

# SK COMPANY Analysis



Analyst

설용진

s.dragon@sk.co.kr

3773-8610

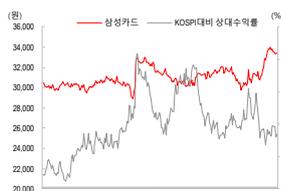
## Company Data

자본금	615 십억원
발행주식수	11,586 만주
자사주	915 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,534 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외3)	71.87%
자사주	7.90%
외국인지분율	6.72%
배당수익률	8.3%

## Stock Data

주가(23/05/23)	30,500 원
KOSPI	2,567.55 pt
52주 Beta	0.55
52주 최고가	34,050 원
52주 최저가	28,900 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.3%	-0.6%
6개월	-3.2%	-8.8%
12개월	-8.7%	-5.8%

## 삼성카드 (029780/KS | 매수(신규편입) | T.P 36,000 원(신규편입))

### 흔들리지 않는 편안함

현재 카드사의 부정적 상황에도 불구하고 삼성카드는 1) 신판 중심 사업구조, 2) 장기 조달구조, 3) 높은 자본 규모 등을 바탕으로 실적 및 배당의 안정성을 이어나갈 것으로 전망. 주가 변동을 유발할 수 있는 요인은 제한적인 반면 안정적인 DPS 기대가 가능하다는 점에서 배당 중심의 장기 채권형 투자에 적합한 종목이라고 판단

### 투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지 개시

삼성카드에 대해 투자의견 매수. 목표주가 36,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 Gordon Growth Model 을 활용하여 도출한 Target PBR 0.49 배를 바탕으로 산출했다. 투자 리스크로는 1) 가맹점수수료율 등 추가 인하 압박, 2) 카드론 등 건전성 악화 우려, 3) 소비 위축에 따른 신판 수익 감소 등을 제시한다.

### 부진한 업황 속에서 더욱 부각되는 안정성

낮아진 가맹점수수료율, 높아진 이자비용, 건전성 악화 등 현재 카드사 업황은 분명 부정적이지만 삼성카드에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 개인신판 중심 전략과 물가 상승으로 인한 소비규모 증가 영향으로 견조한 탑라인 예상되며 장기 조달구조로 금리 상승에 따른 충격도 상대적으로 크지 않을 전망이다. 또한 동사의 높은 잉여자본은 양호한 업황에서는 효율적 자본 활용을 저해하는 부정적 요소이나, 현재 불확실성 확대 국면에서는 리스크 흡수 및 주주 환원 측면의 안정성 제고에 기여한다고 판단한다.

### 배당 중심 장기 채권형 투자에 적합한 종목

동사의 주가는 신판 중심 안정적 사업구조, 낮은 유통주식 비율, 적정 Peer 그룹 부재 등 요인으로 변동성이 크지 않을 것으로 예상되며, 배당은 안정적 실적과 높은 배당성향으로 최소 2022 년 수준을 유지할 전망이다. 현재 주가 기준 배당수익률 약 8%를 꾸준히 기대할 수 있다는 점에서 배당 중심의 장기 채권형 투자에 적합한 종목으로 제시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업수익	십억원	3,367	3,588	3,795	4,017	4,001	4,109
YoY	%	2.2	6.6	5.8	5.8	-0.4	2.7
지배주주순이익	십억원	399	551	622	575	587	606
YoY	%	15.9	38.2	12.9	-7.5	2.0	3.3
카드 이용금액	십억원	123,872	140,205	160,722	173,162	181,591	191,979
YoY	%	2.0	13.2	14.6	7.7	4.9	5.7
상품자산 총액	십억원	20,838	24,065	26,217	26,022	26,500	26,963
YoY	%	4.5	15.5	8.9	-0.7	1.8	1.7
수정 ROE	%	5.7	7.5	8.1	7.2	7.0	7.0
ROA	%	1.8	2.2	2.2	1.9	1.9	2.0
배당성향	%	48.2	44.5	42.9	46.4	45.5	44.0
수정 EPS	원	3,442	4,756	5,371	4,966	5,063	5,230
BPS	원	64,936	68,334	71,582	74,126	76,942	79,860
주당배당금	원	1,800	2,300	2,500	2,500	2,500	2,500
수정 PER	배	9.4	6.6	5.5	6.1	6.0	5.8
PBR	배	0.50	0.46	0.41	0.41	0.39	0.38
배당수익률	%	5.5	7.3	8.5	8.3	8.3	8.3

# 1. Valuation

## 1. 투자이견 '매수' 및 목표주가 36,000 원으로 커버리지 개시

투자이견 '매수', 목표주가  
36,000 원으로 커버리지 개시

삼성카드에 대해 투자이견 '매수' 및 목표주가 36,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Gordon Growth Model 을 바탕으로 산출했으며 기본적으로 동사가 자금을 조달하여 여신(신용판매, 카드론, 현금서비스 등) 중심으로 운용하고 있음을 반영하여 무위험수익률, ERP 는 은행업종과 동일하게 각각 3.65%, 6.79%(시가총액 5 조 미만)를 적용하였다.

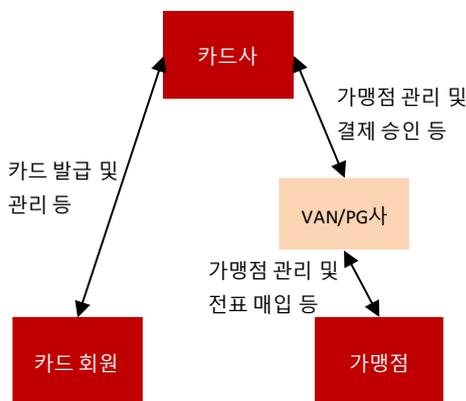
은행과 동일한 가정 적용했으나  
적절한 Peer 그룹 부재에 따른  
특수성 반영

다만 베타, 할인율, 영구성장률에 있어서는 은행업종과 다른 가정을 적용했다. 이는 동사가 1) 국내 유일한 상장 카드사이며 2) 해외 카드사들과 달리 3 당사자 사업구조(카드사가 가맹점과 카드 회원을 모두 고객으로 보유 ↔ 4 당사자 사업구조: 카드 회원을 관리하는 발급사, 가맹점을 관리하는 전표매입사 및 양자를 중개하는 Visa, Mastercard 등 카드네트워크 존재)로 사업을 영위하고 있다는 특수성에 기인하고 있다.

베타 및 할인율 가정은 동사의  
낮은 베타와 레버리지배율을 반영

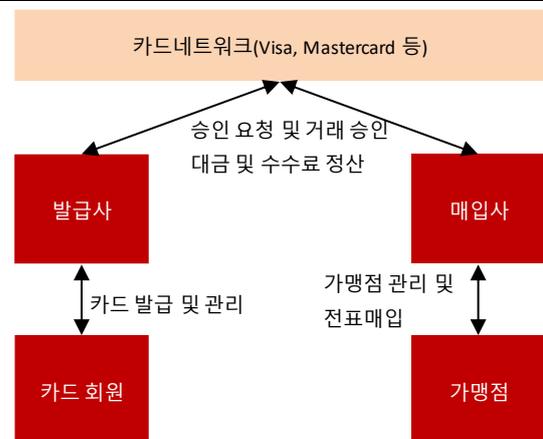
베타는 동사의 현저히 낮은 베타(52 주 베타 기준 0.5~0.6 수준)를 반영하여 0.7 을 적용하였으며 할인율은 카드업계 내 동사의 높은 수준의 잉여자본 수준을 반영하여 40% 를 적용하였다. 이는 동사의 레버리지배율(카드사 레버리지배율 규제는 최대 8 배이나 배당 성향이 30%를 초과하는 경우 7 배로 제한)이 7 개 전업 카드사 평균 대비 약 30~40% 수준 낮은 점에 기인한다. 영구성장률은 1) 상대적으로 배당 관련 규제가 강하지 않으며 2) 소비에 기반한 사업구조로 인해 장기적으로 명목 GDP 수준에 부합하는 성장을 기대할 수 있다는 점을 반영하여 은행 대비 높은 1%를 적용했다.

국내 신용카드 - 3 당사자 사업구조



자료: 여신금융협회, SK 증권

해외 카드사 - 4 당사자 사업구조



자료: 여신금융협회, SK 증권

목표주가 산정 테이블

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2023E ~2025E ROE 평균	7.1%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 6.79%, 베타 0.7 기준	8.4%
Growth (c)	보수적으로 1% 가정	1.0%
Discount (d)	다른 카드사 대비 낮은 레버리지배율 수준 반영	40%
<b>Target PBR</b>	<b>(a-c)/(b-c)x(1-d)</b>	<b>0.49</b>
<b>목표주가</b>	<b>2023E BPS 74,126 원에 Target PBR 적용</b>	<b>36,000</b>
현재가		30,500
<b>Upside / Downside</b>		<b>18.0%</b>
<b>투자의견</b>		<b>Buy</b>

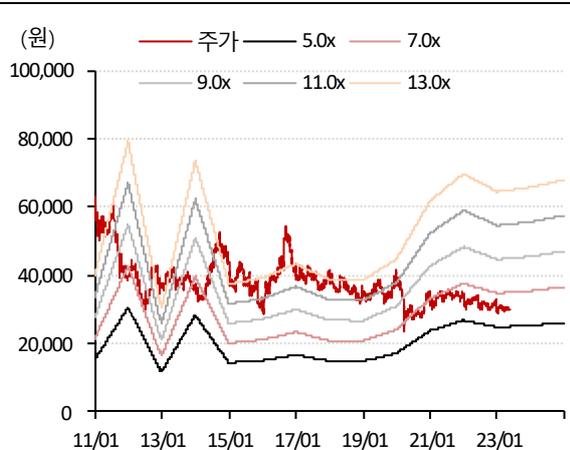
자료: SK 증권

시나리오 별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
<b>Upside case</b>		<b>40%</b>
Sustainable ROE	조달비용 감소, 소비 증가, 가맹점수수료율 인상	7.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 6.79%, 베타 0.7 기준	8.4%
Growth	보수적으로 1% 가정	1.0%
Premium/Discount	주주환원 확대 및 자산 성장으로 자본 활용의 효율성 개선	-35.0%
<b>Target PBR</b>	<b>(a-c)/(b-c)x(1-d)</b>	<b>0.58</b>
<b>목표주가(Bull case)</b>	<b>2023E BPS 74,126 원에 Target PBR 적용</b>	<b>42,500</b>
<b>Downside case</b>		<b>0%</b>
Sustainable ROE	조달비용 증가, 소비 위축, 적격비용 재산정 등 영향으로 가맹점수수료율 추가 하향 조정	6.6%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 6.79%, 베타 0.7 기준	8.4%
Growth	보수적으로 1% 가정	1.0%
Premium/Discount	제한적인 자산 성장 등 영향으로 레버리지배율 하락	-45.0%
<b>Target PBR</b>	<b>(a-c)/(b-c)x(1-d)</b>	<b>0.41</b>
<b>목표주가(Bear case)</b>	<b>2023E BPS 74,126 원에 Target PBR 적용</b>	<b>30,600</b>

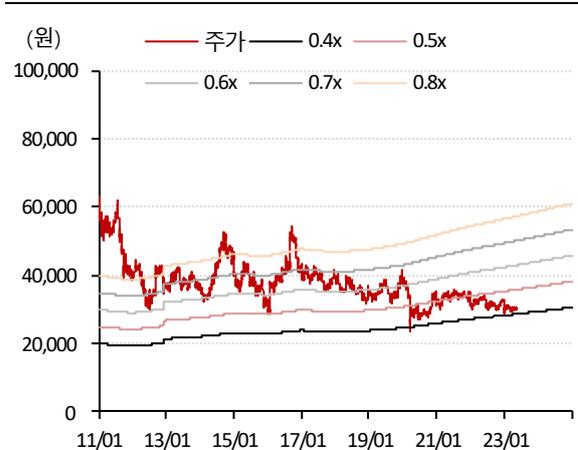
자료: SK 증권

삼성카드 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권

삼성카드 PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권

## 2. 신용카드사 사업 구조 및 현황

### 1. 신용카드사 사업구조

신용카드의 주요 사업 부문:

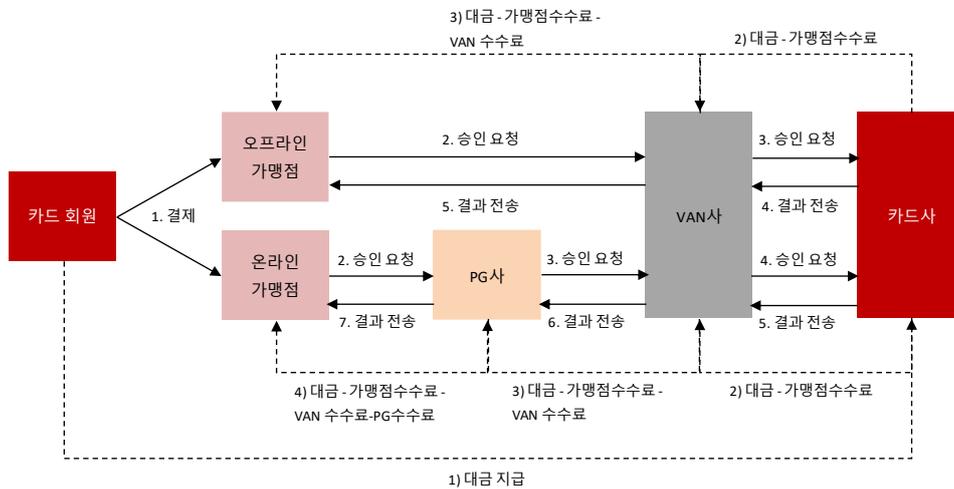
- 1) 신용판매, 2) 카드대출,
- 3) 할부/리스

신용카드의 주요 사업 부문은 크게 신용판매, 카드대출 및 할부/리스업 등으로 분류할 수 있다. 먼저 본업인 신용판매는 일반적인 신용카드 이용과 관련된 부문으로 국내 소매 지급결제 인프라에 있어 핵심 역할을 수행하고 있다. 카드 회원이 물건이나 서비스를 구매하는 시점에 단기적으로 신용을 공여하고 그 대가로 일정 가맹점수수료를 수취하는 형태로 사업을 영위하고 있으며 가맹점수수료율이 가맹점과의 협상 혹은 규제를 통해 사전에 결정된다는 점을 고려하면 일종의 단기 고정금리 여신으로 볼 수 있다.

신용판매: 카드사의 본업.  
Low risk, Low return 사업

신용판매 같은 경우 일반적인 대출과 달리 신용을 공여하는 기간이 짧고 규모가 상대적으로 크지 않다는 점에서 건전성 우려는 다소 제한적이다. 다만 지속적인 규제 강화 영향으로 우대가맹점 범위가 늘어나고 우대가맹점에 적용되는 우대수수료율이 지속적으로 낮아짐에 따라 마진도 낮아진 상황이라는 점에서 전형적인 Low risk, Low return 사업으로 볼 수 있다.

#### 신용카드 결제 프로세스



자료: SK 증권

**카드대출: 높은 조달비용으로  
중저신용자 중심 대출이 대부분**

카드대출의 경우 현금서비스나 카드론 등 카드 회원을 대상으로 제공하는 대출이다. 은행이 공적 보장이 제공되는 예금을 통해 낮은 비용으로 자금을 조달하는 것과 달리 카드사 등 여신전문금융사들은 채권을 발행해 자금을 조달하는 특성으로 은행 대비 높은 수준의 대출 금리가 요구된다. 따라서 카드대출의 주요 타겟 고객은 상대적으로 높은 금리가 요구되는 중/저신용자다. 중/저신용자 중심 대출이라는 점에서 은행 대비 연체율 등 건전성에 대한 우려가 높지만 반대급부로 높은 마진을 확보할 수 있다는 점에서 전형적인 High risk, High return 사업이라고 볼 수 있다.

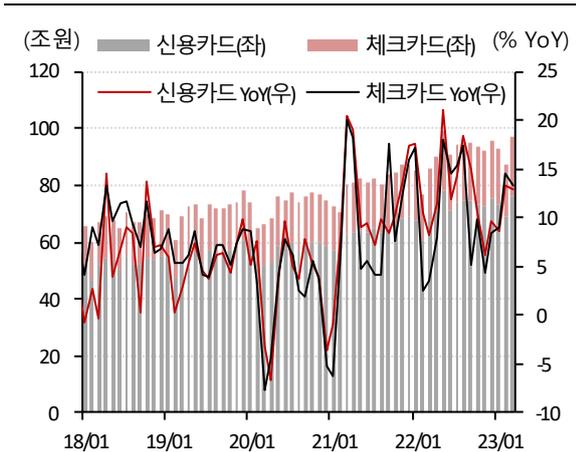
**Low risk, Low return의 신판을  
기반으로 High risk, High return  
카드대출에서 추가 마진 확보**

카드사의 주요 사업 부문인 신용판매와 카드대출의 특성을 고려하면 결국 카드사의 기본적인 수익구조는 Low risk, Low return 사업부문이며 본업인 신용판매를 바탕으로 기본적인 매출과 고객을 확보하고, 신용판매 고객 기반을 바탕으로 High risk, High return 사업인 카드대출을 통해 추가적인 마진을 확보하는 형태가 일반적이다.

**카드대출 관련 높은 규제로  
신용판매 중심 본업 영위 불가피**

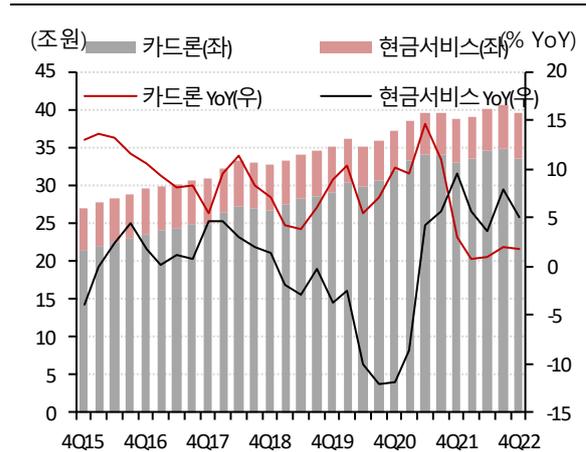
신용판매가 마진이 낮은 상황에도 카드사의 본업이 될 수밖에 없는 것은 규제 상 카드사의 현금대출자산(카드론+현금서비스)이 신용판매자산 비중을 초과할 수 없기 때문이다. 이는 과거 2003년 카드사태 당시 과도하게 취급되었던 현금서비스 등을 중심으로 대규모 부실이 발생한데 기인하고 있다. 또한 2022년부터는 가계부채 관리 강화방안에 따라 카드론에 적용되는 DSR 규제가 50%로 하향조정되는 등(현금서비스는 제외) 전반적인 대출성 자산 성장에 있어 강한 규제가 적용되고 있는 상황이다.

카드 이용금액 추이



자료: 여신금융협회, SK 증권

7개 전업카드사 카드론 성장률 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

**신판 및 카드대출 부문 수익성  
위축으로 2020년 이후 할부/리스  
사업 확대**

한편 카드사는 기본적으로 여신전문금융사인만큼 할부/리스 업무도 수행할 수 있다. 과거 카드사는 본업인 신용판매와 카드대출 중심으로 사업을 영위해왔지만 지속적인 가맹점수수료율 인하, 가계부채 관리 정책 등 영향으로 신용판매 및 카드대출 부문의 수익성이 위축됨에 따라 2020년 이후부터 본격적으로 자동차금융 등 할부/리스 업무를 확대하는 모습이 나타났다. 특히 여전업계 내에서도 카드사는 캐피탈사 대비 신용등급이 높아 조달비용 측면의 우위를 보유하고 있어 이를 바탕으로 적극적인 사업 진출을 추진하고 있는 것으로 보인다.

**카드사/캐피탈사가 특화된 강점  
바탕으로 리테일 및 기업금융에  
집중하는 모습 나타남**

기존 캐피탈사 사업 영역에 카드사들이 적극적으로 진출하며 여전업계 내에서 카드사와 캐피탈사의 분업화가 나타나는 모습도 확인할 수 있었다. 대표적으로 신한지주는 자회사인 신한카드와 신한캐피탈 간 자산양수도를 통해 캐피탈사가 보유하던 약 1조원 규모의 자동차/리테일 자산을 카드사로 이전한 바가 있다. 상대적으로 카드사가 리테일 부문에서 강점을 지니는 만큼 분업화를 통해 특화된 부문에 대한 경쟁력을 강화하고자 한 것으로 분석된다.

**여전업 할부금융 자산 내 카드사 비중 추이**



자료: 금융감독원, SK 증권

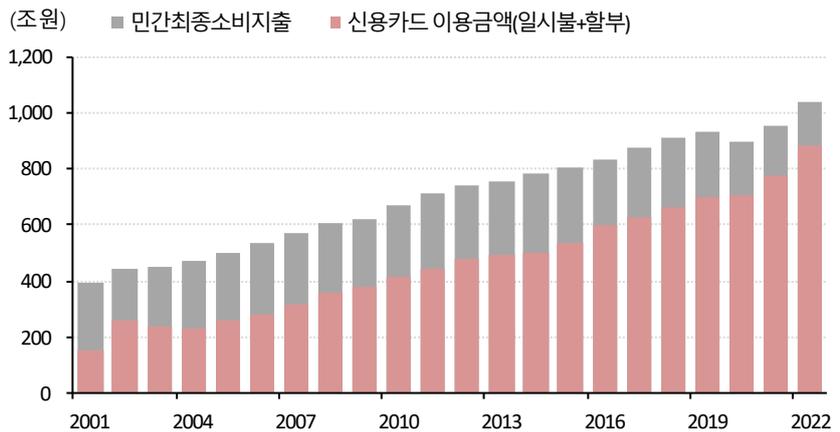
주: 여전업 할부리스자산은 할부금융사, 리스사, 신기술금융사, 카드사의 할부금융자산 및 리스 자산 합계 기준

## 2. 신용카드 산업 현황

이미 높은 카드 보급률 등  
요인으로 산업 성장 관련 모멘텀  
확보 쉽지 않음

현재 신용카드 산업의 업황을 살펴본 결과 성장성과 수익성 측면에서 특별히 모멘텀을 찾기 어려울 전망이다. 먼저 성장성 측면에서 추가 성장 여력이 제한적이다. 신용카드 이용금액은 과거 정책적 신용카드 이용 확대에 힘입어 2022년 기준 민간최종소비지출 중 85% 수준에 달하는 상황으로 매우 높은 수준의 산업의 성숙도가 나타나고 있다. 따라서 전체 소비 금액 성장률을 초과하는 수준의 산업 성장을 기대하기는 다소 어려울 것으로 전망한다. 신용카드 라이선스 확보에 있어 규제 등 진입장벽이 높다는 점을 고려하면 신규 카드사 출범에 대한 우려는 크지 않지만 기존 Player 만으로도 점유율 경쟁이 심화될 수밖에 없는 상황이라고 판단한다.

가계소비 증 카드 이용 비중



자료: 한국은행, 여신금융협회, SK 증권

**가맹점수수료를 규제로 수익성 개선도 어려움**

성장 여력이 제한적인 상황에서 수익성 개선도 쉽지 않다. 이는 카드사의 본업인 신용 판매 부문에서 가맹점수수료율의 개선을 기대하기 어렵기 때문이다. 가맹점수수료는 크게 1) 금융당국이 3년 주기로 재산정한 적격비용을 기반으로 결정된 우대수수료와 2) 카드사와 가맹점의 협상을 거쳐 결정된 일반 가맹점수수료로 분류할 수 있는데 현재 상황에서 모두 추가적인 마진 개선을 기대하기 어려운 상황이다.

**협상력이 부족한 영세가맹점 보호를 위해 3년마다 적격비용 산정 등 규제 적용 중**

가맹점수수료는 가맹점에서 발생한 결제 대금의 일정 비율로 결정되는 만큼 매출 규모가 높을수록 가맹점의 협상력이 커지는 구조가 나타난다. 따라서 금융당국은 매출 규모 등이 작아 협상력이 떨어지는 영세가맹점을 보호하고자 2012년부터 3년마다 우대가맹점 범위를 결정하고 카드사의 적격비용을 산정하여 이를 기반으로 우대수수료율을 결정하고 있다.

**우대가맹점 범위 확대 및 수수료율 인하로 신용판매 부문 마진은 현재 제한적인 상황**

다만 지금까지 우대가맹점 범위가 지속적으로 확대됨에 따라 2022년 초에는 전체 가맹점 중 약 96%가 우대가맹점 범위에 해당하는 상황이다. 또한 협상을 통해 가맹점수수료율을 결정하는 일반가맹점의 경우 높은 매출 규모로 상대적으로 협상력이 높아 카드사가 높은 수준의 가맹점수수료율을 적용하기 어렵다. 이러한 현황을 고려하면 현재 카드사가 신용판매를 통해 확보할 수 있는 마진은 다소 제한적인 수준이라고 판단한다.

**신용카드 가맹점수수료율 개편 추이**

(연매출, %)	2012년 초	2012년 말	2014년 중	2015년 말	2017년 중	2018년 말	2021년 말
2억 이하	1.80	1.50	1.50	0.80	0.80	0.80	0.50
2억~3억 이하	일반가맹점	일반가맹점	2.00	1.30			
3억~5억 이하			일반가맹점	일반가맹점	1.30	1.30	1.10
5억~10억 이하					일반가맹점	1.40	1.25
10억~30억 이하						1.60	1.50
30억원 초과			일반가맹점	일반가맹점			일반가맹점

자료: 언론보도, 금융위원회, SK 증권

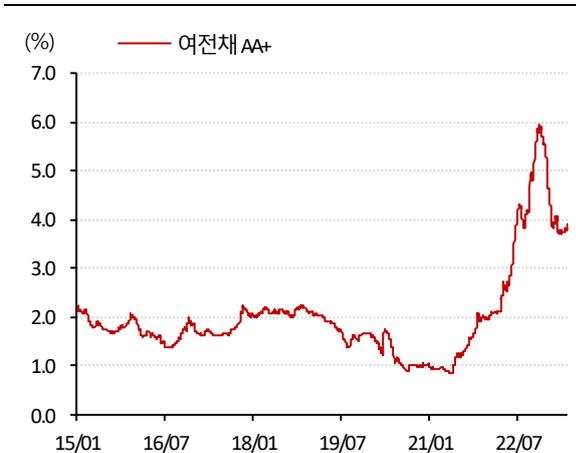
**금리 상승으로 채권 차환 발행에 따른 이자비용 상승 부담 불가피**

탑라인 측면에서 성장성 및 수익성 개선을 기대하기 어려운 반면 비용 부문은 기준금리 인상 영향으로 부담이 가중되고 있다. 먼저 이자비용에 대한 부담이 높아지고 있다. 카드사는 예금을 취급할 수 없는 여신전문금융사로 채권을 발행해 사업 영위에 필요한 자금을 조달한다. 다만 과거 코로나 19 저금리 시기 발행한 채권의 만기가 본격적으로 도래하고 있는 반면 차환을 위해 발행하는 채권이나 CP 등은 현재 수준의 금리가 적용되고 있어 당분간 이자비용 상승 추세는 불가피할 것으로 전망한다.

**금리 상승으로 중저신용자 중심 건전성 악화 우려 지속**

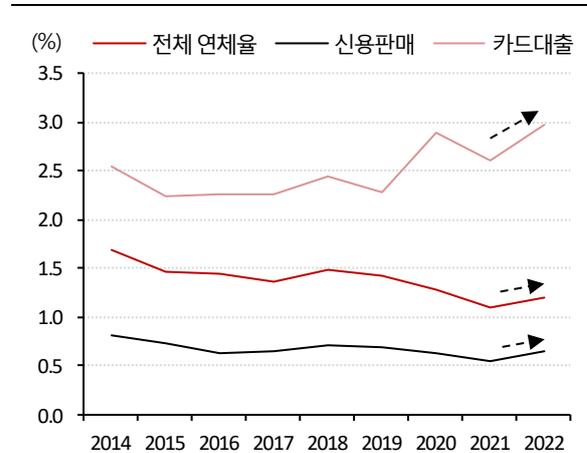
이자비용과 더불어 대손비용도 증가 추세가 나타나고 있다. 특히 1Q23 카드사 실적을 통해 금리 상승 및 경기 둔화로 차주들의 이자비용 부담이 증가함에 따라 연체율 등 건전성 지표 악화가 나타나고 있음을 확인할 수 있었다. 카드사의 카드론이나 현금서비스 등의 주된 타겟 고객이 중/저신용자라는 점을 고려했을 때 은행 대비 상대적으로 건전성 악화 우려가 높을 것으로 전망하며 연중 다소 높은 수준의 대손비용 적립이 요구될 것으로 예상된다. 판관비 등을 절감하더라도 이자비용 및 대손비용 증가를 상쇄하기 다소 어려울 것으로 예상되는 만큼 현재 카드산업이 처한 전반적 환경은 다소 부정적이라고 판단한다.

카드채 금리 추이



자료: 금융투자협회, SK 증권

카드사 연체율 지표 추이



자료: 금융감독원, SK 증권

### 3. 업황이 부진할 때 더욱 돋보이는 삼성카드의 안정성

#### 1. 어려운 카드산업 업황에도 실적과 배당 안정성 기대

어려운 업황에도 삼성카드는  
안정적 실적과 배당 예상

전반적으로 부정적인 카드산업 업황에도 불구하고 삼성카드의 실적 및 배당은 안정적 흐름이 이어질 전망이다. 삼성카드의 안정적 실적과 배당을 전망하는 주요 요인은 1) 신용판매 중심 안정적 사업구조, 2) 장기 조달 구조, 3) 높은 자기자본 규모 등이다. 추가적으로 올해부터 마이데이터 사업 등 신사업을 추진할 수 있다는 점 역시 긍정적 이벤트에 해당한다고 판단한다.

#### 2. 개인신판 중심의 높은 효율성

수익성 중심 전략을 바탕으로  
개인신판 경쟁력 강화

삼성카드는 지난 몇 년간 수익성 중심 전략을 추진하며 자동차금융 등 할부리스와 법인신판 대신 개인신판 및 카드대출 중심으로 성장을 추진해왔다. 이는 자동차할부나 법인신판 등이 고객 유치를 위해 캐시백 등 상대적으로 높은 마케팅 비용이 요구되는 점에 기인한다. 실제로 7개 전업카드사 기준 동사의 법인신판 점유율은 2015년 28% 수준에서 2022년 15% 수준까지 낮아졌으며 할부리스자산 역시 2015년~2017년 2~3조원에서 2022년 1조원까지 낮아진 점을 확인할 수 있다.

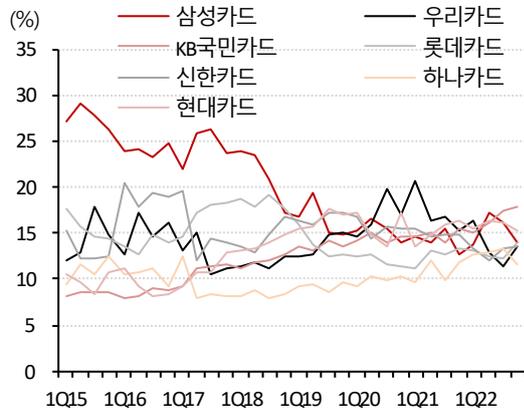
개인신판 이용금액 점유율은  
2022년 20%까지 확대

대신 동사는 상대적으로 마진이 양호하고 추후 카드론이나 현금서비스 등 카드대출 사용까지 연계될 수 있는 개인신판 중심으로 경쟁력을 강화해왔다. 지속적인 경쟁력 강화를 통해 개인신판 이용금액 기준 동사의 점유율은 2015년 18%에서 2022년 20%까지 확대되며 신한카드에 이어 2위권 자리를 공고히 하는 모습을 확인할 수 있었다. 특히 2019년 코스트코 제휴가 현대카드로 넘어가는 등 점유율에 영향을 줄 수 있는 이슈가 발생했음에도 이마트 트레이더스 제휴 등을 통해 발빠르게 점유율을 방어한 사례 등을 고려하면 향후 동사의 개인신판 부문의 점유율이 급격하게 낮아질 가능성은 크지 않다고 판단한다.

견조한 소비 추세도 긍정적.  
신용판매 중심 타라인 위축  
가능성 제한적

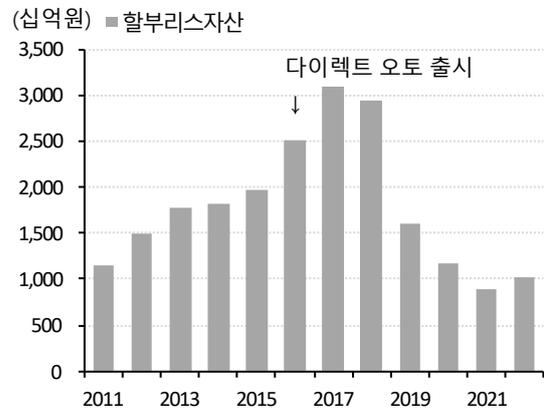
개인신판 부문의 실적에 직접적으로 영향을 미치는 소비 규모가 경기 둔화에도 불구하고 물가 상승 등 영향을 바탕으로 견조한 흐름을 유지하고 있는 점 역시 긍정적이다. 지난 2004년~2022년 중 개인 신용판매(일반구매+할부구매) 이용 금액은 코로나19로 인한 오프라인 소비가 제한되었던 2020년을 제외하면 꾸준한 상승 추세를 기록해왔다. 2020년도 연간 이용금액이 0.3% 역성장하는데 그쳤음을 고려하면 향후 경기 둔화에도 카드 이용금액이 급격하게 위축되며 동사 타라인에 영향을 미칠 가능성은 크지 않다고 판단한다.

카드사 법인신판 점유율 추이



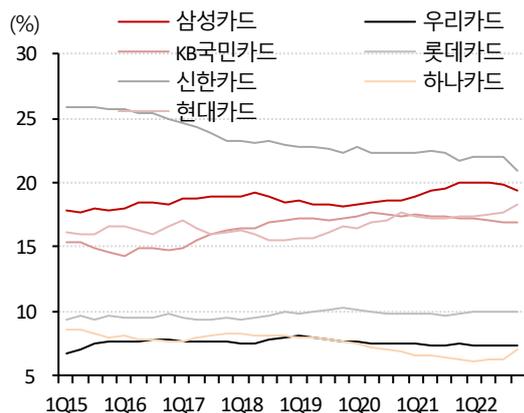
자료: 금융감독원, SK 증권

삼성카드 할부리스자산 추이



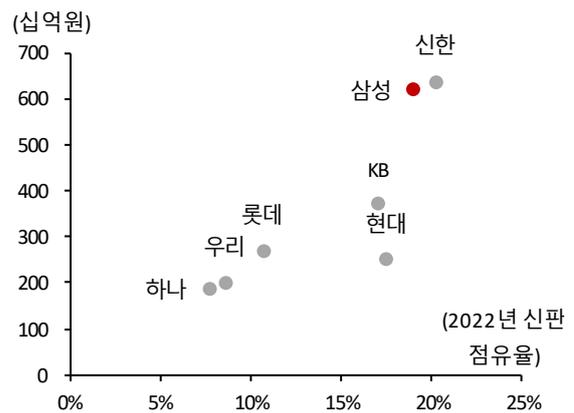
자료: 삼성카드, SK 증권

카드사 개인신판 점유율 추이



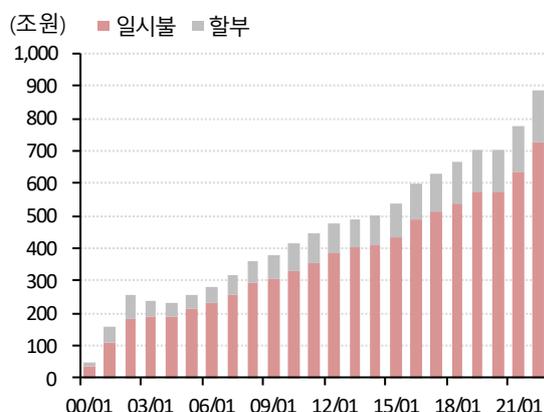
자료: 금융감독원, SK 증권

카드사 신판 점유율 - 당기순이익 Matrix(2022년 기준)



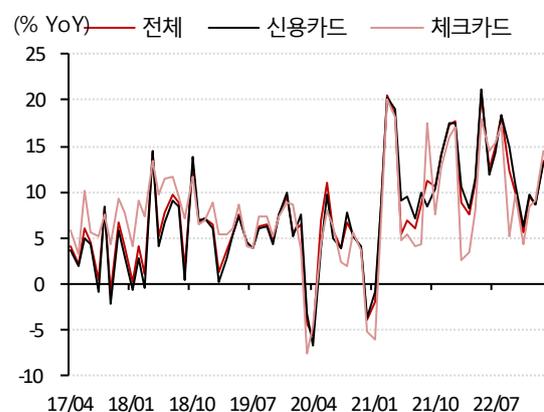
자료: 금융감독원, SK 증권

신용카드 개인신판 이용금액 추이



자료: 한국은행, SK 증권

신용카드 승인금액 YoY 증가율



자료: 여신금융협회, SK 증권

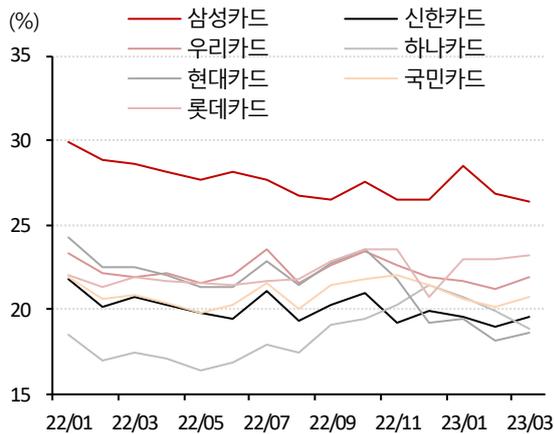
**개인신판 내 할부거래 높은 비중을 바탕으로 신판이자 견조한 성장**

삼성카드의 개인신판 부문에서 찾아볼 수 있는 특징은 경쟁사 대비 상대적으로 할부거래 비중이 높다는 점이다. 2022년 동사의 개인신판 이용금액 중 할부거래 비중은 경쟁사 대비 약 5%p 이상 높은 수준이 유지되는 모습이 나타났다. 동시에 동사의 신용판매 수익 중 신판이자가 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있는 점을 고려하면 가맹점 수수료를 인하여 따른 영향을 신판이자가 상쇄하며 안정적으로 탑라인 수준을 방어하고 있는 것으로 판단한다.

**Low risk, Low return 부문에서 최대한의 효율성 확보 중**

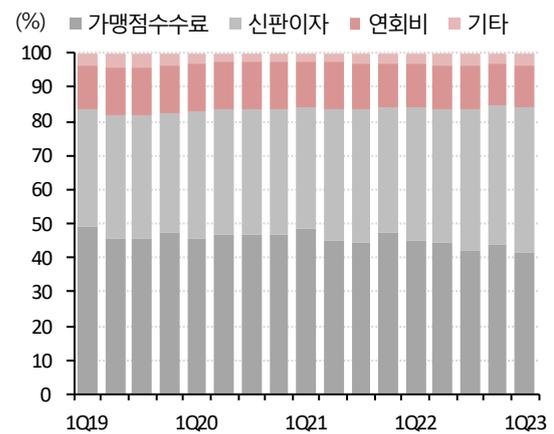
종합적으로 동사는 Low risk, Low return 사업 부문인 신용판매에서 개인신판을 중심으로 양호한 수익성을 확보하고 있다. 소비 규모에 연동되는 안정적 탑라인과 동사의 높은 비용 효율성을 고려하면 장기적으로 안정적인 실적 흐름이 이어질 전망이다.

개인신판 중 할부거래 이용금액 비중



자료: 여신금융협회, SK 증권

삼성카드 신용판매수익 부문별 비중



자료: 전자공시시스템, SK 증권

### 3. 이자비용 측면의 안정성

장기 조달 구조로 금리 상승에 따른 충격이 크지 않을 전망

과거 코로나 19 저금리 시기 대비 급격하게 높아진 금리 수준 영향에도 불구하고 동사의 이자비용은 경쟁사 대비 낮은 수준의 충격을 받을 것으로 전망한다. 이는 동사가 보유한 장기 조달 구조에 기인하고 있다.

카드채 분석 결과 삼성카드의 안정적 비용 관리 기대 가능

실제로 SEIBRO를 통해 카드채 잔액 및 발행 시기 등을 비교해본 결과 동사는 1) 상대적으로 이자비용 부담이 크지 않은 코로나 19 저금리 시기에 발행한 카드채 비중이 높고 2) 레고랜드 사태로 높은 발행금리가 요구되었던 시기에 발행된 카드채 비중이 낮아 7개 전업 카드사들 중 가장 안정적인 이자비용 관리를 기대할 수 있을 전망이다.

1) 코로나 19 저금리 시기 발행한 채권 비중은 높고 2) 레고랜드 사태 때 발행한 채권 비중은 낮음

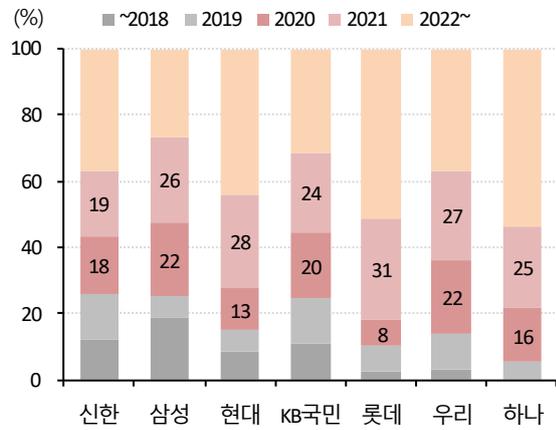
세부적으로 살펴보면 삼성카드가 2020 년~2021 년 발행한 카드채는 전체 카드채 잔액 대비 약 49%로 업계 내 가장 높은 수준을 기록하고 있으며 전액 고정금리 이표채로 현재 이자비용 증가에 대한 부담이 크지 않을 것으로 판단한다. 반면 레고랜드 사태로 금리가 급등한 2022년 하반기 중 발행된 카드채 비중은 7%로 업계 내 가장 낮은 수준에 불과하다. 레고랜드 사태 발생 이후 카드채 금리가 어느정도 안정된 상황이라는 점을 고려하면 향후 동사가 차환발행을 하더라도 부담은 다소 제한적일 전망이다.

#### 카드채 금리 추이



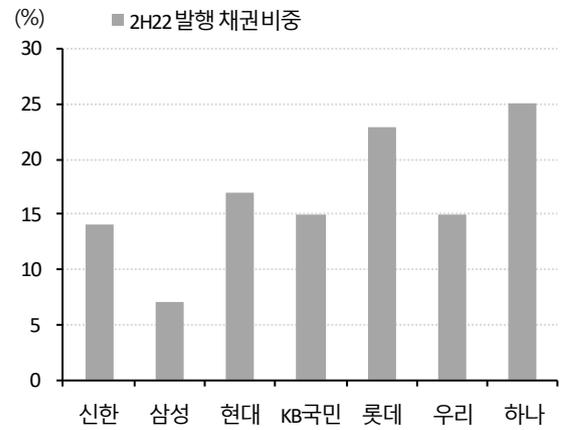
자료: 금융투자협회, SK 증권

카드채 잔액 발행 시기 별 비중



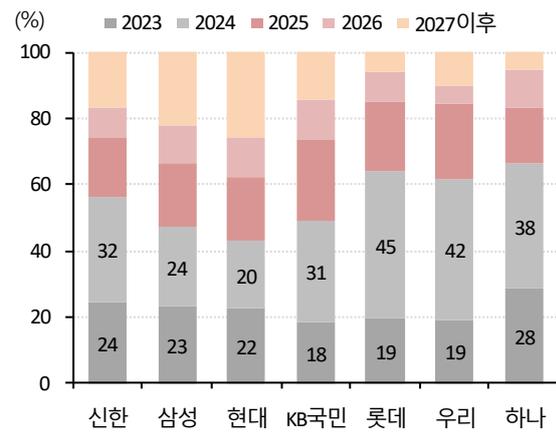
자료: SEIBRO, SK 증권

카드채 잔액 내 2H22 중 발행 물량 비중



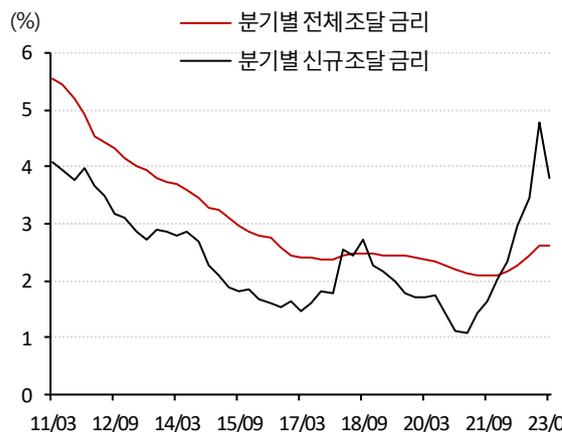
자료: SEIBRO, SK 증권

카드채 잔액 만기 도래 시기별 비중



자료: SEIBRO, SK 증권

삼성카드 조달금리 추이



자료: 삼성카드, SK 증권

#### 4. 높은 자본력에 기반한 안정성

##### 업계 내 가장 높은 자본 수준 보유

불확실성 확대 국면에서 삼성카드에 대한 우려를 제한하는 요인 중 하나는 동사의 높은 자본력이다. 동사는 이익잉여금 중심의 높은 자본 규모를 보유하고 있어 단순자기자본비율이 2022년 말 7개 전업카드사 중 유일하게 20%를 넘고 있으며 조정자기자본비율 기준으로도 30% 수준에 달하고 있다. 레버리지배율 역시 3.8 배에 불과해 규제 최대 허용 수준인 8 배(직전연도 배당 성향 30% 넘는 경우는 7 배로 제한) 대비 현저히 낮은 상황이다.

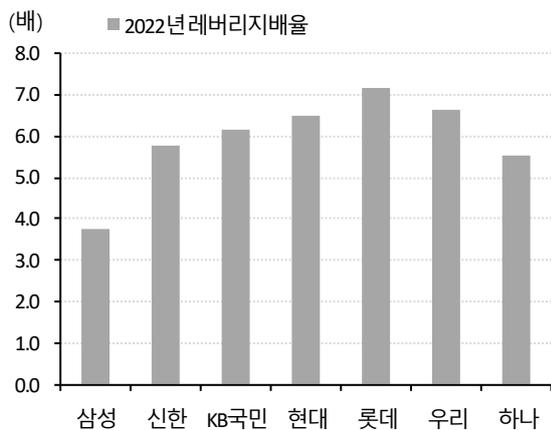
##### 높은 잉여자본 규모로 리스크 흡수 여력 및 주주 환원의 안정성 높다고 판단

동사의 높은 잉여자본 규모는 일반적으로 업황이 양호하고 우려가 크지 않은 상황에서는 자본 활용의 효율성 관점에서 긍정적인 평가를 하기 어렵다. 다만 현재와 같이 건전성 우려 등 불확실성이 부각되는 상황에서는 높은 잉여자본 규모가 리스크 흡수 여력과 주주 환원의 안정성에 어느정도 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 이론상 현재 동사는 1Q23 기준 보유중인 카드론 자산 전액을 상각하더라도 이익잉여금 내에서 충분히 흡수할 수 있는 만큼 건전성 등 리스크 관리에 대한 우려는 제한적이라고 판단한다.

##### 당기순이익 20% 이상 하락하지 않는 한 2022년 수준의 DPS 기대 가능

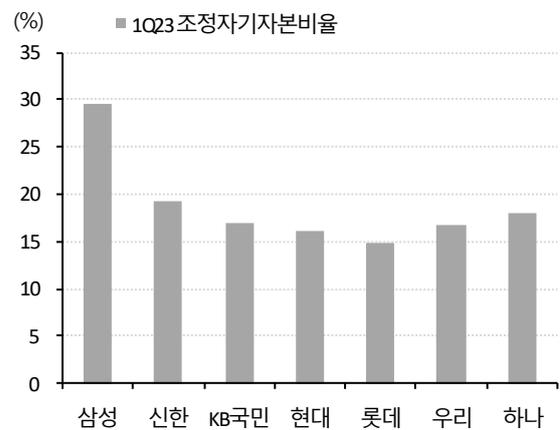
주주 환원과 관련해서 동사는 현재 배당정책으로 약 40~50% 수준의 배당 성향을 기본 가이드선으로 제시하고 있다. 단순하게 회사가 제시할 수 있는 최대 수준의 배당성향을 55%라고 가정할 경우, 동사는 2023년 당기순이익이 전년 대비 약 22% 하락하는 수준의 어닝 쇼크가 발생하지 않는 한 2022년 DPS 2,500 원을 유지하는데 특별한 어려움이 없을 것으로 전망된다.

카드사 레버리지 비율



자료: 금융감독원, SK 증권

카드사 자기자본 비율



자료: 금융감독원, SK 증권

#### 4. 데이터 신사업 진출 기대감

**규제 이슈로 진출하지 못했던  
데이터 신사업 진출 가능**

마지막으로 삼성카드가 올해부터 본격적으로 진출하는 데이터 사업에 대한 기대감이 존재한다. 동사는 대주주 삼성생명이 2020년 말 기관경고 중징계를 받고 2022년 1월 징계가 확정됨에 따라 지난 1년간 마이데이터 사업 등 신사업 진출이 제한되어 왔다.

**쿠콘과의 제휴나 모니모 출시  
등을 통해 규제 영향 상쇄 시도**

신사업 진출 제한이라는 약점을 극복하고자 동사는 쿠콘 등과 제휴를 통한 관련 서비스 제공이나 그룹 데이터를 활용하는 형태로 데이터 사업을 진행해왔다. 지난해 삼성카드를 중심으로 출시한 모니모는 마이데이터 사업 등에 대한 진출 제한을 삼성금융네트워크(생보, 손보, 증권, 카드) 내부적으로 보유한 데이터를 활용해 상쇄하기 위한 노력이었던 것으로 판단한다.

**마이데이터, CB 업 등 데이터  
가공/활용 업무 본격적으로 진출  
가능**

올해부터는 신사업 진출 제한 기간이 경과함에 따라 본격적으로 마이데이터 등 신사업에 진출이 가능해진 상황이다. 이미 동사는 마이데이터 사업 본인가를 신청한 상황이며 개인사업자 신용평가(CB 업) 라이선스도 확보하는 등 향후 데이터 가공 및 활용을 통한 비즈니스에 공을 들이고 있는 상황이다.

**단기적 실적 영향은 제한적이나  
장기적 사업 방향성에 긍정적**

데이터 관련 사업은 단기적으로 동사의 이익 등에 직접적으로 미치는 영향은 분명 제한적이다. 다만 장기적으로는 동사가 보유한 결제/구매 등 데이터에 기반한 분석 및 가공을 통해 컨설팅, 마케팅 고도화 등 다양한 활용이 가능하다는 점에서 추가적인 성장 동력 확보에 있어 긍정적이라고 판단한다.

## 4. 향후 카드업종에 영향을 미칠 만한 이슈

### 1. 간편결제 등 카드산업 외부의 환경 변화

카드업종을 둘러싼 다양한 이슈에 대한 모니터링은 필요

현재 카드업계가 처한 업황 자체가 다소 어려운 상황이지만 삼성카드는 안정적인 사업 구조와 높은 자본력 등을 바탕으로 견조한 실적을 기록할 전망이며 배당 역시 2022 년 수준의 DPS 를 충분히 유지할 수 있을 것으로 판단한다. 다만 향후 카드업종에 영향을 미칠 만한 카드산업 외부 환경 변화가 지속적으로 나타나고 있다는 점은 다소 잠재적인 우려를 확대하는 요인이다. 특히 간편결제나 BNPL 등 결제시스템 내 카드사의 위치에 영향을 미칠 수 있을만한 이슈에 대한 지속적 모니터링이 요구될 전망이다.

### 2. 간편결제의 확산

간편결제 이용 결제 비중은 가파른 확대 추세 기록

2015 년 삼성페이 도입 이후 실물카드 대신 모바일 기기를 활용한 결제가 보편화되기 시작했으며 카카오페이, 네이버페이 등 핀테크 기반 결제 서비스, 최근 현대카드의 애플페이 제휴 등과 결제에 있어 간편결제 이용 비중이 빠르게 확대되고 있다. 2022 년 기준 일평균 카드 이용금액 중 대면 결제가 약 1.6 조원(전체 약 2.7 조원) 수준인데 이 중 모바일 기기 등을 이용한 결제 금액 규모가 약 2,300 억원 수준에 달한다는 점에서 대면 결제에 있어서도 이러한 간편결제 이용 규모가 크게 늘어났음을 확인할 수 있다.

간편결제는 카드 이용금액을 대체한다기 보다는 카드 이용을 편리하게 지원하는 개념

기본적으로 간편결제는 카드 결제의 직접적인 대체재라고 보기 어렵다. 삼성페이나 애플페이 등은 기본적으로 카드 결제 프로세스를 실물 카드가 아닌 모바일 기기로 하는 개념으로 카드 결제 인프라를 보다 편리하게 이용할 수 있도록 도와주는 보완재 개념으로 볼 수 있다. 카카오페이나 네이버페이 등 핀테크 기반 결제 서비스 역시 카드를 등록해서 사용하는 경우 삼성페이 등과 유사한 개념이라고 볼 수 있다.

한편 네이버페이나 카카오페이 등에서 계좌를 연결해 선불충전을 하고 결제 등에 사용하는 경우 카드 결제를 일부 대체할 수는 있겠지만 해당 형태의 결제가 신용카드와 달리 기본적으로 판매 시점에 신용을 공여하는 신용판매 기능은 수행할 수 없으며 반드시 보유 현금이 요구된다는 점에서 신용카드보다는 계좌를 기반으로 사용하는 체크카드를 대체하는 개념에 가깝다고 판단한다.

**간편결제 이용 비중이  
늘어나더라도 카드 이용금액  
자체가 줄어들 가능성은 제한적**

따라서 간편결제 이용이 확대된다고 하더라도 여전히 카드 결제 인프라를 기반으로 전 반적인 결제 프로세스가 이루어지고 있다는 점에서 카드 이용 금액 규모에는 영향이 없을 것으로 판단한다. 다만 카드사 입장에서 우려가 필요한 부분은 결국 결제 프로세스에 있어 고객과의 최종 접점이 카드사가 아닌 삼성페이 등 간편결제 서비스가 된다는 점이다.

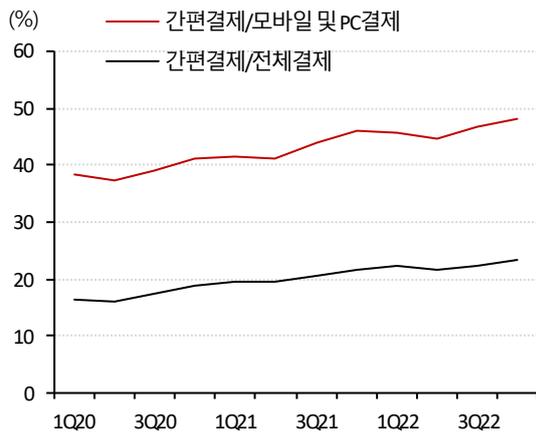
**핵심 우려는 카드사가 고객과의  
접점을 상실함에 따라 협상력이  
약화되는 부분**

실제로 애플페이가 결제 관련 수수료를 부과하거나 최근 삼성페이가 유료화를 추진할 수 있는 배경에는 기본적으로 결제 프로세스에 있어 고객과의 최종적인 접점을 애플이 나 삼성 등 모바일 기기 업체가 확보함에 따라 카드사가 가격 결정 관련 협상력이 약해진 부분에 있는 것으로 추정된다.

**삼성페이 유료화 등에 따른  
수익성 악화 불가피. 혜택 축소 및  
제도 개선 등을 통한 회복 기대**

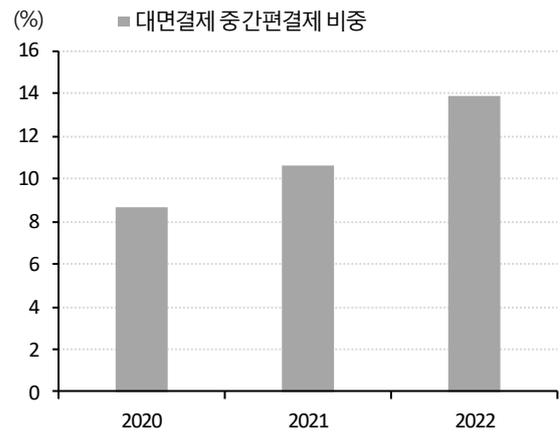
따라서 향후 삼성페이 등의 유료화가 본격적으로 추진되는 경우 카드사가 이를 거부하기 어려운 만큼 수익성 악화는 다소 불가피할 전망이다. 과거 가맹점수수료를 인하 사례 등을 고려하면 향후 카드사들은 무이자할부 축소 등 전반적인 카드 혜택 축소를 바탕으로 이익을 방어하는 형태로 대응할 전망이다. 그 외에도 현재 진행 중인 카드 직격 비용 제도 개선 TF 에서 추후 간편결제 관련 수수료 등 관련 비용을 적격비용 산정에 반영하는 방안 등을 고려하고 있다는 점에서 제도 개선을 통해 수익성을 일부 회복할 가능성도 존재한다.

전체 카드결제 중 간편결제 이용 비중



자료: 한국은행, SK 증권

카드 대면 결제 중 간편결제 이용 비중



자료: 한국은행, SK 증권

주: 대면결제 중 모바일기기 등 이용한 결제 비중

## 2. BNPL (Buy Now, Pay Later) 산업

### 비카드사가 신용판매 기능을 제공하는 BNPL 서비스

한편 간편결제가 카드 결제 인프라를 보완하는 형태로 이뤄지고 있어 신용카드 이용금액 자체에 영향이 없을 것으로 예상되는 것과 달리 BNPL 은 현재 카드사만 제공할 수 있는 신용판매 기능을 비카드 회사가 수행할 수 있다는 점에서 신용카드 이용을 직접적으로 대체할 수 있다고 판단한다.

### 국내 높은 카드 보급률 고려 시 BNPL 확산 제한적일 전망

다만 BNPL 서비스가 현재 수준(월 30 만원 한도) 이상으로 확대될 가능성은 제한적으로 판단한다. 먼저 높은 수준의 신용카드 이용이 이뤄지고 있는 상황에서 BNPL 서비스를 이용할 유인이 크지 않다. 국내 민간최종소비지출 중 신용카드를 사용하는 비중이 85% 수준으로 이미 카드 이용이 보편화된 상황임을 고려하면 실질적으로 신용카드를 이용하지 못해 BNPL 서비스를 이용해야 하는 고객은 많지 않다.

### 금융당국도 BNPL 을 썬파일러 등을 위한 보조적 수단으로 간주

또한 금융당국도 BNPL 이 카드를 대체하기보다는 취약계층을 위한 보조적 수단으로 간주하고 있는 것으로 추정된다. 특히 금융당국이 BNPL 서비스를 혁신금융서비스로 지정하며 썬파일러 등의 제도권 금융 이용 기회가 제한되는 상황을 최소화할 수 있도록 다른 금융회사나 핀테크 업체와 연체율 정보 등을 공유하지 못하게 한 점 등을 통해 금융당국이 BNPL 서비스를 썬파일러 등 취약계층의 편의성 제고를 위한 보조적 수단으로 고려하고 있음을 확인할 수 있다.

### 가맹점수수료를 규제 고려 시 BNPL 서비스도 비슷한 규제 적용될 가능성 높음

가맹점 입장에서도 높은 비용에 대한 부담이 존재한다. BNPL 서비스는 현재 카드사 대비 높은 약 5~6% 수준의 수수료를 가맹점에 부과하고 있는 것으로 알려져 있다. 따라서 국내 BNPL 을 사용하는 고객이 유의미한 수준으로 많지 않은 상황에서 가맹점이 적극적으로 BNPL 서비스를 이용할 유인은 크지 않다. 만약에 BNPL 이용 고객 수가 빠르게 증가한다고 하더라도 영세가맹점 보호를 위해 카드사 가맹점수수료를 규제하고 있는 상황을 고려하면 향후 비슷한 형태의 규제를 피하기 어려울 전망이다.

### 과거 규제 완화가 카드사태로 이어진 경험 등 금융시스템 안정성 고려 필요

마지막으로 지급결제 시스템의 안정성 관점에서도 BNPL 서비스 확대에 부담이 존재할 것으로 판단한다. 현재 카드사에 대해 다른 여전사 대비 강한 규제가 적용되고 있는 것은 과거 카드 이용 확대를 위해 카드사에 대한 규제를 완화한 결과 카드사태 등 시스템 위기로 이어진 경험이 있기 때문이다. 특히 BNPL 서비스가 다른 핀테크 기반 결제 서비스와 달리 일종의 신용공여인 신용판매 기능을 수행할 수 있다는 점을 고려하면 안정적인 금융시스템 유지라는 관점에서도 BNPL 서비스를 확대할 가능성은 크지 않다.

## 5. 실적전망: 방어력은 충분하다

### 1. 2023년 예상 당기순이익 5,754 억원, -7.5% YoY 전망

**영업수익은 신용판매 기반으로  
6% YoY 성장 기대**

올해 전반적으로 부진한 업황에도 동사의 실적은 일정 수준에서 충분히 방어가 가능할 것으로 전망한다. 탑라인부터 살펴보면 전체 영업수익은 높아진 물가 수준과 적극적인 비용 축소 노력 등을 바탕으로 신용판매 수익을 중심으로 약 6% YoY 성장한 4조 165 억원을 전망한다. 건전성 및 이자비용 부담 등 영향으로 신용판매를 제외한 카드대출 (카드론/현금서비스) 관련 자산 축소가 일부 나타나고 있는 부문이나 동사가 할부리스 부문에서 적극적으로 사업 확대를 추진하고 있지 않다는 점 등을 감안하면 신용판매를 제외한 사업 부문의 수익은 전년과 비슷하거나 소폭 하락한 수준에 머무를 전망이다.

**이자비용 및 대손비용 관련 부담  
불가피하나 추후 건전성 추세에  
따라 업사이드도 기대 가능**

견조한 탑라인과 달리 비용 부문은 기준금리 상승 영향으로 다소 부담이 지속될 전망이다. 이자비용 및 대손비용 중심으로 전년 대비 다소 높은 증가세가 나타날 것으로 전망하며 이자비용은 약 12.9% YoY 증가한 4,891 억원, 대손비용은 58.2% YoY 상승한 6,996 억원을 예상한다. 대손비용의 경우 연중 중/저신용자 관련 부실이 지속적으로 증가하는 보수적 가정을 반영했으며 예상 대비 건전성 추세가 양호한 경우 실적 측면에서 추가적인 업사이드도 기대 가능하다.

**부진한 업황에도 안정적으로 실적  
방어 기대. 2022년 수준의 DPS  
유지에 어려움 없을 전망**

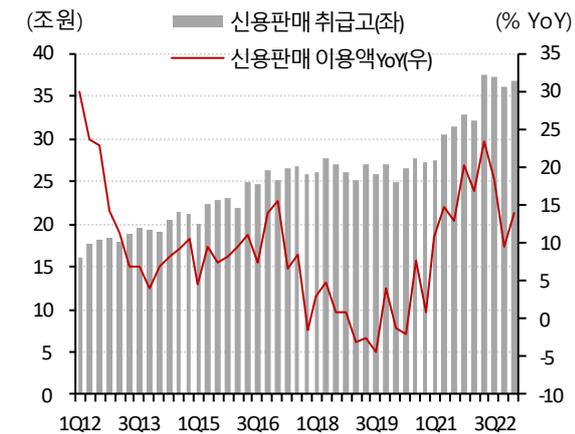
종합적으로 2023년 삼성카드의 당기순이익은 5,754 억원(-7.5% YoY)을 기록할 전망이다. 전반적으로 부진한 업황에도 불구하고 견조한 탑라인 및 업계 내 가장 낮은 이자비용 부담 등을 바탕으로 안정적인 실적 방어가 가능할 것으로 판단하며 배당 역시 2022년 DPS 2,500 원을 유지하는데 어려움 없을 전망이다.

삼성카드 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23F	QoQ	YoY
영업수익	1,007	1,109	748	1,069	975	982	-8.8%	-3.1%
신용카드 사업	772	786	837	844	845	848	0.1%	9.4%
신판	521	532	584	594	597	601	0.5%	14.6%
카드론	204	203	202	199	199	199	-0.1%	-2.6%
현금서비스	47	50	51	50	49	48	-3.2%	4.3%
할부/리스 사업	62	56	58	63	61	61	-3.1%	-2.5%
할부금융	3	4	4	4	4	4	-6.3%	19.6%
리스	58	51	53	58	56	56	-3.1%	-4.0%
일반대출	1	1	1	1	1	1	11.4%	15.7%
기타	172	268	-148	163	70	73	-57.1%	-59.5%
영업비용	703	816	372	688	620	624	-9.8%	-11.8%
이자비용	103	115	124	121	122	122	0.8%	18.6%
판관비	486	488	458	482	487	490	1.1%	0.2%
기타비용	114	213	-209	85	11	12	-86.9%	-90.2%
총당금 적립전 영업이익	303	293	375	381	355	358	-6.9%	17.0%
대손충당금 적립액	94	99	146	190	150	160	-20.9%	59.9%
영업이익	210	194	229	192	205	198	6.9%	-2.2%
영업외손익	0	-2	4	1	1	1	-48.8%	흑전
세전이익	210	192	232	193	206	199	6.6%	-1.9%
법인세	54	51	67	47	53	52	12.7%	-1.6%
당기순이익	155	141	166	145	152	147	4.6%	-1.9%
(%, %p)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23F	QoQ	YoY
Credit Cost	1.43	1.45	2.14	2.80	2.23	2.37	0.14	0.94
NPL 비율	0.57	0.58	0.72	0.96	1.02	1.10	0.1	0.5

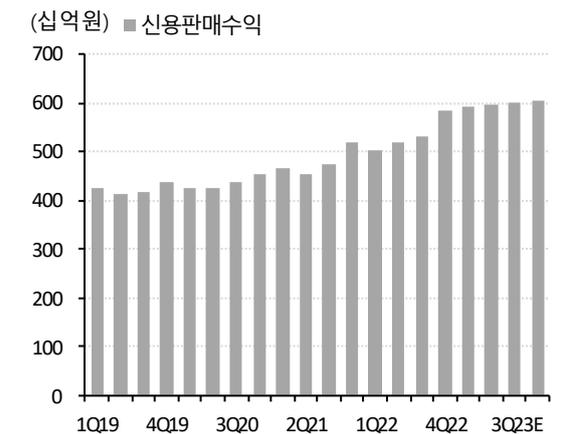
자료: 삼성카드, SK 증권

삼성카드 신용판매 취급고 추이



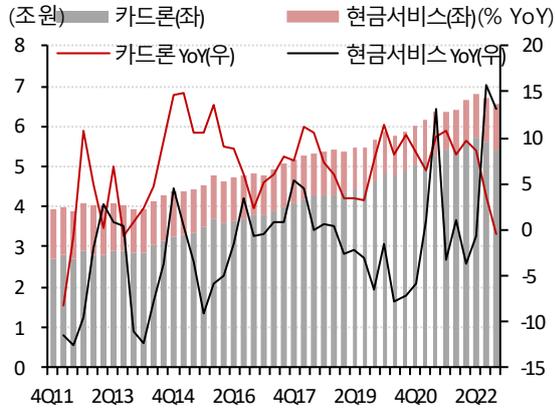
자료: 삼성카드, SK 증권

삼성카드 신용판매수익 추이 및 전망



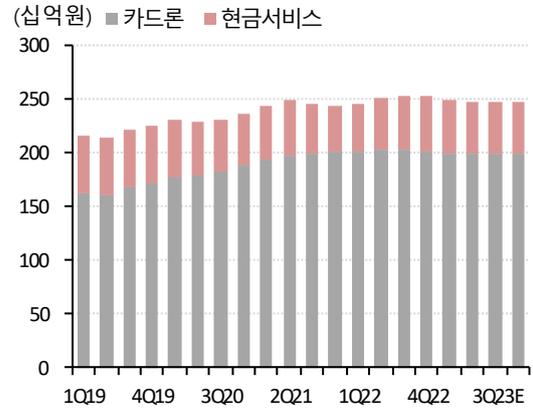
자료: 삼성카드, SK 증권 추정

삼성카드 카드론 및 현금서비스 자산 추이



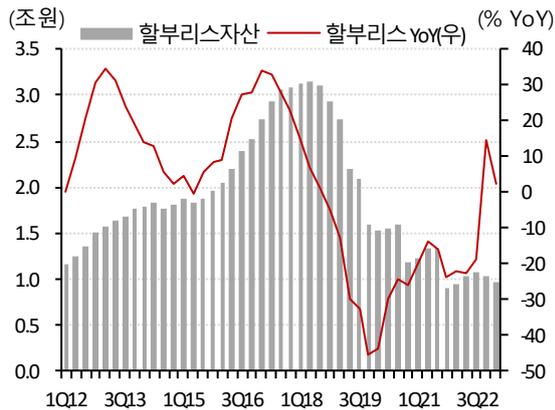
자료: 삼성카드, SK 증권

삼성카드 카드론 및 현금서비스 수익



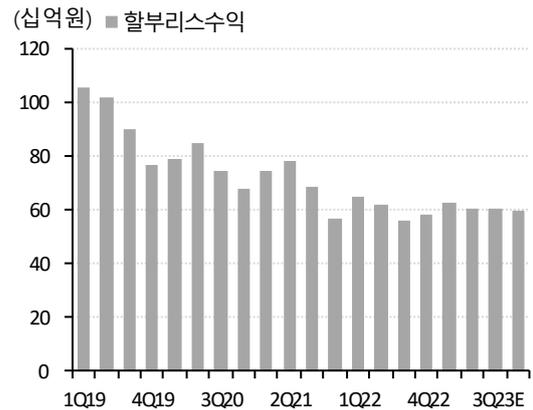
자료: 삼성카드, SK 증권 추정

삼성카드 할부리스 자산 추이



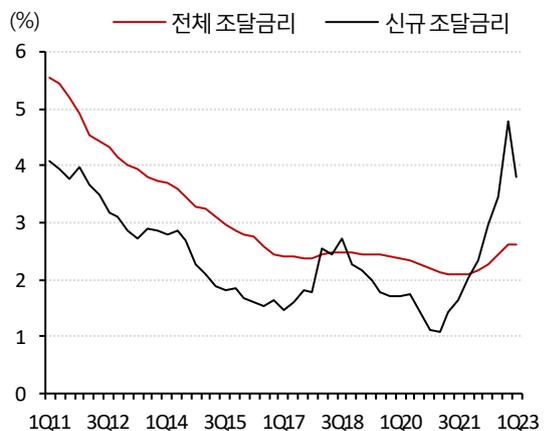
자료: 삼성카드, SK 증권

삼성카드 할부리스 수익 추이



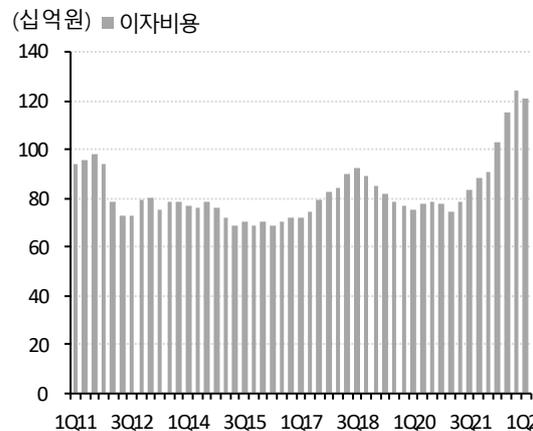
자료: 삼성카드, SK 증권 추정

삼성카드 조달금리 추이



자료: 삼성카드, SK 증권

삼성카드 이자비용 추이



자료: 삼성카드, SK 증권 추정

## 6. 투자전략: 장기 채권형 투자에 적합한 주식

### 1. 주가의 하방경직성은 충분

**안정적 사업구조, 낮은 유통주식 비율, Peer 그룹의 부재로 주가 변동성 낮음**

삼성카드는 기본적인 사업 구조 측면의 안정성과 더불어 유통주식 비율이 낮고 적절한 Peer 그룹이 없다는 점에서 주가가 높은 변동성을 보일 가능성이 크지 않다. 과거 동사 주가의 높은 변동성을 유발했던 삼성그룹 지배구조 이슈(에버랜드 주식 등)는 이미 해소된 상황인 만큼 실적과 배당 등 펀더멘털 측면 외에 주가에 영향을 미칠 만한 요인은 크지 않다고 판단한다.

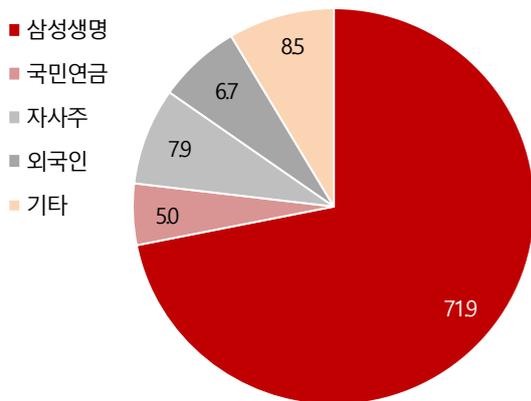
**제한적인 가맹점수수료를 하락 노력, 높은 배당수익률 고려 시 주가의 하방경직성은 충분**

특히 동사 주가의 하방경직성은 충분히 확보되었다고 판단하는데 1) 큰 틀에서 동사 주가의 방향성을 결정해온 가맹점수수료율의 추가 하락 여력이 크지 않으며 2) 2022년 DPS 수준을 안정적으로 유지하는데 어려움이 없을 것으로 전망되기 때문이다. 현재 주가 기준으로 약 8%의 배당수익률을 꾸준히 기대할 수 있다는 점을 고려했을 때 주가의 추가적인 하락 여력은 다소 제한적이라고 판단한다.

**높은 자기자본 수준 및 연체율 악화 속도 둔화 등 고려 시 우려는 제한적이라고 판단**

최근 전반적 경기 둔화 추세 및 2금융권 중심 연체율 상승 관련 우려가 높아지고 있는 것은 사실이지만 동사에 미칠 영향은 다소 제한적일 것으로 예상한다. 특히 1) 동사의 자기자본 규모가 업계 내 최고 수준에 달해 리스크 흡수 여력이 높고 주주 환원 관련 우려가 적다는 점과 2) 1Q23 이후 연체율 상승 속도 둔화가 나타났다는 점에서 향후 건전성 및 배당 축소에 대한 우려는 크지 않다고 판단한다.

삼성카드 지분 구조



자료: FnGuide, SK 증권

삼성카드 주가 및 적격비용 산정 시점



자료: FnGuide, SK 증권

## 2. 배당 중심 장기 채권형 투자에 적합

장기 채권형 투자에 적합한  
주식이라고 판단

삼성카드의 1) 제한적인 주가 변동성과 2) 소비에 연동되는 안정적 사업구조, 3) 꾸준한 DPS 우상향 추세라는 특성을 고려했을 때 동사는 배당 중심으로 장기적 관점에서 채권 형태로 투자하기 적합한 종목이라고 판단한다.

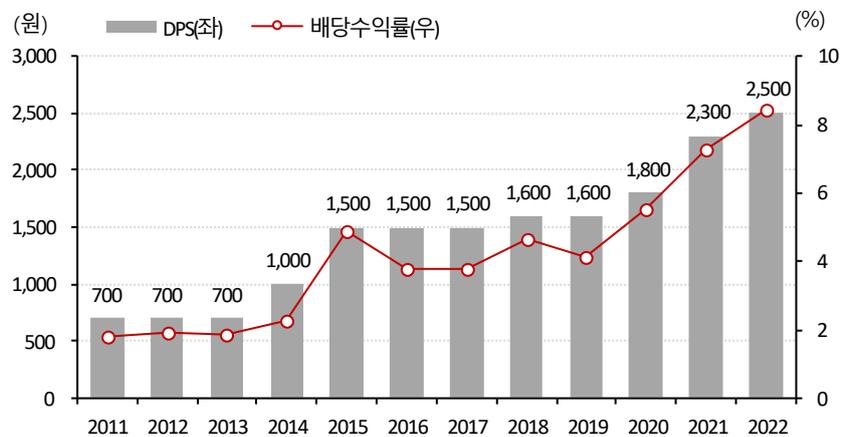
제한적인 추가 규제 강화 가능성  
및 높은 자본력 고려 시 주주  
환원 관련 불확실성 제한적

특히 1) 올해 은행(리스크 흡수 여력), 보험(회계제도 변경 이슈) 등 다른 금융회사가 대외적 환경에 따라 주주 환원 관련 불확실성이 상존하고 있다는 점과 2) 동사의 조정 자기자본비율이 약 30%로 카드사 중에서도 가장 자본력이 높다는 점을 종합적으로 고려했을 때 전체 금융섹터 내에서도 동사의 배당 관련 불확실성이 가장 작은 상황이라고 판단한다.

지속적인 배당 우상향 추세. 명목  
GDP 성장에 수렴하는 배당 증가  
기대

또한 동사는 2011년 이후 지속적으로 DPS 우상향 추세를 보여온 Track Record를 보유하고 있다. 가맹점수수료율 등 외부 환경 변화에도 효율성 제고 등을 바탕으로 실적을 방어하며 DPS 우상향 추세를 이어왔음을 고려하면 향후 동사의 실적과 배당은 장기적으로 명목 GDP 성장률에 수렴하는 성장 추세를 이어갈 전망이다.

삼성카드 DPS 추이



자료: 삼성카드, SK 증권

**간편결제 등 이슈 고려 시 수익성  
추가 개선 기대는 어렵지만  
방어는 충분히 가능하다고 판단**

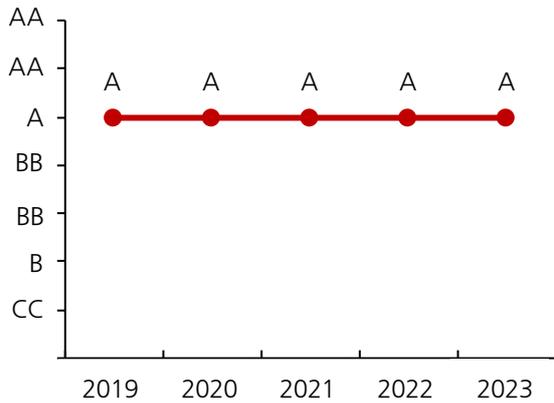
최근 애플페이 도입 및 삼성페이 유료화 추진 등 간편결제 관련 이슈가 불거지고 있다는 점에서 향후 산업 전반적으로 수익성 개선을 기대하기는 다소 어렵겠지만 마케팅 등 비용 절감이나 고객에 대한 혜택 축소 등을 통해 실적 방어는 충분히 가능할 것으로 판단한다. 이미 동사는 가맹점수수료를 인하 추세 속에서도 1) 신판 중심의 수익성 제고 전략과 2) 비용 효율화를 바탕으로 실적 개선을 기록한 바가 있는 만큼 간편결제 등 잠재적 우려에 따른 주가 영향은 크지 않을 전망이다.

**향후 제도 개선 가능성 고려 시  
추가 가맹점수수료율 인하 가능성  
제한적이라 판단**

마지막으로 향후 가맹점수수료율의 추가 하락 가능성은 다소 제한적일 것으로 예상된다. 언론 보도에 따르면 최근 삼성페이 유료화 이슈 등과 맞물려 적격비용 산정에 있어 간편결제 수수료 비용을 반영하는 방안이 논의되는 것으로 알려져 있으며 과거 대비 높아진 조달비용이 다음 적격비용 산정에 반영될 수 있음을 고려하면 추가적인 가맹점 수수료율 인하에 대한 우려는 크지 않다고 판단한다. 큰 틀에서 동사 주가가 가맹점수수료율 수준과 유사한 방향으로 움직였다는 점을 고려했을 때 현재 수준 대비 추가적인 주가 하락 여력은 제한적이라고 판단한다.

## ESG 하이라이트

### 삼성카드 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>삼성카드 종합 등급</b>	<b>A</b>	<b>C</b>	<b>N/A</b>
환경(Environment)	24.0	B+	N/A
사회(Social)	51.7	D+	N/A
지배구조(Governance)	63.9	D	N/A
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
신한지주	A	A-	66.3
KB 금융	A	A	61.6
하나금융지주	A	A	52.7
우리금융지주	A	A	59.6

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 삼성카드 ESG 평가

국내 ESG 평가기관으로부터는 전반적으로 양호한 평가를 받고 있으나 Refinitiv 나 Bloomberg 등 해외 평가기관으로부터는 다소 낮은 등급으로 평가받고 있음

각종 이니셔티브에 적극적으로 참여하는 모습 나타나고 있는 만큼 향후 상승 여지는 높다고 판단

자료: SK 증권

### 삼성카드 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2022.06.09	지속가능채권	50,000	3.87
2022.06.09	지속가능채권	50,000	4.10
2022.06.09	지속가능채권	40,000	4.34
2022.06.09	지속가능채권	30,000	4.01
2021.09.16	지속가능채권	20,000	2.10
2021.09.16	지속가능채권	30,000	2.24

자료: KRX, SK 증권

### 삼성카드 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.04.26	지배구조 (Governance)	금감원, 삼성생명 등 금융계열사에 경영유의 통보
2023.03.01	사회(Social)	고객서비스 축소되자 카드사 민원 폭증
2022.03.09	사회(Social)	"현금 드릴테니 카드 만드세요"...카드사들 무더기 제재
2022.01.27	지배구조 (Governance)	삼성생명 기관경고 중징계 확정...삼성카드 마이데이터 사업 타격
2021.04.06	사회(Social)	삼성카드, 고객정보 부당이용 과태료 3 억원 제재
2019.06.11	사회(Social)	하나삼성롯데카드, 고객정보 삭제 안했다가 과태료 철폐

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
상품자산 (Gross)	24,065	26,217	26,022	26,500	26,963
신용판매	16,739	18,651	18,529	18,737	18,941
일시불	6,769	7,924	8,036	8,044	8,052
할부	9,969	10,727	10,493	10,693	10,888
현금서비스	997	1,128	1,049	1,070	1,044
카드론	5,432	5,411	5,400	5,443	5,579
할부금융, 리스 등	897	1,029	971	972	973
대환론	87	79	86	89	92
대손충당금	768	760	895	914	911
기타자산	3,847	4,165	4,729	4,757	4,783
보유주식	478	394	409	441	477
<b>자산총계</b>	<b>27,144</b>	<b>29,623</b>	<b>29,856</b>	<b>30,342</b>	<b>30,835</b>
금융부채	16,663	18,541	18,529	18,737	18,941
비금융부채	2,968	3,192	3,143	3,095	3,046
<b>부채총계</b>	<b>19,631</b>	<b>21,734</b>	<b>21,672</b>	<b>21,832</b>	<b>21,987</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>7,513</b>	<b>7,890</b>	<b>8,184</b>	<b>8,511</b>	<b>8,849</b>
자본금	615	615	615	615	615
자본잉여금	1,538	1,538	1,538	1,538	1,538
이익잉여금	5,127	5,507	5,816	6,136	6,475
기타자본	234	229	216	222	221
자기주식	-404	-404	-404	-404	-404
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>7,513</b>	<b>7,890</b>	<b>8,184</b>	<b>8,511</b>	<b>8,849</b>

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>수익성지표</b>					
수정 ROE	7.5	8.1	7.2	7.0	7.0
ROA	2.2	2.2	1.9	1.9	2.0
신판수익/이용금액	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
NIM(순이자마진)	13.4	12.4	12.7	12.6	12.5
차입부채조달금리	2.1	2.5	2.6	2.9	3.3
대손비용률(Net)	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
<b>성장성 지표 (%)</b>					
상품자산증가율	15.5	8.9	-0.7	1.8	1.7
여신성자산증가율	7.0	1.7	-1.4	1.0	1.7
금융부채증가율	22.4	11.3	-0.1	1.1	1.1
BPS 증가율	5.2	4.8	3.6	3.8	3.8
영업수익증가율	6.6	5.8	5.8	-0.4	2.7
신용판매증가율	14.8	16.9	9.1	5.3	6.3
판매관리비증가율	1.9	-1.1	1.7	-0.3	-0.3
지배주주순이익증가율	38.2	12.9	-7.5	2.0	3.3
수정 EPS 증가율	<b>38.2</b>	<b>12.9</b>	<b>-7.5</b>	<b>2.0</b>	<b>3.3</b>
배당금증가율	27.8	8.7	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성카드, SK증권 추정

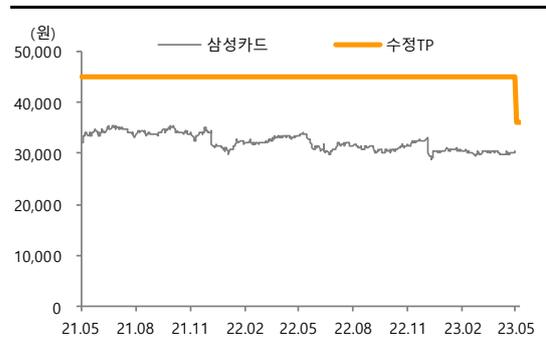
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>영업수익</b>	<b>3,588</b>	<b>3,795</b>	<b>4,017</b>	<b>4,001</b>	<b>4,109</b>
신용판매수익	1,914	2,141	2,399	2,458	2,545
금융수익	1,262	1,247	1,236	1,247	1,267
기타수익	412	407	382	295	296
<b>영업비용</b>	<b>2,839</b>	<b>2,946</b>	<b>3,247</b>	<b>3,212</b>	<b>3,294</b>
금융비용	325	433	489	534	616
판매관리비	1,925	1,903	1,936	1,931	1,924
대손비용	410	442	700	698	705
기타비용	179	167	122	49	49
<b>영업이익</b>	<b>749</b>	<b>849</b>	<b>770</b>	<b>789</b>	<b>815</b>
영업외손익	-2	2	4	4	4
<b>세전이익</b>	<b>747</b>	<b>851</b>	<b>774</b>	<b>793</b>	<b>819</b>
법인세비용	196	229	198	206	213
법인세율 (%)	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6
<b>당기순이익</b>	<b>551</b>	<b>622</b>	<b>575</b>	<b>587</b>	<b>606</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>551</b>	<b>622</b>	<b>575</b>	<b>587</b>	<b>606</b>
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
<b>수정순이익</b>	<b>551</b>	<b>622</b>	<b>575</b>	<b>587</b>	<b>606</b>
<b>총 이용금액</b>	<b>140,205</b>	<b>160,722</b>	<b>173,162</b>	<b>181,591</b>	<b>191,979</b>
신용판매	122,256	142,882	155,862	164,160	174,459
현금서비스	8,992	9,565	9,432	9,456	9,426
카드론	8,956	8,275	7,506	7,509	7,629
기타 대출성자산	906	682	465	466	465

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>자본적정성</b>					
레버리지배율(배)	3.6	3.8	3.6	3.6	3.5
조정자기자본비율	31.3	30.1	30.9	31.7	32.5
<b>자산건전성</b>					
연체율(30 일 이상)	0.9	0.9	1.3	1.3	1.4
NPL 비율	0.8	0.7	1.1	1.1	1.2
충당금/NPL 비율	372.3	385.5	296.0	294.6	278.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	4,756	5,371	4,966	5,063	5,230
수정 EPS	4,756	5,371	4,966	5,063	5,230
BPS	68,334	71,582	74,126	76,942	79,860
주당배당금	2,300	2,500	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	44.5	42.9	46.4	45.5	44.0
<b>Valuation 지표</b>					
수정PER(배)	6.6	5.5	6.1	6.0	5.8
PBR(배)	0.46	0.41	0.41	0.39	0.38
배당수익률 (%)	7.3	8.5	8.3	8.3	8.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.24	매수 담당자 변경	36,000원	6개월		
2021.04.28	매수	45,000원	6개월	-27.41%	-21.11%



**Compliance Notice**

작성자(설용진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 24일 기준)**

매수	93.21%	중립	6.79%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------