



Outperform(Maintain)

목표주가: 17,000원
주가(5/8): 13,950원

시가총액: 2,296억원

건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/8)		2,449.81pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,300원	12,300원
등락률	-19.4%	13.4%
수익률	절대	상대
1M	8.1%	7.2%
6M	-10.0%	-6.2%
1Y	-7.9%	-13.8%

Company Data

발행주식수	16,460천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	6.2%
배당수익률(18E)	2.2%
BPS(18E)	13,297원
주요 주주	정몽규 외4인 58.0%
	국민연금공단 13.4%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,640	2,685	2,791	2,960
영업이익	148	150	170	191
EBITDA	152	154	173	194
세전이익	291	310	346	379
순이익	238	244	273	299
지배주주지분순이익	238	262	273	299
EPS(원)	1,443	1,594	1,658	1,814
증감률(%Y Y)	26.0	10.4	4.0	9.4
PER(배)	10.1	8.8	8.4	7.7
PBR(배)	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	10.9	9.1	7.0	5.0
영업이익률(%)	5.6	5.6	6.1	6.4
ROE(%)	12.8	12.6	11.9	11.8
순부채비율(%)	-38.1	-40.8	-45.0	-49.6

Price Trend



1Q18 실적 Review

아이콘트롤스 (039570)

M&E부문의 수익성 회복이 필요



<장 후 실적발표> 1분기 매출액 558억원(YoY +9.8%), 영업이익 26억원(YoY -25.7%)으로 기대치를 하회했습니다. M&E부문에서 지난 분기에 이어 원가 상승요인이 발생했기 때문입니다. 올해 동사의 이익개선의 키는 M&E부문의 수익성 개선입니다. 1분기 부진한 신규수주는 2분기부터 회복될 것으로 전망됩니다. 아직은 결정되지 않았지만, 순환출자 해소 이벤트에도 주목할 필요가 있다는 판단입니다.

>>> Point 1. M&E부문의 수익성 회복이 필요

1분기 매출액 558억원(YoY +9.8%, QoQ -26.7%), 영업이익 26억원(YoY -25.7%, QoQ +12.3%)으로 기대치를 하회했다. 스마트빌딩과 SOC부문 모두 전년대비 2배 이상 성장하면서 매출은 기대치를 상회했다. 하지만, M&E부문이 지난 분기에 이어 대외현장 비중증가, 원자재 및 노임상승, 돌관공사 발생 등 원가 상승요인이 발생해 영업이익은 기대치를 크게 하회했다. M&E부문의 경우 연중 보수적인 원가율을 반영함에 따라 올해 영업이익은 전년대비 1.4% 증가에 불과할 것으로 예상된다. 다만, 현대산업의 실적이 큰 폭으로 개선됨에 따라 순이익은 전년대비 10.4% 증가할 것으로 전망된다. 올해 동사의 이익개선의 키는 M&E부문의 수익성 개선이다.

>>> Point 2. 순환출자 해소 이벤트에 주목

동사가 지분을 보유중인 현대산업개발이 분할을 결정했다. 따라서 순환출자를 해소해야 하는데, 이를 위해서는 크게 3가지 시나리오가 가능하다. 1) 동사가 보유중인 현대산업개발과 부동산114 지분을 매각, 2) 분할 후 지주회사와 합병, 3) 현대EP가 보유중인 동사의 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 않았다. 지주사 분할 후 대주주 지분 스왑이 되는 시점에 순환출자 해소 관련 이벤트가 언급될 확률이 높다는 판단이다.

>>> Point 3. 투자의견 Outperform, 목표주가 17,000원 유지

현대산업의 입주물량은 1.6만 세대로 전년대비 50% 이상 증가하고, 올해 공급계획도 전년대비 10% 가량 증가해 스마트홈부문의 안정적인 성장이 기대된다. 스마트조명 아이템에 대한 매출도 하반기부터는 반영되기 시작할 전망이다. 1분기 신규수주는 부진했지만, 2분기부터는 M&E와 스마트홈부문의 신규수주가 회복되면서 연간 3,000억원 수준(YoY +8.6%)의 신규수주는 달성 가능할 것으로 전망된다. 다만, 기존에 분할 전 현대산업의 이익을 지분법으로 가져왔던 방식에서, 지주사 전환 이후에는 지주회사의 이익만을 지분법으로 가져올 가능성이 높다. 이 경우 순이익의 레벨은 크게 다운된다. 하지만 사업회사의 지분을 여전히 보유 중이므로, 사업회사의 지분가치를 어떤 회계계정으로 인식하느냐에 따라 밸류에이션 방식이 변경될 전망이다.

아이콘트롤스 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(억원, IFRS 연결)	1Q17	4Q17	1Q18P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	508	761	558	9.8%	-26.7%	508	9.9%
매출원가율	11.7%	8.1%	10.3%	-1.4%p	2.2%p	12.2%	-1.9%p
영업이익	34	23	26	-25.8%	12.3%	35	-27.3%
영업이익률	6.8%	3.0%	4.6%	-2.2%p	1.6%p	6.9%	-2.3%p
세전이익	71	39	81	14.0%	108.0%	72	12.2%
순이익	55	40	65	18.4%	61.9%	56	14.8%

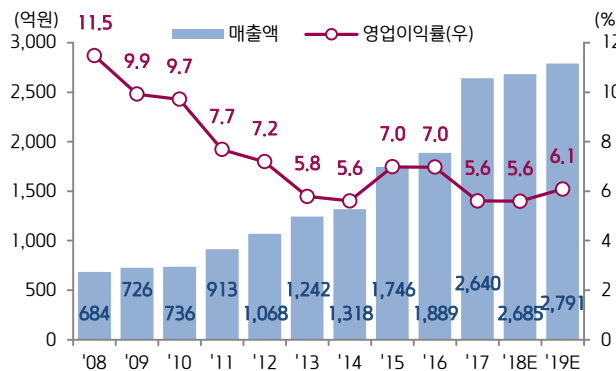
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

아이콘트롤스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	508	685	686	761	558	645	680	802	2,640	2,685	2,791
스마트빌딩	79	125	161	179	164	161	209	225	545	759	797
M&E	269	332	286	261	218	266	224	247	1,148	954	979
스마트홈	129	155	163	221	101	154	181	242	668	678	761
SOC	31	72	76	101	76	64	66	88	280	294	253
매출원가율	88.3	89.0	89.5	91.9	89.7	89.1	88.8	90.3	89.8	89.5	89.0
스마트빌딩	88.6	84.5	86.8	92.3	85.2	83.4	86.7	92.4	88.3	87.4	87.5
M&E	95.5	97.4	95.6	104.3	102.7	100.0	100.0	100.0	98.1	100.6	99.0
스마트홈	71.5	76.2	79.9	79.9	76.9	77.0	77.2	79.7	77.4	78.0	78.1
SOC	94.7	85.9	92.9	85.4	79.0	87.8	89.3	86.8	88.6	85.6	87.6
매출총이익률	11.7	11.0	10.5	8.1	10.3	10.9	11.2	9.7	10.2	10.5	11.0
영업이익	34	47	44	23	26	41	46	37	148	150	170
영업이익률	6.8	6.9	6.4	3.0	4.6	6.4	6.7	4.7	5.6	5.6	6.1
세전이익	71	89	93	39	81	80	89	79	291	329	346
순이익	55	70	73	40	65	63	70	64	238	262	273
순이익률	10.7	10.2	10.7	5.2	11.6	9.8	10.4	8.0	9.0	9.8	9.8

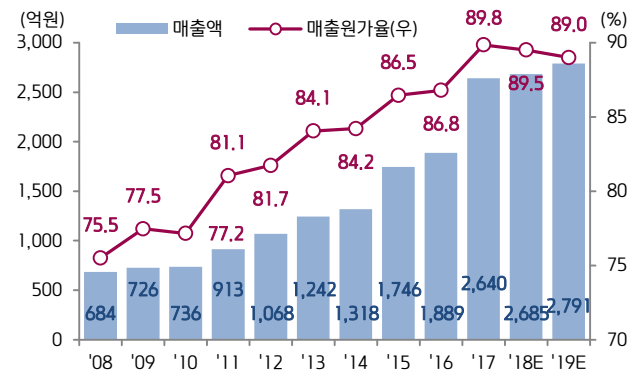
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

성장속도 및 이익개선 속도 둔화



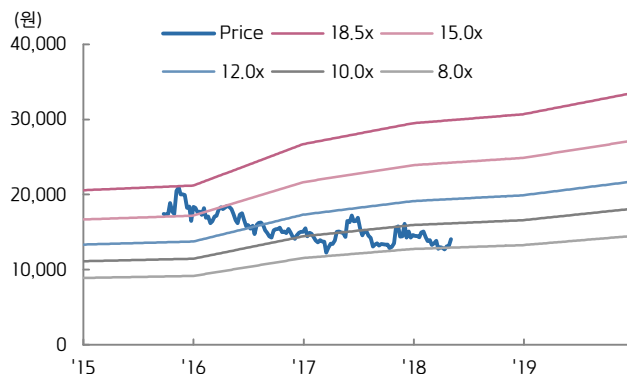
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

수익성 회복이 관건



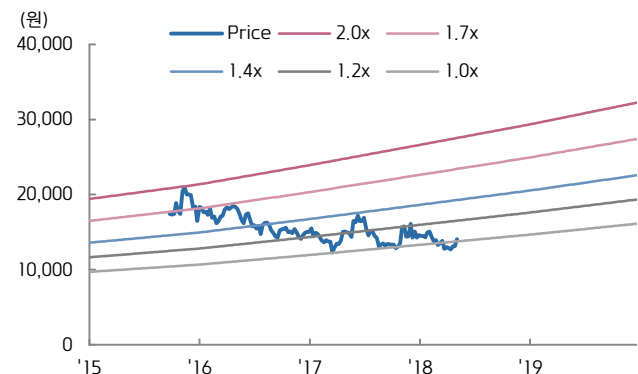
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

PER 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



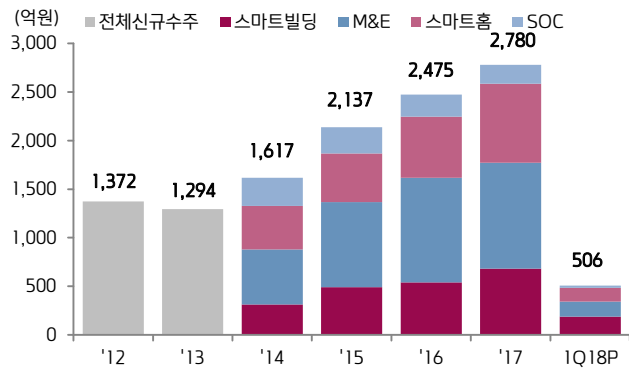
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

PBR 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



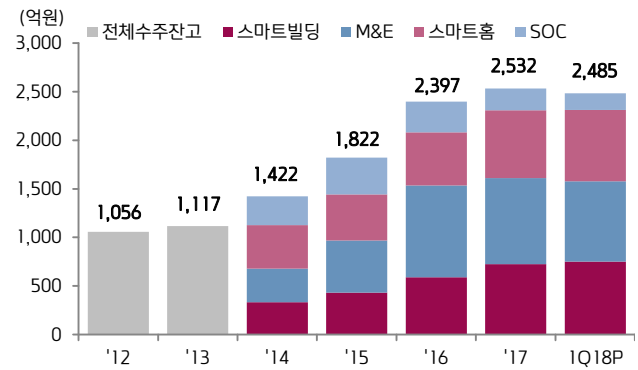
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

1분기는 부진한 신규수주, 2분기부터 회복 전망



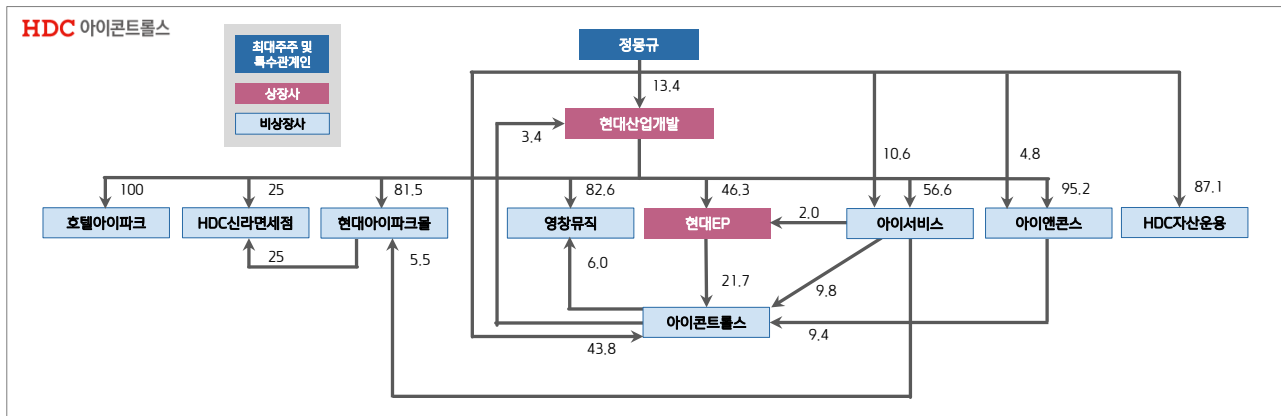
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

1분기 신규수주 부진의 영향



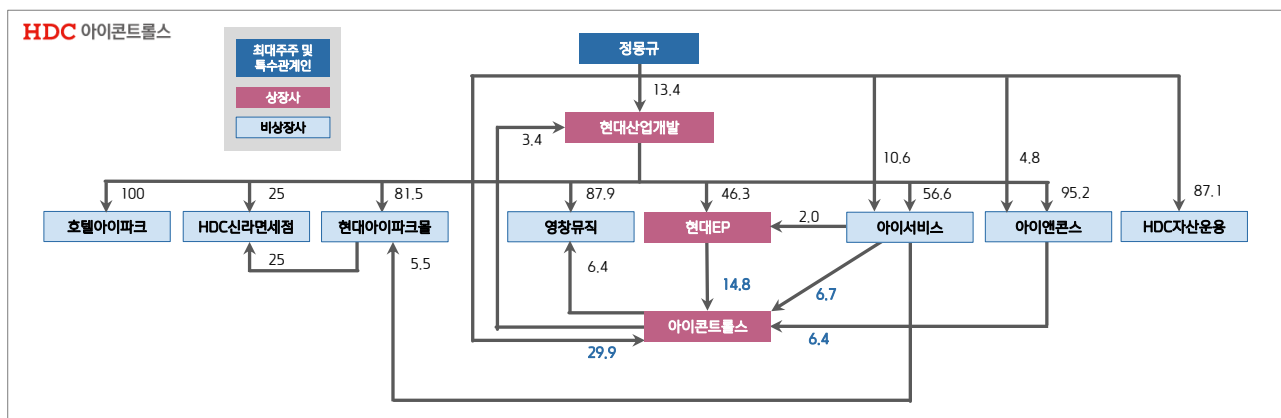
자료: 아이콘트롤스, 키움증권

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 → 아이엔콘스 → 아이콘트롤스 → 현대산업개발
4	현대산업개발 → 현대 EP → 아이콘트롤스 → 현대산업개발

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,889	2,640	2,685	2,791	2,960
매출원가	1,639	2,372	2,403	2,484	2,624
매출총이익	249	268	282	307	336
매출총이익률(%)	13.2	10.2	10.5	11.0	11.3
판매비및일반관리비	118	120	131	137	145
영업이익	132	148	150	170	191
영업이익률(%)	7.0	5.6	5.6	6.1	6.4
영업외손익	94	143	179	176	188
금융수익	16	16	18	22	26
금융원가	1	0	1	1	1
기타수익	2	4	4	5	5
기타비용	29	13	17	18	18
종속및관계기업관련손익	106	137	174	168	177
법인세차감전이익	226	291	329	346	379
법인세비용	37	54	66	73	81
유효법인세율	16.5	18.4	20.2	21.1	21.2
당기순이익	189	238	262	273	299
순이익률(%)	10.0	9.0	9.8	9.8	10.1
지배주주지분순이익	189	238	262	273	299
EBITDA	138	152	154	173	194
EBITDA margin (%)	7.3	5.7	5.7	6.2	6.6
증감율(% YoY)					
매출액	8.2	39.8	1.7	4.0	6.1
영업이익	8.0	12.3	1.4	13.2	12.3
법인세차감전이익	27.9	28.9	12.8	5.3	9.6
당기순이익	33.7	26.0	10.4	4.0	9.4
지배주주지분당기순이익	33.7	26.0	10.4	4.0	9.4
EBITDA	6.3	10.2	1.8	12.4	12.0
EPS	3.1	26.0	10.4	4.0	9.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,390	1,618	1,762	1,996	2,284
현금및현금성자산	114	208	247	301	366
매출채권및기타유동채권	641	836	838	877	927
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	635	574	677	818	991
비유동자산	1,011	1,142	1,139	1,145	1,154
장기매출채권및기타비유동채권	19	28	30	36	46
유형자산	46	46	44	42	41
무형자산	4	4	3	3	2
투자자산	942	1,064	1,062	1,063	1,065
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,400	2,759	2,902	3,141	3,438
유동부채	580	721	659	676	716
매입채무및기타유동채무	519	682	599	610	645
유동성이자발생차입금	1	0	0	0	0
기타유동부채	59	39	60	66	71
비유동부채	62	71	54	52	60
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	62	71	54	52	60
부채총계	642	792	713	728	776
자본금	41	82	82	82	82
자본잉여금	835	793	793	793	793
이익잉여금	944	1,160	1,381	1,605	1,854
기타자본	-62	-68	-68	-68	-68
지배주주지분자본총계	1,758	1,968	2,189	2,412	2,661
자본총계	1,758	1,968	2,189	2,412	2,661
총차입금	1	0	0	0	0
순차입금	-733	-750	-892	-1,085	-1,321

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	72	62	184	245	290
당기순이익	0	0	262	273	299
감가상각비	4	3	3	3	3
무형자산상각비	2	0	1	1	1
GrossCashFlow	-65	-127	154	173	194
운전자본변동	-87	-93	-54	-24	-12
매출채권및기타채권의증감	-139	-191	-2	-40	-50
재고자산의증감	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증감	105	72	-83	11	35
영업에서창출된현금흐름	74	71	101	150	182
투자활동현금흐름	-13	57	-103	-142	-174
투자자산의증감	0	-11	1	-1	-2
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-2	-1	-2	-2	-1
무형자산의증감	0	0	0	0	0
기타	-11	70	-103	-139	-171
FreeCashFlow	-154	-222	99	148	181
재무활동현금흐름	-51	-25	-41	-49	-49
차입금의증가(감소)	-30	0	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-21	-25	-41	-49	-49
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	8	94	39	53	66
기초현금및현금성자산	106	114	208	247	301
기말현금및현금성자산	114	208	247	301	366

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,146	1,443	1,594	1,658	1,814
BPS	10,682	11,953	13,297	14,655	16,169
주당EBITDA	836	921	938	1,054	1,180
SPS	11,476	16,039	16,309	16,954	17,982
DPS	300	250	300	300	300
주가배수(배)					
PER	13.1	10.1	8.8	8.4	7.7
PBR	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.6	10.9	9.1	7.0	5.0
PSR	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
배당수익률	1.0	1.7	2.2	2.2	2.2
배당성향	13.1	17.3	18.8	18.1	16.5
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	12.8	12.6	11.9	11.8
총자산이익률(ROA)	8.2	9.2	9.3	9.0	9.1
투자자본이익률(ROIC)	198.8	101.3	61.3	53.5	55.4
안정성(%)					
부채비율	36.5	40.2	32.6	30.2	29.2
순차입금비율	-41.7	-38.1	-40.8	-45.0	-49.6
유동비율	239.7	224.5	267.2	295.1	318.9
이자보상배율(배)	482.0	194,659.2	N/A	N/A	N/A
활동성(회)					
매출채권회전율	3.3	3.6	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	4.0	4.4	4.2	4.6	4.7

Compliance Notice

- 당사는 5월 8일 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.

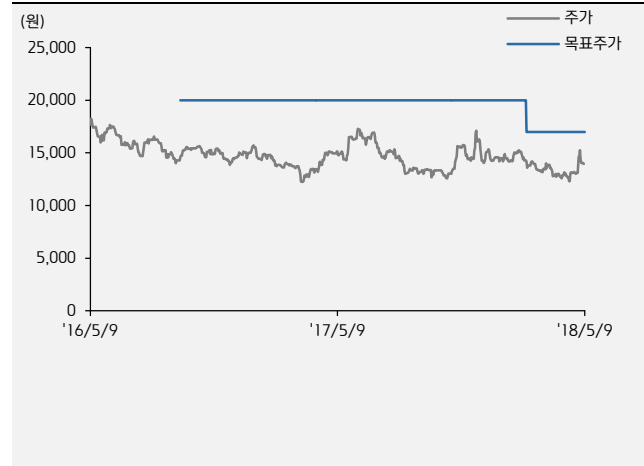
투자의견 변동내역

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	-25.78	-14.50
	2018/02/12	Outperform (Downgrade)	17,000원	6개월	-21.20	-10.29
	2018/05/09	Outperform (Maintain)	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%