

Analyst 이창욱

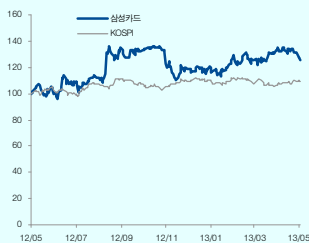
02) 3787-2028

andy.lee@hmcib.com

현재주가 (5/24)	39,200원		
상승여력	19.90%		
시가총액	45,417억원		
발행주식수	115,859천주		
자본금/액면가	615십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	42,750원/30,150원		
일평균 거래대금 (60일)	37억원		
외국인지분율	14.05%		
주요주주	삼성전자외4인 67.69%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-7.4	-3.0	4.4
상대주가(%p)	-9.2	-0.7	1.1
당사추정 EPS (2013F)	2,453원		
컨센서스 EPS (2013F)	3,682원		
컨센서스 목표주가	44,540원		

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

Earning cycle 바닥을 이미 확인했다

투자의견 매수, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

삼성카드에 대해 투자의견 매수, 6개월 목표주가 47,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 금년말 예상 BPS(52,821원)에 목표 PBR 0.9배를 적용했다. 적극적 자본관리정책을 통한 Leverage 비율 상승을 전제로 지속가능 ROE를 8.5%로 가정했다. 금년 신용카드업황의 은행섹터 대비 비교우위가 지속될 것이기에 현재 31% 수준의 은행섹터 평균 PBR 대비 프리미엄은 당분간 유지될 것으로 전망한다. 동사의 금융섹터내 가치는 은행업종 대비 상대성(대체관계)에 존재한다. 하반기 은행섹터 업황이 부진할 것으로 예상되는 만큼 수급상 은행섹터 대안의 역할을 수행해 줄 수 있을 것으로 기대한다.

이익 사이클 추세전환과 은행섹터 업황 대비 상대적 우위가 투자 포인트

투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 금년 업황이 당초 우려보다 훨씬 양호하다. 카드발급 및 이용한도 모범규준 시행 여파가 미미했고, 가맹점수수료율 인하에 따른 수익감소폭도 선제적 대응 및 대형가맹점 대상 수수료율 인상 결과가 양호했던 덕분에 예상보다 적었다. 둘째, 은행과 달리 저금리 기조에 따른 손해가 확실하다. 향후에는 규제에 의한 영업수익률(Yield)하락을 조달금리 하락이 상쇄하며, 금년 하반기부터 NIM이 하방경직성을 보일 전망이다. 셋째, 어닝 사이클 바닥이 1Q에 확인되고 하반기엔 소폭의 어닝개선이 기대된다. 연말까지 이익 하락추세가 불가피한 은행 대비 확실한 비교우위 요인이다. 마지막으로 전년에 이어 금년에도 자사주 매입 및 이익 소각이 기대된다.

FY13 순익 2,831억원 예상. 당초 전망보다는 양호한 이익방어력 보일 전망

금년 순익은 가맹점수수료율 인하 영향으로 YoY 감소가 불가피하나, 당초 예상보다 양호한 업황 덕분에 하락폭은 6.3%(경상이익 기준)로 예상보다 적다. 하반기에는 부가서비스 축소효과가 본격화되고, 조달비용 하락세 지속되며 상반기 대비 이익 개선(+4.7% HoH)이 기대된다. 2Q 순익은 718억원으로 1Q 대비 8% 개선이 예상된다. 규제 영향으로 7월부터 현금서비스 및 카드론 금리 인하가 불가피할 전망이다. 실적에 미칠 우려는 미미하다. 현실적으로 100bp 내외의 금리 인하를 예상하는데 이는 현재의 조달금리 하락 추세면 두 분기 하락폭이면 충분히 상쇄가 가능하다.

구분	영업수익 (십억원)	총전이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	PBR (배)	PER (배)	ROE (%)	ROA (%)
2011	3,211	625	385	375	(68.9)	50,067	3,064	0.8	12.7	6.1	2.5
2012	3,818	1,345	989	753	100.8	51,391	6,206	0.7	5.9	12.5	4.6
2013F	3,047	716	376	283	(62.4)	52,821	2,453	0.7	16.0	4.7	1.7
2014F	3,106	742	379	287	1.4	54,768	2,487	0.7	15.8	4.6	1.6
2015F	3,235	821	429	325	13.2	57,037	2,816	0.7	13.9	5.0	1.7

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 Valuation

투자의견 매수, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가
47,000원으로 커버리지 개시

삼성카드에 대해 투자의견 매수와 6개월 목표주가 47,000원을 제시한다. 동사 목표주가 47,000원은 2013년말 예상 BPS 52,821 원에 Target PBR 0.9배를 적용해 산출했다. 현 주가 대비 19.9%의 추가 상승여력이 존재한다. Target PBR 0.9배는 지속가능 ROE 8.5%에 근거했다. 사실 동사의 금년 ROE 전망이 4.7%에 불과함을 감안하면 지속가능 ROE를 8.5%씩이나 부여하는 것이 다소 과도하게 보일 수 있다. 하지만, 전년에 비로소 시작된 약 3천억원의 자사주 매입 및 이익 소각을 시작으로 금년에도 추가 자사주 매입이 기대되는 등 현재 3배 미만에 불과한 Leverage 비율이 회사 측의 적극적 자본관리정책에 힘입어 장기적으로는 5배 수준까지 확대될 수 있을 것으로 전망한다. 총 자산 기준 ROA는 1.7% 수준에서 바닥을 확인하고 안정화될 것으로 예상된다. 목표주가 세부 산출근거는 <표1>과 같다.

<표1> 목표주가 산정근거

(단위: 원,%,배)

지표	금액	비고
BPS	52,821	FY 13 BPS 전망치
지속가능 ROE	8.5	총 자산 기준 ROA 1.7% * Leverage 5배
Cost of equity	9.0	
성장률	2.0	
Target PBR	0.9	
목표주가	47,000	

자료: HMC투자증권

은행섹터 업황 대비 상대적 비교우위가 동사의 투자포인트

은행업 대비 상대적
비교우위가 투자포인트

국내 금융산업 대부분이 그렇듯 신용카드 업황도 현실적으로 절대적 기준으로 그리 매력적이라 보기는 여전히 어렵다. 전년 대비 수익성이 훼손되고, 규제 영향에서도 여전히 자유롭지 못하다. 그러나, 우리는 동사의 매력을 이익 사이클 추세전환과 은행섹터 대비 상대적 비교우위에 두고 있다. 간략한 내용은 다음과 같다.

첫째, 1Q 업황이 당초 우려보다 상당히 양호했고 하반기에도 그 기조는 이어질 전망이다. 신용카드 발급과 이용한도에 관련된 리스크 규제가 금년 초부터 시행되었지만 우려와 달리 이로 인한 영업 타격은 상당히 미미했다. 또한, 가맹점수수료율 인하 영향 역시 당초 예상보다 적었다.

둘째, 은행과 달리 저금리 기조에서 확실한 수혜를 볼 수 있다. 조달비용의 가파른 하락세가 지속될 것이고, 이는 규제로 인한 영업수익률(Yield) 하락 여파를 대부분 상쇄할 전망이다. 장기간 큰 폭의 하락세를 지속해 온 NIM도 금년 하반기부터는 하방경직성을 유지할 것으로 예상된다.

셋째, 어닝 사이클의 바닥이 1Q에 확인된 것으로 판단한다. 하반기에는 소폭이나마 어닝 개선이 예상된다. 연말까지 이익 하락추세가 불가피한 은행섹터 대비 가장 확실한 비교우위라 할 수 있다.

마지막으로 전년에 이어 금년에도 자사주 매입을 통한 적극적 자본관리정책이 기대된다.

은행업종 밸류에이션 대비 높은 프리미엄 지속 예상

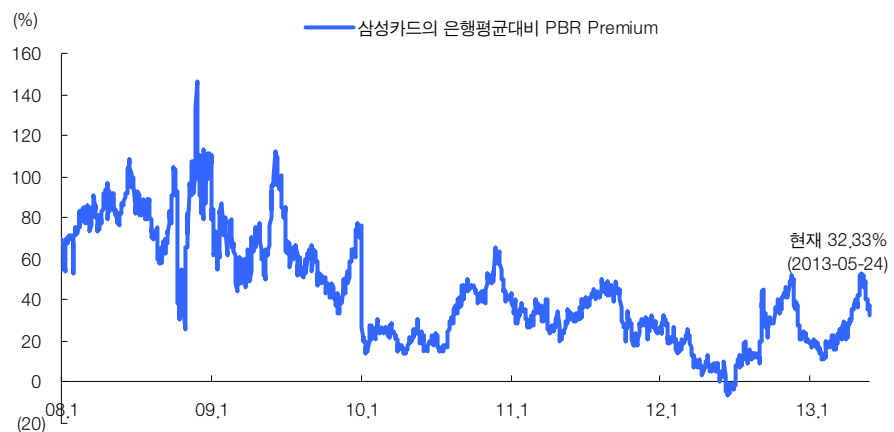
은행 업종 대비 펀더멘털의 우위 지속. 밸류에이션 프리미엄 역시 지속될 전망

동사 밸류에이션은 은행업종 평균 PBR 대비 현재 31.4%의 프리미엄을 받고 있다. 2011년 이후 동 프리미엄은 대략 0~40%의 범위 내에서 움직여왔기에(그림1 참조) 현 시점은 은행섹터 대비 동사 주가가 역사적으로 비싸게 거래되고 있는 국면이라 할 수 있다. 우리는 동사가 은행섹터 평균 대비 누리고 있는 현 수준의 밸류에이션 프리미엄이 상당기간 유지될 것으로 전망한다. 그 근거는 앞서 언급했듯 금년 신용카드업 펀더멘털의 은행섹터 대비 비교우위가 확실하기 때문이다.

은행섹터와의 상대성(대체관계) 활용 필요

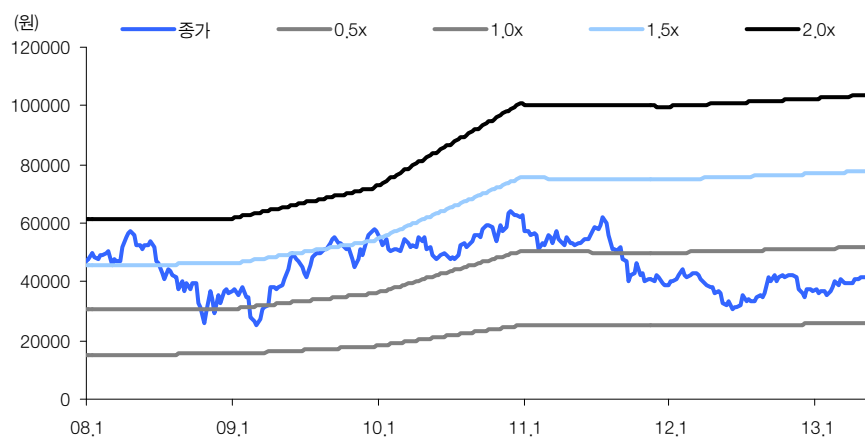
우리는 동사의 금융섹터 내 가치를 은행업종 대비 상대성(대체관계)에 두고 있다. 실제 금년 동사 주가는 은행섹터 주가 방향성과 다소 상반된 움직임을 보여왔다. 은행섹터 업황에 대한 부정적 시각이 확산된 시기(3~4월)에 동사 펀더멘털의 상대적 비교우위가 부각되며 동사의 주가 상대수익률은 꽤나 호조를 보였다. 따라서, 금년 하반기에도 은행섹터 주가가 조정을 받는 시기에 동사는 수급상 은행섹터 대안의 역할을 어느 정도는 수행해 줄 것으로 기대한다.

〈그림1〉 삼성카드의 은행업종 평균 PBR 대비 프리미엄은 현재 31.4% 수준



자료: Fnguide, HMC투자증권

〈그림2〉 삼성카드 PBR 밴드



자료: Fnguide, HMC투자증권

카드업황은 Much better than expected

1Q 영업실적 양호, 신용카드 발급/이용한도 모범규준 시행 타격 미미

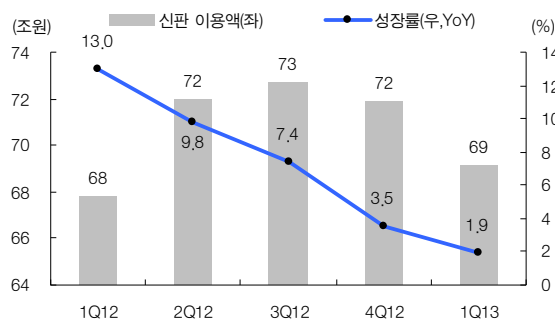
당초 리스크관리 모범규준
시행 영향 우려

당초 우리는 금년 초에 시행되는 신용카드 발급 및 이용한도 모범규준이 카드 영업에 상당한 타격을 줄 것으로 우려했다. 신용카드 발급기준 강화가 카드모집을 크게 저해하고, 카드론 취급 시 소득서류 징구가 카드론 취급액을 크게 하락시킬 것으로 전망했다. 최근 수년간 10% 중반대의 성장을 기록했던 신판 이용금액은 금년에 전년 대비 정체 수준까지 떨어질 수 있을 것으로 봤다. 또한 카드론 취급액 규모는 전년 대비 20~30%까지 하락할 가능성도 우려했다.

그러나, 실제 영향은 미미

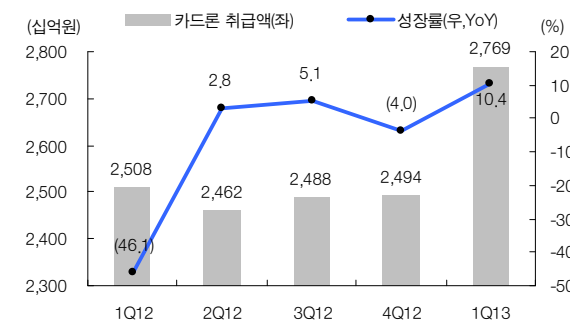
그러나, 실제 뚜껑을 열어보니 그 여파는 미미했다. 그리고, 1Q 카드사들의 영업실적은 예년만큼의 성장세는 아니지만 상당히 견조했다. 1Q13 신판 이용금액(5개사 합산 기준)은 전년동기 대비 1.9% 증가세를 유지했다. 그리고, 카드론 취급액(신한카드와 삼성카드 합산 기준)은 오히려 전분기 대비 11% 상승했다. 규제 시행에도 불구하고 이처럼 양호한 영업실적이 도출된 원인은 카드사들이 이미 강화된 기준으로 상당부분 영업을 진행 중이었고, 소득서류 징구 대상은 매우 제한적으로 운영되었기 때문으로 추측된다.

〈그림3〉 최근 신판 이용금액 성장세는 하향세 뚜렷



주: 5개사(신한, KB, 우리, 하나, 삼성) 합산 기준
자료: 각사, HMC투자증권

〈그림4〉 1Q 카드론 취급액은 예상밖의 호조 기록



주: 2개사(신한, 삼성) 합산 기준
자료: 각사, HMC투자증권

삼성카드 신판 이용액 7.9% YoY 성장 예상, 상품자산도 8.0% YoY 성장 기대

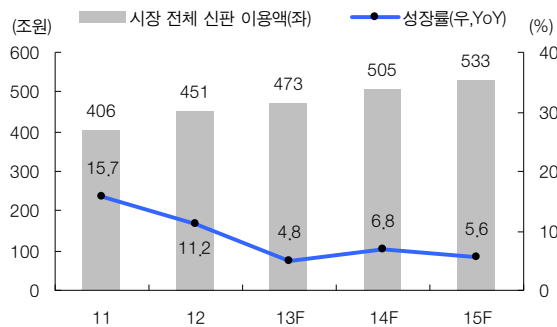
동사신판 이용금액 성장률
7.9% YoY로 예상

분명 금년 카드사 영업실적 성장세는 전년 대비 둔화를 피할 수는 없다. 그러나, 그 폭은 당초 우려보다 미미할 것으로 예상된다. 금년 시장 전체 신판 이용금액 YoY 성장률을 4.8%로 전망한다. 전년 성장률 11.2% 대비로는 상당 폭 둔화되는 수준이지만 당초 우려보다는 꽤나 양호하다. 삼성카드의 신판 이용금액 성장률은 이보다 훨씬 높은 7.9%로 예상된다. Leverage 확대를 위한 경쟁사 대비 적극적 영업 스탠스가 금년에도 그대로 유지될 것이기 때문이다. 이는 무이자할부 축소 여파로 큰 폭의 하락세가 불가피한 할부 이용금액이 포함된 것으로, 실제 개인 신판 이용금액만 놓고 보면 금년에도 두 자릿수 성장은 충분히 가능하다.

상품자산성장률은 8% 예상

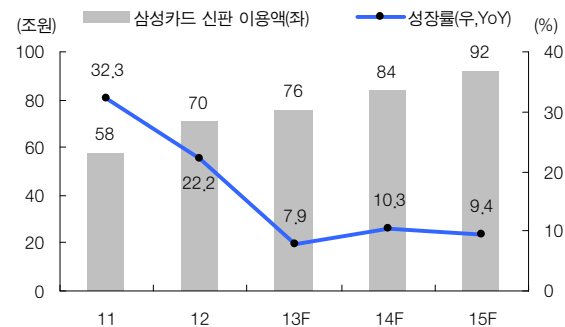
삼성카드의 상품자산 규모는 금년에도 8%의 성장을 보일 것으로 전망한다. 카드론이 5%대의 성장을 보이고, 신판자산도 8%의 성장을 보이며 자산성장을 주도할 전망이다.

〈그림5〉 금년 시장 신판 이용액 4.8% YoY 성장 예상



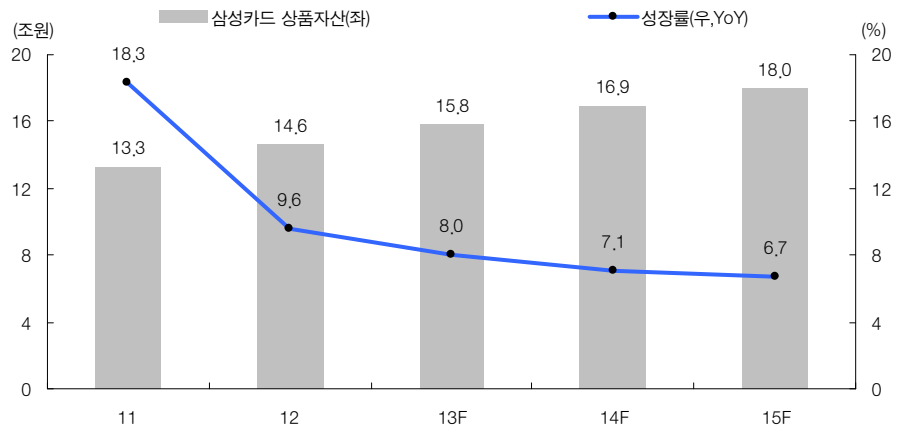
자료: 여신금융협회, HMC투자증권

〈그림6〉 삼성카드 신판 성장세는 7.9% YoY 예상



자료: 삼성카드, HMC투자증권

〈그림7〉 삼성카드 상품자산은 금년 8.0%의 건조한 성장 예상



자료: 삼성카드, HMC투자증권

가맹점수수료를 인하 타격도 예상보다 적었다

연초 가맹점수수료를 인하
타격도 예상 대비 미미

가맹점수수료를 체계 개편에 따른 수수료율 인하 영향도 예상보다는 적었다. 카드업 평균 가맹점수수료율이 이번 인하조치를 통해 정부가 목표로 한 1.8% 수준까지 인하된 것은 사실인 것으로 파악되고 있다. 그럼에도 불구하고 실제 이익 훼손폭이 예상보다 적었던 이유는 이미 카드사들의 가맹점수수료를 인하 조치가 그 이전부터 진행되고 있었기에 실질 하락폭이 최초 계산보다 적었던 영향이 있다.

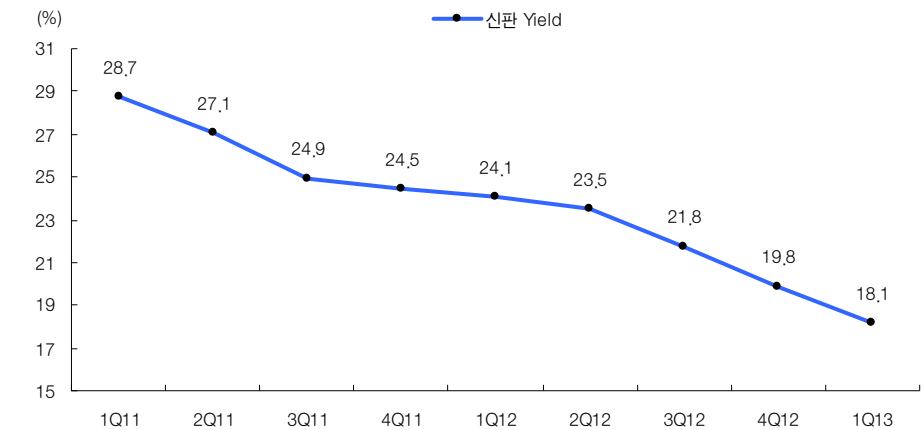
대형가맹점 수수료율 인상
원활히 진행

또한, 대형가맹점 대상 수수료율 인상도 당초 목표대로 거의 관철되며 기대 이상의 성과를 거둔 것으로 파악되고 있다. 감독기관의 적극적 개입이 카드사들이 동 수수료율 전쟁에서 승리하는 데 결정적 역할을 했다. 당초 카드사들은 대형가맹점 측의 반발이 심할 것으로 예상했고, 원안의 70% 수준 정도만 인상을 관철시켜도 다행이라 생각했었다.

1Q13 신판 Yield 하락폭은
기존 추세 연장 수준

<그림 8>은 이번 가맹점수수료를 인하 타격이 예상보다 훨씬 양호했음을 보여준다. 1Q13 신판 Yield(=가맹점수수료수입/신판평균잔) 하락폭은 가맹점수수료를 일괄 인하에도 불구하고 2012년 하반기부터 이어져 온 기존 하락 추세에서 크게 벗어나지 않았다.

〈그림8〉 가맹점수수료를 인하에도 불구하고 1Q 신판 Yield 하락폭은 기존 추세 수준



자료: 삼성카드, HMC투자증권

저금리 기조 수혜

저금리 기조는 여신전문금융회사에 천혜의 영업환경

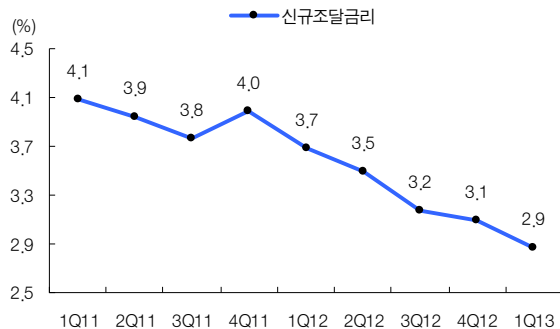
조달금리 하락세는
2015년까지 지속될 전망

기준금리 인하에 따른 시중금리 하락추세가 장기화 되며 동사의 조달금리 하락세도 지속되고 있다. 하락폭도 꽤 가파르다. 앞으로 추가 기준금리 인하 가능성이 다분하고, 저금리 기조가 장기적으로 고착화될 가능성이 높다는 점을 고려하면 Repricing 효과에 따른 동사 조달금리 하락세는 장기간 지속될 가능성이 높다. 1Q13 기준 동사의 전체 평균 조달금리는 4.0% 였는데 반해, 신규 조달금리는 2.9%에 불과했다. 앞으로 신규 조달금리가 현 수준보다 높게 형성될 가능성이 낮은 점을 감안하면 Repricing 효과는 총 조달금리가 3% 미만으로 떨어질 때까지 지속될 전망이다. 우리는 2015년 중으로 동사의 평균 조달금리가 3% 미만에서 형성될 것으로 예상한다.

저금리 기조는 여신사에겐
천혜의 영업환경

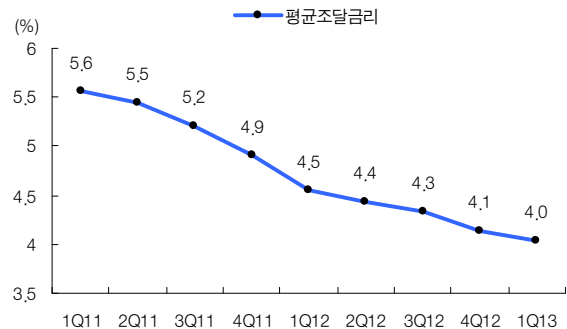
저금리 기조는 동사와 같은 여신전문금융회사가 은행 대비 차별적으로 누릴 수 있는 천혜의 영업환경이다. 은행의 경우는 대출금리와 수신금리가 연동되어 함께 움직이고, 금리에 연동되는 자산과 부채의 규모 차이가 존재하기에 금리가 낮아지면 마진이 낮아지고 결과적으로 이익이 희생되는 구조를 이론적으로 보일 수 밖에 없다. 이에 반해 수신기능이 없는 여신전문금융회사는 저금리 기조가 고착화되면 조달비용 절감 및 조달 안정화가 가능해 상당한 수혜를 누릴 수 있다.

〈그림9〉 1Q 신규조달금리는 2.9%까지 하락



자료: 삼성카드, HMC투자증권

〈그림10〉 1Q 평균 조달금리는 4.0%

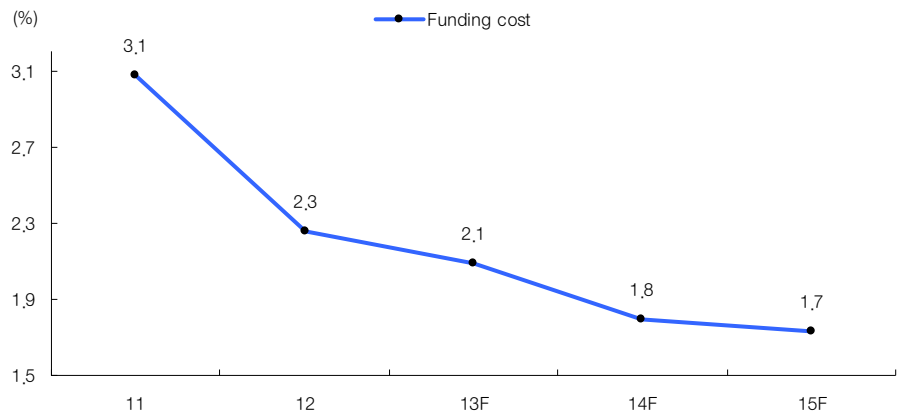


자료: 삼성카드, HMC투자증권

**NIM은 금년 하반기부터
하방경직성 보유할 전망**

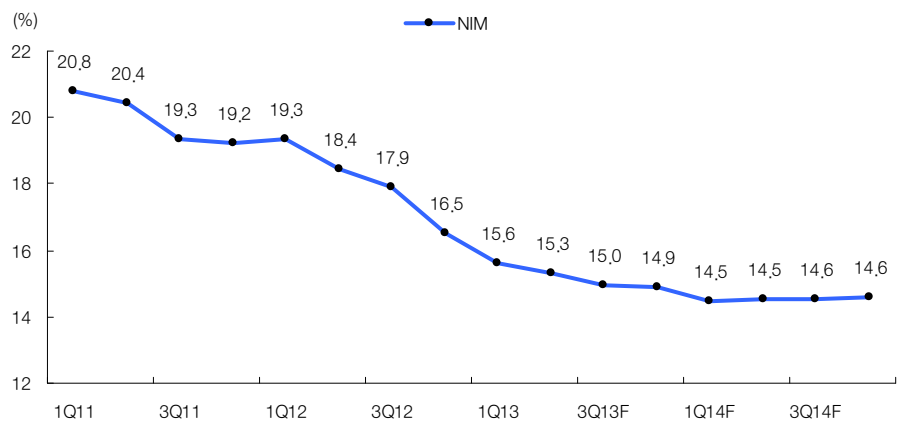
그간 동사의 영업수익률(Yield)은 각종 금리인하 규제 영향으로 큰 폭의 하락세를 장기간 거듭했다. 조달금리 하락에도 불구하고 Yield 하락폭이 워낙 크다 보니 NIM 역시 <그림12>에서 보듯 급락 추세를 면치 못했다. 그러나, 앞으로는 Yield 하락폭은 둔화되는 반면 조달금리 하락추세는 그대로 진행되며 NIM의 방어가 금년 하반기부터 가능해질 전망이다. 물론 이후에도 Yield의 추가 하락요인은 존재한다. 당장 하반기에 현금서비스 및 카드론 금리인하가 불가피하고, 장기적으로는 가맹점수수료를 추가 인하도 예상된다. 하지만, 현재의 조달금리 하락폭이라면 동 영향을 대부분 상쇄하며 NIM을 방어할 수 있을 전망이다.

〈그림11〉 저금리 기조에 힘입어 연간 Funding cost는 지속 하향 추세 예상



주: 상품자산 평잔 대비 기준
자료: 삼성카드, HMC투자증권

〈그림12〉 NIM은 금년 하반기부터 하방경직성 유지할 수 있을 전망



자료: 삼성카드, HMC투자증권

하반기 실적 개선 가능

1Q가 이익 바닥. 하반기 이익 개선되는 점이 은행섹터 대비 차별점

하반기는 상반기 대비 이익
개선 가능

동사를 포함한 신용카드사들의 금년 이익 바닥시기를 1Q로 예상한다. 그리고, 하반기에는 소폭이나마 상반기 대비 이익 개선이 가능할 전망이다. 이는 금년 4Q까지 이익 하락추세가 불가피한 은행섹터 대비 가장 대별되는 장점이라 할 수 있다.

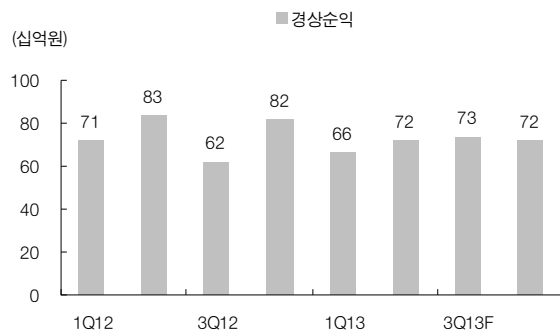
하반기 이익반등의 요인은
카드비용 절감효과 본격화 및
조달금리 하락

카드사들의 하반기 이익이 상반기 대비 개선될 수 있는 요인은 다음과 같다. 금년 중 가장 큰 이익 훼손요인이었던 가맹점수수료를 인하 영향은 1Q에 이미 뭉뚱 반영되었다. 반면, 조달비용은 지속 하락한다. 또한, 카드 부가서비스 축소에 따른 비용 절감 효과는 하반기부터 본격화된다. 이는 카드사들이 부가서비스를 축소/폐지하기 위해서는 최소 6개월 이상의 대고객 공지기간이 필요하기 때문이다. 카드사들의 서비스 축소조치가 전년 말 / 금년 초부터 본격화된 점을 상기할 필요가 있다. 물론 현금서비스 및 카드론 금리 인하 영향이 7월부터 일시에 반영되었으나, 조달금리 하락으로 이는 대부분 상쇄 가능할 것으로 예상된다.

3Q 순익 732억원 4Q 순익
716억원 각각 예상

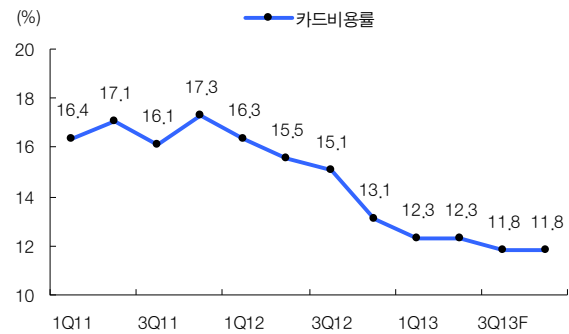
삼성카드의 3Q와 4Q 순익은 상반기 대비 소폭 증가한 732억원과 716억원을 각각 기록할 것으로 전망한다. 이익 개선의 결정적 역할을 수행할 분기 카드비용률(=일반관리비/상품자산 평잔)은 3Q에 11.8% 수준으로 상반기 대비 0.5%p 가량 하락할 것으로 추정했다.

〈그림13〉 동사 하반기 순익은 상반기 대비 소폭 개선



자료: 삼성카드, HMC투자증권

〈그림14〉 하반기에 카드비용률 절감효과 본격화 예상



자료: 삼성카드, HMC투자증권

자사주 매입 기대감

전년에 이어 금년에도 자사주 매입 기대감 형성중

삼성그룹 계열금융사의
자사주 매입조치 기대

2012년, 삼성그룹 계열금융사들의 자사주 매입조치가 <표 2> 에서 보듯 연쇄적으로 이뤄졌다. ROE 개선을 위한 적극적 자본관리정책의 일환이었다. 금년에도 삼성생명이 이미 3천억원대의 자사주 매입 결정을 내렸다. 이에 따라 삼성카드 역시 추가적 자사주 매입 및 이익 소각 기대감이 형성되고 있다. 그리고 이러한 기대감은 금년 중 동사 주가의 하방경직성을 높여주는 중요한 계기가 될 전망이다.

경쟁사 대비 낮은 ROE를
극복하기 위한 조치

주지하다시피 삼성카드는 계열사 주식 보유에 따른 과자본 문제로 인해 경쟁사 대비 ROE 수준이 낮다. 2013년 동사 ROE 전망치는 4.7%에 불과하다. 이미 회사측은 과거부터 이러한 낮은 ROE 극복을 위한 다각도의 노력을 약속했고, 전년에 시행된 자사주 매입 및 이익 소각은 그 출발점이었다.

장기 Leverage 비율 목표치
5배, 지속가능 ROE 8.5%
설정의 근거

아직 구체적 일정이나 회사 측 언급이 없어 불확실성은 분명 존재한다. 그러나, 자사주 매입 및 소각 외에 뚜렷하게 동사 ROE를 개선시킬 만한 방법을 찾기 어렵다는 현실적 한계를 감안하면 충분히 기대감을 가질만 하다. 국내 시장상황 상 적절한 M&A 대상을 찾기가 어렵고, 그렇다고 영업 확대를 통해 Leverage를 키우는 것은 장기간이 소요된다. 우리는 자사주 매입 조치가 금년 뿐만 아니라 장기적으로 회사측에서 목표로 하는 Leverage비율 및 ROE 수준이 달성될 때까지 꾸준히 진행될 것으로 전망한다. 그리고, 그러한 가능성을 반영해 동사의 장기 Leverage 비율 목표치를 5배로, 지속가능 ROE를 8.5%로 가정하고 동사의 목표주가를 산정했다.

<표2> 최근 삼성그룹 금융계열사 자사주 매입 현황

(단위: 십억원, 천주, %)

	삼성생명(2012)	삼성화재(2012)	삼성카드(2012)	삼성생명(2013)
시기	2012.07.25	2012.10.02	2012.12.03	2013.04.23
종류	보통주	보통주	보통주	보통주(취득예정)
규모				
금액	556	404	294	315
주식수	5,925	4,998	7,100	3,000
(총주식수대비)	(3.0)	(10.6)	(5.8)	(1.5)

주: 2012년 삼성화재 건의 경우 우선주 취득내용은 제외

주2: 시기는 자기주식취득결과 공시일자 기준

자료: 금융감독원, HMC투자증권

FY13 실적 전망

FY13 당기순이익 2,831억원, ROE 4.7% 예상

FY13 당기순이익 2,831억원
ROE 4.7% 예상

삼성카드의 2013년 당기순이익을 2,831억원으로 추정한다. 전년 명목이익 대비로는 62.4% 하락하는 셈이나, 전년에 대규모의 에버랜드 주식매각이익이 포함된 점을 감안하면 경상이익 기준으로는 6.3% 하락하는 수준이다. 전년말 당시 예상했던 카드업 평균 YoY 이익하락폭이 10~20% 수준이었음을 감안하면 이익 하락폭은 당초 예상보다는 상당히 줄어든 셈이다.

하반기 이익은 상반기 대비
4.7% 상승 예상

전년 대비 경상이익 하락의 핵심요인은 주지하다시피 가맹점수수료를 인하 때문이다. 조달금리가 하락하고, 카드비용률도 떨어지지만 Top-line 하락을 온전히 상쇄하지는 못한다. 그러나 중요한 포인트는 상반기 대비 하반기에 이익 개선이 가능하다는 점이다. 동사 하반기 이익은 상반기 대비 4.7% 상승이 예상된다. 이는 앞서 언급했듯, 가맹점수수료를 인하 영향은 1Q에 반영 완료된 반면, 부가서비스 축소를 통한 판관비 절감효과가 하반기부터 본격화되고, 조달비용 역시 지속 하락세가 예상되기 때문이다.

2Q 당기순이익 718억원
예상 (+8.0% QoQ)

동사 2분기 당기순이익은 718억원으로 1Q 대비 8% 개선이 기대된다. 2Q에 국민행복기금으로의 채권매각이익이 일부 포함될 전망이다. 주요 지표들의 추세는 1Q와 비슷한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

〈표3〉 금년 실적 전망

(단위: 십억원, %)

주요지표	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	3,818	3,047	3,106	3,235
영업비용	2,829	2,671	2,727	2,806
총당금적립전이익	1,345	716	742	821
영업이익	989	376	379	429
세전이익	989	375	379	429
당기순이익	753	283	287	325
영업수익률	28.2	20.5	19.3	18.8
이자비용률	2.3	2.1	1.8	1.7
카드비용률	15.0	12.1	11.5	11.0
Credit cost	2.6	2.3	2.3	2.3
세전이익률	7.3	2.5	2.4	2.5
당기순이익률	5.6	1.9	1.8	1.9
ROE	12.5	4.7	4.6	5.0

주: 영업수익률~당기순이익률은 상품자산 평잔 대비 기준
자료: 삼성카드, HMC투자증권

리스크요인(규제 영향) 점검

금년 내 추가 규제는 현금서비스 및 카드론 금리 인하에 초점 맞춰질 전망

7월부터 현금서비스 및 카드론 금리 인하 예상

시중금리 하락세를 감안하면 대표적 고금리상품인 카드사 현금서비스와 카드론 금리 인하 압박은 피해갈 수 없는 현실이다. 이미 TFT가 꾸려져 논의가 진행중이고 6월중에는 현금서비스 및 카드론 금리모범규준이 확정되어 7월부터 시행에 들어갈 가능성이 높은 것으로 파악되고 있다.

실질적 금리인하폭은 100bp 내외로 예상

아직까지는 금리 인하폭이 얼마나 될 지 예측하긴 어려우나, 동 상품의 높은 금리 수준을 감안하면 명목상으로는 200bp에 가까운 인하 분위기가 형성될 가능성 높은 것으로 추론된다. 다만, 카드사들이 실질적으로 영향을 받게되는 인하폭은 이보다 훨씬 줄어들 가능성이 크다. 기존 고객 등급 조정 및 현재 활발히 진행되고 있는 가격 할인 마케팅 축소 등을 통해 하락영향을 상당부분 흡수할 것이기 때문이다. 금년 초 가맹점수수료를 인하도 당초 예상보다 실제 수익 하락폭이 적게 나타난 점을 상기할 필요가 있다. 현실적으로는 100bp 내외의 금리하락을 예상한다.

동 영향은 조달금리 하락으로 충분히 상쇄 가능

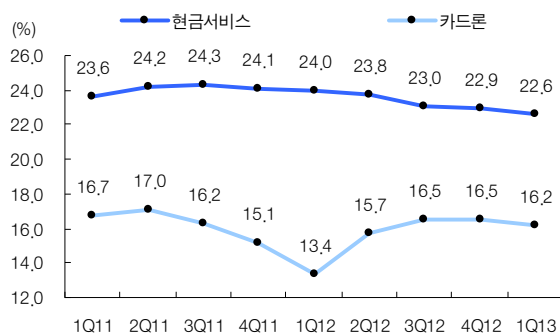
조달금리 하락으로 동 영향 충분히 상쇄 가능

1Q말 기준으로 동사의 전체 상품자산 중 금변 금리인하 영향을 받게되는 금융자산의 비중은 28.5%로 파악된다. 만약 100bp의 금리인하가 단행된다면, 상품자산 전체 기준으로는 약 30bp의 수익률 하락이 발생하게 된다. 이 정도의 수익률 하락은 조달금리 하락으로 충분히 상쇄 가능하다. 4Q11 대비 4Q12의 평균 조달비용률 하락폭은 77bp에 달했다. 금년에도 분기당 10~15bp의 하락폭이 지속될 수 있을 전망이다. 그렇다면 두 분기 정도만 조달금리 하락효과가 누적되면 금융상품 금리 인하 영향을 상쇄할 수 있다는 결론을 얻을 수 있다.

장기적으로 금년 1Q가 카드 사 이익비타 가능성

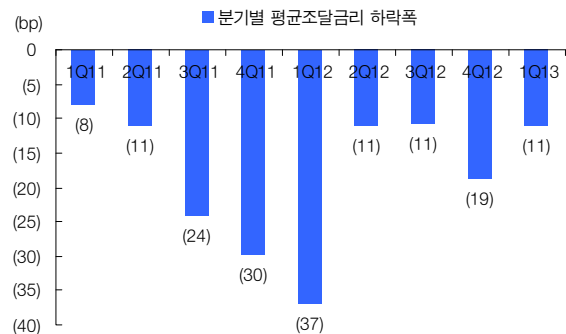
장기적으로 추가적 가맹점수수료를 인하 압박 가능성이 높음에도 불구하고 카드사 이익규모가 금년 1Q를 바닥으로 완만히 개선될 수 있다고 보는 이유도 이에 있다. 조달금리 하락이 2015년까지는 장기적으로 이어질 것이고, 고비용상품 정리 등을 통한 비용 효율화로 충분히 대처할 수 있기 때문이다.

〈그림15〉 현금서비스와 카드론 금리는 여전히 높음



주: 삼성카드 기준
자료: 여신금융협회, HMC투자증권

〈그림16〉 분기당 10~15bp의 조달금리 하락 지속 기대



자료: 삼성카드, HMC투자증권

(단위: 십억원)

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업수익	3,211	3,818	3,047	3,106	3,235
신용판매수익	1,807	1,881	1,658	1,724	1,790
현금서비스수익	312	274	255	232	219
카드론수익	420	379	403	390	401
일반대출수익	50	50	57	66	78
할부금융수익	253	146	185	203	238
리스수익	16	10	11	11	12
영업비용	2,826	2,829	2,671	2,727	2,806
이자비용	382	305	310	289	298
일반관리비	2,079	2,021	1,792	1,849	1,890
대손상각비	240	356	341	363	392
총당금적립전이익	625	1,345	716	742	821
영업이익	385	989	376	379	429
영업외손익	-	-	-1	-	-
영업외수익	-	-	-	-	-
영업외비용	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	385	989	375	379	429
법인세비용	10	236	91	92	104
당기순이익	375	753	283	287	325

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
상품자산	13,319	14,601	15,768	16,881	18,013
카드자산	12,175	13,104	13,981	14,746	15,563
할부금융자산	407	503	603	724	833
리스자산	649	903	1,083	1,300	1,495
일반대출자산	88	92	101	111	122
대손충당금	(452)	(335)	(378)	(405)	(432)
기타자산	3,268	2,022	2,218	2,375	2,534
자산총계	16,135	16,288	17,608	18,851	20,114
일반차입금	1,456	1,188	1,251	1,349	1,439
회사채	6,539	7,140	7,668	8,265	8,819
유동화차입금	1,567	1,378	1,480	1,595	1,702
기타부채	2,009	2,030	2,592	2,916	3,274
부채총계	10,004	10,357	11,512	12,530	13,532
자본금	615	615	579	579	579
자본잉여금	1,941	1,940	1,936	1,936	1,936
이익잉여금	2,585	2,944	3,146	3,371	3,633
자본조정	991	432	434	434	434
자본총계	6,131	5,931	6,096	6,320	6,582
자본과부채총계	16,135	16,288	17,608	18,851	20,114

(단위: 십억원,%)

(단위: 십억원,배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
취급액					
신용카드	66,382	78,589	84,078	91,920	99,786
신용판매	57,662	70,436	75,969	83,822	91,688
현금서비스	8,720	8,153	8,109	8,099	8,099
카드론	4,145	4,454	4,409	4,000	4,000
성장성					
신용카드 이용금액	26.8	18.4	7.0	9.3	8.6
신용판매	32.3	22.2	7.9	10.3	9.4
현금서비스	(0.6)	(6.5)	(0.5)	(0.1)	0.0
상품자산 잔액	18.3	9.6	8.0	7.1	6.7
신용카드	21.6	7.6	6.7	5.5	5.5
기타	(8.4)	30.9	19.4	19.4	14.7
PPOP Growth	(50.5)	115.3	(46.7)	3.6	10.6
EPS Growth	(68.9)	102.6	(60.5)	1.4	13.2
수익성 (상품자산대비)					
영업수익률	25.8	28.2	20.5	19.3	18.8
이자비용률	3.1	2.3	2.1	1.8	1.7
카드비용률	16.7	15.0	12.1	11.5	11.0
Credit cost	1.9	2.6	2.3	2.3	2.3
세전이익률	3.1	7.3	2.5	2.4	2.5
순이익률	3.0	5.6	1.9	1.8	1.9

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
건전성					
오주의이하여신비율	4.2	4.4	4.5	4.5	4.4
고정의하여신비율	1.9	1.2	1.4	1.3	1.2
대손상각비/상품자산	2.5	3.0	2.7	2.6	2.6
순대손전입액/상품자산	1.9	2.6	2.3	2.3	2.3
총당금잔액/상품자산	3.4	2.3	2.4	2.4	2.4
대환잔액	307	68	68	61	55
상각채권 추심이익	71	45	66	55	55
명목연체율(1개월이상)					
총상품자산	1.83	1.48	1.45	1.40	1.40
대환론제외시	1.38	1.35	1.35	1.30	1.30
Valuation					
EPS(원)	3,064	6,206	2,453	2,487	2,816
BPS(원)	50,067	51,391	52,821	54,768	57,037
DPS(원)	700	700	540	547	619
PER	12.7	5.9	16.0	15.8	13.9
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	6.1	12.5	4.7	4.6	5.0
ROA	2.5	4.6	1.7	1.6	1.7
Payout Ratio	22.8	10.7	22.0	22.0	22.0
Leverage	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
13/05/27	BUY	47,000			

▶ 최근 2년간 삼성카드 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이창욱의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.