

삼성카드 (029780)

최정욱, CFA
02.769.3837
cuchoi@daishin.com

박찬주
769.2735
cjpark04@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

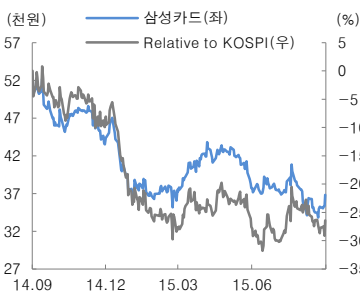
목표주가 **50,000**
유지

현재주가 **35,700**
(15.09.21)

카드업종

KOSPI	1,964.68
시가총액	4,136십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	615십억원
52주 최고/최저	52,500원 / 33,800원
120일 평균거래대금	57억원
외국인지분율	15.38%
주요주주	삼성전자 외 3 인 71.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	-2.4	-1.9	-27.0
상대수익률	-0.4	0.5	0.8	-23.8



M/S 다시 상승세로 전환 예상

투자 의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

- 목표주가는 2015년말 추정 BPS 57,590원 대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출
- 삼성카드 3분기 순익은 전년동기대비 1.5% 증가한 795억원으로 추정. 비록 시장컨센서스인 890억원을 다소 밑도는 수준이지만 시장에서 동사 컨센서스가 너무 높게 형성되어 있는 편
- 특징적인 점은 개인산판 M/S가 4분기만에 처음으로 상승 전환될 것으로 예상되는 점. 2014년초 개인정보 유출 관련 영업정지 카드사들이 2014년 하반기부터 공격적인 마케팅을 실시하면서 삼성카드의 개인산판 M/S는 2014년 3분기를 기점으로 매분기 소폭이나마 계속적으로 하락해 왔는데 3분기에는 개인산판 M/S가 16.6~16.7%로 약 0.2~0.3%p 상승할 것으로 추정. 물론 M/S 확대는 판촉비와 서비스비용 등 판관비 증가를 수반해 당장 손익에는 큰 영향이 없겠지만 고객기반 확대라는 측면에서는 의미가 크다고 볼 수 있음
- 총차입금리보다 신규 차입금리가 큰폭 낮고, 카드채 금리의 하향안정화가 지속되고 있다는 점에서 조달코스트 감소 효과도 지속될 전망(2분기 삼성카드의 총차입금리는 3.1%, 신규차입금리는 1.9%였고, 3분기 중 카드채 1년물 평균금리는 약 1.74% 수준임). 현 금리 수준을 고려할 경우 적어도 내년까지는 총차입금리 하락 추세가 계속 이어질 것으로 추정
- 9월 추석연휴로 인해 대손비용이 증가할 여지는 있지만(추석연휴 이후 9월 잔여영업일수 1일에 불과) 연체율 하락과 회수를 개선 등이 지속되고 있어 3분기 대손비용은 670억원으로 과거 분기 경상 수준인 700억원대 하회 전망. 2분기 대손비용 467억원은 다소 이례적인 현상
- 양호한 펀더멘털에도 불구하고 현 PBR은 0.62배에 불과해 가맹점수수료를 인하 우려가 주가에 지나치게 반영. 또한 현 레버리지 2.7배로 동사가 과자본 상태라는 점은 누구도 부인할 수 없는 사실. 따라서 의외의 자본정책 실시 가능성을 배제할 수 없다는 점도 중장기 투자포인트

수수료율 결정 이전까지는 불확실성 지속되겠지만 부정적 영향 우려만큼 크지 않을 전망

- 변경될 가맹점수수료율을 결정하는 원가재산정 작업이 10월말경 마무리될 것으로 예상. 현재로서는 어떤 방향으로 수수료율이 결정될지 알 수 없기 때문에 당분간 불확실성이 지속될 전망. 게다가 연일 정치권과 금융위원장의 수수료율 인하 발언으로センチメント가 급격히 위축
- 현재 대형가맹점은 연매출 1,000억원 이상, 중소사업자는 연매출 3억원 미만, 영세사업자는 연매출 2억원 미만, 기타사업자는 연매출 3억원~1,000억원으로 분류. 가맹점수수료율은 각각 대형 1.8%, 중소 2.0%, 영세 1.5%, 기타 2.3~2.4% 수준임
- 중소 및 영세사업자는 가맹점 수에서는 약 70~80%를 차지하지만 취급고 규모 비중으로는 10%를 하회. 반면 대형가맹점과 기타가맹점은 취급고 비중이 각각 50%와 40% 정도를 차지. 따라서 설령 중소 및 영세사업자의 가맹점수수료율이 추가로 인하된다고 하더라도 수익성에 미치는 영향은 우려보다는 크지 않을 듯. 가맹점수수료를 이슈가 정치적 논리에 많이 좌우되고 있는 점을 감안할 때 대형가맹점에 대한 수수료율 인하 여지는 적을 것으로 예상

2015년 3분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원, 원 %)

구분	3Q14	2Q15	3Q15(F)	YoY(%)	QoQ(%)	3Q15F Consensus	Difference (%)
총영업이익	172	168	174	0.9	3.4	NA	NA
영업이익	103	122	105	2.0	-14.1	NA	NA
순이익	78	93	80	1.5	-14.5	89	-11.1

구분	2013	2014	2015(F)	Growth 2014(%)	2015(%)	2015(F) Consensus	Difference (%)
총영업이익	643	1,168	705	81.6	-39.6	NA	NA
세전이익	360	864	436	140.0	-49.5	NA	NA
순이익	273	656	331	139.9	-49.5	330	0.3

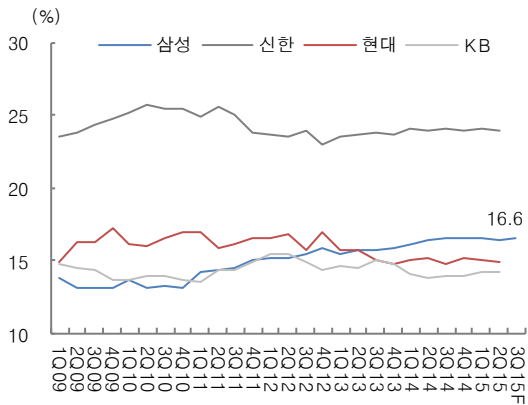
삼성카드 2015년 3분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원 %)

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	(QoQ,%)	(YoY,%)
영업수익	716	1,100	772	790	779	-1.4	8.8
이자 및 수수료	697	709	694	709	727	2.5	4.4
기타	19	391	78	81	52	□35.5	167.2
영업비용	544	661	588	622	605	-2.7	11.3
금융비용	78	76	72	69	74	7.4	-6.0
SG&A 및 일반경비	499	525	503	525	520	-0.8	4.2
기타	-34	60	12	28	11	-60.8	NA
충당금적립전영업이익	172	439	184	168	174	3.4	0.9
대손상각비	70	73	75	47	67	43.6	-3.8
영업이익	103	366	109	121	107	-12□0	4.1
영업외손익	1	-1	0	1	-2	NA	NA
법인세차감전계속사업손익	103	365	109	122	105	-14.1	2.0
계속사업손익법인세비용	25	88	26	29	26	-12.8	3.5
당기순이익	78	277	83	93	80	-14.5	1.5

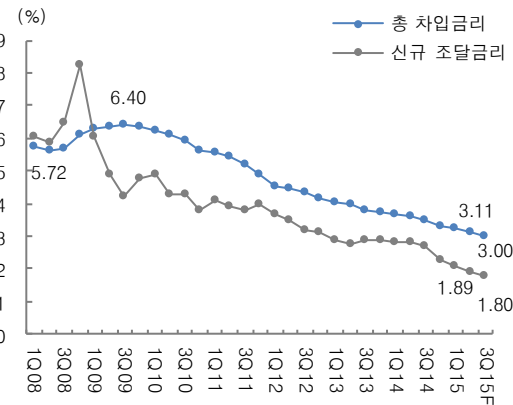
자료: 삼성카드, 대신증권 리서치센터

그림 1. 카드사 개인신판 M/S 추이



자료: 대신증권 리서치센터 추정

그림 2. 삼성카드 차입금리 추이



주: 이자비용/차입금평균잔
자료: 삼성카드, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
총전영업이익	643	1,168	705	787	854
세전이익	360	864	436	464	499
연결당기순이익	273	656	331	352	378
EPS (원)	2,222	5,332	2,690	2,861	3,075
증감율 (%)	-63.6	139.9	-49.5	6.3	7.5
Adj. BPS	54,116	55,736	57,590	59,526	61,590
PER (배)	16.8	8.3	13.3	12.5	11.6
PBR (배)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	4.5	10.4	5.1	5.2	5.4
ROA (%)	1.7	3.8	1.9	1.9	1.8

자료: 삼성카드, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업수익(KGAAP)	2,847	3,522	3,145	3,386	3,685
신용판매이자	1,662	1,774	1,893	2,084	2,334
현금서비스이자	261	235	228	223	224
카드론이자	416	447	473	477	491
할부금융이자	49	32	24	25	26
일반대출이자	14	18	15	17	18
리스이자	178	222	242	283	311
기타	267	794	270	278	281
영업비용	2,486	2,657	2,708	2,921	3,185
지급이자	313	308	290	308	337
판매비	1,826	1,942	2,072	2,210	2,409
일반경비	0	0	0	0	0
기타	65	103	77	81	85
대손상각비	282	303	268	322	354
영업이익	361	865	437	465	500
영업외손익	-1	-1	-1	-1	-1
세전이익	360	864	436	464	499
법인세비용	87	208	106	112	121
당기순이익	273	656	331	352	378

Dupont Analysis	(단위: %, 배))				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상품자산대비					
영업수익률	19.4%	22.5%	18.5%	18.5%	18.4%
지급이자율	2.1%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
NIS	17.2%	20.5%	16.8%	16.8%	16.7%
판매비율	12.4%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%
충전영업이익률	4.8%	8.1%	4.6%	4.7%	4.7%
대손상각비율	1.9%	1.9%	1.6%	1.8%	1.8%
영업이익률	2.5%	5.5%	2.6%	2.5%	2.5%
순이익률	1.9%	4.2%	1.9%	1.9%	1.9%
상품자산/총자산	89.6%	94.0%	98.3%	98.1%	97.7%
ROA	1.7%	3.9%	1.9%	1.9%	1.8%
ROE	4.5%	10.4%	5.1%	5.2%	5.4%
Leverage(배)	2.7	2.6	2.7	2.8	3.0

Valuation	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS(원)	2,222	5,332	2,690	2,861	3,075
BPS(원)	53,536	55,156	57,011	58,947	61,011
실질BPS(원)	54,116	55,736	57,590	59,526	61,590
PER(x)	16.8	8.3	13.3	12.5	11.6
PBR(x)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
수정PBR(x)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
배당수익률(%)	1.9	2.3	2.8	3.1	3.4
배당성향(%)	31.5	18.8	37.2	38.5	39.0

자료: 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상품자산	14,822	16,459	17,513	19,162	20,992
카드자산	13,046	14,644	15,528	16,990	18,616
할부금융자산	367	231	242	254	267
일반대출자산	193	144	159	174	192
리스자산	1,215	1,440	1,584	1,743	1,917
대손충당금	349	355	289	220	42
기타자산	2,088	614	608	602	596
자산총계	16,561	16,718	17,832	19,543	21,546
차입금	8,030	9,096	9,632	10,539	11,546
일반차입금	368	140	148	162	178
회사채	7,662	8,956	9,484	10,377	11,368
유동화차입금	1,369	1,539	1,630	1,783	1,953
기타부채	2,328	2,251	1,595	2,175	2,932
부채총계	10,358	11,346	11,227	12,714	14,478
자본금	615	615	615	615	615
자본잉여금	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936
이익잉여금	3,147	3,715	3,930	4,154	4,393
자본조정	505	125	125	125	125
자본총계	6,203	6,390	6,605	6,830	7,069

주요재무지표	(단위: %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
총자산증가율	1.7%	0.9%	6.7%	9.6%	10.2%
상품자산증가율	1.5%	11.0%	6.4%	9.4%	9.6%
충전영업이익증가율	-52.2%	81.6%	-39.6%	11.6%	8.4%
EPS증가율	-63.6%	139.9%	-49.5%	6.3%	7.5%
조달					
평균영업수익률	19.4%	22.5%	18.5%	18.5%	18.4%
평균조달금리	3.8%	3.6%	3.1%	3.1%	3.1%
운용스프레드	15.5%	18.9%	15.4%	15.4%	15.3%
건전성					
1개월이상연체율	1.3%	1.1%	1.2%	1.5%	2.2%
1개월이상연체율(대환포함)	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
상각률	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.7%

수익성 및 영업규모	(단위: %, 십억원, 배)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
수익성					
ROE	4.5%	10.4%	5.1%	5.2%	5.4%
ROA	1.7%	3.8%	1.9%	1.9%	1.8%
영업규모					
관리총자산	16,561	16,718	17,832	19,543	21,546
레버리지	2.7	2.6	2.7	2.9	3.0
수익자산	14,822	16,459	17,513	19,162	20,992
카드채권	13,046	14,644	15,528	16,990	18,616

[Compliance Notice]

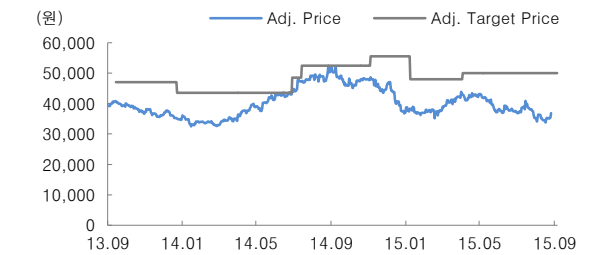
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:최정욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성카드(029780) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	150922	150917	150726	150621	150618	150614
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
제시일자	150607	150530	150426	150322	150316	150315
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	48,000	48,000	48,000
제시일자	150201	150130	141210	141207	141126	141102
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	48,000	48,000	55,500	55,500	55,500	52,500
제시일자	140806	140727	140721	140424	140410	140326
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,500	48,500	48,500	43,500	43,500	43,500

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150916)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	84.4%	15.0%	0.6%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상