



Outperform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(6/15): 8,870원

시가총액: 29,400억원

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

Stock Data

KOSPI (6/15)	1,968.83pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	8,870원
등락률	0.00%
수익률	절대 상대
1W	4.1%
1M	11.3%
1Y	10.3% 14.4%

Company Data

발행주식수	331,459천주
일평균 거래량(3M)	564천주
외국인 지분율	24.91%
배당수익률(16E)	5.38%
BPS(16E)	5,404원
주요 주주	한화생명보험 외2인
	8.4%
	Newton Investment
	7.2%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2014	2015	2016E	2017E
운용수익(억원)	1,812	2,195	2,308	2,577
이자수익(억원)	1,778	1,781	1,822	1,877
운용비용(억원)	554	657	766	794
이자비용(억원)	196	194	164	192
세전이익(억원)	1,258	1,538	1,542	1,783
당기순이익(억원)	1,258	1,538	1,542	1,783
EPS(원)	380	464	465	538
증감율(%YoY)	-20.7%	22.1%	0.3%	15.6%
PER(배)	17.3	19.1	16.5	N/A
PBR(배)	1.6	1.7	1.6	N/A
순이익률(%)	69.4	70.1	66.8	69.2
배당성향(%)	110.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률(%)	6.3	5.8	5.2	6.1
ROE(%)	7.5	9.1	8.7	10.0
부채비율(%)	27.9	22.0	20.0	18.9

Price Trend



상반기 예상분배금 발표

맥쿼리인프라 (088980)

2016년 상반기 예상분배금 주당 220원



〈장 후 발표〉 동사의 상반기 예상분배금은 주당 220원으로 당사 추정치에 부합했다. 상반기 예상분배금에는 2분기 성과보수가 반영되어 있지 않다. 만일 15일 종가가 30일까지 유지된다면 2분기 발생하는 성과보수가 주당 분배금에 미치는 영향은 74원으로, 상반기 분배금 지급에 반영될 가능성이 높다. 저금리 기조와 높은 total return 등 매력적인 투자대안이지만, 대규모의 성과보수 발생 가능성은 부담이다.

>>> 상반기 예상분배금 주당 220원, 당사 추정치 부합

동사의 하반기 예상분배금은 주당 220원으로 당사 추정치(220원)에 부합했다. 작년 상반기 210원 대비 4.8% 증가한 수준이다. 우면산터널 자본구조변경의 결과로 주당 56원의 이익이 발생했지만, 1분기 성과보수가 주당 54원 발생해 서로 상쇄됐다. 2분기는 8,480원부터 성과보수가 발생하는 구간이므로, 현재 역시 성과보수 발생구간에 진입해 있다. 성과보수 계산 기간은 분기 말 15거래일로 2분기는 6월 10일부터 6월 30일까지다. 이번 상반기 예상분배금 220원에는 2분기 성과보수가 반영되어 있지 않다. 2분기 성과보수의 반영이 상반기 분배금 지급에 반영될지 여부는 아직 알 수 없으나, 만약 2분기 성과보수의 금액이 주당 50~60원 이상 발생한다면 반영될 가능성이 높다.

>>> 분배락일 기준가격 인위적 조정 폐지

한국거래소의 유가증권시장 업무규정 시행세칙이 개정(2015년 4월 1일부터 적용)됨에 따라, 분배락일에 예상분배금을 반영한 기준가격 조정을 하지 않게 된다. 즉, 6월 29일 기준가격은 기존처럼 분배금만큼 차감된 가격이 아니라 전일 종가가 그대로 유지된다. 작년 상반기의 경우 분배락일에 주당 배당금 210원만큼 빠져서 시작하지 않고 110원 밖에 빠지지 않은 상황에서 시초기가 형성됐다.

>>> 하반기 분배금 추정 246원 유지, 조정 가능성은 열려있어

올해 연간 주당 분배금 추정치는 466원이다. 작년 464원 대비 0.5% 증가한 수준이다. 만일 15일 종가 8,870원이 30일까지 유지된다고 가정하면 2분기 발생하는 성과보수는 247억원이며, 주당 분배금에 미치는 영향은 74원 수준이다. 현재로서는 하반기 예상 분배금 246원을 유지하지만, 2분기 성과보수와 하반기 성과보수 발생 금액에 따라 조정 가능성은 열려있다. 현재 기준 연초 대비 주가수익률은 8.8%이며, 상반기 예상분배금 배당수익률은 2.5%이다. 상반기에만 TSR(total shareholder return)이 11.5%를 기록 중이다. 최근 기준금리가 1.25%로 인하됐고, 소송에 대한 리스크도 감소하고 있으며, 각 자산의 성과도 안정적으로 유지되고 있어 동사에 유리한 환경이 지속되고 있다. 현재 불확실한 시장상황과 저금리 기조, 높은 total return을 감안하면 매력적인 투자대안이라는 판단이다. 다만, 대규모의 성과보수 발생 가능성이 부담이다.

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	2,577
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	700
기타운용수익	0	0	4	0	86	0	0	0	5	86	0
운용비용	140	224	144	148	317	147	148	155	657	766	794
운용수수료	85	168	90	10	92	96	98	102	354	388	386
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	311	375	304	1,538	1,542	1,783
당기순이익	389	230	650	269	553	311	375	304	1,538	1,542	1,783

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

우먼산터널 자본 구조 변경에 따른 분배금 영향

구분	내용
회계적 손익	101억원 (자본감소에 따른 회계상 이익 = 감자 프리미엄 75억원 + 과거 감자 프리미엄 26억원) + 86억원 (후순위 대출 조기상환수수료) = 187억원
주당 분배금 영향	56원 증가 (187억원 / 331,459,341주)

주: 과거 감자 프리미엄의 경우 2008년 12월에 실행한 결과로 이번 거래에서 반영

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

2016년 1분기 성과보수 산정

4Q15 거래량 합(주)	(A)	12,609,970
4Q15 거래대금 합(원)	(B)	101,513,065,776
거래량 가중평균 주가(VWAP: Volume weighted average price)	(C) = (B) / (A)	8,050.22
4Q15말 발행주식수(주)	(D)	331,459,341
4Q15 시가총액(원)	(E) = (C) * (D)	2,668,321,485,698
4Q15 매일종가합계지수 평균	(F)	1,218.32
1Q16 매일종가합계지수 평균	(G)	1,290.91
매일종가합계지수 평균값의 증감율	(H) = (G) / (F) - 1	5.96%
1Q16 기준수익률	(I) = 1.08^(91/365)-1	1.94%
1Q16 분기수익(원)	(J) = (E) * (H)	158,970,976,851
1Q16 기준수익(원)	(K) = (E) * (I)	51,692,888,498
4Q15말 누적결손금(원)	(L)	18,001,299,881
1Q16 초과수익(원)	(M) = (J) - (K) - (L)	89,276,788,473
1Q16 성과보수(원)	(N) = (M) * 20%	17,855,357,695
1Q16말 발행주식수(주)	(O)	331,459,341
주당 분배금 영향(원)	(P) = (N) / (O)	54

주1: “분기수익”은 매분기말 15거래일 동안 계산하는 매일종가합계지수 평균값의 전분기 대비 증가율에 전분기 시가총액을 곱한 금액.

주2: “매일종가합계지수”는 거래되는 주식의 종가변동분 및 분배금으로 산정

주3: “시가총액”은 분기말 15거래일동안 거래소에서 거래된 거래량 가중평균 주당 거래가격을 기준으로 산정함

주4: “누적결손금”은 상장시점부터 또는 지난 성과보수 지급 이후 분기별로 계산한 분기수익이 기준수익을 미달 혹은 초과함에 따른 매분기 결손금 및 임여금의 총합계액

주5: “기준수익”은 해당 분기의 기준수익률에 전분기 시가총액을 곱한 금액

해당 분기의 기준수익률은 $(1.08^{(91/365)} - 1)$

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

분배락일 기준가격 인위적 조정 폐지

상반기 분배락일	2015년 6월 29일
2015년 6월 26일 종가	8,090원
2015년 6월 29일 시가	7,980원
차이	110원
2015년 상반기 분배금	210원

자료: 키움증권

분배금과 수익률 추이

일시	평균 주가	중간 분배금	기말 분배금	연간 분배금	주가수익률	배당수익률	TSR
2006-12-31	3,769	200	220	420		11.1%	
2007-12-31	3,630	220	220	440	-3.7%	12.1%	8.0%
2008-12-31	2,873	230	352	582	-20.8%	20.3%	-4.8%
2009-12-31	3,464	230	160	390	20.6%	11.3%	34.1%
2010-12-31	3,693	160	184	344	6.6%	9.3%	16.5%
2011-12-31	3,961	165	165	330	7.2%	8.3%	16.2%
2012-12-31	5,685	220	260	480	43.5%	8.4%	55.7%
2013-12-31	5,907	210	303	513	3.9%	8.7%	12.9%
2014-12-31	6,940	193	225	418	17.5%	6.0%	24.6%
2014-12-31	8,067	210	254	464	16.2%	5.8%	22.9%
2016-06-15	8,775	220			8.8%	2.5%	11.5%

주1: 배당수익률은 한국거래서 기준에 따름, 배당수익률 = 해당 사업연도 주당 배당금 / 해당 사업연도 주가

주2: 해당 사업연도 주당 배당금: 보통주 1주당 금전 배당금(중간배당, 분기배당, 결산배당 포함)

주3: 해당 사업연도 주가: 주주명부폐쇄일 2거래일 이전부터 1개월간 증가의 산술평균치

주4: TSR(total shareholder return): (end Price - begin Price + Dividends) / begin Price

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
운용수익	1,812	2,195	2,308	2,577	3,133
이자수익	1,778	1,781	1,822	1,877	1,933
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	34	409	400	700	1,200
기타운용수익	0	5	86	0	0
운용비용	554	657	766	794	793
운용수수료	308	354	388	386	384
자산보관수수료	3	3	4	4	5
사무관리수수료	2	2	2	3	3
이자비용	196	194	164	192	192
기타운용비용	44	104	208	208	208
법인세차감전이익	1,258	1,538	1,542	1,783	2,340
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,258	1,538	1,542	1,783	2,340
지배주주지분순이익	1,258	1,538	1,542	1,783	2,340
증감율(% YoY)					
운용수익	-14.9	21.1	5.2	11.6	21.6
운용비용	2.2	18.5	16.7	3.6	-0.1
당기순이익	-20.7	22.2	0.3	15.6	31.3
EPS	-20.7	22.1	0.3	15.6	31.3

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
자산운용활동현금유입액	1,207	4,394	2,507	2,874	3,424
이자수익	977	2,018	2,064	2,126	2,190
배당금수익	34	409	400	700	1,200
대출금의회수	190	1,411	43	48	34
미수금의회수	6	556	0	0	0
투자자산의처분	0	0	0	0	0
자산운용활동현금유출액	-405	-2,098	-647	-646	-645
대출금의증가	86	1,660	86	86	86
선금비용의지급	1	1	1	1	1
운용수수료의지급	299	343	377	375	373
자산보관수수료의지급	3	3	4	4	5
사무관리수수료의지급	2	2	2	3	3
기타운용비용의지급	14	89	177	177	177
자산운용활동으로인한현금유입액	802	2,296	1,860	2,228	2,779
재무활동현금유입액	3,348	525	0	0	0
차입금의차입	3,348	525	0	0	0
재무활동현금유출액	-3,809	-3,153	-1,678	-1,942	-2,500
차입금의상환	2,003	1,550	0	0	0
분배금의지급	1,644	1,442	1,542	1,783	2,340
이자비용의지급	138	160	135	159	159
차입부대비용의선급	24	1	1	1	1
재무활동으로인한현금유출액	-461	-2,628	-1,678	-1,942	-2,500
현금의감소	341	-332	1,239	-218	0
기초의현금및현금성자산	148	489	157	1,396	1,179
기말의현금및현금성자산	489	157	1,396	1,179	1,179

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

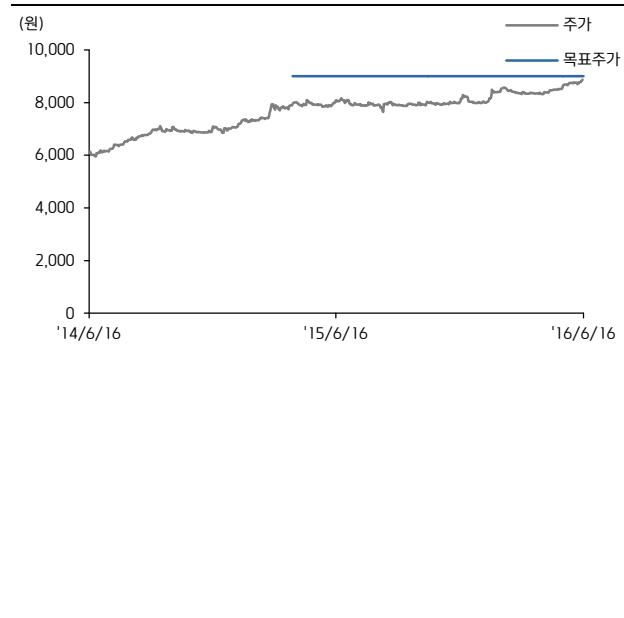
12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	380	464	465	538	706
BPS	5,058	5,087	5,345	5,404	5,997
DPS	418	464	465	538	706
주가배수(배)					
PER	18.0	17.3	19.1	16.5	12.6
PBR	1.4	1.6	1.7	1.6	1.5
수익성(%)					
순이익률	69.4	70.1	66.8	69.2	74.7
ROE	7.4	9.1	8.9	10.0	12.4
ROA	6.0	7.3	7.4	8.4	10.5
배당성향	110.0	100.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률	6.3	5.8	5.2	6.1	8.0
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)					
총차입부채	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 15일 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
	2016/06/16	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%