



### MarketPerform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(8/10): 9,020원

시가총액: 31,484억원

#### 건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (8/10)		2,282.79pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,080 원	8,050원
등락률	-0.66%	12.05%
수익률	절대	상대
1M	2.2%	2.7%
6M	7.5%	11.3%
1Y	6.5%	10.1%

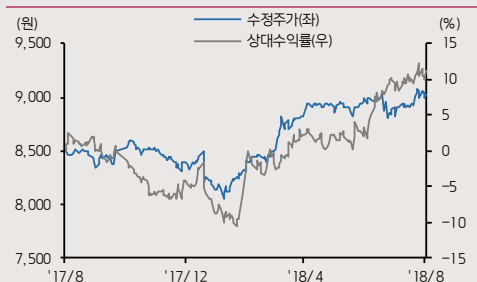
#### Company Data

발행주식수	349,044	전주
일평균 거래량(3M)	450	천주
외국인 지분율	23.21%	
배당수익률(18E)	6.87%	
BPS(18E)	5,316	원
주요 주주	Newton Investment	7.78%
	한화손해보험 외2인	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	506	528	545
이자비용(억원)	134	94	97	106
세전이익(억원)	1,873	2,156	2,238	2,278
당기순이익(억원)	1,873	2,156	2,238	2,278
EPS(원)	557	618	641	653
증감률(%YoY)	42.3%	10.8%	3.8%	1.8%
PER(배)	14.8	14.6	14.1	13.8
PBR(배)	1.6	1.7	1.7	1.7
순이익률(%)	78.0	81.0	80.9	80.7
배당성향(%)	96.9	100.4	99.8	99.6
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



### ☑ 자산운용회사 보수 조정

## 맥쿼리인프라 (088980)

### 보수 조정으로 장기적 주주가치 제고



〈보수조정〉 이번 보수조정으로 기본 운용보수는 즉시 비용이 절감되고, 성과보수가 지급되려면 더욱 오랜 기간 동안 더욱 엄격해진 기준을 달성해야 합니다. 누적 기준 성과를 초과해야 성과보수가 지급돼 초과실적 달성의 유인은 지속될 전망입니다. 최소분배기준금액 설정으로 분배금에 대한 안정성도 제고됐습니다. 또한 분기별 제한됐던 주가 상승여력도 완화될 전망입니다.

#### >>> 자산운용회사 보수 조정

지난 10일 동사의 법인이사이자 집합투자업자인 맥쿼리자산운용은 자산운용위탁계약 중 보수 부분을 일부 수정할 것을 제안하였고, 동사는 보수 조정에 동의했다. 동사의 보수체계는 크게 2가지로 '기본 운용보수'와 '성과보수'로 구성된다.

#### >>> 기본 운용보수 산정에서 순차입금 제외

기존 기본 운용보수의 산정 기준인 순투자가치는 '시가총액+순차입금'으로 계산된다. 이번 보수조정에 따른 순투자가치는 순차입금을 제외해, 순차입금의 단기적 변동에 영향을 받지 않게 됐다. 단, 순현금(순차입금(차입금-현금및현금성자산)이 음수)일 경우, 시가총액은 이를 반영해 하향조정된다. 작년 말 평균 순차입금 기준 연간 약 30억원의 비용이 절감될 것으로 예상된다. 올해 10월 1일부터 적용되므로, 올해 미치는 영향은 4분기 약 7.5억원의 비용 절감이다.

#### >>> 성과보수는 3단계를 거쳐야... 올해 성과보수 미지급

과거 성과보수는 분기별 평가/산정을 통해 발생 시 해당 분기에 전액 지급됐다. 이번 보수조정을 통해 평가/산정 주기가 분기에서 연 1회(연말)로 변경됐으며, 발생 분기 전액 지급에서 1/3 씩 3회에 걸쳐 분할 지급된다. 1차 지급분은 즉각 지급 가능하고, 2차 및 3차는 1차 평가/산정일로부터 각 12개월 및 24개월 후에 후속평가 후 지급 가능여부가 결정된다. 연 1회 평가/산정으로 단기적 주가 변동 영향이 최소화되고, 3회 분할 지급으로 현금흐름에 미치는 영향도 감소될 전망이다. 더불어 성과보수가 실제 지급되기까지 다음 3가지 조건을 충족해야 한다. 첫째, 기준성과가 연 8%에서 '연 8%'와 '연 6%+직전년도 물가상승률' 중 큰 수치로 설정된다. 둘째, 2/3차 분할지급액의 경우 누적 기준성과를 초과달성하지 못하면 지급되지 않고, 소멸된다. 셋째, 물가상승률에 따라 누적적으로 조정되는 최소분배기준금액이 설정되며, 성과보수 차감 후 실제 분배금이 최소분배기준금액 이하이면 성과보수는 지급되지 않고 이월된다([표 2] 참고). 이러한 성과보수 조정안은 올해 7월 1일부터 소급 적용하며, 2019년 말 첫 평가 및 산정된다. 따라서 올해는 어떤 조건하에서도 성과보수가 발행하지 않는다.

#### >>> 초과실적 달성의 유인은 지속되면서 주주가치는 제고

보수조정으로 기본 운용보수는 즉시 비용이 절감되고, 성과보수가 지급되려면 더욱 오랜 기간 동안 더욱 엄격해진 기준을 달성해야 한다. 누적 기준성과를 초과해야 성과보수가 지급돼 초과실적 달성의 유인은 지속된다. 최소분배기준금액 설정으로 분배금에 대한 안정성도 제고됐다. 또한 분기별 제한됐던 주가 상승여력도 완화될 전망이다. 다만 1) 9월 19일 운용사 교체를 위한 주주총회, 2) 유료도로법 시행령·규칙 개정안, 3) 제3연륙교의 추진 등 리스크도 있다. 운용사 변경이 가결될 경우 발생가능한 점검요인들을 감안해 주주총회 이후 실적, 배당금, 투자의견, 목표주가를 조정할 계획이다.

[표 1] 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	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	125	528	506	528
운용수수료	89	93	91	93	92	97	97	98	365	384	403
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	425	1,873	2,156	2,238
당기순이익	839	291	389	353	925	350	455	425	1,873	2,156	2,238

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

[표 2] 성과보수 지급 금액 시나리오 분석

구분	시나리오 1	시나리오 2	시나리오 3
기초 유보금		5	
지급가능 성과보수 주당 분할지급액		10	
최소분배기준금액		620	
성과보수 차감 전 실제 분배금	623	615	700
성과보수 지급 금액	3	0	15
성과보수 이월 금액	7	10	0
기말 유보금	12	15	0

자료: 키움증권

[표 3] 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

[표 4] 자산운용회사 보수 조정 주요 내용

조정 항목	현재 구조	조정 제안
<b>기본 운용보수("기본보수")</b> 순투자가치	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 순투자가치 = 시가총액 + 순차입금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018년 10월 1일부터 적용</li> <li>• 순투자가치 = 시가총액</li> </ul> <p><b>&gt;&gt; 즉각적인 MKIF 비용 절감(2017년 평균 순차입금 기준 약 30억원 절감)</b></p>
<b>성과보수</b> 평가/산정 방법 및 지급 기간	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 분기별 평가/산정</li> <li>• 즉시 지급</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018년 7월 1일부터 소급 적용하며, 2019년 말에 첫 평가 및 산정</li> <li>• 연 1회(연말) 평가 및 산정</li> <li>• 산정된 성과보수는 1/3 로 균등하게 나누어 총 3회에 걸쳐 분할 지급하며, 1차 지급분은 즉각 지급 가능하고, 2차 및 3차는 1차 평가/산정일로부터 각 12개월 및 24개월 후에 후속평가 후 지급 가능여부 결정</li> </ul> <p><b>&gt;&gt; 연 1회 평가/산정으로 단기적 주가 변동이 성과보수에 미치는 영향을 최소화되고, 3회 분할 지급으로 성과보수가 MKIF 현금흐름에 미치는 영향은 줄어듦</b></p>
<b>성과보수</b> 기준성과 초과달성 여부 평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기준성과 연 8%에 대해 초과달성 여부 평가(누적 기준)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기준성과를 연 8%와 연 6%+직전년도 물가상승률 중 큰 수치로 설정 (이하 "기준성과")하여 초과달성 여부 평가(누적 기준)</li> <li>• 기준성과 초과달성 여부 후속평가(2차 및 3차 지급분): 2차 및 3차 지급분은 1차 평가/산정일로부터 각 회차의 후속평가일까지, 즉 성과보수 평가기간 내 각 2년 및 3년의 기간 동안 누적적으로 기준성과를 초과달성할 경우에만 지급가능해짐</li> <li>• 후속평가 시 기준성과를 초과달성하지 못하여 지급이 이루어지지 않은 성과보수는 미래에 기준성과를 초과달성 할지라도 지급되지 않음</li> </ul> <p><b>&gt;&gt; 기준성과는 해당년도 물가상승률에 따라 조정되면서 최소 연 8%가 유지되는 구조로 조정되었고, 기준성과를 계속해서 누적적으로 초과달성해야 성과보수가 지급되는 체계는 MKIF가 지속적으로 우수한 실적을 실현하도록 유인하는 효과를 지님</b></p>
<b>성과보수</b> 최소 분배 기준금액 평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 성과보수 지급 요건에 최소 분배 기준금액(이하 "분배기준금액") 달성 요건을 추가하여, 해당년도 성과보수 지급 후의 분배금(이하 "실제 분배금") 규모가 분배기준금액 이상이 되도록 성과보수 지급 금액을 조정                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 분배기준금액: 2019년 말 평가부터 적용되며 분배기준금액을 주당 600원으로 설정하고, 향후 매년 물가상승률에 따라 누적적으로 조정됨</li> <li>- 성과보수 중 분배기준금액의 충족을 위해 미지급된 성과보수 유보 금액은 이월됨</li> </ul> </li> </ul> <p><b>&gt;&gt; 성과보수가 지급 되기 위해서는, 실제 분배금 규모가 분배기준금액 이상이 되어야 하는 요건을 추가하여 주주 분배금에 대한 안정성이 개선됨</b></p>

주1: 순차입금(차입금-현금 및 현금성자산)이 음수일 경우, 시가총액은 이를 반영하여 하향조정됨

주2: 2018년 3분기~4분기는 조정된 성과보수 체계로의 전환 기간으로, 해당 기간 동안 발생한 잉여금(실령 발생하더라도 즉각적인 성과보수 지급은 없음)과 결손금은 첫 성과보수 평가일인 2019년 12월 31일까지 이월됨

주3: 통계청 국가통계포털에서 발표하는 직전년도 물가상승률

주4: 성과보수 지급 후의 분배금 - 원본반환 및 초과분배는 제외; 단, 발생한 성과보수의 잔여 지급분에 대한 부채 선 인식으로 발생하는 초과 분배금액은 포함

주5: 주당 600원은 최근 12개월 동안 발생한 분배금, 즉 2018년 상반기 분배금인 주당 310원과 2017년 하반기 분배금인 주당 290원의 합계임;

주당 600원은 2018년도 말 불변가로 가정

(즉, 2019년 말 첫 번째 평가 시 적용되는 최소 분배 기준금액은 주당 600원에 2018년도 연간 물가상승률을 적용한 금액으로 함)

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	506	528	545
운용수수료	377	365	384	403	410
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	2,156	2,238	2,278
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,298	1,873	2,156	2,238	2,278
지배주주지분순이익	1,298	1,873	2,156	2,238	2,278
증감률(% YoY)					
운용수익	3.3	5.8	10.9	3.9	2.1
운용비용	47.6	-45.6	-4.1	4.3	3.2
당기순이익	-15.6	44.2	15.1	3.8	1.8
EPS	-15.6	42.3	10.8	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	-493	-511	-518
대출금의 증가	1,112	0	86	86	86
선급비용의 지급	0	0	0	0	0
운용수수료의 지급	372	360	378	397	404
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	3,247	3,344	3,390
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	618	641	653
BPS	5,025	5,295	5,316	5,346	5,386
DPS	400	540	620	640	650
주가배수(배)					
PER	20.8	14.8	14.6	14.1	13.8
PBR	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
수익성(%)					
순이익률	57.3	78.0	81.0	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	99.8	99.6
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

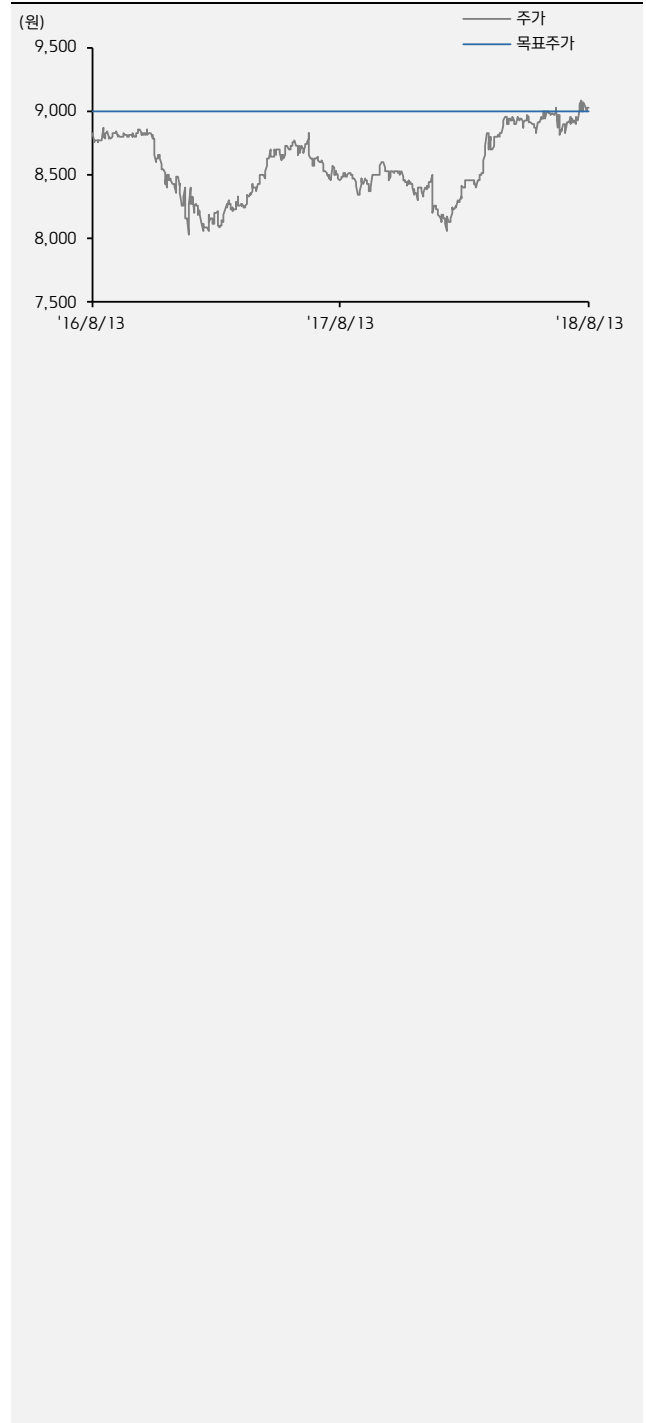
Compliance Notice

- 당사는 8월 10일 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	-1.63	0.89
2018/08/13	Marketperform (Maintain)	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 (2017/07/01~2018/06/30)

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