기업브리프

키움증권

2016. 6. 7

☑ 행정소송 2심 승소

맥쿼리인프라 (088980)

수정산터널 및 백양터널, 행정소송 2심 승소

Outperform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(6/3): 8,760원

시가총액: 29,036억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/3)		1,985.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,760원	7,650원
등락률	0.00%	14.51%
수익률	절대	상대
1W	3.1%	3.1%
1M	9.6%	10.1%
1Y	11.2%	15.5%

Company Data

발행주식수		331,459천주
일평균 거래량(3M)		526천주
외국인 지분율		24.86%
배당수익률(16E)		5.47%
BPS(16E)		5,404원
주요 주주	한화생명보험 외 2인	8.42%
	Newton Investment Management	7.20%

투자지표

(억원, IGAAP 개별)	2014	2015	2016E	2017E
운용수익(억원)	1,812	2,195	2,308	2,377
이자수익(억원)	1,778	1,781	1,822	1,877
운용비용(억원)	554	657	762	789
이자비용(억원)	196	194	164	192
세전이익(억원)	1,258	1,538	1,546	1,587
당기순이익(억원)	1,258	1,538	1,546	1,587
EPS(원)	380	464	466	479
증감율(%YoY)	-20.7%	22.1%	0.5%	2.7%
PER(배)	17.3	18.8	18.3	N/A
PBR(배)	1.6	1.6	1.6	N/A
순이익률(%)	69.4	70.1	67.0	66.8
배당성향(%)	110.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률(%)	6.3	5.8	5.3	5.5
ROE(%)	7.5	9.1	8.7	8.9
부채비율(%)	27.9	22.0	20.0	18.9

Price Trend

〈장 후 실적발표〉 부산시(주무관청)와 수정산터널 및 백양터널 사업시행자가 진행중인 소송의 항소심에서 부산고등법원은 1심과 동일하게 사업시행자 승소 판결을 내렸습니다. 만약 대법원에서 진다고 하더라도 자본구조 원상회복에 대한 리스크는 크지 않을 것으로 전망됩니다. 자본구조 원상회복을 하게 되면 대출에 대한 이자수익은 감소하지만, 지분투자에 대한 배당이익이 증가하기 때문입니다.

>>> Point 1. 수정산터널 및 백양터널, 행정소송 2심 승소

부산시(주무관청)와 수정산터널 및 백양터널 사업의 관리운영법인인 수정산투자(주) 및 백양터널(유)(사업시행자)이 진행중인 소송의 항소심에서 부산고등법원은 1심과 동일하게 사업시행자 승소 판결을 내렸다. 2013년 8월 26일 주무관청은 사업시행자의 자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분을 부과했었다. 이에 대해 사업시행자는 해당 처분의 취소를 구하는 1심 소송을 진행하였고, 2014년 10월 부산지방법원은 사업시행자 승소 판결을 내렸다. 본 항소심은 주무관청이 1심 결과에 불복해 항소한 2심 소송으로, 항소심 역시 1심과 동일하게 사업시행자가 승소했다. 주무관청은 대법원에 항소할 것으로 예상되며, 결과는 사업시행자에게 유리할 것으로 전망된다.

>>> Point 2. 자본구조 원상회복 소송의 리스크는 크지 않아…

만약 대법원에서 진다고 하더라도 자본구조 원상회복에 대한 리스크는 거의 없다. 쉽게 표현하면 자본구조 원상회복이란 대출의 규모를 줄이고 지분투자 규모를 늘리라는 것이다. 따라서 자본구조 원상회복을 하게 되면 대출에 대한 이자수익은 감소하지만, 지분투자에 대한 배당이익이 증가하게 된다. 총 현금흐름과 밸류에이션에 미치는 영향이 크지 않다. MKIF 포트폴리오에서 수정산터널 및 백양터널이 차지하는 비중은 투자약정액 기준으로 각 5.4% 및 0.2%에 불과하다.

>>> Point 3. 상반기 분배금 220원, Outperform, TP 9,000원 유지

소송에 대한 리스크가 감소하고 있고, 도로자산의 통행료수입도 안정적으로 증가하고 있다. 특히, Ocean Alliance 재편으로 부산항 신항 2-3단계의 장기 성장성도 밝은 편이다. 최근에는 금리인하에 대한 가능성도 점쳐지고 있어 동사에 유리한 환경이 지속되고 있다. 다만, 성과보수 발생은 부담이다. 현재 동사의 주가는 성과보수가 발생하는 구간에 진입해 있다. 2분기말 15거래일 동안 동일한 가격이 유지되고, 상반기 주당분배금을 220원으로 가정하면 8,480원부터 성과보수가 발생되는 가격으로 추정된다. 2분기말 15거래일은 6월 10일부터 6월 30일까지다. 만약 3일 종가(8,760원)로 유지된다고 가정하면 2분기에 발생하는 성과보수는 182억원이며 주당 분배금에 미치는 영향은 55원 수준이다. 상반기 분배금 220원은 2분기 성과보수를 반영하지 않은 숫자다.

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
운용수익	529	454	794	418	870	457	522	459	2,195	2,308	2,377
이자수익	449	454	461	417	442	457	465	459	1,781	1,822	1,877
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	80	0	329	0	342	0	58	0	409	400	500
기타운용수익	0	0	4	0	86	0	0	0	5	86	0
운용비용	140	224	144	148	317	146	147	153	657	762	789
운용수수료	85	168	90	10	92	95	97	100	354	384	382
이자비용	50	51	48	45	41	41	42	40	194	164	192
기타운용비용	5	5	6	93	184	9	9	12	110	214	215
세전이익	389	230	650	269	553	312	376	306	1,538	1,546	1,587
당기순이익	389	230	650	269	553	312	376	306	1,538	1,546	1,587

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 영업성과 요약 (단위: 백만원)

	2015년 1분기	2016년 1분기	전년대비 증감(%)
운용수익	52,917	87,017	64.4%
이자수익	44,908	44,154	-1.7%
배당수익 (경상적)	8,000	24,099	201.2%
배당수익 (일회성)	-	10,128	N/A
기타수익	9	8,636	959511.1%
운용비용	13,997	31,743	126.8%
운용수수료	8,517	9,162	7.6%
성과보수	-	17,855	N/A
이자비용	5,008	4,140	-17.3%
기타비용	472	586	24.2%
당기순이익	38,920	55,274	42.0%
경상적 당기순이익	38,920	54,383	39.7%

주1: 1Q16 경상적 배당수익은 인천국제공항고속도로에서 지급한 기말 배당금 241억원
주2: 1Q15 경상적 배당수익은 수정산터널에서 지급한 기말 배당금 80억원
주3: 일회성 배당수익은 우면산 터널 자금재조달 거래로 인식한 배당수익(자본감자에 따른 일회성 회계상 이익 101억원)
주4: 1Q16 기타수익은 우면산 터널 자금재조달 거래에 따른 후순위 대출 조기상환 수수료 수입 86억원
주5: 경상적 당기순이익은 일회성 항목 제외
(우면산터널 거래에 따른 일회성 이익 187억원 및 2016년도 1분기 성과보수 179억원)
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) - 부산고등법원은 1심과 동일하게 사업시행자 승소 판결 (2016년 6월)	부산시
	미지급 재정지원금 청구	부산지방법원에 미지급 재정지원금의 지급 청구 소송을 제기하여 소송 진행중(2016년 1월)	
광주제2순환도로 1구간	자본구조를 실시협약 체결당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분의 취소 청구	대법원에서 상고심이 진행중	광주시

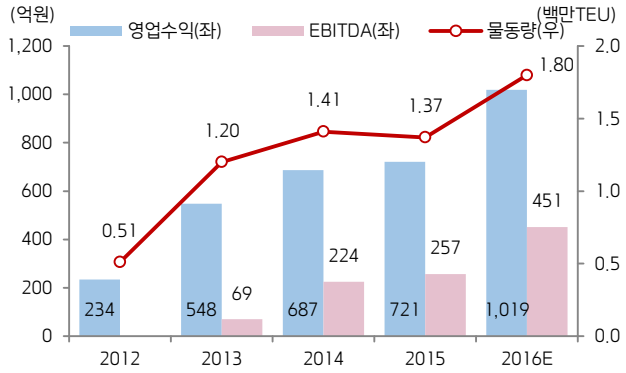
주1: 백양터널 미지급 재정지원금은 105억원 (통행료 미인상 차액 보전금 일부)
주2: 수정산터널 미지급 재정지원금은 38억원 (통행료 미인상 차액 보전금 및 최소운영수입 미달분 일부)
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

부산항 신항 2-3단계(BNP) 운영 실적 및 2016년 전망

	2015년 1분기	2016년 1분기	전년대비 증감(%)	2016년 예상	목표달성률
물동량 (백만TEU)	0.32	0.39	21.6%	1.80	21.7%
영업수익 (십억원)	16.1	21.6	34.1%	101.9	21.2%
EBITDA (십억원)	4.6	9.7	111.1%	45.1	21.5%
EBITDA 마진 (%)	28.6%	45.0%	+164bps	~49%	

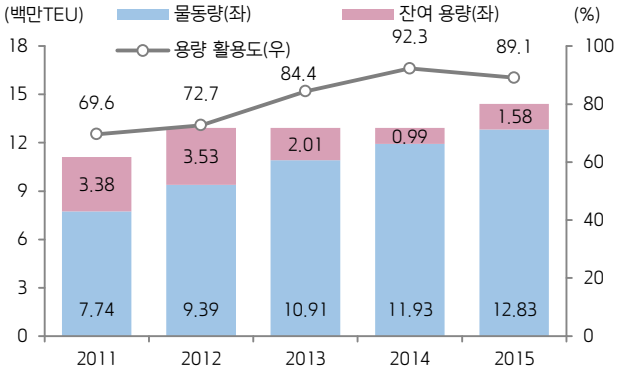
주: 실제 운영실적은 BNP 에서 제공한 예상 실적과 다를 수 있음
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 성과 추이 및 2016년 목표



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

부산 신항의 성과 추이



자료: 부산항만공사, 맥쿼리인프라, 키움증권

주요 해운 동맹 현황

기존 해운 동맹그룹		신규 해운 동맹그룹	
2M	머스크(덴마크) MSC(스위스)	2M	머스크 MSC
Ocean3	CMA-CGM(프랑스) UASC(중동) 차이나쉬핑(중국)	Ocean	CMA-CGM(프랑스) APL(싱가포르) OOCL(홍콩) 에버그린(대만) 코스코(중국) 차이나쉬핑중국)
G6	하팍로이드(독일) APL(싱가포르) MOL(일본) OOCL(홍콩) NYK(일본) 현대상선(한국)	G6	하팍로이드(독일) 현대상선(한국) MOL(일본) NYK(일본)
CKYHE	에버그린(대만) 코스코(중국) 한진해운(한국) 양밍(대만) K라인(일본)	CKYHE	한진해운(한국) 양밍(대만) K라인(일본)

주: 최근 CMA-CGM사는 APL사를 인수했으며, 코스코와 차이나쉬핑은 합병해 '차이나코스코 쉬핑그룹' 발족
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
운용수익	1,812	2,195	2,308	2,377	2,733
이자수익	1,778	1,781	1,822	1,877	1,933
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	34	409	400	500	800
기타운용수익	0	5	86	0	0
운용비용	554	657	762	789	788
운용수수료	308	354	384	382	380
자산보관수수료	3	3	4	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	3
이자비용	196	194	164	192	192
기타운용비용	44	104	208	208	208
법인세차감전이익	1,258	1,538	1,546	1,587	1,945
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,258	1,538	1,546	1,587	1,945
지배주주지분순이익	1,258	1,538	1,546	1,587	1,945
증감율(%, YoY)					
운용수익	-14.9	21.1	5.2	3.0	15.0
운용비용	2.2	18.5	16.1	3.5	-0.2
당기순이익	-20.7	22.2	0.5	2.7	22.5
EPS	-20.7	22.1	0.5	2.7	22.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
운용자산	16,816	16,176	17,515	17,335	17,387
현금및예치금	489	157	1,396	1,179	1,179
대출금	10,796	10,897	10,588	10,626	10,677
지분증권	5,531	5,122	5,531	5,531	5,531
기타자산	4,629	4,397	3,737	3,959	5,745
미수이자	4,551	4,336	3,681	3,908	5,698
미수금	24	24	24	24	24
선급비용	55	37	31	26	23
자산총계	21,445	20,574	21,251	21,294	23,132
운용부채	4,581	3,591	3,391	3,191	2,991
사채	2,495	2,497	2,397	2,297	2,197
장기차입금	2,086	1,094	994	894	794
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	83	89	93	98	103
기타부채	16	32	51	93	161
부채총계	4,680	3,712	3,535	3,382	3,255
자본금	16,710	16,710	16,710	16,710	16,710
이익잉여금	55	152	1,006	1,202	3,167
자본총계	16,765	16,861	17,716	17,912	19,877
부채및자본총계	21,445	20,574	21,251	21,294	23,132

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산운용활동 현금유입액	1,207	4,394	2,507	2,674	3,024
이자수익	977	2,018	2,064	2,126	2,190
배당금수익	34	409	400	500	800
대출금의 회수	190	1,411	43	48	34
미수금의 회수	6	556	0	0	0
투자자산의 처분	0	0	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-405	-2,098	-643	-642	-640
대출금의 증가	86	1,660	86	86	86
선급비용의 지급	1	1	1	1	1
운용수수료의 지급	299	343	373	371	369
자산보관수수료의 지급	3	3	4	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	3
기타운용비용의 지급	14	89	177	177	177
자산운용활동으로 인한 현금유입액	802	2,296	1,864	2,032	2,384
재무활동 현금유입액	3,348	525	0	0	0
차입금의 차입	3,348	525	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,809	-3,153	-1,682	-1,747	-2,105
차입금의 상환	2,003	1,550	0	0	0
분배금의 지급	1,644	1,442	1,546	1,587	1,945
이자비용의 지급	138	160	135	159	159
차입부대비용의 선급	24	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-461	-2,628	-1,682	-1,747	-2,105
현금의 감소	341	-332	1,239	-218	0
기초의 현금및현금성자산	148	489	157	1,396	1,179
기말의 현금및현금성자산	489	157	1,396	1,179	1,179

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

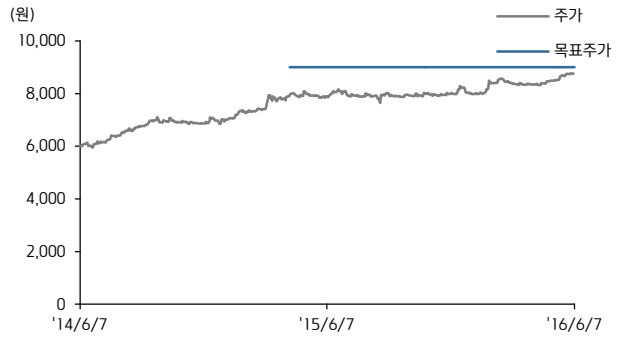
12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	380	464	466	479	587
BPS	5,058	5,087	5,345	5,404	5,997
DPS	418	464	466	479	587
주가배수(배)					
PER	18.0	17.3	18.8	18.3	14.9
PBR	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5
수익성(%)					
순이익률	69.4	70.1	67.0	66.8	71.2
ROE	7.4	9.1	8.9	8.9	10.3
ROA	6.0	7.3	7.4	7.5	8.8
배당성향	110.0	100.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률	6.3	5.8	5.3	5.5	6.7
안정성(%)					
부채비율	27.9	22.0	20.0	18.9	16.4
차입한도 소진율	91.4	71.6	67.7	63.7	59.7
차입한도(억원)					
총 차입부채	4,581	3,591	3,391	3,191	2,991
차입한도	5,013	5,013	5,013	5,013	5,013
잔여차입한도	432	1,422	1,622	1,822	2,022

- 당사는 6월 3일 현재 '맥쿼리인프라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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
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
	2016/02/23	Outperform(Downgrade)	9,000원
	2016/02/29	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016/04/04	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016/05/02	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016/06/07	Outperform(Maintain)	9,000원

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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%