



BUY(Maintain)

목표주가: 1,000,000원

주가(11/18): 629,000원

시가총액: 11,586억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/18)		2,160.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	871,000원	563,000원
등락률	-27.8%	11.7%
수익률	절대	상대
1M	1.5%	-3.2%
6M	-10.4%	-14.7%
1Y	-12.3%	-15.0%

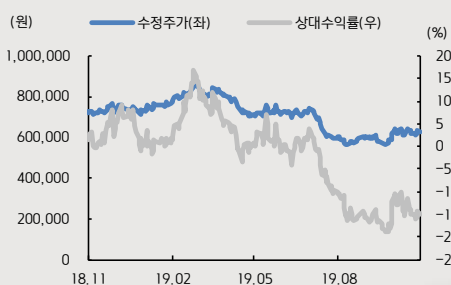
Company Data

발행주식수	1,842 천주
일평균 거래량(3M)	1천주
외국인 지분율	3.9%
배당수익률(19E)	1.6%
BPS(19E)	1,768,696원
주요 주주	장형진 외 8인 60.8%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	3,725	2,971	3,214	3,321
영업이익	159	-109	94	119
EBITDA	310	65	254	262
세전이익	335	67	290	335
순이익	272	46	247	268
지배주주지분순이익	245	111	249	260
EPS(원)	132,786	60,108	135,354	141,154
증감률(%YoY)	50.7	-54.7	125.2	4.3
PER(배)	8.1	12.4	4.5	4.3
PBR(배)	0.67	0.45	0.35	0.32
EV/EBITDA(배)	8.1	26.3	5.4	5.0
영업이익률(%)	4.3	-3.7	2.9	3.6
ROE(%)	8.6	3.7	7.9	7.7
순부채비율(%)	0.4	-3.7	-5.6	-7.2

Price Trend



3Q19 실적리뷰

영풍 (000670)

PCB 자회사 실적호조로 예상치 상회



3분기 연결 영업이익은 428억원으로 키움증권 추정치 170억원을 크게 상회했습니다. 아연가격 하락에 따른 본사 실적부진에도 영풍전자를 중심으로 PCB 자회사들 실적이 예상보다 호조를 보였습니다. 2Q19이후 시작된 연결 영업이익 흑자기조는 향후에도 지속될 것으로 전망합니다. 비록 석포제련소의 조업정지 이슈가 남아있지만 현 주가는 자산가치대비 절대적 저평가 상태임이 분명합니다.

>>> 3Q19 실적은 영풍전자 실적호조로 예상치 상회

연결 영업이익은 428억원(+40%QoQ, 흑전YoY)으로 키움증권 추정치 170억원을 상회했다. 아연가격 하락에 따라 별도 영업이익은 53억원(-81%QoQ, 흑전YoY)으로 키움증권 추정치 117억원을 하회했지만 영풍전자를 중심으로 한 PCB 자회사들의 실적개선에 따라 별도 외 영업이익이 374억원으로 예상치 53억원을 크게 상회했다. 인터플렉스, 영풍전자 등 PCB 자회사는 주요 고객이었던 애플과의 관계가 악화되면서 2018년 극심한 실적부진을 경험했는데 이후 삼성전자를 중심으로 고객다변화와 자체적인 원가절감 노력으로 수익성이 완만히 개선되고 있는 것으로 추정된다.

당기순이익은 853억원(+35%QoQ, +252%YoY)으로 키움증권 추정치 597억원을 상회했는데, 고려아연을 중심으로 지분법이익이 예상보다 부진했지만 유효법인세율이 6.6%에 그쳤기 때문이다.

>>> 2Q19 시작된 영업이익 흑자기조 지속될 전망

본사 제련사업은 올해 벤치마크 아연제련수수료(+\$98YoY)가 본격적으로 반영되기 시작한 2Q19부터 흑자기조가 지속되고 있고 그동안 부진했던 IT 계열사들의 실적도 영풍전자를 중심으로 3Q19부터 개선되고 있어 2Q19이후 시작된 연결 영업이익 흑자기조는 향후에도 지속될 것으로 전망한다. 2Q19 및 3Q19 실적과 최근 업황을 반영해 2019E 및 2020E 지배주주 순이익 전망치를 기존대비 각각 37%, 5% 상향한다.

다만, 현재 법적공방이 진행중인 석포제련소 조업정지관련 판결에 따라 향후 본사 실적 추정치의 변경이 가능할 수 있음을 감안해야 한다.

>>> 자산가치만 감안해도 저평가, 중장기 매수접근 유효

현재 영풍의 시가총액 1.16조원은 동사가 보유한 고려아연의 지분가치 2.15조원(시가총액 8.01조원 X 지분율 26.9%)대비 54%에 불과하다. 또한 3Q19 말 영풍의 순현금 약 2,100억원과 종로 영풍문고빌딩(장부가 약 4,000억원), 논현역 영풍빌딩(장부가 약 670억원) 등의 자산가치를 감안시 영업가치와 IT 자회사의 가치를 제외하더라도 현 주가는 절대적 저평가 상황으로 중장기 관점에서 매수접근은 유효하다. 목표주가 1,000,000원과 투자이견 Buy를 유지한다. 목표주가는 Sum of the Parts Valuation으로 산출했다.

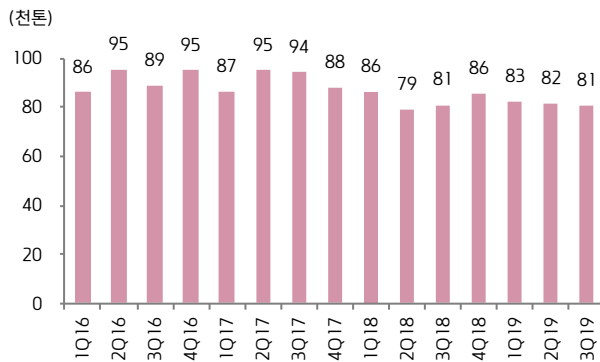
영풍 3Q19 실적

(단위: 십억원)	3Q19	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q19	%QoQ	3Q18	%YoY
매출액	923.0	809.4	14.0			772.4	19.5	786.8	17.3
별도	325.0	338.9	-4.1			348.6	-6.8	315.0	3.2
별도 외	598.0	470.5	27.1			423.8	41.1	471.8	26.7
영업이익	42.8	17.0	151.2			30.5	40.2	-17.7	흑전
별도	5.3	11.7	-54.4			27.8	-80.8	-24.6	흑전
별도 외	37.4	5.3	605.8			2.7	1,281.3	6.9	443.2
영업이익률	4.6	2.1				4.0		-2.2	
별도	1.6	3.5				8.0		-7.8	
별도 외	6.3	1.1				0.6		1.5	
세전이익	91.3	74.6	22.4			82.1	11.2	26.7	242.4
지분법손익	45.3	54.4	-16.8			52.4	-13.5	40.5	11.9
순이익	85.3	59.7	42.8			63.3	34.7	24.3	251.6
지배순이익	79.6	49.7	60.3			64.8	22.8	22.9	247.7
아연가격(USD)	2,440	2,700	-9.6			2,846	-14.3	2,754	-11.4
아연판매량(천톤)	80.6	83.4	-3.4			81.6	-1.3	81.0	-0.5
원달러환율	1,193	1,170	2.0			1,166	2.3	1,122	6.4

주: 컨센서스 없음

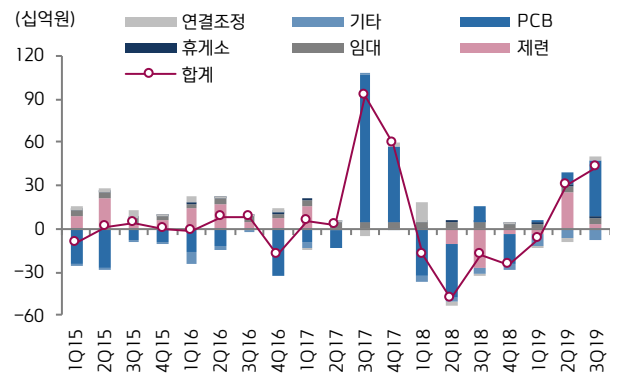
자료: 영풍, 키움증권

영풍 본사 아연판매량 추이



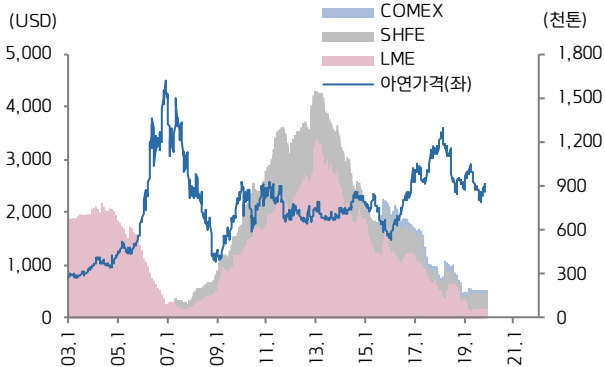
자료: 영풍, 키움증권

영풍 사업부별 영업이익



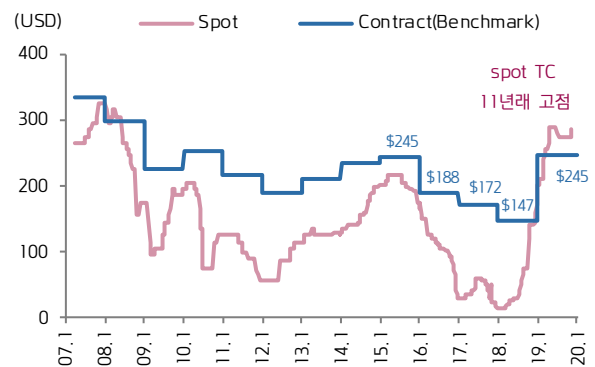
자료: 영풍, 키움증권

아연가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

영풍 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액	744.7	659.6	786.8	780.4	698.6	772.4	923.0	820.0
별도	394.1	346.8	315.0	326.0	324.0	348.6	325.0	332.2
별도 외	350.6	312.8	471.8	454.4	374.6	423.8	598.0	487.9
영업이익	-18.2	-48.8	-17.7	-24.3	-7.0	30.5	42.8	28.1
별도	3.4	-7.1	-24.6	-1.6	-2.4	27.8	5.3	6.5
별도 외	-21.6	-41.6	6.9	-22.7	-4.6	2.7	37.4	21.6
영업이익률	-2.4	-7.4	-2.2	-3.1	-1.0	4.0	4.6	3.4
별도	0.9	-2.1	-7.8	-0.5	-0.7	8.0	1.6	2.0
별도 외	-6.1	-13.3	1.5	-5.0	-1.2	0.6	6.3	4.4
세전이익	37.5	1.3	26.7	1.2	35.0	82.1	91.3	82.0
지분법손익	56.3	43.8	40.5	25.8	43.2	52.4	45.3	45.3
순이익	25.5	-2.4	24.3	-1.2	29.7	63.3	85.3	68.6
지배순이익	38.0	25.8	22.9	24.0	38.8	64.8	79.6	66.1
아연가격(USD)	86.4	79.3	81.0	85.6	82.5	81.6	80.6	85.6
아연판매량(천톤)	3,393	3,176	2,754	2,566	2,629	2,846	2,440	2,450
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,193	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	3,214.0	3,321.0	3,346.2
별도	1,068.4	1,154.7	1,458.4	1,381.9	1,329.8	1,302.8	1,328.0
별도 외	1,547.0	1,499.4	2,266.5	1,589.6	1,884.2	2,018.2	2,018.2
영업이익	-5.5	-4.2	159.4	-108.9	94.4	119.2	121.6
별도	49.3	52.5	24.9	-30.0	37.3	40.6	41.4
별도 외	-54.8	-56.7	134.5	-79.0	57.1	78.6	80.1
영업이익률	-0.2	-0.2	4.3	-3.7	2.9	3.6	3.6
별도	4.6	4.5	1.7	-2.2	2.8	3.1	3.1
별도 외	-3.5	-3.8	5.9	-5.0	3.0	3.9	4.0
세전이익	114.7	171.5	334.6	66.7	290.4	335.1	338.8
지분법손익	146.2	170.9	183.2	150.6	186.1	204.7	204.7
순이익	89.9	127.4	272.3	46.2	246.9	268.1	271.1
지배순이익	128.9	162.4	244.6	110.7	249.3	260.0	262.9
지배주주 EPS(원)	69,989	88,137	132,786	60,108	135,354	141,154	142,745
지배주주 BPS(원)	1,400,868	1,478,326	1,610,072	1,651,007	1,768,696	1,892,186	2,017,266
지배주주 ROE(%)	5.1	6.1	8.6	3.7	7.9	7.7	7.3
아연가격(USD)	1,987	2,002	2,851	2,972	3,214.0	3,321.0	3,346.2
아연판매량(천톤)	349.4	365.3	363.8	332.3	1,329.8	1,302.8	1,328.0
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,884.2	2,018.2	2,018.2

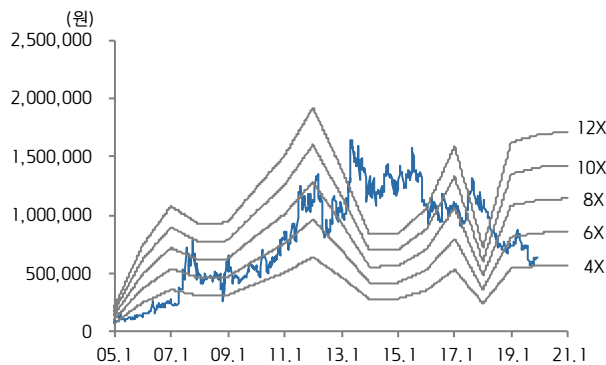
자료: 영풍, 키움증권

영풍 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,020.1	3,184.4	3,214.0	3,321.0	6.4	4.3
별도	1,364.0	1,424.8	1,329.8	1,302.8	-2.5	-8.6
별도 외	1,656.0	1,759.6	1,884.2	2,018.2	13.8	14.7
영업이익	30.8	96.1	94.4	119.2	206.4	24.0
별도	31.5	70.2	37.3	40.6	18.2	-42.1
별도 외	-0.7	26.0	57.1	78.6	흑전	202.8
영업이익률	1.0	3.0	2.9	3.6		
별도	2.3	4.9	2.8	3.1		
별도 외	0.0	1.5	3.0	3.9		
세전이익	239.2	324.5	290.4	335.1	21.4	3.3
지분법손익	200.0	220.0	186.1	204.7	-7.0	-7.0
순이익	191.3	259.6	246.9	268.1	29.0	3.3
지배순이익	181.8	246.6	249.3	260.0	37.2	5.4
지배주주 EPS(원)	98,670	133,888	135,354	141,154	37.2	5.4
지배주주 BPS(원)	1,732,013	1,848,236	1,768,696	1,892,186	2.1	2.4
지배주주 ROE(%)	5.8	7.5	7.9	7.7		
아연가격(USD)	2,682	2,700	2,591	2,450	-3.4	-9.3
아연판매량(천톤)	334.8	347.4	330.4	338.4	-1.3	-2.6
원달러환율	1,159	1,170	1,164	1,170	0.4	0.0

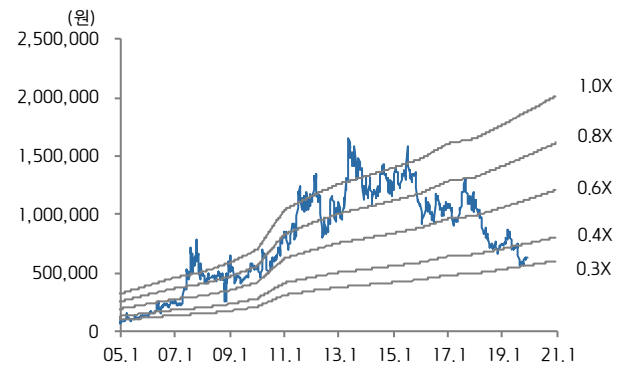
자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PER 밴드



자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PBR 밴드



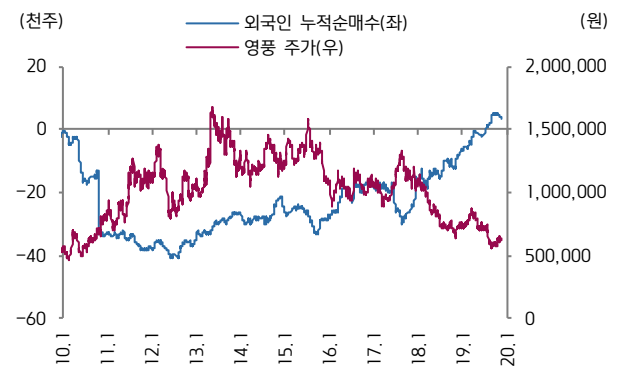
자료: 영풍, 키움증권

영풍 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 sum-of-the-parts Valuation

1. 영업가치				(십억원)	비고
	19E EBITDA			89	
	Target multiple			3.0X	고려아연 6X
	순차입금			-212	3Q19말 기준
	영업가치			480	주당가치 260,566원
2. 투자자산가치					
2.1 상장사	시총	직접 지분율	지분가치		
고려아연	8,010	26.9%	2,156		11/18 기준
코리아서킷	270	36.1%	97		11/18 기준
인터플렉스	405	11.1%	45		11/18 기준
시그네틱스	98	31.6%	31		11/18 기준
소계			2,329		
2.2 비상장사			62		3Q19말 장부가
2.3 합계			2,391		
	할인율		40%		
	투자자산가치		1,434		주당가치 778,719원
3. 최종가치				1,914	주당가치 1,039,285원
4. 목표주가				1,000,000원	

자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	3,725	2,971	3,214	3,321	3,346
매출원가	3,440	2,964	2,998	3,076	3,098
매출총이익	285	8	216	245	248
판매비	125	117	122	126	127
영업이익	159	-109	94	119	122
EBITDA	310	65	254	262	256
영업외손익	175	176	196	216	217
이자수익	5	8	9	11	12
이자비용	9	12	12	12	12
외환관련이익	66	51	0	0	0
외환관련손실	72	48	0	0	0
종속 및 관계기업손익	183	151	186	205	205
기타	2	26	13	12	12
법인세차감전이익	335	67	290	335	339
법인세비용	62	20	44	67	68
계속사업순손익	272	46	247	268	271
당기순이익	272	46	247	268	271
지배주주순이익	245	111	249	260	263
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	40.3	-20.2	8.2	3.3	0.8
영업이익 증감률	흑전	-168.6	-186.2	26.6	2.5
EBITDA 증감률	86.8	-79.0	290.8	3.1	-2.3
지배주주순이익 증감률	50.9	-54.7	124.3	4.4	1.2
EPS 증감률	50.7	-54.7	125.2	4.3	1.1
매출총이익률(%)	7.7	0.3	6.7	7.4	7.4
영업이익률(%)	4.3	-3.7	2.9	3.6	3.6
EBITDA Margin(%)	8.3	2.2	7.9	7.9	7.7
지배주주순이익률(%)	6.6	3.7	7.7	7.8	7.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,464	1,375	1,528	1,633	1,724
현금 및 현금성자산	192	190	270	342	425
단기금융자산	153	272	272	272	272
매출채권 및 기타채권	544	346	375	387	390
재고자산	553	555	600	620	625
기타유동자산	175	284	11.0	12.0	12.0
비유동자산	3,339	3,347	3,433	3,575	3,726
투자자산	1,743	1,820	1,987	2,172	2,357
유형자산	1,114	1,045	966	925	891
무형자산	12	12	11	9	8
기타비유동자산	470	470	469	469	470
자산총계	4,804	4,722	4,962	5,208	5,450
유동부채	788	710	736	747	750
매입채무 및 기타채무	466	413	439	450	453
단기금융부채	253	258	258.4	258.4	258.4
기타유동부채	69	39	39	39	39
비유동부채	546	504	504	504	504
장기금융부채	106	73	73.4	73.4	73.4
기타비유동부채	440	431	431	431	431
부채총계	1,334	1,214	1,240	1,251	1,254
지배지분	2,966	3,041	3,258	3,485	3,716
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	3,248	3,491	3,737
비지배지분	504	466	464	472	480
자본총계	3,470	3,507	3,722	3,957	4,196

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	184	119	216	229	239
당기순이익	272	46	247	268	271
비현금항목의 가감	56	57	29	16	6
유형자산감가상각비	149	172	158	142	133
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
지분법평가손익	-185	-166	-186	-205	-205
기타	91	50	56	78	77
영업활동자산부채증감	-133	20	-48	-21	-5
매출채권및기타채권의감소	-160	120	-28	-12	-3
재고자산의감소	-130	-20	-45	-20	-5
매입채무및기타채무의증가	169	-55	26	11	3
기타	-12	-25	-1	0	0
기타현금흐름	-11	-4	-12	-34	-33
투자활동 현금흐름	-379	-176	-81	-101	-101
유형자산의 취득	-429	-113	-80	-100	-100
유형자산의 처분	125	3	0	0	0
무형자산의 순취득	-1	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	52	74	20	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	80	72	83
기초현금 및 현금성자산	207	192	190	270	342
기말현금 및 현금성자산	192	190	270	342	425

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	132,786	60,108	135,354	141,154	142,745
BPS	1,610,072	1,651,007	1,768,696	1,892,186	2,017,266
CFPS	178,025	55,908	149,862	154,254	150,655
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	8.1	12.4	4.5	4.3	4.3
PER(최고)	10.1	19.2	6.4		
PER(최저)	6.6	10.5	4.0		
PBR	0.67	0.45	0.35	0.32	0.30
PBR(최고)	0.83	0.70	0.49		
PBR(최저)	0.55	0.38	0.31		
PSR	0.53	0.46	0.35	0.34	0.34
PCFR	6.0	13.3	4.1	4.0	4.1
EV/EBITDA	8.1	26.3	5.4	5.0	4.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.3	37.2	7.0	6.4	6.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.3	1.6	1.6	1.6
ROA	6.1	1.0	5.1	5.3	5.1
ROE	8.6	3.7	7.9	7.7	7.3
ROIC	10.0	-4.7	5.3	6.5	6.7
매출채권회전율	8.3	6.7	8.9	8.7	8.6
재고자산회전율	7.5	5.4	5.6	5.4	5.4
부채비율	38.5	34.6	33.3	31.6	29.9
순차입금비율	0.4	-3.7	-5.6	-7.2	-8.7
이자보상배율	17.2	-9.4	8.1	10.3	10.5
총차입금	360	332	332	332	332
순차입금	15	-130	-210	-283	-365
NOPLAT	310	65	254	262	256
FCF	-132	9	112	117	126

Compliance Notice

- 당사는 11월 18일 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.

고지사항

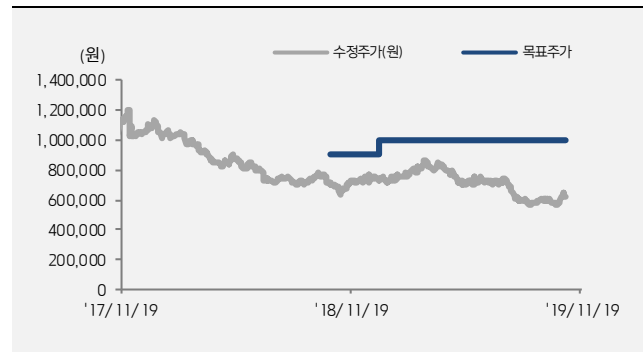
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비 추가대비	최고 추가대비
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	-23.46	-12.90
	2019-11-19	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%