2021. 4. 14

금융/리츠팀

정민기
Analyst
mingi1.jeong@samsung.com

코인베이스 (COIN US, 상장예정)

암호화폐 제도권 편입의 선두주자

▸ AT A GLANCE

상장 예정일	2021 년 4 월 14 일
기업가치	1,000억달러 (장외가 기준)
매출액 (2020 년)	11.4억달러
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	IT Services
주요 주주	1. Marc Andreessen (24.6%)
(Class A 기준)	2. Frederick E. Ehrsam (11.4%)
	3. Brian Armstrong (10.9%)
	4. Surojit Chatterjee (8.2%)

WHAT'S THE STORY

기업개요: 동사는 2012년 설립된 미국의 암호화폐 거래소로, 1Q21 기준 이용자 수 5,600만 명, 분기 누적 거래대금 3,350억달러로 미국 내 암호화폐 거래소 중 최대 규모를 자랑한다. 동사 매출의 대부분은 암호화폐 거래 중개를 통한 수수료 수익에서 창출되며, 이외 암호화 자산 수탁, 스테이킹, 시장 분석 등 서비스를 제공한다. 최근 블록체인/암호화폐 테마에 관심이 집중되는 가운데, 4월 14일 상장이 예정되어 있다.

시장 성장의 직접적 수혜주: 동사는 현재 암호화폐 시장의 폭발적 성장에 따른 직접적인 수혜를 경험하고 있다. 실제로, 동사가 상장을 앞두고 제시한 1Q21 가이던스에 따르면, 분기 매출액은 YoY +844% 증가한 18억달러를 기록할 전망인데, 이는 FY20 연매출 대비로도 +41% 증가한 수치이다. 이 밖에 월간거래고객수(MTS) 및 플랫폼 내 자산가치가 각각 YoY +369%, +1871% 증가한 것으로 발표되었다.

암호화폐 제도권 편입의 선두주자: 페이팔, 스퀘어, 테슬라, 스타벅스 등 미국 업체들이 암호화폐 결제 기능을 탑재하고, 제도권 운용사들이 비트코인 ETF의 출시를 준비하는 등 기관투자자들의 시장 진입 또한 가속화되는 가운데, 이미 다양한 헤지펀드 및 일반 기업을 대상으로 수탁 서비스를 제공하던 동사의 입지는 향후 더욱 강화될 전망이다. 실제로 18년 전체 거래대금 중 28% 수준이었던 기관투자자 비중은 20년 말 62%까지 확대되었다.

상장 Valuation: 코인베이스는 상장 초기 변동성이 높을 수 있다. 특히 직상장을 선택한 만큼 초기 락업 물량 제한 없이 차익 매물이 출회될 수 있기 때문이다. 현재까지 당일 매도가 가능한 Class A주식은 약 1.15억주로 전체 유통물량의 약 55% 수준이다.

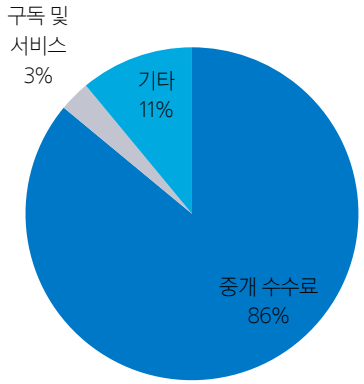
현재 동사의 상장 직전 기업가치는 680~1,000억달러 수준으로 알려져 있다(2021년 1월 진행된 사모 경매 기준). 2021년 예상 매출액 72억달러(1Q21 매출액*4) 및 시가총액 1,000억달러를 가정 시 PSR은 13.8배, 예상 순이익 31억달러(1Q21 순이익*4)를 가정 시 PER 32배에 달하는 수준이다.

현재 비교 가능 기업으로는 분류되는 나스닥 거래소(21E PER 24.1배, Bloomberg 기준) 및 NYSE의 모회사인 Intercontinental Exchange(23.8배, Bloomberg) 대비 약 30% 수준의 프리미엄으로 밸류에이션에 대한 부담이 존재한다. 특히 1) 암호화폐 가격의 높은 변동성이 실적에 그대로 노출된다는 점과, 2) Kraken, e-Toro 등 업체 간 경쟁 심화에 따른 수수료율 하락 가능성도 배제할 수 없다.

그러나 앞서 언급했듯, 높은 기관 점유율을 바탕으로 한 동사의 상장은, 암호화폐의 제도권 편입이라는 메가 트랜드의 첫 이정표로 작용할 것이라는 점은 분명해 보인다.

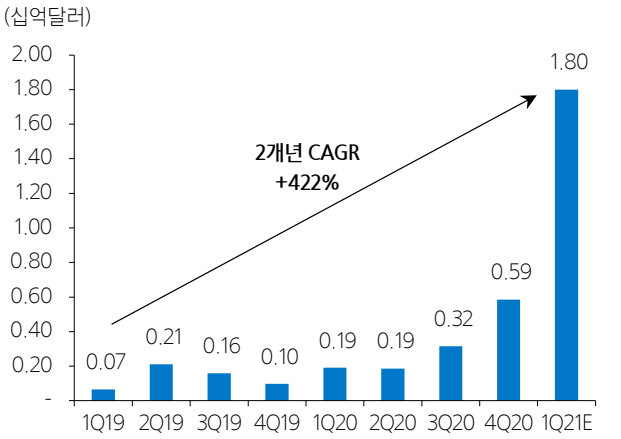
Risk 요인: 1) 암호화폐 가격 급등락에 따른 실적 변동성 확대, 2) 경쟁사 대비 높은 수수료율에 따른 요율 인하 압박, 3) 디파이(DeFi) 시장 성장에 따른 탈중앙화 거래소 점유율 하락 우려 등.

Coinbase: FY2020 매출 Breakdown



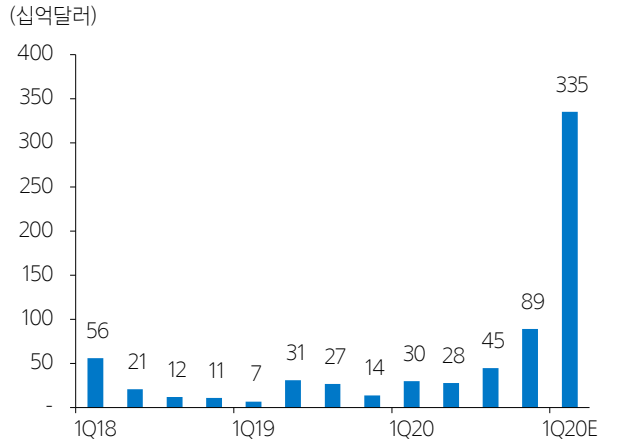
자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 분기 매출액 추이



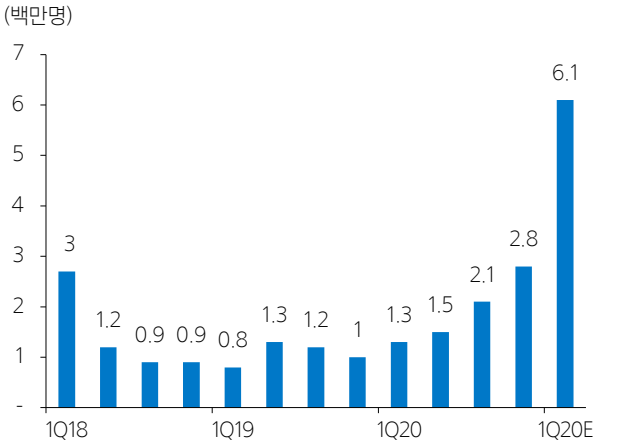
자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 분기 누적 거래대금 추이



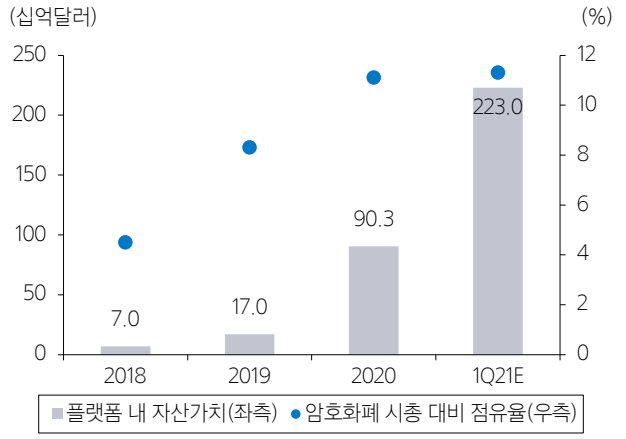
자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: MTU(Monthly Transacting Users) 추이



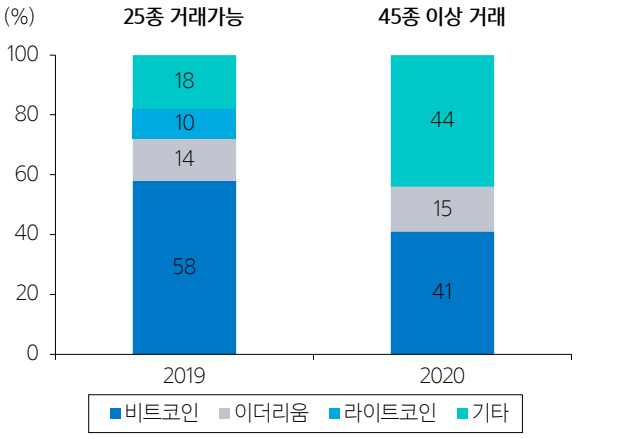
자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 플랫폼 내 자산가치 및 암호화폐 시장 대비 점유율



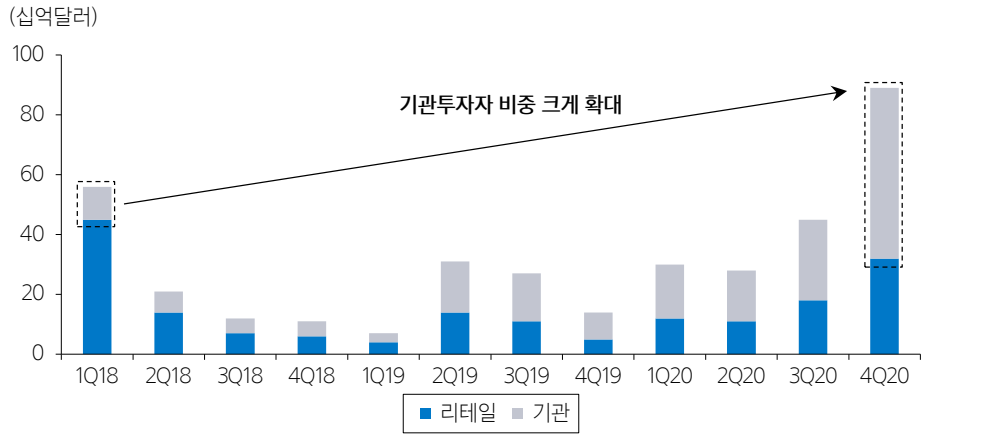
자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 거래 자산 수 및 거래량 비중



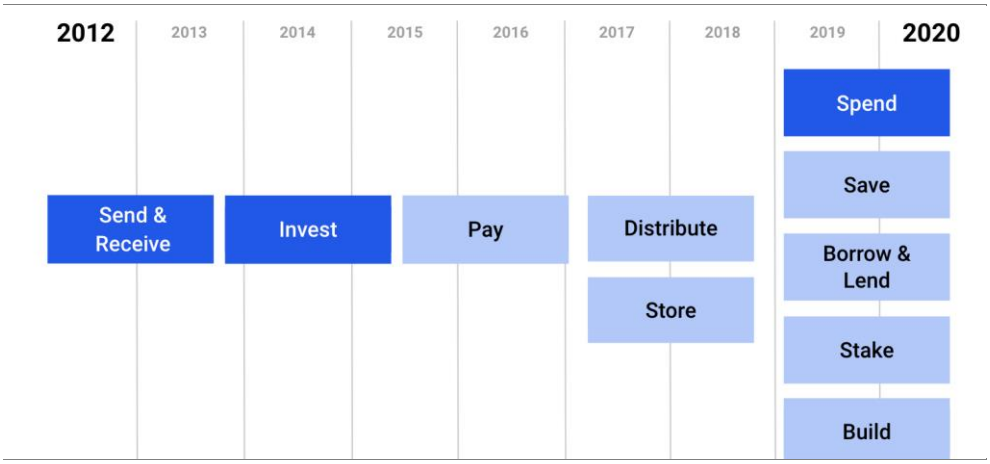
자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 거래대금 Breakdown - 기관 투자자 비중 지속적으로 확대



자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 제공 서비스 라인업 타임라인



자료: Coinbase, 삼성증권

Coinbase: 구독 및 기타서비스 수익 인식 개요

서비스명	관련 수익	내용
Store	수탁 수수료 수익	기관투자자 고객의 암호화폐 자산을 대신 보관 및 관리해주는 수탁 서비스를 제공. 고객 자산 규모의 일정 비율을 수수료로 부과
Stake	스테이킹 수익	이용자들이 지분증명(Proof-of-Stake) 방식의 암호화폐를 거래소에 예치하면, 이를 바탕으로 거래소가 해당 암호화폐의 블록체인 네트워크에 참여. 이후 블록생성 및 검증 과정에서 발생하는 보상을 이용자와 다시 나누는 방식
Distribute	캠페인 수수료 수익	암호화 자산 발행자들에게 암호화폐 및 애플리케이션에 대해 교육할 수 있는 플랫폼을 제공. 이후 고객이 비디오 시청, 앱 다운로드와 같은 작업을 완료하는 대가로 받게 되는 암호화 자산의 일부를 플랫폼 수수료로 수취.
Build	라이선스 수익	기존 및 잠재적 암호화폐 발행자에게, 블록체인 분석 소프트웨어인 'Coinbase Analytics' 구독 서비스를 제공하고, 해당 기간 동안 라이선스 수익을 수취

자료: Coinbase, 삼성증권 정리

Appendix 주요 재무 지표

코인베이스 손익계산서 요약

(백만달러)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2019	2020
매출액	66,112	210,835	158,517	98,271	190,630	186,382	315,357	585,112	1,800,000	533,735	1,277,481
(YoY, %)					188.3	-11.6	98.9	495.4	844.2		139.3
중개 수수료	56,669	178,675	138,632	89,029	171,991	171,864	275,904	476,415	-	463,005	1,096,174
구독 및 서비스	4,647	5,232	4,785	5,280	7,091	6,467	10,759	20,676	-	19,944	44,993
기타	4,796	26,928	15,100	3,962	11,548	8,051	28,694	88,021	-	50,786	136,314
총영업비용	139,113	154,808	143,631	141,966	151,855	144,296	213,852	358,527	-	579,518	868,530
중개 비용	15,618	29,159	23,051	14,227	25,407	23,395	36,766	49,946	-	82,055	135,514
기술 개발	52,932	43,887	44,751	43,474	47,138	60,777	73,319	90,498	-	185,044	271,732
마케팅비용	4,562	4,213	5,716	9,659	9,921	11,383	11,977	23,501	-	24,150	56,782
일반비용	61,646	46,648	53,408	10,227	58,958	51,988	71,433	97,501	-	171,929	279,880
기타영업비용	4,355	30,901	16,705	64,379	10,431	-3,247	20,357	97,081	-	116,340	124,622
영업이익	(73,001)	56,027	14,886	(43,695)	38,775	42,086	101,505	226,585	-	(45,783)	408,951
영업외이익	496	764	(2,929)	2,036	(3,866)	(3,280)	1,211	6,183	-	367	248
세전이익	(72,505)	56,791	11,957	(41,659)	34,909	38,806	102,716	232,768	-	(45,416)	409,199
순이익	(48,513)	37,998	8,001	(27,813)	31,973	32,260	81,299	176,785	765,000	(30,327)	322,317

참고: 1Q21E 수치는 회사 잠정 실적 발표치 기준
자료: Coinbase, 삼성증권

코인베이스 주요 지표 요약

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020
거래대금 (십억달러)	**56.0**	**21.0**	**12.0**	**11.0**	**7.0**	**31.0**	**27.0**	**14.0**	**30.0**	**28.0**	**45.0**	**89.0**	**100.0**	**79.9**	**193.1**
(YoY, %)					(38.5)	62.8	63.6	142.4	112.5	23.8	100.0	432.2		(20.1)	141.7
리테일	45.0	14.0	7.0	6.0	4.0	14.0	11.0	5.0	12.0	11.0	18.0	32.0	72.0	34.0	73.0
기관	11.0	7.0	5.0	5.0	3.0	17.0	16.0	9.0	18.0	17.0	27.0	57.0	28.0	45.0	119.0
MTU (백만명)	**2.7**	**1.2**	**0.9**	**0.9**	**0.8**	**1.3**	**1.2**	**1.0**	**1.3**	**1.5**	**2.1**	**2.8**	**0.9**	**1.0**	**2.8**
(YoY, %)					(70.4)	8.3	33.3	11.1	62.5	15.4	75.0	180.0		11.1	180.0
플랫폼 내 자산가치	**13.0**	**12.9**	**11.0**	**7.0**	**8.0**	**21.0**	**18.0**	**17.0**	**17.0**	**26.0**	**36.0**	**90.3**	**7.0**	**17.0**	**90.3**
(YoY, %)					(38.5)	62.8	63.6	142.4	112.5	23.8	100.0	432.2		142.4	432.2

자료: Coinbase, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 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 당사에게 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.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM