



BUY(Maintain)

목표주가: 700,000원
주가(9/18): 479,000원
시가총액: 8,823억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형
02) 3787-5023
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/18)		2,412.40pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	680,000원	384,000원	
등락률	-29.6%	24.7%	
수익률	절대	상대	
	1M	-7.0%	-9.5%
	6M	6.6%	-29.7%
	1Y	-20.6%	-31.8%

Company Data

발행주식수	1,842 천주
일평균 거래량(3M)	4천주
외국인 지분율	4.5%
배당수익률(20E)	2.1%
BPS(20E)	1,879,883원
주요 주주	장세준 외 7인 60.8%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2021E	2022E
매출액	2,971	3,084	3,288	3,789
영업이익	-109	84	98	150
EBITDA	65	254	259	312
세전이익	67	248	266	317
순이익	46	207	194	231
지배주주지분순이익	111	233	221	257
EPS(원)	60,108	126,504	120,204	139,353
증감률(%YoY)	-54.7	110.5	-5.0	15.9
PER(배)	12.4	5.1	4.1	3.5
PBR(배)	0.45	0.36	0.26	0.24
EV/EBITDA(배)	26.3	5.4	4.1	3.5
영업이익률(%)	-3.7	2.7	3.0	4.0
ROE(%)	3.7	7.4	6.6	7.2
순부채비율(%)	-3.7	-6.9	-6.7	-4.7

Price Trend



영풍 (000670)

되짚어보는 자산가치



2분기말 별도기준 순현금은 3,720억원으로 영풍 시가총액의 약 40%에 달합니다. 또한 현 주가 기준 고려아연 지분가치는 약 2조원이고 코리아씨키트의 지분가치도 1,000억원 이상입니다. 종로 영풍문고빌딩, 논현동 영풍빌딩 및 옆건물의 장부가 합은 4,750억원에 이릅니다. 이들 자산가치의 합이 약 3조원에 이른다는 점을 감안하며 현재 영풍의 시가총액 9,000억원은 상당한 저평가 상태로 판단됩니다.

>>> 2Q20말 별도기준 순현금 3,720억원(시가총액의 약 40%)

2Q20말 순현금은 3,721억원(현금성자산 4,252억원, 총차입금 531억원)으로 1Q20말 대비 973억원 증가했다. 영풍의 순현금은 2017년말 704억원에서 2년반동안 3,000억원 이상 증가했으며, 현재 시가총액 약 9,000억원대비 보유 순현금 비율이 약 40%에 이른다.

>>> 고려아연 지분가치는 현 주가기준 약 2조원

현재 고려아연의 시가총액은 약 7.4조원으로 영풍이 보유한 지분가치(지분율 26.9%)는 약 2조원 수준이다. 현재 영풍의 시가총액 9,000억원은 보유한 고려아연의 지분가치 대비 45%에 불과하다. 상장 회사인 코리아씨키트(지분율 36.3%) 지분가치도 현재 1,000억원 이상이다.

>>> 장부가 4,750억원의 알짜 부동산도 보유

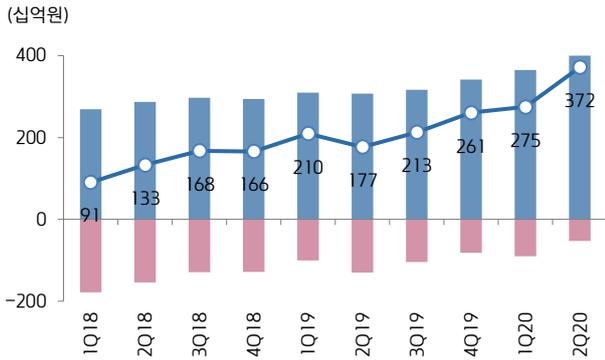
2Q20말 기준 종로 영풍문고빌딩의 장부가는 약 4,000억원(토지 3,200억원, 건물 및 부속설비 800억원), 논현동 영풍빌딩 및 옆건물의 장부가는 750억원(토지 640억원, 건물 및 부속설비 110억원)으로 이들 건물의 장부가 합은 총 4,750억원에 이른다. 이들 빌딩의 토지 장부가치는 2011년말에 갱신된 이후 지금까지 약 10년째 유지되고 있어 실제 매매가치는 장부가치를 크게 상회할 것으로 추정된다.

>>> 석포제련소 가치를 반영하지 않더라도 충분히 저평가

석포제련소 조업정지 처분을 두고 환경부와 경상북도간 이견을 조정하는 행정 협의조정위원회의 첫번째 본회의는 당초 9월 9일 개최 예정이었지만 코로나 19 재확산 인해 9월 23일로 연기되었다. 언론보도에 따르면 최종 결론 도출까지는 상당히 시간이 걸릴 전망이다. 석포제련소의 가치를 고려하지 않더라도 앞서 언급한 자산가치의 합이 약 3조원에 이른다는 점을 감안하며 현재 시총 9,000억원은 상당히 저평가된 상황으로 판단한다.

보수적인 관점에서 석포제련소의 가치를 제외하고 고려아연 등 회사의 가치 할인율을 기존 50%에서 60%로 상향해 목표주가를 700,000원으로 -22% 하향하지만 현 주가와외 괴리를 감안해 투자의견 BUY를 유지한다.

영풍 순현금 추이



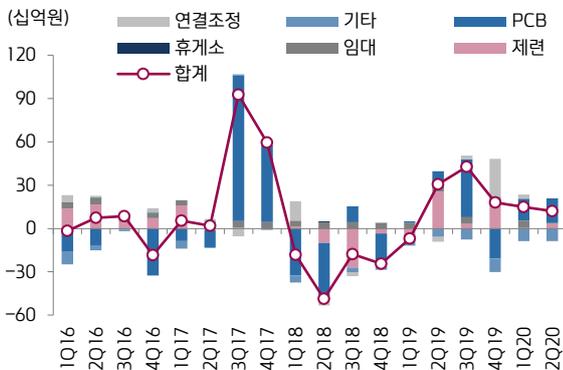
자료: 영풍, 키움증권

영풍 시가총액과 고려아연 지분가치



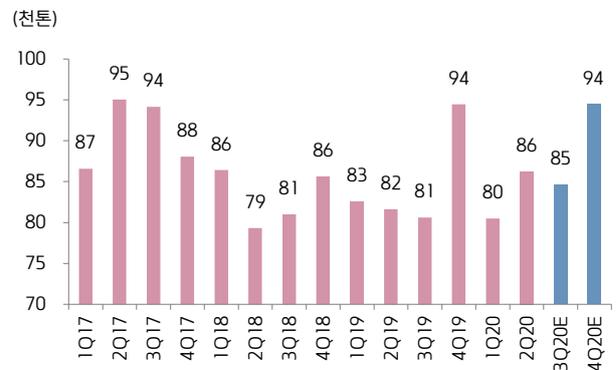
주: 지분가치는 고려아연의 시가총액에 영풍의 지분율 26.9%를 곱한 수치
자료: 영풍, 키움증권

영풍 분기별 사업부별 영업이익



자료: 영풍, 키움증권

영풍 분기별 아연 판매량



자료: 영풍, 키움증권

영풍 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	698.6	772.4	923.0	690.2	734.8	713.9	1,031.9	807.6
별도	324.0	348.6	325.0	350.3	294.7	273.9	305.6	357.3
별도 외	350.6	312.8	471.8	454.4	440.2	440.0	726.3	450.3
영업이익	-7.0	30.5	42.8	18.1	15.0	12.2	35.8	35.0
별도	-2.4	27.8	5.3	19.2	2.8	1.3	6.3	14.2
별도 외	-4.6	2.7	37.4	-1.1	12.1	10.9	29.4	20.9
영업이익률	-1.0	4.0	4.6	2.6	2.0	1.7	3.5	4.3
별도	-0.7	8.0	1.6	5.5	1.0	0.5	2.1	4.0
별도 외	-1.3	0.9	7.9	-0.2	2.8	2.5	4.1	4.6
세전이익	35.0	82.1	91.3	39.4	69.6	43.8	72.3	80.4
지분법손익	43.2	52.4	45.3	39.8	40.0	33.4	45.2	62.1
순이익	29.7	63.3	85.3	29.1	49.8	30.4	54.3	59.7
지배순이익	38.8	64.8	79.6	49.8	53.2	40.8	55.4	72.1
아연판매량(천톤)	82.5	81.6	80.6	94.4	80.5	86.2	84.6	94.4
아연가격(USD)	2,629	2,846	2,440	2,399	2,251	1,921	2,197	2,500
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,190	1,180

자료: 영풍, 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	3,288.3	3,788.6
별도	1,068.4	1,154.7	1,458.4	1,381.9	1,348.0	1,231.4	1,376.2
별도 외	1,547.0	1,499.4	2,266.5	1,589.6	1,736.2	2,056.8	2,412.4
영업이익	-5.5	-4.2	159.4	-108.9	84.4	97.9	149.5
별도	49.3	52.5	24.9	-30.0	50.0	24.6	27.1
별도 외	-54.8	-56.7	134.5	-79.0	34.4	73.3	122.4
영업이익률	-0.2	-0.2	4.3	-3.7	2.7	3.0	3.9
별도	4.6	4.5	1.7	-2.2	3.7	2.0	2.0
별도 외	-3.5	-3.8	5.9	-5.0	2.0	3.6	5.1
세전이익	114.7	171.5	334.6	247.8	357.9	266.1	338.5
지분법손익	146.2	170.9	183.2	180.6	198.7	180.6	180.6
순이익	89.9	127.4	272.3	207.4	286.3	194.2	247.1
지배순이익	128.9	162.4	244.6	233.0	300.7	221.4	271.8
지배주주 EPS(원)	69,989	88,137	132,786	60,108	126,504	120,204	139,353
지배주주 BPS(원)	1,400,868	1,478,326	1,610,072	1,651,007	1,767,872	1,879,883	2,011,043
지배주주 ROE(%)	5.1	6.1	8.6	3.7	7.4	6.6	7.2
아연가격(USD)	1,987	2,002	2,851	2,972	2,579	2,217	2,500
아연판매량(천톤)	349.4	365.3	363.8	332.3	339.2	345.8	359.4
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,165	1,196	1,180

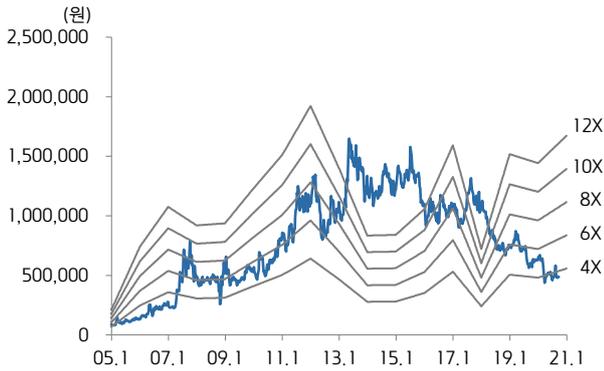
자료: 영풍, 키움증권

영풍 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,000.1	3,089.6	3,288.3	3,788.6	9.6	22.6
별도	1,169.7	1,157.6	1,231.4	1,376.2	5.3	18.9
별도 외	1,830.4	1,932.0	2,056.8	2,412.4	12.4	24.9
영업이익	152.8	158.4	97.9	149.5	-35.9	-5.6
별도	70.6	57.3	24.6	27.1	-65.1	-52.7
별도 외	82.2	101.1	73.3	122.4	-10.8	21.1
영업이익률	5.1	5.1	3.0	3.9		
별도	6.0	5.0	2.0	2.0		
별도 외	4.5	5.2	3.6	5.1		
세전이익	357.9	354.4	266.1	338.5	-25.7	-4.5
지분법손익	198.7	198.7	180.6	180.6	-9.1	-9.1
순이익	286.3	283.5	194.2	247.1	-32.2	-12.8
지배순이익	300.7	297.7	221.4	271.8	-26.4	-8.7
지배주주 EPS(원)	163,225	158,376	120,204	139,353	-26.4	-12.0
지배주주 BPS(원)	1,922,904	2,073,087	1,879,883	2,011,043	-2.2	-3.0
지배주주 ROE(%)	8.8	7.9	6.6	7.2		
아연가격(USD)	2,063	2,000	2,217	2,500	7.5	25.0
아연판매량(천톤)	337.1	341.8	345.8	359.4	2.6	5.2
원달러환율	1,198	1,200	1,196	1,180	-0.2	-1.7

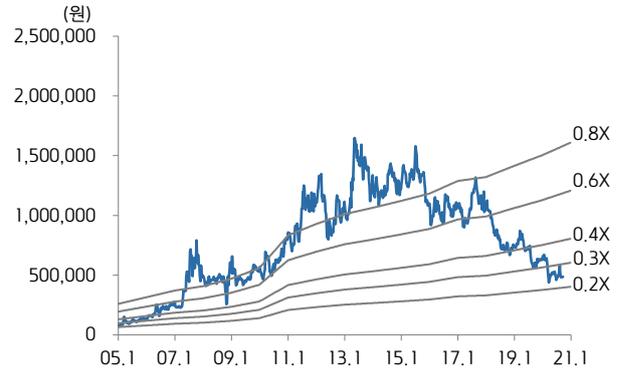
자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 12mf PBR 밴드



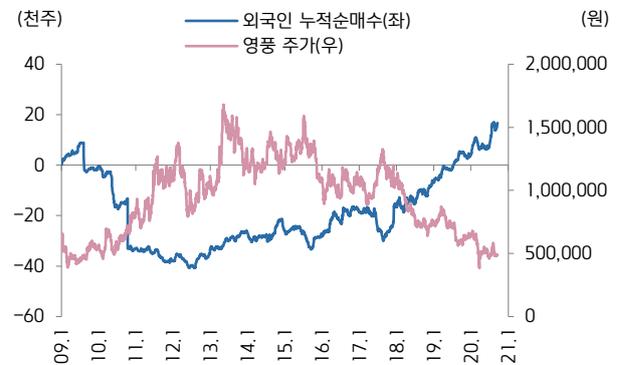
자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 sum-of-the-parts Valuation

		(십억원)	비고		
1. 영업가치					
	20E EBITDA	72			
	Target multiple	0.0X	보수적 관점		
	순차입금	-372	2Q20말 기준		
	영업가치	372	주당가치 201,950원		
2. 투자자산가치					
2.1 상장사	시총	직접 지분율	지분가치		
	고려아연	7,444	26.9%	2,003	9/17 기준
	코리아서킷	336	36.2%	122	9/17 기준
	인터플렉스	289	0.0%	0	9/17 기준
	시그네틱스	60	31.6%	19	9/17 기준
	소계			2,144	
2.2 비상장사				116	2Q20말 장부가
2.3 합계				2,260	
	할인율			60%	
	투자자산가치			904	주당가치 490,683원
3. 최종가치				1,276	주당가치 692,633원
4. 목표주가				700,000원	

자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	2,971	3,084	3,288	3,789	3,833
매출원가	2,964	2,866	3,044	3,470	3,491
매출총이익	8	218	245	318	341
판매비	117	133	147	169	171
영업이익	-109	84	98	150	171
EBITDA	65	254	259	312	335
영업외손익	176	163	168	167	168
이자수익	8	9	7	6	7
이자비용	12	13	13	13	13
외환관련이익	51	54	0	0	0
외환관련손실	48	52	0	0	0
종속 및 관계기업손익	151	181	181	181	181
기타	26	-16	-7	-7	-7
법인세차감전이익	67	248	266	317	338
법인세비용	20	40	72	86	91
계속사업손익	46	207	194	231	247
당기순이익	46	207	194	231	247
지배주주순이익	111	233	221	257	272
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-20.2	3.8	6.6	15.2	1.2
영업이익 증감율	-168.4	-177.1	16.7	53.1	14.0
EBITDA 증감율	-79.0	290.8	2.0	20.5	7.4
지배주주순이익 증감율	-54.6	109.9	-5.2	16.3	5.8
EPS 증감율	-54.7	110.5	-5.0	15.9	5.9
매출총이익율(%)	0.3	7.1	7.5	8.4	8.9
영업이익률(%)	-3.7	2.7	3.0	4.0	4.5
EBITDA Margin(%)	2.2	8.2	7.9	8.2	8.7
지배주주순이익률(%)	3.7	7.6	6.7	6.8	7.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,375	1,465	1,534	1,618	1,679
현금 및 현금성자산	190	167	174	106	154
단기금융자산	272	349	349	349	349
매출채권 및 기타채권	346	461	492	567	573
재고자산	555	473	504	581	588
기타유동자산	12.0	15.0	15.0	15.0	15.0
비유동자산	3,347	3,368	3,497	3,675	3,850
투자자산	1,820	1,956	2,146	2,336	2,526
유형자산	1,045	916	856	845	831
무형자산	12	7	6	6	5
기타비유동자산	470	489	489	488	488
자산총계	4,722	4,833	5,031	5,293	5,529
유동부채	710	668	687	733	737
매입채무 및 기타채무	413	385	404	450	454
단기금융부채	258.4	225.3	225.3	225.3	225.3
기타유동부채	39	58	58	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	1,153	1,199	1,203
지배지분	3,041	3,256	3,463	3,704	3,961
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	3,434	3,674	3,928
비지배지분	466	442	415	389	365
자본총계	3,507	3,698	3,878	4,094	4,326

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	119	207	197	173	287
당기순이익	46	207	194	231	247
비현금항목의 가감	57	81	85	101	109
유형자산감가상각비	172	169	160	162	164
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
지분법평가손익	-166	-181	-181	-181	-181
기타	50	92	105	119	125
영업활동자산부채증감	20	-96	-43	-106	-9
매출채권및기타채권의감소	120	-208	-31	-75	-7
재고자산의감소	-20	82	-31	-77	-7
매입채무및기타채무의증가	-55	68	19	46	4
기타	-25	-38	0	0	1
기타현금흐름	-4	15	-39	-53	-60
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	7	-67	47
기초현금 및 현금성자산	192	190	167	174	106
기말현금 및 현금성자산	190	167	174	106	154

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	60,108	126,504	120,204	139,353	147,550
BPS	1,651,007	1,767,872	1,879,883	2,011,043	2,150,400
CFPS	55,908	156,760	151,607	180,415	193,134
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	12.4	5.1	4.1	3.5	3.3
PER(최고)	19.2	6.9	5.7		
PER(최저)	10.5	4.3	3.2		
PBR	0.45	0.36	0.26	0.24	0.23
PBR(최고)	0.70	0.49	0.36		
PBR(최저)	0.38	0.31	0.20		
PSR	0.46	0.39	0.27	0.24	0.23
PCFR	13.3	4.1	3.2	2.7	2.5
EV/EBITDA	26.3	5.4	4.1	3.5	3.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	37.2	8.3	8.9	7.4	7.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	1.6	2.1	2.1	2.1
ROA	1.0	4.3	3.9	4.5	4.6
ROE	3.7	7.4	6.6	7.2	7.1
ROIC	-4.7	4.2	5.0	7.4	8.2
매출채권회전율	6.7	7.6	6.9	7.2	6.7
재고자산회전율	5.4	6.0	6.7	7.0	6.6
부채비율	34.6	30.7	29.7	29.3	27.8
순차입금비율	-3.7	-6.9	-6.7	-4.7	-5.6
이자보상배율	-9.4	6.5	7.6	11.6	13.2
총차입금	332	262	262	262	262
순차입금	-130	-254	-261	-194	-241
NOPLAT	65	254	259	312	335
FCF	9	61	89	16	130

Compliance Notice

- 당사는 9월 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

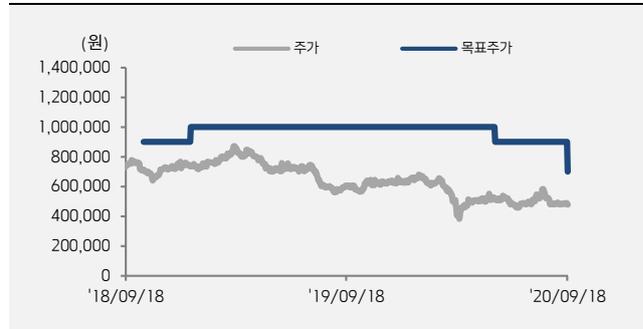
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 사점	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	-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	-44.30	-35.22
	2020-09-18	Buy(Maintain)	700,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2019/07/01~2020/6/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%