



BUY (Upgrade)

목표주가: 9,000원

주가(1/31): 8,240원

시가총액: 28,761억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@ktwom.com

Stock Data

KOSPI (1/31)		2,566.46pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,830원	8,050원
등락률	-6.68%	2.36%
수익률	절대	상대
1M	-0.1%	-4.0%
6M	-2.5%	-8.7%
1Y	2.2%	-17.6%

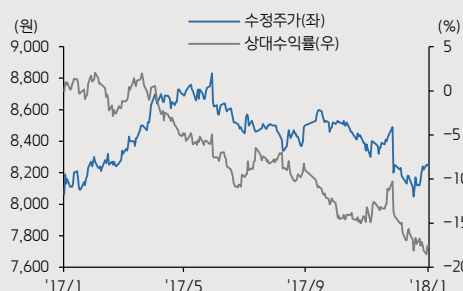
Company Data

발행주식수	349,044천주
일평균 거래량(3M)	508천주
외국인 지분율	22.01%
배당수익률(17E)	6.55%
BPS(17E)	5,295원
주요 주주	Newton Investment 7.78%
	한화손해보험 외 2인 6.12%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2016	2017	2018E	2019E
운용수익(억원)	2,268	2,400	2,776	2,892
이자수익(억원)	1,770	1,778	1,938	1,957
운용비용(억원)	969	528	577	562
이자비용(억원)	159	134	168	153
세전이익(억원)	1,298	1,873	2,199	2,330
당기순이익(억원)	1,298	1,873	2,199	2,330
EPS(원)	392	557	630	668
증감율(%)	-15.6%	42.3%	13.0%	6.0%
PER(배)	20.8	14.8	13.1	12.4
PBR(배)	1.6	1.6	1.5	1.5
순이익률(%)	57.3	78.0	79.2	80.6
배당성향(%)	102.1	96.9	100.0	100.4
배당수익률(%)	4.9	6.5	7.6	8.1
ROE(%)	7.8	10.1	11.9	12.5
부채비율(%)	25.4	14.4	14.0	14.0

Price Trend



맥쿼리인프라 (088980)

2018년 주당분배금 630원, 시가배당률 7.6%



〈장 후 실적발표〉 4분기 운용수익 481억원(YoY -6.5%), 순이익 353억원(YoY -5.8%)을 기록했습니다. 인천대교 추가투자 효과가 나타나고 있고, BNP는 가이던스를 초과 달성했습니다. 최근 주가는 금리인상, 제3연륙교, 유료도로법개정 등의 영향으로 부진하지만, 시장우려가 과하다는 판단입니다. 연간 주당분배금 추정치는 630원으로 시가배당률은 7.6%에 달합니다. 적극적인 매수전략을 추천합니다.

>>> Point 1. 신규투자 효과가 나타난 4분기

동사는 4분기 운용수익 481억원(YoY -6.5%), 당기순이익 353억원(YoY -5.8%)을 기록했다. 운용수익의 감소는 16년 4분기에 수정산투자(주)에서 배당수익 60억원이 반영된 반면, 17년 4분기에는 없었기 때문이다. 이자수익은 전년대비 7.4% 증가했으며, 이는 인천대교 자본재구조화 및 추가투자차 차입금 증액 및 대출금리 인상에 기인한다. 이자비용 감소는 인천대교 추가투자 이후 남은 유상증자 자금으로 신규 추가투자가 발생하기 전까지 신용공여약정 차입금을 모두 상환한 결과다. 4분기 성과보수는 발생하지 않았다. BNP의 4분기 총 처리 물동량은 54만TEU(YoY +33.6%), 영업수익 267억원(YoY +8.9%), EBITDA 118억원(YoY -6.2%), EBITDA 마진 44.3%를 달성했다. EBITDA가 전년대비 감소한 주요인은, 17년 물동량 급증으로 설비 부품 교체 관련 일회성 유지관리비용이 발생했기 때문이다.

>>> Point 2. 우려를 해소시킨 BNP, 가이던스 초과 달성

BNP의 17년 연간 총 처리 물동량은 203만TEU(YoY +27.0%)로 가이던스를 초과 달성했다. 연간 물동량 중 역대 최고 수준이며, 우려 대비 양호하게 이어진 Ocean Alliance와의 파트너십에 기인한다. 연간 영업수익 1,051억원(YoY +14.7%), EBITDA 506억원(13.2%), EBITDA 마진 48.1%로 모두 가이던스를 초과 달성했다. 실적 개선의 주요인은 물동량 증가와 성공적인 운영 계약 변경을 통한 비용 효율화 등이다. 올해 가이던스는 목표 처리 물동량 230만TEU, 영업수익 1,151억원, EBITDA 557억원이다. 1) Ocean Alliance 파트너십으로 인해 유입되는 물량이 전 기간에 걸쳐 반영되고, 2) 부산항 자체도 7%의 성장을 보일 것으로 예상되는 점 등을 반영했다. BNP에 대한 우려를 해소시켜주고 있다는 판단이다.

>>> Point 3. 18년 주당분배금 630원 추정, D/Y 7.6%

4분기 유료도로의 가중평균 통행량은 전년대비 3.2% 증가했지만, 통행료수입은 추석기간 통행로 면제로 전년대비 1.3% 감소했다. 이는 향후 보전 받을 예정으로, 추석 효과를 제거하면 증가한 것으로 파악된다. 최근 주가는 금리인상, 제3연륙교, 유료도로법개정 등의 영향으로 부진한 국면이다. 하지만 1) 금리인상에도 올해 예상 배당률 7.6%의 대안상품을 찾기 어렵고, 2) 제3연륙교는 최악의 경우 인천시가 강행한다 하더라도 준공까지 5년 이상이 걸린다는 점을 감안하면 올해 투자이사결정의 주요 고려사항은 아니라는 판단이다. 다만, 유료도로법개정의 경우 실시협약을 변경할 수 있는 중요 쟁점이 존재하기 때문에 연내 발표될 시행령을 분석해 볼 필요가 있다. 시장 우려가 과하다는 판단이며, 올해 연간 주당분배금 추정치는 630원으로 시가배당률은 7.6%에 달한다. 적극적인 매수전략을 추천한다.

맥쿼리인프라 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(GAAP 개별)	3Q16	2Q17	3Q17			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
운용수익	514	520	481	-6.5%	-7.5%	461	4.4%
이자수익	446	445	479	7.4%	7.6%	461	3.9%
운용비용	139	130	128	-8.4%	-2.0%	155	-17.9%
순이익	375	389	353	-5.8%	-9.3%	305	15.7%

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018E
운용수익	870	441	443	514	970	430	520	481	2,268	2,400	2,776
이자수익	442	440	442	446	425	429	445	479	1,770	1,778	1,938
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	342	0	0	60	543	0	72	0	402	615	830
기타운용수익	86	1	0	8	2	1	3	2	95	7	8
운용비용	317	374	139	139	131	139	130	128	969	528	577
운용수수료	92	94	98	94	89	93	91	93	377	365	380
이자비용	41	41	36	41	37	35	33	28	159	134	168
기타운용비용	184	239	5	5	5	11	6	6	433	28	29
세전이익	553	67	304	375	839	291	389	353	1,298	1,873	2,199
당기순이익	553	67	304	375	839	291	389	353	1,298	1,873	2,199

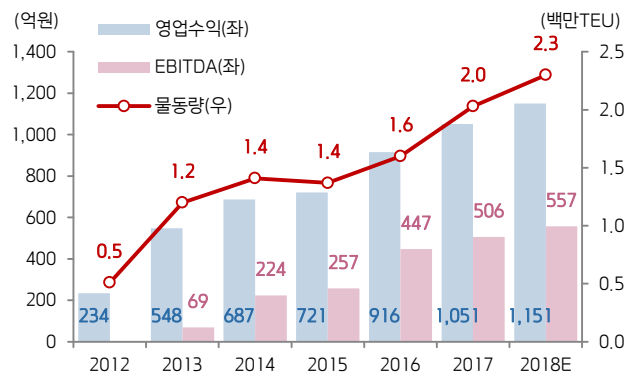
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

배당수익 추정 현황 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017
배당수익	342	0	0	60	543	0	72	0	402	615
yoy	327.8%	N/A	N/A	N/A	58.7%	N/A	N/A	N/A	-1.7%	53.0%
배당수익(경상적)	241	0	0	60	543	0	72	0	301	615
수정산투자자(주)	0	0	0	60	0	0	0	0	60	0
신공항하이웨이(주)	241	0	0	0	313	0	72	0	241	385
천안논산고속도로(주)	0	0	0	0	230	0	0	0	0	230
배당수익(일회성)	101	0	0	0	0	0	0	0	101	0

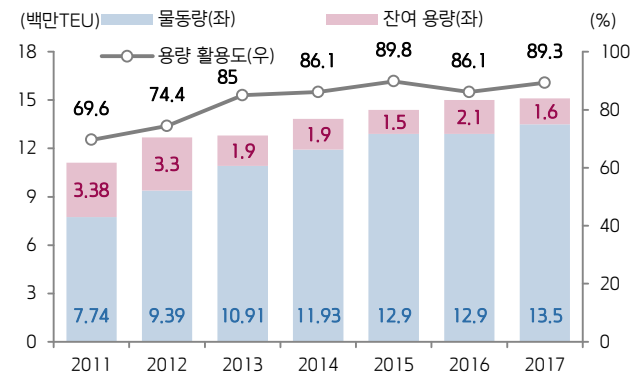
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 성과 추이 및 2018년 목표



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

부산 신항의 성과 추이



자료: 부산항만공사, 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 BNP 운영 실적

	4Q16	4Q17	y-y(%)	2016년	2017년	y-y(%)	2018년 목표
물동량 (백만TEU)	0.41	0.54	33.6%	1.60	2.03	27.0%	2.30
영업수익 (십억원)	24.5	26.7	8.9%	91.6	105.1	14.7%	115.1
EBITDA (십억원)	12.6	11.8	-6.2%	44.7	50.6	13.2%	55.7
EBITDA 마진	51.4%	44.3%	-7.1%p	48.7%	48.1%	-0.6%p	~48%

주1: 실제 운영실적은 목표 혹은 예상 실적과 다를 수 있음

주2: 2017년 4분기 EBITDA가 전년 동기 대비 감소한 주요 사유는, 2017년도 동안 물동량 급증으로 설비 부품 교체 관련 일회성 유지관리비용이 발생했기 때문

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 BNP 운영 실적

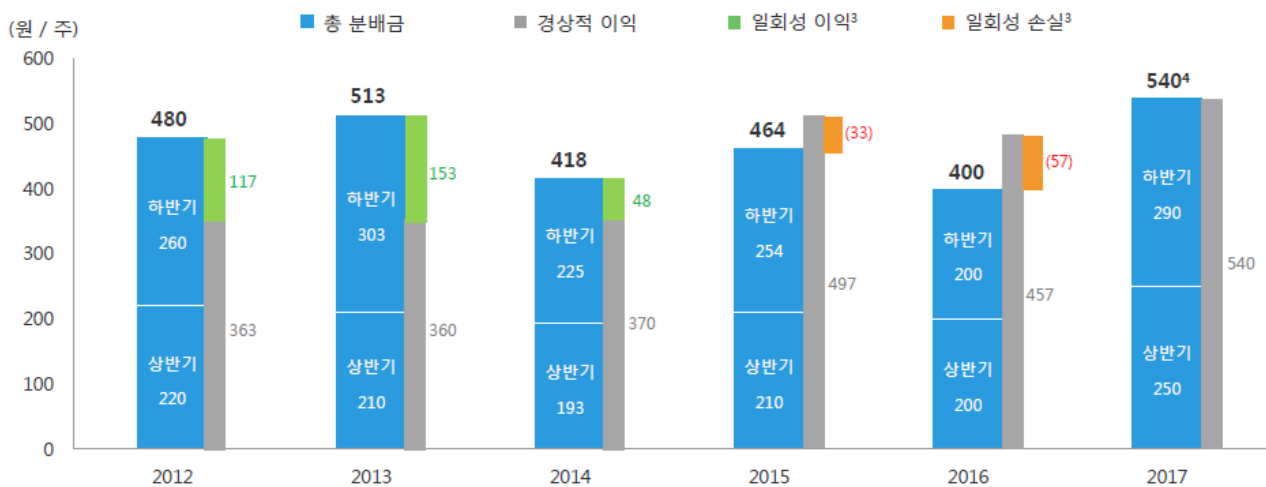
투자법인	사건	진행경과	현황
백양터널(유) / 수정산투자(주)	투자법인의 자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복할 것을 명하는 내용의 주무관청 행정처분에 대한 취소 청구	부산고등법원은 원심대로 두 투자법인의 승소 판결을 내렸음(2016년 6월)	부산광역시의 상고로 대법원에 계류 중
	미지급 재정지원금 청구	부산고등법원은 원심대로 백양터널(유)의 패소 판결을 내렸음(2017년 4월)	백양터널(유)의 상고로 대법원에 계류 중
		부산고등법원은 원심대로 수정산터널(주)의 승소 판결을 내렸음(2017년 5월)	부산광역시의 상고로 대법원에 계류 중

주1: 미지급 재정지원금 청구 - 백양터널: 131억원(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

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 분배 실적 추이



주: 일회성 이익과 일회성 손실은 초과분배금 포함

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 도로자산의 운영성과

	2017년 연간				2017년 4분기			
	일평균 통행량		일평균 통행료수입		일평균 통행량		일평균 통행료수입	
	대/일	전년대비 증감 (%)	1,000원/일	전년대비 증감 (%)	대/일	전년대비 증감 (%)	1,000원/일	전년대비 증감 (%)
백양터널²	78,477	(0.2%)	64,218	(0.7%)	77,900	(2.4%)	62,228	(5.5%)
광주 제2순환도로, 1구간	52,844	7.1%	55,821	6.8%	54,163	4.4%	57,112	3.4%
인천국제공항 고속도로²	82,015	7.0%	411,009	4.5%	84,146	7.1%	410,549	1.9%
수정산 터널²	49,713	0.4%	45,136	0.0%	49,587	(2.3%)	44,016	(5.3%)
천안-논산 고속도로²	53,759	4.2%	447,401	0.5%	54,015	2.1%	439,770	(3.3%)
우면산 터널	30,710	4.1%	66,738	4.2%	32,678	10.0%	71,133	10.3%
광주 제2순환도로, 3-1구간	46,583	13.6%	49,822	14.6%	48,806	7.4%	52,272	7.8%
마창대교²	39,214	6.6%	86,552	5.0%	40,684	5.8%	86,720	0.5%
용인-서울 고속도로²	92,283	0.6%	148,119	(0.2%)	92,551	(3.1%)	145,368	(5.9%)
서울-춘천 고속도로²	50,724	7.0%	324,576	4.7%	51,132	9.5%	316,461	3.2%
인천대교²	47,848	7.4%	240,010	1.4%	48,909	5.8%	218,221	(11.0%)
가중평균증가율³		4.7%		2.6%		3.2%		(1.3%)

주1: 2016년 연간 통행량 대비 2017년 연간 통행량 기준

주2: 정부 방침에 따라 2017년 10월 추석 연휴 3일 동안 통행료를 면제함. 2018년 내에 정부로부터 보전금을 받지만,

이 영향으로 2017년 통행료수입 증가율은 통행량 증가율 대비 낮은 수준을 기록함

주3: 자산별 통행료수입에 대한 가치치 및 각 투자법인의 MKIF 지분율에 기초하여 산정

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017	2018E	2019E
운용수익	2,195	2,268	2,400	2,776	2,892
이자수익	1,781	1,770	1,778	1,938	1,957
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	409	402	615	830	926
기타운용수익	5	95	7	8	9
운용비용	657	969	528	577	562
운용수수료	354	377	365	380	379
자산보관수수료	3	3	3	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	194	159	134	168	153
기타운용비용	104	429	23	23	23
법인세차감전이익	1,538	1,298	1,873	2,199	2,330
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,538	1,298	1,873	2,199	2,330
지배주주지분순이익	1,538	1,298	1,873	2,199	2,330
증감율(% YoY)					
운용수익	21.1	3.3	5.8	15.6	4.2
운용비용	18.5	47.6	-45.6	9.2	-2.6
당기순이익	22.2	-15.6	44.2	17.4	6.0
EPS	22.1	-15.6	42.3	13.0	6.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017	2018E	2019E
운용자산	16,176	17,405	17,557	17,634	17,731
현금및예치금	157	587	376	433	497
대출금	10,897	11,724	12,275	12,295	12,327
지분증권	5,122	5,095	4,906	4,906	4,906
기타자산	4,397	3,485	3,580	3,529	3,539
미수이자	4,336	3,429	3,478	3,479	3,492
미수금	24	25	28	28	28
선급비용	37	31	73	22	19
자산총계	20,574	20,890	21,137	21,163	21,270
운용부채	3,591	4,112	2,499	2,499	2,499
사채	2,497	2,498	2,499	2,499	2,499
장기차입금	1,094	1,614	0	0	0
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	89	94	93	98	103
기타부채	32	29	62	10	9
부채총계	3,712	4,235	2,654	2,607	2,610
자본금	16,710	16,710	18,156	18,156	18,156
이익잉여금	152	-55	326	400	504
자본총계	16,861	16,655	18,482	18,556	18,660
부채및자본총계	20,574	20,890	21,137	21,163	21,270

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017	2018E	2019E
자산운용활동 현금유입액	4,394	3,487	3,466	3,827	3,939
이자수익	2,018	2,677	2,688	2,930	2,960
배당금수익	409	402	615	830	926
대출금의 회수	1,411	285	165	66	53
미수금의 회수	556	0	-3	0	0
투자자산의 처분	0	27	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-2,098	-1,910	-388	-489	-489
대출금의 증가	1,660	1,112	0	86	86
선급비용의 지급	1	0	0	0	0
운용수수료의 지급	343	372	360	375	374
자산보관수수료의 지급	3	3	3	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	2
기타운용비용의 지급	89	420	22	22	22
자산운용활동으로 인한 현금유입액	2,296	1,576	3,078	3,337	3,450
재무활동 현금유입액	525	1,300	0	0	0
차입금의 차입	525	1,900	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,153	-3,047	-2,004	-2,348	-2,475
차입금의 상환	1,550	800	0	0	0
분배금의 지급	1,442	1,505	1,885	2,199	2,339
이자비용의 지급	160	141	119	148	136
차입부대비용의 선급	1	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-2,628	-1,147	-2,004	-2,348	-2,475
현금의 감소	-332	430	-211	56	65
기초의 현금및현금성자산	489	157	587	376	433
기말의 현금및현금성자산	157	587	376	433	497

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

12월 결산, GAAP 개별	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	464	392	557	630	668
BPS	5,087	5,025	5,295	5,316	5,346
DPS	464	400	540	630	670
주가배수(배)					
PER	17.3	20.8	14.8	13.1	12.4
PBR	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
수익성(%)					
순이익률	70.1	57.3	78.0	79.2	80.6
ROE	9.1	7.7	10.7	11.9	12.5
ROA	7.3	6.3	8.9	10.4	11.0
배당성향	100.0	102.1	96.9	100.0	100.4
배당수익률	5.8	4.9	6.5	7.6	8.1
안정성(%)					
부채비율	22.0	25.4	14.4	14.0	14.0
차입한도 소진율	71.6	82.0	45.9	45.9	45.9
차입한도(억원)					
총 차입부채	3,591	4,112	2,499	2,499	2,499
차입한도	5,013	5,013	5,447	5,447	5,447
잔여차입한도	1,422	901	2,948	2,948	2,948

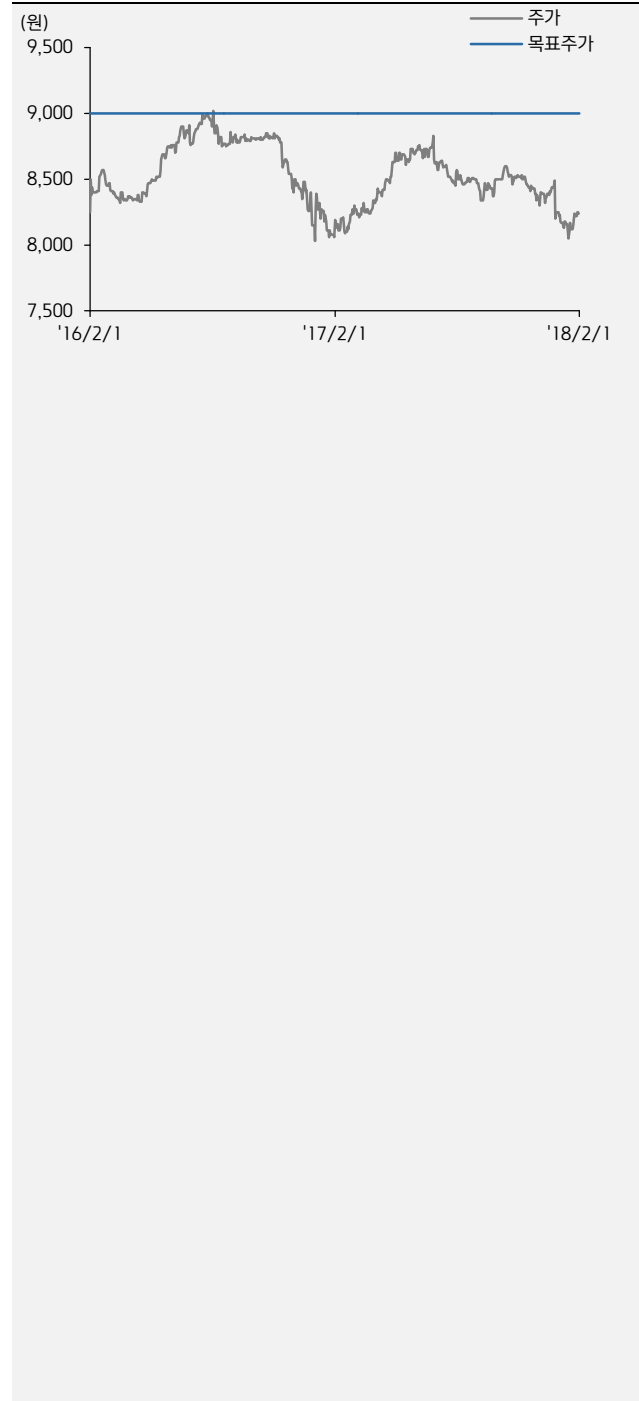
Compliance Notice

- 당사는 1월 31일 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.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
맥쿼리인프라 (088980)	2016/02/01	BUY(Maintain)	9,000원	6개월	-6.05	-4.78
	2016/02/23	Outperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-6.01	-4.78
	2016/02/29	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-6.53	-4.78
	2016/04/04	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-6.63	-4.78
	2016/05/02	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.92	-2.67
	2016/06/07	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.68	-1.44
	2016/06/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.23	-1.00
	2016/07/04	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.55	0.00
	2016/08/01	Marketperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-2.09	0.22
	2016/10/05	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.08	0.22
	2016/10/24	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.07	0.22
	2016/10/31	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.83	0.22
	2016/12/15	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.92	0.22
	2016/12/19	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-3.43	0.22
	2017/01/03	Outperform (Upgrade)	9,000원	6개월	-4.31	0.22
	2017/02/01	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-9.39	-8.89
	2017/02/13	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-9.51	-8.78
	2017/02/24	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-8.63	-7.00
	2017/04/06	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-7.80	-4.11
	2017/05/02	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-6.35	-2.67
	2017/06/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.98	-1.89
	2017/07/05	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.82	-1.89
	2017/07/31	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.83	-1.89
	2017/08/18	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.89	-4.44
	2017/10/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.77	-4.44
	2017/11/01	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-6.67	-4.44
	2018/02/01	BUY(Upgrade)	9,000원	6개월		

목표주가 추이



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%