



☑ 마창대교 사업재구조화

# 맥쿼리인프라 (088980)

## 사업의 안정성 확보와 배당 upside 기대



〈장 전 발표〉 마창대교 사업재구조화는 수입분할관리방식을 도입하고 MRG를 삭제했습니다. 동사의 투자가치 및 예상수익률은 유지되고, 배당 수익은 커질 것으로 전망됩니다. 동사의 많은 자산이 MRG가 없어도 유지되는 수준으로, 과거처럼 MRG가 동사의 주요한 투자 포인트가 아닙니다. 배당 성장의 큰 그림은 유지되고 있으며, 시가배당수익률은 7.1%에 육박하고 있습니다. 매수 타이밍이라는 판단입니다.

### >>> Point 1. MRG를 폐지하고 수입분할관리방식 도입

2일 동사는 마창대교 자산의 사업재구조화를 발표했다. 주요 내용은 1) 수입분할관리방식을 도입하고 최소수입보장규정(MRG)은 삭제, 2) 사업시행자의 MRG를 주주의 최소수입을 보장하는 내용으로 변경, 3) 사업시행자는 기존 선순위차입을 상환하고 신규 차입을 조달(이자율 절감, 만기 연장) 등이다. 수입분할관리방식에서는 사업시행자가 실제 통행료 수입을 처분가능사업수입계좌와 처분승인사업수입계좌에 수입분할비율대로 나눠 적립하게 된다. 동사에게 영향을 미치는 처분가능사업수입계좌의 수입분할비율은 추정통행량 100%까지는 68.44%; 100% 초과시 50%이다. 후순위 차입금의 원리금을 적시에 상환하기에 충분한 여유 현금을 적립할 수 있도록 수입분할비율을 결정해 동사의 투자가치 및 예상수익률을 유지시켰다.

### >>> Point 2. 사업의 안정성 확보와 배당 upside 기대

이번 거래가 동사에 미치는 영향은 1) 후순위 대출 원리금의 안정적 상환, 2) 향후 통행료 관련 잠재적 분쟁 위험을 효과적으로 제거, 3) 현금흐름에 대한 수입보장수준은 기존 MRG와 동일한 수준으로 유지(주무관청이 사업시행자의 최소처분가능수입을 보장(추정통행료수입 대비 75.78%)) 등이다. 결론적으로 이번 거래를 통해 1) 동사의 투자가치 및 예상수익률이 유지되고, 2) 거래 후 사업시행자는 후순위차입에 대한 미지급이자의 감소로, 동사가 마창대교로부터 수취할 배당 수준은 더 증가할 것으로 전망된다. 동사가 동 사업에 제공한 후순위대출(전체의 50%) 대비 자본금에 대한 지분 비율(전체의 70%)이 높은 구조로 투자하고 있기 때문이다. 과거와 달리 거래 후 후순위대출의 정상적인 상황이 예상되므로 배당으로 제공되는 수익이 커지는 구조가 가능해졌다.

### >>> Point 3. MRG가 주력 투자포인트였던 시대는 끝났다!

이번 거래 후 총 11개 중 8개 도로 사업에 대해 MRG가 적용 중이다. 최근 '사회기반시설에 대한 민간투자법' 개정안 발의 등 MRG에 대한 불확실성이 커지고 있다. 하지만 동사의 경우 8개 MRG 적용 자산 중 MRG가 중요한 자산은 2개 정도 뿐이다. 마창대교 역시 MRG 이상 통행량이 나오는 자산이다. 과거처럼 MRG가 동사의 주요한 투자 포인트가 아니다. 정치 리스크 해소로 큰 폭의 변동 없이 추정 유입 현금흐름에 따른 분배금 지급 확률은 높아졌다. 배당주 투자는 배당금의 변동성이 커지는 것보다 안정적으로 성장하는 배당금에 더 큰 메리트가 있다. 배당 성장의 큰 그림은 유지되고 있으며, 시가배당수익률은 7.1%에 육박하고 있다. 매수 타이밍이라는 판단이다.

## Outperform(Upgrade)

목표주가: 9,000원

주가(1/2): 8,030원

시가총액: 26,616억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@ktwoom.com

### Stock Data

KOSPI (1/2)		2,026.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,020원	7,980원
등락률	-10.98%	0.63%
수익률	절대	상대
1W	-5.5%	-8.1%
1M	-8.4%	-10.2%
1Y	0.0%	-3.2%

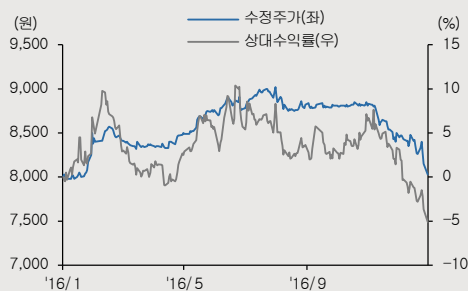
### Company Data

발행주식수	331,459천주	
일평균 거래량(3M)	883천주	
외국인 지분율	21.86%	
배당수익률(17E)	7.05%	
BPS(17E)	5,573원	
주요 주주	한화손해보험 외2인	9.72%
	Newton Investment	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	1,877
당기순이익(억원)	1,258	1,538	1,327	1,877
EPS(원)	380	464	400	566
증감율(%YoY)	-20.7%	22.1%	-13.7%	41.4%
PER(배)	17.3	20.4	14.2	11.2
PBR(배)	1.6	1.5	1.4	1.3
순이익률(%)	69.4	70.1	58.9	76.4
배당성장률(%)	110.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률(%)	6.3	5.8	4.9	7.1
ROE(%)	7.5	9.1	7.3	10.2
부채비율(%)	27.9	22.0	19.3	18.3

### Price Trend



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	1,877
당기순이익	389	230	650	269	553	67	304	404	1,538	1,327	1,877

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

마창대교 사업재구조화 주요 내용

구분	내용	
실시협약의 변경	수입분할관리방식 도입	사업시행자는 두 개의 수입관리계좌를 별도로 관리하도록 하고, 실제 징수한 통행료 수입을 사전에 합의하여 확정된 비율(이하 "수입분할비율")대로 나눠 각 계좌에 적립하기로 함
		각각의 계좌에서 관리되는 현금에 아래와 같이 각각 개별 항목에 대한 지출 재원으로 사용 함 ① 처분가능사업수입계좌: 법인운영비용, 후순위 차입에 대한 원리금, 주주 배당 및 자본금 반환 ② 처분승인사업수입계좌: 법인세 및 선순위 차입에 대한 원리금
신규 차입 조달	사업시행자의 최소수입보장("MRG")을 주주의 최소수입을 보장하는 내용으로 변경	
	사업시행자는 기존 선순위차입(1,384 억원)을 상환하고 신규 차입을 조달 하기로 함(이자율 절감, 만기 연장)	

주1: 본건 거래 구조 및 제반 조건은 실제 변경실시협약 체결 및 선순위차입금 재조달 시점에 일부 변경될 수 있음

주2: 수입분할비율(처분가능사업수입계좌 - 추정통행량 100%까지는 68.44%; 100% 초과시 50% 적용). 동 사업에 대해 최근 실행한 교통수수 및 운영비용 추정을 반영하여 후순위 차입금의 원리금을 적시에 상환하기에 충분한 여유 현금을 적립할 수 있도록 신중한 검토 및 협의를 통해 설정하였음

주3: 주무관청이 사업시행자의 최소처분가능수입을 보장(추정통행료수입 대비 75.78%). MKIF입장에서는 기존 실시협약상 MRG가 존속되는 것과 실질적으로 동일한 효과

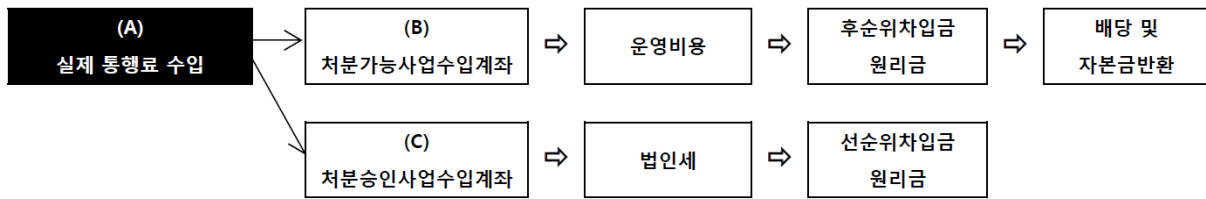
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

마창대교 사업재구조화가 MKIF에 미치는 영향

구분	내용
투자 규모	MKIF의 투자 규모는 변동 없음
대출	후순위 대출 원리금의 안정적 상환 (기 발생한 연체 이자(약 460억원)는 빠른 기간 내 해소될 예정이며 향후 후순위 대출에서 발생하는 이자는 약정한 일정에 따라 지급될 것으로 기대)
수익률	MKIF의 투자가치 및 예상수익률 유지 (거래 후 사업시행자는 후순위차입에 대한 미지급이자의 감소로, 배당은 더 높아질 예정. MKIF는 동 사업에 제공한 후순위대출 (전체의 50%) 대비 자본금에 대한 지분 비율(전체의 70%)이 높은 구조로 투자하고 있기 때문에, 후순위대출의 정상적 상환의 결과 배당으로 제공되는 수익이 커지는 구조를 활용하여 거래 후에도 펀드의 경제적 가치를 유지할 수 있게 되었음)
현금흐름	MKIF 현금흐름에 대한 수입보장수준은 기존 MRG와 동일한 수준으로 유지
리스크	향후 통행료 관련 잠재적 분쟁 위험을 효과적으로 제거
이익	일회성 회계적 손익 없음

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

수입분할관리방식에 따른 사업시행자 수입의 현금흐름



- (A) 실제 통행료 수입 = 징수 통행료 (2,500원/대) x 실제 통행량
- (B) 처분가능사업수입계좌\* = 실제 통행량 x 변경실시협약 통행료 (2,900원/대; 매년 소비자물가지수 반영 인상) x 수입분할비율 (추정통행량 100%까지는 68.44%; 100% 초과시 50% 적용)
- (C) 처분승인사업수입계좌= (A) - (B)

\*경상남도는 최소처분가능수입 보장 (최소처분가능수입 = 추정통행량 x 변경실시협약 통행료 x 수입분할비율 x75.78%)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

마창대교 사업재구조화 거래 내역 요약

	거래전	거래후	거래에 따른 변동사항
주주변경	* 주주구성 및 지분비율 변동 없음:MKIF(70%)외 1 개 국내인프라펀드) * 자본 감소 없음		
선순위 차입금	선순위 차입금 잔액 1,384억원	신규 차입금 총 1,402억원 약정 - Tranche A: 1,102억원 - Tranche B: 300억원 - 신용공여: 100억원	* 대주: 국내 다수의 재무적 투자자 * 이자율: 평균 3.6%6 - Tranche A: 5 년 국고채 + 연 1.85%(고정) - Tranche B: 5 년 국고채 + 연 1.35%(변동) - 신용공여: 3 년 회사채(AA-) + 연 1.50% * 만기: 2038 년으로 기존 대출 대비 약 9 년 연장 (불균등 상각) * 원리금은 처분승인사업수입 계좌에서 지급되며, 상환재원부족시 경상남도가 사업시행자에게 자금제공
후순위 차입금	기존 후순위대출약정 상 대주, 대출금액, 이자율, 만기 등 주요금융조건 변동 없음		원리금은 처분가능사업수입 계좌에서 지급되므로 처분승인사업수입계좌에서 상환하는 신규 선순위 차입과 상환 재원이 분리됨
통행료	* 징수 통행료 2,500 원 실시협약 통행료 2,900 원 (2016 년 기준) * 경상남도는 통행료 인상 대신 통행료미인상보조금을 재정 지원	* 징수 통행료 2,500 원 변경실시협약 통행료 2,900 원 (2016 년 기준) * 변경실시협약 통행료를 기준으로 처분가능사업수입계좌 적립액 산정	* 징수 통행료 조정은 사업시행자와 경상남도의 합의로 결정 * 변경실시협약 통행료는 소비자물가지수를 반영하여 매년 조정
최소수입 및 초과수입	* MRG 적용 기준은 기존 실시협약 예측 통행료수입의 75.78% * 경상남도의 초과 수입 환수기준은 실시협약 통행료수입의 120%	* 처분가능수입에 대하여 기존 실시협약상 MRG 적용 기준을 적용하여 자금제공 * 초과 수입 환수기준 삭제	초과 수입(변경실시협약상 추정통행량을 초과하는 실적에 대해 발생하는 수입)은 50:50(변경실시협약 통행료 기준)으로 분할하여 2 개의 수입관리계좌에 각각 적립

주1: 합의서 체결 시점에 예상되는 거래의 주요 내용으로 추후 실제 변경실시협약 체결 및 선순위차입금 재조달 시점에 일부 변경될 수 있음

주2: 거래후 선순위 차입금 평균 이자율: 2016년 12월 30일 금융투자협회 고시금리 기준 국고채 수익률 및 회사채 수익률 기준

자료: 맥쿼리인프라, 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	1,877	2,366
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,258	1,538	1,327	1,877	2,366
지배주주지분순이익	1,258	1,538	1,327	1,877	2,366
증감율(% YoY)					
운용수익	-14.9	21.1	2.7	9.0	20.5
운용비용	2.2	18.5	41.1	-37.4	2.7
당기순이익	-20.7	22.2	-13.7	41.4	26.0
EPS	-20.7	22.1	-13.7	41.4	26.0

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	-481
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	2,213	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	-2,017	-2,519
차입금의 상환	2,003	1,550	0	0	0
분배금의 지급	1,644	1,442	1,327	1,877	2,366
이자비용의 지급	138	160	128	139	152
차입부대비용의 선급	24	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-461	-2,628	-1,456	-2,017	-2,519
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

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

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

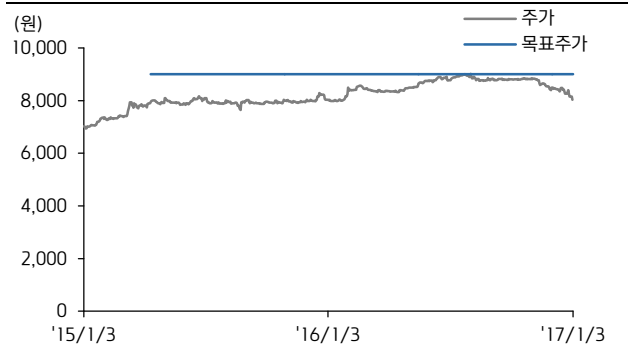
12월 결산, GAAP 개별	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	380	464	400	566	714
BPS	5,058	5,087	5,514	5,573	6,166
DPS	418	464	400	566	714
주가배수(배)					
PER	18.0	17.3	20.4	14.2	11.2
PBR	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3
수익성(%)					
순이익률	69.4	70.1	58.9	76.4	79.9
ROE	7.4	9.1	7.6	10.2	12.2
ROA	6.0	7.3	6.3	8.6	10.4
배당성향	110.0	100.0	100.0	100.0	100.0
배당수익률	6.3	5.8	4.9	7.1	8.9
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 1월 2일 현재 '맥쿼리인프라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 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
	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
	2017/01/03	Outperform(Upgrade)	9,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%