



## BUY (Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(1/29): 8,170원

시가총액: 27,080억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@ktwom.com

## Stock Data

KOSPI (1/29)		1,912.06pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,290원	7,270원
등락률	-1.45%	12.38%
수익률	절대	상대
1W	1.2%	4.1%
1M	3.5%	10.3%
1Y	11.5%	13.7%

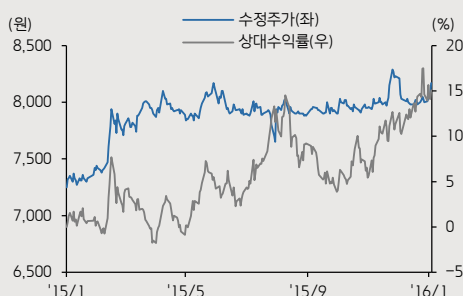
## Company Data

발행주식수	331,459천주
일평균 거래량(3M)	617천주
외국인 지분율	24.77%
배당수익률(15E)	5.94%
BPS(15E)	5,345원
주요 주주	한화생명보험 외 2인
	7.34%
	Newton Investment Management
	7.20%

## 투자지표

(억원, IGAAP 개별)	2013	2014	2015P	2016E
운용수익(억원)	2,129	1,812	2,195	2,217
이자수익(억원)	1,736	1,778	1,781	1,817
운용비용(억원)	542	554	657	609
이자비용(억원)	197	196	194	194
세전이익(억원)	1,587	1,258	1,538	1,608
당기순이익(억원)	1,587	1,258	1,538	1,608
EPS(원)	479	380	464	485
증감율(YoY)	3.0%	-20.7%	22.1%	4.6%
PER(배)	12.8	18.0	17.3	16.8
PBR(배)	1.2	1.4	1.6	1.5
순이익률(%)	74.5	69.4	70.1	72.5
배당성향(%)	107.1	110.0	100.0	100.0
배당수익률(%)	7.6	6.3	5.8	5.9
ROE(%)	9.3	7.5	9.1	9.1
부채비율(%)	19.1	27.9	22.0	20.0

## Price Trend



## 맥쿼리인프라 (088980)

## 불확실한 시장상황과 저금리 시대의 완벽한 대안



〈장 후 실적발표〉 동사는 15년 운용수익 2,195억원(YoY 21.1%), 당기순이익 1,538억원(YoY 22.2%)을 기록했다. 운용수익이 큰 폭으로 증가한 것은 인천국제공항고속도로(289억원) 및 수정산터널(120억원)에서 지급한 배당수익 인식에 기인한다. 15년 처음으로 지분에 대한 배당이 나오기 시작했다. 작년에 실시한 자금재조달을 통해 현금흐름은 큰 폭으로 개선됐으며, 투자포트폴리오는 양호한 흐름을 유지하고 있다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 실적 및 현금흐름 개선

동사는 15년 운용수익 2,195억원(YoY +21.1%), 당기순이익 1,538억원(YoY +22.2%)을 기록했다. 운용수익이 큰 폭으로 증가한 것은 인천국제공항고속도로(289억원) 및 수정산터널(120억원)에서 지급한 배당수익 인식에 기인한다. 특히 작년에는 인천국제공항고속도로와 용인-서울고속도로에서 자본재조달 거래 실행을 통해 1) 총 580억원의 즉각적인 현금 유입, 2) 향후 3년간 거래 전 대비 높은 배당수익 실현 기대(인천국제공항고속도로), 3) 향후 미지급금 발생 규모 축소, 현금유입 앞다짐(용인-서울고속도로) 등을 시험했다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 올해 본격적인 턴어라운드가 예상되는 BNP

비MRG자산인 부산항 신항 2-3단계(BNP)의 15년 처리 총 물동량은 137만 TEU로 전년대비 2.5% 감소했다. 반면 하역료 인상 및 운영비용 절감 효과로 영업수익(YoY +4.9%)과 EBITDA(YoY +14.7%)는 양호한 흐름을 보이고 있다. 물동량 감소의 주 요인은 Ocean3 해운동맹의 입항 일정 및 물동량 증가가 예상보다 더디게 진행됐기 때문이다. 하지만 올해는 CMA CGM사가 APL사를 인수합병 했고, China shipping은 COSCO와의 합병 계획을 발표하는 등 추가적인 물동량 유입이 기대된다. BNP의 올해 물동량 계획은 180만 TEU이며, 전년대비 영업수익은 41%, EBITDA는 76% 증가를 목표로 하고 있다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. DPS 485원, 투자의견 BUY, TP 9,000원 유지

작년에 실시한 자금재조달을 통해 현금흐름은 큰 폭으로 개선됐다. 15년 유로도로 자산의 가중평균 통행량은 전년대비 8.8%, 가중평균 통행료수입은 전년대비 8.5% 증가해, 전반적으로 투자자산 포트폴리오는 양호한 흐름을 유지하고 있다. 주당분배금 485원, 투자의견 BUY, 목표주가 9,000원을 유지한다.

## 맥쿼리인프라 분기별 실적 Review (단위: 억 원)

(GAAP 개별)	4Q14	3Q15	4Q15			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
운용수익	455	794	418	-8.3%	-47.4%	469	-10.9%
이자수익	455	461	417	-8.3%	-9.4%	468	-10.8%
운용비용	140	144	148	5.8%	2.7%	211	-29.7%
세전이익	315	650	269	-14.5%	-58.6%	258	4.5%
순이익	315	650	269	-14.5%	-58.6%	258	4.5%

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	2014	2015P	2016E
운용수익	432	475	450	455	529	454	794	418	1,812	2,195	2,217
이자수익	432	441	450	455	449	454	461	417	1,778	1,781	1,817
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	0	34	0	0	80	0	329	0	34	409	400
기타운용수익	0	0	0	0	0	0	4	0	0	5	0
운용비용	139	129	146	140	140	224	144	148	554	657	609
운용수수료	71	74	80	83	85	168	90	89	308	432	382
이자비용	44	48	51	53	50	51	48	45	196	194	194
기타운용비용	23	6	16	5	5	5	6	15	50	31	32
세전이익	293	346	304	315	389	230	650	269	1,258	1,538	1,608
당기순이익	293	346	304	315	389	230	650	269	1,258	1,538	1,608

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 부산항 신항 2-3단계(BNP) 2015년 운영 실적 및 2016년 전망

	2014년(실적)	2015년 최초 예상	2015년 재조정 예상	2015년(실적)	전년대비 증감(%)	2016년 예상	전년대비 증감(%)
물동량 (백만TEU)	1.41	1.72	1.47	1.37	-2.5%	1.80	31.4%
영업수익 (십억원)	68.7	91.0	77.5	72.1	4.9%	101.9	41.3%
EBITDA (십억원)	22.4	36.0	30.0	25.7	14.7%	45.1	75.5%
EBITDA 마진 (%)	32.6%			35.6%	+300bps	~49%	~+1,340bps

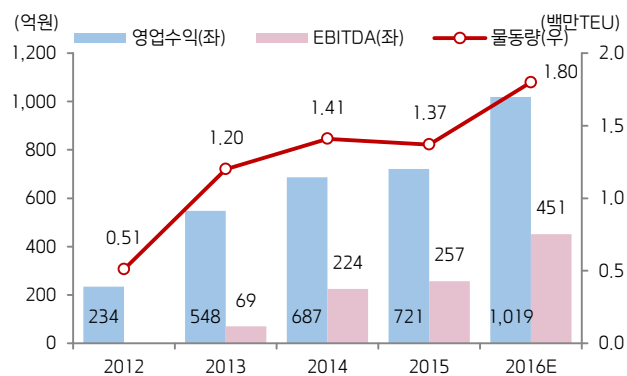
주1: 최대 처리가능 물동량을 연간 180만TEU에서 250만TEU로 확장하기 위한 시설물 공사는 2015년 5월에 완료(2015년 처리 가능 물동량은 220만TEU)

주2: Ocean3는 보다 안정적인 일정으로 입항할 것으로 예상되며, Ocean3 서비스를 포함하여 현재 확정된 입항 일정을 기준으로 향후 12개월에 대해 연환산 한 물동량은 약 160만TEU

주3: Ocean3 해운 동맹사인 CMA CGM사는 최근 APL사의 인수합병을 발표하였으며, China shipping 역시 COSCO와의 합병 계획이 발표되는 등 최근 시장 동향에 따른 BNP로의 추가적인 물동량 유입이 기대(APL 및 COSCO 모두 현재 신항의 주요 고객사)

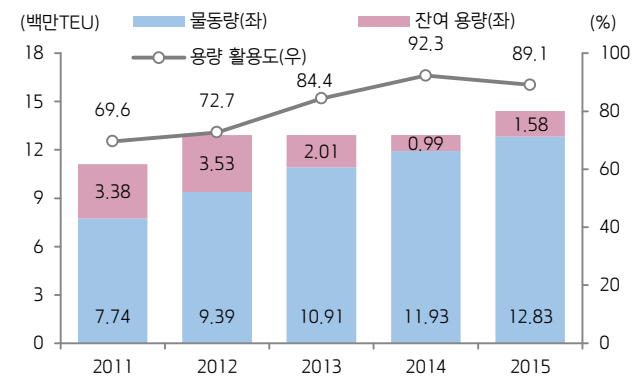
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## BNP 성과 추이 및 2016년 목표



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 부산 신항의 성과 추이



자료: 부산항만공사, 맥쿼리인프라, 키움증권

## 부산 신항의 주요 성과

2015년도	BNP	신항	북항
운영중인 컨테이너부두 수	(신항 부두)	5개 부두	4개 부두
컨테이너부두의 연간처리가능 용량(TEU)	2.2백만	14.4백만	7.7백만
2015년도 물동량	1.37백만	12.83백만	6.0백만
전년 대비 물동량 증가율	-2.5%	7.5%	-2.1%
컨테이너부두 활용률(%)	62.2%	89.1%	77.6%
부산항 내 점유율	9.7%	66.2%	33.8%

주1: 부산의 신항에 위치한 5개 컨테이너부두의 물동량 처리수요는 계속해서 증가할 것으로 예상되며

2015년 중 12.8백만 TEU의 물동량을 처리하여 전년대비 약 7.5% 증가

주2: 5 개 터미널 중 BNP만이 현 시설 수준에서 추가적인 물동량 처리가 가능하고, 증설을 통해 향후 4-5년간의 물동량을 추가로 처리할 수 있는 터미널도 BNP로 한정  
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 주무관청으로부터의 재정지원금 수령 내역 (단위: 백만원)

자산명	2014년도 재정지원금			미지급 잔여분(1)
	발생액	수령액	실시협약 상 수령 기한	
인천국제공항 고속도로	99,406	98,906	2016년 2월	138(2)
백양터널	6,536	3,910	2015년 4월	10,471(3)
광주제2순환도로, 1구간	21,906	-	2015년 12월	63,280(4)
광주제2순환도로, 3-1구간	6,715	-	2015년 12월	6,715
우면산터널	4,435	-	2015년 2월	17,008(5)
천안-논산 고속도로	53,296	-	2016년 2월	695(6)
수정산터널	11,575	10,627	2015년 4월	3,751(7)
마창대교	6,984	6,984	2015년 2월	-
용인-서울 고속도로(8)	-	-	2016년 2월	-
서울-춘천 고속도로	7,299	-	2016년 2월	2,189
인천대교	10,979	10,945	2016년 2월	34(2)

주(1): 현재까지 미지급된 재정지원금 모두 포함

주(2): 사업시행자가 신청한 금액 중 일부를 미지급하였으며, 차감사유 관련하여 국토교통부와 협의 중

주(3): 2010년부터 2014년까지의 미지급액(2010: 1,894백만원, 2011: 1,321백만원, 2012: 1,958백만원, 2013: 2,673백만원, 2014: 2,625백만원).

미지급 재정지원금의 지급 청구소송을 부산지방법원에 제기

주(4): 2012년부터 2014년 미지급액(2012: 20,261백만원, 2013: 21,113백만원, 2014: 21,906백만원).

현재 연체이자 발생중이며 조속한 지급을 위해 광주시와 협의 중

주(5): 재무구조 변경 거래는 2016년 1월 14일에 종결. 미지급 재정지원금 170억원 및 2015년도 미정산 재정지원금 56억원은 재무구조 변경 과정에서 정산

주(6): 미지급된 695백만원은 남풍세 IC의 운영비용 정산을 위한 금액으로 별도 청구 예정

주(7): 2011년부터 2014년까지의 미지급액(2011: 935백만원, 2012: 926백만원, 2013: 943백만원, 2014: 947백만원).

미지급 재정지원금의 지급 청구소송을 부산지방법원에 제기

주(8): 통행료미인상보전금 21백만원은 동사의 재무구조 변경 과정에서 정산함

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 맥쿼리인프라 재무구조 개선 현황 (2015년 12월 31일 기준)

자산	투자지분율에 기초한 현금성자산은 약 2,143억원임
부채	투자자산 단계에서 지속적으로 부채를 상환 중 (가중평균 만기 7.1년)
	투자지분율에 기초한 총 부채비율은 전년의 36.0%에서 30.5%으로 감소함
	2016년 5월에 만기가 도래하는 600억원의 회사채에 대한 리파이낸싱 예상됨

주1: 투자지분율에 기초한 총 현금 및 현금성자산 (MKIF의 현금 및 현금성자산 157억원 포함)

주2: 총부채비율 = MKIF 순부채 / (MKIF 순부채 + MKIF시가총액(3개월평균)).

MKIF 순부채 = 각 자산에 대해 MKIF의 투자지분율에 기초하여 산정된 외부차입금 + 회사 순부채 (주주차입금 제외)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 주무관청과 소송 진행 현황

자산	사건	진행 현황	주무관청
백양터널 수정산터널	자본구조를 실시협약 체결당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분의 취소 청구	- 부산지방법원은 사업시행자 승소 판결을 내렸음 (2014년 10월) - 부산시가 부산고등법원에 항소하여 항소심 진행중	부산시
	미지급 재정지원금 청구	부산지방법원에 미지급 재정지원금의 지급 청구 소송을 제기함(2016년 1월)	
광주제2순환도로 1구간	자본구조를 실시협약 체결당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분의 취소 청구	대법원에 상고	광주시
	자본구조 원상회복이 이행될때까지 최소통행료수입보전에 대한 지급을 유보한다는 내용의 행정처분의 취소 청구(종결)	서울행정법원은 행정처분의 처분성 없음을 이유로 소를 각하함(2015년 8월)	
마창대교	미지급 재정지원금 청구(종결)	- 마창대교는 2015년 2월중 미지급 재정지원금 전액을 지급받음 - 화해중재판정을 통해 ICC 국제중재 절차를 종결함(2015년 4월)	경상남도

주1: 백양터널 미지급 재정지원금은 105억원 (통행료 미인상 차액 보전금 일부)

주2: 수정산터널 미지급 재정지원금은 38억원 (통행료 미인상 차액 보전금 및 최소운영수입 미달분 일부)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015P	2016E	2017E
운용수익	2,129	1,812	2,195	2,217	2,271
이자수익	1,736	1,778	1,781	1,817	1,871
운용자산매각이익	280	0	0	0	0
배당수익	112	34	409	400	400
기타운용수익	0	0	5	0	0
운용비용	542	554	657	609	584
운용수수료	308	308	432	382	360
자산보관수수료	3	3	3	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	197	196	194	194	192
기타운용비용	31	44	26	26	26
법인세차감전이익	1,587	1,258	1,538	1,608	1,687
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,587	1,258	1,538	1,608	1,687
지배주주지분순이익	1,587	1,258	1,538	1,608	1,687
증감율(% YoY)					
운용수익	3.5	-14.9	21.1	1.0	2.5
운용비용	5.0	2.2	18.5	-7.3	-4.0
당기순이익	3.0	-20.7	22.2	4.6	4.9
EPS	3.0	-20.7	22.1	4.6	4.9

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015P	2016E	2017E
운용자산	16,379	16,816	16,176	17,515	17,335
현금및예치금	148	489	157	1,396	1,179
대출금	10,901	10,796	10,897	10,588	10,626
지분증권	5,331	5,531	5,122	5,531	5,531
기타자산	4,042	4,629	4,397	3,737	3,959
미수이자	3,949	4,551	4,336	3,681	3,908
미수금	29	24	24	24	24
선급비용	64	55	37	31	26
자산총계	20,422	21,445	20,574	21,251	21,294
운용부채	3,179	4,581	3,591	3,391	3,191
사채	2,493	2,495	2,497	2,397	2,297
장기차입금	686	2,086	1,094	994	894
미지급금	3	0	0	0	0
미지급운용수수료	74	83	89	93	98
기타부채	15	16	32	51	93
부채총계	3,271	4,680	3,712	3,535	3,382
자본금	16,710	16,710	16,710	16,710	16,710
이익잉여금	441	55	152	1,006	1,202
자본총계	17,151	16,765	16,861	17,716	17,912
부채및자본총계	20,422	21,445	20,574	21,251	21,294

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015P	2016E	2017E
자산운용활동 현금유입액	2,545	1,207	4,394	2,501	2,568
이자수익	1,019	977	2,018	2,058	2,120
배당금수익	112	34	409	400	400
대출금의 회수	85	190	1,411	43	48
미수금의 회수	15	6	556	0	0
투자자산의 처분	1,314	0	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-687	-405	-2,098	-477	-455
대출금의 증가	360	86	1,660	86	86
선급비용의 지급	1	1	1	1	1
운용수수료의 지급	309	299	420	371	349
자산보관수수료의 지급	3	3	3	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	2
기타운용비용의 지급	13	14	13	13	13
자산운용활동으로 인한 현금유입액	1,858	802	2,296	2,025	2,113
재무활동 현금유입액	1,325	3,348	525	0	0
차입금의 차입	1,325	3,348	525	0	0
재무활동 현금유출액	-3,244	-3,809	-3,153	-1,769	-1,847
차입금의 상환	1,550	2,003	1,550	0	0
분배금의 지급	1,558	1,644	1,442	1,608	1,687
이자비용의 지급	135	138	160	161	159
차입부대비용의 선급	1	24	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-1,919	-461	-2,628	-1,769	-1,847
현금의 감소	-61	341	-332	1,239	-218
기초의 현금및현금성자산	208	148	489	157	1,396
기말의 현금및현금성자산	148	489	157	1,396	1,179

## 투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

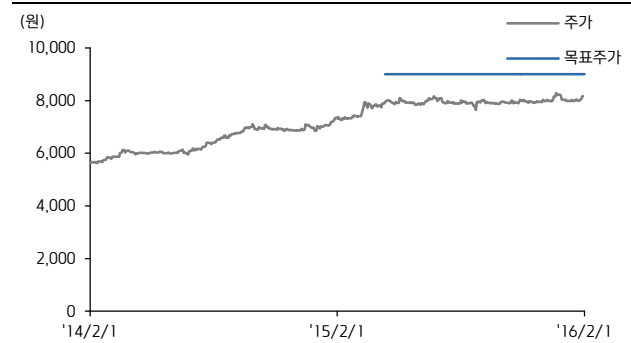
12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	479	380	464	485	509
BPS	5,174	5,058	5,087	5,345	5,404
DPS	513	418	464	485	509
주가배수(배)					
PER	12.8	18.0	17.3	16.8	16.1
PBR	1.2	1.4	1.6	1.5	1.5
수익성(%)					
순이익률	74.5	69.4	70.1	72.5	74.3
ROE	9.3	7.4	9.1	9.3	9.5
ROA	7.7	6.0	7.3	7.7	7.9
배당성향	107.1	110.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률	7.6	6.3	5.8	5.9	6.2
안정성(%)					
부채비율	19.1	27.9	22.0	20.0	18.9
차입한도 소진율	63.4	91.4	71.6	67.7	63.7
차입한도(억원)					
총 차입부채	3,179	4,581	3,591	3,391	3,191
차입한도	5,013	5,013	5,013	5,013	5,013
잔여차입한도	1,834	432	1,422	1,622	1,822

- 당사는 1월 29일 현재 '맥쿼리인프라' 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
맥쿼리인프라 (088980)	2015/04/13	Outperform(Initiate)	9,000원
	2015/05/04	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/06/12	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/06/16	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/07/02	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/08/03	Outperform(Maintain)	9,000원
	2015/08/26	BUY(Upgrade)	9,000원
	2015/08/27	BUY(Maintain)	9,000원
	2015/10/26	BUY(Maintain)	9,000원
	2015/11/02	BUY(Maintain)	9,000원
	2015/12/01	BUY(Maintain)	9,000원
	2015/12/16	BUY(Maintain)	9,000원
	2016/01/19	BUY(Maintain)	9,000원
	2016/02/01	BUY(Maintain)	9,000원

## 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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%