

맥쿼리인프라(088980)

Not rated

		운용수익	세전이익	순이익	순이익률	EPS	증감률	DPS	PER	PBR	ROE	DY	
		(십억원)	(십억원)	(십억원)	(%)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(%)	(%)	
주가(10/11, 원)	8,810												
시가총액(십억원)	2,920												
발행주식수(백만)	331												
52 주 최고/최저가(원)	9,020/7,900	2011A	162	106	106	65.0	319	(5.3)	330	15.7	0.9	6.3	8.2
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	5,264	2012A	206	154	154	74.9	465	46.0	480	14.7	1.2	9.0	8.1
유동주식비율(%)	92.8												
외국인지분율(%)	24.2	2013A	213	159	159	74.5	479	3.0	513	12.8	1.1	9.3	8.9
주요주주(%)													
Newton Investment Management Limited	7.2	2014A	181	126	126	69.4	380	(20.7)	418	18.0	1.3	7.5	6.1
신영자산운용	7.1	2015A	219	154	154	70.1	464	22.2	464	17.3	1.5	9.1	5.8

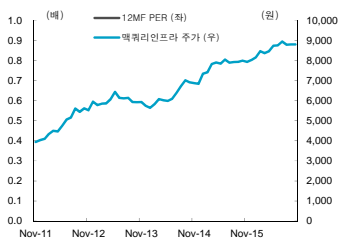
주: 순이익은 지분법적용 순이익

배당수익률 4%, 여전히 정기에금의 2배

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	5.6	11.1
상대주가(%p)	0.6	2.5	10.5

주가 추이



4분기 성과보수 가격대는 주당 9 원원: 3분기 맥쿼리인프라의 성과보수는 발생하지 않았다. 맥쿼리인프라의 성과보수는 분기 기준수익 2%를 초과하는 금액의 20%만큼 발생한다. 4분기 주당 가격 9 원원에 도달하면 성과보수가 발생할 전망이다, 기준가 9 원원에서 100 원 상승 시 주당 20 원씩 성과보수가 발생한다. 올 상반기는 저금리 장기화로 주가가 빠르게 상승했고 이에 따라 이례적으로 410 억원의 성과보수가 발생했다. 이를 감안해도 올해 주당분배금은 400 원을 상회할 것으로 예상돼, 약 4% 이상의 배당수익률이 가능하다.

부산항 신항 2-3 단계(BNP) 우려 낮아: 맥쿼리인프라는 부산항 신항 2-3 단계 지분 30.0%(후순위 대출, 2,430 억원)를 보유하고 있다. 최근 한진사태 이후 부산항 신항의 우려가 대두됐으나 다섯번째 터미널인 맥쿼리인프라의 2-3 단계에는 한진해운이 들어오지 않는 터미널이다(부산신항에는 터미널 5 개가 있으며 각 터미널마다 들어오는 선사들이 장기계약으로 정해져 있음). 또한 부산 신항의 모든 터미널이 여유가 있는 상황이 아니라, 2-3 단계(가동률 70%)를 제외하면 나머지 4 개 터미널이 100% 가동률을 보이고 있다. 부산항 신항의 가동률은 장기적으로 증가세가 예상돼, 연초 현대산업이 부산항 신항 2-4 단계 개발에 착수한 상태다. 부산 신항 총 5 개 컨테이너 부두의 2015 년 총 물동량은 전년대비 7.5% 증가했다.

부산항 신항 2-3 단계의 상반기 물동량은 전년대비 27.0% 증가한 78 만 TEU 를 기록했으나 CMA GGM 의 APL 인수에 따른 통합 서비스 라인의 입항이 예상보다 더더 2016 년 목표 물동량은 당초 180 만 TEU 에서 170 만 TEU 로 하향 조정했다. 매출 역시 1,019 억원에서 947 억원으로 하향 조정됐다. 그러나 운영비 절감으로 EBITDA 는 당초 예상치 451 억원의 달성은 가능할 전망이다. 2017 년 4 월, Ocean alliance(CMA CGM, Evergreen, OOCL, China Cosco)의 정식 출범과 함께 해당 터미널을 이용하기로 예정한 상태라 물동량은 점차 늘어날 전망이다.

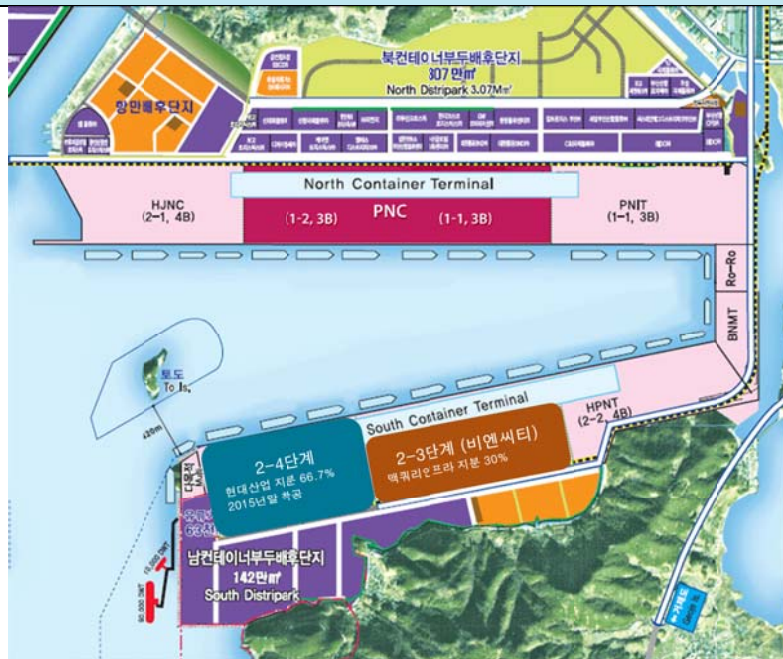
〈표 7〉 부산항 신항 2-3단계 물동량

(단위: 십억원)

구분	단위	2015	2016
처리 물동량	만 TEU	62	78
YoY	%	-9.3	27.0
영업수익	십억원	33.4	43.2
YoY	%	4.3	29.4

자료: 맥쿼리인프라

[그림 44] 부산 신항 컨테이너 터미널 위치



자료: 맥쿼리인프라

양질의 자산들, 늘어나는 통행량과 배당수익: 총 12 개 자산의 사업성은 양호한 편이며 10 개 자산에서 MRG 가 적용되고 있다. 백양터널, 마창대교 등은 요금 미인상 분 보전금만 받고 있지만 대부분의 자산은 MRG 를 초과하거나 MRG 를 받지 않아도 되는 상태다. 일부 자산은 간혹 보전 받아야 하는 MRG 가 연체되기도 했으나, 마창대교와 광주 1 구간 등의 사례처럼 시간을 두고 대부분 미지급 MRG 를 정산 받는다. MRG 회수가 진행되는 과정에서 자산의 재무상태가 건전해지면 지분을 보유한 맥쿼리인프라는 후순위 대출의 원금 회수 가능성이 높아지게 된다.

보유자산은 시간이 지나며 성장기에 진입해 초기 지출되는 이자비용 등 투자성 경비가 줄어 수익성이 제고된다. 통상 인프라는 건설 후 10 년이 지나면 물동량이 정상화되며 대출 상황이 일어나고 배당이 가능해지는 성장기에 진입한다. 인근 주택개발과 함께 지역 유동인구가 늘어나며 굳이 통행요금을 올리지 않아도 통행량 증가로 인프라의 수익성이 높아지는 경우가 많아지기 때문이다.

총 자산 중 성장기에 진입한 프로젝트 비중은 67%다. 이에 따라 2015 년부터 배당수익이 크게 늘기 시작했는데 작년부터 수정산터널(120 억원)과 인천국제공항 고속도로(중간배당 240 억원)이 재무구조가 정상화되며 배당을 실시했기 때문이다. 또한 작년 말 결손이 해소되며 올해부터 '천안논산 고속도로'의 배당 가능성도 매우 높아졌다. 이에 따라 맥쿼리인프라의 주당분배금은 보유자산 선순위대출 상황이 물려있는 2018 년부터 크게 늘어날 것이다.

〈표 8〉 맥쿼리인프라 손익 요약

(단위: 십억원)

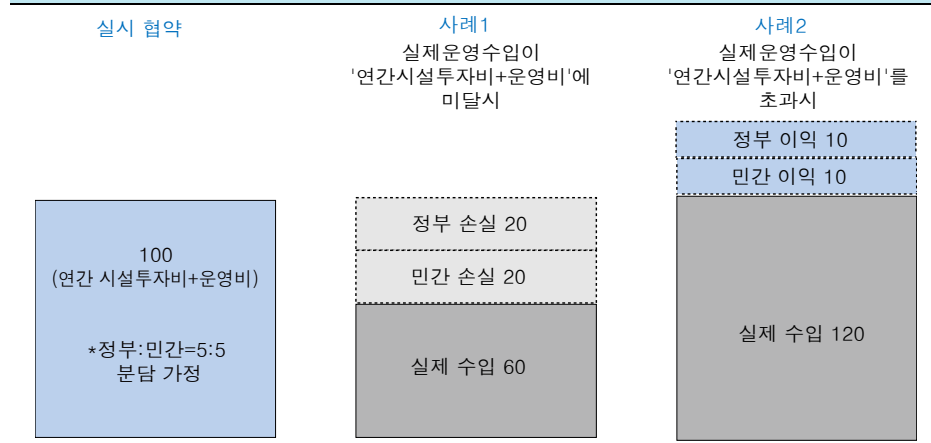
	2013	2014	2015	2016F	2017F	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
운용수익	213	181	219	248	193	43	48	45	46	53	45	79	42	87	44
YoY	3.5%	-14.9%	21.1%	13.2%	-22.2%					22.5%	-4.4%	76.4%	-8.3%	64.4%	-2.9%
이자수익	174	178	178	187	143	43	44	45	46	45	45	46	42	44	44
배당수익	11	3	41	46	50	-	3	-	-	8	-	33	-	34	-
운용자산매각이익	28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타운용수익	-	-	-	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9	1
운용비용	54	55	66	114	54	14	13	15	14	14	22	14	15	32	37
운용수수료	31	31	36	38	38	7	7	8	9	9	9	9	9	9	9
성과보수	-	-	8	-	-	-	-	-	-	-	8	-	-	18	23
이자비용	20	20	19	14	13	4	5	5	5	5	5	5	4	4	4
기타운용비용	3	4	3	62	3	2	1	2	-	-	1	1	1	1	-
세전이익	159	126	154	134	139	30	34	30	31	39	23	65	27	55	7
순이익	159	126	154	134	139	30	34	30	31	39	23	65	27	55	7

자료: 맥쿼리인프라

한국판 뉴딜, 민자 SOC 시장 확대: 작년 4 월, 정부는 ‘민간투자사업 활성화 방안’ 발표로 기존 BTO 사업의 리스크를 줄여주고 수익성을 개선할 수 있는 BTO-rs, BTO-a 방식을 도입했다. 저금리와 맞물려 작년 하반기부터 대형 민자 SOC 사업이 대거 제안되고 신규수주로 연결되고 있다. 이에 따라 2015 년 민자 SOC 수주는 8 년만에 첫 증가반전(+56% YoY) 됐다. 2016 년 8 월 YTD 기준 민자 SOC 수주는 전년대비 무려 167% 증가했고 8 월 증가율은 46%로 7 월부터 증가폭이 확대되고 있다.

최근 1.4 조원 규모의 신분당선 민자사업의 사업비 조달은 재정지원액이 5,200 억원, 나머지 8,800 억원은 민간 PF 를 통해 이뤄졌다. PF 중 주식은 1,200 억원, 대출은 7,600 억원(선순위 6,600 억원, 후순위 1 천억원)으로 구성됐다. 후순위대출은 고정금리로 연 10.5%로 제시됐으며 이는 모두 주식투자자에게 배정됐다. 통상 민자사업이 준공돼 수익이 발생해 배당까지 이뤄지는 기간이 10 년 이상임을 감안해 주식투자자의 혼합 수익률을 높여주기 위함이다.

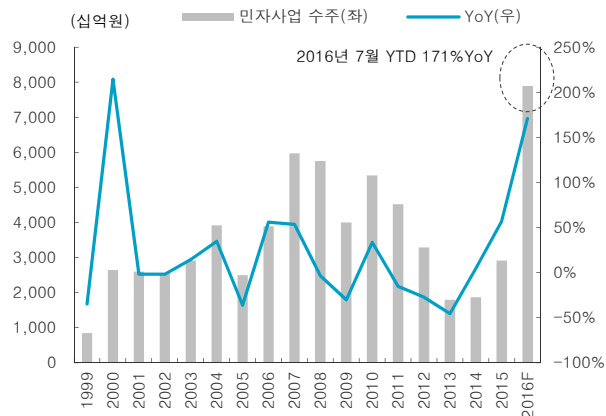
[그림 45] 운영수입에 따른 BTO-rs 사례 (정부와 민간 부담액)



자료: 맥쿼리인프라

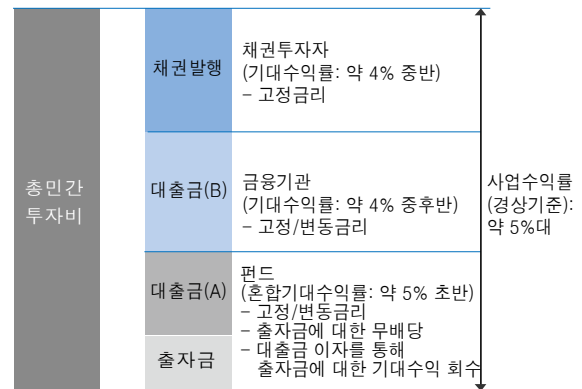
선순위 대출은 연수익률 3.6%의 고정대출과 AA-등급 회사채 금리 +190bp 의 변동대출로 구성할 계획이었으나 연기금과 보험사 등 장기투자자의 고정금리 대출 비중 요구가 많아 고정금리 비중은 70%로 상향 결정(당초 계획 50%)됐다. 연기금과 보험사 등 조달금리가 고정된 금융사는 수익률을 크게 높이기보다, 안정적 운용을 선호하기 때문이다. 이번 신분당선 사업은 5 년간 민자 SOC 사업에서 사라졌던 연기금의 복귀라는 점, 장기 사례처럼 향후 연기금과 보험사의 입김이 갈수록 더 커진다는 점, 민자사업의 주요 투자자로 부상함으로써 향후 민자 SOC 사업의 확대 가능성이 높아졌다는 점에서 의미가 크다.

[그림 46] 국내 민자사업 수주와 증가율



자료: 국토교통부

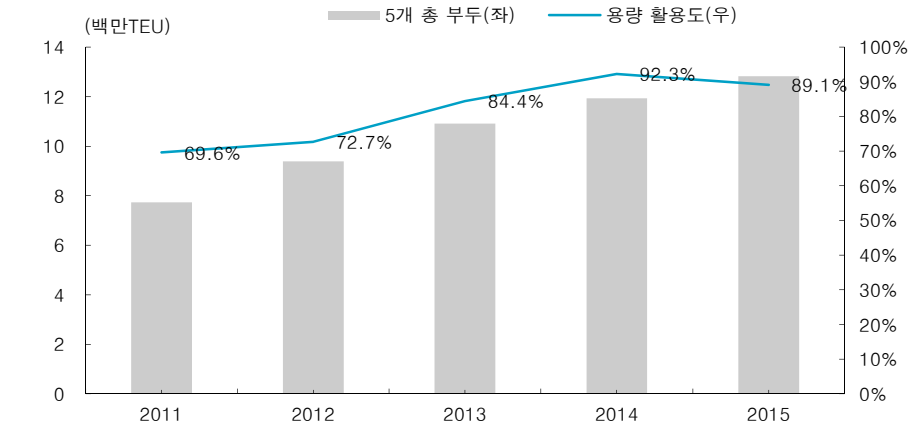
[그림 47] 민자사업의 참여자별 기대 수익률



자료: 기획재정부, 금융감독원

맥쿼리인프라는 가장 적극적으로 한국 민자사업에 투자하던 인프라펀드였으나 2009 년 지하철 9 호선 사건을 계기로 정부의 MRG 폐지, 통행료 논쟁 등 정치 리스크 등으로 부산신항만 투자를 마지막으로 신규 투자를 하지 않는 상태다. 만약 신규투자를 하려면 맥쿼리인프라는 추가 차입(차입금 5 천억원)을 해야 하는데, 자본금 1.67 조원의 30%까지 대출이 가능하므로 현재 상황에서는 추가 자산 투자가 어렵다. 만약 기존 포트폴리오의 수익률을 상회할 수 있는 좋은 조건의 자산이 나타난다면 기존 자산을 매각하거나 증자를 함으로써 추가 투자가 가능하겠으나 아직 그 가능성은 낮다. 그러나 최근 민자 SOC 사업이 다시 활성화되고 정부의 규제완화가 빨라지고 있어, 장기적으로 맥쿼리인프라와 같은 좋은 민간 인프라펀드의 신규투자는 충분히 가능할 것이다.

[그림 48] 부산 신항의 컨테이너 5개 부두 물동량



자료: 맥쿼리인프라

〈표 9〉 맥쿼리인프라 밸류에이션(자산 NPV 합산)

(단위: 십억원)

	부산항 신항 포함	부산항 신항 불포함
광주제 2 순환도로 제 1 구간(KBICL)	387	387
광주제 2 순환도로 제 3-1 구간(KRRC)	151	151
수정산터널(SICL)	160	160
백양터널(BTL)	99	99
인천국제공항고속도로(NAHC)	444	444
천안논산고속도로(CNEC)	1,390	1,390
우면산터널(WIC)	43	43
서울춘천고속도로(SCEC)	363	363
마창대교(MCBC)	284	284
용인서울고속도로(YSE)	419	419
인천대교(IBC)	470	470
부산항신항 2-3 단계(BNP)	98	-
Total (Sum of Parts Valuation)	4,308	4,308
add: Cash at Bank	147	147
less: MKIF Debt	(359)	(359)
less: PV of Fund Expenses	(519)	(519)
Equity Value	3,577	3,478
Valuation per Security	10,791	10,494

자료: 한국투자증권

〈표 10〉 자산별 투자약정 및 조건

(단위: 십억원, 년)

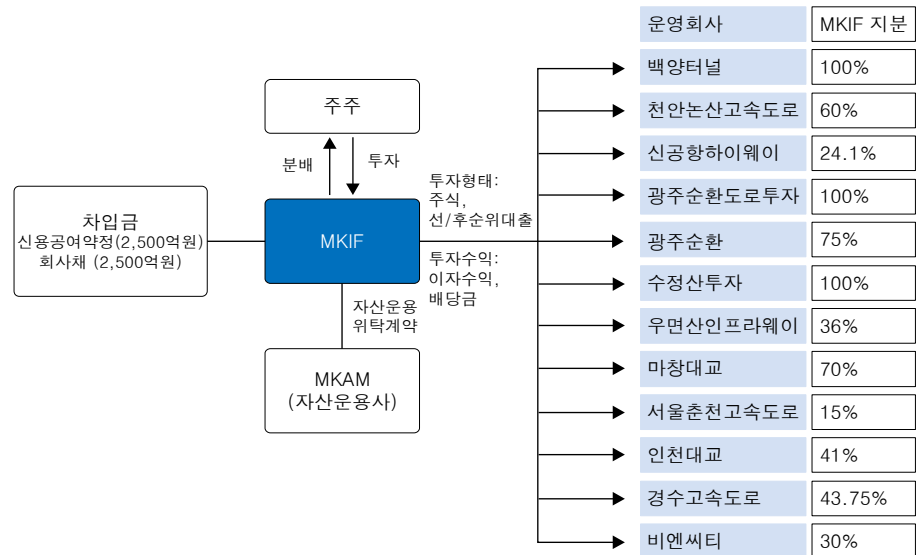
	후순위대출	이자율(%)	선순위대출	이자율(%)	총 약정액	주무관청	사업시행기간	잔존기간	수입보장기간	잔존보장기간
백양터널	-	-	1.4	15.0%	2.6	부산시	25	9	25	9
광주제 2 순환도로#1	35.2	20.0%	142.0	10.0%	210.3	광주시	28	13	28	13
인천공항 고속도로	51.7	13.5%	-	0.0%	75.3	국토교통부	30	15	20	5
수정산터널	19.3	20.0%	19.8	8.5%	86.2	부산시	25	11	25	11
천안-논산고속도로	182.2	20.0%	-	-	270.0	국토교통부	30	17	20	7
우면산터널	-	-	15.0	12.0%	20.3	서울시	30	18	-	-
광주제 2 순환도로 3-1	-	-	33.5	7.9%	62.4	광주시	30	19	30	19
마창대교	79.0	11.4%	-	-	112.8	경상남도	30	22	30	22
용인-서울고속도로	99.6	15.5%	-	-	151.1	국토교통부	30	23	10	3
서울-춘천고속도로	87.4	11.6%	-	-	136.0	국토교통부	30	24	15	8
인천대교	89.4	9.3%	-	-	163.9	국토교통부	30	23	15	9
부산항 신항 2-3 단계	243.0	14.0%	-	-	309.4	해양수산부	29	25	-	-
Total	886.8		211.7		1,600.3	가중평균	29	20	16	8

자료: 맥쿼리인프라

기업개요

맥쿼리한국인프라투자회사는 2002년 맥쿼리자산운용이 설립한 펀드로 자산운용은 법인이사인 맥쿼리자산운용이 맡고 있음, 국내 인프라 자산의 건설 및 운영을 목적으로 설립된 사업시행법인의 주식 또는 지분 및 대출채권 등에 투자

[그림 49] 맥쿼리인프라 사업구조



자료: 맥쿼리인프라

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
운용자산	1,870	1,691	1,638	1,682	1,618
현금 및 예치금	101	21	15	49	16
대출금	1,137	1,096	1,090	1,080	1,090
지분증권	632	574	533	553	512
기타자산	257	364	404	463	440
미수이자	242	352	395	455	434
미수금	4	4	3	2	2
선급비용	10	8	6	5	4
자산총계	2,127	2,055	2,042	2,145	2,057
운용부채	433	334	318	458	359
사채	249	249	249	250	250
장기차입금	184	85	69	209	109
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	6	7	7	8	9
기타부채	2	2	2	2	3
부채총계	441	343	327	468	371
자본금	1,671	1,671	1,671	1,671	1,671
이익잉여금	15	41	44	6	15
자본총계	1,686	1,712	1,715	1,677	1,686

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
자산운용활동 현금흐름	33	167	186	80	230
자산운용활동 현금유입액	133	200	255	121	439
이자수익	98	63	102	98	200
배당금수익	-	-	11	3	41
대출금의 회수	15	46	8	19	141
미수금의 회수	-	-	2	1	-
지분증권의 회수	21	91	131	0	56
자산운용활동 현금유출액	(100)	(34)	(69)	(41)	(210)
지분증권의 취득	21	0	0	-	15
대출금의 증가	53	5	36	9	151
선급비용의 지급	0	0	0	0	0
운용수수료의 지급	24	26	31	30	35
재무활동 현금흐름	(72)	(247)	(192)	(46)	(263)
재무활동 현금유입액	305	75	133	335	53
차입금의 차입	55	75	133	335	53
재무활동 현금유출액	(377)	(321)	(324)	(381)	(315)
차입금의 상환	250	180	155	200	155
분배금의 지급	116	128	156	164	144
기타현금흐름	-	-	-	-	-
현금의증가	(38)	(80)	(6)	34	(33)

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
운용수익	162	206	213	181	219
이자수익	162	172	174	178	178
배당수익	-	-	11	3	41
운용자산매각이익	1	33	28	0	0
운용비용	57	52	54	55	66
운용수수료	24	28	31	31	35
이자비용	24	20	20	20	19
법인세비용차감전순이익	106	154	159	126	154
법인세비용	-	-	-	-	-
당기순이익	106	154	159	126	154

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
주당지표(원)					
EPS	319	465	479	380	464
BPS	5,412	5,497	5,507	5,383	5,414
DPS	330	480	513	418	464
성장성(% YoY)					
운용수익증가율	(2.3)	26.7	3.5	(14.9)	21.1
순이익증가율	(5.3)	46.0	3.0	(20.7)	22.2
EPS 증가율	(5.3)	46.0	3.0	(20.7)	22.2
수익성(%)					
순이익률	65.0	74.9	74.5	69.4	70.1
ROA	5.0	7.5	7.8	5.9	7.5
ROE	6.3	9.0	9.3	7.5	9.1
배당수익률	8.2	8.1	8.9	6.1	5.8
배당성향	103.4	103.2	107.1	110.0	100.0
안정성					
부채비율(%)	26.2	20.0	19.1	27.9	22.0
Valuation(X)					
PER	15.7	14.7	12.8	18.0	17.3
PBR	0.9	1.2	1.1	1.3	1.5

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 10월 11일 현재 맥쿼리인프라 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.