

# 삼천리 (004690)

## 점진적 순이익 개선에 관심

### 목표주가 100,000원, 투자의견 매수 유지

삼천리 목표주가 100,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 도시가스 판매량은 가정용을 중심으로 늘어나는 중이지만 인건비, 지급수수료 등의 비용들이 증가하면서 실적 개선은 쉽지 않다. 한편 2021년은 최저임금 인상폭이 낮기 때문에 추가 부담은 제한적일 전망이다. 발전은 SMP 약세와 전력 수요 감소 및 기저발전 비중 회복으로 수익성은 당분간 정체 가능성이 높은 상황이다. 향후 LNG 복합발전소의 연료비 정산 현실화 대책이 마련될 수 있어 지켜볼 필요가 있다. 2021년 기준 PER 7.2배, PBR 0.24배이다.

### 3Q20 영업이익 -11억원(적자전환) 기록

3분기 매출액은 5,188억원으로 전년대비 9.0% 감소했다. 도시가스 판매량 증가에도 판매가격 하락으로 별도 매출이 감소했고 SMP와 이용률 하락으로 발전 매출도 부진했다. 영업이익은 -11억원으로 전년대비 적자로 전환했다. 별도는 도시가스 판매량은 가정용, 기타 중심으로 증가했지만 지급수수료, 인건비 증가로 적자가 확대되었다. 에스파워는 낮은 전력수요에 따른 가동률 하락으로 전년대비 소폭 감익했다. 휴세스는 경기그린에너지의 정상화에 따른 원가 절감으로 완만한 회복세를 나타내고 있다. ES는 연료전지 프로젝트 완공으로 매출은 감소했지만 신규 수주 물량 이익률 상승에 개선되었다. ENG는 배관 수주 감소와 외식부문 부진으로 이익이 감소했다. 지분법은 경기그린에너지의 가동 정상화에도 회계기준 변경으로 감가상각비가 증가하며 부진했다.

### 금융손익 개선 추세. 지분법이익도 2021년에는 나아질 것

주력 사업인 도시가스와 발전 모두 대외환경 변화가 실적에 미치는 영향이 크기 때문에 기대할 수 있는 변화는 제한적인 상황이다. 한편 금융손익은 회사채 발행과 PF 리파이낸싱 등으로 개선되는 추세에 있다. 지분법도 2021년부터는 경기그린에너지 감가상각비 증가 효과의 기저효과가 기대된다. 영업외비용 감소를 통한 순이익 개선이 나타날 전망이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 100,000원 | CP(11월18일): 81,400원

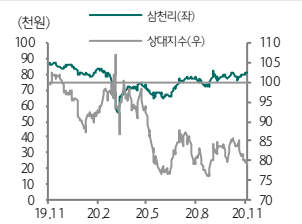
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,545.64
52주 최고/최저(원)	87,100/56,000
시가총액(십억원)	330.1
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	4,055.0
60일 평균 거래량(천주)	8,777.1
60일 평균 거래대금(십억원)	0.7
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	3.69
외국인지분율(%)	16.83
주요주주 지분율(%)	
이만득 외 21인	39.17
신영자산운용	5.68
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.3 17.1 (6.0)
상대	(5.0) (10.9) (20.2)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,393.0	3,460.5
영업이익(십억원)	73.4	82.7
순이익(십억원)	22.6	35.5
EPS(원)	6,757	7,645
BPS(원)	378,677	386,694

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,456.2	3,461.6	3,242.7	2,977.7	3,072.2
영업이익	십억원	83.9	85.6	71.4	81.2	82.6
세전이익	십억원	51.5	52.0	29.9	60.6	63.6
순이익	십억원	32.1	37.8	19.0	45.4	47.7
EPS	원	7,905	9,327	4,694	11,205	11,755
증감율	%	142.56	17.99	(49.67)	138.71	4.91
PER	배	11.51	9.06	17.23	7.22	6.88
PBR	배	0.28	0.26	0.24	0.24	0.23
EV/EBITDA	배	5.39	4.33	4.69	4.13	3.74
ROE	%	2.57	2.98	1.48	3.49	3.56
BPS	원	322,549	329,106	331,361	340,033	349,255
DPS	원	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000



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

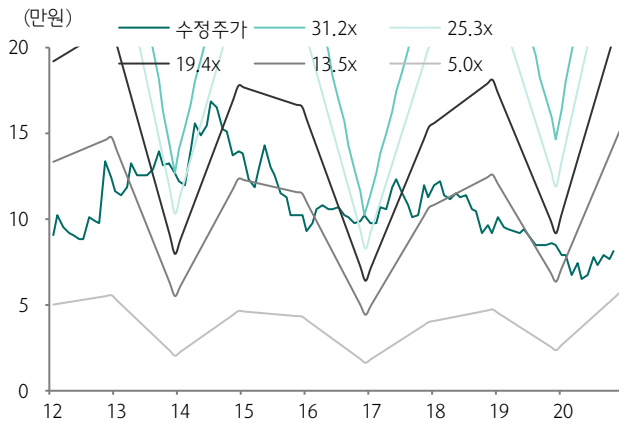
표 1. 삼천리 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019				2020F				3Q20 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	YoY	QoQ
<b>매출액</b>	<b>12,876</b>	<b>6,559</b>	<b>5,700</b>	<b>9,481</b>	<b>11,643</b>	<b>7,179</b>	<b>5,188</b>	<b>8,417</b>	<b>(9.0)</b>	<b>(27.7)</b>
별도	9,545	4,781	3,759	7,298	9,257	4,942	3,339	6,730	(11.2)	(32.4)
에스파워	1,943	1,164	1,300	1,359	1,599	791	897	924	(31.0)	13.4
기타	1,387	615	642	824	787	1,446	951	763	48.2	(34.2)
<b>영업이익</b>	<b>712</b>	<b>64</b>	<b>7</b>	<b>72</b>	<b>645</b>	<b>23</b>	<b>(11)</b>	<b>56</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>
별도	520	92	(67)	13	445	40	(96)	66	적지	적전
에스파워	169	(33)	76	1	185	(41)	55	(19)	(26.7)	흑전
기타	23	5	(2)	57	15	25	30	10	흑전	20.4
<b>세전이익</b>	<b>755</b>	<b>26</b>	<b>(116)</b>	<b>(151)</b>	<b>445</b>	<b>17</b>	<b>(80)</b>	<b>(83)</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>
<b>지배순이익</b>	<b>545</b>	<b>49</b>	<b>(87)</b>	<b>(129)</b>	<b>310</b>	<b>41</b>	<b>(98)</b>	<b>(62)</b>	<b>적지</b>	<b>적전</b>
영업이익률(%)	5.5	1.0	0.1	0.8	5.5	0.3	(0.2)	0.7	-	-
세전이익률(%)	5.9	0.4	(2.0)	(1.6)	3.8	0.2	(1.5)	(1.0)	-	-
순이익률(%)	4.2	0.7	(1.5)	(1.4)	2.7	0.6	(1.9)	(0.7)	-	-
가스판매량(백만m³)	1,465	757	574	1,081	1,363	747	603	1,166	5.1	(19.3)

자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 1. 삼천리 12M Fwd PER 추이



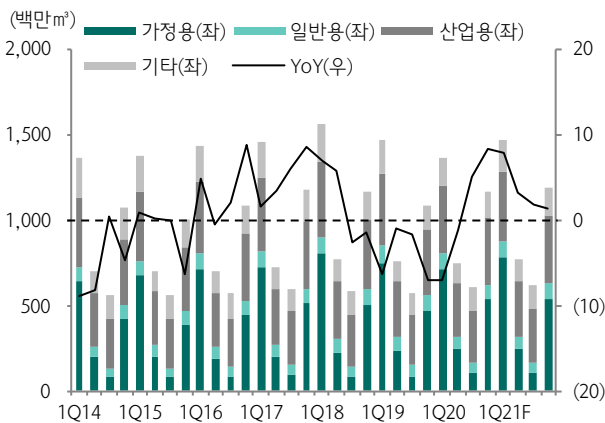
자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 2. 삼천리 12M Fwd PBR 추이



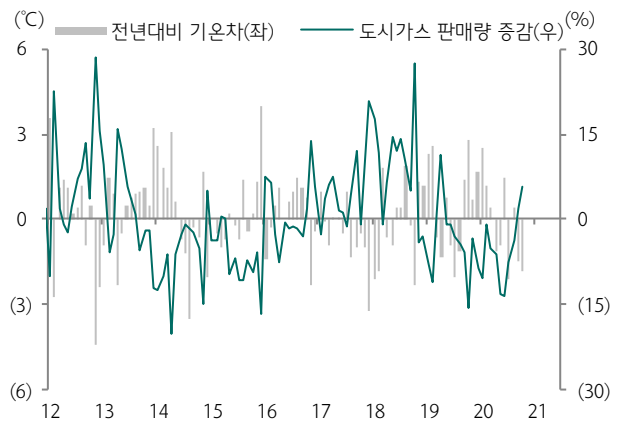
자료: 삼천리, 하나금융투자

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
<b>매출액</b>	<b>3,456.2</b>	<b>3,461.6</b>	<b>3,242.7</b>	<b>2,977.7</b>	<b>3,072.2</b>
매출원가	3,107.7	3,099.0	2,894.0	2,654.8	2,736.0
매출총이익	348.5	362.6	348.7	322.9	336.2
판매비	264.6	277.1	277.3	241.8	253.7
<b>영업이익</b>	<b>83.9</b>	<b>85.6</b>	<b>71.4</b>	<b>81.2</b>	<b>82.6</b>
금융손익	4.1	(12.7)	(29.2)	(21.9)	(20.3)
종속/관계기업손익	9.8	(4.9)	(8.5)	5.4	4.3
기타영업외손익	(46.4)	(16.0)	(3.8)	(4.1)	(3.0)
<b>세전이익</b>	<b>51.5</b>	<b>52.0</b>	<b>29.9</b>	<b>60.6</b>	<b>63.6</b>
법인세	19.1	15.5	11.8	15.1	15.9
계속사업이익	32.3	36.5	18.1	45.4	47.7
중단사업이익	(5.7)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>26.6</b>	<b>36.0</b>	<b>18.1</b>	<b>45.4</b>	<b>47.7</b>
비배주주지분 손익	(5.4)	(1.8)	(1.0)	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>32.1</b>	<b>37.8</b>	<b>19.0</b>	<b>45.4</b>	<b>47.7</b>
지배주주지분포괄이익	29.2	37.4	90.6	(155.4)	(163.1)
NOPAT	52.7	60.0	43.2	60.9	61.9
EBITDA	191.7	206.8	197.1	209.4	213.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	4.89	0.16	(6.32)	(8.17)	3.17
NOPAT증가율	223.31	13.85	(28.00)	40.97	1.64
EBITDA증가율	8.18	7.88	(4.69)	6.24	2.01
영업이익증가율	37.32	2.03	(16.59)	13.73	1.72
(지배주주)순이익증가율	143.18	17.76	(49.74)	138.95	5.07
EPS증가율	142.56	17.99	(49.67)	138.71	4.91
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	10.08	10.47	10.75	10.84	10.94
EBITDA이익률	5.55	5.97	6.08	7.03	6.95
영업이익률	2.43	2.47	2.20	2.73	2.69
계속사업이익률	0.93	1.05	0.56	1.52	1.55

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,174.8</b>	<b>1,315.7</b>	<b>1,310.2</b>	<b>1,334.1</b>	<b>1,316.2</b>
금융자산	562.6	723.9	791.3	801.3	768.0
현금성자산	154.7	327.5	239.4	249.2	215.8
매출채권	490.9	470.6	417.8	429.0	441.4
재고자산	67.8	28.8	25.5	26.2	27.0
기타유동자산	53.5	92.4	75.6	77.6	79.8
<b>비유동자산</b>	<b>2,524.6</b>	<b>2,596.6</b>	<b>2,590.9</b>	<b>2,584.5</b>	<b>2,575.4</b>
투자자산	91.2	92.2	84.0	85.8	87.8
금융자산	22.4	28.7	27.7	28.0	28.3
유형자산	2,262.0	2,202.3	2,220.9	2,215.5	2,206.8
무형자산	25.9	26.1	23.8	21.0	18.7
기타비유동자산	145.5	276.0	262.2	262.2	262.1
<b>자산총계</b>	<b>3,699.4</b>	<b>3,912.4</b>	<b>3,901.1</b>	<b>3,918.6</b>	<b>3,891.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>758.5</b>	<b>973.3</b>	<b>1,052.6</b>	<b>1,121.3</b>	<b>1,142.0</b>
금융부채	45.0	191.0	345.1	395.4	395.7
매입채무	540.4	558.9	496.2	509.5	524.2
기타유동부채	173.1	223.4	211.3	216.4	222.1
<b>비유동부채</b>	<b>1,572.6</b>	<b>1,546.1</b>	<b>1,457.5</b>	<b>1,371.0</b>	<b>1,286.0</b>
금융부채	1,071.1	977.7	952.9	852.9	752.9
기타비유동부채	501.5	568.4	504.6	518.1	533.1
<b>부채총계</b>	<b>2,331.1</b>	<b>2,519.4</b>	<b>2,510.0</b>	<b>2,492.3</b>	<b>2,428.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,257.7</b>	<b>1,284.2</b>	<b>1,283.5</b>	<b>1,318.7</b>	<b>1,356.1</b>
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)	(60.2)	(60.2)	(60.2)
기타포괄이익누계액	2.5	3.6	4.4	4.4	4.4
이익잉여금	1,265.2	1,290.6	1,298.9	1,334.1	1,371.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>110.6</b>	<b>108.7</b>	<b>107.6</b>	<b>107.6</b>	<b>107.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,368.3</b>	<b>1,392.9</b>	<b>1,391.1</b>	<b>1,426.3</b>	<b>1,463.7</b>
순금융부채	553.6	444.9	506.7	447.0	380.6

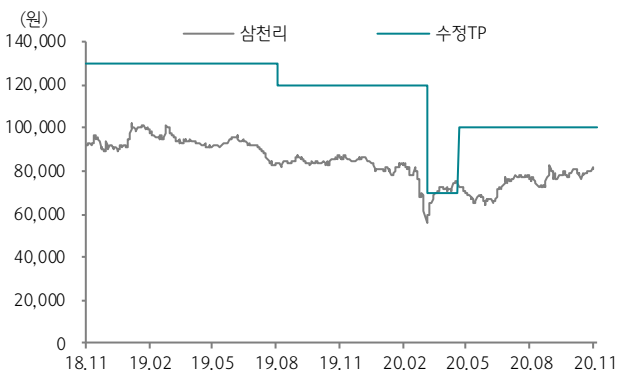
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,905	9,327	4,694	11,205	11,755
BPS	322,549	329,106	331,361	340,033	349,255
CFPS	36,065	51,110	44,124	53,157	54,243
EBITDAPS	47,281	50,990	48,594	51,637	52,674
SPS	852,329	853,664	799,667	734,335	757,634
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.51	9.06	17.23	7.22	6.88
PBR	0.28	0.26	0.24	0.24	0.23
PCFR	2.52	1.65	1.83	1.52	1.49
EV/EBITDA	5.39	4.33	4.69	4.13	3.74
PSR	0.11	0.10	0.10	0.11	0.11
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	2.57	2.98	1.48	3.49	3.56
ROA	0.87	0.99	0.49	1.16	1.22
ROIC	2.40	2.72	1.96	2.76	2.83
부채비율	170.36	180.87	180.44	174.75	165.89
순부채비율	40.45	31.94	36.42	31.34	26.00
이자보상배율(배)	2.08	2.14	1.86	2.53	2.69

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>125.0</b>	<b>317.1</b>	<b>82.9</b>	<b>191.7</b>	<b>198.7</b>
당기순이익	26.6	36.0	18.1	45.4	47.7
조정	6	12	14	13	13
감가상각비	107.8	121.2	125.7	128.2	131.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	4.9	5.0	0.0	0.0
기타	(100.2)	(114.1)	(116.7)	(115.2)	(118.0)
영업활동 자산부채 변동	37.3	162.5	(75.0)	18.1	20.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(121.4)</b>	<b>(116.1)</b>	<b>(281.5)</b>	<b>(121.9)</b>	<b>(122.1)</b>
투자자산감소(증가)	13.4	3.9	8.2	(1.8)	(2.0)
자본증가(감소)	(130.2)	(138.2)	(133.1)	(120.0)	(120.0)
기타	(4.6)	18.2	(156.6)	(0.1)	(0.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(34.0)</b>	<b>(28.7)</b>	<b>110.1</b>	<b>(60.0)</b>	<b>(110.0)</b>
금융부채증가(감소)	(74.2)	52.6	129.2	(49.7)	(99.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(70.6)	(8.4)	0.0	0.0
배당지급	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(10.3)	(10.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>(28.4)</b>	<b>172.8</b>	<b>(88.1)</b>	<b>9.8</b>	<b>(33.4)</b>
Unlevered CFO	146.2	207.3	178.9	215.6	220.0
Free Cash Flow	(16.5)	174.2	(50.4)	71.7	78.7

자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼천리



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.8	BUY	100,000		
20.3.24	BUY	70,000	0.23%	7.00%
19.8.21	BUY	120,000	-31.29%	-27.42%
18.11.8	BUY	130,000	-28.17%	-21.54%

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	92.31%	7.69%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 11월 16일

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 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2020년 11월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.