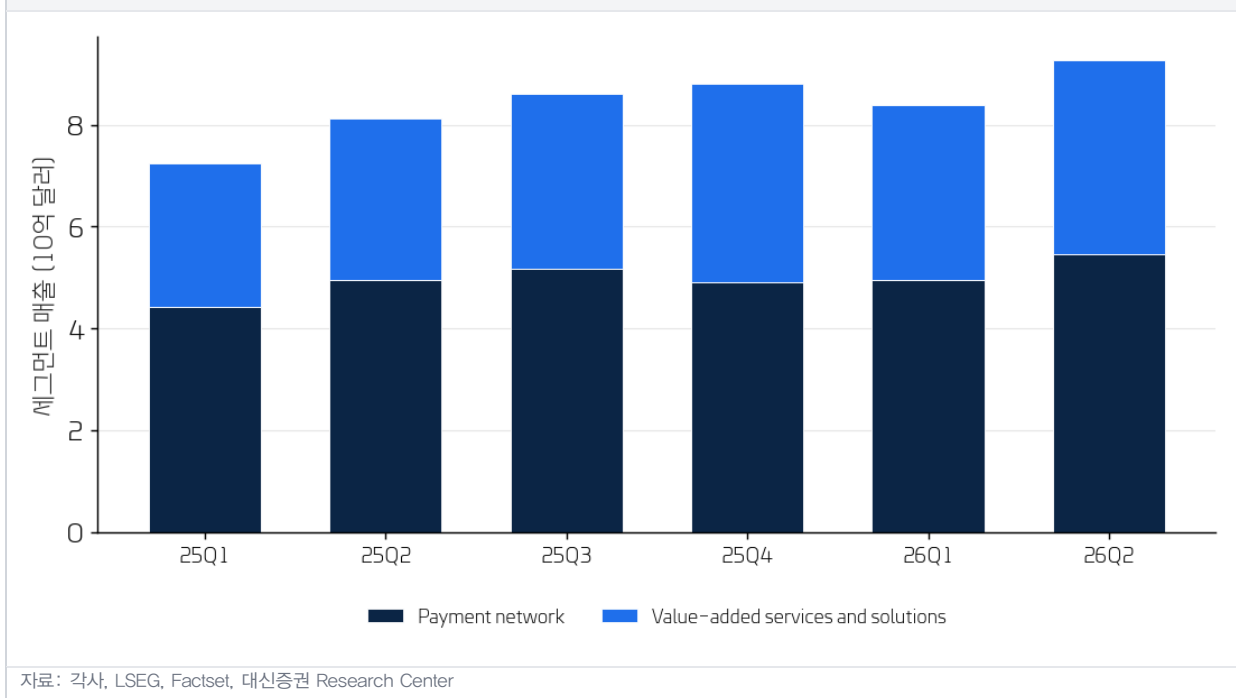
마스터카드는 10 월 29 일 3 분기 실적을 발표한다. 전 세계 카드 결제망을 운영하며 거래가 지날 때마다 수수료를 받는 회사라, 소비와 여행이 얼마나 돌고 있는지를 가장 먼저 보여주는 종목에 속한다. 지난 2 분기에는 순매출 92 억 7,700 만 달러, 조정 주당순이익 5.04 달러로 시장 평균 전망(컨센서스)을 각각 2.2%, 5.7% 웃돌았다. 다만 성장을 자체는 고정환율 기준 12%로 두 분기째 같은 자리에 멈춰 있다. 이번 발표의 초점은 단순한 상회 여부가 아니라, 멈춰 선 성장률이 위로 움직이기 시작했는지도.

### 크로스보더 12%가 이벤트 효과였는지가 첫 번째 시험대

2 분기 국경 간 결제는 고정환율 기준 12% 늘었다. 해외여행과 해외 직구가 이 항목을 끌어올리는데, 수수료율이 국내 결제보다 높아 수익성 기여도가 크다. 문제는 당시 콜에서 한 애널리스트가 월드컵 같은 이벤트 효과가 섞인 것 아니냐고 물었고, 명확한 분리가 제시되지 않았다는 점이다. 이벤트 기여분이 빠지면 3 분기에 1~2%포인트 자연 감속이 나타날 수 있다. 중동 정세도 완전히 해소된 사안은 아니다. 최고재무책임자는 2 분기 중 영향이 완화됐고 예상보다 덜 심각했다고 밝혔지만, 3 분기에도 2 분기 말과 비슷한 수준이 유지될 것으로 본다는 단서를 함께 달았다.



## 마스터카드 세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



## 부가가치 서비스가 18%에서 어느 쪽으로 움직이는지가 밸류에이션을 가른다

마스터카드에서 성장 프리미엄을 담당하는 쪽은 결제망 자체가 아니라 부가가치 서비스다. 사기 탐지, 데이터 분석, 컨설팅처럼 결제망에 얹어 파는 사업으로, 2025년에는 고정환율 기준 22%씩 성장했다. 그런데 올해 1 분기와 2 분기 모두 18%에서 멈췄다. 결제망 부문은 8%로 최근 2 년 사이 가장 낮은 수준이다. 여기에 은행과의 계약 갱신 과정에서 돌려주는 리베이트·인센티브가 22% 늘어, 순매출 증가율을 웃돌고 있다. 이 비용이 결제망 성장률을 눌러놓은 구조로 보인다. 서비스 성장률이 20%대로 돌아서면 **주가 재평가의 방아쇠**가 될 여지가 있고, 18% 아래로 밀리면 그 반대다.

## 가이던스가 고정환율 기준인지가 숫자보다 중요하다

회사는 3 분기 순매출 성장을 "로우 더블디жит 상단", 즉 12~13%로 제시했고 연간 전망은 "로우 틴스"로 올렸다. 동종업계에서 가이던스를 올린 곳이 사실상 없는 환경이라는 점은 분명한 차별점이다. 다만 이 수치가 환율 영향을 제거한 고정환율 기준인지가 명시되지 않았다. 콜 기록상으로는 연간 범위 자체는 유지하되 같은 범위 내 더 높은 지점에 착지한다는 쪽으로 정리돼 있어, 실질 상향 폭이 얼마인지는 이번 콜에서 확인할 대목이다. 달러지수가 101.4 까지 올라 환율이 보고 성장률에 보태주는 몫은 1~2%포인트로 줄어든 상태다. 시장 평균 전망은 매출 96 억 4,700 만 달러, 주당순이익 5.108 달러에 형성돼 있고, 우리는 매출 96 억~98 억 5,000 만 달러, 주당순이익 5.10~5.32 달러를 본다.

## 마스터카드 주가와 12개월 선행 주당순이익의 추이

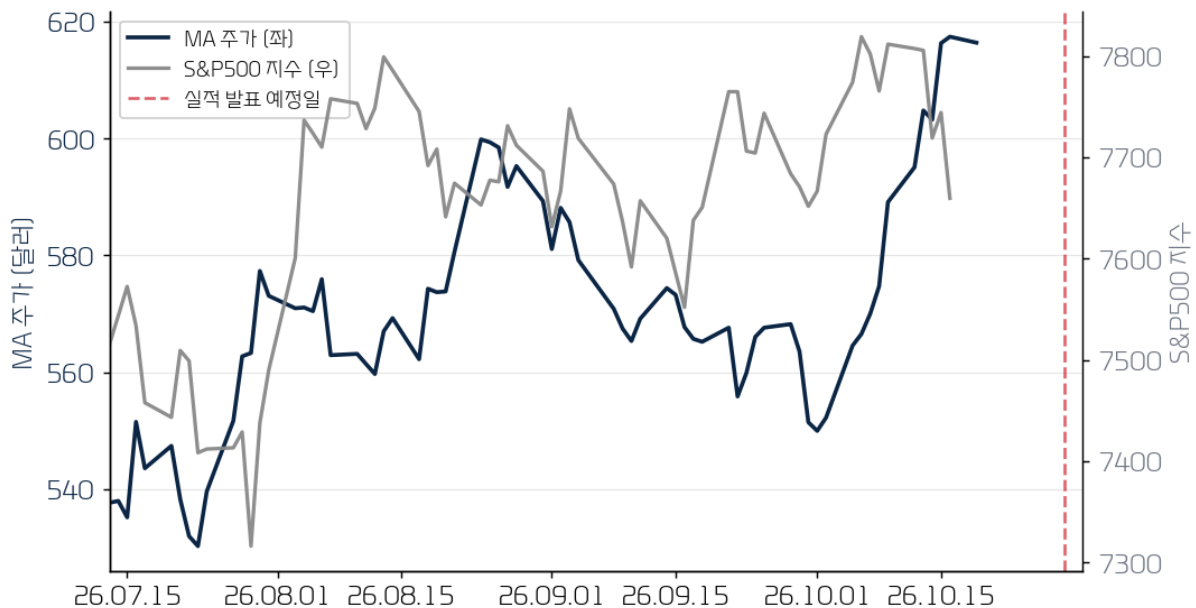


자료: LSEG (주가 · I/B/E/S 12개월 선행 EPS 컨센서스) · 대신증권 Research Center

## 주가는 기대를 먼저 반영했고, 하방 보험도 함께 걸려 있다

직전 분기 발표 전 한 달 동안 주가는 12.4% 올라 지수를 크게 앞섰고, 정작 발표일 상승폭은 2.5%에 그쳤다. 옵션시장이 반영한 예상 변동폭의 40% 수준으로, 기대가 미리 반영됐을 때 전형적으로 나타나는 반응이다. 이번에도 옵션시장은 발표 후 5.82% 안팎의 움직임을 보고 있는데, 풋·콜 거래량 비율이 2.06 까지 올라 하방을 막아두려는 수요가 뚜렷하다. 12개월 선행 주가수익비율은 26.2 배로 5년 평균 30.1 배 대비 13% 할인인데, 1 분기의 21% 할인에서 절반쯤 좁혀졌다. 목표주가 평균은 645 달러 수준에서 정해져 있고 30일 조정은 상향 2건·하향 3건으로 엇갈린다. BMO는 최근 목표가를 665 달러로 올렸지만, Truist는 현 주가를 밑도는 554 달러를 제시했다. 할인 여지가 줄어든 만큼 눈높이 자체가 올라와 있다.

## 마스터카드 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90일



자료: 각사, LSEG, Factset, 대신증권 Research Center

## 마진과 자본환원은 기대를 깎아줄 안전판으로 남아 있다

성장률 논쟁과 별개로 수익성 쪽은 방향이 분명하다. 2 분기 조정 영업마진은 61.1%로 1.2%포인트 올랐고, 조정 영업비용 증가율 11%가 매출 증가율을 밑돌았다. 1 분기에 집행한 2 억 달러 규모 구조조정과 4% 인력 감축 효과가 반영되기 시작한 것으로 보인다. 자사주 매입은 49 억 달러로 분기 최고치를 다시 썼고 배당 7 억 7,100 만 달러가 더해졌으며, 남은 승인 한도는 78 억 달러다. 주식 수가 줄면서 이익 증가율이 매출 증가율 위로 올라가는 구조는 이번 분기에도 유지될 가능성이 높다. 다만 2 분기 주당순이익 22% 증가에는 세율이 20.8%에서 20.0%로 내려간 일시 효과가 섞여 있어, 같은 폭이 반복되리라 보기는 어렵다. 스테이블코인 리스크 평가 서비스, BVNK 와의 글로벌 자금 플랫폼, 에이전틱 커머스용 신뢰·분석 서비스 같은 최근 발표들은 아직 매출 기여 단계가 아니라, 콜에서 상용화 일정이 얼마나 구체화되는지가 참고 지표다.

## 시나리오와 우리 입장

상회 경로는 부가가치 서비스가 20%대로 복귀하거나 연간 "로우 턴스" 가이드언스가 고정환율 기준으로 확인되는 경우다. 이 경우 남은 13% 밸류에이션 할인이 더 좁혀질 명분이 생긴다. 부합 경로는 고정환율 기준 12~13% 성장에 결제망 부문 정체가 이어지는 그림으로, 주가는 현재 할인 수준을 유지하며 횡보할 가능성이 크다. 하회 경로는 크로스보더에서 이벤트 기여분이 빠지며 한 자릿수로 내려오거나 서비스 성장률이 18%를 밑도는 경우로, 선반영된 기대만큼 조정 폭이 커질 수 있다. 우리가 보는 투자 근거는 재가속이 아니라 감속의 바닥 확인, 자체 가이드언스 상회, 마진과 자본환원 개선, 그리고 남아 있는 밸류에이션 할인이다. 발표를 앞둔 현재 투자의견은 **매수를 유지한다(확신도 중간)**.

## 한눈에 보는 관전 포인트

| 관전 포인트       | 시장 눈높이(컨센서스)    | 회사 가이드스           | 우리가 보는 초점                              |
|--------------|-----------------|-------------------|----------------------------------------|
| 순매출          | 96 억 4,700 만 달러 | 고정환율 기준 12~13% 성장 | 96 억~98 억 5,000 만 달러, 환율 기여 1~2%p 로 축소 |
| 조정 주당순이익     | 5.108 달러        | 별도 제시 없음          | 5.10~5.32 달러, 세율 일시효과 반복 여부가 상단 조건     |
| 크로스보더 결제     | 두 자릿수 유지 기대     | 구체 수치 미제시         | 2 분기 12%에서 이벤트 효과 소멸 시 1~2%p 감속 가능     |
| 부가가치 서비스 성장률 | 18% 내외 유지       | 범위만 제시            | 20% 복귀 시 주가 재평가, 18% 이탈 시 반대           |
| 연간 가이드스      | "로우 틴스" 상향 반영   | 로우 틴스(기준 미명시)     | 고정환율 기준인지 확인이 숫자보다 중요                  |
| 마진·자본환원      | 조정 영업마진 60% 상회  | 비용 증가율 억제 기조      | 구조조정 효과 지속과 분기 40~50 억 달러 매입 유지 여부     |

※ 투자 의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중 축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강제·중립·약세)과 확신도(높음·중간·낮음)를 결합해 부여하며, 목표주가 대비 기대수익률을 기준으로 산정한 등급이 아니다. 상향·유지·하향은 같은 종목 직전 발간물의 등급과 비교한 결과다.

## Compliance Notice

- 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 정보를 제공할 목적으로 인공지능(AI) 기술을 활용하여 생성되었으며, 투자권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.
  - AI가 생성한 본 자료의 내용은 금융투자분석사가 최종 검수하였으나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
  - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  - 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.
-