

삼천리 (004690)

하반기부터 도시가스 실적 회복 가능

목표주가 100,000원, 투자의견 매수 유지

삼천리 목표주가 100,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 난방수요 최성수기인 1분기에 평균기온 상승으로 판매량이 감소하며 실적 부진이 불가피했다. 2분기부터는 공급권역 내 연료전지 가동정상화로 기타용 중심 수요회복이 기대된다. 유가 급락으로 여름철 SMP 하락이 예상되는 가운데 유연탄 대비 LNG 연료비단가 우위가 나타날 경우 가동률 상승에 따른 증익을 기대해볼 수 있다. 하지만 최근 빠르게 상승한 유가가 다시 하락반전한다는 조건이 충족되어야 달성 가능하다. 2020년 기준 PER 10.6배, PBR 0.21배이다.

1Q20 영업이익 645억원(YoY -9.4%) 기록

1분기 매출액은 11,643억원으로 전년 대비 9.6% 감소했다. 삼천리ES 전년 대비 공사물량 감소, SMP 하락으로 에스파워 매출 축소, 가스판매 부진으로 별도 외형 감소가 나타났기 때문이다. 영업이익은 645억원을 기록하며 전년 대비 9.4% 감소했다. 별도는 판매량 부진에도 매출총이익은 큰 변화가 없었지만 판관비 상승이 감익 원인으로 작용했다. 에스파워 실적은 가동률 상승, CP 인상 효과로 개선되었고 휴세스도 열판매 증가와 원가 개선으로 이익기여도가 상승했다. ES는 2분기부터 신인천/서인천 연료전지 4단계 착공에 점진적인 회복이 기대된다. 금융손익 감소는 2019년 1분기 평가이익 기저효과와 에스파워 보증사채 조기상환수수료 때문이다. 지분법이익 감소는 경기그린에너지 기계장치 내용연수 변경으로 감가상각비 증가분이 일시에 반영된 영향이다.

하반기부터 도시가스 실적 회복 시작. 발전시장 변화도 관심

지난 3월 도시가스 소매공급비용 산정기준이 개정되었다. 과거에는 지자체 임의로 소매공급비용 조정폭 결정이 가능했지만 적정 기준과 원칙에 따라 조정하도록 제도화되었다. 2019년 경기도 소매공급비용 인상 이후 철회 사례가 있었기 때문에 공급비용 원칙이 강화된 점은 긍정적이다. 올해 또한 2019년 판매부진 등을 고려하면 공급비 인상이 필연적이다. 7월 공급비용 조정으로 도시가스 판매마진 개선이 기대되며 여름철 급전순위 역전 여부에도 관심을 둘 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(5월 21일): 69,300원

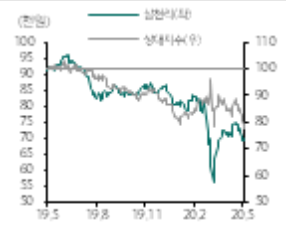
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,998.31
52주 최고/최저(원)	96,200/56,000
시가총액(십억원)	281.0
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	4,055.0
60일 평균 거래량(천주)	9.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.7
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	4.33
외국인지분율(%)	19.60
주요주주 지분율(%)	
이만득 외 19 인	32.51
신영자산운용	8.84
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.7) (19.8) (25.0)
상대	(7.6) (15.8) (22.6)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,409.5	3,523.4
영업이익(십억원)	84.1	88.5
순이익(십억원)	46.3	51.3
EPS(원)	10,025	12,121
BPS(원)	385,474	397,419

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,456.2	3,461.6	3,304.6	3,329.9	3,496.4
영업이익	십억원	83.9	85.6	82.6	88.0	88.1
세전이익	십억원	51.5	52.0	41.3	66.5	66.2
순이익	십억원	32.1	37.8	26.5	48.5	47.8
EPS	원	7,905	9,327	6,544	11,971	11,800
증감률	%	142.6	18.0	(29.8)	82.9	(1.4)
PER	배	11.51	9.06	10.59	5.79	5.87
PBR	배	0.28	0.26	0.21	0.20	0.20
EV/EBITDA	배	5.39	4.33	3.60	3.14	2.73
ROE	%	2.57	2.98	2.05	3.68	3.53
BPS	원	322,549	329,106	333,014	342,443	351,701
DPS	원	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000



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

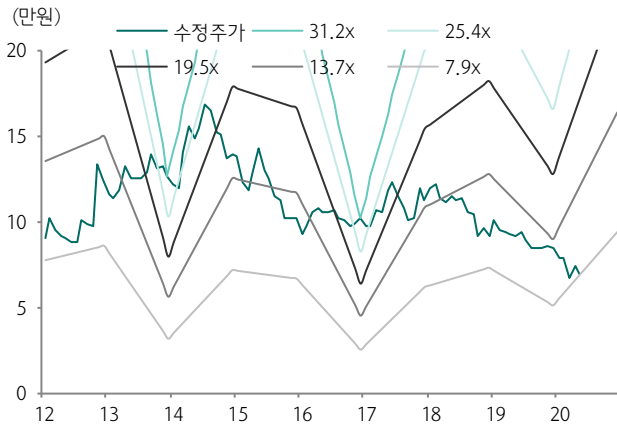
표 1. 삼천리 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				1Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	12,876	6,559	5,700	9,481	11,643	6,502	5,486	9,415	(9.6)	22.8
별도	9,545	4,781	3,759	7,298	9,257	4,793	3,959	7,715	(3.0)	26.8
에스파워	1,943	1,164	1,300	1,359	1,599	1,104	951	937	(17.7)	17.7
기타	1,387	615	642	824	787	605	576	763	(43.3)	(4.5)
영업이익	712	64	7	72	645	71	13	97	(9.4)	794.3
별도	520	92	(67)	13	445	67	(47)	9	(14.5)	3,202.0
에스파워	169	(33)	76	1	185	(11)	51	79	9.8	12,374.8
기타	23	5	(2)	57	15	14	9	10	(35.7)	(74.4)
세전이익	755	26	(116)	(151)	445	45	(81)	(23)	(41.1)	흑전
지배순이익	545	49	(87)	(129)	310	34	(61)	(18)	(43.2)	흑전
영업이익률(%)	5.5	1.0	0.1	0.8	5.5	1.1	0.2	1.0	-	-
세전이익률(%)	5.9	0.4	(2.0)	(1.6)	3.8	0.7	(1.5)	(0.2)	-	-
순이익률(%)	4.2	0.7	(1.5)	(1.4)	2.7	0.5	(1.1)	(0.2)	-	-
가스판매량(백만 ³ m)	1,465	757	574	1,081	1,363	751	593	1,120	(7.0)	26.1

자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 1. 삼천리 12M Fwd PER 추이



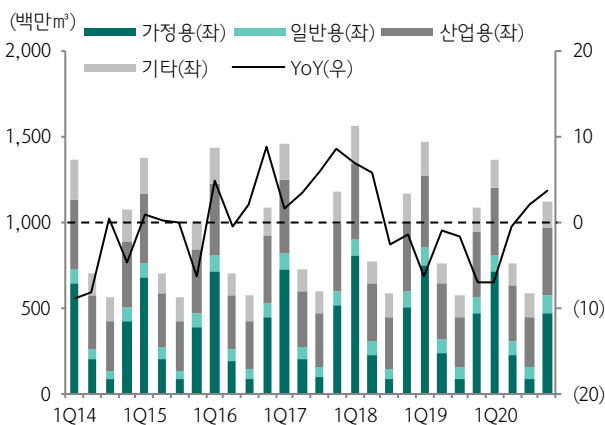
자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 2. 삼천리 12M Fwd PBR 추이



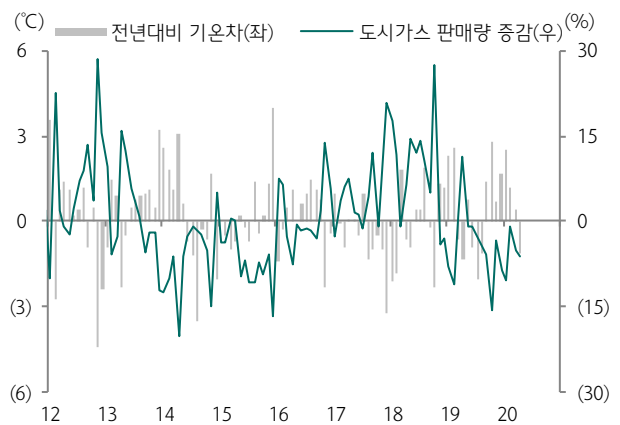
자료: 삼천리, 하나금융투자

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

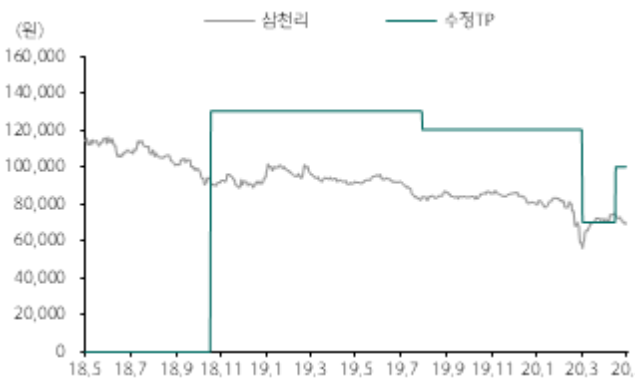
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,456.2	3,461.6	3,304.6	3,329.9	3,496.4
매출원가	3,107.7	3,099.0	2,948.8	2,975.1	3,125.3
매출총이익	348.5	362.6	355.8	354.8	371.1
판매비	264.6	277.1	273.3	266.8	282.9
영업이익	83.9	85.6	82.6	88.0	88.1
금융손익	4.1	(12.7)	(32.5)	(19.5)	(19.3)
중속/관계기업손익	9.8	(4.9)	(4.0)	2.4	0.8
기타영업외손익	(46.4)	(16.0)	(4.8)	(4.4)	(3.4)
세전이익	51.5	52.0	41.3	66.5	66.2
법인세	19.1	15.5	9.2	16.2	15.9
계속사업이익	32.3	36.5	32.1	50.3	50.2
중단사업이익	(5.7)	(0.5)	(2.8)	(1.8)	(2.4)
당기순이익	26.6	36.0	29.4	48.5	47.8
비지배주주지분순이익	(5.4)	(1.8)	2.8	0.0	0.0
지배주주순이익	32.1	37.8	26.5	48.5	47.8
지배주주지분포괄이익	29.2	37.4	25.7	42.5	41.9
NOPAT	52.7	60.0	64.2	66.6	66.9
EBITDA	191.7	206.8	222.9	231.2	234.3
성장성(%)					
매출액증가율	4.9	0.2	(4.5)	0.8	5.0
NOPAT증가율	223.3	13.9	7.0	3.7	0.5
EBITDA증가율	8.2	7.9	7.8	3.7	1.3
영업이익증가율	37.3	2.0	(3.5)	6.5	0.1
(지배주주)순이익증가율	143.2	17.8	(29.9)	83.0	(1.4)
EPS증가율	142.6	18.0	(29.8)	82.9	(1.4)
수익성(%)					
매출총이익률	10.1	10.5	10.8	10.7	10.6
EBITDA이익률	5.5	6.0	6.7	6.9	6.7
영업이익률	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5
계속사업이익률	0.9	1.1	1.0	1.5	1.4
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,905	9,327	6,544	11,971	11,800
BPS	322,549	329,106	333,014	342,443	351,701
CFPS	36,065	51,110	53,943	59,899	59,427
EBITDAPS	47,281	50,990	54,973	57,021	57,772
SPS	852,329	853,664	814,939	821,189	862,234
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	11.5	9.1	10.6	5.8	5.9
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	2.5	1.7	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.4	4.3	3.6	3.1	2.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	2.6	3.0	2.1	3.7	3.5
ROA	0.9	1.0	0.7	1.3	1.3
ROIC	2.4	2.7	3.0	3.1	3.2
부채비율	170.4	180.9	165.8	156.7	148.9
순부채비율	40.5	31.9	29.1	23.0	16.7
이자보상배율(배)	2.1	2.1	1.8	2.2	2.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,174.8	1,315.7	1,175.8	1,166.9	1,171.5
금융자산	562.6	723.9	588.0	565.6	551.5
현금성자산	154.7	327.5	191.7	169.2	154.9
매출채권 등	505.8	488.0	484.6	495.9	511.5
재고자산	67.8	28.8	28.6	29.2	30.2
기타유동자산	38.6	75.0	74.6	76.2	78.3
비유동자산	2,524.6	2,596.6	2,575.8	2,554.3	2,530.5
투자자산	91.2	92.2	91.6	93.4	95.8
금융자산	13.6	11.4	11.4	11.6	12.0
유형자산	2,262.0	2,202.3	2,184.6	2,163.8	2,139.7
무형자산	25.9	26.1	23.4	21.0	18.9
기타비유동자산	145.5	276.0	276.2	276.1	276.1
자산총계	3,699.4	3,912.4	3,751.6	3,721.1	3,702.0
유동부채	758.5	973.3	967.8	986.0	1,011.1
금융부채	45.0	191.0	190.9	191.2	191.6
매입채무 등	628.2	660.4	655.7	671.0	692.1
기타유동부채	85.3	121.9	121.2	123.8	127.4
비유동부채	1,572.6	1,546.1	1,372.1	1,285.3	1,203.4
금융부채	1,071.1	977.7	807.7	707.7	607.7
기타비유동부채	501.5	568.4	564.4	577.6	595.7
부채총계	2,331.1	2,519.4	2,340.0	2,271.3	2,214.6
지배주주지분	1,257.7	1,284.2	1,300.1	1,338.3	1,375.9
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	2.5	3.6	3.6	3.6	3.6
이익잉여금	1,265.2	1,290.6	1,306.5	1,344.7	1,382.2
비지배주주지분	110.6	108.7	111.5	111.5	111.5
자본총계	1,368.3	1,392.9	1,411.6	1,449.8	1,487.4
손금유부채	553.6	444.9	410.6	333.3	247.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	125.0	317.1	164.4	209.3	218.2
당기순이익	26.6	36.0	29.4	48.5	47.8
조정	61.1	118.6	140.3	143.3	146.2
감가상각비	107.8	121.2	140.4	143.2	146.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	4.9	0.0	0.0	0.0
기타	(45.1)	(7.5)	(0.1)	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	37.3	162.5	(5.3)	17.5	24.2
투자활동 현금흐름	(121.4)	(116.1)	(119.4)	(121.9)	(122.6)
투자자산감소(증가)	13.4	3.9	0.5	(1.7)	(2.4)
유형자산감소(증가)	(130.2)	(138.2)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(4.6)	18.2	0.1	(0.2)	(0.2)
재무활동 현금흐름	(34.0)	(28.7)	(180.8)	(110.0)	(109.9)
금융부채증가(감소)	(74.2)	52.6	(170.1)	(99.7)	(99.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(70.6)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(10.3)	(10.3)
현금의 증감	(28.4)	172.8	(135.8)	(22.6)	(14.3)
Unlevered CFO	146.2	207.3	218.7	242.9	241.0
Free Cash Flow	(16.5)	174.2	44.4	89.3	98.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼천리



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	100,000		
20.3.24	BUY	70,000	-0.52%	7.00%
19.8.21	BUY	120,000	-31.13%	-27.42%
18.11.8	BUY	130,000	-28.14%	-21.54%
17.11.17				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	90.5%	9.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 20일

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 2020년 05월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 05월 22일 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.