



BUY(Maintain)

목표주가: 950,000원
주가(8/30): 696,000원
시가총액: 12,821억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/30)		3,144.19pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	759,000원	458,500원	
등락률	-8.3%	51.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	1.6%	3.5%
	6M	12.3%	7.6%
	1Y	44.2%	8.0%

Company Data

발행주식수	1,842 천주
일평균 거래량(3M)	2천주
외국인 지분율	4.3%
배당수익률(21E)	1.5%
BPS(21E)	1,925,383원
주요 주주	장세준 외 9인 60.8%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,084	3,183	3,675	4,249
영업이익	84	47	106	110
EBITDA	254	189	236	250
세전이익	248	154	327	320
순이익	207	85	261	256
지배주주지분순이익	233	133	274	266
EPS(원)	126,504	72,005	148,897	144,612
증감률(%YoY)	110.5	-43.1	106.8	-2.9
PER(배)	5.1	7.5	4.5	4.8
PBR(배)	0.36	0.30	0.35	0.34
EV/EBITDA(배)	5.4	5.6	6.0	6.1
영업이익률(%)	2.7	1.5	2.9	2.6
ROE(%)	7.4	4.0	8.0	7.3
순부채비율(%)	-6.9	-8.7	-5.1	-1.8

Price Trend



영풍 (000670)

고려아연 지분가치 상승으로 목표가 상향



고려아연의 주가가 상승하면서 영풍의 고려아연 지분가치도 현재 영풍 시가총액의 약 2배인 2.6조원으로 상승했습니다. 영풍의 별도기준 실적도 전년대비 개선되었고 보유 (순)현금성 자산도 늘어나면서 영업가치도 작년 4분기를 바닥으로 상승하고 있습니다. 이를 반영해 목표주가를 95만원으로 상향하고 BUY 의견을 유지합니다. 최근 6개월간 주가가 일부 상승했지만 여전히 현저한 저평가 상태로 판단합니다.

>>> 고려아연 주가상승으로 영풍의 자산가치도 상승

LG화학과 이차전지 소재사업 MOU 체결로 고려아연의 주가가 상승하면서 영풍의 고려아연 지분가치(지분율 27.5%)도 3/16 2.1조원에서 8/30 현재 2.6조원으로 상승했다. 현재 영풍의 시가총액은 약 1.3조원으로 고려아연 지분가치에 50% 수준에 불과하다. 한편, 고려아연의 실적 호조로 상반기 영풍의 지분법이익도 1,189억원(+62%YoY)으로 전년대비 급증했는데 동사 순이익의 대부분을 차지하는 지분법이익은 올해 연간 2,160억원(+30%YoY)으로 10년만에 2,000억원을 초과할 전망이다(기존 전망치대비 33% 상향).

>>> 별도기준 영업가치도 상승 추세

영풍의 상반기 별도기준 영업이익은 195억원(373%YoY)으로 전년대비 대폭 개선되며 일회성비용으로 영업적자를 기록했던 4Q20이후 안정적 흑자기 조가 유지되고 있다. 석포제련소는 20일 조업정지 관련 소송이 6월 대법원까지 올라가면서 최종판결이 나기전까지는 생산이 지속될 전망이다. 아연 벤치마크 제련수수료 하락에도 아연가격 상승에 힘입어 올해 별도기준 EBITDA는 2019년과 유사한 1,000억원 수준으로 회복이 기대된다(상반기 408억원).

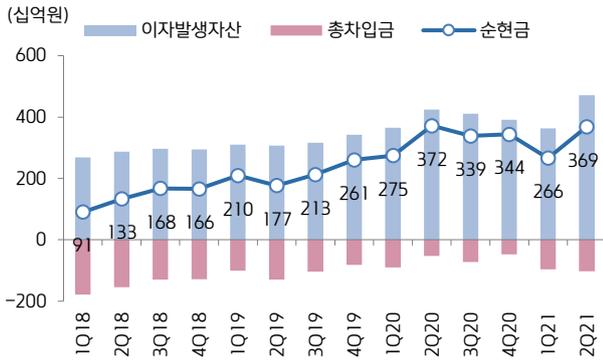
한편, 2Q21말 별도기준 순현금도 3,689억원으로 4개분기만에 최대치를 기록하면서 중장기 우상향 추세가 유지되고 있어 별도기준 영업가치도 4Q20을 저점으로 꾸준히 상승하고 있다.

>>> 자산가치 및 영업가치 상승을 반영해 목표주가 상향

고려아연 주가 상승 및 실적호조에 따른 자산가치 상승과 영업가치 상승을 반영해 목표주가를 95만원으로 기공대비 19% 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다. 보수적인 관점에서 석포제련소의 가치를 제외하고 보유중인 별도기준 순현금만 감안해 산출한 영업가치와 고려아연 등 자회사의 가치를 50% 할인한 자산가치를 합산해 산출했다.

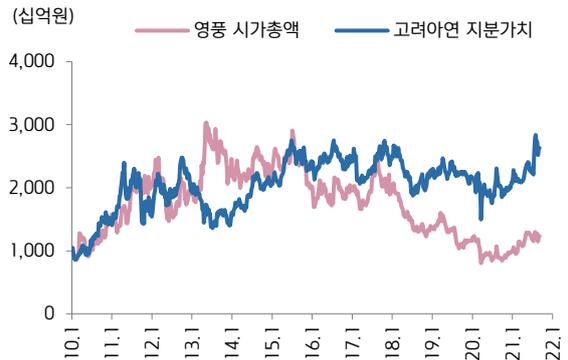
한편, 2Q21말 기준 영풍이 보유한 중로 영풍문고빌딩의 장부가 약 4,000억원, 논현동 영풍빌딩 및 옆건물의 장부가 750억원 등 부동산 가치와 자사주 6.6% 등은 이번 자산가치 산정에 반영하지 않았다. 이들 빌딩의 토지 장부가는 약 3,800억원에 달하는데 2011년말에 갱신된 이후 지금까지 10년째 유지되고 있어 실제 매매가치는 장부가치를 크게 상회할 것으로 추정된다.

영풍 순현금 추이



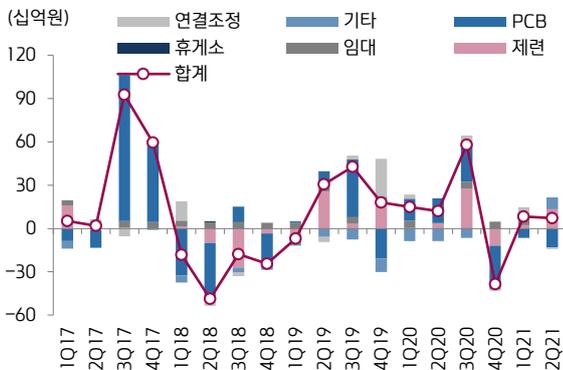
자료: Fn가이드, 영풍, 키움증권

영풍 시가총액과 고려아연 지분가치



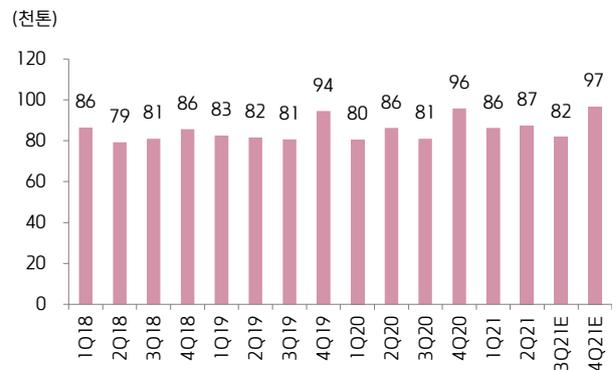
주: 지분가치는 고려아연의 시가총액에 영풍의 지분율을 곱한 수치
자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 분기별 사업부별 영업이익



자료: 영풍, 키움증권

영풍 분기별 아연 판매량



자료: 영풍, 키움증권

영풍 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	734.8	713.9	869.6	865.0	829.9	799.6	996.0	1,049.7
별도	294.7	273.9	320.3	344.6	336.7	366.1	395.1	414.7
별도 외	440.2	440.0	549.4	520.5	493.3	433.5	600.9	635.0
영업이익	15.0	12.2	58.0	-38.4	8.3	7.3	45.2	45.4
별도	2.8	1.3	29.5	-10.1	3.6	15.9	15.7	23.5
별도 외	12.1	10.9	28.5	-28.3	4.7	-8.6	29.5	21.9
영업이익률	2.0	1.7	6.7	-4.4	1.0	0.9	4.5	4.3
별도	1.0	0.5	9.2	-2.9	1.1	4.3	4.0	5.7
별도 외	2.8	2.5	5.2	-5.4	0.9	-2.0	4.9	3.5
세전이익	69.6	43.8	83.6	-43.1	80.2	64.6	93.8	87.9
지분법손익	40.0	33.4	47.3	44.9	62.3	56.6	48.5	48.5
순이익	49.8	30.4	48.1	-43.0	64.3	50.5	75.7	70.6
지배순이익	53.2	40.8	41.6	-2.9	57.4	57.4	82.5	77.0
아연판매량(천톤)	80.5	86.2	81.0	95.7	86.2	87.3	81.8	96.7
아연가격(USD)	2,251	1,921	2,197	2,521	2,744	2,863	3,000	3,000
원달러환율	1,194	1,221	1,189	1,118	1,114	1,121	1,150	1,150

자료: 영풍, 키움증권

영풍 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,724.9	2,971.4	3,084.1	3,183.4	3,675.3	4,249.4	4,282.1
별도	1,458.4	1,381.9	1,348.0	1,233.4	1,512.5	1,606.6	1,639.3
별도 외	2,266.5	1,589.6	1,736.2	1,950.1	2,162.7	2,642.8	2,642.8
영업이익	159.4	-108.9	84.4	46.7	106.2	109.9	115.2
별도	24.9	-30.0	50.0	23.5	58.6	53.7	54.6
별도 외	134.5	-79.0	34.4	23.2	47.5	56.2	60.7
영업이익률	4.3	-3.7	2.7	1.5	2.9	2.6	2.7
별도	1.7	-2.2	3.7	1.9	3.9	3.3	3.3
별도 외	5.9	-5.0	2.0	1.2	2.2	2.1	2.3
세전이익	334.6	66.7	247.8	153.8	326.5	320.2	324.5
지분법손익	183.2	150.6	180.6	165.6	216.0	216.0	216.0
순이익	272.3	46.2	207.4	85.3	261.2	256.1	259.6
지배순이익	244.6	110.7	233.0	132.6	274.3	266.4	267.4
지배주주 EPS(원)	132,786	60,108	126,504	72,005	148,897	144,612	145,150
지배주주 BPS(원)	1,610,072	1,651,007	1,767,872	1,803,019	1,925,383	2,043,462	2,162,078
지배주주 ROE(%)	8.6	3.7	7.4	4.0	8.0	7.3	6.9
아연가격(USD)	2,851	2,972	2,579	2,222	3,675.3	4,249.4	4,282.1
아연판매량(천톤)	363.8	332.3	339.2	343.4	1,512.5	1,606.6	1,639.3
원달러환율	1,130	1,100	1,165	1,180	2,162.7	2,642.8	2,642.8

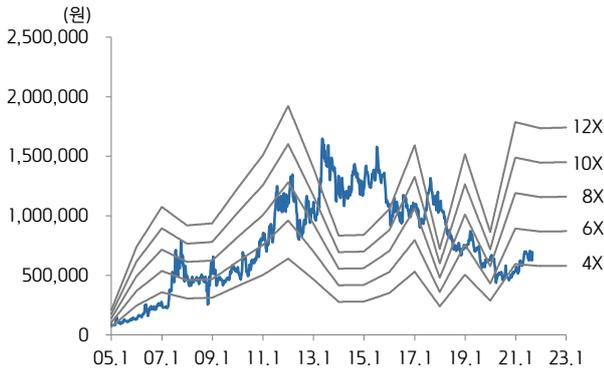
자료: 영풍, 키움증권

영풍 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,866.9	3,877.8	3,675.3	4,249.4	-5.0	9.6
별도	1,358.7	1,369.6	1,512.5	1,606.6	11.3	17.3
별도 외	2,508.3	2,508.3	2,162.7	2,642.8	-13.8	5.4
영업이익	122.2	136.1	106.2	109.9	-13.1	-19.2
별도	38.9	48.2	58.6	53.7	50.6	11.3
별도 외	83.2	87.8	47.5	56.2	-42.9	-36.0
영업이익률	3.2	3.5	2.9	2.6		
별도	2.9	3.5	3.9	3.3		
별도 외	3.3	3.5	2.2	2.1		
세전이익	292.9	299.2	326.5	320.2	11.5	7.0
지분법손익	162.0	162.0	216.0	216.0	33.3	33.3
순이익	234.3	239.4	261.2	256.1	11.5	7.0
지배순이익	267.1	270.5	274.3	266.4	2.7	-1.5
지배주주 EPS(원)	138,934	145,004	148,897	144,612	7.2	-0.3
지배주주 BPS(원)	1,962,426	2,099,237	1,925,383	2,043,462	-1.9	-2.7
지배주주 ROE(%)	7.3	7.1	8.0	7.3		
아연가격(USD)	2,700	2,700	2,902	3,000	7.5	11.1
아연판매량(천톤)	346.9	350.3	352.0	360.8	1.5	3.0
원달러환율	1,100	1,100	1,134	1,150	3.1	4.5

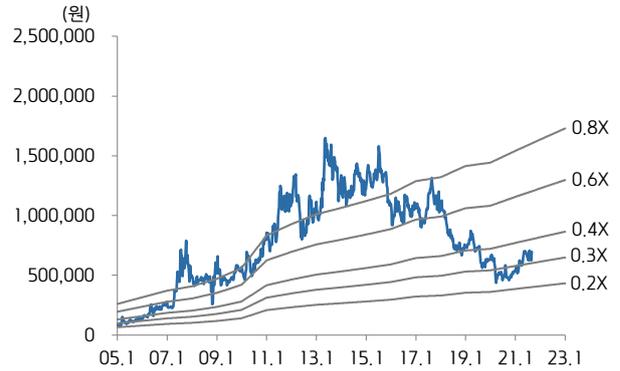
자료: 영풍, 키움증권

영풍 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 12mf PBR 밴드



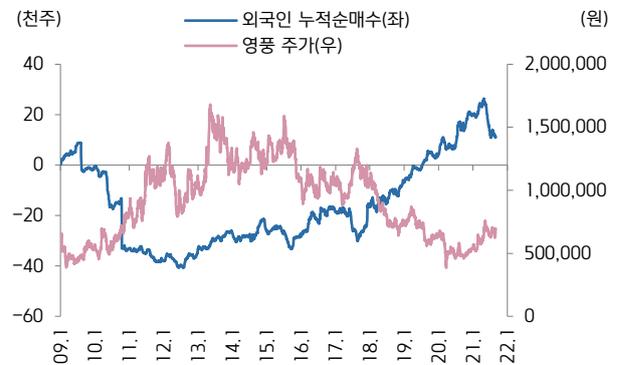
자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

영풍 sum-of-the-parts Valuation

		(십억원)	비고
1. 영업가치			
	21E EBITDA	102	
	Target multiple	0.0X	보수적 관점
	순차입금	-369	2Q21말 기준
	영업가치	369	주당가치 200,245원
2. 투자자산가치			
2.1 상장사	시총	직접 지분율	지분가치
고려아연	9,548	27.5%	2,625
코리아서킷	398	40.2%	160
소계			2,785
2.2 비상장사			114
2.3 합계			2,899
	할인율	50%	
	투자자산가치	1,450	주당가치 786,900원
3. 최종가치		1,818	주당가치 987,145원
4. 목표주가		950,000원	

자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	3,084	3,183	3,675	4,249	4,282
매출원가	2,866	3,016	3,378	3,919	3,944
매출총이익	218	168	297	331	338
판매비	133	121	191	221	223
영업이익	84	47	106	110	115
EBITDA	254	189	236	250	263
영업외손익	163	107	220	210	209
이자수익	9	8	8	8	8
이자비용	13	6	8	10	11
외환관련이익	54	72	38	0	0
외환관련손실	52	81	31	0	0
종속 및 관계기업손익	181	166	216	216	216
기타	-16	-52	-3	-4	-4
법인세차감전이익	248	154	327	320	324
법인세비용	40	68	65	64	65
계속사업순손익	207	85	261	256	260
당기순이익	207	85	261	256	260
지배주주순이익	233	133	274	266	267
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.8	3.2	15.5	15.6	0.8
영업이익 증감율	흑전	-44.0	125.5	3.8	4.5
EBITDA 증감율	291.4	-25.6	24.9	5.9	5.2
지배주주순이익 증감율	110.4	-42.9	106.0	-2.9	0.4
EPS 증감율	110.5	-43.1	106.8	-2.9	0.4
매출총이익율(%)	7.1	5.3	8.1	7.8	7.9
영업이익률(%)	2.7	1.5	2.9	2.6	2.7
EBITDA Margin(%)	8.2	5.9	6.4	5.9	6.1
지배주주순이익률(%)	7.6	4.2	7.5	6.3	6.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,465	1,578	1,659	1,804	1,805
현금 및 현금성자산	167	204	180	204	197
단기금융자산	349	429	429	429	429
매출채권 및 기타채권	461	429	495	572	577
재고자산	473	506	545	588	592
기타유동자산	15.0	10.0	10.0	11.0	10.0
비유동자산	3,368	3,422	3,704	3,975	4,237
투자자산	1,956	2,070	2,331	2,592	2,853
유형자산	916	858	880	892	895
무형자산	7	8	7	6	5
기타비유동자산	489	486	486	485	484
자산총계	4,833	5,001	5,363	5,778	6,042
유동부채	668	789	939	1,147	1,200
매입채무 및 기타채무	385	445	494	553	556
단기금융부채	225.3	295.9	395.9	545.9	595.9
기타유동부채	58	48	49	48	48
비유동부채	466	500	500	500	500
장기금융부채	36.7	13.6	13.6	13.6	13.6
기타비유동부채	429	486	486	486	486
부채총계	1,134	1,289	1,439	1,647	1,700
지배지분	3,256	3,321	3,547	3,764	3,983
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	34	10	10	10	10
기타자본	-17	-17	-17	-17	-17
기타포괄손익누계액	0	-24	-56	-87	-119
이익잉여금	3,230	3,343	3,600	3,849	4,100
비지배지분	442	391	378	368	360
자본총계	3,698	3,712	3,924	4,132	4,342

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	207	253	273	272	340
당기순이익	207	85	261	256	260
비현금항목의 가감	81	165	78	89	100
유형자산감가상각비	169	141	128	139	147
무형자산감가상각비	1	1	2	1	1
지분법평가손익	-181	-166	-216	-216	-216
기타	92	189	164	165	168
영업활동자산부채증감	-96	1	-56	-62	-6
매출채권및기타채권의감소	-208	19	-66	-77	-4
재고자산의감소	82	-31	-39	-43	-5
매입채무및기타채무의증가	68	17	50	58	3
기타	-38	-4	-1	0	0
기타현금흐름	15	2	-10	-11	-14
투자활동 현금흐름	-157	-231	-195	-195	-195
유형자산의 취득	-83	-106	-150	-150	-150
유형자산의 처분	9	4	0	0	0
무형자산의 순취득	-1	-2	0	0	0
투자자산의감소(증가)	44	52	-45	-45	-45
단기금융자산의감소(증가)	-77	-80	0	0	0
기타	-49	-99	0	0	0
재무활동 현금흐름	-74	18	83	133	33
차입금의 증가(감소)	-72	49	100	150	50
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-17	-17	-17
기타	-2	-31	0	0	0
기타현금흐름	0	-2	-186	-186	-186
현금 및 현금성자산의 순증가	-23	38	-25	25	-8
기초현금 및 현금성자산	190	167	204	180	204
기말현금 및 현금성자산	167	204	180	204	197

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	126,504	72,005	148,897	144,612	145,150
BPS	1,767,872	1,803,019	1,925,383	2,043,462	2,162,078
CFPS	156,760	136,081	184,015	187,593	194,998
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	5.1	7.5	4.5	4.8	4.8
PER(최고)	6.9	9.5	5.2		
PER(최저)	4.3	5.3	3.4		
PBR	0.36	0.30	0.35	0.34	0.32
PBR(최고)	0.49	0.38	0.40		
PBR(최저)	0.31	0.21	0.26		
PSR	0.39	0.31	0.34	0.30	0.30
PCFR	4.1	4.0	3.6	3.7	3.6
EV/EBITDA	5.4	5.6	6.0	6.1	6.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	8.3	20.2	6.6	6.7	6.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.6	1.9	1.5	1.5	1.5
ROA	4.3	1.7	5.0	4.6	4.4
ROE	7.4	4.0	8.0	7.3	6.9
ROIC	4.2	2.9	6.2	6.1	6.2
매출채권회전율	7.6	7.2	8.0	8.0	7.5
재고자산회전율	6.0	6.5	7.0	7.5	7.3
부채비율	30.7	34.7	36.7	39.9	39.1
순차입금비율	-6.9	-8.7	-5.1	-1.8	-0.4
이자보상배율	6.5	8.2	14.1	10.7	10.3
총차입금	262	309	409	559	609
순차입금	-254	-324	-199	-73	-16
NOPLAT	254	189	236	250	263
FCF	61	81	9	16	85

Compliance Notice

- 당사는 8월 30일 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

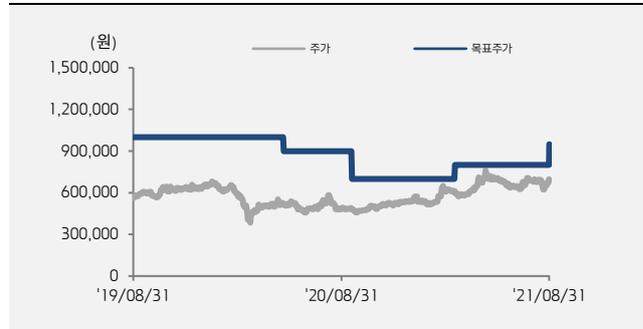
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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)	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	-24.28	-7.43
	2021-03-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-17.65	-5.13
	2021-08-31	Buy(Maintain)	950,000원	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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%