



BUY(Maintain)

목표주가: 1,000,000원

주가(5/23): 722,000원

시가총액: 13,300억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/23)		2,059.59pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	880,000원	640,000원
등락률	-18.0%	12.8%
수익률	절대	상대
1W	-9.6%	-2.6%
1M	-0.8%	-0.9%
1Y	-17.1%	-0.5%

Company Data

발행주식수	1,842 천주
일평균 거래량(3M)	1천주
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(12E)	1.4%
BPS(12E)	1,732,013원
주요 주주	장형진 외 8인 60.8%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	3,725	2,971	3,020	3,184
영업이익	159	-109	31	96
EBITDA	310	65	191	254
세전이익	335	67	239	325
순이익	272	46	191	260
지배주주지분순이익	245	111	182	247
EPS(원)	132,786	60,108	98,670	133,888
증감률(%YoY)	50.7	-54.7	64.2	35.7
PER(배)	8.1	12.4	7.2	5.3
PBR(배)	0.67	0.45	0.41	0.38
EV/EBITDA(배)	8.1	26.3	8.7	6.6
영업이익률(%)	4.3	-3.7	1.0	3.0
ROE(%)	8.6	3.7	5.8	7.5
순부채비율(%)	0.4	-3.7	-3.2	-3.1

Price Trend



1Q19 실적리뷰

영풍 (000670)

예상치 부합, 자산가치대비 저평가



1분기 영업이익은 -70억원으로 키움증권 추정치 -98억원에 부합하는 수준이었습니다. 다만, 본사는 예상보다 호조, 자회사는 예상보다 부진했습니다. 비록 5개분기 연속 영업적자를 기록했지만 적자폭이 축소되고 있음은 긍정적입니다. 석포제련소의 조업정지 이슈로 단기적인 불확실성이 존재하지만 현 주가는 보유한 자산가치대비 절대적 저평가 상황으로 중장기 관점에서 매수접근을 추천합니다.

>>> 1Q 실적은 예상치 부합. 예상대비 본사 호조, 자회사 부진
연결 영업이익은 -70억원(QoQ적자지속, YoY적자지속)으로 키움증권 추정치 -98억원에 부합하는 수준이었다. 별도 영업이익은 -24억원으로 키움증권 추정치 -163억원을 상회했지만 연결 자회사들의 실적 부진으로 별도 외 영업이익이 -46억원에 그쳐 예상치 +65억원에 미치지 못했다. 본사는 아연판매량이 예상보다 부진했지만 아연가격 상승과 spot 제련수수료 상승효과로 수익성이 예상보다 호조를 보였던 것으로 추정되며, 자회사들은 인터플렉스의 적자폭이 4Q18대비 158억원 축소되었지만 흑자전환에는 실패(-40억원)했고, 시그네틱스도 -52억원으로 4Q18대비 적자폭이 -29억원 확대되었다. 5개분기 연속 영업적자를 기록했지만 적자폭이 축소되고 있음은 긍정적이다.

>>> 본사는 제련수수료 상승이 본격 반영되는 2Q부터 실적개선
올해 아연 벤치마크 제련수수료가 \$245는 +\$98YoY 상승했는데, 2분기부터 본격적으로 반영되면서 본사는 영업흑자전환에 성공할 것으로 예상된다. 영풍의 연간 아연정광 구매량은 약 70만톤으로 추정되는데, 아연 제련수수료가 +\$98YoY 상승시 연간 영업이익은 약 800억원 개선이 예상된다. 다만 현재 환경부와 경북도가 영풍의 석포제련소가 폐수관리를 위반했다는 이유로 석포제련소에 120일 조업정지 행정처분을 예고한 상황인데, 조업정지가 확정되면 향후 생산에 차질이 발생할 가능성이 있다. 6월 초까지는 행정처분 여부가 확정될 전망이다 조업정지 명령을 받게 되더라도 향후 행정소송 등 법적공방이 진행될 것으로 예상된다.
자회사 인터플렉스는 아직 업황개선 여부가 불투명하지만 더 나빠질 것도 없는 상황이다.

>>> 자산가치대비 절대적 저평가, 중장기 매수접근은 유효
현재 영풍의 시가총액 1.3조원은 동사가 보유한 고려아연의 지분가치(지분율 26.9%) 2.2조원을 40% 할인한 수준이다. 1Q19말 영풍의 순현금 약 2,000억원과 종로 영풍문고빌딩, 논현역 영풍빌딩 등의 자산가치를 감안시 현 주가는 절대적 저평가 상황으로 중장기 관점에서 매수접근은 유효하다. 목표주가 1,000,000원과 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 Sum of the Parts Valuation으로 영업가치 25.4만원과 자산가치 77.6만원을 합산해 산출했다.

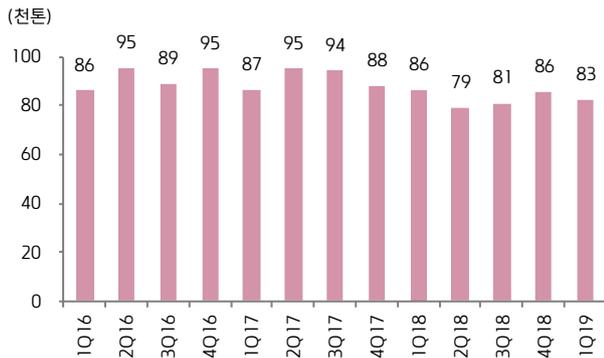
영풍 1Q19 실적

(단위: 십억원)	1Q19	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q18	%QoQ	1Q18	%YoY
매출액	698.6	788.7	-11.4			780.4	-10.5	744.7	-6.2
별도	324.0	346.9	-6.6			326.0	-0.6	394.1	-17.8
별도 외	374.6	441.9	-15.2			454.4	-17.6	350.6	6.8
영업이익	-7.0	-9.8	적자축소			-24.3	적자축소	-18.2	적자축소
별도	-2.4	-16.3	적자축소			-1.6	적자확대	3.4	적자전환
별도 외	-4.6	6.5	적자전환			-22.7	적자축소	-21.6	적자축소
영업이익률	-1.0	-1.2				-3.1		-2.4	
별도	-0.7	-4.7				-0.5		0.9	
별도 외	-1.2	1.5				-5.0		-6.1	
세전이익	35.0	49.8	-29.8			1.2	2,854.5	37.5	-6.8
지분법손익	43.2	39.5	9.3			25.8	67.5	56.3	-23.2
순이익	29.7	36.6	-19.1			-1.2	흑자전환	25.5	16.2
지배순이익	38.8	36.7	5.5			24.0	61.8	38.0	1.9
아연가격(USD)	2,629	2,500	5.2			2,566	2.5	3,393	-22.5
아연판매량(천톤)	82.5	95.0	-13.2			85.6	-3.6	86.4	-4.5
원달러환율	1,125	1,120	0.5			1,128	-0.2	1,072	4.9

주: 컨센서스 없음

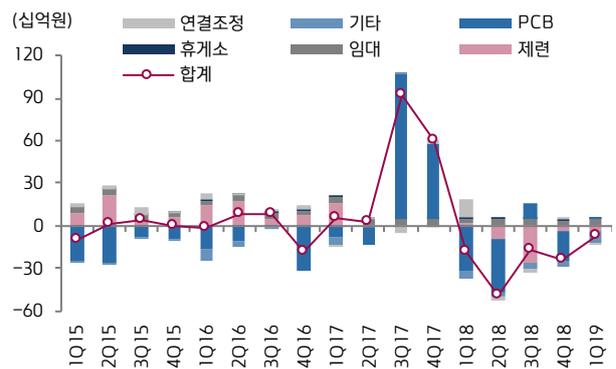
자료: 영풍, 키움증권

본사 아연판매량 추이



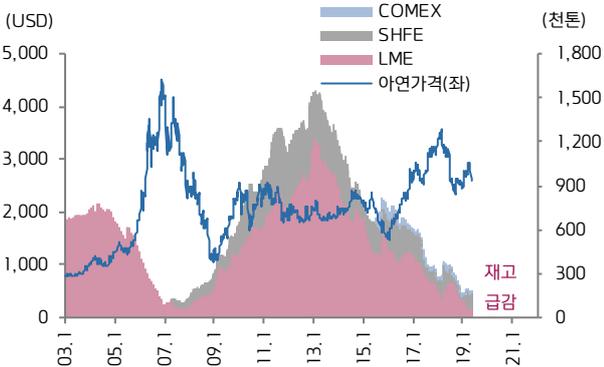
자료: 영풍, 키움증권

사업부별 영업이익



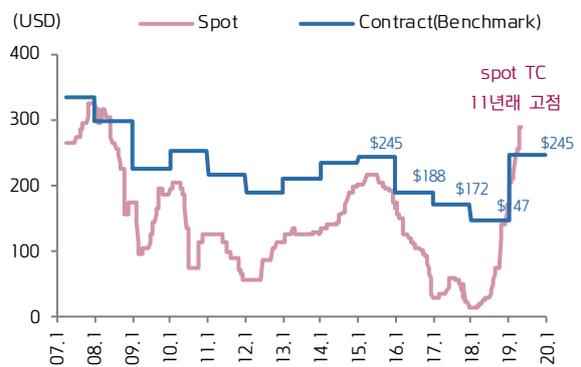
자료: 영풍, 키움증권

아연가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

영풍 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	744.7	659.6	786.8	780.4	698.6	708.5	809.4	803.6
별도	394.1	346.8	315.0	326.0	324.0	346.2	338.9	354.9
별도 외	350.6	312.8	471.8	454.4	374.6	362.3	470.5	448.7
영업이익	-18.2	-48.8	-17.7	-24.3	-7.0	7.9	17.0	12.8
별도	3.4	-7.1	-24.6	-1.6	-2.4	10.0	11.7	12.2
별도 외	-21.6	-41.6	6.9	-22.7	-4.6	-2.1	5.3	0.6
영업이익률	-2.4	-7.4	-2.2	-3.1	-1.0	1.1	2.1	1.6
별도	0.9	-2.1	-7.8	-0.5	-0.7	2.9	3.5	3.4
별도 외	-6.1	-13.3	1.5	-5.0	-1.2	-0.6	1.1	0.1
세전이익	37.5	1.3	26.7	1.2	35.0	59.1	74.6	70.4
지분법손익	56.3	43.8	40.5	25.8	43.2	48.0	54.4	54.4
순이익	25.5	-2.4	24.3	-1.2	29.7	47.3	59.7	54.6
지배순이익	38.0	25.8	22.9	24.0	38.8	43.6	49.7	49.7
아연가격(USD)	86.4	79.3	81.0	85.6	82.5	83.3	83.4	85.6
아연판매량(천톤)	3,393	3,176	2,754	2,566	2,629	2,700	2,700	2,700
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,170	1,170	1,170

자료: 영풍, 키움증권

영풍 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,615.4	2,654.1	3,724.9	2,971.4	3,020.1	3,184.4	3,229.1
별도	1,068.4	1,154.7	1,458.4	1,381.9	1,364.0	1,424.8	1,469.5
별도 외	1,547.0	1,499.4	2,266.5	1,589.6	1,656.0	1,759.6	1,759.6
영업이익	-5.5	-4.2	159.4	-108.9	30.8	96.1	100.2
별도	49.3	52.5	24.9	-30.0	31.5	70.2	72.5
별도 외	-54.8	-56.7	134.5	-79.0	-0.7	26.0	27.7
영업이익률	-0.2	-0.2	4.3	-3.7	1.0	3.0	3.1
별도	4.6	4.5	1.7	-2.2	2.3	4.9	4.9
별도 외	-3.5	-3.8	5.9	-5.0	0.0	1.5	1.6
세전이익	114.7	171.5	334.6	66.7	239.2	324.5	329.0
지분법손익	146.2	170.9	183.2	150.6	200.0	220.0	220.0
순이익	89.9	127.4	272.3	46.2	191.3	259.6	263.2
지배순이익	128.9	162.4	244.6	110.7	181.8	246.6	250.1
지배주주 EPS(원)	69,989	88,137	132,786	60,108	98,670	133,888	135,752
지배주주 BPS(원)	1,400,868	1,478,326	1,610,072	1,651,007	1,732,013	1,848,236	1,966,323
지배주주 ROE(%)	5.1	6.1	8.6	3.7	5.8	7.5	7.1
아연가격(USD)	1,987	2,002	2,851	2,972	2,682	2,700	2,700
아연판매량(천톤)	349.4	365.3	363.8	332.3	334.8	347.4	360.5
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,159	1,170	1,170

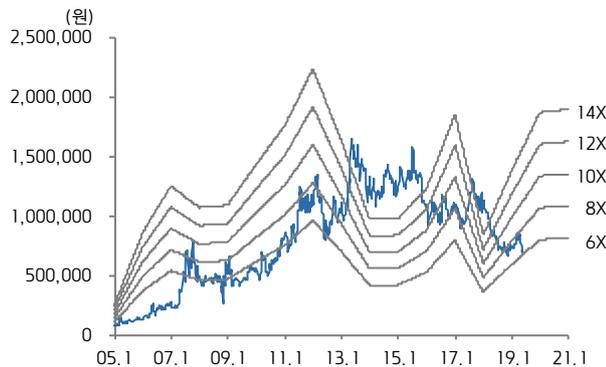
자료: 영풍, 키움증권

영풍 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,104.4	3,248.8	3,020.1	3,184.4	-2.7	-2.0
별도	1,362.8	1,477.3	1,364.0	1,424.8	0.1	-3.6
별도 외	1,741.5	1,771.5	1,656.0	1,759.6	-4.9	-0.7
영업이익	22.8	112.2	30.8	96.1	34.9	-14.3
별도	-9.2	48.9	31.5	70.2	흑자전환	43.5
별도 외	32.1	63.3	-0.7	26.0	적자전환	-59.0
영업이익률	0.7	3.5	1.0	3.0		
별도	-0.7	3.3	2.3	4.9		
별도 외	1.8	3.6	0.0	1.5		
세전이익	223.6	333.0	239.2	324.5	7.0	-2.6
지분법손익	199.0	218.9	200.0	220.0	0.5	0.5
순이익	207.1	219.0	191.3	259.6	-7.6	18.5
지배순이익	207.5	201.3	181.8	246.6	-12.4	22.5
지배주주 EPS(원)	112,665	109,277	98,670	133,888	-12.4	22.5
지배주주 BPS(원)	1,763,553	1,864,650	1,732,013	1,848,236	-1.8	-0.9
지배주주 ROE(%)	6.6	6.0	5.8	7.5		
아연가격(USD)	2,600	2,600	2,682	2,700	3.2	3.8
아연판매량(천톤)	363.4	399.7	334.8	347.4	-7.9	-13.1
원달러환율	1,125	1,125	1,159	1,170	3.0	4.0

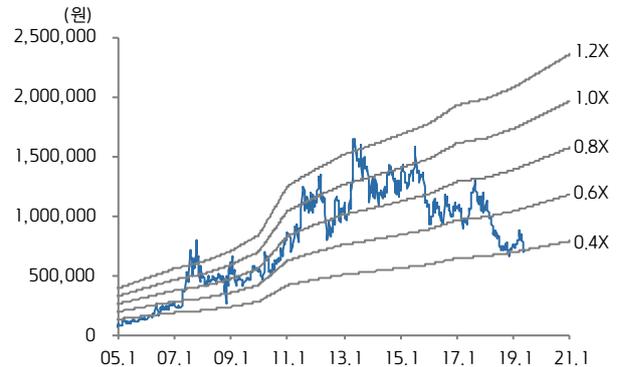
자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PER 밴드



자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PBR 밴드



자료: 영풍, 키움증권

영풍 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 sum-of-the-parts Valuation

				(십억원)	비고
1. 영업가치					
	19E EBITDA			86	
	Target multiple			3.0X	고려아연 6X
	순차입금			-210	1Q19말 기준
	영업가치			467	주당가치 253,649원
<hr/>					
2. 투자자산가치					
2.1 상장사	시총	직접 지분율		지분가치	
고려아연	8,180	26.9%		2,201	5/22 기준
코리아서킷	146	36.1%		53	5/22 기준
인터플렉스	294	11.1%		33	5/22 기준
시그네틱스	107	31.6%		34	5/22 기준
소계				2,320	
2.2 비상장사				62	1Q19말 장부가
2.3 합계				2,382	
	할인율			40%	
	투자자산가치			1,429	주당가치 775,933원
<hr/>					
3. 최종가치				1,897	주당가치 1,029,582원
4. 목표주가				1,000,000원	

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	3,725	2,971	3,020	3,184	3,229
매출원가	3,440	2,964	2,867	2,959	2,998
매출충이익	285	8	153	225	231
판매비	125	117	122	129	131
영업이익	159	-109	31	96	100
EBITDA	310	65	191	254	257
영업외손익	175	176	208	228	229
이자수익	5	8	8	8	8
이자비용	9	12	12	12	12
외환관련이익	66	51	0	0	0
외환관련손실	72	48	0	0	0
종속 및 관계기업손익	183	151	200	220	220
기타	2	26	12	12	13
법인세차감전이익	335	67	239	325	329
법인세비용	62	20	48	65	66
계속사업순손익	272	46	191	260	263
당기순이익	272	46	191	260	263
지배주주순이익	245	111	182	247	250
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	40.3	-20.2	1.6	5.4	1.4
영업이익 증감율	흑전	-168.6	-128.4	209.7	4.2
EBITDA 증감율	86.8	-79.0	193.8	33.0	1.2
지배주주순이익 증감율	50.9	-54.7	64.0	35.7	1.2
EPS 증감율	50.7	-54.7	64.2	35.7	1.4
매출충이익율(%)	7.7	0.3	5.1	7.1	7.2
영업이익률(%)	4.3	-3.7	1.0	3.0	3.1
EBITDA Margin(%)	8.3	2.2	6.3	8.0	8.0
지배주주순이익률(%)	6.6	3.7	6.0	7.8	7.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,464	1,375	1,376	1,428	1,469
현금 및 현금성자산	192	190	176	178	206
단기금융자산	153	272	272	272	272
매출채권 및 기타채권	544	346	352	371	376
재고자산	553	555	564	595	603
기타유동자산	175	284	284	284	284
비유동자산	3,339	3,347	3,510	3,702	3,896
투자자산	1,743	1,820	1,993	2,193	2,394
유형자산	1,114	1,045	1,036	1,030	1,024
무형자산	12	12	11	9	8
기타비유동자산	470	470	470	470	470
자산총계	4,804	4,722	4,886	5,130	5,365
유동부채	788	710	715	733	737
매입채무 및 기타채무	466	413	418	436	440
단기금융부채	253	258	258	258	258
기타유동부채	69	39	39	39	39
비유동부채	546	504	504	504	504
장기금융부채	106	73	73	73	73
기타비유동부채	440	431	431	431	431
부채총계	1,334	1,214	1,219	1,237	1,242
지배지분	2,966	3,041	3,190	3,405	3,622
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	38	36	36	36	36
기타자본	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄손익누계액	27	-2	-17	-33	-48
이익잉여금	2,908	3,016	3,180	3,410	3,643
비지배지분	504	466	476	489	502
자본총계	3,470	3,507	3,666	3,893	4,124

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	184	119	185	208	234
당기순이익	272	46	191	260	263
비현금항목의 가감	56	57	21	16	15
유형자산감가상각비	149	172	158	157	155
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
지분법평가손익	-185	-166	-200	-220	-220
기타	91	50	62	78	79
영업활동자산부채증감	-133	20	-10	-32	-9
매출채권및기타채권의감소	-160	120	-6	-19	-5
재고자산의감소	-130	-20	-9	-31	-8
매입채무및기타채무의증가	169	-55	5	17	5
기타	-12	-25	0	1	-1
기타현금흐름	-11	-4	-17	-36	-35
투자활동 현금흐름	-379	-176	-144	-151	-151
유형자산의 취득	-429	-113	-150	-150	-150
유형자산의 처분	125	3	0	0	0
무형자산의 순취득	-1	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	52	74	27	20	20
단기금융자산의감소(증가)	-69	-119	0	0	0
기타	-57	-21	-21	-21	-21
재무활동 현금흐름	181	55	11	11	11
차입금의 증가(감소)	134	-19	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	46	0	0	0
자기주식처분(취득)	26	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-17	-17	-17
기타	21	28	28	28	28
기타현금흐름	-1	0	-66	-66	-66
현금 및 현금성자산의 순증가	-15	-2	-14	2	28
기초현금 및 현금성자산	207	192	190	176	178
기말현금 및 현금성자산	192	190	176	178	206

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	132,786	60,108	98,670	133,888	135,752
BPS	1,610,07	1,651,00	1,732,01	1,848,23	1,966,32
	2	7	3	6	3
CFPS	178,025	55,908	115,336	149,729	151,073
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주당배수(배)					
PER	8.1	12.4	7.2	5.3	5.2
PER(최고)	10.1	19.2	8.8		
PER(최저)	6.6	10.5	7.0		
PBR	0.67	0.45	0.41	0.38	0.36
PBR(최고)	0.83	0.70	0.50		
PBR(최저)	0.55	0.38	0.40		
PSR	0.53	0.46	0.43	0.41	0.40
PCFR	6.0	13.3	6.1	4.7	4.7
EV/EBITDA	8.1	26.3	8.7	6.6	6.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.3	37.2	9.0	6.6	6.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.3	1.4	1.4	1.4
ROA	6.1	1.0	4.0	5.2	5.0
ROE	8.6	3.7	5.8	7.5	7.1
ROIC	10.0	-4.7	1.6	5.0	5.2
매출채권회전율	8.3	6.7	8.6	8.8	8.6
재고자산회전율	7.5	5.4	5.4	5.5	5.4
부채비율	38.5	34.6	33.3	31.8	30.1
순차입금비율	0.4	-3.7	-3.2	-3.1	-3.5
이자보상배율	17.2	-9.4	2.7	8.3	8.6
총차입금	360	332	332	332	332
순차입금	15	-130	-116	-119	-146
NOPLAT	310	65	191	254	257
FCF	-132	9	25	52	78

Compliance Notice

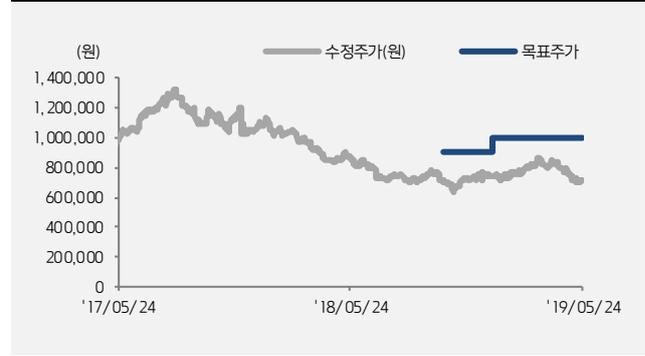
- 당사는 5월 23일 현재 '영풍(000670)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
영풍 (000670)	2018-10-17	Buy(Initiate)	900,000원	6개월	-20.44	-14.78
	2019-01-03	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-22.26	-12.90
	2019-05-24	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/4/1~2019/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%