



BUY(Maintain)

목표주가: 900,000원

주가(5/21): 519,000원

시가총액: 9,560억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/21)		1,998.31pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	758,000원	384,000원
등락률	-31.5%	35.2%
수익률	절대	상대
1M	2.0%	-4.1%
6M	-16.4%	-12.3%
1Y	-26.9%	-24.6%

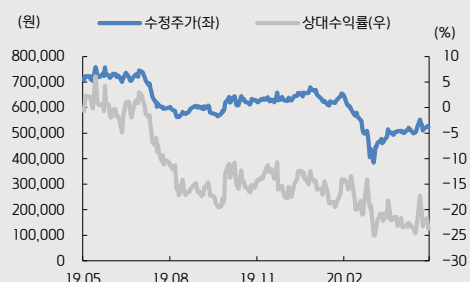
Company Data

발행주식수	1,842 천주
일평균 거래량(3M)	2천주
외국인 지분율	4.0%
배당수익률(20E)	1.9%
BPS(20E)	1,922,904원
주요 주주	장세준 외 7인
	60.8%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2021E	2022E
매출액	2,971	3,084	3,000	3,090
영업이익	-109	84	153	158
EBITDA	65	254	326	328
세전이익	67	248	358	347
순이익	46	207	286	278
지배주주지분순이익	111	233	301	292
EPS(원)	60,108	126,504	163,225	158,376
증감률(%YoY)	-54.7	110.5	29.0	-3.0
PER(배)	12.4	5.1	3.2	3.3
PBR(배)	0.45	0.36	0.27	0.25
EV/EBITDA(배)	26.3	5.4	3.0	2.8
영업이익률(%)	-3.7	2.7	5.1	5.1
ROE(%)	3.7	7.4	8.8	7.9
순부채비율(%)	-3.7	-6.9	-10.3	-10.9

Price Trend



영풍 (000670)

3년만에 흑자전환 성공



1분기 영업이익은 150억원으로 1분기 실적기준으로 3년만에 흑자전환에 성공했습니다. 본사는 아연가격 하락과 판매량 감소에도 4개분기 연속 흑자를 기록해 이익체력이 개선되었음을 보여주었는데 제련수수료 상승으로 2분기이후 추가 실적개선이 기대됩니다. 올해는 매분기 영업흑자가 가능할 전망이며 석포제련소 조업정지관련 소송이 아직 진행중이지만 현 주가는 자산가치대비 과도한 저평가 상태입니다.

>>> 1Q20 영업이익은 1분기 실적기준 3년만에 흑자전환

연결 영업이익은 150억원(-17%QoQ, 흑전YoY)으로 1분기 실적기준으로 1Q17 53억원이후 3년만에 흑자전환에 성공했다(1Q18 -182억원, 1Q19 -70억원). 1) 별도 영업이익은 28억원(-85%QoQ, 흑전YoY)으로 아연가격 하락과 판매량 감소에도 4개분기 연속 흑자를 기록해 이익체력이 개선되었음을 보여주었고, 2) IT 자회사들의 실적은 인터플렉스가 2개분기 연속 부진했지만 영풍전자의 실적이 개선되며 QoQ/YoY 흑자전환에 성공했다. 3) 고려아연의 견조한 실적으로 지분법이익도 안정적으로 유지되고 있다.

>>> 올해는 매분기 흑자가 유지되며 실적개선 기대

계절적으로 IT 자회사들의 실적이 부진한 1분기에 흑자전환에 성공함에 따라 올해는 매분기 영업흑자가 가능할 전망이다(2017년 이후 처음)

본사는 올해 벤치마크 아연 제련수수료(Treatment Charge, TC)가 \$300로 +\$55YoY 상승함에 따라 반영이 시작되는 2Q20부터 영업이익과 지분법이익 개선이 기대된다. 영풍은 연간 약 60만톤의 아연정광을 구매하는데 100% 벤치마크 제련수수료로 정광을 구매한다고 가정시 전년대비 약 400억원의 영업이익 개선효과가 있다(60만톤X\$55X\$1,200원).

한편, IT 자회사들은 코로나19 영향으로 2Q20 실적은 부진이 예상되지만 하반기는 Galaxy Note, Fold 등 신규 모델 양산과 성수기 진입으로 실적개선이 기대된다.

1Q20 실적을 반영해 2020년 영업이익 및 지배주주순이익 추정치를 기존대비 각각 16%, 11% 상향한다.

>>> 자산가치만 감안해도 과도한 저평가

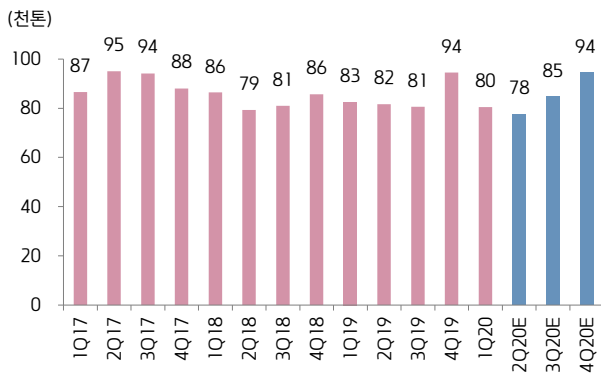
현재 영풍의 시가총액 0.96조원은 동사가 보유한 고려아연의 지분가치 1.94조원(시가총액 7.2조원X지분율 26.9%)의 절반수준에 불과하다. 석포제련소의 조업정지와 관련해 법적소송이 여전히 진행중에 있지만 본사의 자산가치대비 현재 주가는 과도한 저평가 상태로 판단한다. 본사 영업가치에 대한 EBITDA multiple을 기존 3.0X에서 2.0X로 낮추고 투자자산가치에 대한 할인율을 기존 40%에서 50%로 높여 목표주가를 900,000원으로 기존대비 -10% 하향하지만 Buy의견을 유지한다(4페이지 Sum of the parts table 참조).

영풍 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	%QoQ	%YoY	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	698.6	772.4	923.0	690.2	734.8	6.5	5.2	716.8	878.7	669.8
별도	324.0	348.6	325.0	350.3	294.7	-15.9	-9.1	262.7	297.0	315.3
별도 외	350.6	312.8	471.8	454.4	440.2	-3.1	25.5	454.1	581.7	354.5
영업이익	-7.0	30.5	42.8	18.1	15.0	-17.2	흑자전환	45.9	49.4	42.5
별도	-2.4	27.8	5.3	19.2	2.8	-85.3	흑자전환	27.7	20.7	19.4
별도 외	-4.6	2.7	37.4	-1.1	12.1	흑자전환	흑자전환	18.2	28.7	23.1
영업이익률	-1.0	4.0	4.6	2.6	2.0			6.4	5.6	6.3
별도	-0.7	8.0	1.6	5.5	1.0			10.5	7.0	6.1
별도 외	-1.3	0.9	7.9	-0.2	2.8			4.0	4.9	6.5
세전이익	35.0	82.1	91.3	39.4	69.6	76.6	99.1	98.8	96.4	93.1
지분법손익	43.2	52.4	45.3	39.8	40.0	0.3	-7.5	55.6	49.7	53.4
순이익	29.7	63.3	85.3	29.1	49.8	71.1	67.8	79.1	77.1	80.4
지배순이익	38.8	64.8	79.6	49.8	53.2	6.8	37.3	82.5	75.2	89.8
아연판매량(천톤)	82.5	81.6	80.6	94.4	80.5	-14.8	-2.5	77.5	84.6	94.4
아연가격(USD)	2,629	2,846	2,440	2,399	2,251	-6.2	-14.4	2,000	2,000	2,000
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1.5	6.1	1,200	1,200	1,200

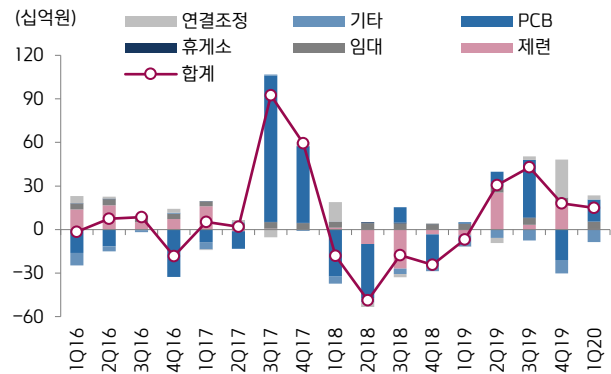
자료: 영풍, 키움증권

영풍 본사 아연판매량 추이



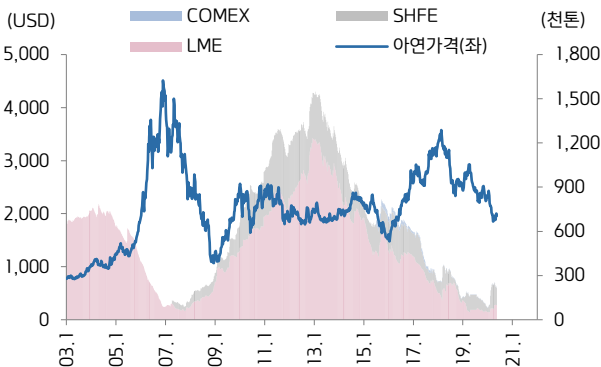
자료: 영풍, 키움증권

영풍 사업부별 영업이익



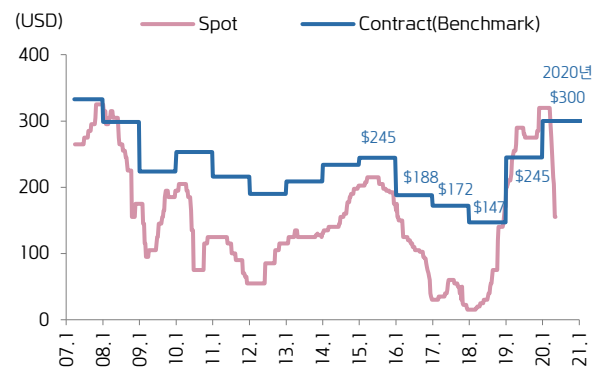
자료: 영풍, 키움증권

아연가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

아연 제련수수료



자료: Bloomberg, 키움증권

영풍 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,615.4	2,654.1	3,724.9	2,971.4	3,084.1	3,000.1	3,089.6
별도	1,068.4	1,154.7	1,458.4	1,381.9	1,348.0	1,169.7	1,157.6
별도 외	1,547.0	1,499.4	2,266.5	1,589.6	1,736.2	1,830.4	1,932.0
영업이익	-5.5	-4.2	159.4	-108.9	84.4	152.8	158.4
별도	49.3	52.5	24.9	-30.0	50.0	70.6	57.3
별도 외	-54.8	-56.7	134.5	-79.0	34.4	82.2	101.1
영업이익률	-0.2	-0.2	4.3	-3.7	2.7	5.1	5.1
별도	4.6	4.5	1.7	-2.2	3.7	6.0	5.0
별도 외	-3.5	-3.8	5.9	-5.0	2.0	4.5	5.2
세전이익	114.7	171.5	334.6	247.8	357.9	357.9	354.4
지분법손익	146.2	170.9	183.2	180.6	198.7	198.7	198.7
순이익	89.9	127.4	272.3	207.4	286.3	286.3	283.5
지배순이익	128.9	162.4	244.6	233.0	300.7	300.7	297.7
지배주주 EPS(원)	69,989	88,137	132,786	60,108	126,504	163,225	158,376
지배주주 BPS(원)	1,400,868	1,478,326	1,610,072	1,651,007	1,767,872	1,922,904	2,073,087
지배주주 ROE(%)	5.1	6.1	8.6	3.7	7.4	8.8	7.9
아연가격(USD)	1,987	2,002	2,851	2,971.4	3,084.1	3,000.1	3,089.6
아연판매량(천톤)	349.4	365.3	363.8	1,381.9	1,348.0	1,169.7	1,157.6
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,589.6	1,736.2	1,830.4	1,932.0

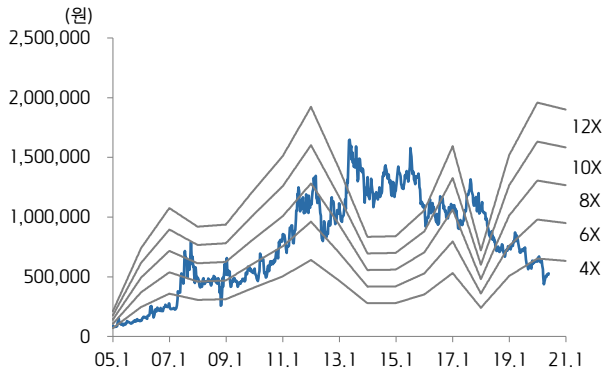
자료: 영풍, 키움증권

영풍 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,321.0	3,346.2	3,000.1	3,089.6	-9.7	-7.7
별도	1,302.8	1,328.0	1,169.7	1,157.6	-10.2	-12.8
별도 외	2,018.2	2,018.2	1,830.4	1,932.0	-9.3	-4.3
영업이익	119.2	121.6	152.8	158.4	28.2	30.3
별도	40.6	41.4	70.6	57.3	73.8	38.4
별도 외	78.6	80.1	82.2	101.1	4.6	26.2
영업이익률	3.6	3.6	5.1	5.1		
별도	3.1	3.1	6.0	5.0		
별도 외	3.9	4.0	4.5	5.2		
세전이익	335.1	338.8	357.9	354.4	6.8	4.6
지분법손익	204.7	204.7	198.7	198.7	-2.9	-2.9
순이익	268.1	271.1	286.3	283.5	6.8	4.6
지배순이익	260.0	262.9	300.7	297.7	15.6	13.2
지배주주 EPS(원)	141,154	142,745	163,225	158,376	15.6	11.0
지배주주 BPS(원)	1,892,186	2,017,266	1,922,904	2,073,087	1.6	2.8
지배주주 ROE(%)	7.7	7.3	8.8	7.9		
아연가격(USD)	2,450	2,450	2,063	2,000	-15.8	-18.4
아연판매량(천톤)	338.4	346.5	337.1	341.8	-0.4	-1.4
원달러환율	1,170	1,170	1,198	1,200	2.4	2.6

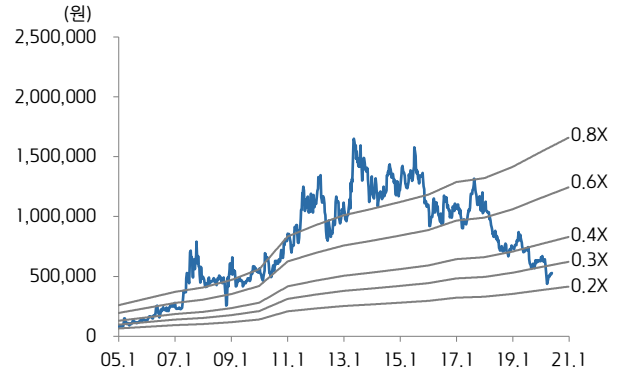
자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 12mf PBR 밴드



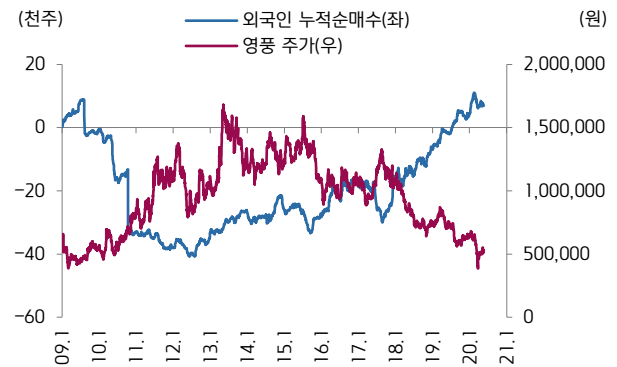
자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 sum-of-the-parts Valuation

1. 영업가치			(십억원)	비고
20E EBITDA			124	
Target multiple			2.0X	
순차입금			-275	1Q20말 기준
영업가치			523	주당가치 284,145원
2. 투자자산가치				
2.1 상장사	시총	직접 지분율	지분가치	
고려아연	7,284	26.9%	1,960	5/20 기준
코리아서킷	245	36.1%	88	5/20 기준
인터플렉스	261	11.1%	29	5/20 기준
시그네틱스	69	31.6%	22	5/20 기준
소계			2,099	
2.2 비상장사			116	1Q20말 장부가
2.3 합계			2,215	
할인율			50%	
투자자산가치			1,108	주당가치 601,316원
3. 최종가치			1,631	주당가치 885,460원
4. 목표주가			900,000원	

자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	2,971	3,084	3,000	3,090	3,102
매출원가	2,964	2,866	2,718	2,798	2,804
매출총이익	8	218	282	291	298
판매비	117	133	129	133	134
영업이익	-109	84	153	158	164
EBITDA	65	254	326	328	334
영업외손익	176	163	205	189	190
이자수익	8	9	9	10	11
이자비용	12	13	13	13	13
외환관련이익	51	54	0	0	0
외환관련손실	48	52	0	0	0
종속 및 관계기업손익	151	181	199	199	199
기타	26	-16	10	-7	-7
법인세차감전이익	67	248	358	347	354
법인세비용	20	40	72	69	71
계속사업순이익	46	207	286	278	283
당기순이익	46	207	286	278	283
지배주주순이익	111	233	301	292	298
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-20.2	3.8	-2.7	3.0	0.4
영업이익 증감율	-168.4	-177.1	82.1	3.3	3.8
EBITDA 증감율	-79.0	290.8	28.3	0.6	1.8
지배주주순이익 증감율	-54.6	109.9	29.2	-3.0	2.1
EPS 증감율	-54.7	110.5	29.0	-3.0	2.0
매출총이익율(%)	0.3	7.1	9.4	9.4	9.6
영업이익률(%)	-3.7	2.7	5.1	5.1	5.3
EBITDA Margin(%)	2.2	8.2	10.9	10.6	10.8
지배주주순이익률(%)	3.7	7.6	10.0	9.4	9.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,375	1,465	1,593	1,676	1,757
현금 및 현금성자산	190	167	321	376	453
단기금융자산	272	349	349	349	349
매출채권 및 기타채권	346	461	449	462	464
재고자산	555	473	460	474	475
기타유동자산	12.0	15.0	14.0	15.0	16.0
비유동자산	3,347	3,368	3,503	3,691	3,880
투자자산	1,820	1,956	2,164	2,372	2,580
유형자산	1,045	916	844	825	806
무형자산	12	7	6	6	5
기타비유동자산	470	489	489	488	489
자산총계	4,722	4,833	5,096	5,367	5,637
유동부채	710	668	661	669	670
매입채무 및 기타채무	413	385	377	386	387
단기금융부채	258.4	225.3	225.3	225.3	225.3
기타유동부채	39	58	59	58	58
비유동부채	504	466	466	466	466
장기금융부채	73.4	36.7	36.7	36.7	36.7
기타비유동부채	431	429	429	429	429
부채총계	1,214	1,134	1,127	1,135	1,136
지배지분	3,041	3,256	3,542	3,819	4,101
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	36	34	34	34	34
기타자본	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄손익누계액	-2	0	2	5	7
이익잉여금	3,016	3,230	3,514	3,788	4,069
비지배지분	466	442	428	414	400
자본총계	3,507	3,698	3,970	4,232	4,501

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	119	207	344	296	317
당기순이익	46	207	286	278	283
비현금항목의 가감	57	81	77	71	71
유형자산감가상각비	172	169	172	169	169
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
지분법평가손익	-166	-181	-199	-199	-199
기타	50	92	103	100	100
영업활동자산부채증감	20	-96	18	-19	-3
매출채권및기타채권의감소	120	-208	13	-13	-2
재고자산의감소	-20	82	13	-14	-2
매입채무및기타채무의증가	-55	68	-8	8	1
기타	-25	-38	0	0	0
기타현금흐름	-4	15	-37	-34	-34
투자활동 현금흐름	-176	-157	-159	-209	-209
유형자산의 취득	-113	-83	-100	-150	-150
유형자산의 처분	3	9	0	0	0
무형자산의 순취득	0	-1	0	0	0
투자자산의감소(증가)	74	44	-9	-9	-9
단기금융자산의감소(증가)	-119	-77	0	0	0
기타	-21	-49	-50	-50	-50
재무활동 현금흐름	55	-74	-19	-19	-19
차입금의 증가(감소)	-19	-72	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	46	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-17	-17	-17
기타	28	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	0	0	-12	-12	-12
현금 및 현금성자산의 순증가	-2	-23	154	56	77
기초현금 및 현금성자산	192	190	167	321	376
기말현금 및 현금성자산	190	167	321	376	453

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	60,108	126,504	163,225	158,376	161,594
BPS	1,651,007	1,767,872	1,922,904	2,073,087	2,226,488
CFPS	55,908	156,760	197,222	189,237	192,397
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	12.4	5.1	3.2	3.3	3.2
PER(최고)	19.2	6.9	4.2		
PER(최저)	10.5	4.3	2.3		
PBR	0.45	0.36	0.27	0.25	0.23
PBR(최고)	0.70	0.49	0.36		
PBR(최저)	0.38	0.31	0.20		
PSR	0.46	0.39	0.32	0.31	0.31
PCFR	13.3	4.1	2.6	2.7	2.7
EV/EBITDA	26.3	5.4	3.0	2.8	2.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	37.2	8.3	6.0	6.2	6.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.6	1.9	1.9	1.9
ROA	1.0	4.3	5.8	5.3	5.2
ROE	3.7	7.4	8.8	7.9	7.5
ROIC	-4.7	4.2	8.7	9.4	9.8
매출채권회전율	6.7	7.6	6.6	6.8	6.7
재고자산회전율	5.4	6.0	6.4	6.6	6.5
부채비율	34.6	30.7	28.4	26.8	25.2
순차입금비용	-3.7	-6.9	-10.3	-10.9	-12.0
이자보상배율	-9.4	6.5	11.8	12.3	12.7
총차입금	332	262	262	262	262
순차입금	-130	-254	-408	-463	-541
NOPLAT	65	254	326	328	334
FCF	9	61	213	127	148

Compliance Notice

- 당사는 5월 21일 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

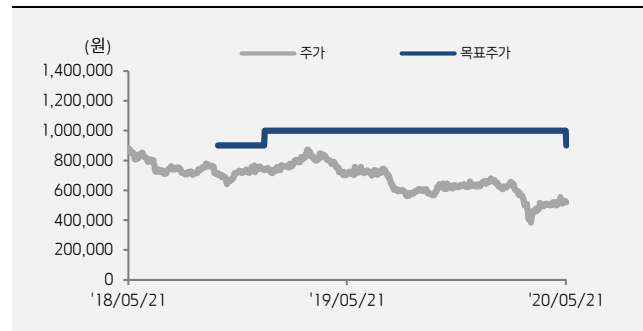
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 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	-37.47	-36.70
	2019-11-26	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-42.16	-32.00
	2020-05-21	Buy(Maintain)	900,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%