



## 산업동향

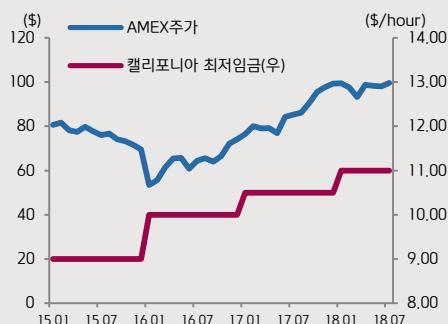
## 카드산업

## 최저임금 인상, 미국 카드사에는 호재



장기간 내수 부진에 높은 창업률로 인한 공급 과잉, 최저임금 인상 등이 겹치면서 자영업이 어려움을 겪자 정부는 카드사를 압박해 보전하려 해왔다. 그러나, 손익 구조가 악화되어 더 이상 부담하기 어려운 수준이다. 미국은 최저 임금 인상이 전반적인 서비스 가격 상승요인으로 작용, 인플레이션 주도 경제성장을 달성하는 한편 카드사는 이에 따른 매출 증가로 양호한 주가를 기록하였다는 점에서 시사하는 바가 적지 않다.

## 최저임금 인상, 미국 카드사에는 호재



자료: Bloomberg, FED

## &gt;&gt;&gt; 정부 규제에서 지원으로 정책적 전환이 가능한 시점

현 시점은 정부의 규제가 완화되고 점차 지원 방향으로 전환되는 시점으로 판단한다. 그 이유는 1) 정부의 과도한 규제 영향으로 지급결제 부문의 수익은 급격히 감소, 시장 기능을 상실할 수준까지 근접해 추가적인 정부 규제는 사실상 시장의 실패 현상을 초래하기 때문이다. 2) 조달금리 상승, 대손비용률 상승 등으로 후발 카드사의 부실화 위험이 높아지고 있기 때문이다. 카드사의 부실화는 단순히 기업의 부실화를 넘어서 가계 신용 부문의 전반적인 신용 경색으로 확산될 수 있다는 점에서 주시해야 할 사안이다. 카드여신 부실화가 본격화 된다면 이를 해소하기 위해 적극적인 정책적이 제시될 수 밖에 없다.

## &gt;&gt;&gt; 제로 페이, 직불카드와 비슷한 양상 전개 전망

1) 제로 페이 이용을 결정하는 주체가 가맹점이 아니라 카드 사용자로 사용자 입장에서 볼 때 기존 체크카드나 신용카드 대비 장점이 많지 않으며 편의성이 떨어질 수 있기 때문이다. 2) 실질적 수혜자라 할 수 있는 가맹점의 외면으로 직불카드와 마찬가지로 의미 있는 가맹점을 확보하는 데 어려움을 겪을 것으로 예상되기 때문이다. 3) 제로 페이 도입에 부정적인 프랜차이즈 본사, POS업체 등 기존 지급결제 서비스 사업자의 협조를 기대하기 어렵다는 점 때문이다. 4) 가장 중요한 장애요인은 무엇보다 지급 결제 위험으로 해킹, 조작, 에러 등의 요인으로 인한 지급 결제 리스크도 해결해야 할 과제이다.

## &gt;&gt;&gt; 미국은 최저임금 인상이 카드사에 호재로 작용

Small Business 비중이 높은 미국의 경우 최저 임금 인상이 카드사 실적에 긍정적으로 작용한 바 있다. 미국 자영업자의 경우 최저 임금 인상 등 비용 상승을 가격 인상을 통해 전가한 결과 카드사 매출액이 증가하였기 때문이다. 프랜차이즈 또는 대기업의 직영점 비중이 낮아 최저 임금 인상이 용이한 데다, 과도한 규제로 신규 진입이 어려운 환경하에서 최저 임금 인상 등으로 인한 전반적인 비용 상승이 전반적인 자영업자의 공급을 줄이는 요인으로 작용하였기 때문이다. 프랜차이즈 규제 등을 통해 창업을 제한하려는 정부 역시 정책 효과를 시현할 경우 자영업의 수익성도 개선, 카드사 부담도 점차 완화될 것으로 전망한다.

## Compliance Notice

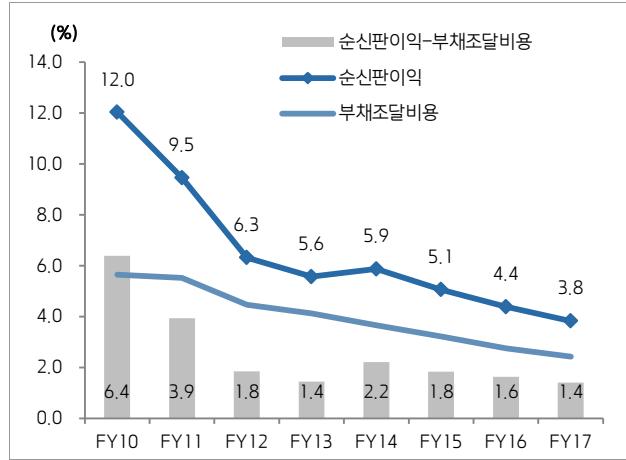
- 당사는 8월 29일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### 정부 규제의 영향은 제한적인 것으로 평가

정부는 지난 8월 22일 전반적인 경기 침체에 따른 자영업 업황 악화를 완화하기 위해 카드사 수수료 인하 등 다양한 지원책을 제시하였다. 향후 카드사 수수료에 영향을 미칠 수 있는 정책을 정리하면 1) 가맹점 수수료의 인하, 2) 카드매출대금 정산 기간의 단축, 3) 제로페이 등 저렴한 수수료의 새로운 결제 시스템의 도입 등으로 정부의 자영업자를 위한 대책이 카드사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

먼저 정부의 과도한 규제 영향으로 지급결제 부문의 수익은 급격히 감소, 시장 기능을 상실할 수준까지 근접해 있다는 점 때문이다. 실제 정부의 카드 수수료 규제 영향으로 2017년 카드업계의 신판 부문 이익은 3.8%로 5년 만에 절반 이하로 하락하였다. 조달비용과 대손비용을 고려해 볼 때 사실상 BEP 수준이며 모집비, 일반관리비 등 간접비를 포함할 경우 사실상 적자를 기록한 것으로 추정한다. 즉 BEP 수준에 근접한 상황에서 가맹점을 위해 카드사에 부담을 요구할 경우 서비스 공급을 축소하거나 다른 형태로 비용을 전가할 것이라는 점이다. 추가적인 수수료 인하 요구 시 카드사는 밴사 또는 PG사에 비용을 전가할 것이며 지금 결제 관련 다양한 서비스를 제공하는 밴사나 PG사는 관련 서비스의 질을 낮추거나 서비스 가격을 높임으로써 수익을 보전할 것으로 예상된다. 예를 들면 정부가 PG사를 이용하는 영세·중소 온라인 판매업자와 택시 사업자에게 우대 수수료를 적용, 각각 3.0%에서 1.8~2.3%, 1.5%에서 1.0%로 낮추도록 추진하였다. 정부가 비용을 별도로 부담하지 않고 카드사에 비용을 부담하라는 조치로 결국 카드사는 밴사 수수료를 낮출 것이며 밴사는 수익성이 낮은 중소 온라인 사업자와 택시업자에 대해 서비스를 축소하거나 다른 형태로 비용을 전가할 것이라는 설명이다.

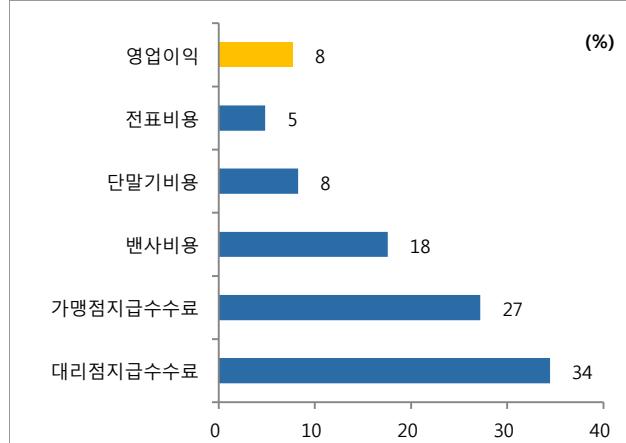
### 전업계카드사 수익성 분석



자료: 금융감독원

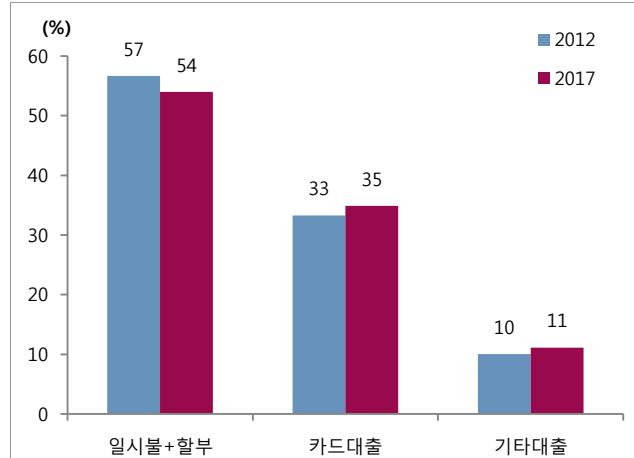
주: 순신판이익률 = (신판수수료+ 할부이자 - 수수료비용) /(일시불+할부자산)

### 신용카드 밴사의 이익 구조



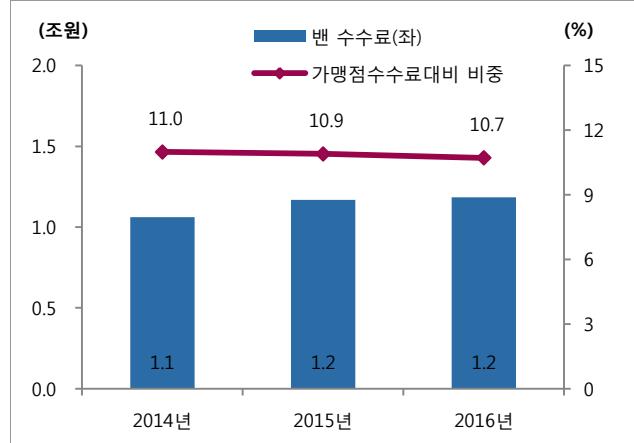
자료: KB금융연구소 재인용, KDI/삼일PWC(2012년 기준)

### 정부 규제로 카드사 대출 비중 늘려와..



자료: 금융감독원

### 밴사 수수수료, 전체 수수료의 10% 내외



자료: 조선비즈, 17년 9월 15일자, 민병두 위원실

주 : 8개 카드사 및 19개 밴사 기준

### 제로 페이 영향은 제한적 일 것으로 판단

서울시가 역점적으로 추진하는 제로 페이 역시 가맹점 수수료 감소 목적으로 추진하였던 직불카드와 유사한 형태가 될 것으로 전망, 이에 따라 카드업계에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

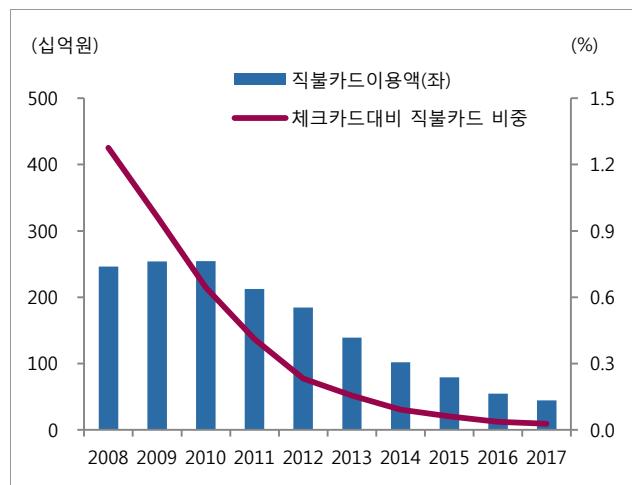
첫째, 제로 페이 이용을 결정하는 주체가 가맹점이 아니라 카드 사용자로 사용자 입장에서 볼 때 기존 체크카드나 신용카드 대비 장점이 많지 않으며 편의성이 떨어질 수 있기 때문이다. 낮은 가맹점 수수료를 유지하기 위해서는 사용자에 대한 혜택이 적을 수 밖에 없으며 이를 보완하려면 정부 세금이 소요될 수 밖에 없다. 둘째, 실질적 수혜자라 할 수 있는 가맹점의 외면으로 직불카드와 마찬가지로 의미 있는 가맹점을 확보하는 데 어려움을 겪을 것으로 예상되기 때문이다. 가맹점주의 대부분이 50~60대로 새로운 시스템 적용에 어려움을 겪을 것이며 장비 구입비 및 설치비 분담 여부도 가맹점 확보의 장애요인이 될 것이다. 셋째, 제로 페이 도입에 부정적인 프랜차이즈 본사, POS업체 등 기존 지급결제 서비스 사업자의 협조를 기대하기 어렵다는 점 때문이다. 효율적으로 제로 페이를 사용하기 위해서는 기존 판매관리시스템(POS), 키오스크 등과 연결, 통합해야 하는 데 그 동안 관련 비용을 부담했던 엔사 입장에서 볼 때 소극적인 태도를 보이거나 자영업주에 추가 비용 부담을 요구할 것이다. 그러나, 가장 중요한 장애요인은 무엇보다 지급 결제 위험으로 해킹, 조작 등의 요인으로 불법적인 거래 위험의 해소 여부이다. 사실상 판매자와 소비자간 거래로 위험을 줄이기 위해 직불카드와 같이 비밀번호 등 추가적인 절차를 진행한다면 편의성 문제로 이용자의 선호도가 떨어질 수 밖에 없다.

### 서울시의 제로페이 주요 내용

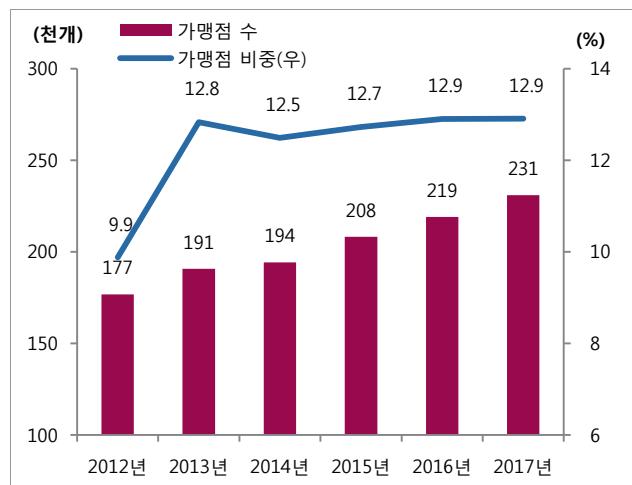


자료: 서울시, 뉴시스

### 직불카드 이용금액 및 체크카드 대비 비중



### 프랜차이즈 가맹점 추이 및 비중 추이

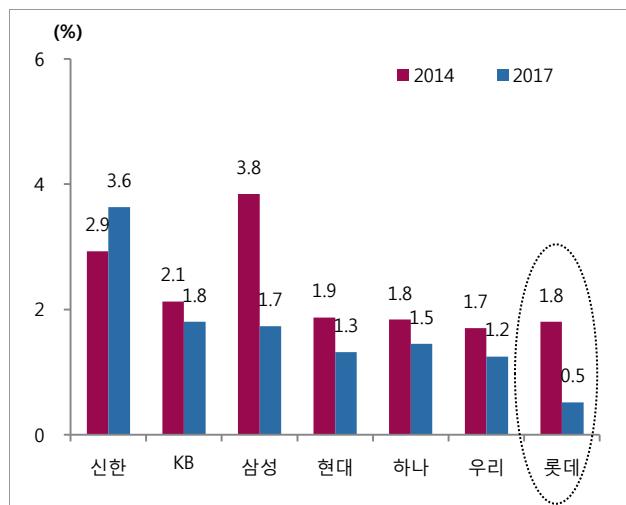


후발 카드사의 부실화 가능성 높아져 정책적 지원이 필요한 시점

그동안 정부의 정책은 카드사 수익성과 주가에 부정적으로 영향을 미쳐왔다. 그러나, 일부 후발 카드사의 부실화 가능성이 높아지면서 향후 정부의 카드사 정책은 과거 2003년 이후와 같이 우호적으로 전환될 것으로 예상된다. 카드사 부실화가 가시화될 경우 유동성 확보를 위한 한도(여신) 축소가 불가피하며 이 과정에서 잠복해 있는 가계 부채 문제가 수면 위로 부상할 수 있기 때문이다.

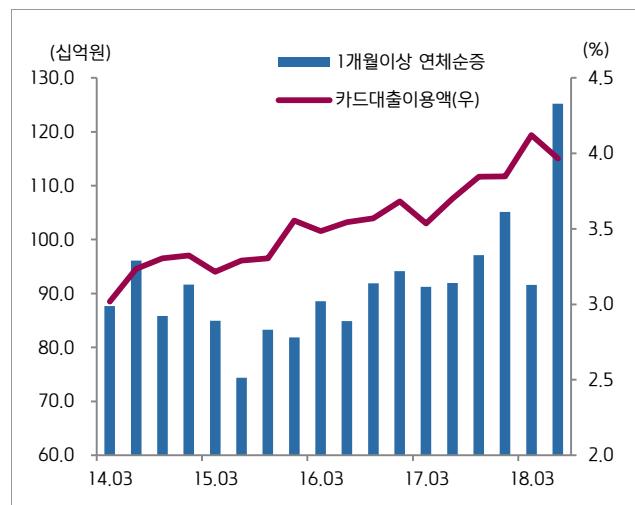
한편 후발 카드사의 부실화 가능성이 높아질 것으로 예상하는 이유는 첫째, 정부 규제 영향으로 일부 카드사 수익성이 향후 규제를 더 이상 부담하기 어려운 수준으로 하락하였다는 점이다. 후발카드사인 롯데카드의 ROA는 1.8%에서 0.5% 수준까지 하락하였다. 둘째, 조달금리 상승, 대손 위험 증가 등 비용 측면에서 여건이 지속적으로 악화될 가능성이 높기 때문이다. 기준금리 인상 시 조달금리는 가파르게 상승할 가능성이 높은데다 경기 여건 악화, 가계 부채 부실화 위험 상승 등으로 대손비용도 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 실제 삼성카드의 2/4분기 신규 연체는 2003년 금융위기 이후 가장 높은 수준을 기록하였다. 즉 향후에는 카드사 부실화 우려에 대비해 과거와 달리 수수료 인상, 대출금리 규제 완화 등 적극적인 정책적 지원을 전개할 것이며 이는 대형카드사에는 긍정적인 요소가 될 것으로 전망한다.

### 정부 규제로 후발 카드사 수익성, 큰 폭으로 하락



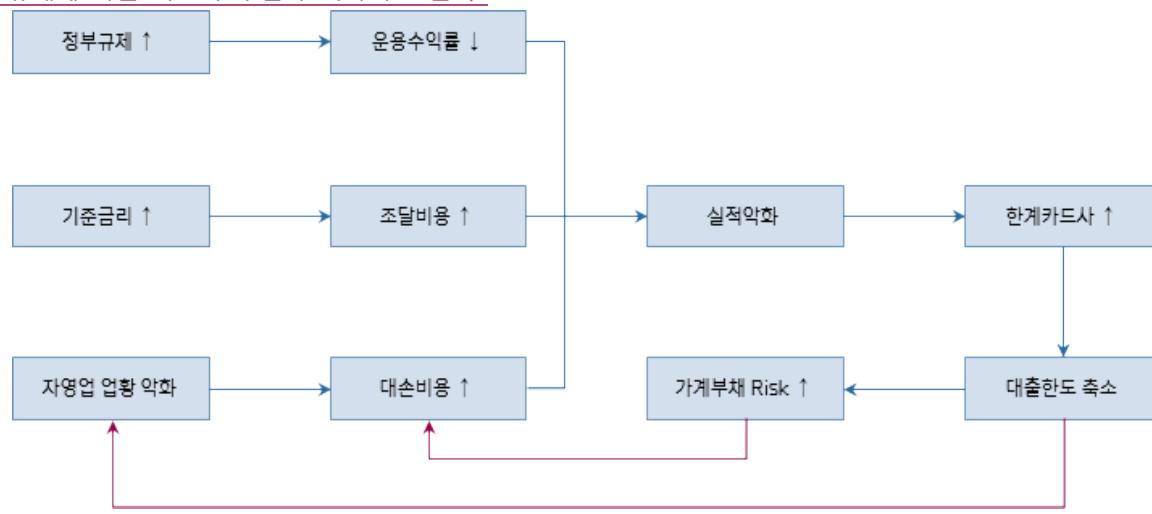
자료: 금융감독원

### 경기 침체, 한도 축소 영향으로 신규 연체 증가



자료: 삼성카드

### 정부 규제에 따른 카드사 부실화 시나리오 분석



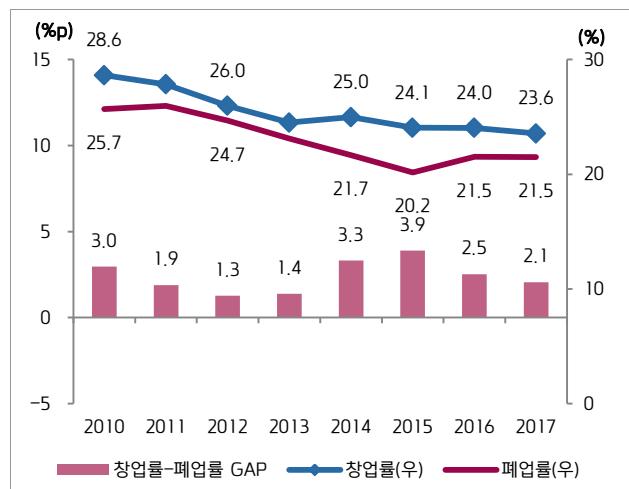
자료: 키움증권 정리

**최저임금 인상, 미국 카드사에는 긍정적인 영향을 미침**

한편 구조적인 자영업의 공급 과잉에 따른 수익성 악화 문제와 더불어 중·저소득층의 소득 개선을 위한 최저임금 인상 정책 등이 정책 효과를 제대로 달성하지 못하면서 카드업계로 부담이 전가되는 양상이다. 그러나, 최저 임금 인상 주도의 인플레이션 정책을 추진한 미국 등 선진국 사례의 경우 동 산업 전체의 인플레이션으로 나타나 카드업계 매출 성장으로 나타난 점을 고려해 볼 때 한국 역시 정책 효과가 달성된다면 카드사의 부담도 크게 완화될 것으로 판단한다. 미국이 최저임금 인상이 경제에 긍정적인 효과를 미쳤던 것은 다음과 같다.

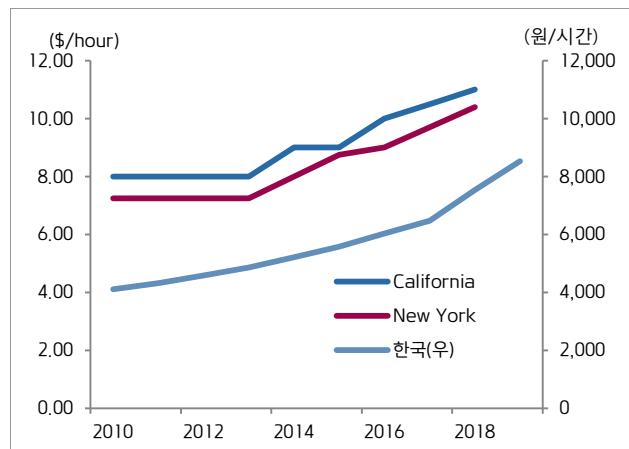
첫째, 미국 자영업(Small business)의 경우 프랜차이즈 또는 대기업의 직영점 비중이 낮아 자체 판단으로 손쉽게 최저 임금 인상에 따른 비용 상승분을 가격 인상을 통해 해결하였다는 점이다. 미국 역시 최저임금 인상이 서비스업의 대형화와 무인화(키오스크 도입 확대) 등을 초래한 점을 감안해 볼 때 부작용이 발생하였지만 정도는 크지 않은 것으로 판단된다. 둘째, 과도한 규제로 신규 진입이 어려운 환경하에서 최저 임금 인상 등으로 인한 전반적인 비용 상승이 전반적인 자영업자의 공급을 줄이는 요인으로 작용하였다. 즉, 최저임금 인상이 경쟁력이 취약한 업체의 도산을 초래, 대형화 방식으로 구조 재편이 야기되었다는 것이다. 한국 역시 프랜차이즈 규제가 강화되면서 자영업의 창업이 감소할 것으로 예상되고 이 과정에서 비용 상승 분이 가격 상승으로 전가될 것으로 예상, 이에 따라 점진적으로 자영업의 수익성도 개선될 것으로 판단된다.

### 폐업보다 창업이 많은 자영업자 시장



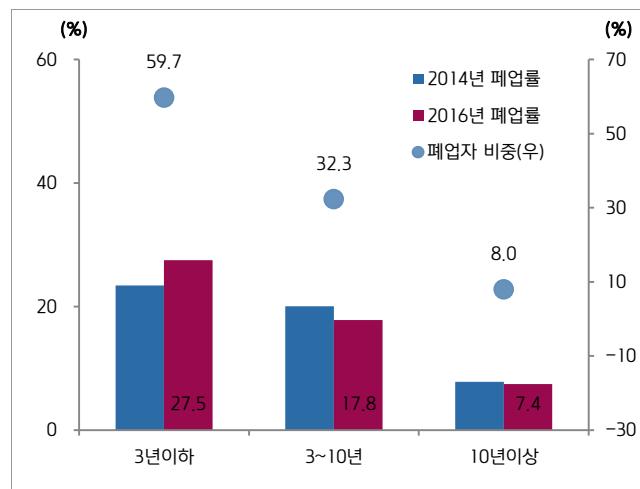
자료: 국세청

### 미국, 최저임금 인상 통한 인플레이션 정책 추진



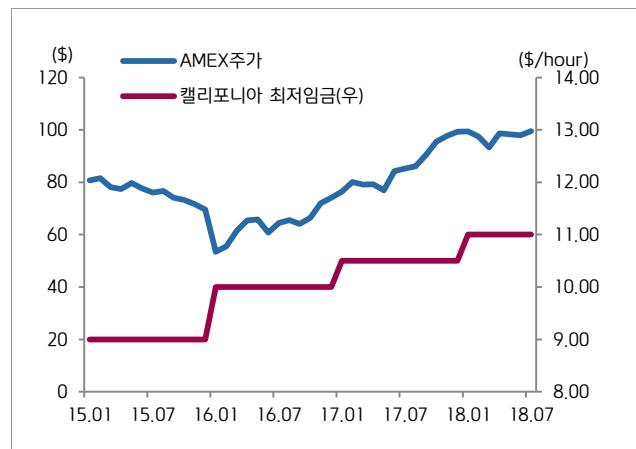
자료: 최저임금위원회, FED

### 높은 미숙련 자영업자 비중, 높은 폐업률의 원인



자료: 국세청

### 최저임금 인상, 미국 카드사에는 호재



자료: 공정거래위원회, 국세청

### 투자의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

### 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 160 | 95.24% |
| 중립   | 6   | 3.57%  |
| 매도   | 2   | 1.19%  |