



MarketPerform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(6/29): 8,960원

시가총액: 31,274억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/29)	2,326.13pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,030 원	8,050원
등락률	-0.78%	11.30%
수익률	절대	상대
1M	0.6%	6.2%
6M	8.6%	15.2%
1Y	3.6%	6.7%

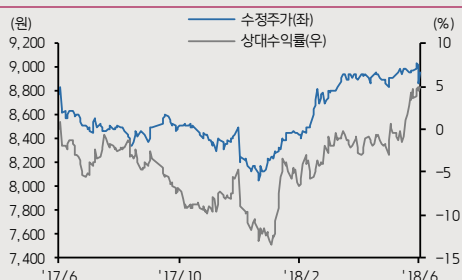
Company Data

발행주식수	349,044 전주
일평균 거래량(3M)	594천주
외국인 지분율	22.80%
배당수익률(18E)	6.92%
BPS(18E)	5,316원
주요 주주	Newton Investment 7.78%
	한화손해보험 외2인 6.12%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익(억원)	2,400	2,644	2,747	2,804
이자수익(억원)	1,778	1,973	2,023	2,043
운용비용(억원)	528	488	508	528
이자비용(억원)	134	94	100	121
세전이익(억원)	1,873	2,156	2,239	2,276
당기순이익(억원)	1,873	2,156	2,239	2,276
EPS(원)	557	618	641	652
증감율(%YoY)	42.3%	10.8%	3.8%	1.7%
PER(배)	14.8	14.5	14.0	13.7
PBR(배)	1.6	1.7	1.7	1.7
순이익률(%)	78.0	81.5	81.5	81.2
배당성향(%)	96.9	100.4	99.8	99.7
배당수익률(%)	6.5	6.9	7.1	7.3
ROE(%)	10.1	11.6	12.0	12.1
부채비율(%)	14.4	14.0	14.0	13.9

Price Trend



맥쿼리인프라 (088980)

투자수익률 향상과 배당가능이익 증대 기대



〈자금재조달〉 동사는 보유 자산 중 하나인 서울-춘천 고속도로에 대해 추가 투자 및 자금재조달을 실행했습니다. 이번 거래는 1) 신규투자에 대한 운용사의 의지를 확인했고, 2) 현재 인프라시장에서 찾기 어려운 수익성 높은 도로자산에 대한 추가 투자가 이뤄졌으며, 3) 불균등 유상감자를 통해 지분율을 줄이고 후순위차입금을 늘리면서 투자수익률을 높이고 배당가능이익을 증대시키는 성공적인 거래라는 판단입니다.

>>> 서울-춘천고속도로 추가 투자 및 자본재구조화

동사는 지난달 28일 서울-춘천고속도로의 주주들과 국토교통부 간에 변경 실시협약을 체결했다. 이에 따라 사업시행자는 신규 차입약정을 맺고, 주주구성 변경 및 자본 감소를 실행하며, 서울-춘천 고속도로의 통행료를 인하하기로 결정했다. 이번 서울-춘천고속도로 자금재조달에서 동사에 영향을 주는 주요 내용은 1) 지분 3.6% 인수, 2) 불균등 유상감자, 3) 신규 후순위차입금 투자, 만기 연장, 금리상승, 5) MRG 유지, 6) 통행료 약 16.2% 인하(6,800원/대 → 5,700원/대) 등이다.

>>> 투자수익률 향상과 배당가능이익 증대

서울-춘천고속도로는 MRG 이상의 자산으로 통행량이 일정하다면 통행료 인하만큼 사업시행자의 영업수익은 감소하게 된다. 다만 이번 거래를 통해 동사는 1) 지분율 증가(+0.83%p)와 신규 후순위차입금을 개선된 조건으로 추가 투자함으로써 수익률 개선 및 배당가능이익 증대, 2) 불균등 유상감자로 인한 현금 유입 634억원, 3) 미지급 통행료 미인상 보전금 해결, 4) 투자 포트폴리오의 평균 실시협약기간 약 0.1년 연장, 5) 일회성 세무상 이익 160억원 발생 등의 긍정적인 효과를 이끌어냈다. 총 투자금액은 기존 주주 중 일부가 보유한 지분 3.6%(총 154억원: 1.5% 주당 5,804원 및 2.1% 주당 7,100원)을 인수하고, 신규 후순위차입금 743억원을 추가해 총 897억원이다. 투자 금액 중 634억원은 불균등 유상감자를 통해 유입된 현금을 사용할 예정이다. 따라서 동 거래로 동사는 사업시행자에 263억원을 추가 투자하게 된다. 추가 투자금액은 MKIF의 신용공여약정을 통해 조달할 예정이다.

>>> 하반기 주당분배금 310원 유지

이번 거래는 1) 신규 자산은 아니지만, 투자자들이 기대했던 신규투자에 대한 운용사의 의지를 확인했고, 2) 인천대교에 이어 현재 인프라시장에서 찾기 어려운 수익성 높은 도로자산에 대한 추가 투자가 이뤄졌으며, 3) 불균등 유상감자를 통해 지분율을 줄이고 후순위차입금을 늘리면서 투자수익률을 높이고 배당가능이익을 증대시키는 성공적인 거래라는 판단이다. 하반기 주당분배금 추정치는 310원이지만, 일회성 세무상 이익이 160억원 발생했기 때문에 연말 결산에 따라 주당분배금이 소폭 증가할 수도 있을 전망이다. 동사의 뛰어난 파이낸싱 역량을 다시 한 번 확인시켜 준 훌륭한 거래라는 판단이다.

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
운용수익	970	430	520	481	1,053	476	577	538	2,400	2,644	2,747
이자수익	425	429	445	479	468	475	494	535	1,778	1,973	2,023
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	543	0	72	0	583	0	80	0	615	663	716
기타운용수익	2	1	3	2	1	1	3	2	7	8	9
운용비용	131	139	130	128	128	126	122	112	528	488	508
운용수수료	89	93	91	93	92	92	93	89	365	366	379
이자비용	37	35	33	28	27	23	23	20	134	94	100
기타운용비용	5	11	6	6	8	11	6	3	28	29	29
세전이익	839	291	389	353	925	350	455	425	1,873	2,156	2,239
당기순이익	839	291	389	353	925	350	455	425	1,873	2,156	2,239

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

서울-춘천 고속도로(주)에 대한 MKIF 투자 내역

구분	거래 전	거래 후
자본금(지분율)	486억원(15.00%)	156억원(15.83%)
할증감자 효과	해당없음	150억원
후순위차입금(지분율)	874억원(50.00%)	874억원(50.00%)
신규 후순위차입금(지분율)	해당없음	743억원(23.26%)
투자금액 총계	1,360억원	1,623억원
MKIF 포트폴리오 비중	8.0%	9.4%

주: 2018년 3월 31일 투자금액 기준; 고려산업개발이 보유한 서울-춘천 고속도로(주) 지분 1.5% 취득을 위해 2017년 2월 17일 지급한 선금금 49억원 제외

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

서울-춘천 고속도로(주) 자금재조달 주요 내용 및 기대효과

거래의 주요 내용	MKIF에 미치는 기대효과
기존 선순위차입금 4,865억원에 대해 만기 연장 및 금리인하 등 개선된 조건으로 차환	서울-춘천 고속도로(주)에 대한 MKIF의 투자규모 증가
3,195억원 규모의 신규 후순위차입금 추가	MKIF의 수익률 개선 및 배당가능이익 증대
기존 주주 4개사(매수 주주단)는 타 기존 주주 3개사(매도 주주단)가 보유한 서울-춘천 고속도로(주)의 합산 지분 15.00%를 인수	미지급 통행료 미인상 보전금 해결
서울-춘천 고속도로(주) 자본금에 대한 3,195억원의 유상감자를 실행하여 잔여 주주에 환원	투자 포트폴리오의 평균 실시협약기간 약 0.1년 연장
실시협약 변경에 따라 서울-춘천 고속도로 통행료를 1종 차량 기준, 현재 6,800원/대에서 5,700원/대로 인하(2018년 4월 16일부터 적용)	일회성 회계상 손익 없음 일회성 세무상 이익 160억원 발생

주1: 기존 선순위차입금액은 선순위차입금 금융종결 예상일(2018년 6월 29일) 기준 추정금액

주2: 매수 주주단은 현대산업개발, MKIF, 교직원공제회, 현대건설

주3: 매도 주주단은 고려산업개발(4%), 롯데건설(7%), 한일건설(4%)

주4: 주당 7,100원에 유상감자 진행; 945억원 프리미엄 포함

주5: 잔여 주주는 현대산업개발, MKIF, 교직원공제회, 현대건설, 한국도로공사, 강원도, 춘천시

주6: 통행료는 승용차, 미니 트럭, 16인승 미만의 여객 수송용 차량; 서울-춘천 고속도로 최장거리 기준(2018년 4월 12일자 국토교통부 보도자료)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

서울-춘천 고속도로(주) 자금재조달 거래 내역 요약

구분	거래 전	거래 후	거래에 따른 변동사항
주주구성	현대산업개발 (25.00%) MKIF (15.00%) 교직원공제회 (15.00%) 현대건설 (10.00%) 한국도로공사 (10.00%) 강원도 (5.0%) 춘천시 (5.0%) 매도 주주단 (15.00%)	현대산업개발 (33.85%) MKIF (15.83%) 교직원공제회 (18.63%) 현대건설 (11.69%) 한국도로공사 (10.00%) 강원도 (5.0%) 춘천시 (5.0%)	* 매도 주주단이 보유한 총 15.00%의 지분을 매수 주주단에 매각
자본금	3,238억원	988억원	* 유상감자 * 유상감자로 MKIF에 유입된 현금은 신규 후순위차입금에 투자
선순위차입금	4,865억원 고정금리 1,081억원: 연 6.52% 2024년 2분기 만기 변동금리 3,784억원: 1년 무보증 회사채(AA-) + 연 1.65% 2024년 2분기 만기	4,650억원 고정금리 4,650억원: 연 4.30% 2035년 2분기 만기	* 선순위차입금 총액 215억원 감소 * 만기 약 11년 연장 * 선순위차입금 전체 고정금리로 변경
기존 후순위차입금	1,749억원 고정금리 1,749억원: 연 11.59% 2031년 2분기 만기	동일	* 변동없음
신규 후순위차입금	없음	3,195억원 고정금리 3,195억원: 연 13.90% 2038년 4분기 만기	* 고정금리 연 13.90%의 신규 후순위차입금 추가 * MKIF의 투자금액은 743억원
통행료	6,800원/대	5,700원/대	* 주무관청과의 이익 공유로 통행료 약 16.2% 인하
MRG	초기 15년간(~2024년) 실시협약상 추정치의 80%/70%/60%	동일	* 변동없음

주1: 매수 주주단은 현대산업개발, MKIF, 교직원공제회, 현대건설

주2: 매도 주주단은 고려산업개발(4%), 롯데건설(7%), 한일건설(4%)

주3: 거래 전 선순위차입금액은 선순위차입금 금융종결 예상일(2018년 6월 29일) 기준 추정금액

주4: 통행료는 승용차, 미니 트럭, 16인승 미만의 여객 수송용 차량; 서울-춘천 고속도로 최장거리 기준(2018년 4월 12일자 국토교통부 보도자료)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익	2,268	2,400	2,644	2,747	2,804
이자수익	1,770	1,778	1,973	2,023	2,043
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	402	615	663	716	752
기타운용수익	95	7	8	9	10
운용비용	969	528	488	508	528
운용수수료	377	365	366	379	378
자산보관수수료	3	3	4	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	159	134	94	100	121
기타운용비용	429	23	23	23	23
법인세차감전이익	1,298	1,873	2,156	2,239	2,276
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,298	1,873	2,156	2,239	2,276
지배주주지분순이익	1,298	1,873	2,156	2,239	2,276
증감율(% YoY)					
운용수익	3.3	5.8	10.1	3.9	2.1
운용비용	47.6	-45.6	-7.5	4.2	3.9
당기순이익	-15.6	44.2	15.1	3.8	1.7
EPS	-15.6	42.3	10.8	3.8	1.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용자산	17,405	17,557	17,634	17,731	17,852
현금및예치금	587	376	433	497	572
대출금	11,724	12,275	12,295	12,327	12,374
지분증권	5,095	4,906	4,906	4,906	4,906
기타자산	3,485	3,580	3,529	3,539	3,560
미수이자	3,429	3,478	3,479	3,492	3,515
미수금	25	28	28	28	28
선급비용	31	73	22	19	17
자산총계	20,890	21,137	21,163	21,270	21,413
운용부채	4,112	2,499	2,499	2,499	2,499
사채	2,498	2,499	2,499	2,499	2,499
장기차입금	1,614	0	0	0	0
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	94	93	98	103	108
기타부채	29	62	10	9	8
부채총계	4,235	2,654	2,607	2,610	2,615
자본금	16,710	18,156	18,156	18,156	18,156
이익잉여금	-55	326	400	504	642
자본총계	16,655	18,482	18,556	18,660	18,798
부채및자본총계	20,890	21,137	21,163	21,270	21,413

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산운용활동 현금유입액	3,487	3,466	3,713	3,828	3,881
이자수익	2,677	2,688	2,984	3,059	3,089
배당금수익	402	615	663	716	752
대출금의 회수	285	165	66	53	39
미수금의 회수	0	-3	0	0	0
투자자산의 처분	27	0	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-1,910	-388	-475	-488	-488
대출금의 증가	1,112	0	86	86	86
선급비용의 지급	0	0	0	0	0
운용수수료의 지급	372	360	360	374	373
자산보관수수료의 지급	3	3	4	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	2
기타운용비용의 지급	420	22	22	22	22
자산운용활동으로 인한 현금유입액	1,576	3,078	3,238	3,340	3,393
재무활동 현금유입액	1,300	0	0	0	0
차입금의 차입	1,900	0	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,047	-2,004	-2,248	-2,324	-2,376
차입금의 상환	800	0	0	0	0
분배금의 지급	1,505	1,885	2,164	2,234	2,269
이자비용의 지급	141	119	83	89	107
차입부대비용의 선급	1	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-1,147	-2,004	-2,248	-2,324	-2,376
현금의 감소	430	-211	56	65	75
기초의 현금및현금성자산	157	587	376	433	497
기말의 현금및현금성자산	587	376	433	497	572

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	392	557	618	641	652
BPS	5,025	5,295	5,316	5,346	5,386
DPS	400	540	620	640	650
주가배수(배)					
PER	20.8	14.8	14.5	14.0	13.7
PBR	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
수익성(%)					
순이익률	57.3	78.0	81.5	81.5	81.2
ROE	7.7	10.7	11.6	12.0	12.2
ROA	6.3	8.9	10.2	10.6	10.7
배당성향	102.1	96.9	100.4	99.8	99.7
배당수익률	4.9	6.5	6.9	7.1	7.3
안정성(%)					
부채비율	25.4	14.4	14.0	14.0	13.9
차입한도 소진율	82.0	45.9	45.9	45.9	45.9
차입한도(억원)					
총 차입부채	4,112	2,499	2,499	2,499	2,499
차입한도	5,013	5,447	5,447	5,447	5,447
잔여차입한도	901	2,948	2,948	2,948	2,948

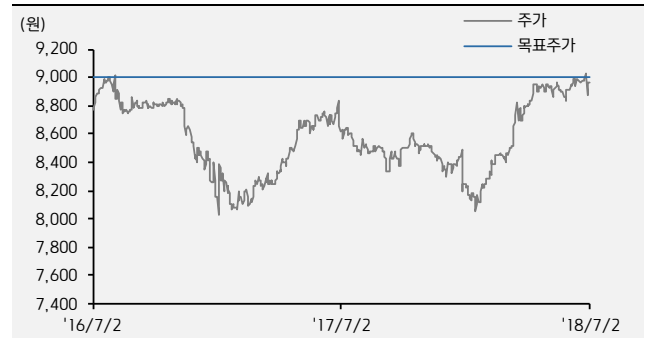
Compliance Notice

- 당사는 6월 29일 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)	2016/06/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.77	-1.00
	2016/07/04	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.18	0.00
	2016/08/01	Marketperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-1.71	0.22
	2016/10/05	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.76	0.22
	2016/10/24	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.77	0.22
	2016/10/31	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.43	0.22
	2016/12/15	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-6.03	-5.78
	2016/12/19	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-7.78	-5.78
	2017/01/03	Outperform (Upgrade)	9,000원	6개월	-8.52	-5.78
	2017/02/01	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-8.69	-5.78
	2017/02/13	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-8.84	-5.78
	2017/02/24	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-8.58	-5.78
	2017/04/06	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-8.05	-4.11
	2017/05/02	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-6.94	-2.67
	2017/06/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-3.37	-1.89
	2017/07/05	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.25	-1.89
	2017/07/31	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.64	-1.89
	2017/08/18	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.24	-1.89
	2017/10/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.25	-1.89
	2017/11/01	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.51	-1.89
	2018/02/01	BUY(Upgrade)	9,000원	6개월	-6.91	-6.11
	2018/02/20	Outperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-4.44	-0.56
	2018/04/16	Marketperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-3.80	-0.56
	2018/05/02	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.77	-0.11
	2018/06/18	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.57	0.33
	2018/07/02	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월		

목표주가 추이



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%