



# BUY(Maintain)

목표주가: 17,000원(하향)

주가(11/7): 9,800원

시가총액: 1,613억원

## 건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (11/7)		2,078.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	19,450 원	9,270원
등락률	-49.6%	5.7%
수익률	절대	상대
1M	-24.6%	-17.8%
6M	-30.2%	-17.4%
1Y	-36.8%	-22.6%

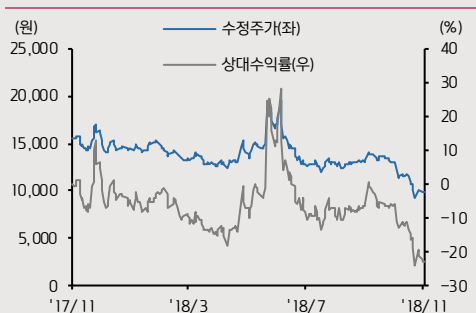
### Company Data

발행주식수	16,460 천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	3.6%
배당수익률(18E)	3.1%
BPS(18E)	13,040원
주요 주주	정몽규 외4인 58.0%
	국민연금공단 13.4%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,640	2,672	2,712	2,802
영업이익	148	159	168	183
EBITDA	152	162	171	187
세전이익	291	334	192	209
순이익	238	255	151	164
지배주주지분순이익	238	255	151	164
EPS(원)	1,443	1,549	918	995
증감률(%Y Y)	26.0	7.3	-40.8	8.4
PER(배)	10.1	6.3	10.7	9.8
PBR(배)	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	10.9	2.8	2.0	0.8
영업이익률(%)	5.6	5.9	6.2	6.5
ROE(%)	12.8	12.4	6.9	7.1
순부채비율(%)	-38.1	-53.7	-56.4	-62.2

### Price Trend



# HDC아이콘트롤스 (039570)

## 드디어 시작되는 수익성 개선



(장 후 실적발표) 3분기 매출액 637억원(YoY -7.1%), 영업이익 44억원(YoY +1.7%)으로 기대치에 부합했습니다. 3분기 실적에서 가장 큰 수확은 3개 분기 연속 적자를 기록했던 M&E부문의 수익성 개선입니다. 향후에도 지속적인 원가 개선 활동을 통해 양호한 수익성이 유지될 것으로 전망됩니다. 실적 턴어라운드와 보유현금, 지분가치 등을 감안하면 최근 주가 하락은 과도하다는 판단입니다.

### >>> 드디어 나타난 M&E부문 수익성 회복

3분기 매출액 637억원(YoY -7.1%, QoQ -12.5%), 영업이익 44억원(YoY +1.7%, QoQ 19.4%)으로 기대치에 부합했다. 매출액은 전년대비 부진했는데 주 요인은 M&E 부문과 SOC부문이 각각 전년대비 12.9%, 60.3% 감소한데 기인한다. M&E부문은 향후 수익성 위주의 수주전략을 취하면서 매출액의 성장은 당분간 제한적인 것으로 예상된다. 실제로 악성현장들이 준공되고 change order 진행을 통해 M&E부문의 3분기 원가율은 큰 폭으로 개선(YoY -2.3%p, QoQ -12.1%p)됐다. 지속적인 원가개선 활동을 통해 이러한 추세는 향후에도 유지될 수 있을 것으로 판단된다. 이러한 영향으로 영업이익은 전년대비 소폭 개선됐으며, 4분기에는 연중 최대 실적을 기록할 것으로 전망된다. 영업외수익의 대규모 손실은 HDC 유상증자에 따른 지분감소(3.38%→1.78%) 효과로 처분손실 91억원이 반영됐다. 2분기와 3분기에 반영된 분할에 따른 영업외수익의 일회성 손익은 4분기부터 정상화 된다.

### >>> 순환출자 해소를 위해서는 기업가치 제고 선행

현대산업개발이 지주사로 전환되면서 동사는 지주회사와 사업회사 지분을 모두 소유하게 됐다. 따라서 지주사 신고 이후 2년 내 순환출자를 해소해야 한다. 이를 위해서는 동사가 보유 중인 지주회사 지분을 매각하거나, 동사와 지주회사가 합병하거나, 계열사가 보유 중인 동사의 지분을 매각해야 한다. 아직은 어떤 방법으로 순환출자를 해소할 지 결정되지 않았다. 하지만 어떤 방법을 활용하더라도 기본적으로 동사의 기업가치를 높이는 작업이 선행되어야 한다는 판단이다.

### >>> 실적 개선, 보유현금, 지분가치 감안하면 과도한 저평가

3분기 실적에서 가장 큰 수확은 3개 분기 연속 적자를 기록했던 M&E부문의 수익성 개선이다. 인원관리, 모듈화 공장 운영 등을 통한 원가 개선 효과가 당분간 지속될 전망이다. 하반기 change order가 기대됐던 스마트빌딩부문 역시 양호한 원가율을 기록했다. 신규수주는 연간 목표 3,000억원 대비 69%를 달성 중으로 부진해 보이는 측면이 있지만, 목표 달성은 가능할 전망이다. 수주잔고의 증가추세는 유지되고 있어 향후 매출 성장은 지속 가능할 것으로 판단된다. 실적 턴어라운드와 보유현금, 지분가치 등을 감안하면 최근 주가 하락은 과도하다는 판단이다. HDC 그룹의 지주사 전환으로 보유 지분에 대한 실적은 HDC의 경우 지분법으로 HDC현대산업개발의 경우 지분평가 손익으로 인식될 예정이다. 따라서 순이익에 대한 추정의 정확도가 낮아질 수 있는 점을 감안해 밸류에이션 방법을 SOTP로 변경하고, 목표주가를 기존 23,500원에서 17,000원으로 하향 조정한다.

HDC아이콘트롤스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	508	685	686	761	558	728	637	749	2,640	2,672	2,712
스마트빌딩	79	125	161	179	164	258	192	162	545	776	681
M&E	269	332	286	261	218	270	249	276	1,148	1,013	1,001
스마트홈	129	155	163	221	101	156	165	251	668	673	788
SOC	31	72	76	101	76	45	30	60	280	210	241
매출원가율	88.3	89.0	89.5	91.9	89.7	90.7	87.4	88.6	89.8	89.1	88.6
스마트빌딩	88.6	84.5	86.8	92.3	85.2	88.8	84.4	90.7	88.3	87.3	87.0
M&E	95.5	97.4	95.6	104.3	102.7	105.4	93.3	93.2	98.1	98.5	96.6
스마트홈	71.5	76.2	79.9	79.9	76.9	73.5	82.8	83.0	77.4	79.8	80.7
SOC	94.7	85.9	92.9	85.4	79.0	73.1	83.6	85.0	88.6	80.1	85.8
매출총이익률	11.7	11.0	10.5	8.1	10.3	9.3	12.6	11.4	10.2	10.9	11.4
영업이익	34	47	44	23	26	37	44	52	148	159	168
영업이익률	6.8	6.9	6.4	3.0	4.6	5.1	7.0	6.9	5.6	5.9	6.2
세전이익	71	89	93	39	81	240	-39	52	291	334	192
순이익	55	70	73	40	65	182	-33	42	238	255	151
순이익률	10.7	10.2	10.7	5.2	11.6	25.1	-5.3	5.5	9.0	9.5	5.6

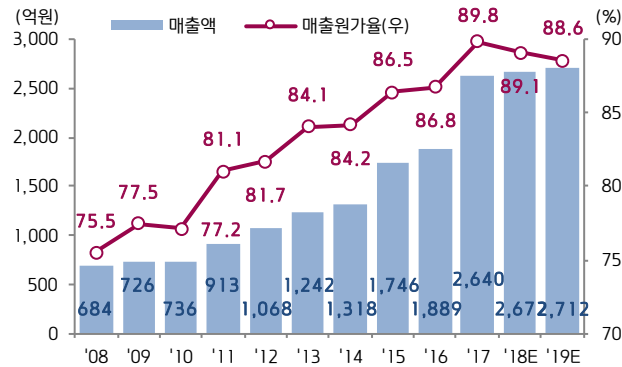
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(억원, IFRS 연결)	3Q17	2Q18	3Q18P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	686	728	637	-7.2%	-12.6%	694	-8.3%
매출원가율	10.5%	9.3%	12.6%	2.1%p	3.3%p	10.7%	1.9%p
영업이익	44	37	44	1.6%	19.3%	43	2.4%
영업이익률	6.4%	5.1%	7.0%	0.6%p	1.9%p	6.2%	0.7%p
세전이익	93	240	-39	-142.1%	-116.2%	84	-146.3%
순이익	73	182	-33	-145.6%	-118.4%	67	-150.3%

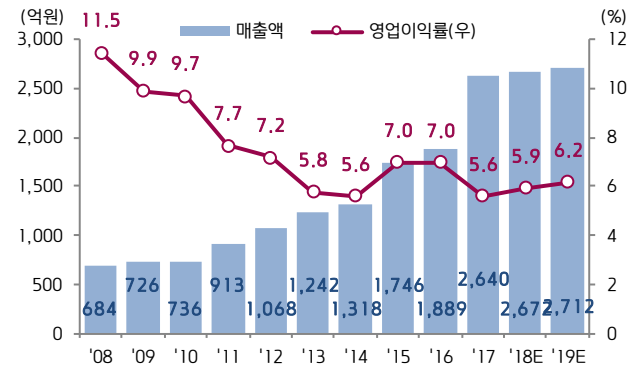
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 매출액 및 매출원가율 추이



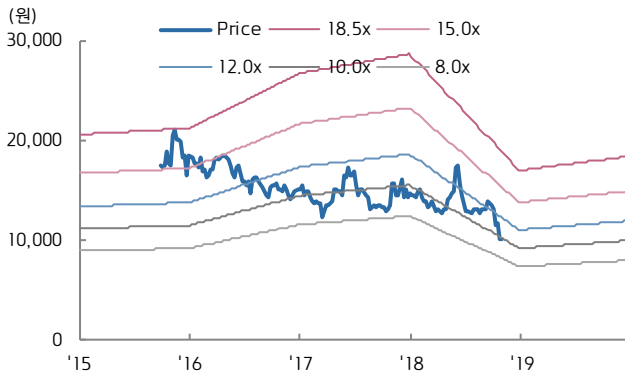
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 매출액 및 영업이익률 추이



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

PER 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



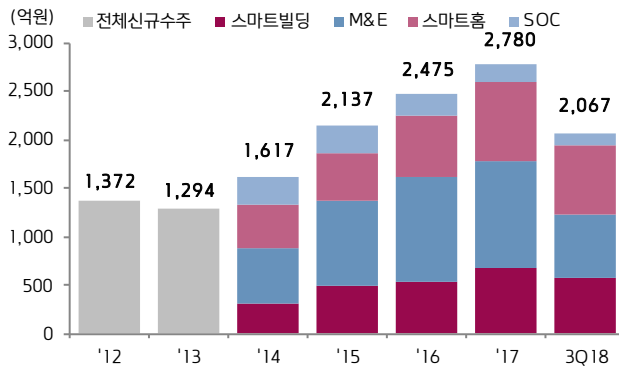
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

PBR 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



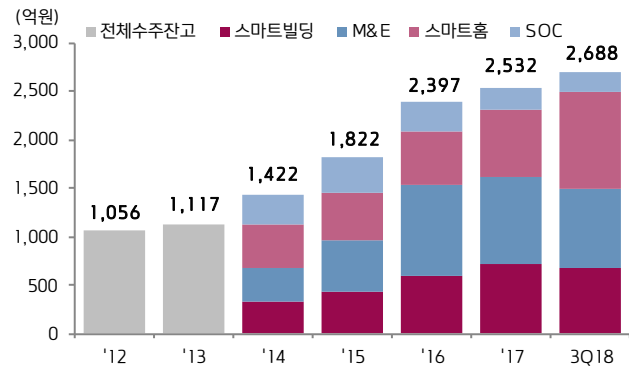
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 부문별 신규수주 추이



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 부문별 수주잔고 추이



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 SOTP 밸류에이션

구분	평가가치	지분율	비고
1. 영업가치(억원)	1,226		
2019년 NOPLAT(억원)	132		
적용 multiple(배)	9.3		과거 3개년 평균 P/E 13.3배 30% 할인
2. 지분가치(억원)	777		
1) 상장사 지분가치	667		
HDC	105	1.78%	분할 이후 평균 시가총액 30% 할인
HDC현대산업개발	562	3.38%	분할 이후 평균 시가총액 30% 할인
2) 비상장사 지분가치	110		장부가 기준 30% 할인(적자 법인 50% 할인)
3. 순차입금(억원)	-778		최근 4개 분기 평균
합산가치(억원)	2,781		
주식수(주)	16,460,000		
적정주가(원)	16,898		
<b>목표주가(원)</b>	<b>17,000</b>		
upside	72.8%		

자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,889	2,640	2,672	2,712	2,802
매출원가	1,639	2,372	2,381	2,402	2,470
매출총이익	249	268	291	309	332
매출총이익률(%)	13.2	10.2	10.9	11.4	11.8
판매비및일반관리비	118	120	132	142	148
영업이익	132	148	159	168	183
영업이익률(%)	7.0	5.6	5.9	6.2	6.5
영업외손익	94	143	175	24	26
금융수익	16	16	17	18	18
금융원가	1	0	0	0	0
기타수익	2	4	187	3	4
기타비용	29	13	8	10	10
종속및관계기업관련손익	106	137	-20	14	14
법인세차감전이익	226	291	334	192	209
법인세비용	37	54	79	41	45
유효법인세율	16.5	18.4	23.7	21.2	21.7
당기순이익	189	238	255	151	164
순이익률(%)	10.0	9.0	9.5	5.6	5.8
지배주주지분순이익	189	238	255	151	164
EBITDA	138	152	162	171	187
EBITDA margin (%)	7.3	5.7	6.1	6.3	6.7
증감율(% YoY)					
매출액	8.2	39.8	1.2	1.5	3.3
영업이익	8.0	12.3	7.3	5.6	9.4
법인세차감전이익	27.9	28.9	14.7	-42.6	9.1
당기순이익	33.7	26.0	7.3	-40.8	8.4
지배주주지분당기순이익	33.7	26.0	7.3	-40.8	8.4
EBITDA	6.3	10.2	6.7	5.9	9.2
EPS	3.1	26.0	7.3	-40.8	8.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,390	1,618	2,182	2,337	2,573
현금및현금성자산	114	208	468	514	595
매출채권및기타유동채권	641	836	834	853	878
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	635	574	881	971	1,100
비유동자산	1,011	1,142	919	989	1,017
장기매출채권및기타비유동채권	19	28	33	40	49
유형자산	46	46	43	42	40
무형자산	4	4	4	4	4
투자자산	942	1,064	838	903	924
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,400	2,759	3,101	3,326	3,590
유동부채	580	721	663	663	684
매입채무및기타유동채무	519	682	561	553	569
유동성이자발생차입금	1	0	1	1	1
기타유동부채	59	39	101	109	113
비유동부채	62	71	292	415	544
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	7	7	7
기타비유동부채	62	71	285	408	536
부채총계	642	792	955	1,078	1,227
자본금	41	82	82	82	82
자본잉여금	835	793	793	793	793
이익잉여금	944	1,160	1,254	1,355	1,470
기타자본	-62	-68	17	17	17
지배주주지분자본총계	1,758	1,968	2,146	2,248	2,362
자본총계	1,758	1,968	2,146	2,248	2,362
총차입금	1	0	8	8	8
순차입금	-733	-750	-1,153	-1,267	-1,470

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	72	62	23	231	275
당기순이익	0	0	255	151	164
감가상각비	4	3	3	3	3
무형자산상각비	2	0	0	1	1
GrossCashFlow	-65	-127	310	171	187
운전자본변동	-87	-93	-305	40	67
매출채권및기타채권의증감	-139	-191	-490	-19	-25
재고자산의증감	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증감	105	72	53	-8	16
영업에서창출된현금흐름	74	71	4	211	254
투자활동현금흐름	-13	57	270	-136	-144
투자자산의증감	0	-11	428	-65	-21
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-2	-1	-2	-2	-1
무형자산의증감	0	0	-1	0	0
기타	-11	70	-156	-68	-121
FreeCashFlow	-154	-222	2	209	252
재무활동현금흐름	-51	-25	-33	-49	-49
차입금의증가(감소)	-30	0	8	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	260	46	81
기초현금및현금성자산	106	114	208	468	514
기말현금및현금성자산	114	208	468	514	595

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,146	1,443	1,549	918	995
BPS	10,682	11,953	13,040	13,657	14,353
주당EBITDA	836	921	983	1,041	1,136
SPS	11,476	16,039	16,232	16,476	17,024
DPS	300	250	300	300	300
주가배수(배)					
PER	13.1	10.1	6.3	10.7	9.8
PBR	1.4	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.6	10.9	2.8	2.0	0.8
PSR	1.3	0.9	0.6	0.6	0.6
배당수익률	1.0	1.7	3.1	3.1	3.1
배당성향	13.1	17.3	19.4	32.7	30.1
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	12.8	12.4	6.9	7.1
총자산이익률(ROA)	8.2	9.2	8.7	4.7	4.7
투하자본이익률(ROIC)	198.8	101.3	77.7	112.4	597.5
안정성(%)					
부채비율	36.5	40.2	44.5	48.0	52.0
순차입금비율	-41.7	-38.1	-53.7	-56.4	-62.2
유동비율	239.7	224.5	329.2	352.4	376.3
이자보상배율(배)	482.0	194.6	59.2	N/A	N/A
활동성(회)					
매출채권회전율	3.3	3.6	3.2	3.2	3.2
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	4.0	4.4	4.3	4.9	5.0

Compliance Notice

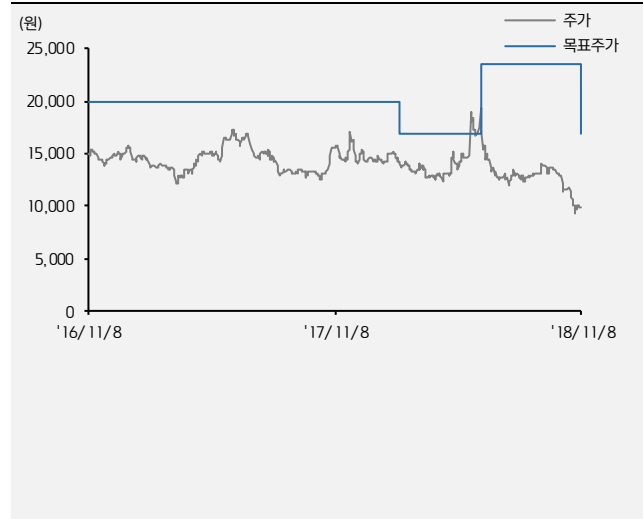
- 당사는 11월 7일 현재 'HDC아이콘트롤스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
아이콘트롤스 (039570)	2016/10/28	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-23.72	-21.75
	2017/02/06	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-25.36	-21.50
	2017/04/11	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.82	-21.50
	2017/04/27	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-27.91	-24.38
	2017/06/20	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-23.05	-13.50
	2017/07/19	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-22.46	-13.50
	2017/08/01	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-22.72	-13.50
	2017/10/31	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.44	-13.50
	2017/12/06	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-23.49	-14.50
	2018/02/12	Outperform (Downgrade)	17,000원	6개월	-25.78	-14.50
	2018/05/09	Outperform (Maintain)	17,000원	6개월	-21.20	-10.29
	2018/06/12	BUY(Upgrade)	23,500원	6개월	-16.95	14.41
	2018/08/07	BUY(Maintain)	23,500원	6개월	-42.46	-27.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	17,000원	6개월		

\* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.  
\* 이상증자 반영

목표주가 추이



투자 의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%