

영풍정밀(036560.KQ)



에너지/스몰캡 한병화

Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(신규)

목표주가(12M, 유지)	12,600원
현재주가(11/23)	7,310원

Key Data	(기준일: 2018.11.23)
KOSPI(pt)	2,057
KOSDAQ(pt)	683
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	115
52주 최고/최저(원)	9,510 / 6,400
52주 일간 Beta	0.41
발행주식수(천주)	15,750
평균거래량(3M, 천주)	26
평균거래대금(3M, 백만원)	192
배당수익률(18F, %)	2.7
외국인 지분율(%)	6.0
주요주주 지분율(%)	
유미개발 외 19인	50.7
신영자산운용	8.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-6.0	-14.2	-17.3
KOSPI 대비상대수익률	2.2	7.6	7.2	-3.0

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	65.9	61.4	67.9
영업이익(십억원)	7.5	7.7	9.0
세전계속사업손익(십억원)	11.7	12.2	13.7
당기순이익(십억원)	9.2	9.7	10.8
EPS(원)	581	615	686
증감률(%)	30.1	5.7	11.6
PER(배)	15.0	11.9	10.7
ROE(%)	3.0	3.3	3.9
PBR(배)	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	9.8	6.9	6.3

자료: 유진투자증권

PBR 0.4배의 턱어라운드 시작된다!

■ 보유 유가증권+ 순현금이 시가총액의 두 배 상회

영풍정밀은 관계사인 영풍과 고려아연 지분을 각각 4.39%(589억원), 1.56%(1,295억원) 보유하고 있다. 이자지급성 부채는 없고 순현금 보유액은 약 440억원이다. 보유지분과 순현금으로만 매년 약 50억원의 배당과 이자수익을 기록한다. 전일 종가 기준 동사의 시가총액이 1,151억원인 것을 감안하면 수익을 내는 보유자산(2,324억원)이 시가총액의 두 배이다.

■ 전방산업인 화학공장의 증설 붐으로 본업의 턱어라운드 시작

영풍정밀의 주력 제품은 산업용 펌프와 밸브이다. 다양한 산업에 사용되나 특히 화학공장에 설치되는 내산성 펌프와 밸브 등이 주력 매출품이다. 동사는 1986년에 글로벌 1위 펌프업체인 Flowserve의 기술을 이전 받아 관계사인 고려아연과 영풍에 내산성 펌프를 납품하며 성장했다. 글로벌 정유업체들은 전기차와 에너지소비효율 상승으로 인한 원유수요의 감소에 대응하기 위해 다양한 화학제품을 생산하는 다운스트림 투자를 확대하고 있다(도표 5번 참조). Aramco, Adnoc, Exxon Mobile 등 해외업체들부터 국내의 정유업체들까지 대규모 화학공장 투자를 발표한 상태이다(도표 6번 참조). 국내 정유업체들이 올해 발표한 화학공장 투자액은 약 15조원을 상회해 사상 유례 없는 투자가 향후 2~3년간 이루어질 것으로 판단된다. 동사의 수주와 수주잔고는 올 2분기부터 상승세로 전환되었다. 지난 3년간 분기 수주액이 200억원을 넘기 어려웠으나 올 2분기 233억원을 기록한데 이어 3분기도 203억원의 수주를 달성했다. 국내 외의 화학공장 증설 붐이 본격화되고 있어 4분기의 수주도 200억원을 상회할 것으로 추정된다. 이에 따라 수주잔고도 지난 2분기 370억원으로 전년동기 대비 44% 급증했고, 3분기에도 384억원으로 82% 증가세를 이어가고 있다(도표 4번 참조). 수주부터 매출까지 평균 6~9개월 걸리는 것을 감안하면 실적 개선세가 시작된 것으로 판단된다. 3분기 전년대비 큰 폭의 영업이익 증가를 실현한데 이어 4분기에도 전년대비 영업이익 증가가 84%에 이를 것으로 예상된다. 2019년 영업이익 성장도 약 17%에 달할 것으로 추정된다(도표 3번 참조).

■ 투자의견 BUY, 목표주가 12,600원 제시

영풍정밀에 대해서 투자의견 BUY, 목표주가 12,600원을 제시한다. 목표주가는 사업가치에 보유지분 가치와 순현금을 합산해서 산정했다(도표 1번 참조). 사업가치는 해외 동종업체들의 평균 EV/EBITDA 배수의 50%를 적용했고, 보유지분 가치도 시가 대비 50% 할인율을 적용했다. 보유지분과 순현금의 합계액이 시가총액의 두 배를 상회한 상태에서 본업의 턱어라운드 발생하고 있어 현 시점이 투자의 적기라고 판단된다.



목표주가 12,600원 제시

동사의 목표주가 산정은 본업의 사업가치와 보유지분/순현금을 합산해서 산정했다. 사업가치는 해외 동종 펌프업체들의 평균 EV/EBITDA 배수의 50%를 적용해서 산출했다. 국내 매출비중이 높은 점이 해외업체 대비 대폭의 할인률을 적용한 이유이다. 고려아연과 영풍 주식의 보유가치도 현주가 대비 50% 할인해서 적용했다. 보수적인 할인율을 적용해서 산정해도 적정기업 가치가 12,600원에 달해 투자의견 BUY를 제시한다.

도표 1 영풍정밀 목표주가 산정

(십억원)	2019F	
EBITDA	11.4	
EV/EBITDA(x)	5.3	해외 펌프업체 평균 대비 50% 할인
사업가치(A)	60.4	
보유지분 가치(B)	94.2	
고려아연	64.8	11.23일 종가에 50% 할인적용
영풍	29.4	11.23일 종가에 50% 할인적용
기업가치(C=A+B)	154.6	
순현금(순차입금) (D)	44.0	2019년 예상 순현금
적정시가총액(E=C+D)	198.6	
발행주식수(F)	15,750,000	
목표주가(E/F)	12,611	

자료: 유진투자증권



도표 2 산업용 펌프업체들의 밸류에이션 비교

	영풍정밀	평균	WEIR	KSB PUMP	Flowserve	Ebara
국가	한국		인도	미국	일본	일본
2018-11-23	7,310		770.6	45.0	2,838.0	2,861.0
통화	KRW		INR	USD	JPY	JPY
시가총액(백만달러, 십억원)	115.1		380.2	5,885.9	2,564.3	2,592.5
PER(배)						
FY17A	15.0	30.6	28.9	44.5	32.2	17.0
FY18F	11.9	21.7	14.7	32.4	26.0	13.6
FY19F	10.7	17.6	11.9	27.0	20.7	10.9
PBR(배)						
FY17A	0.4	3.1	3.2	4.4	3.3	1.4
FY18F	0.4	2.5	2.0	3.5	3.6	1.0
FY19F	0.4	2.3	1.7	3.2	3.3	0.9
매출액(백만달러)						
FY17A	65.9		3,035.8	143.9	3,660.8	4,404.2
FY18F	61.4		3,125.0	148.1	3,912.8	4,532.1
FY19F	67.9		3,709.7	176.6	4,105.0	4,748.8
영업이익(백만달러)						
FY17A	7.5		272.9	11.8	322.8	277.5
FY18F	7.7		414.7	-	367.5	318.3
FY19F	9.0		514.7	-	455.7	371.1
영업이익률(%)						
FY17A	11.3		9.0	8.2	8.8	6.3
FY18F	12.5		13.3	#VALUE!	9.4	7.0
FY19F	13.2		13.9	#VALUE!	11.1	7.8
순이익(백만달러)						
FY17A	9.2		208.4	10.9	2.7	190.4
FY18F	9.7		290.0	10.4	227.5	189.3
FY19F	10.8		372.1	13.2	285.5	230.9
EV/EBITDA(배)						
FY17A	9.8	17.3	16.6	28.9	15.1	8.5
FY18F	6.9	12.4	10.3	20.0	14.2	5.0
FY19F	6.3	10.3	8.1	16.5	12.0	4.4
ROE(%)						
FY17A	3.0		11.4	10.3	0.2	8.0
FY18F	3.3		12.3	10.8	12.3	7.8
FY19F	3.9		14.2	11.8	15.5	8.9

참고: 2018.11.23 종가기준, 2018년 컨센서스 적용
 자료: 유진투자증권



수주와 수주잔고 상승세 전환으로 실적 개선세

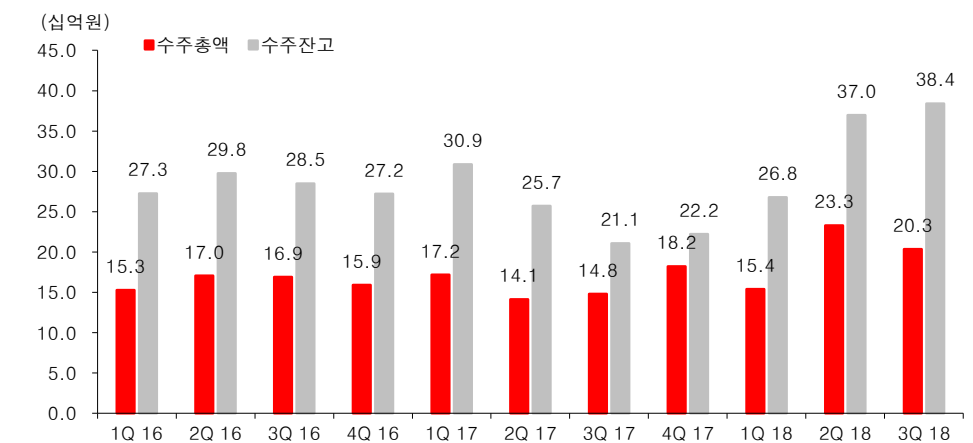
영풍정밀의 사업은 산업용 펌프와 밸브의 제조이다. 산업용 펌프는 동사 매출비중의 60% 이상을 차지하는 사업으로 국내 상장사 중 유일하다. 펌프의 주력 전방산업은 화학과 정유사업이다. 특히 동사의 ASME 펌프는 국내에서 업력과 품질이 제일 높은 것으로 평가되고 있다. 사업초기 글로벌 1위업체인 Flowserve의 기술을 도입해 상업화에 성공해서 관계사인 고려아연과 영풍의 체련공장에 오랜 기간 공급해 검증을 받았기 때문이다. 올 2분기 동사의 수주는 233억을 기록하며 2016년 이후 최고치를 기록했다. 3분기에도 203억의 수주를 달성한데 이어 4분기에도 호조를 보이고 있는 것으로 추정된다. 수주호조의 원인은 국내외 화학공장들의 증설 때문인 것으로 파악된다. 수주부터 납품까지 6~9개월이 소요된다는 것을 감안하면 현재의 수주호조가 2019년의 실적개선세로 이어질 것이다.

도표 3 영풍정밀 실적 추정

(십억원)	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18F	2017	2018F	2019F
매출액	10.8	20.8	17.6	16.6	10.6	14.0	17.2	19.5	65.9	61.4	67.9
yoy(%)	-0.7%	53.8%	-1.8%	-8.1%	-2.0%	-32.7%	-2.3%	17.8%	9.0%	-6.8%	10.6%
제품	9.2	16.2	15.6	13.4	8.8	11.8	13.5	16.0	54.4	50.1	56.3
상품/기타	1.6	4.6	2.1	3.1	1.9	2.2	3.7	3.5	11.5	11.3	11.6
매출비중											
제품	84.9%	77.8%	88.2%	81.1%	82.4%	84.3%	78.5%	82.1%	82.6%	81.6%	82.9%
상품/기타	15.1%	22.2%	11.8%	18.9%	17.6%	15.7%	21.5%	17.9%	17.4%	18.4%	17.1%
매출원가	7.9	14.3	13.1	12.2	7.7	10.3	11.4	13.8	47.5	43.3	48.0
매출원가율	72.7%	68.6%	74.4%	73.5%	79.0%	73.8%	66.1%	71.0%	72.1%	70.5%	70.7%
판매비	2.3	3.0	2.6	3.0	2.2	2.5	2.6	3.1	10.9	10.4	10.9
판매비율	20.9%	14.4%	15.0%	18.2%	21.0%	17.8%	15.0%	15.9%	16.6%	17.0%	16.1%
영업이익	0.7	3.5	1.9	1.39	0.7	1.2	3.3	2.6	7.5	7.7	9.0
yoy(%)	19.3%	182.7%	-7.0%	134.9%	0.1%	-66.8%	74.9%	84.4%	68.7%	2.7%	16.9%
영업이익률	6.4%	17.0%	10.5%	8.4%	7.3%	8.4%	18.9%	13.1%	11.3%	12.5%	13.2%
영업외손익	1.6	3.5	0.2	(1.2)	0.4	4.5	0.2	(0.5)	4.2	4.6	4.7
세전이익	2.3	7.1	2.1	0.2	1.1	5.6	3.5	2.1	11.7	12.2	13.7
법인세비용	0.6	1.3	0.5	0.1	0.2	1.0	0.8	0.6	2.5	2.6	2.9
법인세율	26.7%	18.9%	22.1%	45.4%	20.4%	17.1%	22.1%	29.2%	21.5%	20.9%	21.0%
당기순이익	1.7	5.7	1.6	0.1	0.8	4.7	2.7	1.5	9.2	9.7	10.8

자료: 유진투자증권

도표 4 영풍정밀 수주와 수주잔고 상승세로 전환



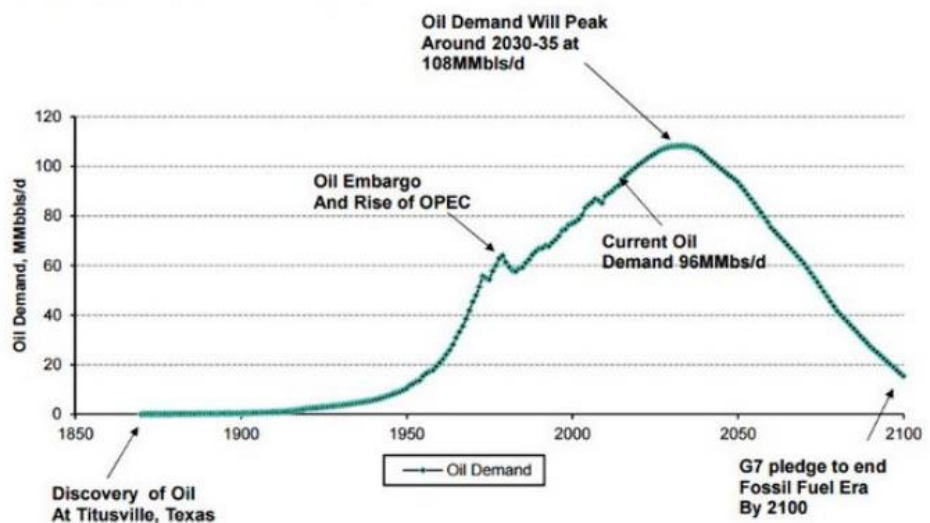
자료: 유진투자증권



글로벌 트렌드로 자리잡는 화학
공장 증설추세, 영풍정밀의 성
장 길게 진행될 가능성 있어

글로벌 오일메이저들은 원유수요의 중장기 감소를 예상해 광구 탐사와 개발 등의 업스트림 투자를 줄이고 원유 정제설비와 이를 가공할 화학공장 투자를 늘리고 있다. Aramco, Adnoc, Exxon Mobile등 해외 업체들이 대규모 화학공장 증설을 발표한 상태이고, 국내 정유업체들도 올 해 약 15조원 이상의 화학공장 증설을 확정 한 후 내년부터 본격 투자에 나선다. 전세계 원유수요의 약 20~30%를 차지하는 수송부문에서 자동차를 필두로 오토바이, 자전거, 선박, 비행기들이 전동화되고 있기 때문에 오일업체들의 다운스트림 투자는 오랜 세월을 두고 진행될 것으로 판단된다. 영풍정밀의 화학공장용 펌프와 밸브사업이 안정적인 성장기 받을 마련할 산업 트렌드가 형성될 것으로 예상된다.

도표 5 원유수요의 정점 다가오는 중



자료: Bank of America(2018.01) 유진투자증권



도표 6 국내외 오일메이저들의 화학공장 투자 프로젝트

투자회사	프로젝트	내용	투자규모 (억달러, 억원)	현황
Aramco/Total	MFC 프로젝트	MFC 150만t	90	
Aramco/Sabir	CRUDE OIL-TO-CHEMICAL COMPLEX	석유화학제품 900만t	250	2025년 상업가동 목표
Aramco/ADNOC	CRUDE OIL-TO-CHEMICAL COMPLEX	석유화학제품 1800만t	440	
Exxon Mobile	MFC 프로젝트	Ethylene 기준 120만t	100	2023년 상업가동 목표
S-Oil	MFC 프로젝트	Ethylene 기준 150.0만t	50,000	타당성 검토 진행 중, 2023년 상업가동 목표
SK이노베이션	VRDS 프로젝트	저유황유 3.4만bpd, 경유 0.6만 bpd	10,215	2020년 7월 상업가동 목표
GS칼텍스	MFC 프로젝트	Ethylene 기준 70.0만t	26,000	2022년 상업가동 목표
현대케미칼 [현대오일뱅크/롯데케미칼]	대산 HPC 프로젝트(현대오일뱅크 60%)	Ethylene 기준 75.0만t, Propylene 39.0만t, PE 75.0만t	27,000	2021년 상업가동 목표
LG화학	여수 NCC 증설	Ethylene 기준 80.0만t + PO 80.0만t	26,000	2021년 상업가동 목표
여천 NCC [한화케미칼/대림산업]	여수 NCC 증설	Ethylene 기준 33.5만t + BD 13.0만t	7,400	2020년 상업가동 목표

자료: 언론보도, 유진투자증권



영풍정밀(036560.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	61.6	71.3	82.6	85.2	89.4
현금성자산	25.8	37.6	44.9	44.0	44.2
매출채권	17.3	15.6	15.5	18.0	20.0
재고자산	18.1	17.9	22.0	23.0	25.0
비유동자산	299.8	299.4	245.2	252.3	259.9
투자자산	231.6	247.2	194.2	202.1	210.3
유형자산	66.0	50.4	49.3	48.5	47.9
무형자산	2.2	1.8	1.7	1.7	1.8
자산총계	361.4	370.7	327.8	337.5	349.4
유동부채	13.7	11.5	14.1	14.6	16.1
매입채무	9.4	7.1	9.7	10.2	11.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	46.9	47.5	37.3	38.8	40.4
사채및장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	46.9	47.5	37.3	38.8	40.4
부채총계	60.7	59.0	51.4	53.4	56.5
자본금	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
자본조정	165.6	170.4	128.5	128.5	128.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	124.0	130.1	136.8	144.4	153.2
자본총계	300.7	311.7	276.4	284.1	292.8
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금(순현금)	(25.8)	(37.6)	(44.9)	(44.0)	(44.2)
투하자본	45.6	38.5	49.2	50.3	51.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	10.3	11.3	11.6	11.8	13.4
당기순이익	7.0	9.2	9.7	10.8	11.9
유무형자산상각비	2.3	2.8	2.5	2.4	2.4
기타비현금손익가감	(0.4)	(1.3)	(2.3)	1.5	1.6
운전자본의변동	(0.0)	(1.8)	(0.1)	(2.9)	(2.5)
매출채권감소(증가)	0.2	1.2	0.2	(2.5)	(2.0)
재고자산감소(증가)	2.9	0.3	(4.1)	(1.0)	(2.0)
매입채무증가(감소)	0.6	(2.3)	2.7	0.5	1.4
기타	(3.7)	(0.9)	1.1	0.0	0.0
투자활동현금흐름	(1.0)	(9.1)	(10.2)	(10.8)	(11.4)
단기투자자산처분(취득)	9.0	(20.7)	(4.6)	(1.3)	(1.4)
장기투자증권처분(취득)	0.0	0.0	(3.6)	(7.4)	(7.7)
설비투자	(10.6)	(1.3)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
유형자산처분	1.5	14.2	0.1	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.4)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
재무활동현금흐름	(2.8)	(2.8)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
차입금증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(2.8)	(2.8)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
배당금지급	2.8	2.8	3.2	3.2	3.2
현금의 증가(감소)	6.7	(1.0)	(1.6)	(2.2)	(1.2)
기초현금	8.0	14.6	13.6	12.0	9.7
기말현금	14.6	13.6	12.0	9.7	8.6
Gross cash flow	8.7	11.1	10.0	14.7	15.9
Gross investment	10.1	(9.9)	5.8	12.4	12.5
Free cash flow	(1.4)	21.0	4.2	2.3	3.4

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60.6	65.9	61.4	67.9	75.6
증가율 (%)	(16.7)	8.7	(6.8)	10.6	11.3
매출총이익	14.4	18.4	18.1	19.9	22.1
매출총이익율 (%)	23.7	27.9	29.5	29.3	29.2
판매비와관리비	9.9	10.9	10.4	10.9	11.6
증가율 (%)	(7.3)	9.8	(4.6)	4.6	6.4
영업이익	4.4	7.5	7.7	9.0	10.5
증가율 (%)	(32.2)	68.7	2.7	16.9	17.1
EBITDA	6.7	10.2	10.2	11.4	12.9
증가율 (%)	(22.2)	52.4	(0.1)	11.1	13.2
영업외손익	4.2	4.2	4.6	4.7	4.6
이자수익	3.7	3.6	5.9	3.8	4.2
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	0.2	(0.8)	0.2	0.0	0.0
자본법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	1.4	(1.6)	0.9	0.4
세전계속사업손익	8.6	11.7	12.2	13.7	15.1
법인세비용	1.6	2.5	2.6	2.9	3.2
중간사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.0	9.2	9.7	10.8	11.9
증가율 (%)	(22.7)	30.1	5.7	11.6	10.5
당기순이익률 (%)	11.6	13.9	15.8	15.9	15.8
EPS	447	581	615	686	757
증가율 (%)	(22.7)	30.1	5.7	11.6	10.5
완전희석EPS	447	581	615	686	757
증가율 (%)	(22.7)	30.1	5.7	11.6	10.5

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	447	581	615	686	757
BPS	19,092	19,788	17,550	18,036	18,593
DPS	180	200	200	200	200
밸류에이션(배,%)					
PER	19.1	15.0	11.9	10.7	9.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	15.5	12.4	11.5	7.8	7.3
EV/ EBITDA	16.2	9.8	6.9	6.3	5.5
배당수익율	2.1	2.3	2.7	2.7	2.7
수익성 (%)					
영업이익율	7.3	11.3	12.5	13.2	13.9
EBITDA이익율	11.1	15.5	16.7	16.7	17.0
순이익율	11.6	13.9	15.8	15.9	15.8
ROE	2.4	3.0	3.3	3.9	4.1
ROIC	8.6	14.0	13.8	14.2	16.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(8.6)	(12.1)	(16.2)	(15.5)	(15.1)
유동비율	4.5	6.2	5.9	5.8	5.5
이자보상배율	1,650.4	-	-	-	-
활동성(회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회전율	3.5	4.0	3.9	4.1	4.0
재고자산회전율	3.1	3.7	3.1	3.0	3.2
매입채무회전율	6.7	8.0	7.3	6.8	6.9



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.9.30 기준)

