

# 삼천리 (004690)

## 어려운 환경에서도 꾸준한 성장

### 목표주가 120,000원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

삼천리 목표주가 120,000원으로 기존 대비 7.7% 하향한다. 2019년 BPS에 PBR 0.36배를 적용했다. 최근 하락한 주가 대비 목표주가 괴리를 확대에 대한 조정이며 투자 의견 매수 유지한다. 주요 사업인 도시가스 부문에서 판매량 감소라는 어려운 영업환경에도 불구하고 전년대비 실적개선 추세가 지속되고 있다. 정비단가 협상과 신규 착공에 난항을 겪고 있는 연료전지 사업이 재개된다면 판매량은 다시 정상적인 증가추세로 복귀할 수 있다. 현재주가는 2019년 실적 기준 PER 5.9배, PBR 0.25배로 ROE 4.5%와 배당수익률을 감안 하면 극도로 저평가된 구간에 위치하고 있다.

### 2Q19 영업이익 64억원(YoY +31.3%) 기록

2분기 매출액은 6,559억원으로 전년대비 1.9% 증가했다. ES 외형감소에도 전년도 에스파워 예방정비가 기저효과로 작용했다. 영업이익은 64억원을 기록하며 전년대비 31.3% 증가했다. 도시가스 판매량은 공급지 소재 연료전지 사업소가동을 하락에 전년대비 감소했다. 하지만 도시가스 보조금 수입과 광명열병합발전소 열/전기 판매량 증가로 별도 영업 실적은 전년대비 개선되었다. 에스파워는 SMP가 하락했음에도 이용률이 전년대비 상승하면서 이익이 증가했다. 원전 이용률은 하반기에 하락하기 때문에 전력판매량은 당분간 견조한 수준이 유지될 전망이다.

### 경기도 소매공급비용 인상으로 지급수수료 상승 부담 완화

지난 8월 1일부로 경기도 도시가스 소매공급비용은 평균 1.9% 인상되었다. 경기도 생활임금 인상에 의한 도시가스 고객센터 수수료 상승이 반영되었기 때문이다. 전반적으로 규제 환경이 공공서비스 요금인상 억제 분위기가 강했으며 서울시도 이미 동결로 결정된 가운데 얻은 긍정적인 성과로 판단된다. 최근 별도 판매관리비에서 지급수수료가 가파른 증가세를 보이며 실적훼손 요인으로 작용했지만 이번 소매공급비용 인상조치로 부담이 크게 완화될 것으로 예상된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 120,000원(하향) | CP(8월 20일): 83,600원

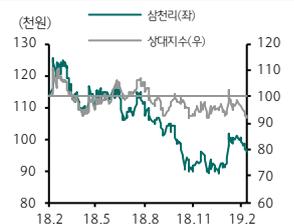
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,960.25
52주 최고/최저(원)	109,500/82,300
시가총액(십억원)	339.0
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	4,055.0
60일 평균 거래량(천주)	3.6
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
19년 배당금(예상, 원)	3,000
19년 배당수익률(예상, %)	3.59
외국인지분율(%)	20.88
주요주주 지분율(%)	
이만득 외 17 인	32.49
신영자산운용 외 1 인	10.62
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.4) (15.0) (23.3)
상대	(3.2) (3.4) (12.0)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	12,824	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	3,295.1	3,458.1	3,575.2	3,577.2	3,628.6
영업이익	십억원	61.1	82.3	87.4	88.6	89.6
세전이익	십억원	22.1	46.1	74.5	74.4	77.2
순이익	십억원	13.2	32.1	57.7	57.2	59.4
EPS	원	3,259	7,905	14,226	14,118	14,647
증감률	%	(61.7)	142.6	80.0	(0.8)	3.7
PER	배	34.67	11.51	5.88	5.92	5.71
PBR	배	0.36	0.28	0.25	0.24	0.24
EV/EBITDA	배	6.55	5.43	3.21	2.84	2.58
ROE	%	1.07	2.57	4.52	4.34	4.37
BPS	원	318,096	322,549	331,631	343,113	352,488
DPS	원	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000



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

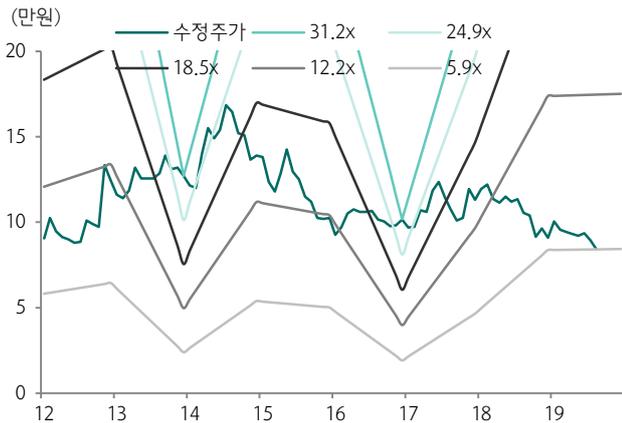
표 1. 삼천리 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2018				2019F				2Q19 증감률(%)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	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>5,672</b>	<b>10,645</b>	<b>1.9</b>	<b>(49.1)</b>
별도	9,720	4,571	3,567	7,488	9,545	4,781	3,788	7,721	4.6	(49.9)
에스파워	1,809	701	1,171	1,832	1,943	1,164	1,138	1,721	65.9	(40.1)
기타	627	1,163	746	1,184	1,387	615	746	1,204	(47.1)	(55.7)
<b>영업이익</b>	<b>710</b>	<b>49</b>	<b>(24)</b>	<b>88</b>	<b>712</b>	<b>64</b>	<b>(20)</b>	<b>141</b>	<b>31.3</b>	<b>(91.0)</b>
별도	559	75	(116)	35	520	92	(93)	54	23.3	(82.3)
에스파워	130	(67)	13	68	169	(33)	47	83	적지	적전
기타	21	41	79	(15)	23	5	27	4	(87.5)	(77.6)
<b>세전이익</b>	<b>707</b>	<b>(17)</b>	<b>(114)</b>	<b>(110)</b>	<b>755</b>	<b>26</b>	<b>(77)</b>	<b>39</b>	<b>흑전</b>	<b>(96.5)</b>
<b>지배순이익</b>	<b>501</b>	<b>16</b>	<b>(11)</b>	<b>(185)</b>	<b>545</b>	<b>49</b>	<b>(45)</b>	<b>28</b>	<b>213.3</b>	<b>(91.0)</b>
영업이익률(%)	5.8	0.8	(0.4)	0.8	5.5	1.0	(0.3)	1.1	-	-
세전이익률(%)	5.8	(0.3)	(2.1)	(1.0)	5.9	0.4	(1.4)	0.4	-	-
순이익률(%)	4.1	0.2	(0.2)	(1.8)	4.2	0.7	(0.8)	0.3	-	-
가스판매량(백만m³)	1,564	764	584	1,162	1,465	757	596	1,187	(0.9)	(48.3)

자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 1. 삼천리 12M Fwd PER 추이



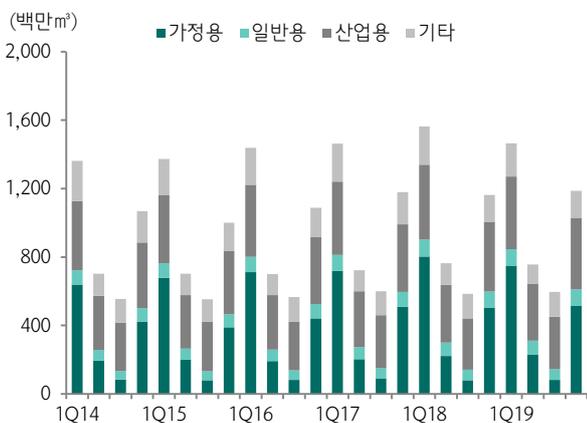
자료: 삼천리, 하나금융투자

그림 2. 삼천리 12M Fwd PBR 추이



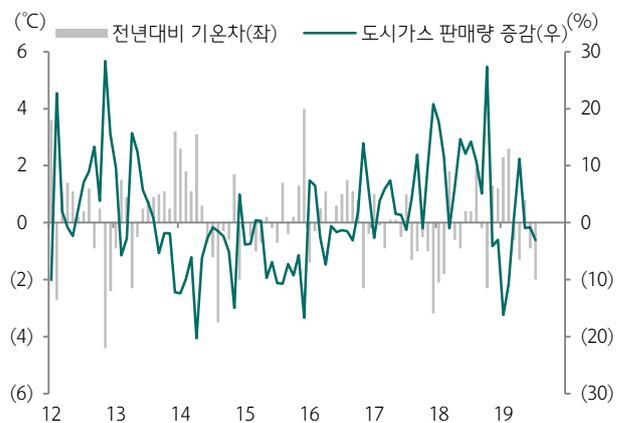
자료: 삼천리, 하나금융투자

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)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,295.1	3,458.1	3,575.2	3,577.2	3,628.6
매출원가	2,976.6	3,109.8	3,210.2	3,211.7	3,259.0
매출총이익	318.5	348.3	365.0	365.5	369.6
판매비	257.4	266.0	277.6	276.9	279.9
영업이익	61.1	82.3	87.4	88.6	89.6
금융손익	(55.3)	4.1	(23.7)	(25.1)	(21.9)
중속/관계기업손익	10.3	9.8	7.5	9.7	9.7
기타영업외손익	5.9	(50.1)	3.3	1.3	(0.2)
세전이익	22.1	46.1	74.5	74.4	77.2
법인세	16.2	19.1	17.3	17.2	17.8
계속사업이익	5.9	27.0	57.2	57.2	59.4
중단사업이익	(0.8)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0
당기순이익	5.1	26.6	57.0	57.2	59.4
비지배주주지분순이익	(8.1)	(5.4)	(0.7)	0.0	0.0
지배주주순이익	13.2	32.1	57.7	57.2	59.4
지배주주지분포괄이익	9.7	29.2	52.4	52.1	54.1
NOPAT	16.3	48.2	67.1	68.1	68.9
EBITDA	177.2	190.1	276.4	276.1	276.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.7	4.9	3.4	0.1	1.4
NOPAT증가율	(51.2)	195.7	39.2	1.5	1.2
EBITDA증가율	1.4	7.3	45.4	(0.1)	0.1
영업이익증가율	(0.7)	34.7	6.2	1.4	1.1
(지배주주)순이익증가율	(61.7)	143.2	79.8	(0.9)	3.8
EPS증가율	(61.7)	142.6	80.0	(0.8)	3.7
수익성(%)					
매출총이익률	9.7	10.1	10.2	10.2	10.2
EBITDA이익률	5.4	5.5	7.7	7.7	7.6
영업이익률	1.9	2.4	2.4	2.5	2.5
계속사업이익률	0.2	0.8	1.6	1.6	1.6

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,259	7,905	14,226	14,118	14,647
BPS	318,096	322,549	331,631	343,113	352,488
CFPS	45,891	36,117	72,503	75,713	75,518
EBITDAPS	43,704	46,889	68,155	68,097	68,144
SPS	812,596	852,803	881,682	882,159	894,844
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	34.7	11.5	5.9	5.9	5.7
PBR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PCFR	2.5	2.5	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	6.6	5.4	3.2	2.8	2.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	1.1	2.6	4.5	4.3	4.4
ROA	0.4	0.9	1.5	1.5	1.5
ROIC	0.8	2.2	3.1	3.3	3.4
부채비율	173.2	170.4	178.7	167.4	164.2
순부채비율	43.3	40.5	31.2	23.2	17.8
이자보상배율(배)	1.5	2.0	1.8	1.7	1.8

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,185.5	1,174.8	1,449.5	1,461.2	1,540.8
금융자산	603.9	562.6	827.1	829.3	900.8
현금성자산	183.1	154.7	200.4	202.5	274.0
매출채권 등	537.9	505.8	512.5	520.5	527.3
재고자산	16.1	67.8	68.7	69.8	70.7
기타유동자산	27.6	38.6	41.2	41.6	42.0
비유동자산	2,518.8	2,524.6	2,464.5	2,418.3	2,392.7
투자자산	94.8	91.2	103.0	104.3	105.4
금융자산	27.9	13.6	13.8	14.0	14.2
유형자산	2,226.9	2,262.0	2,121.9	2,076.6	2,052.0
무형자산	27.3	25.9	23.7	21.4	19.3
기타비유동자산	169.8	145.5	215.9	216.0	216.0
자산총계	3,704.3	3,699.4	3,914.0	3,879.5	3,933.5
유동부채	908.7	758.5	928.9	839.8	849.1
금융부채	202.1	45.1	193.2	93.2	93.2
매입채무 등	653.5	628.1	636.5	646.5	654.9
기타유동부채	53.1	85.3	99.2	100.1	101.0
비유동부채	1,439.7	1,572.6	1,580.7	1,588.7	1,595.4
금융부채	988.3	1,071.2	1,072.7	1,072.7	1,072.7
기타비유동부채	451.4	501.4	508.0	516.0	522.7
부채총계	2,348.4	2,331.1	2,509.6	2,428.5	2,444.5
지배주주지분	1,239.6	1,257.7	1,294.5	1,341.1	1,379.1
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	3.0	3.0	3.0
이익잉여금	1,248.8	1,265.2	1,301.4	1,348.0	1,386.0
비지배주주지분	116.2	110.6	109.9	109.9	109.9
자본총계	1,355.8	1,368.3	1,404.4	1,451.0	1,489.0
손금유부채	586.5	553.8	438.8	336.6	265.1

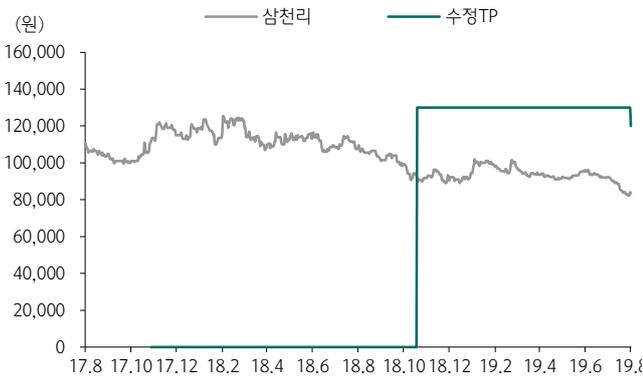
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	100.1	125.0	257.6	254.2	254.0
당기순이익	5.1	26.6	57.0	57.2	59.4
조정	131.7	61.3	191.6	187.7	186.7
감가상각비	116.1	107.8	188.9	187.6	186.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(10.3)	(1.6)	(2.5)	0.0	0.0
기타	25.9	(44.9)	5.2	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(36.7)	37.1	9.0	9.3	7.9
투자활동 현금흐름	(10.7)	(121.4)	(340.1)	(141.3)	(161.1)
투자자산감소(증가)	3.5	13.4	(11.9)	(1.3)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(133.0)	(130.2)	(121.6)	(140.0)	(160.0)
기타	118.8	(4.6)	(206.6)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(46.0)	(34.0)	129.5	(110.7)	(21.4)
금융부채증가(감소)	(22.8)	(74.0)	149.6	(100.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.3)	50.7	(9.4)	(0.0)	0.0
배당지급	(8.9)	(10.7)	(10.7)	(10.7)	(21.4)
현금의 증감	40.2	(28.4)	45.7	2.1	71.5
Unlevered CFO	186.1	146.5	294.0	307.0	306.2
Free Cash Flow	(34.1)	(16.5)	135.0	114.2	94.0

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	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 8월 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 08월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2019년 08월 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.