

삼성카드 (029780)

최정욱, CFA
769,3837
cuchoi@daishin.com

김한이
769,3789
haneykim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

목표주가

47,000

현재주가

36,350

신용카드업종

7월 업계 성장률 상승 반전, 이익소각 모멘텀 발생도 기대

투자 의견: 매수, 목표주가 47,000원 유지

- 목표주가는 2013년말 추정 BPS 53,495원 대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출
- 여신금융협회에 따르면 7월 전체 신용카드 사용액은 47.2조원으로 전년동월대비 7.3% 증가(개인 신폴은 3.5% 추정). 2013년 2월 이후 취급액 증가율은 줄곧 3~4% 수준에 그쳤는데 7월 중 의미있는 반등세 시현 이는 영업일수 증가 효과 외에도 국내총소득(GDI) 증가율 상승, 취업자수 증가 등 거시경제 환경 회복에 따른 효과도 일부 기인한 것으로 판단
- 삼성카드의 경우 7월 신폴 취급액 증가율이 15%를 상회하고, 개인 신폴도 7% 이상 증가한 것으로 추정. 업계 평균을 크게 상회하는 성장세가 지속되면서 M/S 상승 추세가 유지될 듯
- 규제 지속으로 인해 업황 호전을 크게 기대하기는 어렵지만 현 PBR이 0.68배에 불과해 주가 하방경직성은 확보된 것으로 판단. 지난해에 이어 올해도 이익 소각을 위한 자사주 매입 실사가 예상되는데 이는 분명 주가 반등 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망

유통주식수 축소에 대한 해결 방안이 확정될 경우 연내 추가 자사주 매입 소각 실시 예상

- 2013년 추정 ROA 1.5%의 수익성에도 불구하고 과자본 보유로 ROE는 4.7%에 불과. 자본 효율화는 동사가 직면한 최대 과제일 수 밖에 없음. 배당성향 확대, M&A를 통한 레버리지 개선도 쉽지 않아 올해도 이익 소각을 위한 자사주 매입 실사는 불가피한 선택이 될 전망
- 문제는 자사주 매입 소각이 계속될 경우 유통주식수가 추가적으로 축소된다는 점임. 동사는 2012년 9월부터 3개월간 약 7.1백만주의 이익소각을 실시하면서 유통주식수가 31.6%에서 27.5%로 감소. 추가 유통주식수 축소는 거래량 부족에 따른 주가 할인 요인으로 작용한다는 점에서 긍정적이기 어려움
- 결국 유통주식수 문제를 해소하기 위해서는 계열사 보유 지분 출회가 불가피. 이익소각에 따른 유통주식수 축소 해결 방안으로는 1) 자사주 매입 기간 중 계열사가 보유 지분을 매각 2) 자사주 매입전 계열사가 블록딜을 통해 일정지분을 출회 3) KB금융의 사례처럼 주식맞교환 등을 통해 계열사가 지분을 처분한 뒤 맞교환 상대방 회사가 이를 처분 등등의 시나리오가 될 수 있을 것으로 추정. 자사주 매입 기간을 이용한 계열사들의 장내 주식 처분은 법적으로는 전혀 문제가 없지만 삼성그룹이 1)의 방안을 선택할 가능성은 높지 않다고 판단
- 지난해 이익소각을 결정한 이후 자사주 매입기간 동안 동사 주가는 약 20% 상승. 우리가 예상하는 2), 3) 등의 방법으로 계열사 지분이 출회될 경우 자사주 매입 효과가 다소 반감될 수도 있지만, 유통주식수 축소가 수반되지 않으면서 추가 이익소각 실시로 동사의 자본효율화 의지를 재확인시킬 경우 주가에는 분명 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단

3분기 추정 순이익은 710억원. 대손비용 감소에 따라 경상 순이익은 소폭 증가할 전망

- 3분기 추정 순이익은 전분기대비 14.4% 감소한 710억원으로 추정. 표면적으로는 순이익이 감소하지만 2분기에는 국민행복기금으로의 상각채권 매각에 따른 일회성 매각익 195억원이 있었기 때문에 이를 제외한 경상 순이익 684억원보다는 소폭 증가할 것으로 예상. 경상 순이익 증가는 주로 대손비용 감소에 기인할 것으로 판단
- 삼성카드의 취급액 성장률이 업계 평균 성장률을 두배 이상 상회할 것으로 추정되어 3분기 동사 M/S는 16%에 육박할 전망. 대형가맹점 무이자할부 판매 재개도 성장률 상승에 기여
- 3분기 판관비는 4,510억원으로 2분기대비 소폭 증가하겠지만 상품자산 평잔대비 판관비율은 12.5%대로 전분기 수준이 유지될 듯
- 국민행복기금 출범에 따른 모럴헤저드 발생으로 그동안 연체율이 다소 크게 상승해 왔는데 워크아웃 신청이 둔화되고 있고, 신규 연체 감소 및 회수율 상승에 따라 3분기 대손충당금은 780억원으로 2분기 경상 대손충당금 824억원 수준을 다소 하회할 것으로 전망

KOSPI	1,885.84
시가총액	4,211십억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	615십억원
52주 최고/최저	42,750원 / 33,850원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	12.83%
주요주주	삼성전자 외 4인 71.86% 국민연금공단 9.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.5	-7.9	-5.0	3.9
상대수익률	-4.2	-3.3	1.0	5.6

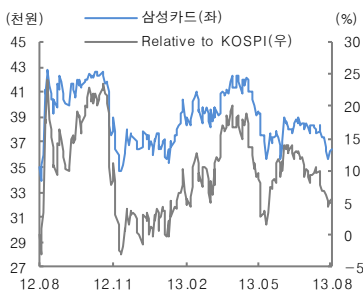
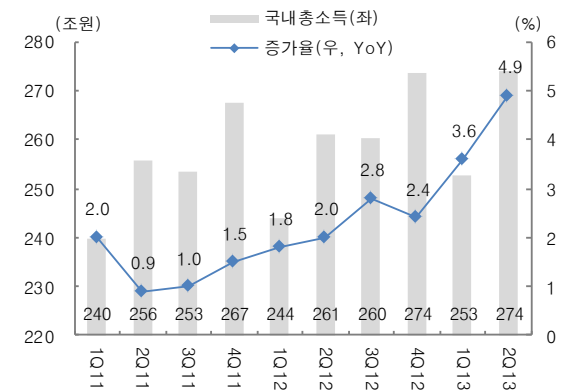
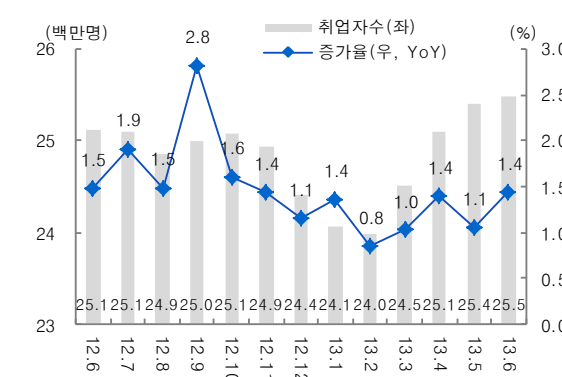


그림 1. 국내총소득(GDI) 추이



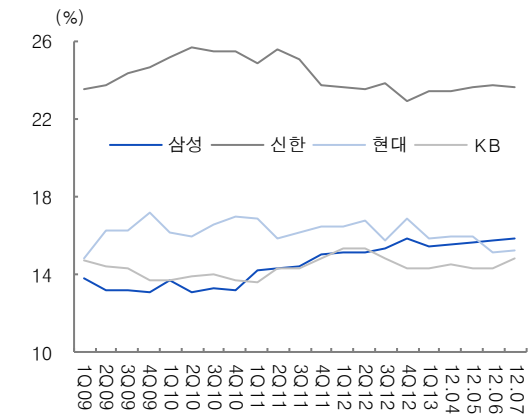
자료: 한국은행 대신증권 리서치센터

그림 2. 취업자수 추이



자료: 통계청 대신증권 리서치센터

그림 3. 카드사별 M/S 추이



주: 개인 신용판매 취급액 기준, 추정치 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 삼성카드 주주 현황

성 명	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	235,870	0.20
자기주식	458,195	0.40
소액주주(유통주식수)	31,905,820	27.54

주: 2013년 6월말 기준
자료: 대신증권 리서치센터

삼성카드 2013년 3분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원 %)

구분	3Q12	2Q13	3Q13(F)	YoY(%)	QoQ(%)	3Q13F Consensus	Difference (%)
총전영업이익	147.6	168.7	173.4	17.5	2.8	NA	NA
영업이익	81.3	109.4	93.8	15.3	-14.3	NA	NA
순이익	61.6	83.4	71.3	15.9	-14.4	71.7	-0.5

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012(%)	2013(%)		
총전영업이익	624.7	1,345.2	678.2	115.3	-49.6	NA	NA
세전이익	385.0	985.5	371.1	156.0	-62.3	NA	NA
순이익	375.2	749.9	281.3	99.9	-62.5	295.6	-4.8

자료: 삼성카드, WSEn, 대신증권 리서치센터

삼성카드 2013년 3분기 예상 실적 요약

(단위: 십억원 %)

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	(QoQ,%)	(YoY,%)
영업수익	787	795	746	745	758	1.7	-3.7
이자 및 수수료	683	674	633	637	655	2.8	-4.2
기타	103	121	113	108	103	-4.6	-0.5
영업비용	639	622	576	576	584	1.4	-8.6
금융비용	73	80	80	76	76	1.0	4.2
SG&A 및 일반경비	513	469	436	443	451	1.7	-12.1
기타	53	73	60	57	57	-0.8	7.7
총당금주립전영업이익	148	173	170	169	173	2.8	17.5
대손상각비	66	176	80	60	78	31.3	18.3
영업이익	81	-3	90	109	95	-12.7	16.9
영업외손익	0	-3	-1	0	-2	NA	NA
법인세차감전계속사업손익	81	-6	89	109	94	-14.3	15.3
계속사업손익법인세비용	20	-4	22	26	22	-13.8	13.6
당기순이익	62	-3	66	83	71	-14.4	15.9

자료: 삼성카드, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
총전영업이익	625	1,345	678	740	787
세전이익	385	986	371	391	407
연결당기순이익	375	750	281	296	308
EPS (원)	3,051	6,099	2,288	2,409	2,508
증감율 (%)	-67.6	99.9	-62.5	5.3	4.1
Adj. BPS	49,865	51,188	52,916	54,723	56,584
PER (배)	12.7	6.0	15.9	15.1	14.5
PBR (배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	6.2	12.4	4.7	4.8	4.8
ROA (%)	2.4	4.2	1.5	1.5	1.4

자료: 삼성카드, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

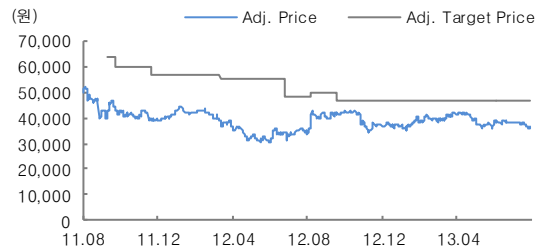
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:최정옥)

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	13.08.28	13.07.21	13.07.04	13.06.13	13.05.05	13.04.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	47,000	47,000	47,000	47,000	47,000	47,000
제시일자	13.03.18	13.01.28	12.12.27	12.11.18	12.10.22	12.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	47,000	47,000	47,000	47,000	47,000	47,000
제시일자	12.10.09	12.09.02	12.08.16	12.07.22	12.04.22	12.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	48,000	48,000	55,000	55,000
제시일자	12.01.22	11.12.18	11.11.21	11.10.22	11.10.06	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	57,000	57,000	60,000	60,000	64,000	

투자등급관련사항

- 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 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