



MarketPerform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(7/31): 9,050원

시가총액: 31,589억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@ktwom.com

Stock Data

KOSPI (7/31)		2,295.26pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,050 원	8,050원
등락률	0.00%	12.42%
수익률	절대	상대
1M	1.0%	2.4%
6M	9.8%	22.8%
1Y	7.1%	12.1%

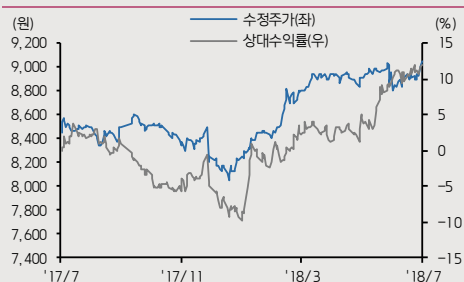
Company Data

발행주식수	349,044 천주
일평균 거래량(3M)	484천주
외국인 지분율	23.07%
배당수익률(18E)	6.85%
BPS(18E)	5,316원
주요 주주	Newton Investment 7.78%
	한화손해보험 외 2인 6.12%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익(억원)	2,400	2,662	2,766	2,823
이자수익(억원)	1,778	1,991	2,041	2,061
운용비용(억원)	528	507	529	546
이자비용(억원)	134	94	97	106
세전이익(억원)	1,873	2,155	2,237	2,277
당기순이익(억원)	1,873	2,155	2,237	2,277
EPS(원)	557	617	641	652
증감율(YoY)	42.3%	10.7%	3.8%	1.8%
PER(배)	14.8	14.7	14.1	13.9
PBR(배)	1.6	1.7	1.7	1.7
순이익률(%)	78.0	80.9	80.9	80.7
배당성향(%)	96.9	100.4	99.9	99.7
배당수익률(%)	6.5	6.9	7.1	7.2
ROE(%)	10.1	11.6	12.0	12.1
부채비율(%)	14.4	14.0	14.0	13.9

Price Trend



2Q18 실적 Review

맥쿼리인프라 (088980)

이슈가 많은 하반기, 불확실성 제거 필요



〈장 후 실적발표〉 2분기 운용수익 477억원(YoY +11.0%), 당기순이익 350억원(YoY +20.4%)을 기록했습니다. 인천대교 추가투자 효과가 지속되고 있고, 하반기에는 서울-춘천고속도로의 성공적인 자금재조달 효과도 반영될 전망입니다. BNP는 역대 최고 상반기 처리 물동량을 기록했습니다. 연간 예상 주당분배금은 620원, 시가 배당수익률은 6.9%입니다.

>>> Point 1. 신규투자 효과가 지속될 하반기

동사는 2분기 운용수익 477억원(YoY +11.0%), 당기순이익 350억원(YoY +20.4%)을 기록했다. 이자수익은 전년대비 11.2% 증가했으며, 1분기에 이어 작년 하반기 진행된 인천대교 자본재구조화 및 추가투자차입금 증액 및 대출금리 인상 효과에 기인한다. 하반기에는 서울-춘천고속도로의 성공적인 자금재조달 효과가 반영되면서 이자수익 개선이 지속될 전망이다. 이자비용의 감소는 1) 기존 대비 저금리로 발행한 회사채와 2) 인천대교 추가투자 이후 남은 유상증자 자금으로 신규 추가투자가 발생하기 전까지 신용공여약정 차입금을 상환한 결과다. 8월 주주들에게 분배금이 지급된 후 차입금 증가로 이자비용이 증가할 수 있으나 그 영향은 크지 않을 전망이다. 2분기 성과보수는 발생하지 않았다. BNP의 2분기 총처리 물동량은 60만TEU(YoY +18.6%), 영업수익 293억원(YoY +13.2%), EBITDA 143억원(YoY +12.9%), EBITDA 마진 48.8%를 달성해 양호한 실적을 기록했다.

>>> Point 2. 시장의 우려에도 양호한 실적을 기록중인 BNP

BNP의 올해 연간 총 목표 처리 물동량은 230만TEU(YoY +13.3%)로 상반기 기준 50%를 달성했다. 이는 BNP가 처리한 상반기 물동량 중 역대 최고 수준으로, 우려 대비 양호하게 이어진 Ocean Alliance와의 파트너십에 기인한다. 올해 목표 영업수익은 1,151억원(YoY +9.5%)으로 상반기 기준 48.4%를 달성했으며, 목표 EBITDA는 557억원(+10.1%)으로 상반기 기준 46.1%를 달성했다. 물동량과 영업수익은 양호한 흐름을 유지하고 있다. 1분기 다소 부진했던 EBITDA의 경우에도 2분기 크게 개선되면서 상반기 목표치에 부합하는 수준으로 파악된다. 따라서 연간 가이드는 충분히 달성 가능할 것으로 판단된다.

>>> Point 3. 이슈가 많은 하반기, 불확실성 제거 필요

상반기 유료도로의 가중평균 통행량은 전년대비 2.7% 증가했지만, 통행료수입은 설 연휴기간 통행료 면제로 전년대비 1.0% 감소했다. 이는 향후 보전 받을 예정이다. 하반기 주목할 사항은 1) 운용사 교체 절차를 위한 주주총회 소집, 2) 유료도로법 시행령·규칙 개정안, 2) 인천대교가 ICC 중재에 들어가면서 발생할 제3연륙교의 추진 상황 등이다. 운용사 교체 절차를 위한 주주총회 개최 여부에 대해서는 이번달 안으로 결정될 예정이며, 주주총회는 9월 경 개최될 전망이다. 인천대교의 ICC 중재는 판정까지 12개월 가량 걸린다는 점을 감안하면, 단기간 이슈는 아니다. 올해 연간 주당분배금 추정치는 620원으로 시가배당수익률은 6.9%며, 3분기 성과보수 발생 가격대는 9,080원이다.

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
운용수익	970	430	520	481	1,053	477	581	550	2,400	2,662	2,766
이자수익	425	429	445	479	468	477	499	547	1,778	1,991	2,041
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	0	3	3	7	8	9
운용비용	131	139	130	128	128	127	127	126	528	507	529
운용수수료	89	93	91	93	92	97	98	98	365	385	404
이자비용	37	35	33	28	27	23	23	20	134	94	97
기타운용비용	5	11	6	6	8	7	6	7	28	29	29
세전이익	839	291	389	353	925	350	455	424	1,873	2,155	2,237
당기순이익	839	291	389	353	925	350	455	424	1,873	2,155	2,237

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(GAAP 개별)	2Q17	1Q18	2Q18			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
운용수익	430	1,053	477	11.0%	-54.7%	476	0.2%
이자수익	429	468	477	11.2%	1.8%	475	0.3%
운용비용	139	128	127	-8.7%	-0.7%	126	0.7%
순이익	291	925	350	20.4%	-62.1%	350	0.0%

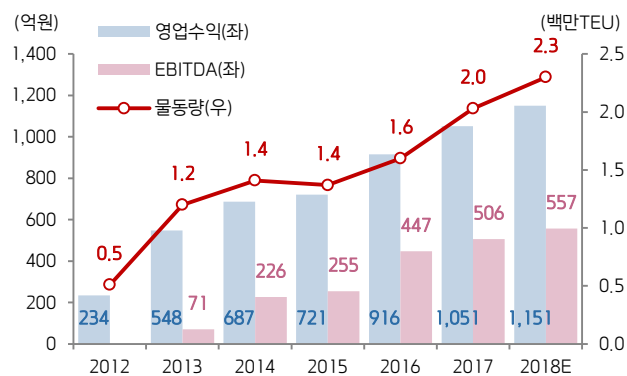
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 배당수익 추정 현황 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
배당수익	543	0	72	0	583	0	80	0	615	663
yoy	58.7%	N/A	N/A	N/A	7.4%	N/A	10.5%	N/A	53.0%	7.8%
배당수익(경상적)	543	0	72	0	583	0	80	0	615	663
수정산투자(주)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
신공항하이웨이(주)	313	0	72	0	241	0	80	0	385	321
천안논산고속도로(주)	230	0	0	0	342	0	0	0	230	342
배당수익(일회성)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

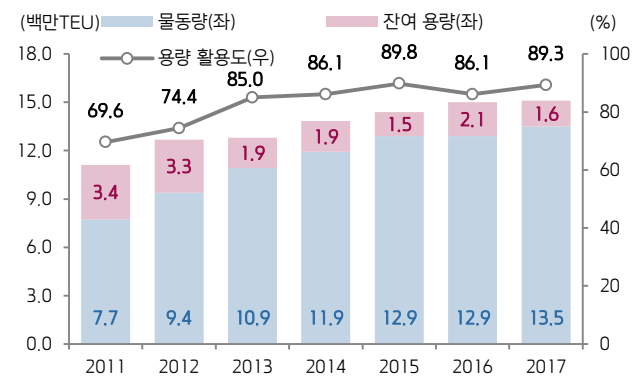
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 성과 추이 및 2018년 목표



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

부산 신항의 성과 추이



자료: 부산항만공사, 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 운영 실적

구분	1H17	1H18	yoy	2018년 목표	달성률
물동량 (백만TEU)	0.92	1.15	24.3%	2.30	50.0%
영업수익 (십억원)	50.9	55.7	9.4%	115.1	48.4%
EBITDA (십억원)	24.9	25.7	3.3%	55.7	46.1%
EBITDA 마진	48.9%	46.2%	-2.7%p	~48%	

주1: 감사받지 않은 재무제표 기준

주2: 실제 운영실적은 BNP에서 제공한 목표와 다를 수 있음

주3: 2018년 상반기 EBITDA마진이 전년 동기 대비 감소한 주요 사유는, 2017년 4월 해운동맹 개편으로 일부 서비스에 대한 하역료 조정이 있었기 때문

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 주요 소송 진행 경과 및 현황

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)	부산광역시시의 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)	부산광역시시의 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

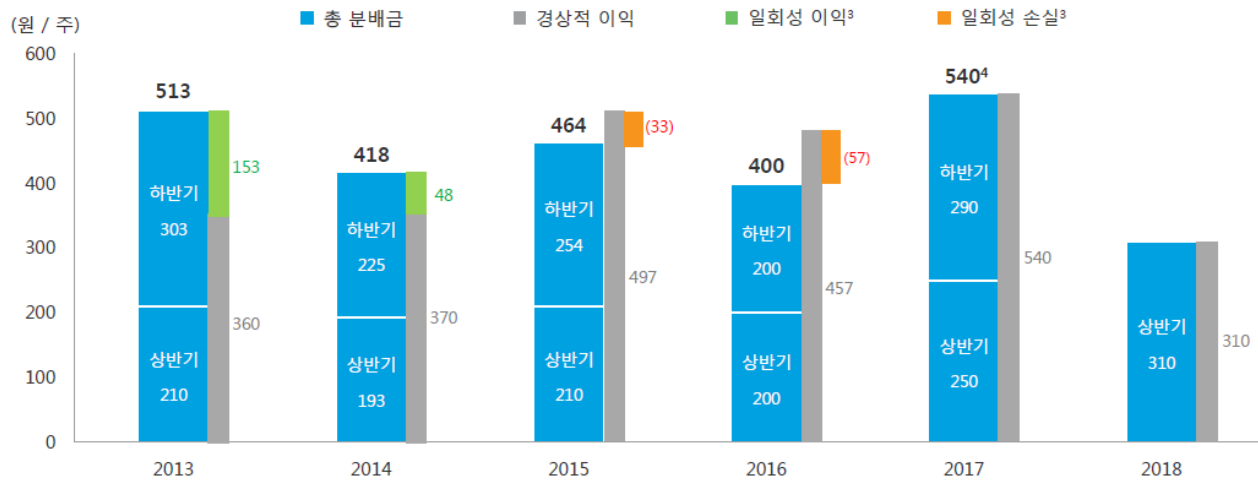
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

유료도로법 시행령·규칙 개정안 입법예고 내용

구분	주무관청이 실시협약 변경을 요구할 수 있는 조건
자기자본비율 변경	건설기간 중 총민간투자비의 15%, 운영기간 중 관리운영권 잔액의 10% 미만으로 자기자본비율을 변경한 경우
이자율 변경	주무관청과 합의하지 않고 이자율을 기존보다 높은 이자율로 주주로부터 차입한 경우
교통량 변화	다른 도로의 연결, 유료도로 기능의 지장, 대규모 개발사업, 정책 변경 등으로 교통량이 30% 이상 변화 - 교통량이 30% 이상 감소하면 MRG 보전에 대한 주무관청의 부담이 커질 수 있는 만큼 MRG 사업들이 실시협약 변경 요구 대상 1순위가 될 전망 - 다른 도로의 연결, 대규모 개발사업 등으로 교통량이 30% 이상 증가한 경우에는 도로 확장 등을 위한 실시협약 변경 요구 가능
과징금 기준	민간사업자가 민자도로의 유지·관리·운영 기준을 위반해 도로 기능을 상실하게 한 경우, 운영평가 결과에 따른 시정조치를 이행하지 않은 경우 등에 부과할 수 있는 과징금 기준 제시 - 위반행위의 경중에 따라 직전 3개 연도의 연평균 통행료 수입의 0.01~3%의 과징금 부과 : 1일 이상 7일 미만 동안 도로의 일부 또는 전체 기능을 상실했을 때는 연간 통행료 수입의 1%, 7일 이상 15일 미만은 2%, 5일 이상은 3% 수준의 과징금을 부과하도록 설정했다. - 경미한 유지·관리·운영 기준을 위반하거나 자료제출 요구를 거부하는 때는 적게는 100만원에서 많게는 1000만원의 과태료 부과

자료: 언론보도, 키움증권

맥쿼리인프라 분배 실적 추이



주1: 일회성 이익과 일회성 손실은 초과분배금 포함

주2: 2017년 일회성 항목 없음 - 17년도 주당분배금 단순합산금액 540원은 유상증자에 따른 희석효과로 인해 17년도 주당순이익 557원 대비 낮은 수준

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 도로자산의 운영성과

	2018년 상반기				2018년 2분기			
	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 (%)
백양터널	76,226	(3.0%)	62,802	(3.1%)	77,135	(3.1%)	63,592	(3.2%)
광주 제2순환도로, 1구간	53,198	2.9%	56,168	2.7%	56,161	3.6%	59,416	3.6%
인천국제공항 고속도로 ¹	85,977	8.6%	426,506	6.2%	88,466	8.4%	443,501	7.9%
수정산 터널	48,313	(2.5%)	44,158	(2.7%)	48,770	(3.1%)	44,608	(3.2%)
천안-논산 고속도로 ¹	52,035	(2.4%)	431,668	(2.8%)	53,955	(2.8%)	458,020	(0.9%)
우면산 터널	32,533	12.6%	70,858	12.9%	33,642	8.9%	73,298	9.2%
광주 제2순환도로, 3-1구간	47,697	6.4%	51,076	6.7%	49,844	6.4%	53,450	6.6%
마창대교 ¹	38,399	0.3%	83,621	(2.4%)	39,760	(1.0%)	88,333	(1.6%)
용인-서울 고속도로 ¹	91,356	0.5%	145,666	(0.9%)	94,738	0.4%	153,066	0.3%
서울-춘천 고속도로 ¹	50,309	9.1%	298,749	(0.7%)	55,155	8.4%	318,584	(4.0%)
인천대교 ^{1,2}	50,709	9.4%	233,493	(5.7%)	51,634	10.4%	241,517	(3.1%)
가중평균증가율 ³		2.7%		(1.0%)		2.5%		0.1%

주2: 정부 방침에 따라 2018년 2월 설 연휴 3일 동안 통행료를 면제함. 2019년 내에 정부로부터 보전금을 받지만,

이 영향으로 2018년 통행료수입 증가율은 통행량 증가율 대비 낮은 수준을 기록함

주2: 인천대교는 2017년 변경실험협약 체결로 통행료가 인하되어, 2018년 2분기 통행량 증가에도 불구하고 통행료수입은 전년동기 대비 하락함

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

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익	2,268	2,400	2,662	2,766	2,823
이자수익	1,770	1,778	1,991	2,041	2,061
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	402	615	663	716	752
기타운용수익	95	7	8	9	10
운용비용	969	528	507	529	546
운용수수료	377	365	385	404	411
자산보관수수료	3	3	4	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	159	134	94	97	106
기타운용비용	429	23	23	23	23
법인세차감전이익	1,298	1,873	2,155	2,237	2,277
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,298	1,873	2,155	2,237	2,277
지배주주지분순이익	1,298	1,873	2,155	2,237	2,277
증감율(% YoY)					
운용수익	3.3	5.8	10.9	3.9	2.1
운용비용	47.6	-45.6	-3.9	4.3	3.2
당기순이익	-15.6	44.2	15.1	3.8	1.8
EPS	-15.6	42.3	10.7	3.8	1.8

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	3,740	3,856	3,908
이자수익	2,677	2,688	3,011	3,086	3,117
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	-494	-512	-520
대출금의 증가	1,112	0	86	86	86
선급비용의 지급	0	0	0	0	0
운용수수료의 지급	372	360	379	398	405
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	3,246	3,343	3,389
재무활동 현금유입액	1,300	0	0	0	0
차입금의 차입	1,900	0	0	0	0
재무활동 현금유출액	-3,047	-2,004	-2,248	-2,320	-2,364
차입금의 상환	800	0	0	0	0
분배금의 지급	1,505	1,885	2,164	2,234	2,269
이자비용의 지급	141	119	83	86	94
차입부대비용의 선급	1	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-1,147	-2,004	-2,248	-2,320	-2,364
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	617	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	14.7	14.1	13.9
PBR	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
수익성(%)					
순이익률	57.3	78.0	80.9	80.9	80.7
ROE	7.7	10.7	11.6	12.0	12.2
ROA	6.3	8.9	10.2	10.5	10.7
배당성향	102.1	96.9	100.4	99.9	99.7
배당수익률	4.9	6.5	6.9	7.1	7.2
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

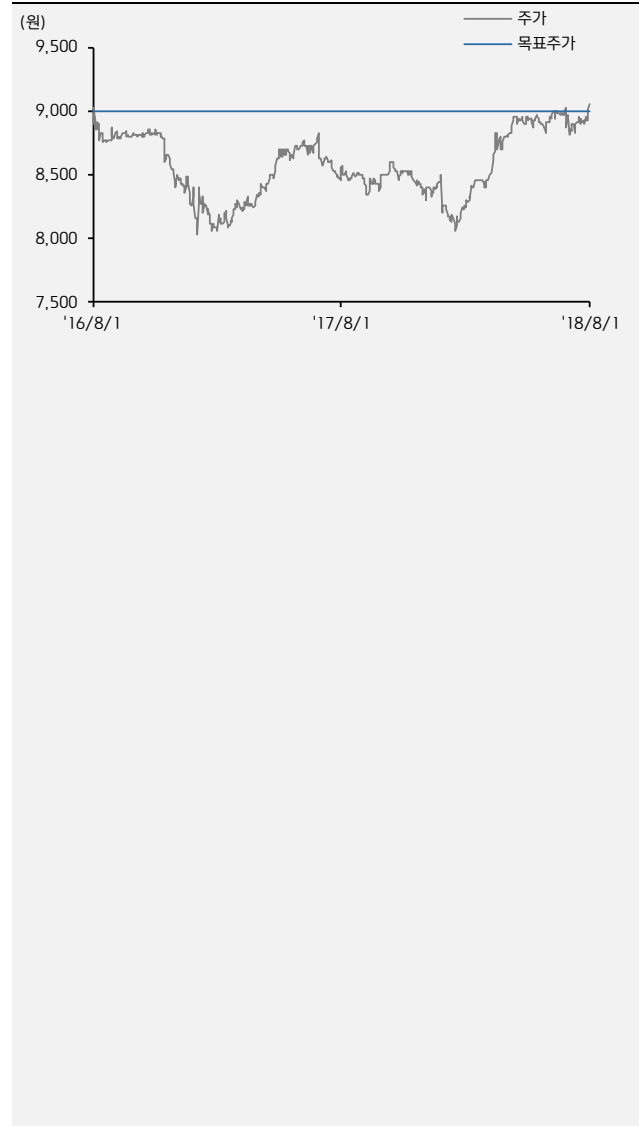
- 당사는 7월 31일 현재 '맥쿼리인프라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
맥쿼리인프라 (088980)	2016/08/01	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	-6.70	-4.44
	2018/02/20	Outperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-3.59	-0.56
	2018/04/16	Marketperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-2.97	-0.56
	2018/05/02	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.10	-0.11
	2018/06/18	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.91	0.33
	2018/07/02	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.89	0.33
	2018/07/10	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-1.74	0.56
	2018/08/01	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-2.09	0.22

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/07/01~2018/06/30)

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