



## BUY(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(1/18): 8,000원

시가총액: 26,517억원

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

## Stock Data

KOSPI (1/18)	1,878.45pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,290원	7,050원
등락률	-3.50%	13.48%
수익률	절대	상대
1W	-1.8%	3.2%
1M	0.9%	11.5%
1Y	13.3%	13.9%

## Company Data

발행주식수	331,459천주
일평균 거래량(3M)	651천주
외국인 지분율	24.57%
배당수익률(16E)	6.06%
BPS(16E)	5,083원
주요 주주	한화생명보험 외2인
	Newton Investment
	9.65%
	7.20%

## 투자지표

(억원, GAAP 개별)	2013	2014	2015E	2016E
운용수익(억원)	2,129	1,812	2,246	2,237
이자수익(억원)	1,736	1,778	1,832	1,850
운용비용(억원)	542	554	720	629
이자비용(억원)	197	196	197	194
세전이익(억원)	1,587	1,258	1,526	1,608
당기순이익(억원)	1,587	1,258	1,526	1,608
EPS(원)	479	380	461	485
증감율(%YoY)	3.0%	-20.7%	21.2%	5.3%
PER(배)	12.8	18.0	17.4	16.5
PBR(배)	1.2	1.4	1.6	1.6
순이익률(%)	74.5	69.4	68.0	71.9
배당성향(%)	107.1	110.0	100.8	100.0
배당수익률(%)	7.6	6.3	5.8	6.0
ROE(%)	9.3	7.5	9.2	9.5
부채비율(%)	19.1	27.9	27.7	26.2

## Price Trend



## ☑ 우면산터널 자본 구조 변경

## 맥쿼리인프라 (088980)

## 사업의 안정성 확보와 현금흐름 개선



〈장 후 발표〉 우면산터널의 자본 구조 변경을 통해 total cash flow는 일부 감소하지만, 1) DPS를 증가시키고, 현금흐름의 지급순위를 변경해 2) 미수이자가 누적될 요인을 제거하고 3) 주무관청 리스크를 해소했다는 점에서 성공적인 거래라는 판단이다. 올해 주당분배금은 485원으로 추정한다. 시가배당률은 6.1%로 불확실한 시장상황과 저금리, 높은 배당수익률을 감안하면 매력적인 투자대안이라는 판단이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. MRG를 폐지하고 수입분할관리방식을 도입

지난 14일 동사는 우면산터널 자산의 자본 구조 변경을 발표했다. 주요 내용은 1) 수입분할관리방식을 도입하고 최소수입보장규정(MRG)은 삭제, 2) 주주변경, 3) 유상감자, 4) 기존 차입금 상환 후 신규 차입금 조달, 5) 통행료 인하(3,000원→2,500원) 등이다. 거래의 결과 MRG 삭제 및 500원의 요금인하로 사업시행자의 영업수익은 감소하게 된다. 하지만 통상적인 후순위 대출의 지급순위를 선순위 대출의 개념으로 변경시켜, 동사를 포함한 기존 주주의 배당과 대출에 대한 원리금을 우선적으로 보장하는 구조로 변경시켰다. 이로 인해 MRG 미지급 리스크가 제거되고 실제 통행료 수입에만 노출되어 현금흐름의 질이 상당히 높아졌다. 거래 후 현금흐름의 리스크는 향후 실제 통행료 수입이 2015년말 통행료 수입 대비 약 30% 이상 감소할 경우이다. 실제로 통행료 수입이 30% 이상 감소할 가능성은 거의 없으며, 서울시의 MRG 미지급 리스크보다 훨씬 낮다는 판단이다.

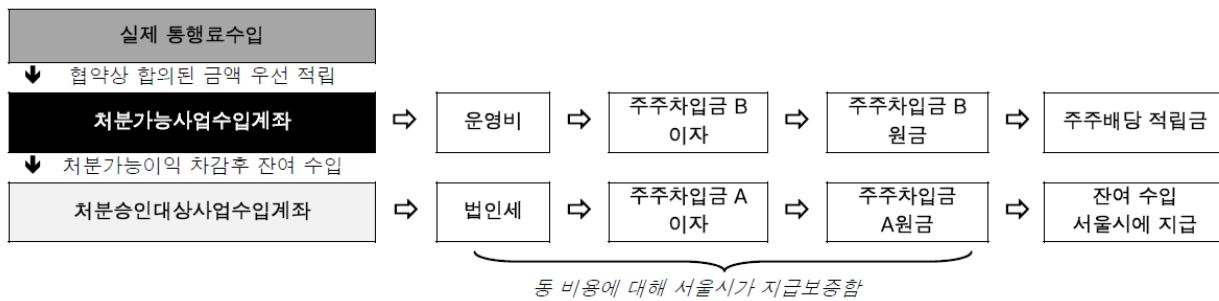
## &gt;&gt;&gt; Point 2. 사업의 안정성 확보와 주당분배금 증가 요인 발생

이번 거래가 동사에 미치는 영향은 1) 일회성 회계이익 187억원 인식으로 주당분배금 56원 발생, 2) 기존 후순위 대출에 대한 미수이자 26억원 전액 일시 수령, 3) 거래 종결에 따라 총 186억원의 즉각적인 현금 유입, 4) 향후 통행료 인상과 관련한 위험 제거 등이다. 사업시행자 레벨에서는 MRG 삭제 및 요금인하로 전체 사업에 대한 수익률은 하락했으나, 기존 고금리의 선순위 대출을 저금리로 차환해 향후 지출될 비용을 줄임으로써 현금흐름을 효율적으로 만들었다. MRG 없이 통행료 수입만으로도 안정적인 사업 운영이 가능할 것으로 판단된다. 결론적으로 이번 거래를 통해 total cash flow는 일부 감소하지만, 1) 일회성 요인으로 DPS를 증가시키고, 현금흐름의 지급순위를 변경해 2) 미수이자가 누적될 요인을 제거하고 3) 주무관청 리스크를 해소했다는 점에서 성공적인 거래라는 판단이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 2016년 주당분배금 485원으로 추정

올해 주당분배금은 인천국제공항고속도로 등 자산에서 올라오는 배당을 포함한 경상적 분배와 이번 거래를 통한 일회성 분배 주당 56원을 반영해 485원으로 추정한다. 작년 주당분배금 대비 4.6% 증가한 수준이며, 시가 배당률은 6.1%이다. 현재 불확실한 시장상황과 저금리 기조, 높은 배당수익률을 감안하면 매력적인 투자대안이라는 판단이다.

## 수입분할관리방식에 따른 사업시행자 수입의 현금흐름 구조



수입분할 관리방식 주요 내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 수입분할관리방식을 도입하고 최소수입보장규정은 삭제</li> <li>- 수입분할관리방식에 따라, 사업시행자의 기준 주주가 투자한 자본금•대여금에 대한 이익을 실제 통행료수입에서 우선적으로 수취할 수 있도록 하고(운영비는 최우선 집행), 상기의 현금흐름에 대해 사전 확정된 금액(이하 “처분가능사업수입”)을 처분가능사업수입계좌에 적립하여 관리함</li> <li>- 실제 통행료수입에서 처분가능사업수입을 차감한 수입(이하 “처분승인대상사업수입”)은 처분승인대상사업수입계좌에 별도로 적립하여 관리하며, 법인세 및 일부 차입금에 대한 원리금 상환(이하 “기타 비용”)의 재원으로 사용 함</li> <li>- 주무관청인 서울시는 처분승인대상사업수입에서 지출되어야 할 기타 비용에 대한 부족분을 사업시행자에게 제공하여야 함</li> </ul>
의미	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 처분가능사업수입계좌는 실시협약상 미리 정한 금액을 우선 적립</li> <li>- MKIF로 유입되는 현금흐름은 더이상 사업시행자에 지급되는 서울시의 재정지원금에 의존하지 않고 사업시행자의 실제 통행료수입에서 충당</li> <li>- 예측된 향후 통행료수입에 의해 적립되는 처분가능사업수입은 MKIF의 기대수익을 실현하기에 충분한 수준으로 예상 (향후 실제 통행료 수입이 2015년말 대비 약 30% 이상 감소하지 않는다면 예상하는 투자수익금을 전액 지급받을 수 있을 것으로 예상) (향후 통행료 수입이 30% 이상 감소할 리스크가 서울시의 MRG 미지급 리스크보다 훨씬 낮다는 판단)</li> <li>- 운영비 사용 변동에 따라 주주배당 적립금 크기 변동 가능(하이패스 설치비 등 충분한 운영비용 책정)</li> <li>- 동사 레벨에서는 통행료 수입 증가에 대한 업사이드를 포기, 이를 서울시가 가져감. 다만, 미수이자 누적과 주무관청 MRG 리스크 해소 (처분승인대상사업수입계좌에서 지급되어야 할 모든 비용 지출 후에 잔여 수입이 있는 경우 사업시행자는 잔액을 서울시에 지급)</li> <li>- 동 거래 과정에서 미지급 재정지원금은 전액 정산(2012년부터 2015년도에 대한 재정지원금 총액 226억원)</li> </ul>

주1: 최소수입보장 적용 기준은 실시협약 통행료수입의 79%(2024년부터 78%)

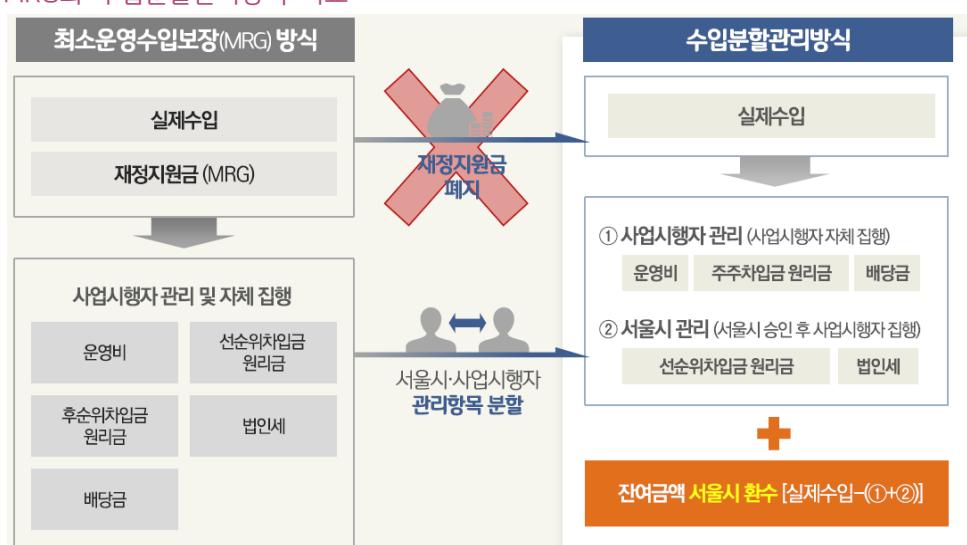
주2: 최소수입보장규정 삭제에도 불구하고, 경쟁도로 신설에 따른 수익감소 시 협약에 정한 방법에 따라 재정지원

주3: 사업시행자가 관리운영, 유지보수 등에 지출한 비용이 협약에서 정한 관리운영비를 초과하더라도 시에 초과 금액에 대한 보전을 요구할 수 없음

다만, 시가 이번 협약과 달리 통행료를 추가 인하하거나 면제할인차량을 확대 시행할 경우 사업시행자에 부족분에 대해 지원해야 함.

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## MRG와 수입분할관리방식 비교



주1: 최소운영수입보장은 사업자가 일정금액 이상의 수입을 내지 못했을 때 시 재정으로 민간사업자의 수입 보장 제도

주2: '통행료 수입분할관리방식'은 민간사업자가 전체 통행료를 관리하고 비용을 자체 집행했던 방식에서

민간사업자와 서울시의 뜻을 각각 나눠 사용하는 방식으로 전환하는 것

자료: 서울시, 키움증권

## 거래 내역 요약

구분	거래전	거래후	거래에 따른 변동사항
주주변경	- MKIF (36%) - 3개 국내기관 투자자 (64%)	- MKIF (36%) - 펀드 1 (49%) - 펀드 2 (15%)	- MKIF 지분 변동 없음 - 펀드 1 및 펀드 2는 기관 투자자가 참여하여 설정한 펀드 - 주주배당금은 처분가능사업수입계좌에서 지급
자본 감소	자본금 266억원	자본금 116억원	- 자본 감소액: 150억원 - 감자 프리미엄: 106억원 - 감자대금 총액: 256억원
기존 선순위 차입 상환 주주차입금 A 신규 조달	선순위 차입금 잔액 714억원	주주차입금 A 1,214억원	- 대주: 펀드 1 (50%) / 펀드 2 (50%) - 이자율: 연 3.7% - 만기: 2033년으로 기존 대출 대비 약 11년 연장 (불균등 상각) - 원리금은 처분승인대상사업수입계좌에서 지급되며, 서울시가 상환채권 부족 시 사업시행자에게 자금 제공
기존 후순위 차입 상환 주주차입금 B 신규 조달	후순위 차입금 잔액 266억원	주주차입금 B 212억원	- 대주: MKIF (70.6%) / 펀드 1 (29.4%) - 이자율: 연 12% (고정 금리) - 만기: 2032년으로 기존 대출대비 약 6년 연장 (2030년 3월부터 3년간 분할상환) - 기존 후순위 대출의 미지급 이자 71억원 전액 상환 - 원리금은 처분가능사업수입계좌에서 지급
통행료	현재 2,500원으로 적용	운영기간 만료시점까지 2,500원으로 유지	- 변경전 실시협약상 요금은 2015년부터 3,000원으로 적용하여 운영기간 만료시점까지 유지
의미	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주주차입금 B의 이자율은 기존 20%에서 12%로 하향</li> <li>- 차입금이 증가한 것과 이자율이 하락한 것을 단순계산(<math>96*0.2 &gt; 150*0.12</math>)하면 거래 전 현금흐름의 규모가 더 크지만,</li> <li>- 거래 후 만기가 6년 늘어났기 때문에 전 기간에 걸쳐 계산하면 주주차입금 B에 대해 가져오는 cash flow는 거래 후의 규모가 더 큼</li> <li>- 다만, 대출에 대한 이자와 지분에 대한 배당까지 모두 포함한 total cash flow는 소폭 감소 (MRG 미지급으로 인해 받지 못할 리스크를 감안하면 이번 거래는 성공적인 거래였다는 판단)</li> </ul>		

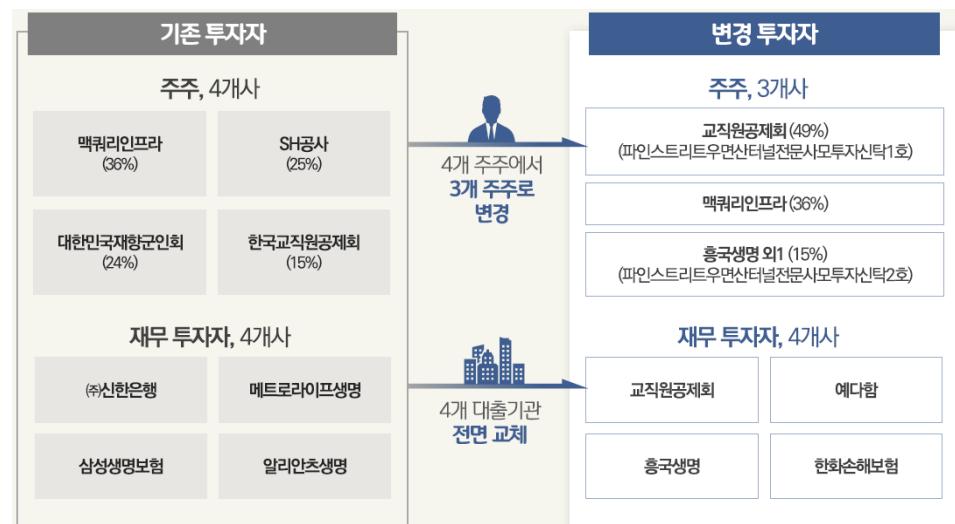
주1: 자본 감소는 주주변경 이후에 일어났으며, 기존 주주에게만 감자 프리미엄 제공

주2: 주주차입금 A의 상환 완료 시기는 2028년

주3: 주주차입금 A의 이자율은 고정금리부 및 변동금리부 가중평균 금리 (고정금리부: 연 4.2% / 변동금리부: 5년만기 국고채 수익률에 1.3%를 가산한 금리)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 투자자 변경/교체



자료: 서울시, 키움증권

## 사업시행자에 대한 MKIF의 투자내역 (투자액 기준)

구분	거래 전	거래 후
자본금	107억원 (36%)	53억원 (36%)
주주대여금	96억원 (후순위대출)	150억원 (주주차입금 B)
투자금 총계	203억원	203억원
MKIF 포트폴리오 비중	1.2%	1.2%

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## MKIF 현금 유입 금액

구분	내용	
감자액	MKIF에 지급된 감자 프리미엄은 75억원이며, 감자대금 총액은 129억원	
자본금 변동 내용	자본 감소 전 자본금(억원)	자본 감소 후 자본금(억원)
	107	53
MKIF 현금 유입 금액	129억원 (자본 감소액 150억원 중 36%인 54억원 + 감자 프리미엄 75억원) + 26억원 (기존 후순위 대출에 대한 미지급 이자 71억원 중 36%) + 86억원 (후순위 대출 조기상환수수료) - 54억원 (추가 후순위 대출 조달 금액) = 186억원	

주: 자본 감소는 2월 15일자로 종결될 예정

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 배당 영향

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

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

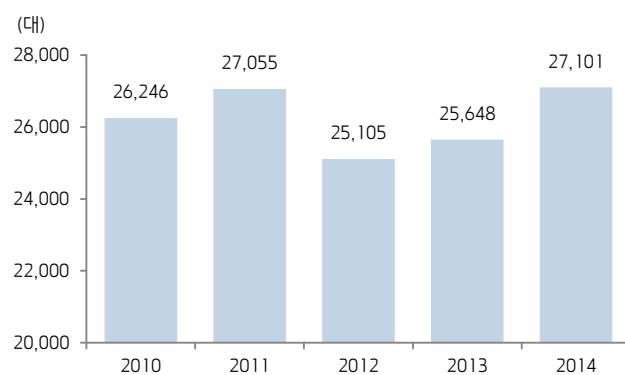
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 운영수입현황

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
실제수입	10,174	12,353	12,394	13,462	14,866	16,605	17,282	19,869	20,219	21,371	22,560
협약수입	23,291	23,475	23,537	24,023	24,510	24,753	25,433	32,140	31,940	31,740	37,730
협약대비(%)	43.7	52.6	52.7	56	60.7	67.1	68	61.8	63.3	67.3	59.8

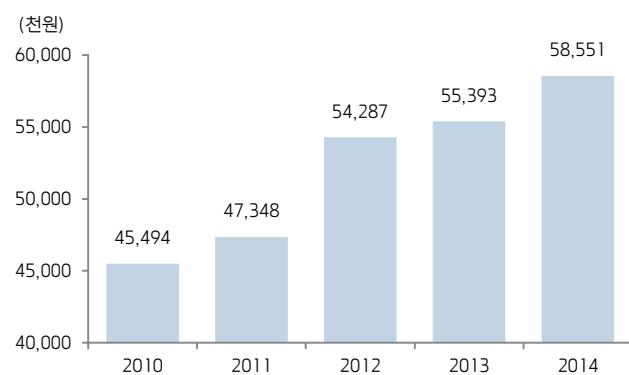
자료: 서울시, 키움증권

## 우면산터널 일평균 통행량



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 우면산터널 일평균 통행료수입



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

## 우면산터널 사업 개요

구분	내용
사업명	우면산터널 민간투자사업(BTO)
구간	서초구 우면동(선암 IC) ~ 서초구 서초동(예술의전당)
시설규모	왕복 4차로, 연장 2.96km (터널 1.7km)
총사업비	1,402억원 (전액민간자본)
사업기간	건설기간: '98. 1 ~ '03. 12 / 운영기간: '04. 1 ~ '34. 1
사업수익률	실질사업수익률 8.14% (경상사업수익률 13% 대)
통행료	현재 2,500원

자료: 서울시, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015E	2016E	2017E
운용수익	2,129	1,812	2,246	2,237	2,136
이자수익	1,736	1,778	1,832	1,850	1,906
운용자산매각이익	280	0	0	0	0
배당수익	112	34	409	387	230
기타운용수익	0	0	5	0	0
운용비용	542	554	720	629	599
운용수수료	308	308	432	385	357
자산보관수수료	3	3	4	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	197	196	197	194	192
기타운용비용	31	44	85	44	43
법인세차감점이익	1,587	1,258	1,526	1,608	1,537
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,587	1,258	1,526	1,608	1,537
지배주주지분순이익	1,587	1,258	1,526	1,608	1,537
증감율(%: YoY)					
운용수익	3.5	-14.9	23.9	-0.4	-4.5
운용비용	5.0	2.2	29.8	-12.6	-4.8
당기순이익	3.0	-20.7	21.3	5.3	-4.4
EPS	3.0	-20.7	21.2	5.3	-4.4

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015E	2016E	2017E
운용자산	16,379	16,816	16,241	17,515	17,335
현금및예치금	148	489	318	1,396	1,179
대출금	10,901	10,796	10,739	10,588	10,626
지분증권	5,331	5,531	5,185	5,531	5,531
기타자산	4,042	4,629	4,953	3,748	3,969
미수이자	3,949	4,551	4,881	3,681	3,908
미수금	29	24	24	24	24
선급비용	64	55	48	42	37
자산총계	20,422	21,445	21,195	21,262	21,305
운용부채	3,179	4,581	4,490	4,290	4,090
사채	2,493	2,495	2,496	2,396	2,296
장기차입금	686	2,086	1,994	1,894	1,794
미지급금	3	0	0	0	0
미지급운용수수료	74	83	90	94	99
기타부채	15	16	23	28	38
부채총계	3,271	4,680	4,603	4,413	4,227
자본금	16,710	16,710	16,710	16,710	16,710
이익잉여금	441	55	-118	140	368
자본총계	17,151	16,765	16,592	16,850	17,077
부채및자본총계	20,422	21,445	21,195	21,262	21,305

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015E	2016E	2017E
자산운용활동 현금유입액	2,545	1,207	1,751	1,447	1,325
이자수익	1,019	977	1,007	1,017	1,047
배당금수익	112	34	409	387	230
대출금의 회수	85	190	336	43	48
미수금의 회수	15	6	0	0	0
투자자산의 처분	1,314	0	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-687	-405	-539	-481	-453
대출금의 증가	360	86	86	86	86
선급비용의 지급	1	1	1	1	1
운용수수료의 지급	309	299	420	374	347
자산보관수수료의 지급	3	3	4	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	2
기타운용비용의 지급	13	14	27	14	14
자산운용활동으로 인한 현금유입액	1,858	802	1,212	966	872
재무활동 현금유입액	1,325	3,348	0	0	0
차입금의 차입	1,325	3,348	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,244	-3,809	-1,698	-1,764	-1,690
차입금의 상환	1,550	2,003	0	0	0
분배금의 지급	1,558	1,644	1,538	1,608	1,537
이자비용의 지급	135	138	138	137	135
차입부대비용의 선급	1	24	21	20	18
재무활동으로 인한 현금유출액	-1,919	-461	-1,698	-1,764	-1,690
현금의 감소	-61	341	-171	1,078	-218
기초의 현금및현금성자산	208	148	489	318	1,396
기말의 현금및현금성자산	148	489	318	1,396	1,179

## 투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

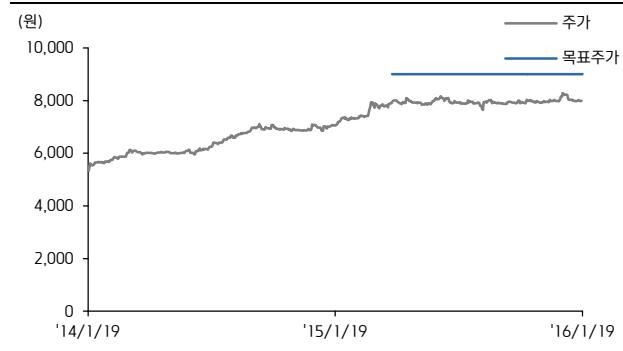
12월 결산, GAAP 개별	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	479	380	461	485	464
BPS	5,174	5,058	5,006	5,083	5,152
DPS	513	418	464	485	464
주가배수(배)					
PER	12.8	18.0	17.4	16.6	17.3
PBR	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6
수익성(%)					
순이익률	74.5	69.4	68.0	71.9	72.0
ROE	9.3	7.4	9.2	9.6	9.1
ROA	7.7	6.0	7.2	7.6	7.2
배당성향	107.1	110.0	100.8	100.0	100.0
배당수익률	7.6	6.3	5.8	6.0	5.8
안정성(%)					
부채비율	19.1	27.9	27.7	26.2	24.8
차입한도 소진율	63.4	91.4	89.6	85.6	81.6
차입한도(억원)					
총 차입부채	3,179	4,581	4,490	4,290	4,090
차입한도	5,013	5,013	5,013	5,013	5,013
잔여차입한도	1,834	432	523	723	923

- 당사는 1월 18일 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(2개년)

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

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기입	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%