LEADING

Mid-Cap Research

영풍 (000670 KS)

종합선물세트 – 원자재 수혜, 막대한 투자자산, 인플레 헤지

2012년 2월 6일

Analyst : 한용범

ybhan@leading.co.kr

82-2-2009-7195

Leading Traffic Light: Green

영풍은...

- ✓ 국내 2 대 아연제조업체로 투자 회사인 고려아연과 함께 국내 아연업계 MS 82% 장악
- ✓ 고려아연과 IT 기업등에 성공적인 투자

Green light because:

- ✓ 현재의 높은 Commodity 가격의 수혜주인 동시에 향후 Inflation Hedge 까지 제공 가능
- ✓ 약 2 조 5 천억원의 투자자산과 연간 약 2,000 억의 지분법이익 발생

성장 잠재력:

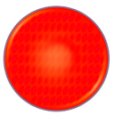
- ➢ Capa 증설로 아연과 은 가격의 상승에 대한 혜택 누리며 고려아연과 함께 아연시장 장악
- ➢ 수익성 높은 은 부산물 생산으로 수익성 향상
- ➢ 우량 연결대상 종속사의 성장으로 연결실적 향상

경영진의 경영철학:

- ➢ 국내 2 위의 아연제련업체로 성장시키고 탁월한 투자감각으로 초 우량기업인 고려아연과 성장성 있는 IT 기업들의 지분 취득으로 성장발판 마련
- ➢ 은 가격 상승에 발 빠른 대응으로 수익성 강화

경영의 투명성과 주주가치 제고:

- ➢ 경영의 투명성 결여로 기본 기업정보 접근 힘듬
- ➢ 무의미한 거래대금에 대한 경영진의 무관심
- ➢ 소액주주에 대한 배려 없음



탁월한 가치창출:

- ➢ 아연과 은 가격의 상승과 적절한 타이밍의 Capa 증설로 영업이익 꾸준한 증가세
- ➢ IT 계열사의 성장으로 연결실적 향상
- ➢ 고려아연 지분으로 매년 막대한 지분법이익 실현

Valuation:

- ➢ Core business 와 고려아연등의 투자자산의 적정가치 감안시 적정 주당 가치 2,300,000 원
- ➢ 현 주가에서 73.1%의 상승여력

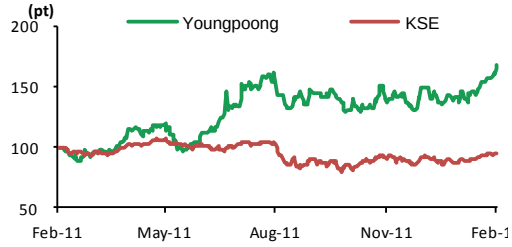
BUY

목표주가	2,300,000 원
현재주가	1,329,000 원
목표수익률	73.1%

Key Data	2011 년 2 월 3 일
산업분류	소재
코스피	1,972.34
시가총액 (십억원)	2,448.1
발행주식수 (백만주)	1.8
외국인 지분율 (%)	1.5
52 주 고가 (원)	1,329,000
저가 (원)	700,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.0
주요주주	
장세준 외 관계인 8인	40.7%

주가상승률 (%)	1M	6M	2M
절대주가	15.4	17.4	69.1
상대주가	9.7	15.9	73.9

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 무의미할 정도로 적은 거래대금으로 인하여 거래가 용이하지 않아 훌륭한 기업가치에도 불구 투자대상으로 부적합한 면 있음
- ➢ 경영진이 주주가치에 관심을 가지지 않는 한 영풍의 진정한 기업가치를 시장에서 인정받기까지 오랜 시간 걸릴 듯

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	1,702.7	(1.7)	69.8	4.1	143.6	82,954	(5.3)	16.0	13.7	13.4	2.1
2009	1,706.9	0.2	74.0	4.3	160.3	94,248	13.6	14.1	13.4	13.4	1.8
2010	2,075.1	21.6	122.9	5.9	220.3	128,069	35.9	10.4	10.0	15.7	1.5
2011E	2,539.8	22.4	170.2	6.7	297.7	173,083	35.1	7.7	8.0	17.7	1.2
2012E	2,954.9	16.3	203.9	6.9	335.8	195,243	12.8	6.8	6.8	16.4	1.0
2013E	3,258.8	10.3	221.6	6.8	364.6	211,988	8.6	6.3	6.0	15.0	0.9

공지사항

영풍의 리서치 보고서를 작성한 애널리스트가 속한 리딩투자증권의 2012 년 2 월 3 일 현재 영풍 주식의 보유현황은 다음과 같음을 공지합니다.

보유하고 있는 영풍 주식 수: 54,327 주

지분율: 2.95%

그러나 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

목차

핵심 투자포인트 4

Section 1: 기업 **Snapshot** 5

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가**?** 7

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은**?** 8

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은**?** 9

Section 5: 증자**, CB, BW** 로 자금을 요구하는 회사인가**?** 10

Section 6: CEO 의 경영철학은**?** 11

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 12

Section 8: 영업현황과 실적전망 13

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교..... 27

Section 9-2: Valuation – 목표주가 28

핵심 투자포인트

✓ 원자재 가격 상승의 수혜주 … 향후에는 Inflation Hedge 수혜 주로 등극 가능

지난 수년간 글로벌 금융위기의 대처 수단으로 세계 주요국가들의 중앙은행들은 엄청난 유동성을 시장에 공급하였다. 그 유동성의 상당부분이 Commodity 시장으로 유입되며 금과 원유를 선두로 원자재 가격의 Level Up 이 있었다. 미국은 2014 년까지 현재의 제로금리를 유지한다고 발표하였고 EU 도 현재의 위기를 벗어나기 위해서는 유동성을 축소시킬 수 없는 상황이기 때문에 전 세계적으로 풍부한 유동성은 상당기간 유지될 가능성이 높다고 예상된다. 또한 최근 미국의 경기지표가 긍정적으로 나타나기 시작하며 Commodity 의 수요증가가 기대되고 있다. 따라서 풍부한 유동성과 수요증가의 효과로 Commodity 가격은 향후에도 강세를 유지할 것으로 예상된다.

또한 글로벌 경기가 회복되면 시장에 풀린 엄청난 유동성이 바로 Inflationary Pressure 로 변할 수 있다. 대표적인 실물자산으로 부동산을 꼽을 수 있지만 부동산 경기는 이미 세계적인 불황기에 접어들었다. 따라서 그 대안으로 거래비용이 낮고 현금화가 쉬우면서도 시장규모가 매우 큰 Commodity 가 Inflationary Pressure 발생시 Inflation Hedge 도구로 사용될 수 있을 것으로 예상된다 (Page 13).

영풍은 아연제련 Capa 를 2009 년 31 만톤에서 2011 년 38 만톤으로 증설하였다. 그리고 2010 년부터 아연제련 후 발생되는 폐기물에서 은 부산물을 추출하여 연간 1,200 억원 수준의 매출을 올리고 있다. 따라서 영풍은 국내 2 위의 아연 제련업체로 그리고 은 부산물 생산업체로 2012 년에는 Commodity Bull Market 의 수혜주로 자리잡고 향후에는 글로벌 경기상황에 따라 Inflation Hedge 주가 될 가능성도 충분할 것으로 예상된다 (Page 21).

✓ 막대한 투자자산과 관련 수익

영풍은 국내 1 위 아연제련업체로 현재 시가총액이 7 조 6,801 억원인 고려아연 (010130 KS)의 지분을 26.91% 보유하고 있는 최대주주로 영풍 지분의 가치는 2 조 667 억원이다. 고려아연은 연간 7,000 억~8,000 억의 순이익을 창출하고 있어 영풍은 지분법 이익으로 연간 약 2,000 억원의 수익을 올리고 있다. 영풍은 또한 추정 시장가격이 5,111 억인 서린동의 영풍빌딩을 보유하고 있으며 임대료 수익으로 연간 약 400 억원의 매출을 올리고 있다. 영풍은 영업 외 수익인 지분법 이익에서 약 50%의 세전이익을 얻고 있으며 따라서 영풍의 전체적인 수익성 분석을 위해서는 매출 보다는 세전이익의 구조분석이 더 중요하다 (Page 15).

✓ IT 업계의 종속기업들의 연결

영풍의 연결대상 종속사들의 매출은 전체의 약 60%로 매우 큰 비중을 차지하고 있다. 연결대상 종속사들의 총 매출 중 약 80%는 IT 업종의 기업들에서 발생하고 있다. 따라서 영풍은 아연과 은 부산물 뿐 아니라 IT 업계에도 재무적 투자자로 진입하며 수익원천의 다변화를 진행하고 있다. 세전이익 구조상으로는 주로 IT 업체들로 구성된 연결대상 종속사가 약 30%를 차지하며 (2011 년 기준) 지분이익 다음으로 큰 수익원천으로 자리잡고 있다 (Page 14 & 24).

✓ 주당 적정가격 2,300,000 원 – 현재가에서 73.1% 상승여력

영풍의 기업가치는 영업가치와 투자자산 가치의 합으로 정의될 수 있다. 먼저 영업가치를 산정하기 위하여 아연과 은 부산물에서 창출되는 순이익과 연결종속대상 8 개의 기업들의 (그 중 6 개 기업은 IT) 창출하는 순수익을 합한 총 순이익에 대하여 금속업계 PER 과 IT 업계 PER 의 평균치인 10.0x 를 적용하였다. 그 결과 영풍의 영업가치는 1 조 6,478 억원으로 산정되었다. 그리고 고려아연의 지분 26.91%에 대한 시장가격 2 조 667 억원과 서린동의 영풍빌딩의 가치는 시장 추정치인 5,111 억원을 적용한 결과 총 투자자산의 가치는 2 조 5,778 억원으로 산정되었다.

결론적으로 Sum of Part Valuation 통하여 영풍의 적정가를 구한 결과 영풍의 적정주가는 230 만원으로 산정되었다. 이는 현재 주가인 1,329,000 에서 73.1%의 상승여력을 나타낸다 (Page 28).

Section 1: 기업 Snapshot

막대한 우량 투자자산과 IT계열사를 보유한 원자재 수혜주

영풍은 원자재 가격 상승의 수혜주

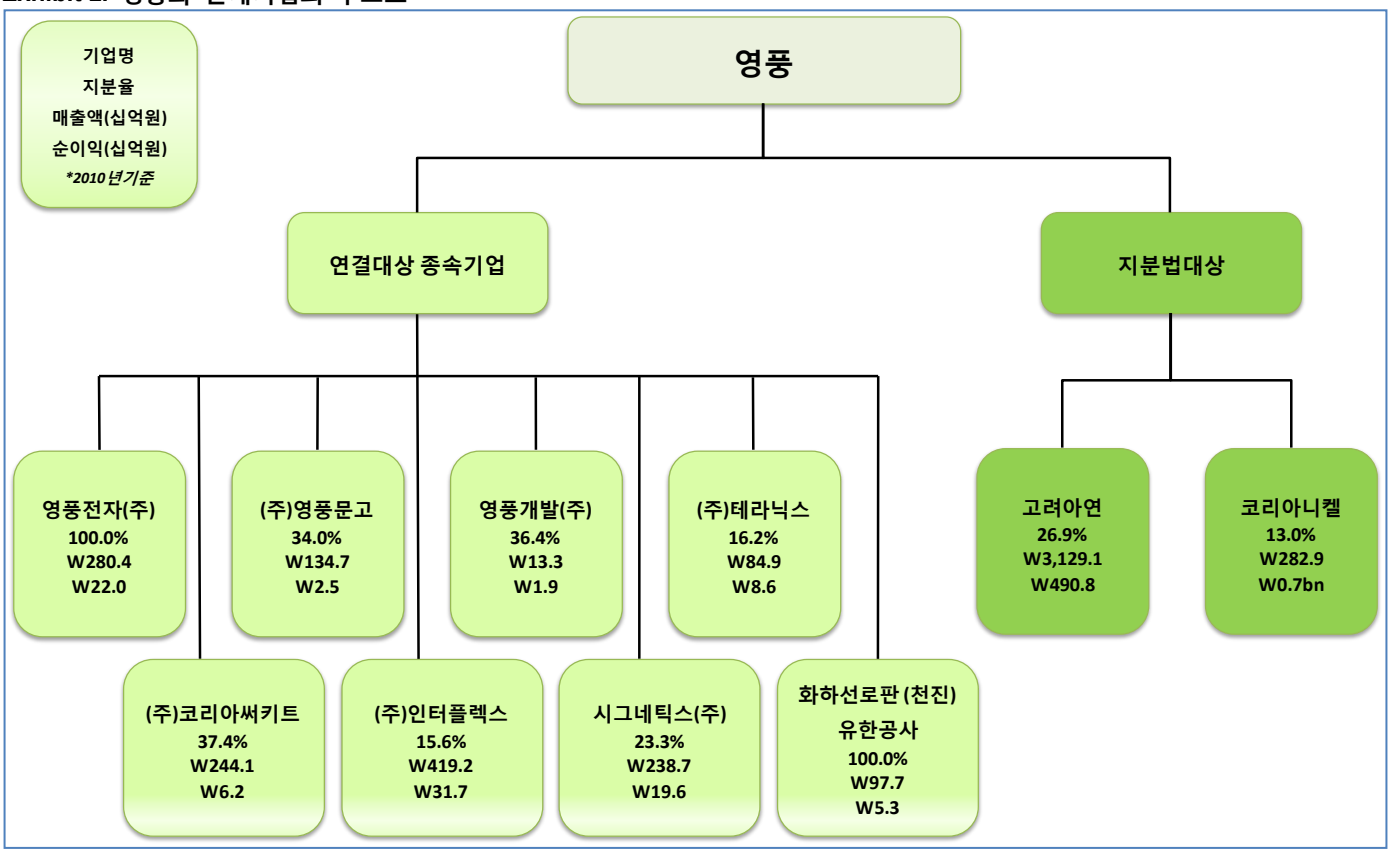
영풍은 전세계적으로 크게 증가한 유동성의 영향으로 크게 상승한 국제 Commodity 가격 상승의 수혜기업이다. 국내 아연시장의 32%를 점유한 영풍은 지난 수년간의 아연가격 상승으로 수익성이 꾸준히 증가하였다. 영풍은 지난 수년간 투자와 설비보수를 통하여 2007 년 연간 28 만톤이었던 아연 Capa 를 2010 년에 32.4 만톤으로 증설하고 2011 년 에는 38 만톤으로 늘리며 아연가격 상승의 수혜를 누려왔다. 뿐만 아니라 2010 년부터 본격적으로 생산을 시작한 은 부산물은 연간 약 1,200 억원의 매출을 꾸준히 올리는 효자상품으로 자리잡았다. 은 부산물은 아연정광를 제련한 후 남는 폐기물에서 축출하므로 원가가 낮아 수익성이 매우 높은 제품이다.

2.5조원대의 막대한 투자자산과 연간 2,000억원의 관련 수익

영풍은 국내 최대 아연제련업체인 고려아연의 지분을 26.91% (평가액 2 조 667 억) 보유하고 있는 고려아연의 최대주주이다. 지분법 대상으로 코리아니켈도 보유하고 있지만 그 규모는 미미하다. 영풍이 보유한 투자회사의 지분에서 발생되는 순 지분법 이익은 2010 년 1,309 억이었고 이는 세전이익의 49.1%에 달한다. 영풍은 또한 추정 평가액 5,111 억원의 서린동의 영풍빌딩을 보유하고 있으며 임대료로 연간 약 400 억원의 매출을 올리고 있다.

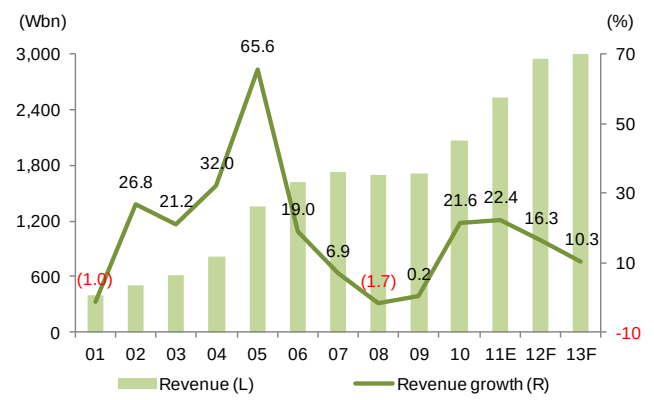
영풍은 연결대상 종속사로 8 개의 기업을 보유하고 있다. 그 중 6 개 기업이 IT 관련 기업으로 영풍이 아연제련업에서 질적으로 양적으로 최고수준에 올라 더 이상의 큰 확장이 어려운 상황에서 향후 성장동력을 확보하기 위하여 High Tech 업계로 진출하려는 의도를 볼 수 있다. 이러한 8 개의 연결대상 종속기업들은 2010 년 영풍의 연결매출의 57.6%인 1 조 1,953 억원의 매출을 기여하였으며 2013 년에는 총 매출 기여도가 63.9%까지 증가할 것으로 예상된다.

Exhibit 1. 영풍과 관계기업의 구조도



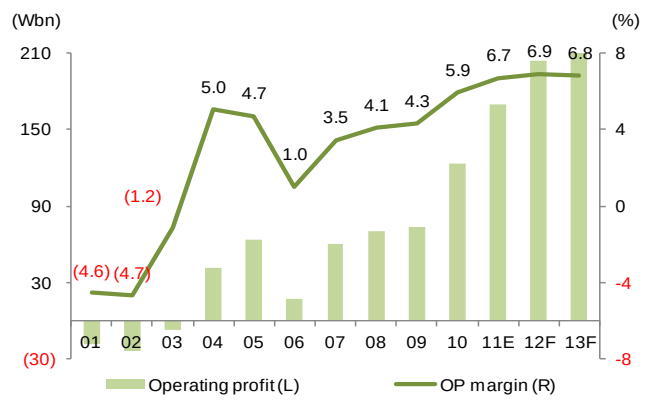
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 매출액 및 매출증가율 추이



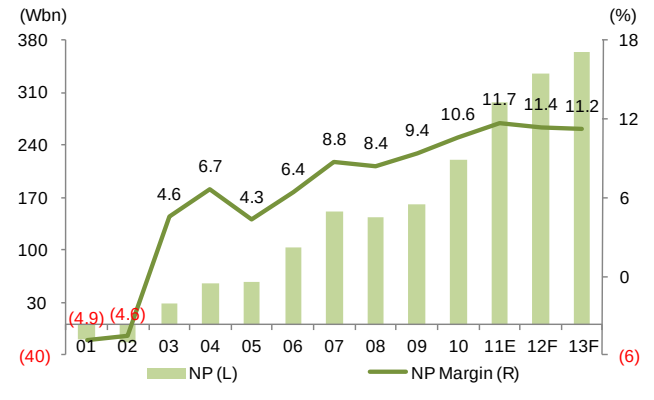
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



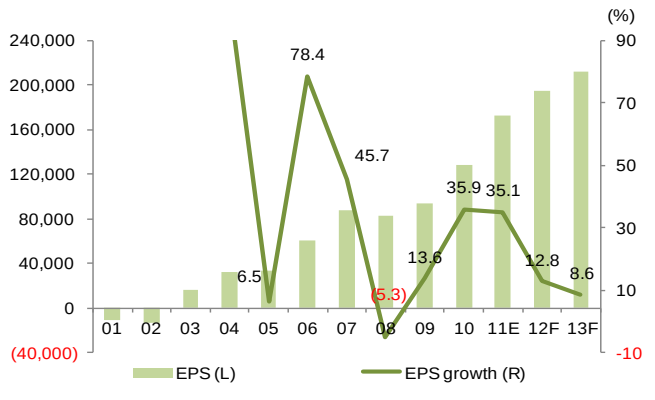
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 순이익 및 순이익률 추이



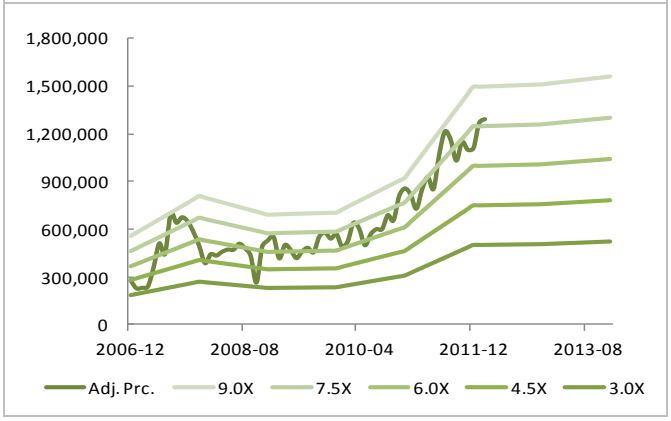
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



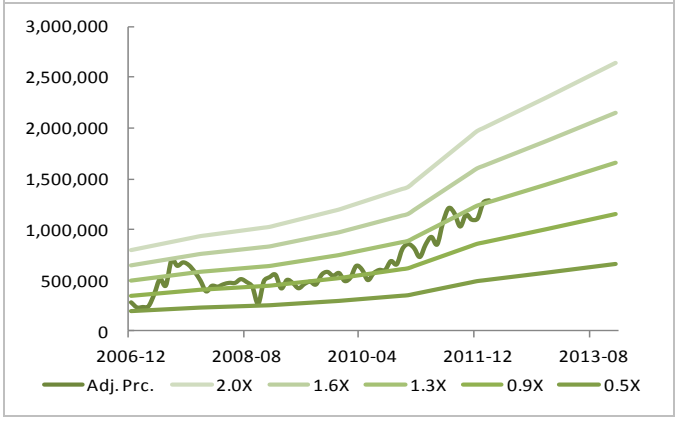
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 7. PBR Band



Source: FnGuide

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

지분법 이익의 기여로 15%~20%의 높은 ROE

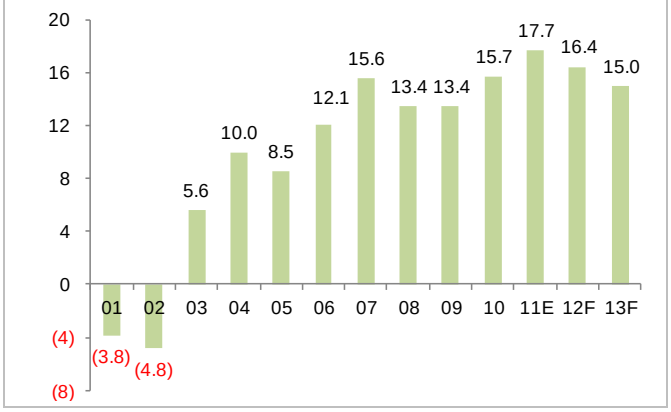
15% 이상의 높은 ROE 유지

영풍은 지난 수년간 12%~16%대의 높은 ROE 를 지속적으로 유지해왔다. 2012 년에는 16.4%의 ROE 를 기록할 것으로 예상되며 2013 년에도 15.0%를 기록할 것으로 예상된다. 이러한 높은 ROE 의 원천은 고려아연 지분에서 발생되는 연간 약 2,000 억원의 지분법이익과 IT 계열사들에서 발생되는 이익이 주 수익원이다.

아연과 은가격의 상승으로 Core Business 의 OPM 2010년 4.5%에서 2012년 7.8%로 상승

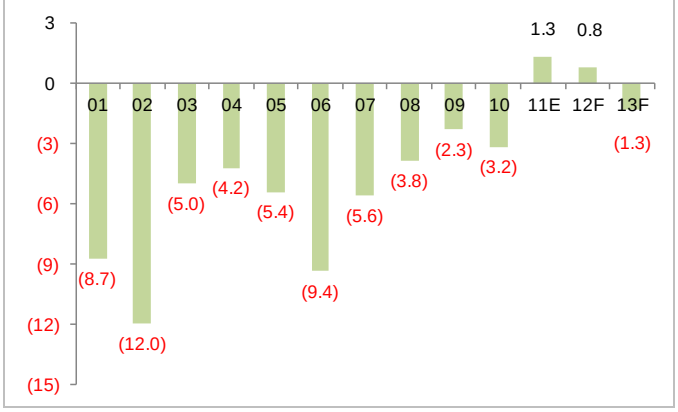
뿐만 아니라 2011 년 부터는 본업인 아연제련과 부가가치가 높은 은 부산물에서 발생되는 이익으로 Core Business 의 영업이익률이 2010 년 4.5%에서 2012 년에는 7.8%까지 크게 향상되며 안정적으로 ROE 를 창출하는데 기여 할 것으로 예상된다.

Exhibit 8. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

영풍의 경우 수익구조 상 ROIC 는 왜곡된 지표로 전락

영업외 수익이 영업이익 보다 더 큰 독특한 수익구조로 인하여 ROIC 는 전체 수익성에 비하여 낮은 수준

영풍의 이러한 독특한 이익구조 때문에 영풍의 NOPAT 는 투하자본이 비하여 낮은 편이며 따라서 ROIC 또한 꾸준히 마이너스를 기록하여 왔으며 향후에도 EVA 는 0% 전후 수준에서 움직일 것으로 예상된다.

따라서 영풍 경우 ROIC 는 가치창출의 정도를 적절하게 나타내는 지표로 사용하기 힘들다. 지난 10 년간 영풍의 ROIC 에서 WACC 를 제외한 EVA 는 꾸준히 마이너스를 기록 해 왔으며 향후에도 영풍의 EVA 는 마이너스권을 벗어나기는 힘들것으로 보인다.

Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

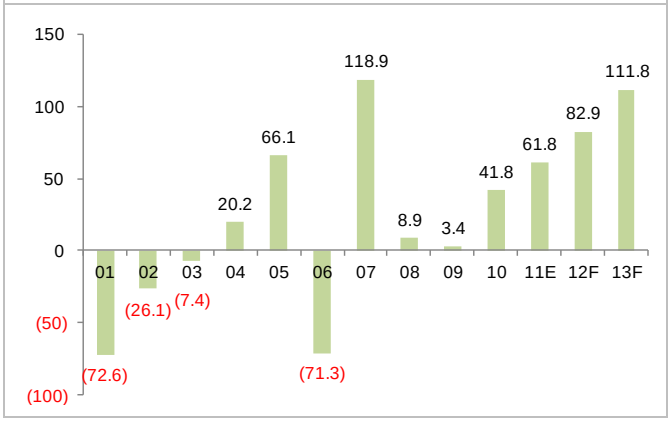
아연과 은 등 Core Business 의 확대로 증가하는 FCF

큰 규모의 비현금 수익인 지분법 이익으로 인하여 FCF 는 낮으나 2012년부터 크게 증가

영풍의 FCF 는 비현금 수익인 지분법이익의 비중이 높아 순이익의 규모에 비하여 높지 않다. 2010 년에는 2,203 억의 순이익과 1,271 억원의 감가상각에도 불구하고 창출된 FCF 는 418 억에 그쳤다.

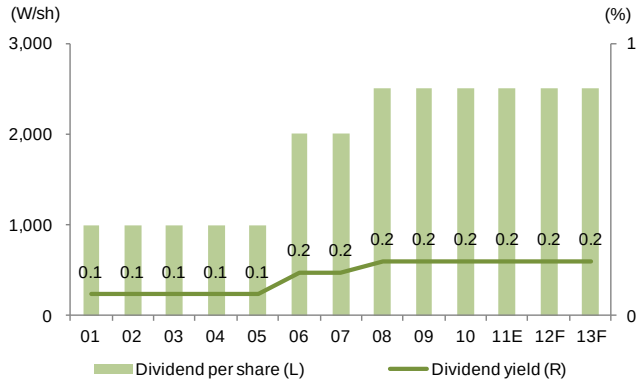
그러나 아연가격이 현재의 높은 수준에서 유지될 것으로 예상되고 부가가치가 높은 은 부산물이 영업이익에 높은 기여를 하고 있는 동시에 대형설비투자가 2010 년에 완료되어 2012 년에 829 억원의 FCF 가 창출되고 2013 년에는 1,118 억원이 창출될 것으로 예상된다.

Exhibit 10. Free cashflow 추이 (Wbn)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. 배당금과 배당률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

경영진은 배당보다는 현금 축적에 중점 두고 있어

영풍은 지난 수년간 1,000 억~2,000 억원대의 순이익은 물론 큰 규모는 아니지만 꾸준히 FCF 를 창출한 반면 배당금 지급에는 큰 중점을 두지 않았다. 영풍이 2010 년에 지급한 주당배당금 2,500 원의 배당수익률은 0.2%에 불과하며 배당금 총액도 60 억원 수준으로 별 의미가 없는 상징적 수준의 배당정책을 유지하고 있다.

이렇게 낮은 배당금은 영풍 경영진의 투명성 결여와 소액주주에 대한 배려를 하지 않는 경영정책의 Symbol 이라고 볼 수 있다.

Exhibit 12. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	26.8	17.9	38.9	98.9	152.6	119.2	238.0	130.0	155.4	272.5	226.8	255.9	292.8
CAPEX	99.4	43.9	46.3	78.7	86.5	190.5	119.1	121.0	152.0	230.7	165.0	173.0	181.0
Free cashflow	(72.6)	(26.1)	(7.4)	20.2	66.1	(71.3)	118.9	8.9	3.4	41.8	61.8	82.9	111.8
총 배당금	2.1	2.4	2.4	6.4	4.8	4.0	4.2	5.1	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
주당 배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당 수익률 (%)	1.8	1.8	2.0	2.4	1.2	0.7	0.7	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2

Note: 배당 수익율은 해당연도 종가기준

Source: Company data, Leading Research Center

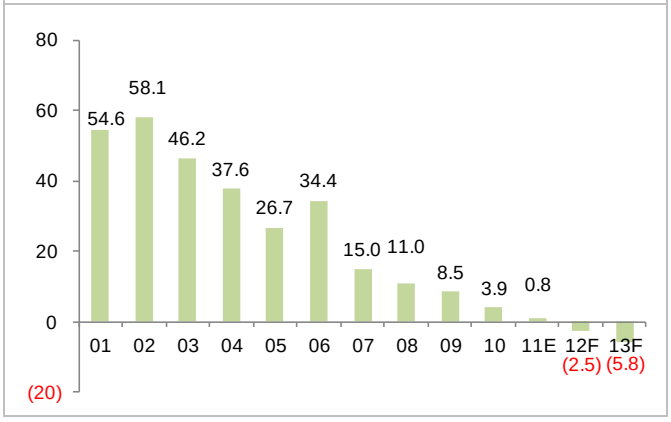
Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

2012 년에 Net Cash Position 으로 돌아설 것으로 예상

2012년에는 Net Cash Position 으로 돌아설것으로 예상

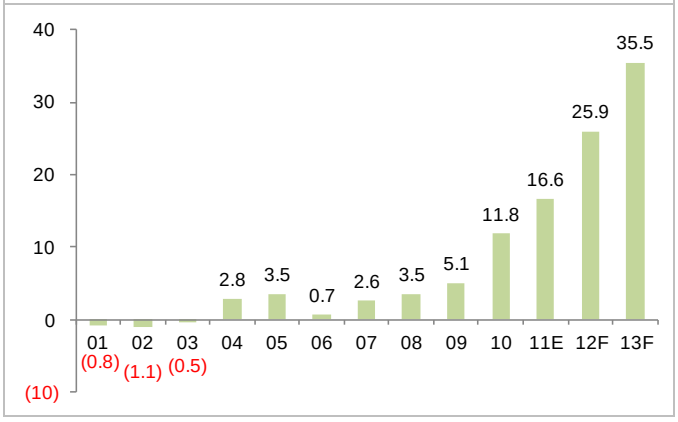
영풍은 역사적으로 자본금 대비 낮은 순차입금 비율을 유지해왔다. 2000 년 이후 최고 수준의 순차입금/자본금 비율도 58.1%에 불과하고 2010 년에는 3.9%까지 낮추었다. 향후 꾸준히 증가할 것으로 예상되는 Free Cashflow 의 영향으로 2012 년 부터는 현금과 현금성 자산이 차입금액수를 초과하며 Net Cash Position 으로 돌아설 것으로 예상된다.

Exhibit 13. 순 부채/자본 비율 추이 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 이자보상배율 추이 (X)



Source: Company data, Leading Research Center

0% 가까운 부채비율 – 이자보상배율 큰 의미 없어

현재 0% 에 가까운 순차입금 비율과 향후 Net Cash Position 으로 돌아설 영풍의 재정상태를 볼 때 이자보상배율은 의미가 없는 숫자이다. 2012 년 Net cash position 으로 인한 순이자 수익은 4 억원으로 예상되고 2013 년에는 29 억원으로 예상된다. 따라서 순 이자수익이 전체 수익에 미치는 영향은 미미하다.

Exhibit 15. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	312.3	292.1	270.7	252.6	357.4	426.2	295.0	320.7	274.7	318.3	268.3	208.3	148.3
현금과 현금성 자산	34.3	17.9	23.4	40.9	143.4	110.6	140.8	199.6	165.3	258.8	254.0	264.1	302.4
순차입금	278.0	274.2	247.3	211.7	214.0	315.6	154.2	121.1	109.3	59.5	14.3	(55.8)	(154.1)
순차입금/총자본 (%)	54.6	58.1	46.2	37.6	26.7	34.4	15.0	11.0	8.5	3.9	0.8	(2.5)	(5.8)
이자비용	23.5	21.9	15.6	14.6	18.3	23.2	22.6	20.0	14.6	10.4	10.3	7.9	6.2
이자수익	5.6	2.1	1.7	1.8	4.7	5.7	6.4	9.0	7.2	6.4	7.7	8.3	9.1
순 이자비용	17.9	19.8	13.9	12.8	13.6	17.5	16.2	11.0	7.4	4.0	2.6	(0.4)	(2.8)
이자보상배율 (배)	(0.8)	(1.1)	(0.5)	2.8	3.5	0.7	2.6	3.5	5.1	11.8	16.6	25.9	35.5

Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

1992 년 이후 증자 없어

충분한 현금과 수익성으로 증자 필요 전혀 없어

영풍은 1992 년 44 억원 증자 이후 20 여년간 증자를 하지 않았다. 그리고 대규모 시설투자가 2010 년 마무리 되고 2012 년부터 Net Cash Position 으로 돌아설 것으로 예상되며 향후 증자의 필요성이 없을 것으로 판단된다.

Exhibit 16. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '06-10
납입자본금	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	0.0
주식발행초과금	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0.0
주식발행으로 인한 조달금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	0.0

Source: Company data

BW 나 CB 발행 가능성 제로에 가까움

그리고 BW 또는 CB 를 발행한 적도 없고 향후에도 발행할 가능성은 거의 전무하다고 판단된다.

Section 6: CEO 의 경영철학은?

산업의 소금인 아연업체의 대가를 키운 훌륭한 경영진...

지난 수십년간 영풍을 굴지의 기업으로 키워 수익성과 안정성을 동시에 확보한 경영진

영풍은 최근 은 부산물 생산을 시작으로 Core Business 를 강화하며 수익구조의 질을 향상시키며 2012 년부터 Net Cash Position 으로 돌아설 것으로 예상되는 훌륭한 재무구조와 성장성을 지니고 있다. 이러한 오늘의 영풍의 뒤에는 자동차와 철강과 같은 굴뚝 산업은 물론 전자제품등 산업 전반적으로 사용되는 필수품인 아연을 제련하는 사업을 수 십년간 성공적으로 이끌어온 훌륭한 경영진이 뒷받침하고 있다.

영풍 경영진은 현명한 투자의 달인

영풍의 경영진은 투자에서도 두각은 나타내고 있다. 영풍은 국내 최대 아연제련업체이며 세계 최대 은 생산 아연제련기업으로 연간 7,000 억원을 초과하는 순이익을 창출하는 고려아연의 26.91% 주주이다. 그리고 영풍이 연결대상 종속사로 보유하고있는 8 개 기업도 모두 우량한 성장성과 수익성을 보이고 있어 영풍 경영진의 성공이 입증된 현명한 투자철학을 보여주고 있다. 영풍의 경영진은 지난 수십년간 영풍을 Core Business 인 아연제련은 물론 현명하고 과감한 투자를 통하여 안정성과 수익성을 동시에 확보하는데 성공하였다.

그러나 불투명한 경영으로 소액주주들에는 무관심

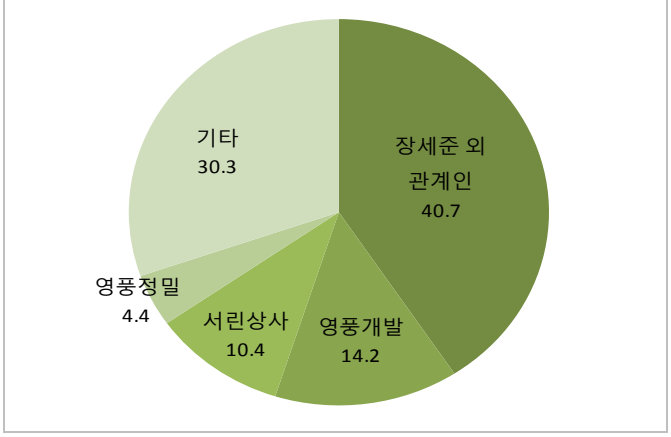
불투명한 경영과 소액주주에 대한 무관심

반면 영풍 경영진의 단점으로는 시가총액이 2 조 4,481 억원인 대기업에 걸맞지 않는 소액주주에 대한 무관심과 경영의 불투명성을 들 수 있다. 영풍은 지난 10 여년간 증권사의 리서치 보고서가 거의 전무한데 그 이유는 영풍내에 IR 부서가 없을 뿐 아니라 IR 미팅자체를 원천봉쇄하고 있기 때문에 영풍의 주식을 소유하거나 신규 매수에 관심이 있는 투자자는 영풍에 대한 정확하고 Informed 된 기업분석과 미래 실적의 Forecast 를 근본적으로 할 수 없는 상황이다. 뿐만 아니라 배당수익률이 0.2%에 불과해 소액주주와 경영의 열매를 나누는데 대한 관심도 적다.

따라서 영풍은 주주들이 기본적으로 누려야 하는 권리인 경영투명성과 배당을 부인함으로서 소액주주들에게 매우 비우호적인 기업으로 인식되고 있다. 그 결과 영풍의 진정한 가치가 시장에서 인정받지 못하고 있다. 따라서 영풍은 글로벌 경영시대에 대기업으로서 보여주어야 하는 주주들에 대한 배려가 아쉬운 상황이다.

주요 경영진 프로필

Exhibit 17. 주주구성 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 18. CEO 프로파일

장형진 대표이사

기간	경력과 학력
현재	전국 경제인 연합회 이사
	연세대 상학과

Source: Company data

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도

2012년 환율 1% 변동시 EPS 1.4% 변동 - 환율 민감도는 크지 않음

영풍은 수출이 수입을 초과하는 액수가 매출의 약 15%로 환율이 하락하면 매출이 감소하는 구조이다. 2012 년의 원/달러 환율이 연평균 환율 예상치인 1,084 원/달러 에서 1% 상승 또는 하락하면 매출에 미치는 영향은 0.5% 이며 EPS 는 1.4% 변동하게 된다. 연간 평균 환율이 5% 변동시 EPS 는 6.8% 변동하게 되며 따라서 영풍의 환율에 대한 민감도는 너무 크지도 작지도 않은 적당한 수준이라고 판단된다.

Exhibit 19. 2011 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,049	1,093	1,104	1,115	1,160
매출액(십억원)	2,472.3	2,526.3	2,539.8	2,553.3	2,607.3
영업이익(십억원)	147.5	165.6	170.2	174.7	192.9
순이익(십억원)	275.0	293.2	297.7	302.3	320.4
주당순이익(원)	149,307	159,164	161,629	164,093	173,951
PER	8.5	8.0	7.8	7.7	7.3
매출액 증가율(%)	(2.7)	(0.5)		0.5	2.7
영업이익 증가율(%)	(13.3)	(2.7)		2.7	13.3
순이익 증가율(%)	(7.6)	(1.5)		1.5	7.6
EPS 증가율(%)	(7.6)	(1.5)		1.5	7.6

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 20. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,030	1,074	1,084	1,096	1,139
매출액(십억원)	2,879.9	2,939.9	2,954.9	2,969.9	3,029.9
영업이익(십억원)	180.9	199.3	203.9	208.5	226.9
순이익(십억원)	312.9	331.2	335.8	340.4	358.8
주당순이익(원)	169,839	179,825	182,322	184,818	194,804
PER	7.5	7.0	6.9	6.8	6.5
매출액 증가율(%)	(2.5)	(0.5)	0.0	0.5	2.5
영업이익 증가율(%)	(11.3)	(2.3)	0.0	2.3	11.3
순이익 증가율(%)	(6.8)	(1.4)	0.0	1.4	6.8
EPS 증가율(%)	(6.8)	(1.4)	0.0	1.4	6.8

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 21. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	966	1,006	1,016	1,027	1,067
매출액(십억원)	3,175.8	3,242.2	3,258.8	3,275.4	3,341.8
영업이익(십억원)	196.0	216.5	221.6	226.7	247.2
순이익(십억원)	335.3	358.0	364.6	379.9	400.4
주당순이익(원)	182,014	194,347	197,959	206,249	217,387
PER	7.3	6.8	6.7	6.4	6.1
매출액 증가율(%)	(2.5)	(0.5)	0.0	0.5	2.5
영업이익 증가율(%)	(11.6)	(2.3)	0.0	2.3	11.6
순이익 증가율(%)	(8.1)	(1.8)	0.0	4.2	9.8
EPS 증가율(%)	(8.1)	(1.8)	0.0	4.2	9.8

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 영업현황 및 실적전망

Inflation Hedge 와 Commodity Bull Market 의 수혜 주

원자재 가격 상승의 수혜주로 부상

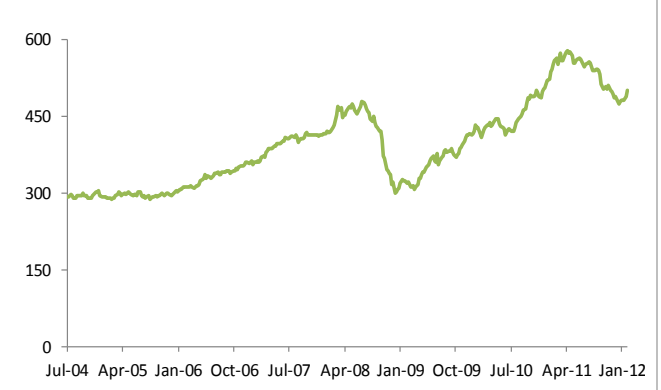
최근 글로벌 경기와 금융시장의 움직임과 Commodity Bull Market 에 대한 발빠른 대응으로 영풍은 대표적 Commodity 수혜 기업 그리고 향후 Inflation Hedge 기업으로 거듭나게 되었다. 글로벌 금융시장은 지난 수년간 여러번의 패닉상태를 겪으며 세계 주요국가들의 중앙은행들은 엄청난 유동성를 시장에 공급하였으나 향후 수년간은 공급된 유동성을 회수하기 어려울것으로 보인다. 또한 미국의 이자율은 0% 근처에 머물고 있으며 FRB 는 최소한 2014 년까지는 제로금리가 유지될 것이라고 발표 하였다.이렇게 채권의 매력이 떨어진 상황에서 투자자들은 실물자산으로 눈을 돌리고 있으나 부동산 역시 세계적으로 불황기에 들어서게 되며 유동성의 상당부분이 Commodity 시장으로 옮겨가며 원자재 가격의 상승이 현재도 유지되고 있다.

향후 Inflation Hedge 주로 부상 가능 – 두마리 토끼 잡는 우량주

Commodity 가격이 유럽위기로 잠시 조정을 받은 후 계속 강세를 유지하는 또 하나의 이유는 향후 글로벌 경기 상승시 현재 시장에 풀린 유동성이 Inflationary Pressure 로 바뀔 수 있는데 이때 실물자산인 Commodity 가 Inflation Hedge 수단으로 자리잡을 수 있기 때문이다. 따라서 현재 글로벌 경제상황을 감안하면 Commodity 의 Bull Market 은 향후에도 상당기간 유지가 될 것으로 보인다.

따라서 높은 commodity 가격의 수혜와 Inflation Hedge 라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있는 주식이 시장의 관심을 받을것으로 보이며 영풍은 그 중에서도 선두주자가 될것으로 예상된다.

Exhibit 22. CRB Commodity Index 추이

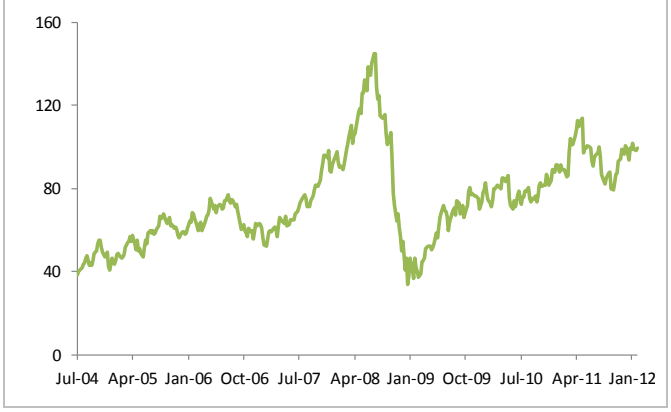


Source: Bloomberg

Exhibit 23. Gold 가격 추이 ($/Troy Oz)

Source: Bloomberg

Exhibit 24. Crude Oil 가격 추이 ($/bl)



Source: Bloomberg

Exhibit 25. Corn 가격 추이 (Cents/bu)

Source: Bloomberg

IT 기업 위주인 연결대상 매출비중 60% 선

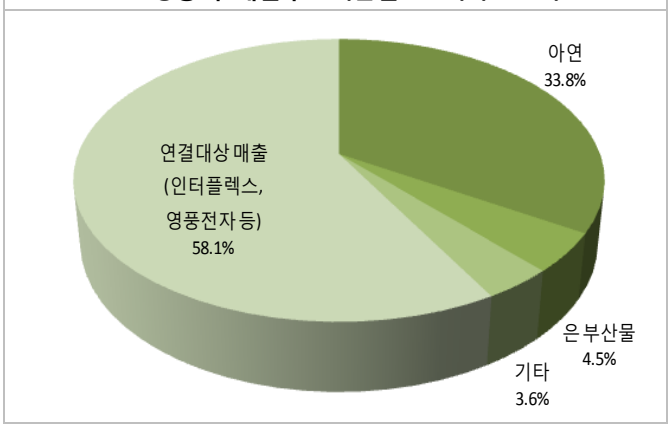
연결 종속사의 매출비중 60% 이상으로 매우 커

20111 년 연풍 단독기준 추정 매출은 1 조 634 억원이다. IFRS 연결기준으로는 영풍전자, 시그네틱스, 코리아써키트 등의 종속회사들의 매출을 합하면 2011 년 예상 연결매출은 2 조 5,98 억원이다.

영풍의 IFRS 연결매출구조를 살펴보면 2011 년 아연매출이 전체 매출의 33.8%를 차지할 것으로 예상되나 2013 년에는 그 비율이 28.9%로 줄어들며 본업인 아연제련의 영향력이 감소할 것으로 예상된다. 반면 주로 IT 업체들로 구성된 종속회사의 매출은 2011 년 58.1%로 예상되나 2013 년에는 63.9%로 증가할 것으로 예상된다.

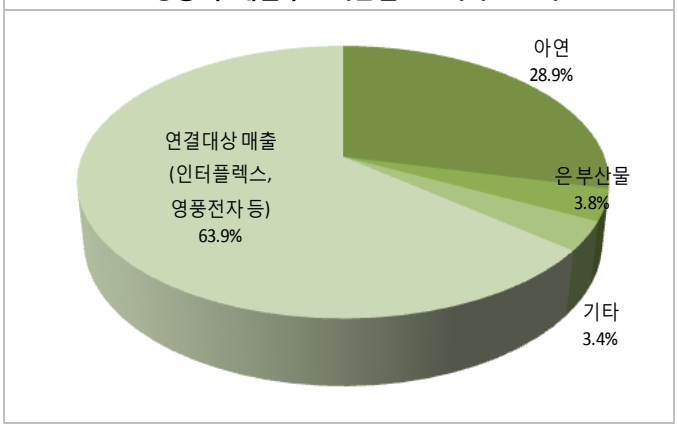
영풍은 2010 년부터 본격적으로 은 부산물 판매를 시작하고 2011 년에는 약 1,100 억원의 은 부산물 매출을 올리며 전체 매출의 4.5%를 차지할 것으로 추정된다. 연 평균 은 가격은 2011 년 $35.2/Troy Oz. 이었으나 2013 년에는 $38.3/Troy Oz. 로 8.8% 상승할 것으로 예상되나 연 평균 환율이 2011 년 1,104 원/달러에서 2013 년 1,017 원/달러로 7.9% 하락하여 원화기준으로 은 가격은 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 또한 연결대상 매출이 연간 약 20% 증가하며 비중이 커지며 2013 년 은 부산물 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중은 3.8%로 하락할 것으로 보인다.

Exhibit 26. 영풍의 매출구조 (연결 IFRS) (2011E)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 27. 영풍의 매출구조 (연결 IFRS) (2013F)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 28. 영풍의 매출구조 추이

(Wbn)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
	GAAP 연결				IFRS 연결		
영풍	**904.1**	**750.1**	**670.0**	**880.4**	**1,063.4**	**1,168.5**	**1,168.7**
아연	835.3	652.5	601.6	758.2	858.4	941.0	935.6
은 부산물	0.0	0.0	0.0	52.3	113.1	123.9	121.7
기타	68.8	97.6	68.4	69.8	92.0	103.7	111.3
연결대상 종속회사 매출	**827.7**	**952.6**	**1,036.9**	**1,194.7**	**1,476.4**	**1,786.4**	**2,090.1**
총매출	**1,731.8**	**1,702.7**	**1,706.9**	**2,075.1**	**2,539.8**	**2,954.9**	**3,258.8**

Source: Company data, Leading Research Center

지분법 이익이 세전이익의 50%를 차지하는 독특한 구조

세전이익의 50%는 고려아연 지분에서 발생하는 지분법 이익

영풍은 총매출의 약 60%가 연결대상 종속사에서 발생되는 반면 세전이익의 약 50%는 지분법이익에서 발생되는 독특한 구조를 가지고 있다. 따라서 영풍은 매출구조 보다는 세전이익 구조의 분석이 더 중요한 기업이다.

수익성 분석에는 세전이익 분석이 필수

2010 년 기준으로 (연결 GAAP) 영풍의 수익구조를 보면 세전이익의 49.1%가 지분법이익에서 발생되고 있으며 30.2%는 연결대상 종속사에서 발생 되는 반면 순수한 영풍의 Core Business 인 아연제련이 기여하는 부분은 20.7%에 불과하다. 지분법 이익의 규모가 이렇게 큰 이유는 영풍이 국내최대 아연 제련업체이며 2012 년 순이익이 7,445 억원으로 예상 되는 우량기업인 고려아연의 지분을 26.91% 보유로 2010 년에는 1,309 억원의 순 지분법 이익이 발생하였고 2011 년에는 1,966 억원 그리고 2012 년에는 2,015 억원이 발생할 것으로 예상된다.

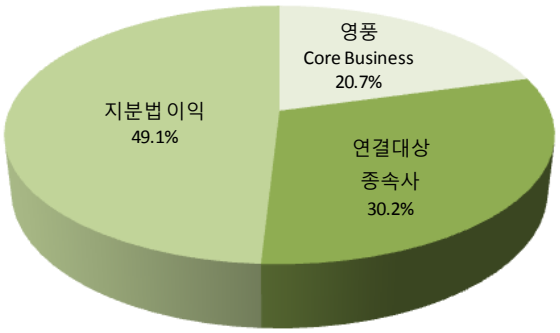
2011 년 영풍 Core Business 에서 발생된 세전이익은 전체 세전이익의 20.7%를 차지하였다. 그러나 2012 년에는 (연결 IFRS) 영풍의 은 부산물 생산과 아연매출의 증가로 수익성이 향상되며 Core Business 에서 발생되는 세전이익이 전체의 25.4%로 크게 증가하며 Core Business 의 역할이 커질 것으로 예상된다.

영풍 분석에는 아연제련, 지분법이익, 그리고 연결대상 종속사의 분석 필수

영풍을 분석하기 위하여는 다음 3 가지의 분석이 필수적이다.

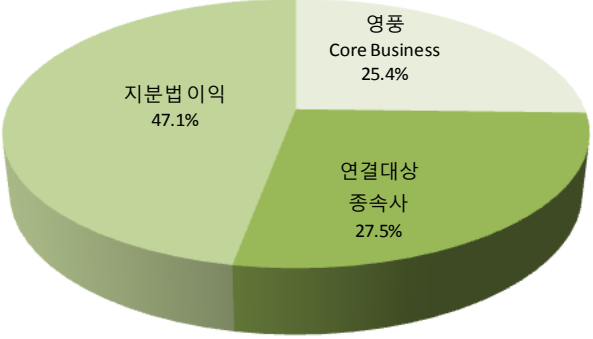
1. Core Business 인 아연제련과 은 부산물의 매출과 이익 (Page 16)
2. 고려아연에서 발생되는 지분법이익 (Page 22)
3. 연결대상 종속사의 매출과 이익 (Page 24)

Exhibit 29. 영풍의 세전이익 구조 (단독 GAAP) (2010)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 30. 영풍의 세전이익 구조 (연결 IFRS) (2012F)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 31. 영풍의 세전이익 구조

(Unit:Wbn)	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
			GAAP 연결			IFRS 연결		
세전이익	**128.4**	**202.0**	**158.9**	**207.3**	**266.5**	**379.3**	**427.8**	**464.5**
영풍 단독 (아연 & 은 등)	48.9	116.5	75.7	48.6	55.1	100.6	108.7	110.2
연결사 (전자제품 등)	(31.9)	(26.7)	8.1	48.3	80.6	82.1	117.6	137.4
구성비율								
영풍 단독 (아연, 은 등) (%)	38.1	57.7	47.6	23.5	20.7	26.5	25.4	23.7
연결사 (전자제품 등) (%)	(24.9)	(13.2)	5.1	23.3	30.2	21.6	27.5	29.6
지분법 이익 (%)	86.8	55.6	47.3	53.2	49.1	51.8	47.1	46.7

Source: Company data, Leading Research Center

I. 영풍의 Core Business – 아연제련과 은 부산물

아연제련은 Core Business 매출에서 80% 이상 차지하는 가장 중요한 사업부문

영풍의 주 생산제품은 아연과 황산 그리고 은 부산물이다. 영풍 단독기준으로 볼때 2010 년에는 아연이 전체 Core Business 매출의 86.2%를 차지하였으며 2013 년에도 81.5%를 차지할 것으로 예상되며 매출에서 절대적인 부분을 차지하고 있다.

아연은 철강, 자동차, 가전, 건설등에 쓰이는 산업의 소금

아연은 산업의 소금이라고 할 수 있을 정도로 다양한 용도와 수요를 가지고 있다. 아연은 철강, 자동차, 가전, 전기, 건설산업등에 사용되는 기초 소재이며 특히 자동차 및 가전제품의 외장제와 건설용 철판재에 쓰이는 철강재의 보호피막으로 사용되며, 강관, 강판, 철선, 철구조물 등의 소재에 도금용 (표면처리) 으로 사용되고 있다.

국내 아연업계의 MS 는 영풍 32%와 영풍이 대주주인 고려아연 50%로 두 기업이 장악

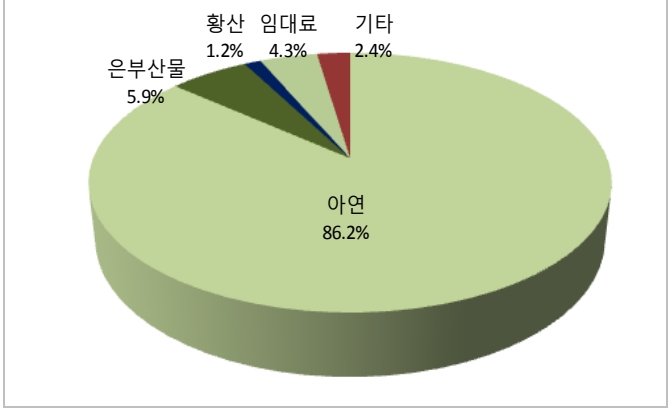
국내 아연업계는 생산량 기준 시장 점유율이 영풍 32%와 고려아연 (010130 KS) 50%로 두 업체가 장악하고 있다. 영풍은 고려아연 지분을 26.91% 보유한 최대주주로 실제로는 영풍 자체의 아련제련과 고려아연을 통한 "대리 아연제련" 분까지 감안하면 국내 아연업계의 최대 Player 이다.

2010년부터 수익성이 매우 높은 은 (Silver) 부산물 생산

영풍은 2010 년 부터 은 부산물 생산을 시작 하였다. 은 가격은 2009 년에 연평균가격이 $14.7/Troy oz 에 불과했었으나 2010 년에 $20.2/Troy oz 으로 상승 한 후 2011 년에는 $35.2/Troy oz 까지 상승하며 매우 중요한 상품으로 자리잡게 되었다. 2012 년 2 월 2 일의 은 가격은 $33.63/Troy Oz 이다.

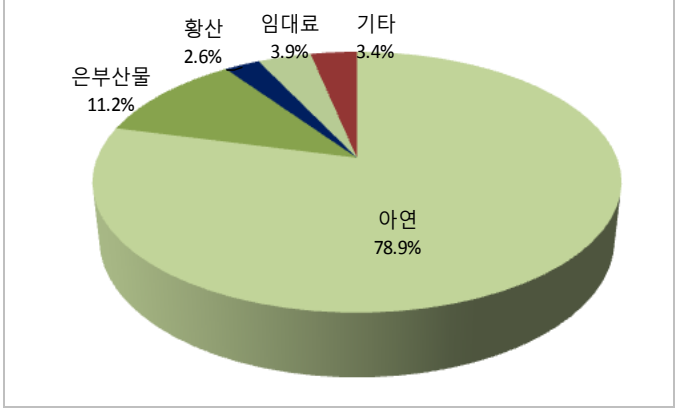
고려아연은 지난 수십년간 은을 생산해 왔으나 영풍은 은 가격이 본격적으로 상승한 2010 년부터 은 부산물을 생산하기 시작 하였다.

Exhibit 32. Core Business 의 매출 구조 (2010)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 33. Core Business 의 매출 구조 (2012F)



Source: Company data, Leading Research Center

아연제련의 4 가지 수익 원천

아연제련의 4가지 수익원천 – 제련수수료, Free Metal, 프리미엄, 부산물

일반업체의 경우 일정한 가격에 원재료를 구입한 후 가공하여 제품을 생산하여 판매한다. 이때 판매한 액수는 매출로 인식되고 원재료 매입은 원재료비로 인식된다.

이렇게 간단한 일반 기업의 수익구조와는 달리 아연제련업체는 제련수수료, Free Metal, 프리미엄, 부산물등을 수익원으로 삼는 복잡한 원가구조를 지니고 있다.

아연 제련업체는 광석을 분말형태로 처리한 아연정광을 구입하여 제련과정련과정을 통해 금속형태의 아연을 생산한다. 일반적으로 아연정광의 금속품위는 50%로 1톤의 아연정광을 제련하면 0.5톤의 아연이 생산된다. 이 과정에서 제련업체는 다음의 4가지의 수익원을 확보하게 된다.

1. 제련수수료 (Treatment Charge) – 제련과 정련 비용 그리고 기본마진을 포함한 매출이익 개념으로 광산과 협의를 통하여 TC 를 정한다. TC 는 기본적인 Base TC 가 있지만 국제 아연가격이 변동하면 Base TC 에서 변동폭을 일정한 공식에 의하여 가감하는 구조이다.

2. Free metal – 정광석 가격과 TC 계산시 기본적으로 국제 아연가격에서 15%를 제외한 85%를 기준으로 삼고 아연업체는 광산에 85%의 가격만 지불한다. 예를 들어 국제 아연가격이 톤당 $1,000 이라면 광산과 제련업체는 15%를 제외한 톤당 $850 이 아연가격이라고 간주하고 TC 협상에 들어간다. 따라서 정광 제련시 금속 회수율이 100%라고 가정하면 아연 가격의 15%를 원재료비 지불이 없는 수익이며 이를 Free Metal 이라고 부른다.

3. 프리미엄 – 제련업체들이 금속의 종류, 지역내 수급상황과 운송비 등을 고려하여 판매가격에 추가적으로 부과하는 금액이다.

4. 부산물 – 잔재 및 폐기물 재처리과정에서 회수하는 부산물로 영풍은 황산과 은 부산물을 부산물로 연간 약 1,200억원의 매출을 올리고 있음.

다음은 4가지 수익원천 중 가장 중요한 제련수수료와 부산물에 대한 설명이다

제련 수수료 (Treatment Charge: TC)

아연 정광석 1톤에서 0.5톤의 아연제련 가능

일반적으로 아연제련업체는 아연광석을 분말형태로 처리한 아연 정광을 구입하여 제련과 정련과정을 통해 금속형태의 아연을 생산한다. 일반적으로 아연 정광의 금속 품위는 약 50%로 아연정광 1톤당 0.5톤 (500Kg) 의 아연을 생산할 수 있다.

즉 아연 1톤의 생산을 위해서는 약 2톤의 정광이 필요하다.

아연 제련시 Treatment Charge 매우 중요

아연제련업체는 이렇게 생산된 아연을 판매하여 총 아연매출 중 제련수수료 (Treatment Charge: TC)를 매출이익으로 보유하며 TC 를 제외한 나머지 금액을 아연정광을 제공한 광산업체에게 정광석 구입비 명목으로 지급한다.

다른 각도에서 본다면 아연제련업체는 광산이 제공하는 정광석을 가공한 후 가공비만 받는 구조로도 볼 수 있다.

제련사의 TC 공식

제련업체의 기본적인 수익원인 아연제련 TC 계산공식은 다음과 같다. 그리고 TC 협상은 매년 3월에 이루어진다. 협상시 광산업체와 아연제련업체는

A. Base TC
B. 기준 LME 가격
C. Escalator 와 De-escalator

등 3가지 조건을 협의한다.

아연가격 상승시 실질 TC = Base TC + (전월평균 LME 아연가격 – 기준 LME 아연가격) x Escalator

아연가격 하락시 실질 TC = Base TC + (전월평균 LME 아연가격 – 기준 LME 아연가격) x De-escalator

A. Base TC

광산과 제련사는 우선 기본적으로 제련사가 광산업체로부터 받을 수 있는 TC 인 Base TC 를 정한다. Base TC 는 해당년도의 예상 아연가격을 기준으로 정하게 된다. LME 연 평균 아연가격이 2009년 $1,662/톤이었던 2009년의 Base TC 는 $194/톤 이었다. 그러나 TC 협상기인 2010년 2월에 LME 아연 가격이 $2,300/톤 수준까지 상승하며 2010년의 Base TC 도 $270/톤으로 상향 조정하였다.

B. 기준 LME 가격과 Escalator& De-escalator

광산업체와 아연제련사는 Base TC 외에 아연가격의 변동에 따라 인센티브 성격의 Escalator 를 정한다. 아연가격 상승시 보너스격인 Escalator 를 적용하고 하락시에는 감봉격인 De-escalator 를 적용한다. Escalator 과 De-escalator 를 적용하는 기준점은 광산업체와 제련업체가 합의하여 정하는 기준 LME 가격이다.

즉 시장 아연 가격이 기준 LME 가격을 초과하면 Escalator 를 적용하여 실질 TC 를 상향조정하고 반대의 경우는 De-escalator 를 적용하여 실질 TC 를 하향 조정을 한다. 따라서 시장이 좋으면 초과 수익을 나누고 시장 상황이 나쁘면 고통을 분담 하자는 취지로 볼 수 있다.

실질 TC 결정의 예 – 2009 년

실질 TC 결정의 예

광산업체는 글로벌 Major 아연제련업체들이 TC 를 협의하면 타 업체들도 그 협의사항에서 크게 벗어나지 않는 범위내에서 TC 를 정하는 것이 업계의 관행이다. 일반적으로 해당년도의 TC 협상은 2월에 진행된다.

2009년의 2월의 협상시에는 Lehman 사태의 후유증으로 아연가격이 2008년 2월 협상 당시 $2,400/톤의 절반이하인 $1,100/톤까지 하락하였다. 이러한 시장의 분위기를 감안하여 협상된 기준 LME 가격은 2008년의 $2,000/톤에서 크게 하락한 1,250/톤으로 결정되었다. 아연제련사의 몫인 Base TC 역시 2008년의 $300/톤에서 2009년에는 $194/톤으로 합의되었다. Escalator 는 2008년과 동일한 10%로 동결된 반면 De-escalator 은 2008년의 6%에서 10%로 상승되었다.

즉 한 해의 TC 는 연초 (2월)의 시장분위기가 좌우하게 되며 나머지 10개월간 시장가격이 연초에 예상했던 기준가격에서 이탈시 Escalator 과 De-escalator 을 통하여 TC 를 조정한다.

Exhibit 34. 2009년 2월 TC 협상시의 시장 상황과 2008년의 TC 결정 요소들

2008 년의 Lehman 사태로 세계경기 후퇴하고 Crude Oil 은 $100/bl 에서 $30 대 중반까지 급격히 하락하고 아연 가격도 2008 년 초기의 $2,400/톤 수준에서 $1,150/톤 수준으로 하락하는 등 Commodity 가격의 미래 불안

협상당시 LME 가격 ($/MT)		LME 기준가격 ($/MT)		연평균 LME 가격 ($/MT)		Base TC ($/MT)		Escalator		De-escalator	
2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
2,400	1,150	2,000	1,250	1,903	1,690	300	194	10%	10%	6%	10%

Source: Metal Bulletin, 고려아연, Leading Research Center

매해 2월 광산사와 아연제련 업체는 시장 상황 감안하여 TC 결정

그러나 2009년의 아연가격은 협상이 끝난 2월의 $1,100/톤 수준에서 상승하기 시작하여 2009년 말에는 $2,500/톤 수준까지 상승하며 연평균 가격 $1,690/톤을 기록하였다. 따라서 2009년의 아연가격이 기준 LME 가격인 $1,250/톤을 크게 상회하며 보너스격인 Escalator 10%가 LME 기준가격인 $1,250/톤을 초과한 부분인 $440/톤 (=2009년 시장 평균가격 $1,690/톤 – LME 기준가격 $1,250/톤) 부분에 적용되었다. 따라서 아연 제련업체는 2009년의 Base TC 인 $194/톤에 $440/톤의 10%인 $44/톤을 추가한 $238/톤을 실질 TC 로 받게 되었다 (2009년의 실질 TC 는 $235/톤으로 계산상의 실질 TC 와 약간 차이가 있음).

Exhibit 35. Zinc price trend (LME) (US$/MT)

Source: Bloomberg

2012 년의 협상조건은 2011 년 대비 큰 차이 없을 듯

2011년 협상에서는 Base TC 하락

영풍은 주로 호주, 페루, 미국 등지로부터 아연정광을 수입하고 있다. 이러한 광산업체들과 개별 아연제련업체 별 TC 협상내용을 공개되지 않고 있으나 2011년 2월 Metal Bulletin 에 보도된 Benchmark TC 협상결과에 따르면 2011년 기준가격과 Escalator 조항은 지난해와 동일하게 유지되었으나 Base TC 는 톤당 US$270에서 US$230로 하락하였다.

Exhibit 36. 아연의 Benchmark TC 추이

(US$/톤)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
Base TC	169	147	141	126	128	300	300	194	270	230	230	230
LME 가격	798	842	1,068	1,401	3,265	3,242	1,903	1,690	2,185	2,208	2,320	2,450
기준 LME 가격	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,300	2,000	1,250	2,500	2,500	2,300	2,400
Escalator	16%	16%	16%	14%	14%	8%	10%	10%	5%	5%	5%	5%
De-escalator	14%	15%	14%	14%	12%	6%	6%	10%	5%	5%	5%	5%
실질 TC	**138**	**121**	**149**	**179**	**389**	**297**	**293**	**235**	**253**	**215**	**231**	**233**

자료: Metal Bulletin, 고려아연, 리딩투자증권

현재 시장상황 감안시 2012년의 협상조건은 2011년과 큰 차이 없을듯

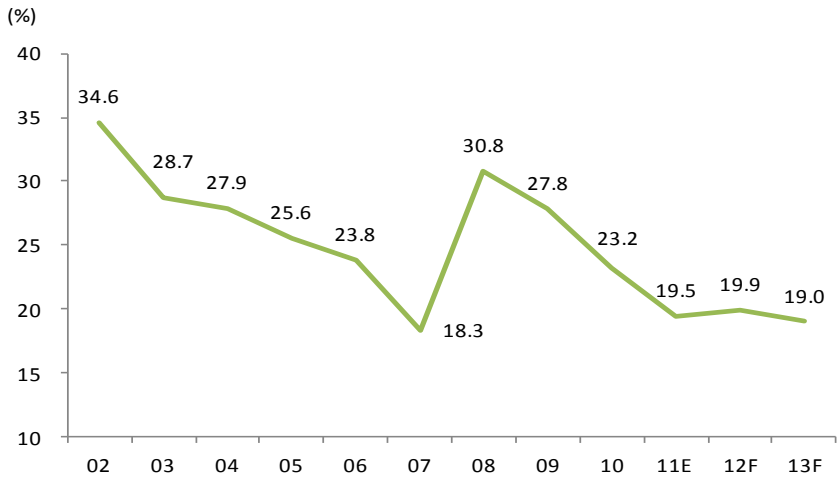
아직 협상이 시작되지는 않았지만 2012년의 Base TC 는 2011년과 같은 $230/톤으로 결정될 것으로 예상된다. 기준 LME 가격은 2011년 대비 $100/톤 하락한 $2,300/톤으로 예상된다. Escalator 과 De-escalator 는 2011년과 같은 수준인 5%로 결정될 것으로 예상된다. 즉 2011년에 아연가격의 변동성이 낮았고 세계 경기의 전망도 2011년과 마찬가지로 별로 밝지 않아 2012년 2월의 협상 분위기 역시 긍정적이나 부정적이 아닌 중립적으로 예상되며 광산업체와 제련업체 모두 2011년 대비 큰 변화 없는 조건들이 수용할 것으로 보인다.

실질 TC 가 LME 가격에서 차지하는 비중은 19% 선에서 유지될 듯

실질 TC 가 시장가격인 LME 아연가격에서 차지하는 비중은 2008년의 15.4%를 고점으로 하락하기 시작 하였다. 2010년에는 11.6%를 차지 하였으나 2011년에는 9.5%까지 (추정치) 하락하고 2012년에는 9.4%를 차지할 것으로 예상된다.

한가지 주의해야 할 점은 정광석 1톤당 아연 함유량이 0.5톤이 생산되기 때문에 1톤의 아연 생산을 위해서는 2톤의 정광석이 사용된다는 점이다. 즉 아연 Benchmark TC 는 정광석 기준으로 계산되기 때문에 실제로 시장 아연가격에서 TC 가 차지하는 비중은 실질 TC 가 시장 아연가격에서 차지하는 비중의 2배가 되는 것 이다.

Exhibit 37. 아연 시장가격 (LME)에서 TC 가 차지하는 비중



자료: Metal Bulletin, Leading Research Center

은 부산물 – 신규 성장동력

영풍의 신규 성장동력 – 은 부산물

영풍의 부산물 중 영업이익에 가장 큰 기여를 하는 제품은 은 부산물이다. 고려아연은 폐기물에서 부산물을 추출하는 Fumer 기술이 뛰어나 아연 폐기물에서 직접 은을 생산하고 있다. 그러나 영풍은 Fumer 기술부재로 아연제련 폐기물에서 은 완제품 생산 전 단계 제품인 은 부산물을 고려아연에 판매한다. 은 부산물은 폐기물에서 추출 되므로 생산단가가 낮아 수익성이 매우 높다.

은 부산물은 아연제련에서 발생하는 폐기물에서 축출하므로 생산원가 거의 없어 수익성 매우 높아

1톤의 정광석을 제련하면 약 500Kg 의 아연이 생산되며 동시에 500Kg 의 폐기물이 발생된다. 폐기물 중 일부는 은과 황산과 같은 부산물을 추출하는데 사용된다. 정광 1톤당 은 부산물 추축율은 3.5%로 총 64만6천톤의 정광을 사용한 2011년의 은 부산물 추축량은 2만 2,610톤에 달했다. 이러한 은 부산물은 2011년에 톤당 500만원에 판매되며 1,131억원의 매출을 달성하였다.

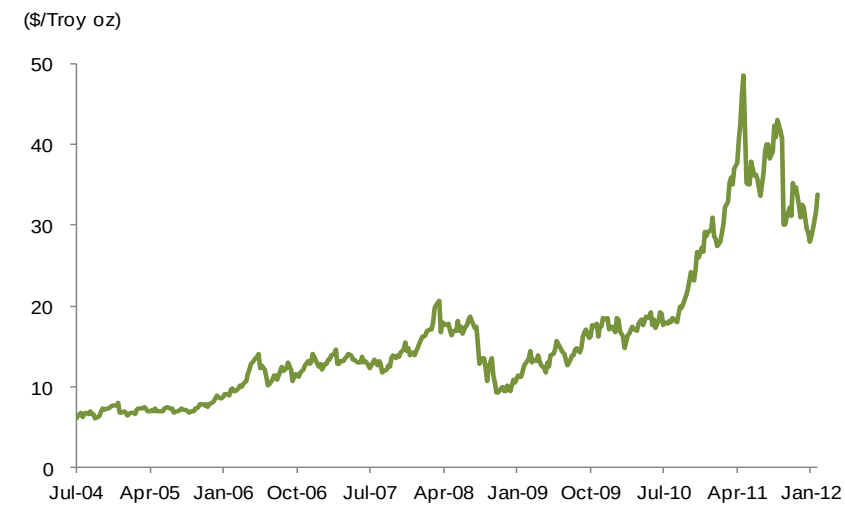
은 가격은 2011 년 $35.2/Troy Oz. 에서 2013 년에는 8.8% 상승한 $38.3/Troy Oz. 로 예상된다. 그러나 환율이 2011 년 1,104 원/달러에서 2013 년 1,017 원/달러로 7.9% 하락하여 원화기준으로 은 가격은 큰 변화가 없을 것으로 예상된다.

Exhibit 38. 은 부산물 생산추이

	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
아연 생산능력 (MT)	310,000	310,000	324,000	380,000	380,000	380,000
가동율	94.7%	90.4%	89.4%	85.0%	91.2%	91.4%
아연 생산량 (MT)	293,488	280,095	289,539	323,000	346,560	347,320
정광 사용량 (MT)	586,976	560,190	579,078	646,000	693,120	694,640
정광으로부터 은 부산물 추축율 (%)			3.0%	3.5%	3.5%	3.5%
총 은 부산물 추축량 (MT)			17,372.3	22,610.0	24,259.2	24,312.4
은 부산물 가격 (Wm/MT)			3.0	5.00	5.11	5.01
은 부산물 가격 ($/MT)			2,603	4,527	4,707	4,926
은 부산물 가격/은 가격 (%)			0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
은 부산물 매출 (Wbn)			**52.3**	**113.1**	**123.9**	**121.7**
CME 은 가격 ($/Troy Oz)	14.9	14.7	20.2	35.2	36.6	38.3
은 가격 (Wm/MT)	529.3	603.9	752.5	32.2	32.2	32.2
W/$ 환율 (연 평균)	1,101.3	1,276.4	1,156.3	1,249.9	1,276.4	1,251.7

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 39. Silver price trend (CME) (US$/Troy oz)



Source: Bloomberg

II. 지분법 이익 – 고려아연

지분법 이익 발생업체로 고려아연과 코리아니켈의 2개 회사 있음

영풍은 지분법이익이 발생되는 관계회사로 26.91%의 지분을 소유한 고려아연과 13.0%의 지분을 소유한 코리아니켈등 2 개의 관계회사가 있다.

Exhibit 40. 지분법 이익이 발생되는 관계회사의 상황

(Wbn)	업종	지분율 (%) (2011.9)	매출액 (2010)	순이익 (2010)	시가총액 (2012.2)
고려아연	아연, 은, 연 제련	26.9%	3,129.1	490.8	7,680.1
코리아니켈	니켈	13.0%	282.9	0.7	120.0
합계			**3,412.0**	**491.5**	**6,120.0**

Source: Company data

그러나 지분법 이익의 99%는 고려아연에서 발생

그러나 2011 년 예상 전체 지분법이익 1,966 억원중 99%가 넘는 1,955 억원이 고려아연에서 창출되고 있어 실제로 의미있는 지분법이익 창출 관계회사로는 고려아연을 들 수 있다. 고려아연이 전체 지분법 이익의 99% 이상을 차지하는 구조는 본 보고서의 Forecast Horizon 인 2013 년까지 그리고 그 이후에도 지속될 것으로 예상된다.

Exhibit 41. 관계회사별 지분법 이익

(Wbn)	지분율 (%)	2011E	2012A	2013A
고려아연 순이익	26.9%	726.6	744.5	801.2
영풍의 지분법 이익		**195.5**	**200.3**	**215.6**
코리아니켈 순이익	13.0%	8.0	9.0	10.0
영풍의 지분법 이익		**1.0**	**1.2**	**1.3**
총 지분법 이익		**196.6**	**201.5**	**216.9**

Source: Company data, Leading Research Center

영풍이 26.91% 지분 소유한 고려아연은 동종업계 기업으로 영풍의 대리 제련업체로도 볼 수 있어

영풍이 26.91%의 지분을 소유하고 있는 고려아연은 동종업계의 기업이다. 따라서 2011 년 기준 4 조 6,414 억원의 추정매출과 7,266 억원의 추정 순이익을 내는 고려아연은 결론적으로 영풍을 대신하여 아연과 은을 대리 제련하는 업체로 볼 수도 있다. 따라서 영풍의 구조를 보는 각도에 따라 영풍의 지분법 이익도 영업이익으로 간주 할 수 있다는 주장은 회계학적으로는 무리이나 개념상으로는 성립이 가능하다.

은 가격 상승으로 고려아연의 주 상품이 아연에서 은으로 바뀌어

고려아연의 주 제품은 아연이나 최근 은 가격의 상승으로 주 매출원과 수익원이 은으로 바뀌었다. 은의 연간평균 가격은 2009 년 $14.7/Troy oz 에서 2010 년 $20.2/ Troy oz 로 상승 후 2011 년에는 $35.6/ Troy oz 까지 증가하며 2011 년부터는 은 매출이 아연매출을 초과하며 전체 매출과 수익도 크게 증가하였다.

Exhibit 42. 고려아연 연간실적 전망 (단독 GAAP 기준)

(십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
매출액	1,376	2,153	2,571	2,454	2,575	3,129	4,641	4,868	5,137
아연	618	1,334	1,395	988	951	1,190	1,289	1,341	1,437
연	210	230	477	497	491	526	671	720	765
은	212	327	356	532	734	897	1,908	1,999	2,093
금	185	42	51	56	107	128	187	202	210
동	40	79	102	121	128	189	229	232	247
기타	111	141	190	260	165	199	356	374	385
영업이익	157	352	493	493	386	504	794	803	863
세전이익	120	520	565	365	510	615	908	931	1,001
순이익	71	425	422	283	414	491	727	744	801
이익률 (%)									
영업이익	11	16	19	20	15	16	17	17	17
세전이익	9	24	22	15	20	20	20	19	19
순이익	5	20	16	12	16	16	16	15	16
판매량 (톤)									
아연	413,819	431,528	426,422	443,258	457,586	447,564	497,600	542,600	567,600
연	187,295	174,502	189,816	200,992	217,841	198,945	240,000	272,000	285,000
은	881	920	897	1,011	1,256	1,268	1,520	1,610	1,645
금	12	2	2	2	3	3	4	4	4
동	10,283	12,641	15,586	16,687	19,747	21,877	22,205	22,871	23,786
제품 가격									
아연 ($/MT)	1,401	3,265	3,242	1,903	1,690	2,185	2,208	2,320	2,450
연 ($/MT)	974	1,286	2,594	2,088	1,726	2,147	2,588	2,625	2,625
은 ($/Troy oz.)	7.4	11.6	13.4	14.9	14.7	20.2	35.2	36.6	38.3
금 ($/Troy oz.)	445	605	697	872	974	1,228	1,523	1,610	1,710
동 ($/MT)	3,681	6,740	7,139	6,959	5,178	7,543	9,595	9,850	9,950
원/달러 환율	1,024	955	929	1,101	1,276	1,156	1,104	1,085	1,017
ROE (%)		42.5	29.5	16.6	20.9	20.3	24.4	20.4	18.3
ROA (%)		25.5	19.3	12.2	17.1	16.3	19.8	17.2	16.0

Source: Company data, Leading Research Center

III. 연결대상 종속사 매출과 이익

연결대상 종속사로 총 8개 기업 보유

영풍은 8개의 기업을 연결대상 종속사로 보유하고 있다. 그 중 6개의 기업이 IT 기업으로 영풍의 IT 업계로 사업다각화의 의지를 보여주고 있다. 총 8개 연결대상 종속사의 2010년 매출은 1조 5,130억이었으나 내부거래등을 제외하고 영풍의 연결대상에 적용된 매출액수는 1조 1,953억이었다.

Exhibit 43. 연결대상 종속사의 현황 (2010년 기준)

회사명	업종	지분율 (%)	자산	부채	자본	매출액	당기순이익
영풍전자㈜	PCB 제조・판매	100.0	138.6	63.2	75.5	280.4	22.0
㈜영풍문고	도서 도소매업	34.0	128.4	73.6	54.7	134.7	2.5
영풍개발㈜	부동산관리	36.4	224.9	48.5	176.4	13.3	1.9
시그네틱스㈜	반도체패키징	23.3	248.8	104.0	144.8	238.7	19.6
㈜코리아써키트	PCB 제조・판매	37.4	216.0	95.6	120.4	244.1	6.2
㈜인터플렉스	PCB 제조・판매	15.6	295.4	141.6	153.7	419.2	31.7
㈜테라닉스	PCB 제조・판매	16.2	54.2	15.0	39.2	84.9	8.6
화하선로판(천진)유한공사	PCB 제조・판매	100.0	68.3	47.6	20.7	97.7	5.3
합계			**1,374.6**	**589.2**	**785.4**	**1,513.0**	**97.7**

Source: Company data

연결대상 종속사의 2012년 매출 21% 증가 예상

총 8 개의 연결대상 기업 대부분이 성장성 있는 IT 분야의 기업으로 2012 년에는 연결대상 총 매출이 21% 증가할 것으로 예상되며 2013 년에도 19% 증가할 것으로 예상된다. 따라서 연결대상 기업들의 매출기여도는 2011 년 58.1%에서 2013 년에는 63.9%까지 증가하며 영풍의 성장에 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

8개 기업 중 3개는 상장사

총 8 개의 연결대상 기업 중 시그네틱스 (033170 KQ)와 인터플렉스 (051370 KQ) 그리고 코리아써키트 (007810 KS)는 상장기업이다. 시장 Consensus 를 통하여 본 3 개 상장기업의 미래성장률은 2012 년 약 20%대로 튼튼한 성장성을 보여주고 있다.

Exhibit 44. 종속사 중 상장사의 연간실적 전망

	시그네틱스 (033170 KQ) IFRS 단독				인터플렉스 (051370 KQ) IFRS 단독				코리아써키트 (007810 KS)- GAAP 단독		
(십억원)	2010	2011E	2012F	2013F	2010	2011E	2012F	2013F	2010	2011E	2012F
매출액	238.7	290.8	353.9	442.4	419.2	509.1	646.3	783	244.1	340	400
% chg yoy		22.0%	24.9%	18.9%		21.4%	26.9%	21.2%		39.3%	17.6%
세전계속사업이익	20.5	27.9	37.7	49.3	36.1	36.5	62.8	73	6.3	11.9	24.8
순이익	19.6	24.8	33.5	43.9	31.7	28	47.9	57.3	6.2	11.8	19.8
자산총계	248.8	260.7	279.0	311.3	295.4	415.5	484.4	561.4	216		
자본총계	144.8	169.7	203.3	247.1	153.7	227.7	271.2	322.3	120.4		
부채총계	104.0	90.9	75.7	64.1	141.7	198.4	221.6	249.4	95.6		

Source: Company data, FnGuide, Leading Research Center

현재까지 우량한 기업에 투자한 경영진을 볼때 향후에도 성장성 있는 기업만 골라 투자할 가능성 높아

영풍은 2012 년부터 순현금 Position 으로 돌아서는 우량한 재무구조와 연간 1,000 억원에 가까운 FCF 를 창출하고 있다. 이러한 유동성은 향후 성장성 있는 IT 업체의 지분을 인수하는데 사용될 가능성이 있다. 영풍의 경영진이 현재까지 투자한 기업들의 상당수가 성공하였다는 사실을 감안하면 향후에도 성장성 있는 기업에 투자하여 영풍의 성장성에 기여할 가능성이 높다고 판단된다. 따라서 그 동안 성공을 거둔 고려아연과 IT 종속사에 대한 투자판단 능력을 감안할 때 영풍의 경영진은 진정한 가치를 창출하는 Diversification 을 행할 능력이 있다고 판단된다.

실적전망과 Key Assumptions

아연 생산능력은 2009년 31만톤에서 2011년 38만톤으로 증설하며 아연과 은 가격 상승의 수혜 모두 받아

영풍의 Core Business 에는 아연, 은 부산물, 황산, 임대료 등이 있으나 가장 비중이 큰 부분은 아이연과 은 부산물 생산이다.

영풍은 아연 생산능력을 2010 년 연간 32 만 4 천톤에서 2011 년 38 만톤으로 증가시켰다. 연 평균 아연 가격은 2011 년부터 2013 년까지 $2,208/톤에서 2012 년 $2,320/톤 그리고 2013 년 $2,450/톤으로 상승할 것으로 가정하였다. 그러나 연 평균 원/$ 환율은 2011 년 1,104 원/달러에서 2012 년에는 1,085 원/달러로 하락하고 2013 년에는 1,017 원/달러로 하락하는 환율영향으로 아연매출 역시 약간 하락할 것으로 가정하였다.

은 가격 역시 2011 년의 $35.2/Troy oz. 에서 2013 년에는 약 8.9% 상승한 $38.3/Troy oz 로 가정하였으나 역시 환율 하락의 영향으로 은 부산물 매출 역시 약간 감소할 것으로 가정하였다.

2011 년과 2013 년의 Core Business 의 실적 전망에 사용한 기본 Assumptions 는 다음과 같다.

Exhibit 45. 영풍의 실적과 실적전망과 Key Assumptions

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
매출액 (Wbn)	**410.6**	**769.5**	**904.1**	**750.1**	**670.0**	**880.4**	**1,063.4**	**1,168.5**	**1,168.7**
아연	348.1	706.2	835.3	652.5	601.6	758.2	858.4	941.0	935.6
은						52.3	113.1	123.9	121.7
황산	10.2	8.0	7.3	33.8	8.9	10.7	26.5	27.1	28.1
임대료	28.7	30.4	32.4	32.1	35.3	37.7	39.0	41.0	43.0
기타	23.6	24.9	29.1	31.7	24.2	21.5	26.5	35.6	40.2
총 매출 대비 비중 (%)									
아연	84.8	91.8	92.4	87.0	89.8	86.1	80.7	80.5	80.1
은						5.9	10.6	10.6	10.4
황산	2.5	1.0	0.8	4.5	1.3	1.2	2.5	2.3	2.4
임대료	7.0	3.9	3.6	4.3	5.3	4.3	3.7	3.5	3.7
기타	5.8	3.2	3.2	4.2	3.6	2.4	2.5	3.0	3.4
생산성									
아연생산 Capa ('000 MT)	280	280	280	310	310	324	380	380	380
아연생산량 ('000 MT)	237	232	258	293	280	290	323	350	350
가동율	84.7%	82.7%	92.3%	94.7%	90.4%	89.4%	85.0%	92.0%	92.0%
매출 Volume ('000 MT)									
아연	232	230	257	294	294	287	318	347	348
은 부산물							22.6	24.3	24.3
황산	343	363	402	511	485	505	513	523	525
가격									
아연 ($/MT)	1,401	3,265	3,242	1,903	1,690	2,185	2,208	2,320	2,450
은 부산물 ($/MT)						2,603	4,527	4,707	4,926
은 ($/Troy Oz)	7.4	11.6	13.4	14.9	14.7	20.2	35.2	36.6	38.3
황산 (W'000/MT)	28.5	22.2	18.4	66.1	18.4	21.1	50.2	51.8	53.6
W/$ 환율 (연평균)	1,024	955	929	1,101	1,276	1,156	1,104	1,085	1,017

Source: Bloomberg, Company data, Leading Research Center

수익 삼각 지지대 = 아연과 은 + 지분법 이익 + 종속사이익

2011년 조정영업이익 38.5% 증가하고 2012년에는 19.8% 증가할 것으로 예상

영풍은 IFRS 연결 기준으로 2011년 조정영업이익이 2010년 대비 38.5% 증가하고 EPS 는 35.1% 증가할 것으로 추정된다. 2012년과 2013년에는 조정영업이익이 각각 19.8%와 6.8% 증가할 것으로 예상되고 EPS 는 12.8%와 8.6% 증가할 것으로 예상된다.

아연가격의 상승과 은 부산물 생산으로 OPM 2009년 4.3%에서 2011년 6.7%로 큰 폭으로 상승

OPM 은 2009년 4.3%에서 2010년 5.9%로 증가하고 2011년부터 2013년까지 평균 6.8%를 기록할것으로 예상된다. 이렇게 향상되는 OPM 의 이유는 2010년부터 본격적으로 시작한 은 부산물과 아연가격의 상승 그리고 연결대상 기업들의 실적 호전을 들 수 있다.

아연과 은 그리고 지분법 이익과 종속사 이익으로 구성된 안전한 수익의 삼각지지대

순이익 증가의 원인으로는 아연가격의 상승과 수익성 높은 은 생산으로 인하여 고려아연의 순이익이 2010년 4,908억에서 2011년에는 7,266억원으로 크게 증가하고 2013년에는 8,012억원까지 증가할 것으로 예상되며 이에 따른 지분법 이익 역시 크게 증가하기 때문이다. 2010년 1,309원이었던 순 지분법 이익이 2011년에는 1,966억원으로 증가할 것으로 예상되고 2013년에는 2,169억원으로 또다시 증가하며 영풍의 순이익이 3,000억원대로 진입하는데 큰 역할을 할 것으로 예상된다.

즉 영풍은 아연과 은에서 발생되는 수익과 지분법 이익 그리고 연결대상 종속사에서 발생되는 수익이 삼각 지지대 역할을 하며 안정성 있는 수익을 꾸준히 기록할 것으로 예상된다.

Exhibit 46. 분기별 실적과 4Q11 전망

(Wbn,%)	1Q11E	2Q11E	1Q12E	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q12E QoQ(%)	1Q12F YoY(%)
매출	621.3	630.9	709.0	732.6	744.6	768.7	12.4	14.1
영업이익	42.2	42.0	48.6	49.6	52.3	53.4	15.7	15.2
세전이익	94.2	93.1	101.4	104.3	109.4	112.7	8.9	7.6
순이익	76.3	76.8	79.3	81.5	86.3	88.7	3.3	3.9
영업이익률(%)	6.8	6.7	6.9	6.8	7.0	6.9	8.3	7.6
순이익률(%)	12.3	12.2	11.2	11.1	11.6	11.5	4.3	3.8

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 47. 연도별 실적 전망

(Wbn,%)	2010	2011E	2012F	2013F	2011E yoy(%)	2012F yoy(%)	2013F yoy(%)
매출	2,075.1	2,539.8	2,954.9	3,258.8	22.4	16.3	10.3
매출총이익	225.6	299.7	354.6	391.1	32.8	18.3	10.3
조정영업이익	122.9	170.2	203.9	221.6	38.5	19.8	8.7
세전이익	266.5	379.3	427.8	464.5	42.3	12.8	8.6
당기순이익	220.3	297.7	335.8	364.6	35.1	12.8	8.6
EPS	128,069	173,083	195,243	211,988	35.1	12.8	8.6
영업이익률 (%)	5.9	6.7	6.9	6.8			
순이익률 (%)	10.6	11.7	11.4	11.2			
EPS 증가율 (%)	35.9	35.1	12.8	8.6			

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교

영풍의 독특한 수익 구조상 Valuation Peer 구하기 힘들어

영풍의 Core business 는 아연제련이나 지분법 이익이 세전이익의 50%에 달하고 주로 IT 기업으로 구성된 연결종속회사의 매출이 전체매출의 60%에 이르는 등 독특한 수익구조로 인하여 비슷한 Business Model 을 가진 Peer 를 구하기가 쉽지 않다.

국내 금속업계 기업으로는 아연업계를 영풍과 양분하고 있는 고려아연 그리고 제품의 성질은 다르지만 같은 금속업계에 속해있는 POSCO 와 현대하이스코를 Peer Valuation 대상 기업으로 삼았다. 해외기업으로는 벨기에의 Nystar 과 일본의 Mitsui Mining 그리고 중국의 Chihong-A 를 Peer 대상기업으로 삼았다.

Peer 대비 Valuation 은 저평가는 아니나 영풍의 진정한 Valuation 은 투자자산의 가치 감안해야

영풍의 OPM 은 Peer Group 내에서는 평균수준이다. 그러나 매우 높은 지분법이익으로 인한 높은 순이익으로 ROE 는 동종업계 최고 수준인 17%대를 기록하고 있다. Valuation 면에서 PER 은 최저수준이다. 그러나 순차입금이 0 에 가까워 시가총액만이 EV 에 반영된 반면 EBITDA 는 상대적으로 낮아 EV/EBITDA 는 Peer Group 에서 가장 높은 수준이다.

그러나 영풍의 진정한 Valuation 은 투자자산의 가치를 반영해야 하기 때문에 Peer Valuation 이 갖는 의미는 크지 않다.

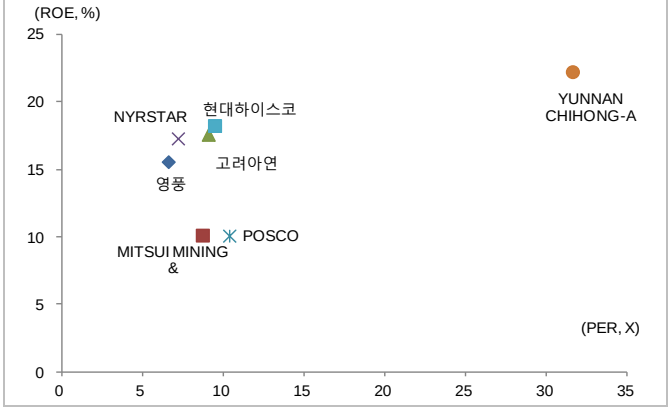
Exhibit 48. 동종업체 Valuation 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (US$m)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				09	10	11E	12F	09	10	11E	12F
영풍	000670 KS	한국	2,075.0	1,345	1,795	2,300	2,724	4.3	5.9	6.7	6.9
고려아연	010130 KS	한국	6,439.7	2,510	3,323	5,029	5,046	13.2	14.6	17.2	17.7
POSCO	005490 KS	한국	31,962.4	29,045	52,465	59,513	61,344	10.5	9.5	8.1	7.9
현대하이스코	010520 KS	한국	2,740.3	4,128	5,943	7,187	7,730	3.1	4.5	5.5	5.4
NYRSTAR	NYR BB	벨기에	1,610.5	2,320	3,577	4,113	4,239	1.9	4.1	4.5	7.6
MITSUI MINING	5706 JT	일본	1,596.2	4,231	5,224	5,490	5,729	7.1	6.8	6.0	5.1

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12F	09	10	11E	12F	09	10	11E	12F	09	10	11E	12F
영풍	5.7	6.6	7.3	6.5	5.9	6.1	7.6	6.4	0.8	1.0	1.2	1.0	15.6	15.6	17.7	16.4
고려아연	8.7	10.2	10.0	9.5	6.3	6.3	6.3	5.5	1.7	1.8	2.1	1.7	19.6	19.6	20.9	18.3
POSCO	14.7	9.0	9.9	8.7	8.1	6.1	6.9	6.5	1.5	1.1	0.9	0.9	13.5	13.5	9.8	10.1
현대하이스코	23.2	10.2	9.7	9.1	7.7	5.6	6.0	5.7	1.2	1.5	1.9	1.6	17.1	17.1	18.6	17.6
NYRSTAR	83.4	15.1	12.5	7.2	10.9	7.4	6.6	4.3	1.1	1.3	0.9	0.8	10.4	10.4	12.5	17.3
MITSUI MINING	11.5	7.8	6.3	10.4	6.0	6.2	5.2	6.1	1.4	1.3	0.9	0.9	21.3	21.3	9.0	10.1

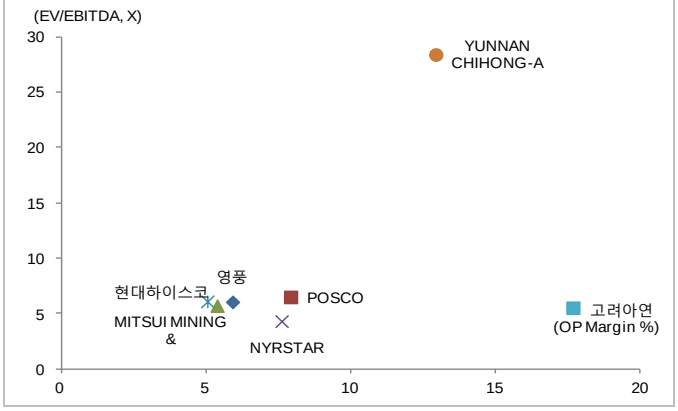
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (2012 년 2 월 1 일 현재)

Exhibit 49. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg

Exhibit 50. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg

Section 9-2: Valuation – 목표주가 2,300,000 원

경영진의 경영투명성 부재와 소액주주에 대한 무관심으로 2002년 이후 꾸준하게 시장 Valuation 대비 Discount 에 거래 되어온 영풍

영풍은 지난 2002 년부터 현재까지 꾸준하게 시장 대비 Valuation Discount 를 받아왔다. 영풍이 수익성 높은 사업과 막대한 투자자산을 보유하고 있음에도 불구하고 저평가 되어있는 이유는 경영 투명성의 부재와 소액주주들에 대한 무관심 때문이다. 영풍은 투자자의 IR 을 전혀 받지 않아 투자자들은 사업보고서와 감사보고서를 통해서만 회사의 영업과 경영상황을 파악할 수 있다. 그러나 기업의 경영진이나 IR 과의 미팅을 통한 경영진과의 contact 이 없는 상황에서 사업보고서만을 토대로 기업을 분석하는데는 한계가 있다.

따라서 영풍의 기업가치를 파악하기 힘든 투자자들은 영풍에 대한 투자를 기피하게 되고 그 결과 영풍의 거래량과 거래대금은 정상적인 투자를 하기에는 너무 미미한 수준에 머무르게 되었다.

향후 경영진의 배려가 없으면 Discount 상태 유지될 것

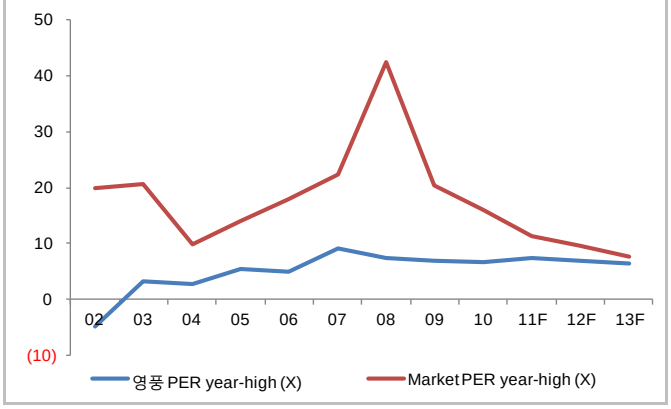
향후 영풍의 경영진이 경영 투명성과 소액주주에 대한 배려의 중요성을 인식하고 Open 경영을 하지 않으면 향후에도 영풍의 진정한 기업가치가 시장에 반영되기는 힘들것으로 판단된다.

Exhibit 51. 영풍 Valuation VS. 시장 Valuation

(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
영풍 year-high PER	(4.8)	3.1	2.7	5.4	4.8	9.0	7.4	7.0	6.7	7.3	6.8	6.3
Market year-high PER	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.4	9.6	7.7
Premium/(Discount) to market (%)	NA	(85.1)	(72.7)	(61.1)	(73.1)	(59.5)	(82.7)	(65.7)	(58.1)	(35.6)	(29.4)	(18.9)
영풍 year-high EV/EBITDA (X)	7.6	6.0	3.6	3.1	6.7	8.2	6.6	6.9	6.5	7.7	6.8	6.0
Market year-high EV/EBITDA (X)	8.7	7.9	7.1	9.8	11.3	14.2	12.3	11.3	10.3	10.6	8.7	7.9
Premium/(Discount) to market (%)	(12.8)	(23.2)	(49.1)	(68.6)	(40.5)	(42.3)	(46.1)	(38.4)	(36.7)	(27.9)	(22.3)	(23.2)

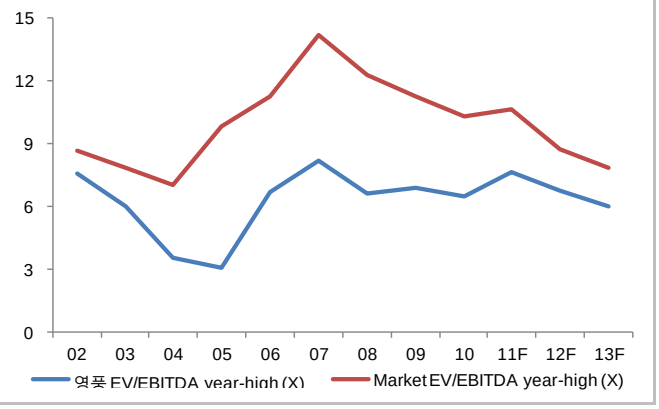
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 52. 영풍 yr-high PER vs. 시장 yr-high PER (x)



Source: Fnguide, Leading Research Center

Exhibit 53. 영풍 yr-hi EV/EBITDA vs. 시장 yr-hi EV/EBITDA(x)



Source: Fnguide, Leading Research Center

영풍 수익 구조 상 Sum of Parts Valuation 적용이 적절

영풍의 적정 기업가치 산정을 위해서는 독특한 수익구조를 감안하여 Sum of Parts Valuation 이 가장 적합한 Valuation Tool 로 판단된다. 먼저 영풍의 순수 영업가치를 구하기 위하여 순이익에서 지분법과 임대업에서 발생한 이익을 제하였다. 이렇게 영풍의 Core Business 인 아연제련과 연결대상 종속사에서 발생한 순이익을 구하였다. 그리고 금속업계의 평균 PER 과 IT 업계의 평균 PER 을 구한 후 평균을 내어 도달한 평균 PER 을 적용하여 영풍의 영업가치를 산정하였다.

영풍의 영업가치와 투자자산의 가치를 각각 산정하여 합한 액수가 영풍의 기업가치

고려아연 지분 26.91%와 서린동의 영풍빌딩 (투자자산으로 간주)으로 구성된 투자자산의 가치를 구하여 Core Business 의 가치와 합한 금액을 영풍의 기업가치로 산정하였다.

2012 년 영풍의 투자자산 수익을 제외한 Core Business 의 순이익은 1,648 억원이다. 여기에 금속업계의 평균 PER 인 9.3x 와 IT 업계의 평균 PER 인 10.7x 의 평균인 10.0x 을 적용하면 1 조 6,478 억의 적정 영업가치가 산정된다.

고려아연의 현재 시가총액은 7 조 6,801 억원으로 영풍의 26.91% 지분 가치는 2 조 667 억원이다. 그리고 서린동의 영풍빌딩의 평가액은 5,111 억원으로 업계에서는 추정하고 있다. 따라서 영풍의 총 투자자산 가치는 2 조 5,778 억원이다.

영풍의 적정주가는 주당 230만원

영풍의 적정 영업가치 1 조 6,478 억원과 투자자산 가치 2 조 5,778 억원을 합한 총 가치는 4 조 2,256 억원이다. 여기에서 2011 년 말 영풍의 추정 순차입금 143 억원을 제외한 영풍의 최종 기업가치는 4 조 2,113 억원이다.

영풍의 기업가치 4 조 2,113 억원을 총 상장주식 수 1,842,040 주로 나눈 적정 주당가치는 2,286,215 원이다. 따라서 영풍의 적정 주가를 230 만원으로 산정하며 이는 현재 주가에서 73.1%의 상승여력을 나타낸다.

Exhibit 54. 영풍의 적정주가 산정 Calculation

영풍 Core business 의 적정가 산정		
영풍의 2012F 순이익 (Wbn)	(A)	335.8
지분법 이익의 순이익 기여분	(B)	158.2
임대수익의 순이익 기여분	(C)	12.9
지분법과 임대수익분을 제한 순이익	(D=A-B-C))	164.8
금속업계/IT업계 평균 PER	(E)	10.0
투자자산 수익을 제외한 Core Business의 적정 가치	**(F=D*E)**	**1,647.8**
투자자산의 가치		
고려아연의 시가총액	(G)	7,680.1
고려아연 26.91% 지분의 가치	(H=G*26.91%)	2,066.7
서린동 임대용 빌딩의 평가액	(I)	511.1
총 투자자산의 가치	**(J=F+H+I)**	**2,577.8**
Core Business 가치 + 투자자산 가치	(K=F+J)	4,225.6
2011E 순차입금	(L)	14.3
영풍의 적정가치	(M=K-L)	4,211.3
상장주식 수 (m)	(N)	1,842.0
영풍의 적정 주당가치 (원)	(O=M/N)	**2,286,215**

Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**405.2**	**513.9**	**622.9**	**822.5**	**1,361.9**	**1,620.1**	**1,731.8**	**1,702.7**	**1,706.9**	**2,075.1**	**2,539.8**	**2,954.9**	**3,258.8**
매출액 증가율 (%)	(1.0)	26.8	21.2	32.0	65.6	19.0	6.9	(1.7)	0.2	21.6	22.4	16.3	10.3
매출원가	381.9	491.5	578.9	725.9	1,205.1	1,524.0	1,577.6	1,538.0	1,527.5	1,849.4	2,240.1	2,600.3	2,867.7
매출총이익	**23.3**	**22.4**	**44.0**	**96.6**	**156.9**	**96.1**	**154.1**	**164.7**	**179.4**	**225.6**	**299.7**	**354.6**	**391.1**
매출총이익율 (%)	5.8	4.4	7.1	11.7	11.5	5.9	8.9	9.7	10.5	10.9	11.8	12.0	12.0
판매관리비	**41.7**	**46.5**	**51.2**	**55.2**	**92.7**	**79.3**	**94.3**	**95.0**	**105.4**	**102.8**	**129.5**	**150.7**	**169.5**
조정영업이익	**(18.4)**	**(24.1)**	**(7.2)**	**41.4**	**64.1**	**16.8**	**59.8**	**69.8**	**74.0**	**122.9**	**170.2**	**203.9**	**221.6**
조정영업이익률 (%)	**(4.6)**	**(4.7)**	**(1.2)**	**5.0**	**4.7**	**1.0**	**3.5**	**4.1**	**4.3**	**5.9**	**6.7**	**6.9**	**6.8**
순 기타수익	2.6	4.0	47.4	22.8	15.3	11.1	17.4	(17.6)	29.2	17.3	17.2	23.9	25.2
발표영업이익	**(18.4)**	**(24.1)**	**(7.2)**	**41.4**	**64.1**	**16.8**	**59.8**	**69.8**	**74.0**	**122.9**	**187.4**	**227.8**	**246.8**
순 지분법 이익	9.7	20.2	10.4	30.0	18.1	111.4	112.2	75.1	110.3	130.9	196.6	201.5	216.9
금융수익	6.8	2.8	3.3	2.4	7.7	13.0	38.4	53.9	9.7	8.9	9.2	10.2	11.0
금융비용	23.6	21.9	16.2	20.4	20.3	23.9	25.9	22.3	15.9	13.4	13.9	11.7	10.1
법인세비용 차감전 순이익	(22.9)	(19.0)	37.7	76.2	84.9	128.4	202.0	158.9	207.3	266.5	379.3	427.8	464.5
법인세 비용	(3.2)	4.5	9.3	21.4	26.6	24.3	50.4	15.3	47.0	46.2	81.5	92.0	99.9
법인세율	13.8	(23.7)	24.8	28.1	31.3	19.0	24.9	9.6	22.7	17.3	21.5	21.5	21.5
당기순이익	**(19.7)**	**(23.5)**	**28.4**	**54.8**	**58.3**	**104.1**	**151.6**	**143.6**	**160.3**	**220.3**	**297.7**	**335.8**	**364.6**
지배주주	(12.1)	(18.6)	23.4	52.7	31.4	114.4	164.7	141.2	143.8	188.6	256.5	287.9	314.3
비지배주주	(7.6)	(4.9)	4.9	2.1	26.9	(10.4)	(13.1)	2.4	16.5	31.7	41.2	47.9	50.3
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(19.7)	(23.5)	28.4	54.8	58.3	104.1	151.6	143.6	160.3	220.3	297.7	335.8	364.6

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동자산	**154.4**	**152.4**	**186.1**	**212.8**	**480.0**	**553.3**	**528.5**	**557.9**	**605.1**	**746.4**	**842.5**	**962.9**	**1,094.4**
현금및 현금성 자산	12.2	5.9	3.7	5.5	40.2	65.6	101.3	153.1	117.5	164.5	154.2	143.3	155.8
단기금융자산	22.1	12.0	19.7	35.3	103.2	44.9	39.5	46.5	47.8	94.3	97.3	116.9	147.5
매출채권	25.8	24.8	47.3	47.1	109.9	118.1	125.9	107.4	161.2	144.9	182.9	221.6	257.4
재고자산	84.0	101.6	107.5	110.9	200.1	298.9	240.2	227.4	245.5	303.7	360.7	423.9	467.4
기타유동자산	10.3	8.1	7.9	13.9	26.6	25.7	21.5	23.4	33.1	39.0	47.5	57.2	66.2
비유동자산	**844.8**	**795.4**	**812.4**	**833.4**	**1,026.2**	**1,277.7**	**1,308.5**	**1,297.5**	**1,443.5**	**1,688.3**	**1,932.7**	**2,189.5**	**2,459.8**
유형자산	608.4	543.8	523.0	541.4	672.0	750.4	739.2	748.4	774.0	872.0	900.1	924.2	946.8
장기금융자산	235.1	243.8	78.8	65.0	120.4	145.3	94.3	29.6	46.5	44.8	48.3	54.3	61.7
관계기업투자	0.0	0.0	197.5	207.3	192.6	341.5	439.0	485.9	587.5	733.8	941.6	1,154.3	1,382.3
공동지배기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.2	7.8	13.0	19.7	41.2	40.5	36.1	33.6	35.5	37.7	42.8	56.8	69.0
자산총계	**999.2**	**947.8**	**998.4**	**1,046.2**	**1,506.3**	**1,831.0**	**1,837.0**	**1,855.4**	**2,048.7**	**2,434.7**	**2,775.3**	**3,152.4**	**3,554.2**
유동부채	**197.1**	**190.1**	**187.1**	**191.7**	**342.0**	**487.4**	**437.6**	**425.2**	**455.7**	**594.7**	**593.2**	**600.5**	**599.8**
매입채무	52.0	64.7	80.9	78.4	123.6	160.7	171.4	142.1	190.2	247.9	282.3	322.4	358.5
단기금융부채	104.1	98.1	83.2	83.6	170.2	236.3	160.1	191.7	178.6	225.7	175.7	135.7	95.7
기타유동부채	41.0	27.2	23.0	29.6	48.2	90.4	106.1	91.4	86.9	121.0	135.2	142.3	145.6
비유동부채	**292.7**	**285.8**	**276.5**	**291.0**	**362.0**	**425.4**	**368.5**	**325.3**	**311.7**	**321.3**	**335.2**	**321.6**	**310.5**
장기매입&기타채무	14.2	11.8	1.5	1.7	1.9	2.0	0.3	0.1	0.7	1.0	1.5	1.5	1.5
장기금융부채	208.1	193.9	187.5	169.0	187.2	189.9	134.9	129.0	96.1	92.6	92.6	72.6	52.6
기타비유동부채	70.3	80.1	87.5	120.3	172.8	233.5	233.4	196.3	0.0	227.6	241.1	247.5	256.4
부채총계	**489.8**	**475.9**	**463.6**	**482.7**	**704.0**	**912.8**	**806.2**	**750.5**	**767.4**	**916.0**	**928.4**	**922.1**	**910.3**
자본금	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
자본잉여금	349.5	349.3	351.2	351.2	350.7	267.3	266.8	280.4	283.3	296.5	296.5	296.5	296.5
기타포괄손익	42.4	30.9	58.5	31.0	52.5	154.7	120.8	65.1	80.0	87.0	87.0	87.0	87.0
기타자본구성요소	(11.3)	(11.2)	(11.2)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(7.1)	(6.9)	(21.3)	(18.6)	(18.6)	(18.6)	(18.6)
이익잉여금	109.4	84.4	117.0	166.7	180.8	293.8	454.9	589.9	729.1	913.4	1,204.8	1,534.4	1,892.7
비지배주주	10.1	9.3	10.1	21.7	225.4	209.5	186.2	167.2	201.0	231.1	270.3	325.6	376.1
자본총계	**509.4**	**471.9**	**534.8**	**563.5**	**802.3**	**918.2**	**1,030.8**	**1,104.9**	**1,281.3**	**1,518.7**	**1,849.3**	**2,234.1**	**2,642.9**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**(19.7)**	**(23.5)**	**28.4**	**54.8**	**58.3**	**104.1**	**151.6**	**143.6**	**160.3**	**220.3**	**297.7**	**335.8**	**364.6**
비현금성비용/수익가감	**57.8**	**59.9**	**16.9**	**22.6**	**128.8**	**3.7**	**4.7**	**25.4**	**20.8**	**11.8**	**(10.3)**	**(18.2)**	**(28.5)**
감가상각비	62.5	75.3	62.8	61.4	113.6	109.8	136.6	117.6	116.6	128.3	137.1	149.1	158.6
충당부채전입금	4.8	4.0	4.1	3.9	10.4	10.6	8.5	8.7	8.7	10.3	2.6	2.8	3.0
순 외화평가차익	(4.8)	(0.0)	(1.9)	(2.8)	(0.9)	0.8	(4.2)	(22.0)	(2.1)	(2.4)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
순 지분법투자이익	9.7	20.2	10.4	30.0	18.1	111.4	112.2	75.1	110.3	130.9	150.0	170.0	190.0
기타	(4.6)	0.7	(41.5)	(15.5)	21.9	(4.5)	(32.4)	(47.8)	3.7	1.8	1.0	1.1	1.1
영업자산과 부채의 가산	**(11.3)**	**(18.6)**	**(6.3)**	**21.5**	**(34.6)**	**11.4**	**81.7**	**(39.0)**	**(25.7)**	**40.4**	**(60.6)**	**(61.8)**	**(43.4)**
운전자금의 증가	(4.4)	3.9	12.2	5.7	106.8	69.9	(61.6)	(2.0)	23.7	(15.8)	60.6	61.8	43.4
기타	15.6	14.7	(5.9)	(27.2)	(72.3)	(81.3)	(20.1)	41.0	1.9	(24.5)	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**26.8**	**17.9**	**38.9**	**98.9**	**152.6**	**119.2**	**238.0**	**130.0**	**155.4**	**272.5**	**226.8**	**255.9**	**292.8**
설비투자	99.4	43.9	46.3	78.7	86.5	190.5	119.1	121.0	152.0	230.7	165.0	173.0	181.0
잉여현금흐름	**(72.6)**	**(26.1)**	**(7.4)**	**20.2**	**66.1**	**(71.3)**	**118.9**	**8.9**	**3.4**	**41.8**	**61.8**	**82.9**	**111.8**
배당금	2.0	2.1	2.4	2.4	6.4	4.8	4.0	4.2	5.1	6.3	6.3	6.3	6.3
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(7.6)	(0.1)	(10.4)	10.0	6.2	5.8	6.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	33.2	(20.2)	(21.3)	(18.1)	104.8	68.8	(131.3)	25.7	(46.0)	43.7	(55.0)	(60.0)	(60.0)
기타	3.7	(1.5)	(27.2)	(7.0)	81.6	(5.7)	(12.8)	(17.1)	10.7	(10.8)	1.6	2.1	(3.6)
순현금흐름	**1.9**	**(6.2)**	**(2.2)**	**1.9**	**34.7**	**25.4**	**35.6**	**51.8**	**(35.6)**	**46.9**	**(10.3)**	**(10.9)**	**12.5**
기초현금	10.3	12.2	5.9	3.7	5.5	40.2	65.6	101.3	153.1	117.5	164.5	154.2	143.3
기말현금	12.2	5.9	3.7	5.5	40.2	65.6	101.3	153.1	117.5	164.5	154.2	143.3	155.8

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	78.3	80.2	99.5	111.0	140.4	113.5	120.8	131.2	132.8	125.5	142.5	161.0	182.3
당좌비율 (%)	7.9	3.9	2.0	2.6	8.4	11.9	19.2	27.4	19.4	22.0	18.5	15.2	14.2
재고보유기간 (일)	88.7	77.7	68.8	78.2	75.6	64.6	54.1	56.1	65.6	65.6	63.9	62.6	29.7
매출채권 회수기간 (일)	22.8	25.6	27.6	34.8	30.5	27.5	24.6	28.8	32.7	28.8	29.1	29.6	14.4
매입채무 지급기간 (일)	51.5	41.8	45.5	39.9	28.5	32.0	39.9	37.5	39.2	41.9	42.1	41.4	42.7
차입금 (십억원)	312.3	292.1	270.7	252.6	357.4	426.2	295.0	320.7	274.7	318.3	268.3	208.3	148.3
현금과 현금등가물	34.3	17.9	23.4	40.9	143.4	110.6	140.8	199.6	165.3	258.8	254.0	264.1	302.4
순차입금 (십억원)	278.0	274.2	247.3	211.7	214.0	315.6	154.2	121.1	109.3	59.5	14.3	(55.8)	(154.1)
순차입금/자기자본 (%)	54.6	58.1	46.2	37.6	26.7	34.4	15.0	11.0	8.5	3.9	0.8	(2.5)	(5.8)
부채비율 (%)	96.1	100.8	86.7	85.7	87.7	99.4	78.2	67.9	59.9	60.3	50.2	41.3	34.4
이자보상배율 (배)	(0.8)	(1.1)	(0.5)	2.8	3.5	0.7	2.6	3.5	5.1	11.8	16.6	25.9	35.5

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	61.9	53.1	48.5	25.9	15.0	21.8	13.2	13.7	13.4	10.0	8.0	6.8	6.0
EPS (원)	(10,832)	(12,890)	15,565	31,641	33,692	60,114	87,600	82,954	94,248	128,069	173,083	195,243	211,988
EPS 변동률 (%)	N/A	N/A	N/A	103.3	6.5	78.4	45.7	(5.3)	13.6	35.9	35.1	12.8	8.6
PER (배)	N/A	N/A	85.4	42.0	39.4	22.1	15.2	16.0	14.1	10.4	7.7	6.8	6.3
BVPS (원)	279,400	258,843	293,336	325,528	463,474	530,402	595,454	638,255	753,208	882,908	1,075,103	1,298,832	1,536,516
P/BVPS (배)	4.8	5.1	4.5	4.1	2.9	2.5	2.2	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0	0.9
주당배당금 (원)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	(3.8)	(4.8)	5.6	10.0	8.5	12.1	15.6	13.4	13.4	15.7	17.7	16.4	15.0
ROA (%)	(2.0)	(2.4)	2.9	5.4	4.6	6.2	8.3	7.8	8.2	9.8	11.4	11.3	10.9
매출총이익률 (%)	5.8	4.4	7.1	11.7	11.5	5.9	8.9	9.7	10.5	10.9	11.8	12.0	12.0
영업이익률 (%)	(4.6)	(4.7)	(1.2)	5.0	4.7	1.0	3.5	4.1	4.3	5.9	6.7	6.9	6.8
순이익률 (%)	(4.9)	(4.6)	4.6	6.7	4.3	6.4	8.8	8.4	9.4	10.6	11.7	11.4	11.2
EBITDA 이익률 (%)	10.9	10.0	8.9	12.5	13.1	7.8	11.3	11.0	11.2	12.1	12.1	11.9	11.7
ROIC (%)	(2.1)	(3.9)	(0.7)	3.8	4.9	1.2	3.7	5.2	4.4	6.8	7.8	7.9	7.5
WACC (%)	6.6	8.1	4.3	8.0	10.3	10.6	9.3	9.1	6.7	10.0	6.4	7.1	8.7
ROIC less WACC (%)	(8.7)	(12.0)	(5.0)	(4.2)	(5.4)	(9.4)	(5.6)	(3.8)	(2.3)	(3.2)	1.3	0.8	(1.3)

▶ Compliance Notice

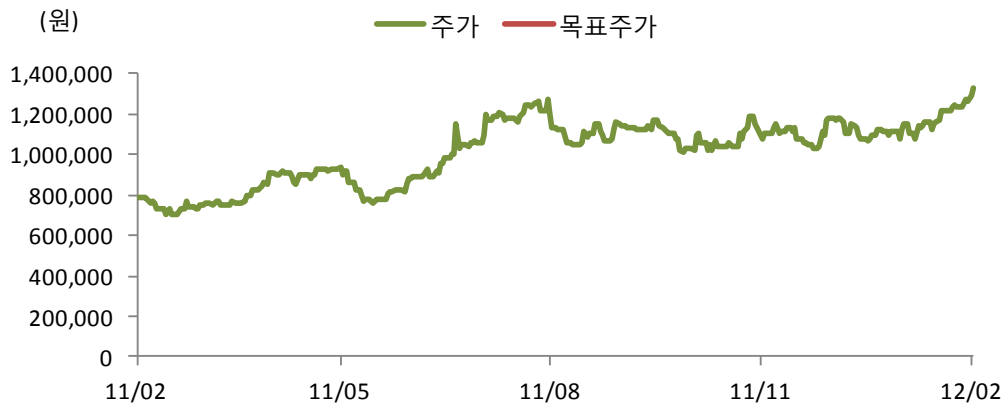
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있습니다. (보유주식수 54,327 주, 보유지분율 2.95%).*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

영풍 (000670 KS)	
일자	2012-2-6
투자의견	BUY
목표주가	2,300,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*