

삼천리

(004690)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	120,000	130,000	하향
Earnings			유지

Stock Information

현재가(5/16)	91,100원
예상 증가상승률	31.7%
시가총액	3,694억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	4,055천주
52주 최저가/최고가	89,000 - 116,500원
3개월 일평균거래대금	4억원
외국인 지분율	21.9%
주요주주지분율(%)	
이만득 (외 17인)	32.5
삼천리 자사주	12.1
신영자산운용 (외 1인)	10.6

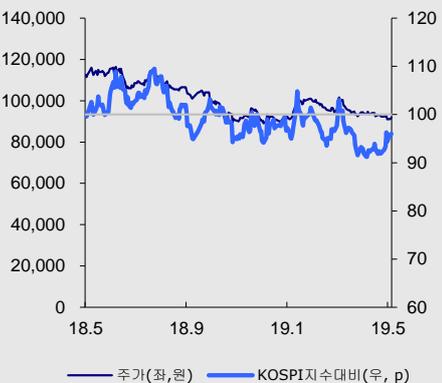
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	11.5	8.0	8.0
PBR(배)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	4.9	4.5	4.4
배당수익률(%)	3.3	3.3	3.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(2.9)	(0.8)	(19.0)	0.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	5.2	0.4	(3.1)	(1.2)

Price Trend



ktb 투자증권

Earnings review

17 May, 2019

유틸리티 신지윤 jyshin@ktb.co.kr

유행과는 동 떨어졌으나

▶ Highlight

무난한 1분기 실적. 판매량 6% 감소 속에 별도(도시가스) 영업이익은 52십억원으로 YoY 7% 감소, 원전이용률이 회복됐지만 LNG발전 에스파워는 ASP 15% 급등에 영업이익 16.9십억원으로 YoY 30% 증가. 주가상승으로 금융이익이 9.7십억원 계상되며 순이익 신장

▶ Pitch

- 목표주가 12만원 제시, 투자 의견 BUY 유지. 목표주가는 PBR 0.38x에 해당하며 ROE는 2018년 2.5%, 2019E 4.1%. 본업 cash cow 도시가스에서 출발하는 사업다각화가 오랫동안 별다른 결실을 못 보며 낮은 ROE에 머물러 있는 상태
- 연결재무제표 상 1Q19말 순차입금 0.3조원이지만, 에스파워 차입금이 0.5조원이라 실질적으로는 순현금 상태로 봐도 무방
- 배당(18년 주당 3,000원) 증가, 자사주(현재 49만주) 소각 등의 주주 제안에 회사는 아직 적극적인 응답을 하고 있지 않음. 하지만 주가상승 잠재력은 무시할 수 없는 회사

▶ In detail

- 도시가스부문 실적을 별도 실적으로 같음하면 매출액 954.5십억원(YoY -2%), 영업이익 52.0십억원(YoY -7%). 판매량 6.3% 감소에도 선방
- 주요 종속회사를 살펴보면
 에스파워(@51%): 매출액 194.3십억원(+7%), 순이익 11.3십억원(+49%)
 삼천리ES(@100%): 매출액 90.6십억원(+612%), 순손실 0.4십억원(적전)
 휴세스(@51%): 매출액 11.9십억원(+3%), 순손실 0.1십억원(적지)
- 에스파워는 SMP 상승에 힘입어 양호한 실적. 단, CP가 하향조정되었고 5월부터 SMP도 약세라 상고하자 실적흐름 예상. 플랜트 및 시공업체인 삼천리ES는 분기실적 변동성이 큰 편. 난방사 휴세스는 적자행진이고 완전 자본잠식 상태(자산 283십억원, 부채 244십억원)라 증자 이슈 존재. 지역난방공사가 결정해야 할 문제
- 연료전지 발전: 58.8MW 경기그린에너지(@19%)는 겨우 흑자이나 연료전지 이슈로 포스코파워와 갈등. 40MW 인천연료전지(@20%)는 두산과 새롭게 출범을 준비하는 단계.

▶ Review

	회사잠정		전년 동기 대비		전분기 대비		시장 컨센서스 대비		
	'19.03P	'19.03E 차이(%)	'18.03A	차이(%)	'18.12A	차이(%)	'19.03E	차이(%)	
매출액	1,287.6	1,237.5	4.0	1,215.6	5.9	1,050.6	22.6	1,223.1	5.3
영업이익	71.2	69.4	2.6	71.0	0.2	8.9	703.6	63.2	12.7
순이익	59.9	49.3	21.5	54.1	10.8	(17.9)	흑전	45.9	30.5
이익률(%)									
영업이익	5.5	5.6		5.8		0.8		5.2	
순이익	4.7	4.0		4.4		(1.7)		3.8	
차이(%p)									
영업이익률		(0.1)		(0.3)		4.7		0.4	
순이익률		0.7		0.2		6.4		0.9	

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 삼천리 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,174	644	523	954	1,216	644	548	1,051	1,288	797	637	1,089	3,295	3,458	3,810
도시가스	932	456	371	761	960	449	348	741	940	558	431	833	2,520	2,498	2,479
판매량(백만m3)	1,451	723	600	1,177	1,563	765	584	1,161	1,465	780	607	1,207	3,951	4,073	3,975
판매단가(원/m3)	642	630	618	647	614	587	596	639	642	715	709	690	638	613	624
에스파워	174	93	93	129	181	70	118	182	195	111	120	124	489	551	565
가동률	84%	51%	48%	62%	80%	37%	55%	76%	75%	53%	53%	70%	61%	62%	60%
발전량(GWh)	1,528	938	894	1,131	1,460	666	1,005	1,382	1,361	967	977	1,277	4,491	4,514	4,414
ASP(원/kWh)	114	99	104	114	124	105	117	132	143	114	123	97	109	122	128
기타	69	95	59	64	75	124	82	127	153	129	86	132	286	409	766
영업이익	61.6	3.4	-6.1	7.9	71.0	4.9	-2.4	8.9	71.2	10.7	-3.4	3.0	66.8	82.3	81.5
도시가스(별도)	49	9	-4	8	55.9	7.5	-11.6	3.5	52.0	-	-	-	61	63	-
에스파워	11	-6	3	3	13.0	-6.7	1.3	6.8	16.9	-4	2	4	12	14	19
기타	2	0	-5	-3	2.1	4.0	7.9	-1.5	2.3	-	-	-	-6	5	-
영업외수익	-1	-6	-6	-32	0	-7	-9	-20	4	-10	-4	-6	-45	-36	-16
지분법수익	2	2	0	6	4	1	3	2	2	1	0	2	10	10	5
기타	-4	-8	-6	-37	-4	-8	-12	-22	2	-11	-4	-8	-54	-46	-21
세전이익	60	-3	-12	-24	71	-2	-11	-11	75	0	-8	-3	22	46	66
순이익	46.2	-5.4	-11.4	-24.2	54.1	-4.9	-4.7	-17.9	59.9	0.3	-6.0	-1.9	5.1	26.6	52.4
지배주주순이익	44	1	-9	-23	50	2	-1	-18	55	0	-7	-2	13	32	46
비지배주주순이익	2	-6	-3	-1	4	-6	-4	1	5	0	1	0	-8	-5	6

Source: 삼천리, KTB투자증권

Fig. 02: 분기 실적추정치 변경

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %p)			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,237.5	734.5	589.1	956.0	1,287.6	797.1	636.8	1,088.7	4.0	8.5	8.1	13.9
영업이익	69.4	9.5	(4.6)	3.9	71.2	10.7	(3.4)	3.0	2.6	12.1	적지	-22.0
영업이익률(%)	5.6	1.3	(0.8)	0.4	5.5	1.3	(0.5)	0.3	(0.1)	0.0	0.2	(0.1)
EBITDA	99.3	39.4	25.1	33.5	98.9	38.5	24.5	31.0	(0.4)	(2.3)	(2.7)	(7.5)
EBITDA이익률(%)	8.0	5.4	4.3	3.5	7.7	4.8	3.8	2.8	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.7)
순이익	49.3	1.9	(9.5)	(1.4)	59.9	0.3	(6.0)	(1.9)	21.5	(82.6)	적지	적지

Source: 삼천리, KTB투자증권

Fig. 03: 연간 실적추정치 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(% , %P)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	3,517.1	3,539.4	3,678.9	3,810.3	3,980.7	4,221.3	8.3	12.5	14.7
영업이익	78.1	79.2	77.3	81.5	77.2	80.5	4.3	(2.5)	4.2
영업이익률(%)	2.2	2.2	2.1	2.1	1.9	1.9	(0.1)	(0.3)	(0.2)
EBITDA	197.4	196.8	193.2	192.9	190.0	194.4	(2.3)	(3.4)	0.6
EBITDA이익률(%)	5.6	5.6	5.3	5.1	4.8	4.6	(0.6)	(0.8)	(0.6)
순이익	40.2	42.2	41.7	52.4	42.2	44.8	30.2	(0.1)	7.3

Source: 삼천리, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,185.5	1,174.8	1,237.1	1,276.1	1,379.6
현금성자산	603.6	560.5	639.5	637.5	706.2
매출채권	535.7	504.8	536.9	569.2	604.3
재고자산	16.1	67.8	31.3	38.9	38.3
비유동자산	2,518.8	2,524.6	2,536.1	2,556.5	2,574.5
투자자산	264.6	236.8	236.1	245.7	255.6
유형자산	2,226.9	2,262.0	2,269.7	2,274.3	2,276.9
무형자산	27.3	25.9	30.3	36.6	41.9
자산총계	3,704.3	3,699.4	3,773.2	3,832.6	3,954.1
유동부채	908.7	758.5	844.1	865.2	846.6
매입채무	616.6	579.1	656.2	695.7	738.6
유동성이자부채	201.7	45.0	110.3	91.2	28.8
비유동부채	1,439.7	1,572.6	1,508.3	1,515.2	1,621.2
비유동이자부채	987.0	1,071.1	1,021.1	1,021.1	1,121.1
부채총계	2,348.4	2,331.1	2,352.5	2,380.4	2,467.8
자본금	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
자본잉여금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
이익잉여금	1,248.8	1,265.2	1,317.6	1,349.1	1,383.2
자본조정	(49.4)	(47.8)	(47.8)	(47.8)	(47.8)
자기주식	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)	(50.2)
자본총계	1,355.8	1,368.3	1,420.7	1,452.2	1,486.3
투하자본	1,858.5	1,853.8	1,839.6	1,851.0	1,851.0
순차입금	585.0	555.6	492.0	474.8	443.8
ROA	0.1	0.7	1.4	1.1	1.1
ROE	0.4	2.1	4.1	3.2	3.3
ROIC	0.9	2.6	3.5	3.2	3.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	101.1	125.4	76.8	149.4	162.4
당기순이익	5.1	26.6	52.4	42.2	44.8
자산상각비	116.1	107.8	111.4	112.8	113.9
운전자본증감	(35.8)	37.5	82.2	(0.8)	8.9
매출채권감소(증가)	(59.6)	9.8	(32.1)	(32.3)	(35.1)
재고자산감소(증가)	18.9	2.1	36.5	(7.6)	0.6
매입채무증가(감소)	(31.5)	(2.7)	77.1	39.5	43.0
투자현금	(12.1)	(122.9)	(229.2)	(90.4)	(131.5)
단기투자자산감소	136.2	9.0	(116.1)	38.0	(4.8)
장기투자증권감소	0.4	0.0	6.9	1.9	2.1
설비투자	(134.3)	(141.5)	(114.6)	(111.6)	(109.9)
유무형자산감소	1.7	10.8	(9.0)	(12.0)	(12.0)
재무현금	(45.5)	(32.9)	115.3	70.1	27.0
차입금증가	(36.6)	(22.3)	115.3	80.8	37.7
자본증가	(8.9)	(10.7)	0.0	(10.7)	(10.7)
배당금지급	8.9	10.7	0.0	10.7	10.7
현금 증감	40.2	(28.4)	(37.1)	35.9	63.9
총현금흐름(Gross CF)	186.1	146.5	(5.4)	150.2	153.5
(-) 운전자본증가(감소)	82.2	26.0	(37.1)	0.8	(8.9)
(-) 설비투자	134.3	141.5	114.6	111.6	109.9
(+) 자산매각	1.7	10.8	(9.0)	(12.0)	(12.0)
Free Cash Flow	174.0	23.6	(152.4)	59.0	30.9
(-) 기타투자	(0.4)	0.0	(6.9)	(1.9)	(2.1)
잉여현금	174.5	23.6	(145.5)	60.8	33.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,295.1	3,458.1	3,810.3	3,980.7	4,221.3
증가율 (Y-Y,%)	7.7	4.9	10.2	4.5	6.0
영업이익	61.1	82.3	81.5	77.2	80.5
증가율 (Y-Y,%)	(0.6)	34.7	(1.1)	(5.2)	4.3
EBITDA	177.2	190.1	192.9	190.0	194.4
영업외손익	(39.1)	(36.2)	(15.9)	(21.7)	(21.6)
순이자수익	(31.1)	(36.7)	(29.0)	(24.5)	(24.8)
외환관련손익	2.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	10.3	1.6	9.8	4.8	5.2
세전계속사업손익	22.1	46.1	65.5	55.6	58.9
당기순이익	5.1	26.6	52.4	42.2	44.8
지배기업당기순이익	13.2	32.1	46.2	46.4	49.2
증가율 (Y-Y,%)	(74.4)	418.8	96.8	(19.4)	6.0
NOPLAT	16.3	48.2	65.1	58.7	61.2
(+) Dep	116.1	107.8	111.4	112.8	113.9
(-) 운전자본투자	82.2	26.0	(37.1)	0.8	(8.9)
(-) Capex	134.3	141.5	114.6	111.6	109.9
OpFCF	(84.1)	(11.5)	99.0	59.0	74.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(4.1)	(1.9)	7.6	6.5	6.9
영업이익증가율(3Yr)	30.8	(2.6)	9.8	8.1	(0.7)
EBITDA증가율(3Yr)	18.8	(2.0)	3.4	2.4	0.7
순이익증가율(3Yr)	(23.9)	(10.6)	37.7	101.9	18.9
영업이익률(%)	1.9	2.4	2.1	1.9	1.9
EBITDA마진(%)	5.4	5.5	5.1	4.8	4.6
순이익률(%)	0.2	0.8	1.4	1.1	1.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	3,259	7,905	11,397	11,453	12,143
BPS	298,983	303,768	315,597	321,824	328,911
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiples(x,%)					
PER	34.7	11.5	8.0	8.0	7.5
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	5.9	4.9	4.5	4.4	4.2
배당수익률	2.7	3.3	3.3	3.3	3.3
PCR	2.5	2.5	n/a	2.5	2.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	173.2	170.4	165.6	163.9	166.0
Net debt/Equity	43.2	40.6	34.6	32.7	29.9
Net debt/EBITDA	330.1	292.2	255.0	249.9	228.2
유동비율	130.5	154.9	146.5	147.5	163.0
이자보상배율	2.0	2.2	2.8	3.2	3.2
이자비용/매출액	1.2	1.2	0.9	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	68.2	69.9	67.8	67.7	65.8
현금+투자자산(%)	31.8	30.1	32.2	32.3	34.2
자본구조					
차입금(%)	46.7	44.9	44.3	43.4	43.6
자기자본(%)	53.3	55.1	55.7	56.6	56.4

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 85.7% HOLD : 13.7% SELL : 0.6%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련된 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

삼천리 (004690)



일자	2018.11.15	2019.01.28	2019.05.16
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	110,000원	130,000원	120,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2018-11-15	110,000	92,939	102,000	-15.51	-7.27
실제주가	2019-01-28	130,000	95,838	101,500	-26.28	-21.92
괴리율	2019-05-17	120,000	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 5월 16일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가