

삼성카드
(029780)

“ **소비심리 회복의 대표적 수혜주. 추가적인 자본효율화 노력도 기대 요인** ”



최정욱, CFA 769.3837
cuchoi@daishin.com

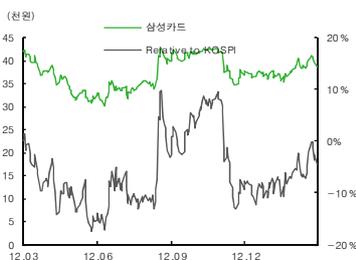
BUY
[매수, 유지]
카드업종

현재가 38,550원

목표주가 (유지) 47,000

| | |
|-------------|---------------------|
| KOSPI | 1,968.18 |
| 시가총액 | 4,466 십억원 |
| 시가총액비중 | 0.4% |
| 자본금(보통주) | 615 십억원 |
| 52주 최고/최저 | 42,750 원 / 30,150 원 |
| 120일 평균거래대금 | 42 억원 |
| 외국인지분율 | 14.1% |
| 주요주주 | 삼성전자 외 4 인 67.7% |

| 주기수익률(%) | 1W | 1M | 3M | 12M |
|----------|------|-----|-----|------|
| 절대수익률 | -6.0 | 0.4 | 2.4 | -8.5 |
| 상대수익률 | -4.3 | 1.1 | 3.7 | -5.5 |



투자포인트

- 소비심리 회복의 대표적 수혜주. 업계 성장 둔화 국면에서도 M/S 확대. 높은 성장성 지속
- 자본효율화를 위해 추가 이익소각, 중간배당 등 재무적 노력이 수반될 가능성 높음
- 수수료율 인하, 대손비용 증가로 1분기 순이익은 컨센서스 하회. 다만 판관비 감소세 지속 예상

Comment

투자의견 매수, 목표주가 47,000원 유지

삼성카드에 대한 투자의견 매수와 목표주가 47,000원을 유지한다. 목표주가는 2013년 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출한 것이다. 최근 소매판매 증가율이 바닥권에서 상승 반전하고 있어 소비심리 회복에 대한 기대감이 커지고 있는데 유통주와 마찬가지로 삼성카드도 소비심리 회복의 대표적인 수혜주로 판단된다. 업계 전체적으로는 1월 취급액 증가율이 6%까지 하락하며 성장성 둔화에 대한 우려가 크지만 그 가운데서도 삼성카드는 1월 M/S가 16%를 돌파하는 등 높은 성장세가 지속되고 있다. 중간배당 또는 이익소각 등 자본효율성을 높이기 위해 추가적인 재무활동이 병행될 가능성이 높다는 점도 긍정적인 요인이다. 과자본에 따른 낮은 ROE는 동사의 구조적인 약점이지만 이를 감안해도 ROA 1.6%를 상회하는 수익성을 고려시 현 PBR 0.7배는 저평가 국면으로 판단된다.

자본효율화를 위해 추가 이익소각, 중간배당 등 재무적 노력이 수반될 가능성 높음

중간지주회사 법제화 가능성이 높아짐에 따라 삼성화재와 삼성생명의 자사주 취득 기대감이 커지고 있는데 이 경우 동일 금융계열사인 삼성카드의 추가 이익소각 가능성도 높아질 수 있다고 판단된다. 지난해 단행한 약 2,940억원의 이익 소각으로는 ROE 개선 효과가 크지 않았던 만큼 올해 추가적으로 이익소각을 실시할 가능성을 배제하기 어렵다. 다만 지난해 이익소각으로 인해 유통주식수가 31.6%에서 27.4%로 감소한 만큼 유통주식수를 늘리는 사전작업이 병행되어야 할 것으로 추정된다. 우리는 기존계열사 보유 물량 출회 이후 이익소각이 진행될 수 있다고 판단하고 있다. 또한 배당투자에 대한 관심을 높이기 위해 중간배당이 전격적으로 실시될 가능성도 있다고 판단된다.

계절성 대손비용 증가로 1분기 순이익은 컨센서스 하회할 듯. 판관비 감소세는 지속될 전망

1분기 예상 순이익은 약 745억원으로 흑자전환하지만 컨센서스를 하회할 것으로 추정된다(지난해 4분기는 약 26억원의 적자 시현. 이는 워크아웃채권 연체연령 재산정에 따른 추가충당금 때문으로 이를 제외한 경상순이익은 약 817억원이었음). 올해부터 가맹점수수료율 인하 효과가 본격화되는데다 2월에는 주결제일(26일) 이후 연체회수 기간 부족에 따른 연체를 상승으로 대손비용이 증가하는 계절성이 있기 때문이다. 게다가 최근 워크아웃채권 회수율이 하락하면서 연체율 상승 폭은 다소 커질 수도 있다. 다만 마케팅비용 감소 효과가 지속되면서 판관비는 4분기 수준을 하회할 공산이 크다고 판단된다. 따라서 판관비 감소와 취급액 성장률이 가맹점수수료율 인하 효과를 상당부분 상쇄할 것이라는 기존 전망은 유효할 전망이다. 코스트크 위약금에 대한 논란이 있지만 이는 수수료율 정상화 과정에서의 비용이고, 거래액 추이에 따라 분할 지급되므로 손익에 미치는 영향은 없을 것으로 추정된다.

2013년 1분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원 %)

| 구분 | 확정치 | | 대신증권 추정치 | | | 컨센서스 |
|--------|-------|-------|----------|-------|-----|------|
| | 1Q12 | 4Q12 | 1Q13(F) | YoY | QoQ | |
| 총전영업이익 | 729.8 | 172.7 | 183.1 | -74.9 | 6.0 | NA |
| 세전이익 | 671.1 | -6.2 | 98.3 | -85.3 | NA | NA |
| 순이익 | 508.7 | -2.6 | 74.5 | -85.3 | NA | 82.7 |

삼성카드 1분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원 %)

| | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13F | (QoQ, %) | (YoY, %) |
|--------------|-------|------|------|------|-------|----------|----------|
| 영업수익 | 1,371 | 866 | 787 | 795 | 755 | -4.9 | -44.9 |
| 이자 및 수수료 | 699 | 684 | 683 | 674 | 652 | -3.3 | -6.8 |
| 기타 | 671 | 182 | 103 | 121 | 104 | -14.2 | -84.6 |
| 영업비용 | 641 | 572 | 639 | 622 | 572 | -8.0 | -10.7 |
| 금융비용 | 78 | 73 | 73 | 80 | 78 | -2.4 | -0.8 |
| SG&A 및 일반경비 | 524 | 515 | 513 | 469 | 466 | -0.7 | -11.2 |
| 기타 | 38 | -17 | 53 | 73 | 29 | -60.8 | -24.9 |
| 총당금적립전영업이익 | 730 | 295 | 148 | 173 | 183 | 6.0 | -74.9 |
| 대손상각비 | 59 | 56 | 66 | 176 | 84 | -52.2 | 42.4 |
| 영업이익 | 671 | 239 | 81 | -3 | 99 | NA | -85.2 |
| 영업외손익 | 0 | 0 | 0 | -3 | -1 | NA | NA |
| 법인세처감전계속사업손익 | 671 | 239 | 81 | -6 | 98 | NA | -85.3 |
| 계속사업손익법인세비용 | 162 | 57 | 20 | -4 | 24 | NA | -85.3 |
| 당기순이익 | 509 | 182 | 62 | -3 | 75 | NA | -85.3 |

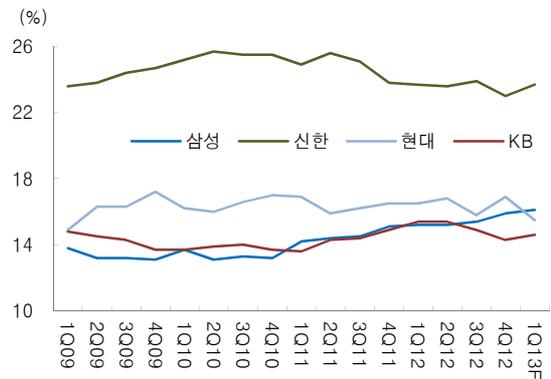
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 소매판매 증가율 추이



주: 물가상승률을 제외한 불변금액 기준
자료: 통계청

그림 2. 카드사별 M/S 추이



주: 개인신판 취급액 기준
자료: 대신증권 리서치센터 추정

그림 3. 2012년 이익소각 전 삼성카드 주주 현황

| 성명 | 소유주식수 및 지분율 | |
|-------------|-------------|---------|
| | 주식수 (주) | 지분율 (%) |
| 삼성전자 | 43,393,170 | 35.29 |
| 삼성생명 | 32,468,868 | 26.41 |
| 삼성전기 | 4,416,619 | 3.59 |
| 삼성물산 | 2,942,088 | 2.39 |
| 삼성중공업 | 38,261 | 0.03 |
| 특수관계사 계 | 83,259,006 | 67.71 |
| 우리사주 | 360,785 | 0.29 |
| 자기주식 | 458,195 | 0.37 |
| 소액주주(유통주식수) | 38,880,905 | 31.62 |

자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 이익소각 후 현재의 삼성카드 주주 현황

| 성명 | 소유주식수 및 지분율 | |
|-------------|-------------|---------|
| | 주식수 (주) | 지분율 (%) |
| 삼성전자 | 43,393,170 | 37.45 |
| 삼성생명 | 32,468,868 | 28.02 |
| 삼성전기 | 4,416,619 | 3.81 |
| 삼성물산 | 2,942,088 | 2.54 |
| 삼성중공업 | 38,261 | 0.03 |
| 특수관계사 계 | 83,259,006 | 71.86 |
| 우리사주 | 360,785 | 0.31 |
| 자기주식 | 458,195 | 0.40 |
| 소액주주(유통주식수) | 31,780,905 | 27.43 |

자료: 대신증권 리서치센터

영업 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업이익 (십억원) | 625 | 1,345 | 702 | 781 | 855 |
| 세전이익 (십억원) | 385 | 986 | 401 | 429 | 446 |
| 당기순이익 (십억원) | 375 | 750 | 304 | 325 | 338 |
| EPS (원) | 3,051 | 6,099 | 2,471 | 2,643 | 2,750 |
| 증감율 (%) | -67.6 | 99.9 | -59.5 | 7.0 | 4.0 |
| Adj. BPS (원) | 49,865 | 51,188 | 53,110 | 55,165 | 57,284 |
| PER (배) | 12.7 | 6.0 | 15.6 | 14.6 | 14.0 |
| PBR (배) | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| ROE (%) | 6.2 | 12.4 | 5.0 | 5.2 | 5.2 |
| ROA (%) | 2.4 | 4.2 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |

주: K-IFRS 연결 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배부분 수치 기준

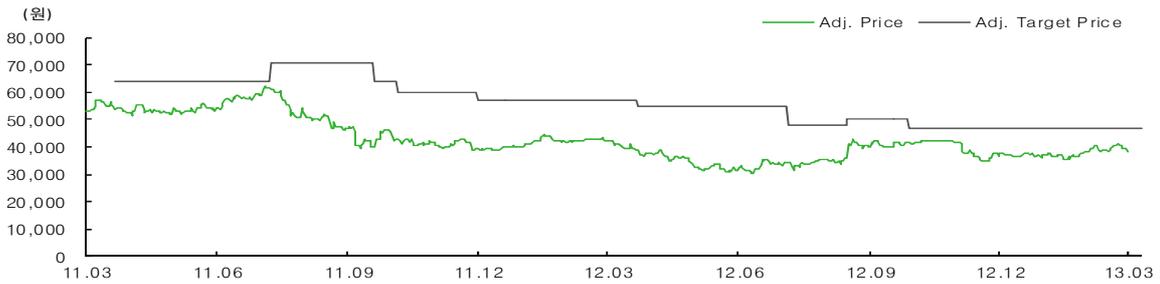
자료: 삼성카드, 대신증권 리서치센터

▶ 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



| | | | | | | | | | | |
|------|----------|----------|----------|---------------|---------------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 13.03.19 | 13.01.28 | 12.12.27 | 12.11.18 | 12.10.22 | 12.10.15 | 12.10.09 | 12.09.02 | 12.08.16 | 12.07.22 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Marketperform | Marketperform | Marketperform | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 47,000 | 50,000 | 50,000 | 48,000 | 48,000 |
| 제시일자 | 12.04.22 | 12.04.08 | 12.01.22 | 11.12.18 | 11.11.21 | 11.10.22 | 11.10.06 | 11.07.25 | 11.06.23 | 11.06.02 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 55,000 | 55,000 | 57,000 | 57,000 | 60,000 | 60,000 | 64,000 | 71,000 | 64,000 | 64,000 |
| 제시일자 | 11.05.01 | 11.04.07 | | | | | | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | | | | | | | | |
| 목표주가 | 64,000 | 64,000 | | | | | | | | |

▶ 투자등급관련사항

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

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