



Outperform (Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(4/28): 8,630원

시가총액: 28,605억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@ktwom.com

Stock Data

KOSPI (4/28)		2,205.44pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,020원	8,030원
등락률	-4.32%	7.47%
수익률	절대	상대
1W	4.4%	2.4%
1M	-2.2%	-10.4%
1Y	1.9%	-7.6%

Company Data

발행주식수	331,459천주
일평균 거래량(3M)	421천주
외국인 지분율	22.46%
배당수익률(17E)	5.91%
BPS(17E)	5,055원
주요 주주	Newton Investment
	한화생명보험 외 2인
	8.20%
	7.16%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2015	2016	2017E	2018E
운용수익(억원)	2,195	2,268	2,294	2,846
이자수익(억원)	1,781	1,770	1,744	1,723
운용비용(억원)	657	969	603	598
이자비용(억원)	194	159	151	147
세전이익(억원)	1,538	1,298	1,691	2,248
당기순이익(억원)	1,538	1,298	1,691	2,248
EPS(원)	464	392	510	678
증감율(YoY)	22.1%	-15.6%	30.3%	32.9%
PER(배)	20.8	16.9	12.7	N/A
PBR(배)	1.6	1.7	1.7	N/A
순이익률(%)	70.1	57.3	73.7	79.0
배당성향(%)	100.0	102.1	100.0	100.0
배당수익률(%)	5.8	4.9	5.9	7.9
ROE(%)	9.1	7.8	10.1	13.4
부채비율(%)	22.0	25.4	25.2	25.1

Price Trend



맥쿼리인프라 (088980)

본격적인 배당수익 증가 시작



〈장 후 실적발표〉 1분기 운용수익 970억원(YoY +11.5%), 당기순이익 839억원(YoY +51.8%)을 기록했습니다. 배당수익이 증가하고 있고, BNP의 실적이 순항하고 있는 것으로 파악되고 있습니다. 신규 해운동맹의 영향에 대해 장단점이 존재하지만, 중장기적으로 BNP에는 처리 물동량 증가를 기반으로 긍정적인 효과가 기대됩니다. 올해 연간 예상분배금은 510원, 상반기는 250원을 유지합니다.

>>> Point 1. 본격적인 배당수익 증가 시작

1분기 운용수익 970억원(YoY +11.5%), 당기순이익 839억원(YoY +51.8%)을 기록했다. 운용수익의 증가는 천안-논산 고속도로에서 처음으로 배당이 시작됐기 때문이다. 비용의 감소는 작년 1분기 179억원의 성과보수 발생 대비 올해 1분기에는 성과보수가 발생하지 않았기 때문이다. 1분기 배당수익은 NAHC에서 313억원, CNEC에서 230억원을 인식했다. BNP의 1분기 총 처리 물동량은 42만TEU(YoY +6.1%)로, 2012년 개항 이후 최대치를 기록했다. 처리 물동량의 증가로, 영업수익 251억원(YoY +15.8%)과 EBITDA 124억원(YoY +26.0%)을 기록했다.

>>> Point 2. Ocean Alliance와의 성공적인 파트너십 기대

신규 해운 동맹은 4월 1일자로 정칙 출범하여 부산항에 입항하고 있다. BNP는 신항에 입항하는 모든 Ocean Alliance 해운동맹의 물동량을 처리할 예정으로, 향후 처리 물동량 증가를 위한 기반이 될 것으로 전망된다. 이를 반영해 올해 목표 처리 물동량을 기존 176만TEU에서 194만TEU로 10% 상향 조정했다. 다만, 예상 매출액 및 EBITDA는 약 971억원 및 448억원으로 각 -7%, -10% 하향 조정되었다. 예상 매출액은 일부 서비스에 대한 하역료 인하 효과가 반영됐다. 일부 물량이 북항으로 이동했고, 신규 해운동맹 출범에 따라 대규모 물동량 파위를 보유한 선사 마켓으로 전환된 것으로 판단된다. 향후 2-4단계, 2-5단계 터미널이 개항할 예정이기 때문에 선사 마켓이 지속될 가능성이 있다. 하지만 북항 재개발이 빠른 속도로 진행되고 있고, 부산 신항의 하역료가 국내외 경쟁 터미널 대비 낮은 수준이기 때문에 선사 마켓이 장기간 지속되지는 않을 것으로 전망된다.

>>> Point 3. 2017년 예상분배금 주당 510원, 상반기는 250원 추정

11개 유료도로 자산의 가중평균 통행량 및 통행료수입은 전년 대비 각 7.4% 및 6.3% 증가해 양호한 흐름을 유지하고 있다. BNP의 EBITDA 마진은 49.3% (YoY +4.3%p) 수준으로 신항 내에서 가장 높은 수준을 시현하고 있다. 이처럼 실적은 상당히 양호했지만, 백양터널 관련 항소심 패소는 아쉽다. 자산 비중이 0.1%로 작지만, 향후 배당 가능성이 있는 자산이기 때문에 대법원 결과를 지켜볼 필요성이 있다. 올해 연간 예상분배금은 510원, 상반기는 250원을 유지한다.

맥쿼리인프라 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(GAAP 개별)	1Q16	4Q16	1Q17P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
운용수익	418	443	970	132.3%	119.2%	976	-0.6%
이자수익	417	442	425	1.8%	-3.9%	433	-1.8%
운용비용	148	139	131	-11.8%	-5.9%	177	-26.1%
순이익	269	304	839	211.7%	176.4%	799	5.0%

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
운용수익	870	441	443	514	970	437	446	441	2,268	2,294	2,846
이자수익	442	440	442	446	425	437	443	439	1,770	1,744	1,723
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	342	0	0	60	543	0	0	0	402	543	1,114
기타운용수익	86	1	0	8	2	0	3	2	95	7	9
운용비용	317	374	139	139	131	150	153	169	969	603	598
운용수수료	92	94	98	94	89	93	96	97	377	374	373
이자비용	41	41	36	41	37	38	37	39	159	151	147
기타운용비용	184	239	5	5	5	19	20	34	433	78	79
세전이익	553	67	304	375	839	287	293	272	1,298	1,691	2,248
당기순이익	553	67	304	375	839	287	293	272	1,298	1,691	2,248

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

통행량 및 통행료 수입

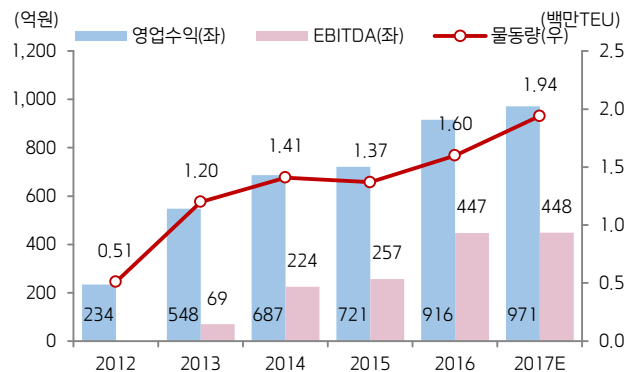
	2017년 1분기 전년 대비 증가율	
	통행량 (%)	통행료수입 (%)
가중평균법	7.4%	6.3%

주1: 통행량은 일일 평균 통행량에 기초한 전년 동기 대비 증가율

주2: 통행료수입은 일일 평균 통행료수입에 기초한 전년 동기 대비 증가율

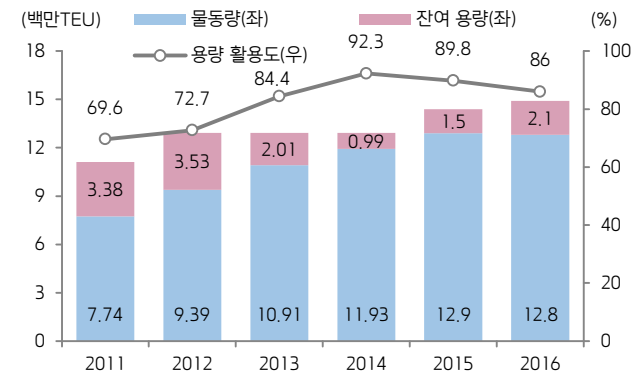
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 성과 추이 및 2017년 목표



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

부산 신항의 성과 추이



자료: 부산항만공사, 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 BNP 운영 실적

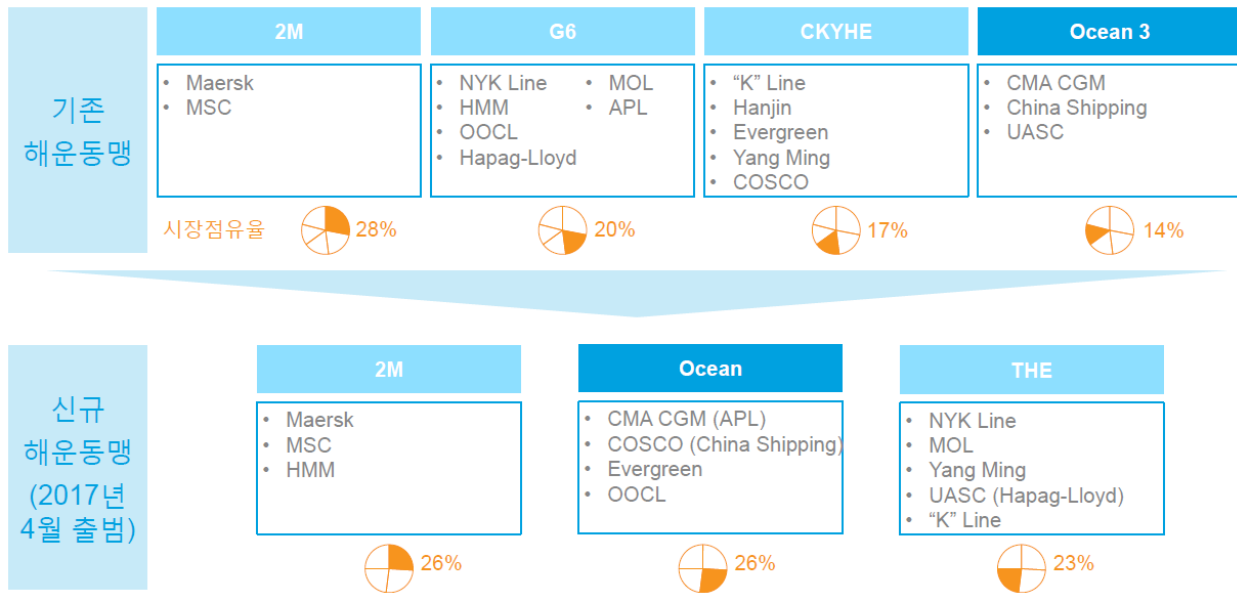
	1Q16	1Q17	y-y(%)	2016년	2017년 기존 목표	2017년 조정 목표	목표달성률
물동량 (백만TEU)	0.39	0.42	6.1%	1.60	1.76	1.94	21.6%
영업수익 (십억원)	21.6	25.1	15.8%	91.6	103.9	97.1	25.8%
EBITDA (십억원)	9.7	12.4	27.0%	44.7	49.6	44.8	27.7%
EBITDA 마진 (%)	45.0%	49.3%	+435bps	48.7	~48%	~46%	

주1: 실제 운영실적은 BNP에서 제공한 예상 실적과 다를 수 있음

주2: 2016년 기준 Ocean Alliance에 소속된 선사 신항에서 처리한 총 물동량은 260만TEU 수준

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

신규 해운 동맹 구조



주: 개편된 해운동맹은 2017년 4월 1일자로 정식 출범하여 부산항에 입항하고 있음

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

주무관청과 소송 진행 현황

자산	사건	진행 현황	주무관청
백양터널 수정산터널	사업의 자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복할 것을 명하는 내용의 주무관청의 행정처분에 대한 취소 청구	부산고등법원은 사업시행자 승소 판결함 (2016년 6월) (두 사건 모두 부산광역시의 상고로 현재 대법원 계류 중)	부산시
	미지급 재정지원금 청구	<ul style="list-style-type: none"> - 백양터널 사업시행자 패소 (2017년 4월, 부산고등법원) - 백양터널 사업시행자 패소 (2016년 10월, 부산지방법원) - 수정산터널 사업시행자 승소 (2016년 11월, 부산지방법원) (부산광역시는 부산고등법원에 항소)	

주1: 백양터널: 132억원 (통행료 미인상 차액 보전금 일부) / 수정산터널: 47억원 (통행료 미인상 차액 보전금 및 최소운영수입 미달분 일부)

주2: 수정산터널은 2016년 11월 47억원의 미지급 재정지원금 전액을 지급 받았음

주3: 백양터널은 판결문을 수령하면 대법원 상고 여부를 결정할 예정

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

주무관청으로부터의 재정지원금 수령 내역

자산명	주무관청	지급기한 초과액 (백만원)	사업시행자 대응
백양터널	부산광역시	13,196	미지급금에 대한 청구 소송 진행 중. 2017년 4월 28일자 부산고등법원의 판결문을 수령하면 상고여부 검토 예정

주1: 현재까지 미지급된 재정지원금 중 지급 기한이 도래하지 않은 금액은 제외

주2: 2010년부터 2015년까지의 미지급액(2010: 1,894백만원, 2011: 1,321백만원, 2012: 1,958백만원, 2013: 2,673백만원, 2014: 2,625백만원, 2015: 2,725백만원).

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용수익	2,195	2,268	2,294	2,846	2,936
이자수익	1,781	1,770	1,744	1,723	1,702
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	409	402	543	1,114	1,222
기타운용수익	5	95	7	9	12
운용비용	657	969	603	598	594
운용수수료	354	377	374	373	371
자산보관수수료	3	3	3	4	4
사무관리수수료	2	2	3	3	3
이자비용	194	159	151	147	142
기타운용비용	104	429	71	73	74
법인세차감전이익	1,538	1,298	1,691	2,248	2,342
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,538	1,298	1,691	2,248	2,342
지배주주지분순이익	1,538	1,298	1,691	2,248	2,342
증감율(% YoY)					
운용수익	21.1	3.3	1.2	24.1	3.1
운용비용	18.5	47.6	-37.8	-0.7	-0.7
당기순이익	22.2	-15.6	30.3	32.9	4.2
EPS	22.1	-15.6	30.3	32.9	4.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용자산	6.5	17,405	17,607	17,744	17,910
현금및예치금	157	587	792	911	1,047
대출금	10,897	11,724	11,721	11,738	11,768
지분증권	5,122	5,095	5,095	5,095	5,095
기타자산	4,397	3,485	3,368	3,304	3,279
미수이자	4,336	3,429	3,315	3,254	3,232
미수금	24	25	25	25	25
선급비용	37	31	28	25	22
자산총계	20,574	20,890	20,976	21,047	21,188
운용부채	3,591	4,112	4,112	4,112	4,112
사채	2,497	2,498	2,498	2,498	2,498
장기차입금	1,094	1,614	1,614	1,614	1,614
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	89	94	99	104	109
기타부채	32	29	9	8	6
부채총계	3,712	4,235	4,220	4,223	4,227
자본금	16,710	16,710	16,710	16,710	16,710
이익잉여금	152	-55	46	115	252
자본총계	16,861	16,655	16,756	16,825	16,962
부채및자본총계	20,574	20,890	20,976	21,047	21,188

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산운용활동 현금유입액	4,394	3,487	3,269	3,788	3,852
이자수익	2,018	2,677	2,637	2,605	2,574
배당금수익	409	402	543	1,114	1,222
대출금의 회수	1,411	285	89	68	56
미수금의 회수	556	0	0	0	0
투자자산의 처분	0	27	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-2,098	-1,910	-531	-531	-531
대출금의 증가	1,660	1,112	86	86	86
선급비용의 지급	1	0	0	0	0
운용수수료의 지급	343	372	369	367	366
자산보관수수료의 지급	3	3	3	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	3	3	3
기타운용비용의 지급	89	420	70	71	73
자산운용활동으로 인한 현금유입액	2,296	1,576	2,738	3,257	3,321
재무활동 현금유입액	525	1,300	0	0	0
차입금의 차입	525	1,900	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,153	-3,047	-1,826	-2,379	-2,469
차입금의 상환	1,550	800	0	0	0
분배금의 지급	1,442	1,505	1,691	2,248	2,342
이자비용의 지급	160	141	134	130	126
차입부대비용의 선급	1	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-2,628	-1,147	-1,826	-2,379	-2,469
현금의 감소	-332	430	205	119	137
기초의 현금및현금성자산	489	157	587	792	911
기말의 현금및현금성자산	157	587	792	911	1,047

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

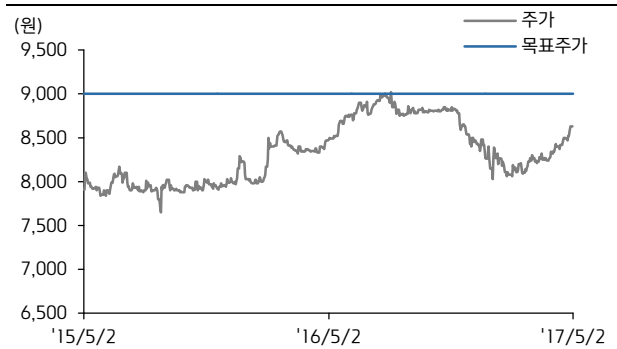
12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	464	392	510	678	707
BPS	5,087	5,025	5,055	5,076	5,117
DPS	464	400	510	678	707
주가배수(배)					
PER	17.3	20.8	16.9	12.7	12.2
PBR	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
수익성(%)					
순이익률	70.1	57.3	73.7	79.0	79.8
ROE	9.1	7.7	10.1	13.4	13.9
ROA	7.3	6.3	8.1	10.7	11.1
배당성향	100.0	102.1	100.0	100.0	100.0
배당수익률	5.8	4.9	5.9	7.9	8.2
안정성(%)					
부채비율	22.0	25.4	25.2	25.1	24.9
차입한도 소진율	71.6	82.0	82.0	82.0	82.0
차입한도(억원)					
총 차입부채	3,591	4,112	4,112	4,112	4,112
차입한도	5,013	5,013	5,013	5,013	5,013
잔여차입한도	1,422	901	901	901	901

- 당사는 4월 28일 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
	2017/01/03	Outperform(Upgrade)	9,000원
	2017/02/01	Outperform(Maintain)	9,000원
	2017/02/13	Outperform(Maintain)	9,000원
	2017/02/24	Outperform(Maintain)	9,000원
	2017/04/06	Outperform(Maintain)	9,000원
	2017/05/02	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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%