

# 삼천리 (004690)

## 추위가 반가워지는 성수기 진입

### 목표주가 120,000원, 투자의견 매수 유지

삼천리 목표주가 120,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 비수기임에도 불구하고 영업실적은 흑자를 기록했다. 별도 실적은 가스판매량 감소에도 도시가스 보조금 증가와 광명 열병합 판매량 증가로 개선될 수 있었다. 에스파워 증익도 흑자전환에 기여했다. 2020년 최저임금 인상률이 과거보다 낮아 지급수수료 등 판관비 부담은 다소 완화될 전망이다. 2020년 기준 PER 6.5배, PBR 0.25배이며 ROE 4%와 예상 배당수익률 3.4%를 감안하면 극도의 저평가로 판단된다.

### 3Q19 영업이익 7억원(흑자전환) 기록

3분기 매출액은 5,700억원으로 전년 대비 3.9% 증가했다. ES 외형감소에도 에스파워 정비 기저효과와 도시가스 요금 인상 영향으로 외형성장이 나타났다. 영업이익은 7억원으로 전년 대비 흑자로 전환했다. 별도는 가스판매실적 감소에도 광명열병합 열/전기 판매량 증가와 REC 판매가 이뤄지며 실적이 개선되었다. 에스파워는 SMP 하락에도 CP 인상과 이용률 상승에 이익이 증가했다. 원전 이용률은 4분기에도 추가로 낮아지기 때문에 전력판매실적은 당분간 개선되는 추세가 예상된다. ES는 외형과 이익감소가 크게 나타났지만 4분기 신규 프로젝트 인식으로 반등이 가능할 전망이다.

### 추워지는 날씨만큼 개선되는 실적. 연료전지 재개 효과 기대

도시가스 판매량이 5개 분기 연속 감소하고 있다. 계절적인 영향이 적은 3분기 판매가 둔화된 이유는 기타용 수요부진 때문이다. 4분기도 연료전지 사업소 정상화 지연으로 판매량 감소가 예상된다. 하지만 정비단가 협상을 완료한 경기그린 에너지의 정상가동이 2020년 상반기 중으로 예상되고 있어 기타용 수요는 성장세로 전환될 전망이다. 추가적으로 최근 주민과 합의가 도출된 인천 동구 연료전지(한수원)의 착공, 서인천(서부발전), 신인천(남부발전) 연료전지의 후속 단계 건설과 이어지는 상업운전 또한 실적개선에 기여할 수 있다. 요새 들어 부쩍 낮아진 기온도 겨울철 성수기 가스판매실적 회복에 기대감을 더하고 있어 긍정적이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 120,000원 | CP(11월 20일): 85,700원

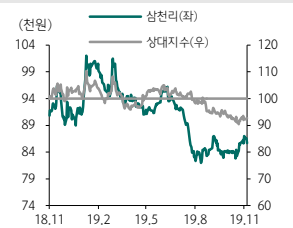
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,125.32
52주 최고/최저(원)	102,000/82,000
시가총액(십억원)	347.5
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	4,055.0
60일 평균 거래량(천주)	3.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
19년 배당금(예상, 원)	3,000
19년 배당수익률(예상, %)	3.50
외국인지분율(%)	20.84
주요주주 지분율(%)	
이만득 외 17 인	32.49
신영자산운용 외 1 인	10.62
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.3 (7.0) (6.7)
상대	(0.8) (10.1) (8.6)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,559.8	3,725.2
영업이익(십억원)	85.2	84.6
순이익(십억원)	49.5	47.3
EPS(원)	12,774	12,016
BPS(원)	363,276	373,341

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,295.1	3,458.1	3,576.0	3,575.4	3,637.1
영업이익	십억원	61.1	82.3	95.1	88.5	94.1
세전이익	십억원	22.1	46.1	72.5	69.5	78.5
순이익	십억원	13.2	32.1	54.7	53.5	60.2
EPS	원	3,259	7,905	13,488	13,198	14,851
증감률	%	(61.7)	142.6	70.6	(2.2)	12.5
PER	배	34.67	11.51	6.35	6.49	5.77
PBR	배	0.36	0.28	0.26	0.25	0.24
EV/EBITDA	배	6.55	5.43	4.63	4.47	4.03
ROE	%	1.07	2.57	4.27	4.04	4.40
BPS	원	318,096	322,549	333,675	343,873	355,724
DPS	원	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000



Analyst 유재선  
02-3771-8011  
jaeseon.yoo@hanafn.com

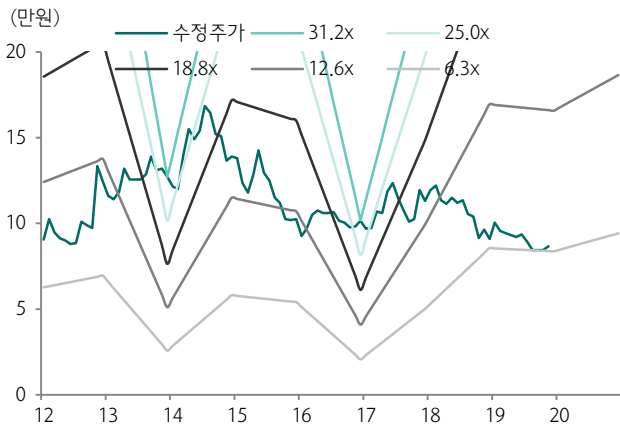
표 1. 삼천리 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				3Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>12,156</b>	<b>6,435</b>	<b>5,485</b>	<b>10,505</b>	<b>12,876</b>	<b>6,559</b>	<b>5,700</b>	<b>10,347</b>	<b>3.9</b>	<b>(13.1)</b>
별도	9,720	4,571	3,567	7,488	9,545	4,781	3,759	7,485	5.4	(21.4)
에스파워	1,809	701	1,171	1,832	1,943	1,164	1,300	1,654	11.0	11.7
기타	627	1,163	746	1,184	1,387	615	642	1,209	(14.0)	4.3
<b>영업이익</b>	<b>710</b>	<b>49</b>	<b>(23)</b>	<b>88</b>	<b>712</b>	<b>64</b>	<b>7</b>	<b>140</b>	<b>흑전</b>	<b>(88.3)</b>
별도	559	75	(116)	35	520	92	(67)	69	(42.5)	적지
에스파워	130	(67)	13	68	169	(33)	76	97	502.8	흑전
기타	21	41	80	(15)	23	5	(2)	(26)	적전	적전
<b>세전이익</b>	<b>707</b>	<b>(17)</b>	<b>(114)</b>	<b>(110)</b>	<b>755</b>	<b>26</b>	<b>(116)</b>	<b>2</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>
<b>지배순이익</b>	<b>501</b>	<b>16</b>	<b>(11)</b>	<b>(185)</b>	<b>545</b>	<b>49</b>	<b>(87)</b>	<b>2</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>
영업이익률(%)	5.8	0.8	(0.4)	0.8	5.5	1.0	0.1	1.4	-	-
세전이익률(%)	5.8	(0.3)	(2.1)	(1.0)	5.9	0.4	(2.0)	0.0	-	-
순이익률(%)	4.1	0.2	(0.2)	(1.8)	4.2	0.7	(1.5)	0.0	-	-
가스판매량(백만m³)	1,564	764	584	1,162	1,465	757	574	1,150	(1.7)	(24.2)

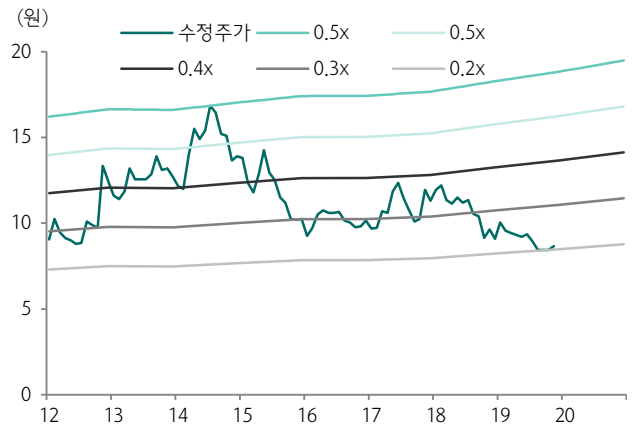
자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 1. 삼천리 12M Fwd PER 추이



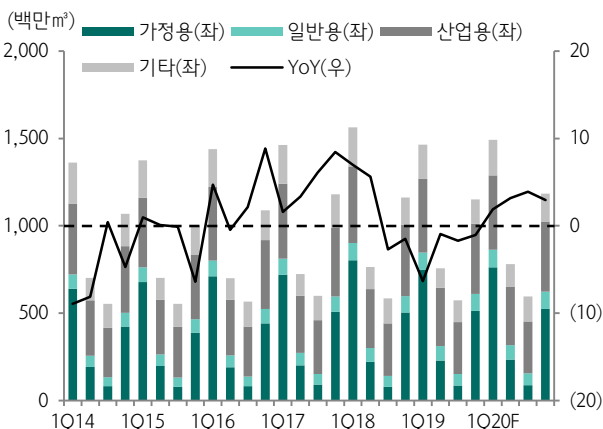
자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 2. 삼천리 12M Fwd PBR 추이



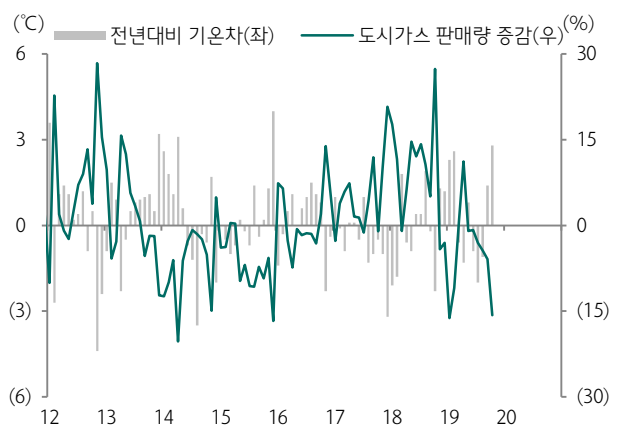
자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 3. 삼천리 분기별 가스판매량 추이 및 전망



자료: 삼천리, 도시가스협회, 하나금융투자

그림 4. 평균기온과 도시가스 판매량 변화 추이



자료: 기상청, 한국가스공사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,295.1	3,458.1	3,576.0	3,575.4	3,637.1
매출원가	2,976.6	3,109.8	3,199.8	3,209.4	3,260.9
매출총이익	318.5	348.3	376.2	366.0	376.2
판매비	257.4	266.0	281.0	277.6	282.1
영업이익	61.1	82.3	95.1	88.5	94.1
금융손익	(55.3)	4.1	(25.6)	(24.7)	(21.4)
중속/관계기업손익	10.3	9.8	(2.0)	3.9	5.1
기타영업외손익	5.9	(50.1)	5.1	1.9	0.6
세전이익	22.1	46.1	72.5	69.5	78.5
법인세	16.2	19.1	16.9	16.1	18.1
계속사업이익	5.9	27.0	55.7	53.5	60.4
중단사업이익	(0.8)	(0.4)	(0.5)	0.1	(0.2)
당기순이익	5.1	26.6	55.2	53.5	60.2
비지배주주지분순이익	(8.1)	(5.4)	0.5	0.0	0.0
지배주주순이익	13.2	32.1	54.7	53.5	60.2
지배주주지분포괄이익	9.7	29.2	23.9	405.6	456.5
NOPAT	16.3	48.2	73.0	68.0	72.4
EBITDA	177.2	190.1	210.1	206.7	215.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.7	4.9	3.4	(0.0)	1.7
NOPAT증가율	(51.2)	195.7	51.5	(6.8)	6.5
EBITDA증가율	1.4	7.3	10.5	(1.6)	4.2
영업이익증가율	(0.7)	34.7	15.6	(6.9)	6.3
(지배주주)순이익증가율	(61.7)	143.2	70.4	(2.2)	12.5
EPS증가율	(61.7)	142.6	70.6	(2.2)	12.5
수익성(%)					
매출총이익률	9.7	10.1	10.5	10.2	10.3
EBITDA이익률	5.4	5.5	5.9	5.8	5.9
영업이익률	1.9	2.4	2.7	2.5	2.6
계속사업이익률	0.2	0.8	1.6	1.5	1.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,259	7,905	13,488	13,198	14,851
BPS	318,096	322,549	333,675	343,873	355,724
CFPS	45,891	36,117	51,287	56,182	58,586
EBITDAPS	43,704	46,889	51,803	50,977	53,107
SPS	812,596	852,803	881,858	881,724	896,942
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	34.7	11.5	6.4	6.5	5.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PCFR	2.5	2.5	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	6.6	5.4	4.6	4.5	4.0
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	1.1	2.6	4.3	4.0	4.4
ROA	0.4	0.9	1.4	1.4	1.6
ROIC	0.8	2.2	3.3	3.1	3.3
부채비율	173.2	170.4	173.5	166.4	158.8
순부채비율	43.3	40.5	36.3	32.0	27.3
이자보상배율(배)	1.5	2.0	2.2	2.0	2.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,185.5	1,174.8	1,324.8	1,331.5	1,344.9
금융자산	603.9	562.6	703.6	701.1	706.8
현금성자산	183.1	154.7	157.6	155.0	160.7
매출채권 등	537.9	505.8	511.5	519.3	525.7
재고자산	16.1	67.8	68.6	69.6	70.5
기타유동자산	27.6	38.6	41.1	41.5	41.9
비유동자산	2,518.8	2,524.6	2,542.5	2,545.5	2,545.4
투자자산	94.8	91.2	92.7	94.0	95.0
금융자산	27.9	13.6	13.7	13.9	14.1
유형자산	2,226.9	2,262.0	2,205.6	2,209.7	2,210.6
무형자산	27.3	25.9	24.0	21.7	19.6
기타비유동자산	169.8	145.5	220.2	220.1	220.2
자산총계	3,704.3	3,699.4	3,867.3	3,877.0	3,890.3
유동부채	908.7	758.5	881.2	841.8	800.5
금융부채	202.1	45.1	151.8	101.8	51.8
매입채무 등	653.5	628.1	635.2	644.9	652.9
기타유동부채	53.1	85.3	94.2	95.1	95.8
비유동부채	1,439.7	1,572.6	1,572.3	1,580.0	1,586.4
금융부채	988.3	1,071.2	1,065.2	1,065.2	1,065.2
기타비유동부채	451.4	501.4	507.1	514.8	521.2
부채총계	2,348.4	2,331.1	2,453.4	2,421.7	2,386.9
지배주주지분	1,239.6	1,257.7	1,302.9	1,344.2	1,392.3
자본금	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
자본잉여금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본조정	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)
기타포괄이익누계액	0.8	2.5	3.6	3.6	3.6
이익잉여금	1,248.8	1,265.2	1,309.1	1,350.5	1,398.6
비지배주주지분	116.2	110.6	111.1	111.1	111.1
자본총계	1,355.8	1,368.3	1,414.0	1,455.3	1,503.4
손금유부채	586.5	553.8	513.4	465.9	410.2

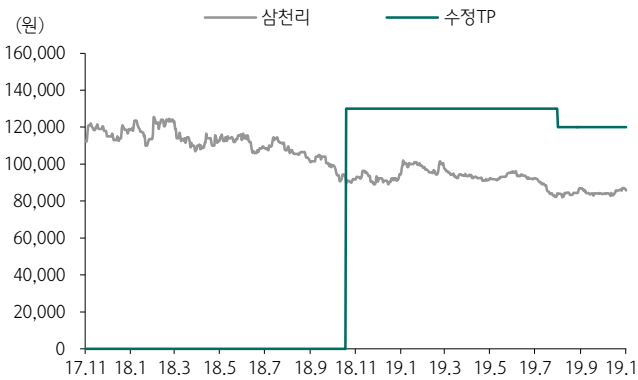
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	100.1	125.0	177.7	180.8	188.9
당기순이익	5.1	26.6	55.2	53.5	60.2
조정	131.7	61.3	104.4	118.3	121.2
감가상각비	116.1	107.8	114.9	118.3	121.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(10.3)	(1.6)	(1.7)	0.0	0.0
기타	25.9	(44.9)	(8.8)	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(36.7)	37.1	18.1	9.0	7.5
투자활동 현금흐름	(10.7)	(121.4)	(248.1)	(121.3)	(121.1)
투자자산감소(증가)	3.5	13.4	(1.5)	(1.3)	(1.0)
유형자산감소(증가)	(133.0)	(130.2)	(122.2)	(120.0)	(120.0)
기타	118.8	(4.6)	(124.4)	0.0	(0.1)
재무활동 현금흐름	(46.0)	(34.0)	74.6	(62.2)	(62.2)
금융부채증가(감소)	(22.8)	(74.0)	100.7	(50.0)	(50.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.3)	50.7	(15.4)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(8.9)	(10.7)	(10.7)	(12.2)	(12.2)
현금의 증감	40.2	(28.4)	2.9	(2.6)	5.7
Unlevered CFO	186.1	146.5	208.0	227.8	237.6
Free Cash Flow	(34.1)	(16.5)	52.2	60.8	68.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼천리



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.21	BUY	120,000		
18.11.8	BUY	130,000	-28.14%	-21.54%
17.11.17				-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 11월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 11월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.