



BUY(Maintain)

목표주가: 17,000원
주가(4/12): 10,250원

시가총액: 1,687억원

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

Stock Data

KOSPI (4/12)		2,233.45pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	19,450 원	9,070원
등락률	-47.3%	13.0%
수익률	절대	상대
1M	-2.8%	-6.2%
6M	-11.3%	-14.1%
1Y	-20.5%	-13.1%

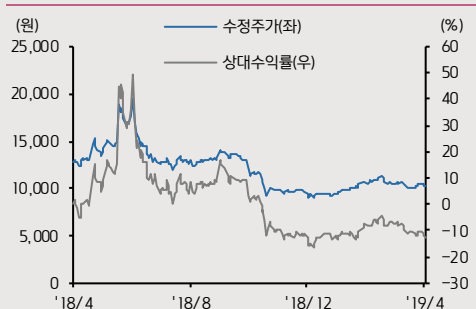
Company Data

발행주식수		16,460 천주
일평균 거래량(3M)		114천주
외국인 지분율		3.8%
배당수익률(19E)		3.4%
BPS(19E)		13,231원
주요 주주	정몽규 외4인	57.8%
	국민연금공단	13.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,720	2,538	2,726	2,968
영업이익	147	133	159	198
EBITDA	151	149	175	215
세전이익	323	209	232	278
순이익	242	159	176	210
지배주주지분순이익	242	159	176	210
EPS(원)	1,473	967	1,068	1,276
증감률(%Y Y)	2.0	-34.4	10.4	19.5
PER(배)	6.5	10.6	9.6	8.0
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	4.5	5.3	4.4	3.4
영업이익률(%)	5.4	5.2	5.8	6.7
ROE(%)	12.0	7.5	7.9	8.9
순부채비율(%)	-42.4	-40.8	-39.5	-39.6

Price Trend



☑ 순환출자 해소

HDC아이콘트롤스 (039570)

순환출자 해소에 본격적인 기업가치 증대 시작



〈순환출자 해소〉 HDC는 순환출자 해소를 위해 계열사 및 정몽규 회장이 보유 중인 동사 지분 28.95%를 매입했습니다. 이번 지분 매입으로 순환출자 해소가 끝난 건 아니지만, 방향성은 확실해 졌습니다. 동사는 향후 지주회사와 계열사의 지분 매각을 통해 약 1,000억원의 현금유입이 기대됩니다. 보유 현금까지 감안시 현재 시가총액을 상회하는 순현금이 확보돼 투자매력도가 급격히 증가할 전망입니다.

>>> HDC그룹, 순환출자 고리 해소 시작

HDC그룹의 지주사인 HDC는 지주사의 자회사 행위 제한 요건 중 '자회사의 손자회사 외 국내계열회사 지분 소유 불가' 요건 해소를 위해 HDC아이콘트롤스의 주식 476만 4,600주를 488억원에 취득하기로 결정했다. 'HDC→HDC아이콘트롤스/HDC아이서비스/HDC현대EP→HDC아이콘트롤스→HDC'로 연결된 순환출자 고리를 해소 방법으로, 당사가 예상한 것처럼 HDC아이콘트롤스/HDC아이서비스/HDC현대EP가 보유중인 동사의 지분을 HDC가 매입해 자회사로 편입했다. 동사의 최대주주를 기존 정몽규 회장에서 HDC로 변경하기 위해 계열사 뿐만 아니라 정몽규 회장의 동사 지분 1%도 함께 매입했다. 이번 주식매입으로 HDC는 동사의 지분 28.95%를 확보했다. 장 마감 후 시간외대량매매 방식으로 취득단가는 12일 증가인 10,250원이다.

>>> 순환출자 해소를 기점으로 약 1,000억원의 현금유입 기대

지주회사인 HDC의 동사 지분 매입으로 순환출자 해소가 끝난 건 아니지만 방향성은 확실해 졌다. 이제 남은 절차는 동사가 보유중인 지주회사와 계열회사의 지분을 매각하는 일이다. 현재 동사는 지주회사인 HDC를 1.78% 보유 중으로 상호출자 해소를 위해 1년 이내에 지분을 매각해야 한다. 동사가 HDC의 자회사로 편입되면서 새롭게 생긴 '자회사의 손자회사 외 국내계열회사 지분 소유 불가' 요건 해소를 위해 2년 이내로 HDC현대산업개발(3.38%), HDC영창(6.40%), 부동산114(25.00%), HDC민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사(3.70%)의 지분도 매각해야 한다(4p 참고). 법적 유예기간 1~2년이 있지만, 연내 해소될 가능성이 높다. **매각해야 하는 지주회사를 비롯해 계열사의 지분의 장부가치만 해도 작년 말 기준 1,101억원이다. 기존 보유 현금까지 감안하면 현재 시가총액(12일 증가 기준 1,687억원)을 상회하는 순현금이 확보되기 때문에 투자매력도가 급격히 증가할 전망이다.**

>>> 지배구조 개편의 핵심, 그룹의 다크호스가 되다

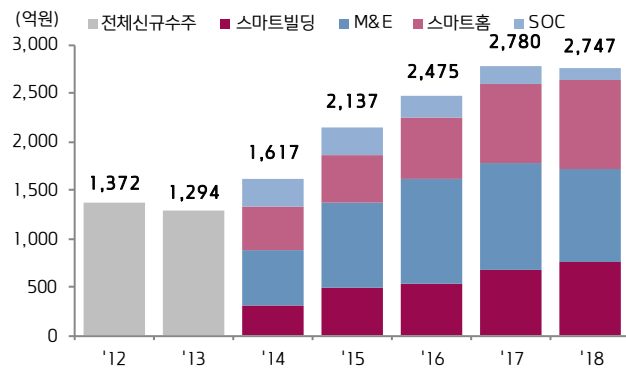
올해 신규수주는 약 2,900억원 수준으로 전년대비 5% 증가할 전망이다. 고수익성의 스마트빌딩과 스마트홈 위주로 수주가 진행될 전망이다. 수주잔고 역시 안정적인 증가 추세를 유지하고 있다. 순환출자 해소 과정에서 유입될 약 1,000억원의 현금까지 감안하면 현재 시가총액을 모두 설명하고 있다. **풍부해질 현금**은 향후 배당확대와 M&A에 사용될 전망이다. 최대주주가 28.89%, 국민연금이 13%를 보유 중으로, 최근 화두가 되고 있는 스튜어디십 코드 도입에 따라 배당확대 가능성은 상당히 높다. 이처럼 현금화 될 자산의 효율적 배분에 따라 중장기적으로 기업가치 상승이 기대된다. 더불어 지주사의 매입작업 종료와 공정거래법 개정 이슈로 정몽규 회장의 추가 지분 매각 가능성도 존재하기 때문에 기업가치를 높이는 작업이 속도를 낼 전망이다. 실적 추경과 밸류에이션은 후속 절차가 발생하기 전까지 기존 방식을 유지할 예정이다.

HDC아이콘트롤스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	558	728	637	797	584	624	662	668	2,720	2,538	2,726
스마트빌딩	164	258	192	208	151	156	164	161	822	633	706
M&E	218	270	249	268	225	248	241	243	1,005	957	916
스마트홈	101	156	165	257	161	184	217	220	679	782	963
SOC	76	45	30	63	47	36	40	43	214	166	141
매출원가율	89.7	90.7	87.4	90.4	89.8	89.4	88.7	89.0	89.6	89.2	88.7
스마트빌딩	85.2	88.8	84.3	103.3	91.8	90.8	90.3	90.5	90.7	90.9	91.1
M&E	102.7	105.4	93.3	92.5	96.4	96.5	96.3	97.2	98.3	96.6	95.8
스마트홈	76.9	73.5	82.8	79.2	80.6	79.9	80.0	79.9	78.4	80.1	80.7
SOC	79.0	73.1	83.6	84.6	83.2	82.7	84.0	83.3	80.1	83.3	84.1
매출총이익률	10.3	9.3	12.6	9.6	10.2	10.6	11.3	11.0	10.4	10.8	11.3
영업이익	26	37	45	40	27	34	37	35	147	133	159
영업이익률	4.6	5.1	7.0	5.0	4.6	5.4	5.7	5.2	5.4	5.2	5.8
세전이익	81	240	-39	42	43	59	61	46	323	209	232
순이익	65	182	-33	29	33	45	46	35	243	159	176
순이익률	11.6	25.1	-5.2	3.6	5.6	7.1	7.0	5.3	8.9	6.3	6.4

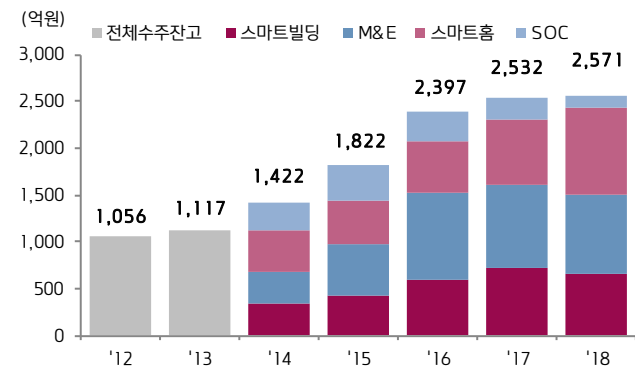
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 부문별 신규수주 추이



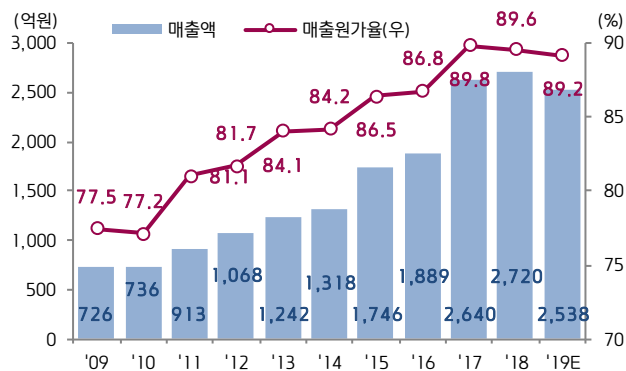
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 부문별 수주잔고 추이



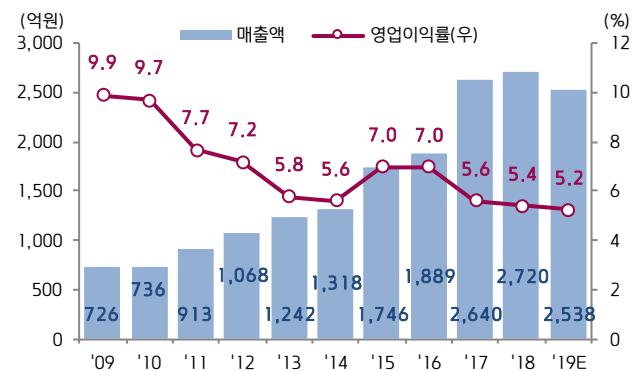
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 매출액 및 매출원가율 추이



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 매출액 및 영업이익률 추이



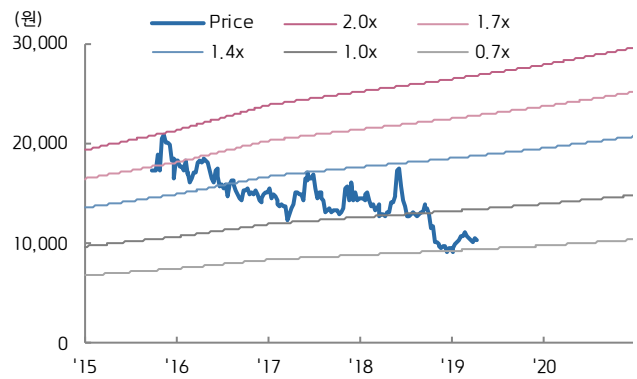
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

PER 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

PBR 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC, 특수관계인으로부터 주식의 취득

1. 거래상대방	정몽규, 에이치디씨현대이피(주), 에이치디씨아이서비스(주), 에이치디씨아이앤콘스(주)	회사와의 관계	동일인 및 계열회사	
2. 취득주식의 발행회사	에이치디씨아이콘트롤스(주)	회사와의 관계	계열회사	
3. 취득내역	가. 취득주식수(주)	1. 보통주 4,764,600주(정몽규 164,600주, 에이치디씨현대이피(주) 2,440,000주, 에이치디씨아이서비스(주) 1,100,000주, 에이치디씨아이앤콘스(주) 1,060,000주)		
	나. 취득금액	48,837,150,000원		
	다. 취득단가(원)	10,250원		
	라. 취득후 소유주식수(주)	4,764,600	취득후 지분율(%)	28.95
	마. 거래일자	2019.04.12		
4. 취득목적	지주회사의 자회사 행위제한 요건 해소 및 계열회사(에이치디씨아이콘트롤스(주))의 자회사 편입			
5. 취득방법	시간외대량매매			
6. 취득예정일자	2019-04-16			
7. 이사회 의결일	2019-04-12			
8. 기타	- 본 건 거래는 지주회사의 자회사 행위제한 요건(자회사의 손자회사 외 국내계열회사 지분 소유 불가)을 해소함과 함께 에이치디씨아이콘트롤스(주)를 자회사로 편입(본 건 거래후 에이치디씨아이콘트롤스(주)의 최대주주가 정몽규에서 에이치디씨(주)로 변경)하기 위하여, 에이치디씨(주)가 에이치디씨현대이피(주), 에이치디씨아이서비스(주), 에이치디씨아이앤콘스(주), 정몽규로부터 에이치디씨아이콘트롤스(주) 주식을 취득하는 건임 - 3. 가. 취득주식수(주)의 취득주식은 의결권있는 보통주임 - 3. 다. 취득단가는 2019.04.12의 거래소 종가임 - 5. 취득방법은 2019.04.12 장 마감 후 시간외대량매매임 - 6. 취득예정일자는 2019.04.12 시간외대량매매 후 해당 주식이 실제로 당사 계좌에 입고되는 일자임			

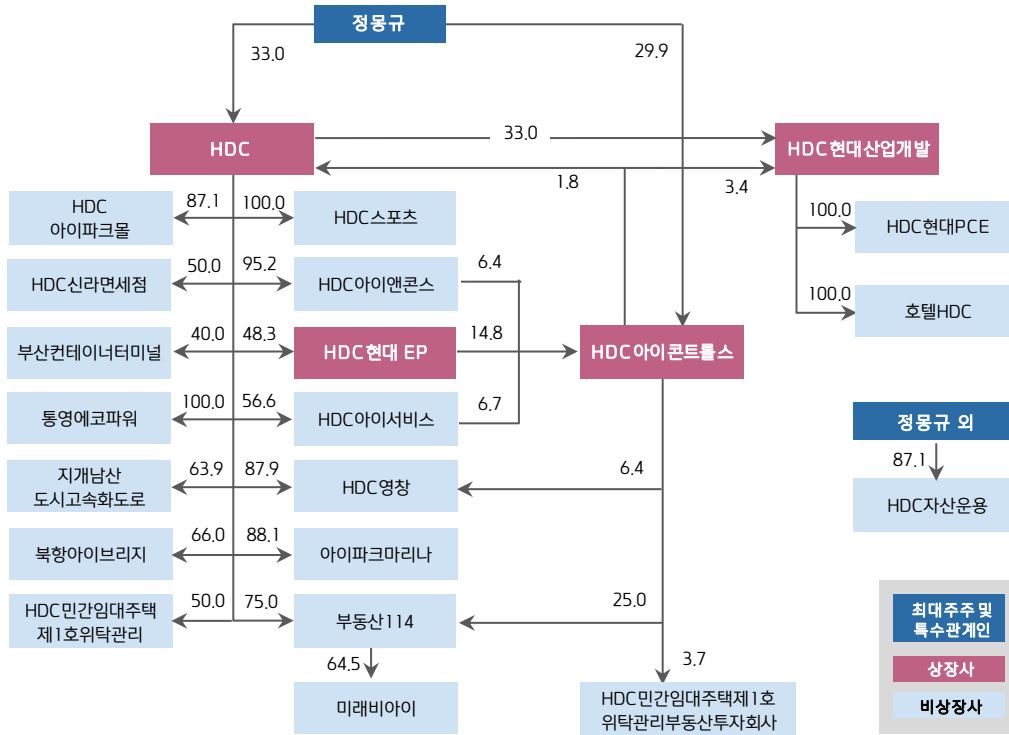
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC아이콘트롤스 매각해야 할 지분 현황

법인명	최초취득일자	출자목적	수량(주)	지분율	장부가액(억원)
HDC(상장)	2018.05.02	투자 등	1,064,130	1.78%	235
HDC현대산업개발(상장)	2018.05.02	투자 등	1,486,868	3.38%	717
HDC민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사(비상장)	2017.09.07	투자 등	40,000	3.70%	11
HDC영창뮤직(비상장)	2006.05.25	투자 등	14,389,060	6.40%	15
부동산114(비상장)	2018.12.26	투자 등	712,765	25.00%	123
합계					1,101

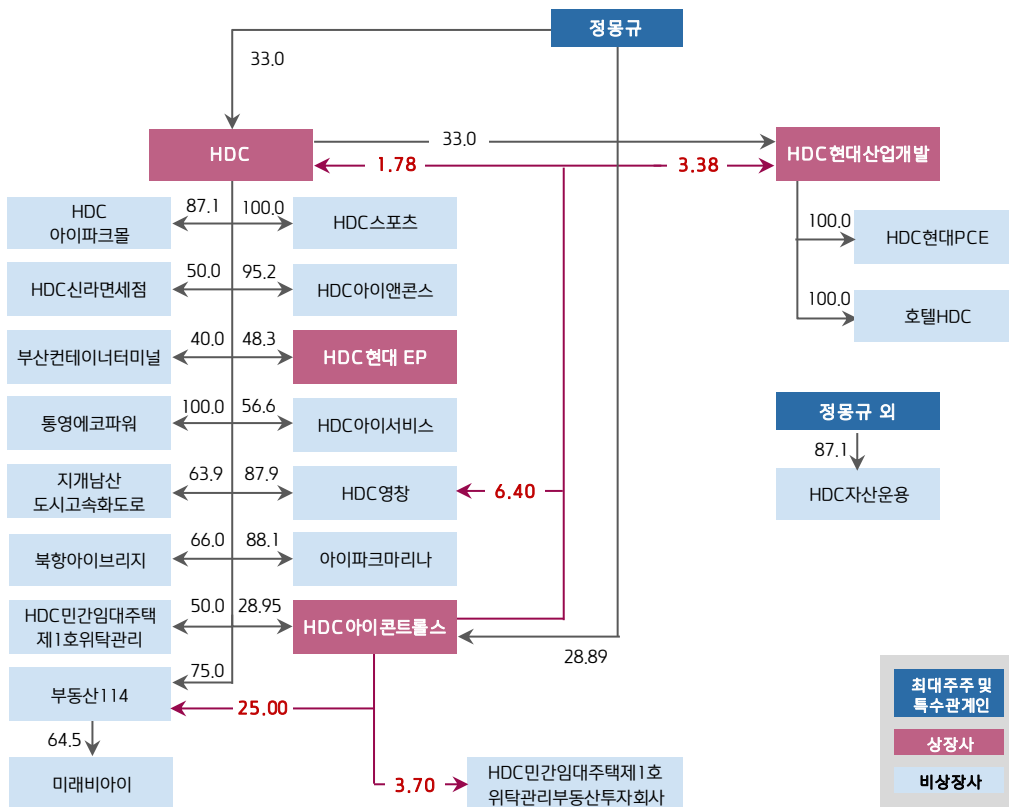
주: 현대산업개발(주)이 2018년 5월 2일 인적분할을 함에 따라 HDC(주)(존속법인)와 HDC현대산업개발(주)(신설법인)의 주식을 배정
 자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

HDC그룹 지배구조: 순환출자 해소 전



자료: 키움증권

HDC그룹 지배구조: 순환출자 해소 시작



자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,640	2,720	2,538	2,726	2,968
매출원가	2,372	2,437	2,264	2,416	2,607
매출총이익	268	282	274	309	361
매출총이익률(%)	10.2	10.4	10.8	11.3	12.2
판매비및일반관리비	120	136	141	150	163
영업이익	148	147	133	159	198
영업이익률(%)	5.6	5.4	5.2	5.8	6.7
영업외손익	143	177	76	73	80
금융수익	16	19	19	20	21
금융원가	0	0	0	0	0
기타수익	4	188	4	4	4
기타비용	13	100	10	10	10
종속및관계기업관련손익	137	70	63	59	65
법인세차감전이익	291	323	209	232	278
법인세비용	54	81	50	57	68
유효법인세율	18.4	25.0	23.9	24.4	24.5
당기순이익	238	242	159	176	210
순이익률(%)	9.0	8.9	6.3	6.4	7.1
지배주주지분순이익	238	242	159	176	210
EBITDA	152	151	149	175	215
EBITDA margin (%)	5.7	5.6	5.9	6.4	7.2
증감율(% YoY)					
매출액	39.8	3.0	-6.7	7.4	8.9
영업이익	12.3	-0.8	-9.4	19.4	24.7
법인세차감전이익	28.9	11.0	-35.3	11.1	19.7
당기순이익	26.0	2.0	-34.4	10.4	19.5
지배주주지분당기순이익	26.0	2.0	-34.4	10.4	19.5
EBITDA	10.2	-0.2	-1.2	17.3	22.4
EPS	26.0	2.0	-34.4	10.4	19.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	62	371	101	137	210
당기순이익	0	0	159	176	210
감가상각비	3	4	16	16	16
무형자산상각비	0	0	1	1	1
GrossCashFlow	-127	-148	149	175	215
운전자본변동	-93	190	-50	-37	4
매출채권및기타채권의증감	-191	92	-32	-63	-45
재고자산의증감	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증감	72	-2	16	34	58
영업에서창출된현금흐름	71	365	99	138	218
투자활동현금흐름	57	-350	-40	-75	-131
투자자산의증감	-11	-123	-29	-56	-78
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-1	-8	-4	-4	-5
무형자산의증감	0	-1	-1	-1	-1
기타	70	-218	-7	-14	-46
FreeCashFlow	-222	33	95	133	212
재무활동현금흐름	-25	-34	-58	-58	-66
차입금의증가(감소)	0	7	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-25	-41	-58	-58	-66
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	94	-14	2	4	13
기초현금및현금성자산	114	208	195	197	201
기말현금및현금성자산	208	195	197	201	214

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,618	1,517	1,573	1,673	1,799
현금및현금성자산	208	195	197	201	214
매출채권및기타유동채권	836	425	457	520	565
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	574	897	918	952	1,020
비유동자산	1,142	1,384	1,398	1,452	1,536
장기매출채권및기타비유동채권	28	45	43	53	68
유형자산	46	51	39	27	17
무형자산	4	5	5	5	5
투자자산	1,064	1,281	1,310	1,367	1,445
기타비유동자산	0	1	1	1	1
자산총계	2,759	2,900	2,970	3,125	3,335
유동부채	721	718	734	779	850
매입채무및기타유동채무	594	590	607	641	699
유동성이자발생차입금	0	1	1	1	1
기타유동부채	127	126	126	136	149
비유동부채	71	106	58	50	45
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	6	6	6	6
기타비유동부채	71	100	52	44	39
부채총계	792	824	792	830	894
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	793	793	793	793	793
이익잉여금	1,160	1,264	1,365	1,483	1,627
기타자본	-68	-63	-63	-63	-63
지배주주지분자본총계	1,968	2,076	2,178	2,296	2,440
자본총계	1,968	2,076	2,178	2,296	2,440
총차입금	0	7	7	7	7
순차입금	-750	-880	-890	-908	-967

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,443	1,473	967	1,068	1,276
BPS	11,953	12,614	13,231	13,948	14,825
주당EBITDA	921	919	908	1,065	1,303
SPS	16,039	16,524	15,420	16,558	18,031
DPS	250	350	350	400	450
주가배수(배)					
PER	10.1	6.5	10.6	9.6	8.0
PBR	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.9	4.5	5.3	4.4	3.4
PSR	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6
배당수익률	1.7	3.7	3.4	3.9	4.4
배당성향	17.3	23.8	36.2	37.5	35.3
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.8	12.0	7.5	7.9	8.9
총자산이익률(ROA)	9.2	8.6	5.4	5.8	6.5
투하자본이익률(ROIC)	101.3	307.4	-193.3	14,317.0	569.6
안정성(%)					
부채비율	40.2	39.7	36.4	36.1	36.7
순차입금비율	-38.1	-42.4	-40.8	-39.5	-39.6
유동비율	224.5	211.1	214.3	214.7	211.7
이자보상배율(배)	194,659.2	1,186.9	1,060.4	1,266.6	1,579.7
활동성(회)					
매출채권회전율	3.6	4.3	5.8	5.6	5.5
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	4.7	4.6	4.2	4.4	4.4

Compliance Notice

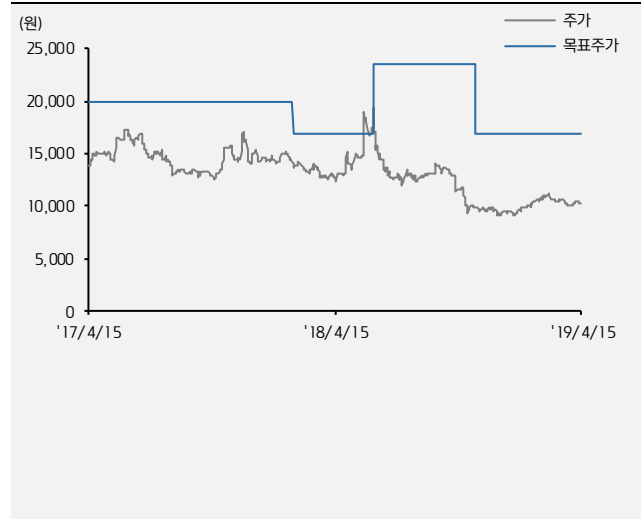
- 당사는 4월 12일 현재 'HDC아이콘트롤스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
아이콘트롤스 (039570)	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	-16.95	14.41
	2018/06/12	BUY(Upgrade)	23,500원	6개월	-42.46	-27.45
	2018/08/07	BUY(Maintain)	23,500원	6개월	-45.38	-27.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	17,000원	6개월	-41.80	-33.82
	2019/02/27	BUY(Maintain)	17,000원	6개월	-40.90	-33.82
	2019/04/15	BUY(Maintain)	17,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.
* 무상증자 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%