



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 17,000원 (하향)

주가(2/9): 14,300원

시가총액: 2,354억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/9)		2,363.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,300원	12,250원
등락률	-17.3%	16.7%
수익률	절대	상대
1M	0.0%	6.2%
6M	0.4%	0.5%
1Y	3.1%	-9.9%

## Company Data

발행주식수	16,460천주
일평균 거래량(3M)	55천주
외국인 지분율	5.7%
배당수익률(17E)	1.7%
BPS(17E)	11,864원
주요 주주	정몽규 외5인 58.0%
	국민연금공단 12.9%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	1,889	2,640	2,770	2,931
영업이익	132	148	176	209
EBITDA	138	152	180	214
세전이익	226	291	336	387
순이익	189	238	282	325
지배주주지분순이익	189	238	282	325
EPS(원)	1,146	1,443	1,712	1,976
증감률(%Y Y)	3.1	26.0	18.6	15.4
PER(배)	13.1	10.1	8.4	7.2
PBR(배)	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	12.6	10.0	7.3	4.6
영업이익률(%)	7.0	5.6	6.3	7.1
ROE(%)	11.2	12.8	13.5	13.7
순부채비율(%)	-41.7	-45.0	-46.5	-54.0

## Price Trend



## 아이콘트롤스 (039570)

## 수익성 회복이 관건



〈장 후 실적발표〉 4분기 매출액 761억원(YoY +31%), 영업이익 23억원(YoY +72%)으로 시장기대치를 하회했습니다. 각 사업부문에 원가상승 요인이 발생했기 때문입니다. 당사는 올해 매출 성장보다는 수익성 개선에 집중하면서 매출 성장은 5% 수준에 그치겠지만, 영업이익률은 0.7%p 개선될 전망입니다. 외형성장 및 수익성 개선 속도가 기존 대비 낮아지고 있어 투자의견과 목표주가를 하향합니다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 매출 성장은 돋보였지만, 아쉬운 수익성

4분기 매출액 761억원(YoY +30.6%, QoQ +11.0%), 영업이익 23억원(YoY +72.0%, QoQ -48.0%)으로 시장기대치를 하회했다. 스마트홈부문이 전년대비 2배 이상 성장하면서 매출은 시장기대치를 상회했다. 하지만, 1) 일부 현장의 경우 원가만 투입되고, 2) M&E 및 스마트홈부문은 대외현장 비중증가 등 원가 상승요인이 발생해 영업이익은 시장기대치를 하회했다. 다만, 원가만 투입된 현장의 경우 매출 인식이 예정되어 있고, 일부 변경계약이 확정되면서 1분기부터는 수익성이 회복될 전망이다. 17년 매출은 40% 성장한 반면, 영업이익률은 전년대비 1.4%p 감소하면서 수익성은 부진했다. 따라서 당사는 올해 매출 성장보다는 수익성 개선에 집중하면서 매출 성장은 5% 수준에 그치겠지만, 영업이익률은 0.7%p 개선될 전망이다. 특히 마진이 악화됐던 M&E부문의 경우 수익성 개선에 치중할 계획이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 순환출자 해소 이벤트에 주목

당사가 지분을 보유중인 현대산업개발이 분할을 결정했다. 따라서 순환출자를 해소해야 하는데, 이를 위해서는 크게 3가지 시나리오가 가능하다. 1) 당사가 보유중인 현대산업개발과 부동산 114 지분을 매각, 2) 분할 후 지주회사와 합병, 3) 현대EP가 보유중인 당사의 지분을 전량 매각하면서 대주주 개인 회사가 되는 경우 등이다. 이 중 대주주의 지배력을 강화하는데 가장 도움이 되는 경우는 지주회사와 합병하는 시나리오로 판단된다. 아직은 어떤 방법으로 순환출자를 해소할 지 결정되지 않았지만, 3월 23일 현대산업개발의 주주총회를 전후로 주의 깊게 지켜볼 필요성이 있다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 투자의견 Outperform, 목표주가 17,000원으로 하향

현대산업의 입주물량은 1.6만 세대로 전년대비 50% 이상 증가하고, 올해 공급계획도 전년대비 10% 가량 증가해 스마트홈부문의 안정적인 성장이 기대된다. 스마트빌딩부문은 정부의 신재생에너지 확대 정책에 따라 에너지절감에 대한 중요도가 높아지면서 시장 수요가 증가할 것으로 전망된다. 특히 캡티브 효과와 정부의 적극적인 인센티브 정책에 따른 수혜가 예상된다. 다만 외형성장 및 수익성 개선 속도가 기존 대비 낮아지고 있다는 점을 감안해, 투자의견과 목표주가를 하향한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 1,832원에 글로벌 peer 평균 P/E 13.6배를 25% 할인한 10.2배를 적용했다. 보수적인 target multiple을 적용했지만, 향후 수익성 회복이 확인된다면 상황이 가능할 전망이다.

## 아이콘트롤스 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(억원, IFRS 연결)	4Q16	3Q17	4Q17P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	583	686	761	30.6%	11.0%	731	4.2%
매출원가율	8.3%	10.5%	8.1%	-0.2%p	-2.4%p	10.3%	-2.2%p
영업이익	13	44	23	72.0%	-47.9%	35	-35.3%
영업이익률	2.3%	6.4%	3.0%	0.7%p	-3.4%p	4.8%	-1.8%p
세전이익	21	93	16	-22.6%	-82.8%	74	-78.5%
순이익	20	73	12	-38.3%	-83.2%	58	-78.8%

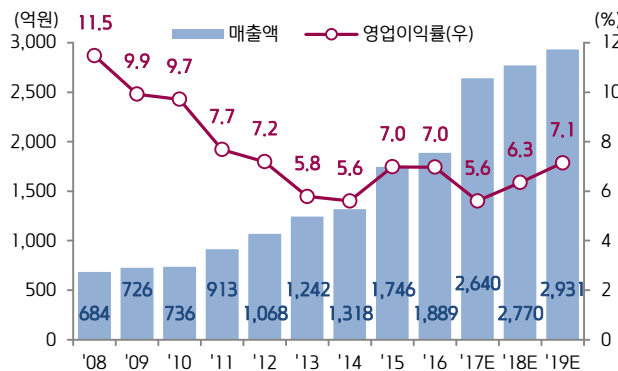
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## 아이콘트롤스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2016	2017P	2018E
<b>매출액</b>	<b>433</b>	<b>418</b>	<b>456</b>	<b>583</b>	<b>508</b>	<b>685</b>	<b>686</b>	<b>761</b>	<b>1,889</b>	<b>2,640</b>	<b>2,770</b>
스마트빌딩	66	59	79	178	79	125	161	179	382	545	741
M&E	161	159	156	193	269	332	286	261	670	1,148	1,005
스마트홈	150	147	142	105	129	155	163	221	544	668	750
SOC	56	52	79	107	31	72	76	101	294	280	274
<b>매출원가율</b>	<b>86.8</b>	<b>84.2</b>	<b>82.9</b>	<b>91.7</b>	<b>88.3</b>	<b>89.0</b>	<b>89.5</b>	<b>91.9</b>	<b>86.8</b>	<b>89.8</b>	<b>89.0</b>
스마트빌딩	88.6	76.6	82.1	81.3	88.6	84.5	86.8	92.3	82.0	88.3	88.4
M&E	90.8	95.7	91.7	103.9	95.5	97.4	95.6	104.3	96.0	98.1	98.0
스마트홈	79.8	72.2	70.3	85.4	71.5	76.2	79.9	79.9	76.4	77.4	77.5
SOC	92.0	91.8	88.9	93.0	94.7	85.9	92.9	85.4	91.5	88.6	88.9
<b>매출총이익률</b>	<b>13.2</b>	<b>15.8</b>	<b>17.1</b>	<b>8.3</b>	<b>11.7</b>	<b>11.0</b>	<b>10.5</b>	<b>8.1</b>	<b>13.2</b>	<b>10.2</b>	<b>11.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>13</b>	<b>34</b>	<b>47</b>	<b>44</b>	<b>23</b>	<b>132</b>	<b>148</b>	<b>176</b>
영업이익률	7.4	8.9	10.8	2.3	6.8	6.9	6.4	3.0	7.0	5.6	6.3
세전이익	52	76	78	21	71	89	93	39	226	291	336
<b>순이익</b>	<b>41</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>20</b>	<b>55</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>40</b>	<b>189</b>	<b>238</b>	<b>282</b>
순이익률	9.5	15.5	13.8	3.4	10.7	10.2	10.7	5.2	10.0	9.0	10.2

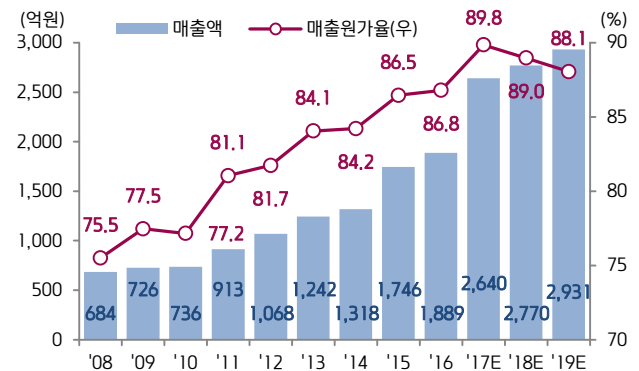
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## 성장속도 및 이익개선 속도 둔화



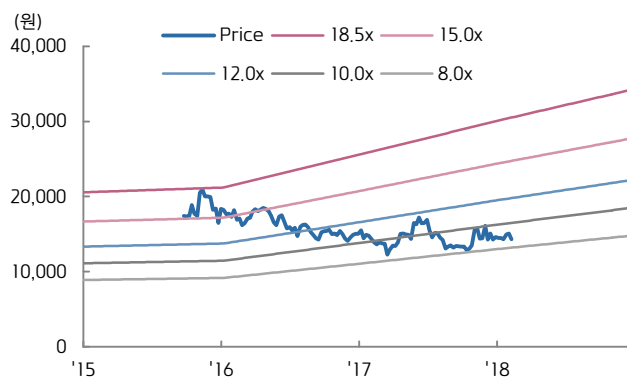
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## 수익성 회복이 관건



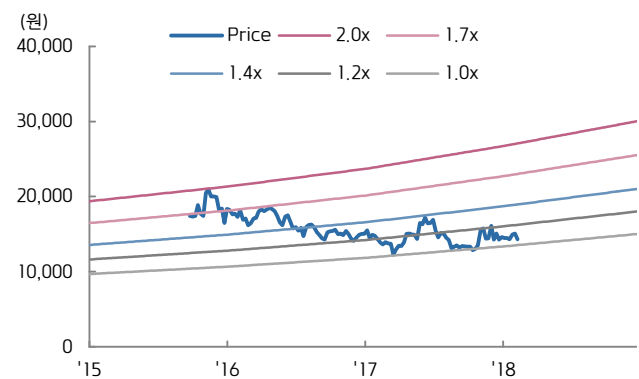
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## PER 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



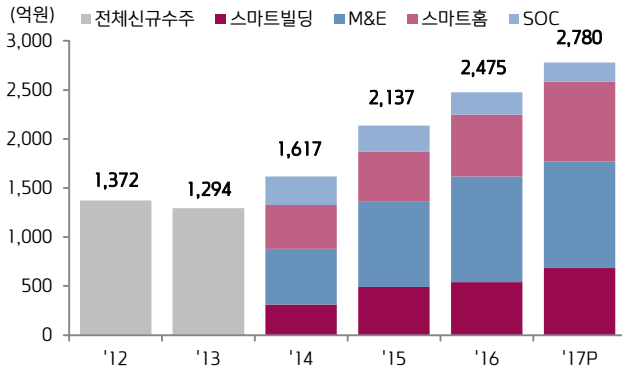
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## PBR 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



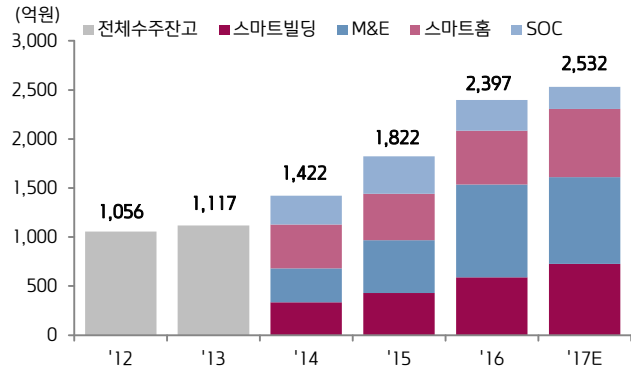
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## 사상 최대 신규수주 달성



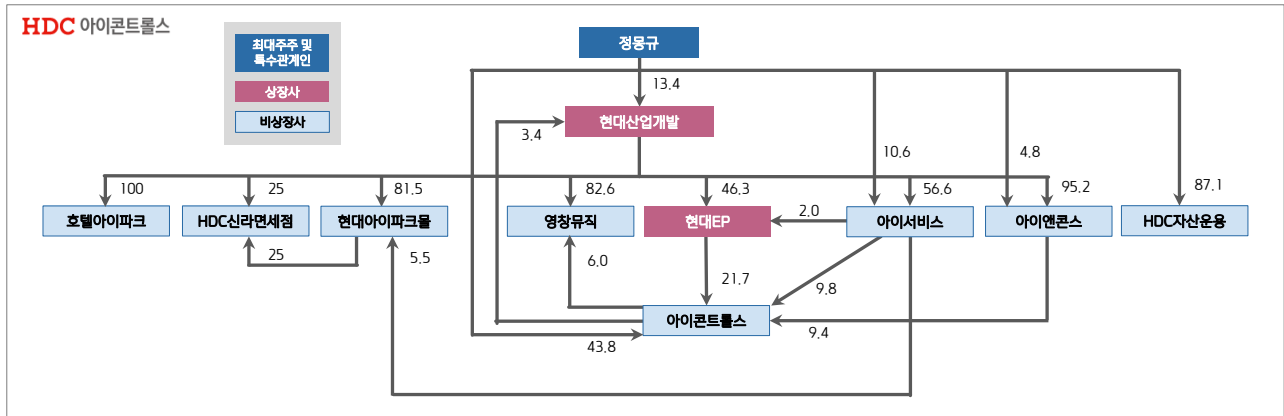
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## 사상 최대 수주잔고 달성



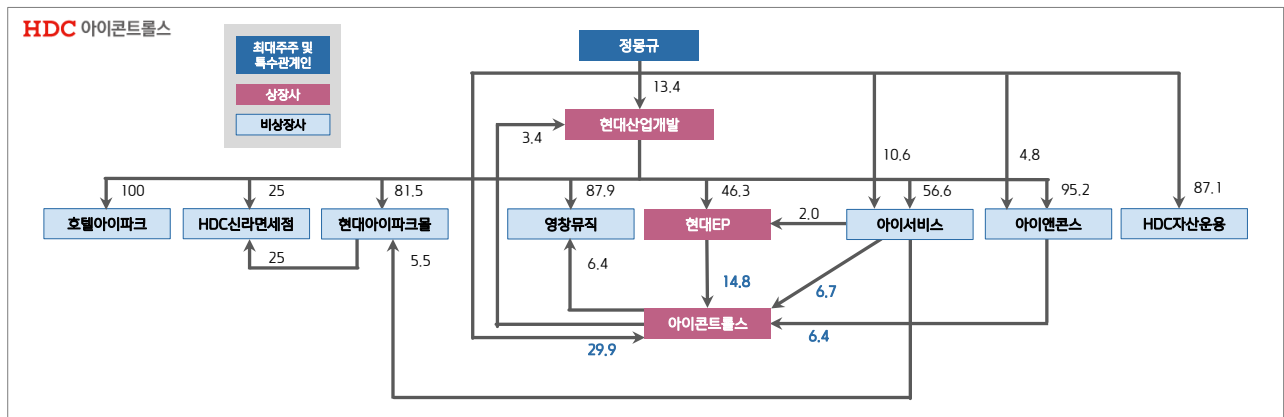
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

## 현대산업개발그룹 지배구조(아이콘트롤스 상장 전)



자료: 키움증권

## 현대산업개발그룹 지배구조(아이콘트롤스 상장 후)



자료: 키움증권

## 현대산업개발그룹 순환출자 고리

고리	내용
1	현대산업개발 → 아이서비스 → 아이콘트롤스 → 현대산업개발
2	현대산업개발 → 아이서비스 → 현대 EP → 아이콘트롤스 → 현대산업개발
3	현대산업개발 → 아이앤콘스 → 아이콘트롤스 → 현대산업개발
4	현대산업개발 → 현대 EP → 아이콘트롤스 → 현대산업개발

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	1,746	1,889	2,640	2,770	2,931
매출원가	1,509	1,639	2,372	2,465	2,581
매출총이익	236	249	268	306	350
매출총이익률(%)	13.5	13.2	10.2	11.0	11.9
판매비및일반관리비	114	118	120	130	141
영업이익	122	132	148	176	209
영업이익률(%)	7.0	7.0	5.6	6.3	7.1
영업외손익	55	94	143	160	177
금융수익	6	16	17	20	26
금융원가	6	1	0	0	0
기타수익	1	2	3	3	3
기타비용	16	29	13	17	18
종속및관계기업관련손익	70	106	137	154	166
법인세차감전이익	177	226	291	336	387
법인세비용	36	37	54	54	61
유효법인세율	20.1	16.5	18.4	16.2	15.9
당기순이익	141	189	238	282	325
순이익률(%)	8.1	10.0	9.0	10.2	11.1
지배주주지분순이익	141	189	238	282	325
EBITDA	129	138	152	180	214
EBITDA margin (%)	7.4	7.3	5.7	6.5	7.3
증감율(% YoY)					
매출액	32.4	8.2	39.8	4.9	5.8
영업이익	65.0	8.0	12.3	18.9	19.1
법인세차감전이익	116.3	27.9	28.9	15.4	15.1
당기순이익	126.9	33.7	26.0	18.6	15.4
지배주주지분당기순이익	126.9	33.7	26.0	18.6	15.4
EBITDA	58.5	6.3	10.3	18.8	18.5
EPS	99.5	3.1	26.0	18.6	15.4

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	1,248	1,390	1,599	1,844	2,192
현금및현금성자산	106	114	232	272	359
매출채권및기타유동채권	505	641	687	777	791
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	637	635	680	794	1,041
비유동자산	935	1,011	1,108	1,111	1,117
장기매출채권및기타비유동채권	7	19	23	28	35
유형자산	49	46	44	43	41
무형자산	5	4	3	3	2
투자자산	874	942	1,037	1,037	1,039
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,183	2,400	2,708	2,955	3,309
유동부채	528	580	638	649	684
매입채무및기타유동채무	427	519	559	565	595
유동성이자발생차입금	32	1	0	0	0
기타유동부채	68	59	80	83	89
비유동부채	60	62	107	81	97
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	62	107	81	97
부채총계	588	642	746	730	781
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	835	835	835	835	835
이익잉여금	780	944	1,157	1,420	1,724
기타자본	-61	-62	-71	-71	-71
지배주주지분자본총계	1,595	1,758	1,962	2,225	2,529
자본총계	1,595	1,758	1,962	2,225	2,529
총차입금	32	1	0	0	0
순차입금	-694	-733	-883	-1,034	-1,366

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	78	72	193	172	357
당기순이익	0	0	40	282	325
감가상각비	5	4	3	4	4
무형자산상각비	3	2	0	1	1
GrossCashFlow	-25	-65	-80	180	216
운전자본변동	-55	-87	30	17	168
매출채권및기타채권의증감	-103	-139	-41	-90	-14
재고자산의증감	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증감	21	105	52	7	29
영업에서창출된현금흐름	96	74	203	197	384
투자활동현금흐름	-650	-13	-49	-113	-248
투자자산의증감	-25	0	-13	0	-1
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-2	-2	-2	-2	-2
무형자산의증감	0	0	0	0	0
기타	-623	-11	-34	-111	-244
FreeCashFlow	-82	-154	-51	195	382
재무활동현금흐름	646	-51	-25	-19	-21
차입금의증가(감소)	-165	-30	0	0	0
자본증가(감소)	822	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-21	-25	-19	-21
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	74	8	118	40	87
기초현금및현금성자산	31	106	114	232	272
기말현금및현금성자산	106	114	232	272	359

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,112	1,146	1,443	1,712	1,976
BPS	9,690	10,682	11,919	13,517	15,363
주당EBITDA	1,020	836	922	1,095	1,298
SPS	13,754	11,476	16,039	16,830	17,806
DPS	250	300	250	300	350
주가배수(배)					
PER	16.5	13.1	10.1	8.4	7.2
PBR	1.9	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	18.0	12.6	10.0	7.3	4.6
PSR	1.3	1.3	0.9	0.8	0.8
배당수익률	0.7	1.0	1.7	2.1	2.4
배당성향	14.6	13.1	17.3	17.5	17.7
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.7	11.2	12.8	13.5	13.7
총자산이익률(ROA)	8.0	8.2	9.3	10.0	10.4
투자자본이익률(ROIC)	692.7	198.8	193.9	151.4	127.0
안정성(%)					
부채비율	36.9	36.5	38.0	32.8	30.9
순차입금비율	-43.5	-41.7	-45.0	-46.5	-54.0
유동비율	236.4	239.7	250.5	284.2	320.7
이자보상배율(배)	21.2	482.0	194,659.1	N/A	N/A
활동성(회)					
매출채권회전율	3.9	3.3	4.0	3.8	3.7
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	4.2	4.0	4.9	4.9	5.1

## Compliance Notice

- 당사는 2월 9일 현재 '아이콘트롤스' 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.

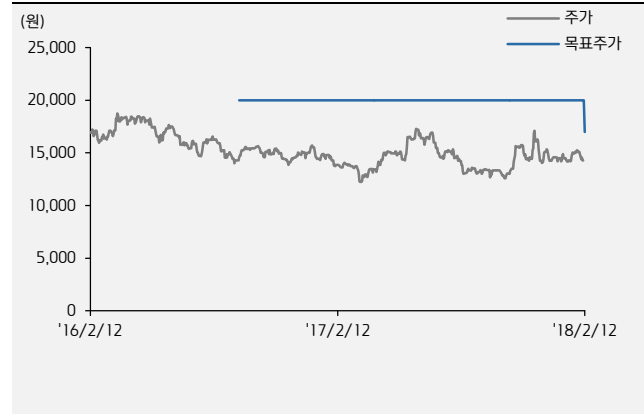
## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
아이콘트롤스 (039570)	2016/09/19	Buy(Initiate)	20,000원	6개월	-23.72	-21.75
	2016/10/28	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-25.36	-21.50
	2017/02/06	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.82	-21.50
	2017/04/11	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-27.91	-24.38
	2017/04/27	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-23.05	-13.50
	2017/06/20	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-22.46	-13.50
	2017/07/19	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-22.72	-13.50
	2017/08/01	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.44	-13.50
	2017/10/31	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-23.49	-14.50
	2017/12/06	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-25.73	-14.50
	2018/02/12	Outperform (Downgrade)	17,000원	6개월		

\* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

\* 무상증자 반영

## 목표주가 추이



## 투자의견 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%