



MarketPerform(Maintain)

목표주가: 9,000원

주가(10/31): 9,060원

시가총액: 31,623억원

건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/31)	2,029.69pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,240 원	8,050원
등락률	-1.95%	12.55%
수익률	절대	상대
1M	-1.1%	14.0%
6M	1.2%	25.5%
1Y	6.3%	32.2%

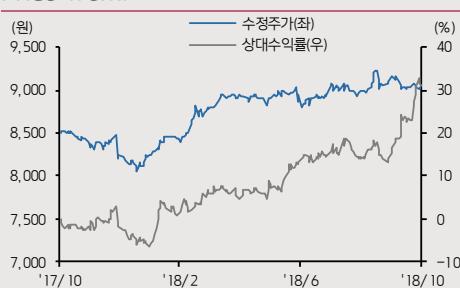
Company Data

발행주식수	349,044 천주
일평균 거래량(3M)	639천주
외국인 지분율	25.13%
배당수익률(18E)	6.84%
BPS(18E)	5,316원
주요 주주	Newton Investment 한화손해보험 외 2인
	7.79% 6.13%

투자지표

(억원, GAAP 개별)	2017	2018E	2019E	2020E
운용수익(억원)	2,400	2,615	2,735	2,802
이자수익(억원)	1,778	1,956	2,014	2,045
운용비용(억원)	528	523	541	558
이자비용(억원)	134	94	97	106
세전이익(억원)	1,873	2,093	2,194	2,244
당기순이익(억원)	1,873	2,093	2,194	2,244
EPS(원)	557	600	629	643
증감율(%YoY)	42.3%	7.5%	4.9%	2.3%
PER(배)	14.8	15.1	14.4	14.1
PBR(배)	1.6	1.7	1.7	1.7
순이익률(%)	78.0	80.0	80.2	80.1
배당성향(%)	96.9	103.4	101.8	101.1
배당수익률(%)	6.5	6.8	7.1	7.2
ROE(%)	10.1	11.3	11.8	11.9
부채비율(%)	14.4	14.0	14.0	13.9

Price Trend



✓ 3Q18 실적 Review

맥쿼리인프라 (088980)

신규투자 효과에 따른 안정적인 실적



〈장 후 실적발표〉 3분기 운용수익 572억원(YoY +10.0%), 당기순이익 432억원(YoY +11.0%)을 기록했습니다. BNP에 비용이슈가 발생했지만, 우려할 수준은 아니며 연간 목표 달성을 가능할 전망입니다. 안정적인 실적이 유지되고 있으며, 보수 조정으로 장기적 주주가치도 제고되고 있습니다. 연간 예상 주당분배금은 620원으로 시가 배당수익률은 6.8%입니다.

>>> 신규투자 효과 지속, 4분기엔 이자비용 추가 감소될 전망

동사는 3분기 운용수익 572억원(YoY +10.0%), 당기순이익 432억원(YoY +11.0%)을 기록했다. 이자수익은 전년대비 12.1% 증가했다. 이는 1) 작년 하반기 진행된 인천대교 자본재구조화 및 추가투자로 차입금 증액 및 대출금리 인상 효과와 2) 서울-춘천 고속도로의 성공적인 자금재조달 효과가 반영됐기 때문이다. 이자비용의 감소는 1) 기존 대비 저금리로 발행한 회사채와 2) 인천대교 추가투자 이후 남은 유상증자 자금으로 신규 추가투자가 발생하기 전까지 신용공여약정 차입금을 상환한 효과가 지속되고 있다. 4분기에는 8월 주주들에게 분배금이 지급된 후 차입금이 증가한 효과가 제거되면서 이자비용은 보다 감소할 전망이다.

>>> 비용 이슈가 발생했지만, 목표 달성을 가능할 전망

BNP의 3분기 총처리 물동량은 59만TEU(YoY +5.3%)이며, 올해 연간 총 목표 처리 물동량은 230만TEU(YoY +13.3%)로 3분기 기준 75.7%를 달성했다. 연간 목표는 무난하게 달성을 할 수 있을 것으로 보이며, 우려 대비 Ocean Alliance와의 파트너십이 양호하게 유지되고 있는데 기인한다. 3분기 영업수익은 286억원(YoY +4.1%)으로 목표 영업수익 1,151억원(YoY +9.5%) 대비 73.2%를 달성했다. 3분기 물동량 증가율 대비 영업수익 증가율이 소폭 낮은 이유는 날씨 영향으로 수출입 물동량 대비 단가가 낮은 환적 물동량 비중이 증가했기 때문이다. 3분기 EBITDA는 133억원(YoY -3.5%), EBITDA 마진은 46.7%를 달성했다. EBITDA가 부진한 주 요인은 1) 항만 부두 유지 보수 비용 증가, 2) 스트래들 캐리어 관련 노후부품 교체 비용 증가, 3) 연료비용 및 전기 사용료 증가에 기인한다. EBITDA가 부진했지만 크게 우려할 수준은 아니며, 대부분의 비용이 물동량 증가와 유가 상승에 따른 것으로 영업환경이 그만큼 좋다는 것으로 해석해도 무방하다는 판단이다.

>>> 장기적으로 주주가치는 제고될 전망

유료도로의 가중평균 통행량은 전년대비 3.0% 증가했지만, 통행료수입은 자본재구조화에 따른 통행료 인하와 추석 연휴기간 통행료 면제로 전년대비 2.3% 감소했다. 통행료 면제에 대해서는 향후 보전 받을 예정이다. 3분기 운용사 교체에 대한 주주총회 개최로 예상보다 비용이 증가했지만, 1) 안정적인 실적을 유지하고 있으며, 2) 지난 8월 보수 조정으로 장기적 주주가치가 제고되고 있다. 보수 조정으로 기본 운용보수는 즉시 비용이 절감되고, 성과보수가 지급되려면 더욱 오랜 기간 동안 더욱 엄격해진 기준을 달성해야 한다. 성과보수는 당분간 발생하지 않으며, 2019년 말 첫 평가 및 산정된다. 올해 연간 주당분배금 추정치는 620원으로 시가배당수익률은 6.8%다.

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
운용수익	970	430	520	481	1,053	477	572	513	2,400	2,615	2,735
이자수익	425	429	445	479	468	477	499	511	1,778	1,956	2,014
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	543	0	72	0	583	0	72	0	615	656	716
기타운용수익	2	1	3	2	1	0	1	2	7	4	5
운용비용	131	139	130	128	128	127	140	129	528	523	541
운용수수료	89	93	91	93	92	97	101	99	365	389	404
이자비용	37	35	33	28	27	23	22	21	134	94	97
기타운용비용	5	11	6	6	8	7	17	8	28	40	40
세전이익	839	291	389	353	925	350	432	385	1,873	2,093	2,194
당기순이익	839	291	389	353	925	350	432	385	1,873	2,093	2,194

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(GAAP 개별)	3Q17	2Q18	3Q18		당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치
운용수익	520	477	572	10.0%	19.8%	581
이자수익	445	477	499	12.1%	4.6%	499
운용비용	130	127	140	7.1%	10.0%	127
순이익	389	350	432	11.0%	23.4%	455

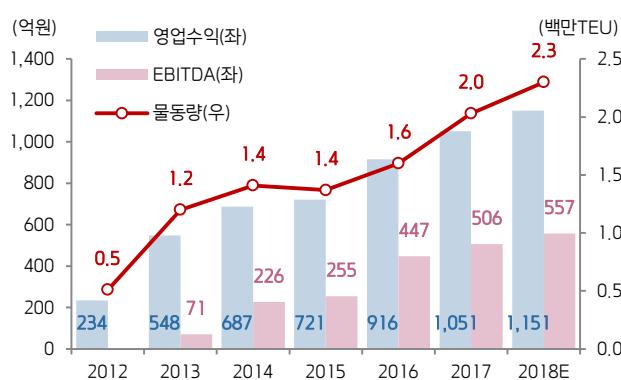
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 배당수익 추정 현황 (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E
배당수익	543	0	72	0	583	0	72	0	615	656
yoY	58.7%	N/A	N/A	N/A	7.4%	N/A	0.0%	N/A	53.0%	6.5%
배당수익(경상적)	543	0	72	0	583	0	72	0	615	656
수정산투자(주)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
신공항하이웨이(주)	313	0	72	0	241	0	72	0	385	313
천안논산고속도로(주)	230	0	0	0	342	0	0	0	230	342
배당수익(일회성)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

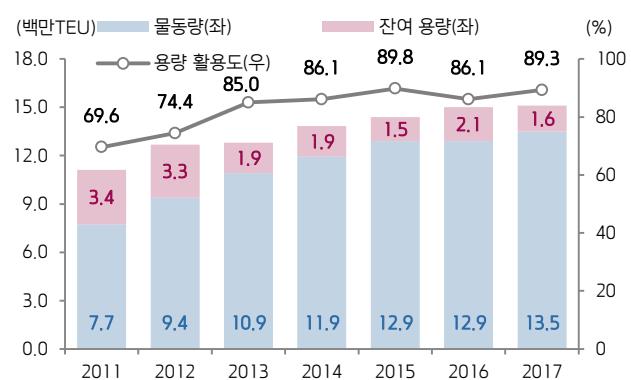
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 성과 추이 및 2018년 목표



자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

부산 신항의 성과 추이



자료: 부산항만공사, 맥쿼리인프라, 키움증권

BNP 운영 실적

구분	3Q17	3Q18	yoY	2018년 목표	달성을
물동량 (백만TEU)	1.48	1.74	17.1%	2.30	75.7%
영업수익 (십억원)	78.4	84.3	7.5%	115.1	73.2%
EBITDA (십억원)	38.7	39.1	0.8%	55.7	70.2%
EBITDA 마진	49.4%	46.4%	3.0%p	~48%	

주1: 감사받지 않은 재무제표 기준

주2: 실제 운영실적은 BNP에서 제공한 목표와 다를 수 있음

주3: 2018년 3분기 EBITDA가 소폭 하락한 주요 사유는 (i) 환적 물동량 비중 상승으로 인한 평균 단가 하락 및

(ii) 항만 부두 유지보수 비용, 스트래들 부품 교체비용, 연료 및 전기 사용료 증가에 기인함

주4: 2018년 3분기 누적 EBITDA마진이 전년 동기 대비 감소한 주요 사유는, (i) 2017년 4월 해운동맹 개편으로 일부 서비스에 대한 하역료 조정과

(ii) 주석 3에 명시된 부분에 기인함

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)	부산광역시의 상고로 대법원에 계류 중
	미지급 재정지원금 청구	부산고등법원은 원심대로 백양터널(유)의 패소 판결을 내렸음(2017년 4월) 부산고등법원은 원심대로 수정산터널(주)의 승소 판결을 내렸음(2017년 5월)	백양터널(유)의 상고로 대법원에 계류 중 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

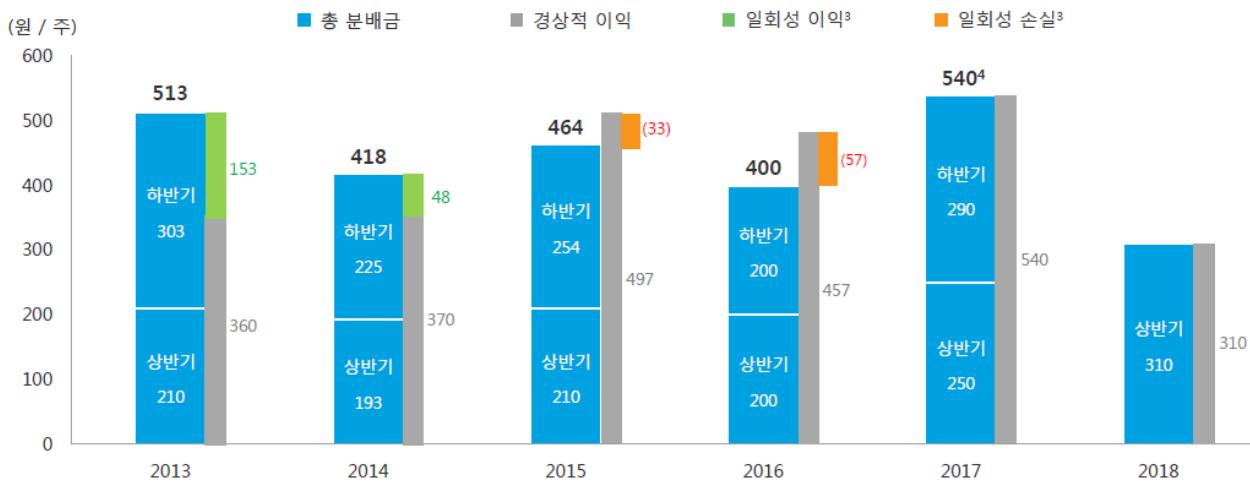
자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

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 기준보다 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 경증에 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 회석효과로 인해 17년도 주당순이익 557원 대비 낮은 수준

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 도로자산의 운영성과

	2018년 3분기 누적				2018년 3분기			
	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 ²	76,431	(2.8%)	62,943	(3.0%)	76,836	(2.5%)	63,222	(2.7%)
광주 제2순환도로, 1구간	54,342	3.7%	57,284	3.4%	56,592	5.3%	59,478	4.9%
인천국제공항 고속도로 ¹	88,108	8.4%	432,827	5.3%	92,301	7.9%	445,262	3.6%
수정산 터널 ²	48,542	(2.4%)	44,345	(2.6%)	48,993	(2.3%)	44,710	(2.4%)
천안-논산 고속도로 ¹	53,133	(1.0%)	436,284	(2.3%)	55,293	1.8%	445,366	(1.3%)
우면산 터널	33,652	12.0%	73,315	12.3%	35,853	11.0%	78,150	11.3%
광주 제2순환도로, 3-1구간	48,478	5.8%	51,890	5.9%	50,014	4.6%	53,491	4.5%
마창대교 ¹	38,791	0.2%	83,687	(3.2%)	39,563	0.0%	83,815	(4.9%)
용인-서울 고속도로 ¹	92,639	0.5%	146,943	(1.4%)	95,162	0.4%	149,456	(2.4%)
서울-춘천 고속도로 ¹	53,716	6.2%	307,436	(6.1%)	60,419	1.8%	324,527	(14.5%)
인천대교 ¹	52,048	9.6%	237,109	(4.1%)	54,684	9.9%	244,223	(1.2%)
가중평균증가율 ³		3.1%		(0.7%)		3.0%		(2.3%)

주1: 정부 방침에 따라 2018년 2월 설 연휴 3일 및 2018년 9월 추석 연휴 3일 동안 통행료를 면제함.

2019년 내에 정부로부터 관련 보전금을 받은 후 수익을 인식할 예정이지만, 이영향으로 2018년 통행료수입 증가율은 통행량 증가율 대비 낮은 수준을 기록함

주2: 백양터널과 수정산터널 또한 통행료 면제를 시행했지만, 주무관청에서 통행량과 통행료수입 보전금액을 면제기간 종료 직후 확정해 주는 관계로

즉각적인 수익인식이 가능함

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	2,615	2,735	2,802
이자수익	1,770	1,778	1,956	2,014	2,045
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	402	615	656	716	752
기타운용수익	95	7	4	5	5
운용비용	969	528	523	541	558
운용수수료	377	365	389	404	411
자산보관수수료	3	3	4	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	159	134	94	97	106
기타운용비용	429	23	34	34	34
법인세차감전이익	1,298	1,873	2,093	2,194	2,244
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,298	1,873	2,093	2,194	2,244
지배주주지분순이익	1,298	1,873	2,093	2,194	2,244
증감율(% YoY)					
운용수익	3.3	5.8	9.0	4.6	2.4
운용비용	47.6	-45.6	-0.9	3.4	3.2
당기순이익	-15.6	44.2	11.7	4.9	2.3
EPS	-15.6	42.3	7.5	4.9	2.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자산운용활동 현금유입액	3,487	3,466	3,679	3,815	3,883
이자수익	2,677	2,688	2,957	3,046	3,092
배당금수익	402	615	656	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	-509	-524	-531
대출금의 증가	1,112	0	86	86	86
선급비용의 지급	0	0	0	0	0
운용수수료의 지급	372	360	383	398	405
자산보관수수료의 지급	3	3	4	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	2
기타운용비용의 지급	420	22	33	33	33
자산운용활동으로 인한 현금유입액	1,576	3,078	3,170	3,291	3,352
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 선금	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

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
선금비용	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

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

12월 결산, GAAP 개별	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	392	557	600	629	643
BPS	5,025	5,295	5,316	5,346	5,386
DPS	400	540	620	640	650
주가배수(배)					
PER	20.8	14.8	15.1	14.4	14.1
PBR	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
수익성(%)					
순이익률	57.3	78.0	80.0	80.2	80.1
ROE	7.7	10.7	11.3	11.8	12.0
ROA	6.3	8.9	9.9	10.3	10.5
배당성향	102.1	96.9	103.4	101.8	101.1
배당수익률	4.9	6.5	6.8	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

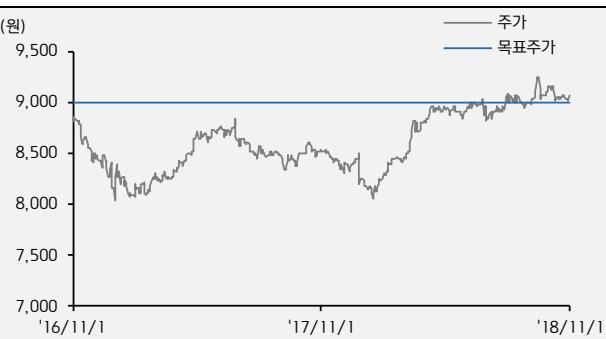
- 당사는 10월 31일 현재 '맥쿼리인프라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
맥쿼리인프라 (088980)	2016/10/31	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-4.35	-1.67	
	2016/12/15	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-4.48	-1.67	
	2016/12/19	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-5.37	-1.67	
	2017/01/03	Outperform (Upgrade)	9,000원 6개월	-6.50	-1.67	
	2017/02/01	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-6.83	-1.67	
	2017/02/13	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-7.10	-1.67	
	2017/02/24	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-7.37	-1.67	
	2017/04/06	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-7.17	-1.67	
	2017/05/02	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-3.45	-2.67	
	2017/06/16	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-3.43	-1.89	
	2017/07/05	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-3.85	-1.89	
	2017/07/31	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-4.14	-1.89	
	2017/08/18	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-4.76	-1.89	
	2017/10/16	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-4.81	-1.89	
	2017/11/01	Outperform (Maintain)	9,000원 6개월	-7.41	-5.22	
	2018/02/01	BUY(Upgrade)	9,000원 6개월	-7.32	-5.22	
	2018/02/20	Outperform (Downgrade)	9,000원 6개월	-6.09	-0.56	
	2018/04/16	Marketperform (Downgrade)	9,000원 6개월	-5.65	-0.56	
	2018/05/02	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-0.78	-0.11	
	2018/06/18	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-0.68	0.33	
	2018/07/02	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-0.77	0.33	
	2018/07/10	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-0.79	0.56	
	2018/08/01	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-0.66	0.89	
	2018/08/13	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월	-0.10	2.67	
	2018/11/01	Marketperform (Maintain)	9,000원 6개월			

*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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%