



Marketperform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(12/16): 8,480원

시가총액: 28,108억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jst@ktwom.com

Stock Data

KOSPI (12/16)		2,042.24pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,020원	7,980원
등락률	-5.99%	6.27%
수익률	절대	상대
1W	-1.6%	-4.6%
1M	-4.7%	-8.9%
1Y	5.9%	2.1%

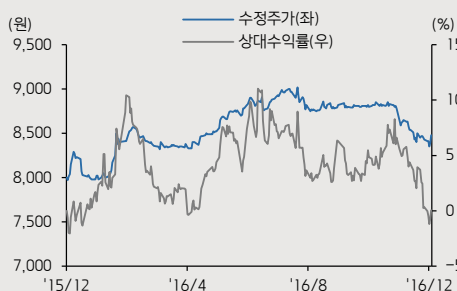
Company Data

발행주식수	331,459천주
일평균 거래량(3M)	865천주
외국인 지분율	21.87%
배당수익률(16E)	4.72%
BPS(16E)	5,345원
주요 주주	한화손해보험 외2인
	Newton Investment
	9.72%
	7.20%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2014	2015	2016E	2017E
운용수익(억원)	1,812	2,195	2,254	2,457
이자수익(억원)	1,778	1,781	1,785	1,718
운용비용(억원)	554	657	927	580
이자비용(억원)	196	194	155	168
세전이익(억원)	1,258	1,538	1,327	1,878
당기순이익(억원)	1,258	1,538	1,327	1,878
EPS(원)	380	464	400	566
증감율(%YoY)	-20.7%	22.1%	-13.7%	41.5%
PER(배)	17.3	21.2	15.0	11.9
PBR(배)	1.6	1.5	1.5	1.4
순이익률(%)	69.4	70.1	58.9	76.4
배당성향(%)	110.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률(%)	6.3	5.8	4.7	6.7
ROE(%)	7.5	9.1	7.3	10.2
부채비율(%)	27.9	22.0	19.3	18.3

Price Trend



☑ 광주 제2순환도로 1구간 사업재구조화

맥쿼리인프라 (088980)

정치 리스크 해소와 현금흐름 개선



〈장 후 발표〉 16일 동사는 광주 제2순환도로 1구간의 사업재구조화를 발표했습니다. 투자비보전방식을 도입하고 MRG는 삭제 했습니다. 중장기적으로 절대적 분배금 레벨은 소폭 감소할 수 있지만, 정치 리스크 해소를 큰 폭의 변동 없이 추정 유입 현금흐름에 따른 분배금 지급 확률은 높아졌다는 판단입니다. 배당주 투자는 배당금의 변동성이 커지는 것보다 안정적으로 성장하는 배당금에 더 큰 메리트가 있습니다.

>>> Point 1. MRG를 폐지하고 투자비보전방식을 도입

16일 동사는 광주 제2순환도로 1구간 자산의 사업재구조화를 발표했다. 주요 내용은 1) 투자비보전방식을 도입하고 최소수입보장규정(MRG)은 삭제, 2) 광주시는 행정처분을 취소, 3) 광주시는 미 정산된 재정지원금 전액을 사업시행자에게 지급, 4) 사업시행자는 신규 차입금 500억원 조달 등이다. 거래의 결과 MRG 삭제 및 기존 대비 앞당겨진 투자금 상환 일정으로 사업시행자의 영업이익은 감소하게 된다. 동 자산을 100% 보유하고 있는 동사 역시 이자수익이 감소할 것으로 전망된다. 하지만 동사는 MRG 미지급 및 소송 등 주무관청 리스크를 해소했고, 연체이자를 포함한 미지급이자 1,045억원 및 사업재구조화합의금 361억원을 지급받을 수 있게 됐다. 더불어 490억원의 신규대여금을 통해 투자에 대한 사업가치 및 목표수익률(IRR)은 유지시켰다.

>>> Point 2. 사업의 안정성 확보와 현금흐름 개선

이번 거래가 동사에 미치는 영향은 1) 2016년 12월 30일까지 총 562억원의 현금 유입, 2) 신규 대출약정에 대한 일회성 이익 7억원 인식, 3) 투자금은 당초 일정에 비해 앞 당겨 상환, 4) 투자에 대한 사업가치 및 IRR 유지 등이다. 동사 레벨에서는 MRG 삭제 및 상환 일정 변경으로 이자수익이 감소해 향후 분배금 감소 요인으로 작용할 것으로 판단된다. 결론적으로 이번 거래를 통해 total cash flow는 감소하지만, 1) 현금흐름이 개선되고, 2) 미지급이자를 전액 지급받음으로써 향후 지급여부 불확실성에 따른 회계적 손실에 대한 위험이 해소됐으며, 3) 주무관청 리스크를 해소했다. 주당분배금이 감소할 수는 있지만, 현금 유입과 미지급이자 감소에 따른 cash flow 창출은 긍정적이다.

>>> Point 3. 하반기 DPS 200원 유지, 17년 566원으로 감소 전망

이번 거래로 동사는 미지급이자 1,045억원을 지급받고, 일회성 이익으로 7억원이 발생할 예정이다. 하지만 하반기 DPS는 200원으로 변동이 없을 전망이다. 미지급이자는 이미 해당 연도에 회계상 이익으로 반영되어 분배금으로 지급됐다. 일회성 이익은 예상 주당분배금 200원에 반영된 수준이다. 반면 내년 분배금이 소폭 감소되는 이유는 투자금의 상환 일정 변경으로 이자수익이 감소할 것으로 전망되기 때문이다. 중장기적으로 절대적인 분배금 레벨은 소폭 감소할 수 있지만, 정치 리스크 해소를 큰 폭의 변동 없이 추정 유입 현금흐름에 따른 분배금 지급 확률은 높아졌다는 판단이다. 배당주 투자는 배당금의 변동성이 커지는 것보다 안정적으로 성장하는 배당금에 더 큰 메리트가 있다.

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
운용수익	529	454	794	418	870	441	443	501	2,195	2,254	2,457
이자수익	449	454	461	417	442	440	442	460	1,781	1,785	1,718
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	80	0	329	0	342	0	0	0	409	342	700
기타운용수익	0	0	4	0	86	1	0	40	5	128	39
운용비용	140	224	144	148	317	374	139	97	657	927	580
운용수수료	85	90	90	89	92	94	98	54	354	337	360
이자비용	50	51	48	45	41	41	36	37	194	155	168
기타운용비용	5	84	6	15	184	239	5	6	110	434	51
세전이익	389	230	650	269	553	67	304	404	1,538	1,327	1,878
당기순이익	389	230	650	269	553	67	304	404	1,538	1,327	1,878

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

광주 제2순환도로 1구간 사업재구조화 주요 내용

구분	내용	
변경 실시협약 체결	투자비보전방식을 도입하고 최소수입보장 규정 삭제하기로 합의 함 (최소수입보장 적용 기준은 실시협약 통행료수입의 85%)	운영비를 차감한 사업시행자의 순현금흐름이 MKIF 투자에 대한 사업시행자의 현금흐름으로 합의된 금액에 미달하는 경우 광주시는 매 분기말 사업시행자에게 별도의 자금을 제공하기로 함(이하 "자금제공금액")
		자금제공금액과 별도로 광주시는 총 361억원의 사업재구조화합의금을 향후 4년에 걸쳐 지급하기로 함
	사업시행자는 100억원 한도 이내의 비용을 부담하여 하이패스, 방음시설 및 자산 IC 진출로 등 추가 시설물을 설치하기로 함	
	향후 실시협약에 관한 분쟁이 발생하는 경우 대한상사중재원의 중재로 해결하기로 함	
행정처분 취소	광주시는 2011년 10월 4일자 감독명령에 대한 행정처분을 취소하기로 함 (사업시행자의 자본구조를 2000년 12월 당시로 원상회복하고, 2004년에 실행된 자본구조 변경에 따라 발생한 이익을 광주제2순환도로1구간의 이용자에게 귀속시키라는 내용의 행정처분)	
미지급 MRG 지급	광주시는 미 정산된 재정지원금 전액을 사업시행자에게 지급하기로 함	현재 미지급 중인 2014년 및 2015년의 재정지원금 각 219억원 및 218억원을 금년 말까지 지급예정 변경 실시협약 체결일까지 계상된 2016년의 미지급 재정지원금은 2017년 말까지 지급예정
신규 차입금 조달	사업시행자는 신규 차입금 500억원을 조달 (실제 인출예정액 490억원)	대주: MKIF (100%)
		이자율: 연 10.5% (고정 금리)
		만기: 2026년 9월
거래의 금융종결	광주시는 2016년 12월 30일자로 재정지원금 437억원 및 사업재구조화합의금의 일부인 101억원을 사업시행자에게 지급할 예정이며, 동일자로 MKIF는 사업시행자로부터 미지급 이자의 수령 및 신규 대여금 실행 등의 절차를 종결할 예정임	

주1: 자금제공금액 - 협약상 사업시행자는 사업운영비(일반운영비용, 대수선비 및 운영설비교체비(CAPEX), 법인세비용 등 운영비 및 MKIF 투자에 대한 원금 및 이익) 예산을 확정함

주2: 사업재구조화합의금 중 101억원은 2016년 12월말까지 지급, 잔여액 지급 일정 - 2017년 90억원, 2018년 60억원, 2019년 50억원, 2020년 60억원

주3: 하이패스 설치비용으로 27억원이 기 지출됨. 한도내 잔여금액은 2018년까지 지출 예정

주4: 미지급 재정지원금 - 2012년 및 2013년도 미지급 재정지원금 각 203억원 및 211억원은 2016년 6월 및 7월에 지급 완료

주5: 광주시의 감독명령 등 행정처분의 취소 이후 사업시행자와 광주시는 관련절차에 따라 감독명령 관련 소를 취하하기로 합의 함

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

사업시행자에 대한 MKIF의 투자내역

구분	거래 전	거래 후
자본금	331억원 (100%)	331억원 (100%)
선순위 대여금	1,420억원 (100%)	1,420억원 (100%)
신규 대여금	NA	490억원 (100%)
후순위 대여금	352억원 (100%)	352억원 (100%)
투자금 총계	2,103억원	2,593억원
MKIF 포트폴리오 비중	12.8%	15.4%

주1: 투자약정액 기준. 미지급이자액 1,045억원은 포함하지 않음

주2: 신규 대여금 - 2016년 12월 30일 인출 예정금액은 490억원

주3: 후순위 대여금 - 운전자본 약정액 33억원 포함

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

광주 제2순환도로 1구간 사업재구조화가 MKIF에 미치는 영향

구분	내용
현금 유입	사업시행자로부터 연체이자를 포함한 미지급 이자 1,045억원을 지급 받음
	거래 종결에 따라 2016년 12월 30일까지 MKIF로 유입되는 현금 총 562억원 (미지급 이자 1,045억원 및 약정수수료 7억원의 현금 유입액 중 신규 대출약정에 따른 인출예정액 490억원을 차감한 금액)
이익	MKIF 일회성 이익 7억원 인식 (신규 대출약정에 대한 약정수수료)
수익률	MKIF 투자에 대한 사업가치 및 목표수익률(IRR)은 유지
현금흐름	거래후 MKIF 투자금은 당초 일정에 비해 앞 당겨 상환 예정 (아래 MKIF 예상 투자잔액 도표 참조)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

MKIF 예상 투자잔액 (단위: 십억원)

연도(기초)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
MKIF 투자잔액	259.3	231.3	223.7	208.9	181.9	165.7	146.6	124.7	97.2	69	37.7	28.9	3.3

주: 상기 연도별 MKIF 예상 투자잔액은 향후 사업시행자가 MKIF에 상환 할 것으로 예상되는 일정을 MKIF의 운용사가 현재 시점에 추정한 것으로,

향후 발생할 수 있는 다양한 요인 및 불확실성에 따라 실제 투자잔액은 위에 제시된 잔액과 크게 달라질 수 있음

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

2016년 4분기 성과보수 가격대 추정

3Q16 거래량 합(주)	(A)	8,270,100
3Q16 거래대금 합(원)	(B)	72,772,226,601
거래량 가중평균 주가(VWAP: Volume weighted average price)	(C) = (B) / (A)	8,799.44
3Q16말 발행주식수(주)	(D)	331,459,341
3Q16 시가총액(원)	(E) = (C) * (D)	2,916,655,696,094
3Q16 매일증가합계지수 평균+	(F)	1,390.91
4Q16 기준수익률	(G) = $1.08^{(92/365)} - 1$	1.96%
4Q16 성과보수 발생 기준 매일증가합계지수 평균	(H) = (F) * (1 + (G))	1,418.16
4Q16 성과보수 발생 기준 주가	(I)	8,990
(I) 기준 매일증가합계지수 평균	(J)	1,425.28
매일증가합계지수 평균값의 증감율	(K) = (J) / (F) - 1	2.47%
4Q16 분기수익(원)	(L) = (E) * (K)	72,076,749,096
4Q16 기준수익(원)	(M) = (E) * (G)	57,130,783,507
3Q16말 누적결손금(원)	(N)	12,943,515,880
4Q16 초과수익(원)	(O) = (L) - (M) - (N)	2,002,449,709
4Q16 성과보수(원)	(N) = (M) * 20%	400,489,942

주1: 8,990원 이상으로 4분기말 15거래일 유지 시 성과보수 발생

주2: "분기수익"은 매분기말 15거래일 동안 계산하는 매일증가합계지수 평균값의 전분기 대비 증가율에 전분기 시가총액을 곱한 금액.

주3: "매일증가합계지수"는 거래되는 주식의 증가변동분 및 분배금으로 산정

주4: "시가총액"은 분기말 15거래일동안 거래소에서 거래된 거래량 가중평균 주당 거래가격을 기준으로 산정함

주5: "누적결손금"은 상장시점부터 또는 지난 성과보수 지급 이후 분기별로 계산한 분기수익이 기준수익을 미달 혹은 초과함에 따른 매분기 결손금 및 잉여금의 총합계액

주6: "기준수익"은 해당 분기의 기준수익률에 전분기 시가총액을 곱한 금액

해당 분기의 기준수익률은 $(1.08^{(해당 분기 일수/365)} - 1)$

주7: 2016년 3분기말 누적결손금 129억원 발생

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
운용수익	1,812	2,195	2,254	2,457	2,962
이자수익	1,778	1,781	1,785	1,718	1,722
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	34	409	342	700	1,200
기타운용수익	0	5	128	39	40
운용비용	554	657	927	580	595
운용수수료	308	354	337	360	358
자산보관수수료	3	3	3	4	4
사무관리수수료	2	2	2	3	3
이자비용	196	194	155	168	184
기타운용비용	44	104	430	45	46
법인세차감전이익	1,258	1,538	1,327	1,878	2,367
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,258	1,538	1,327	1,878	2,367
지배주주지분순이익	1,258	1,538	1,327	1,878	2,367
증감율(% YoY)					
운용수익	-14.9	21.1	2.7	9.0	20.5
운용비용	2.2	18.5	41.1	-37.5	2.7
당기순이익	-20.7	22.2	-13.7	41.5	26.0
EPS	-20.7	22.1	-13.7	41.5	26.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
운용자산	16,816	16,176	18,077	17,897	17,949
현금및예치금	489	157	1,958	1,741	1,741
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	21,813	21,856	23,694
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	1,568	1,764	3,729
자본총계	16,765	16,861	18,278	18,474	20,439
부채및자본총계	21,445	20,574	21,813	21,856	23,694

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
자산운용활동 현금유입액	1,207	4,394	2,407	2,694	3,185
이자수익	977	2,018	2,022	1,946	1,950
배당금수익	34	409	342	700	1,200
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	-785	-481	-480
대출금의 증가	86	1,660	86	86	86
선급비용의 지급	1	1	1	1	1
운용수수료의 지급	299	343	328	350	348
자산보관수수료의 지급	3	3	3	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	3	3
기타운용비용의 지급	14	89	366	38	39
자산운용활동으로 인한 현금유입액	802	2,296	1,622	2,214	2,704
재무활동 현금유입액	3,348	525	0	0	0
차입금의 차입	3,348	525	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,809	-3,153	-1,456	-2,018	-2,520
차입금의 상환	2,003	1,550	0	0	0
분배금의 지급	1,644	1,442	1,327	1,878	2,367
이자비용의 지급	138	160	128	139	152
차입부대비용의 선급	24	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-461	-2,628	-1,456	-2,018	-2,520
현금의 감소	341	-332	1,801	-218	0
기초의 현금및현금성자산	148	489	157	1,958	1,741
기말의 현금및현금성자산	489	157	1,958	1,741	1,741

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

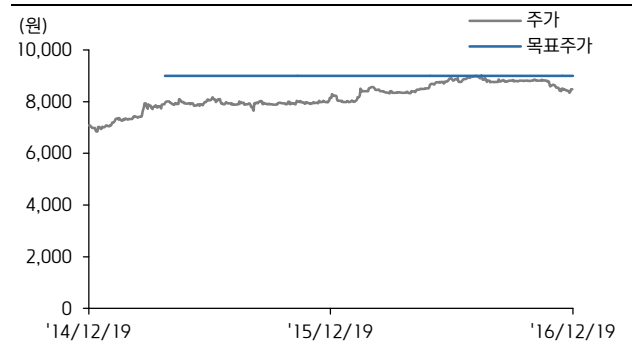
12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	380	464	400	566	714
BPS	5,058	5,087	5,514	5,573	6,166
DPS	418	464	400	566	714
주가배수(배)					
PER	18.0	17.3	21.2	15.0	11.9
PBR	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4
수익성(%)					
순이익률	69.4	70.1	58.9	76.4	79.9
ROE	7.4	9.1	7.6	10.2	12.2
ROA	6.0	7.3	6.3	8.6	10.4
배당성향	110.0	100.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률	6.3	5.8	4.7	6.7	8.4
안정성(%)					
부채비율	27.9	22.0	19.3	18.3	15.9
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 12월 16일 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.

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
	2016/07/04	Outperform(Maintain)	9,000원
	2016/08/01	Marketperform(Downgrade)	9,000원
	2016/10/05	Marketperform(Maintain)	9,000원
	2016/10/24	Marketperform(Maintain)	9,000원
	2016/10/31	Marketperform(Maintain)	9,000원
	2016/12/15	Marketperform(Maintain)	9,000원
	2016/12/19	Marketperform(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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%