



### Outperform(Maintain)

목표주가: 12,000원(상향)

주가(4/23): 10,850원

시가총액: 37,871억원

#### 건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (4/23)		2,220.51pt
52 주, 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	10,850 원	8,810원
등락률	0.00%	23.16%
수익률	절대	상대
1M	5.9%	4.3%
6M	19.6%	13.5%
1Y	21.2%	35.1%

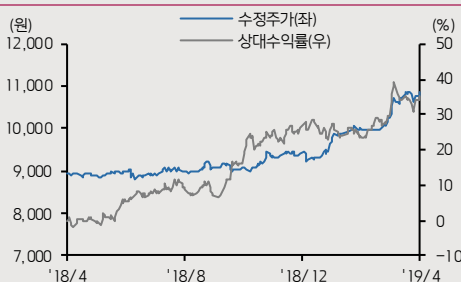
#### Company Data

발행주식수	349,044	전주
일평균 거래량(3M)	732천주	
외국인 지분율	27.34%	
배당수익률(18E)	6.45%	
BPS(18E)	5,269원	
주요 주주	Newton Investment	7.79%
	한화손해보험 외2인	6.38%

#### 투자지표

(억원, GAAP 개별)	2018	2019E	2020E	2021E
운용수익(억원)	2,616	2,936	2,871	2,882
이자수익(억원)	1,958	1,974	1,937	1,898
운용비용(억원)	539	473	465	466
이자비용(억원)	98	77	62	62
세전이익(억원)	2,077	2,463	2,405	2,415
당기순이익(억원)	2,077	2,463	2,405	2,415
EPS(원)	595	706	689	692
증감율(%YoY)	6.7%	18.6%	-2.3%	0.4%
PER(배)	15.6	15.4	15.7	15.7
PBR(배)	1.8	2.0	2.0	2.0
순이익률(%)	79.4	83.9	83.8	83.8
배당성향(%)	104.5	99.2	101.6	101.2
배당수익률(%)	6.7	6.5	6.5	6.5
ROE(%)	11.2	12.8	12.6	12.7
부채비율(%)	16.2	10.9	11.0	11.1

#### Price Trend



### 비엔씨티 자금재조달 & 분배금 상향

## 맥쿼리인프라 (088980)

### 자금재조달로 현금유입 미스매치 해소 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.

#### >>> 비엔씨티 자금재조달

동사는 23일 향후 비엔씨티의 물동량 증가에 대비한 용량 증설과 부채상환 능력 개선을 목표로 신규 대주단과 기존 차입금의 일부를 상환하고 신규로 외부차입금을 조달하기로 하는 약정을 체결했다. 이에 따라 비엔씨티는 (1) 선순위차입금 만기가 연장되어 보다 원활한 후순위차입금 원리금 지급을 할 수 있게 되었고, (2) 추가설비 투자금 유치를 통해 신항만 2-3의 용량 증설도 가능하게 되었다. 동시에 미치는 영향은 후순위차입금 원리금을 성공적으로 상환 받았고, 선순위차입금의 만기 연장 및 원금상환 일정 조정으로 펀드의 이익 실현과 동시에 비엔씨티의 주요 리스크 요인이었던 유동성 이슈가 크게 개선됐다는 점이다.

#### >>> 주요 리스크 요인이었던 현금유입 미스매치 빠르게 해소

이번 거래로 비엔씨티는 신규 선순위차입금 중 추가설비 투자 용도로 656억원을 활용하여 2020년까지 신항만 2-3의 연간 최대 처리가능 용량을 310만 TEU로 증설할 계획이다. 더불어 만기 연장 및 원금상환 일정 조정으로 비엔씨티의 부채상환 역량이 개선되면서 그동안 동사의 회계적 이자수익과 현금유입 간의 미스매치 이슈도 빠르게 해소될 수 있을 전망이다. 또한 동사는 후순위차입금 446억원을 전액 상환받았고, 후순위차입금에 대한 연체이자 492억원을 전액 수령해 상반기에 일회성 이익 22억원을 인식할 예정이다. 본 거래를 통해 동사에게 유입되는 총 현금은 960억원으로 모두 신용공여 대출금 상환에 사용될 예정으로 이자비용이 큰 폭으로 감소할 전망이다. 다만 후순위차입금이 전액 상환되면서 이자수익이 연간 약 63억원 감소하게 된다.

#### >>> 2019년 주당분배금 700원으로 상향 및 목표주가 상향

이번 거래는 일회성 이익과 이자수익 감소 등 실적에 긍정적이거나 부정적인 요소가 상존하지만, 1) 가장 마지막에 상환받는 후순위차입금이 좋은 조건으로 상환됐고, 2) 회계적 이자수익과 현금유입 간의 미스매치가 빠르게 해소된다는 점에서 성공적인 거래라는 판단이다. 올해 주당분배금은 1) 수정산타널에서 배당이 다시 시작됐고, 2) 수정산타널, 인천국제공항고속도로, 천안논산고속도로에서 소송 승소에 따른 법인세 환급 효과 등을 반영해 기존 650원에서 700원으로 상향한다. 다만, 올해 법인세 환급 효과는 일회성 요소로 내년 분배금은 올해와 유사하거나 소폭 하향 가능성도 존재한다. 목표주가는 3년 추정 DDM을 적용(3p 참고)해 상향했으나, 5월 경 현금흐름모델이 발표되면 보다 정교하게 반영될 예정이다.

맥쿼리인프라 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

GAAP 개별	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
운용수익	1,053	477	572	514	1,362	515	566	493	2,616	2,936	2,871
이자수익	468	477	499	514	496	493	493	492	1,958	1,974	1,937
운용자산매각이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익	583	0	72	0	865	0	72	0	656	937	931
기타운용수익	1	0	1	0	1	22	1	1	3	25	3
운용비용	128	127	140	145	111	117	119	126	539	473	465
운용수수료	92	97	101	95	81	83	86	89	385	340	362
이자비용	27	23	22	26	21	19	18	18	98	77	62
기타운용비용	8	7	17	24	9	15	14	18	56	56	41
세전이익	925	350	432	369	1,250	397	448	367	2,077	2,463	2,405
당기순이익	925	350	432	369	1,250	397	448	367	2,077	2,463	2,405

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 배당수익 추정 현황 (단위: 억원)

	비중	2015	2016	2017	2018	2019E
배당수익		409	402	615	656	937
yoy		1108.6%	-1.7%	53.0%	6.5%	43.0%
배당수익(경상적)		409	301	615	656	865
수정산투자(주)	100%	120	60	0	0	70
신공항하이웨이(주)	24.1%	289	241	385	313	277
천안논산고속도로(주)	60.0%	0	0	230	342	518
배당수익(일회성)		0	101	0	0	0

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

비엔씨티(주)에 대한 MKIF 투자 내역

구분	거래 전	거래 후
자본금(지분율)	664억원(30.0%)	664억원(30.0%)
후순위차입금(지분율)	1,930억원(100.0%)	1,930억원(100.0%)
후후순위차입금(지분율)	446억원(100.0%)	-
투자금액 총계	3,040억원	2,594억원
MKIF 포트폴리오 비중	17.9%	15.7%

주: 2018년 12월 31일 기준 MKIF 투자금액 기준

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

비엔씨티(주) 자금재조달 주요 내용 및 기대효과

거래의 주요 내용	MKIF에 미치는 기대효과
기존 선순위차입금 4,615억원을 5,353억원으로 증액 및 만기 8.25년 연장 • 비엔씨티는 신규 선순위차입금 중 추가설비 투자 용도로 656억원을 활용하여 2020년까지 신항만 2-3의 연간 최대 처리가능 용량을 310만 TEU로 증설 가능 • 만기 연장 및 원금상환 일정 조정으로 비엔씨티의 부채 상환 역량은 개선될 것으로 전망	• 원활한 후순위차입금 원리금 지급을 통해 회계적 이자수익과 현금유입 간의 미스매치 빠르게 해소
960억원 규모의 신규 중순위차입금 추가 및 기존 후후순위차입금 446억원 전액 상환 • MKIF는 후후순위차입금에 대한 연체이자 492억원 전액 수령 • MKIF는 2019 상반기에 일회성 이익 22억원 인식 예정	• 펀드의 이익 실현과 유동성 향상 • 후후순위차입금 상환으로 이자수익 감소
주무관청과의 이익공유에 따라 실시협약 기간 약 1년 단축(28년 3개월) • 2019년 5월 초 비엔씨티와 해양수산부 간에 변경 실시협약 체결 시 기간단축 효과 발생	• 총현금흐름 변동 가능성

주1: 선순위차입금의 만기 연장은 최종 원금 상환시기 기준

주2: 비엔씨티 증설 규모는 비엔씨티 경영진 제시 목표

주3: 선순위차입금 만기 연장 및 원금상환 일정 조정 - Tranche 규모로 가중평균한 원금 상환 일정은 본 거래 전 11년에서 본 거래 후 14년으로 늘어남

주4: 일회성 이익 22억원은 비엔씨티로부터 수령할 조기상환 수수료 22억원에 따른 일회성 이익

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

비엔씨티(주) 자금재조달 거래 내역 요약

구분	거래 전	거래 후	거래에 따른 변동사항
선순위차입금	4,615억원  Tranche A 4,066억원: 91일CD금리 + 연 1.60% 2027년 4분기 만기  Tranche B 549억원: 91일CD금리 + 연 3.00% 2025년 4분기 만기	5,353억원  Tranche A-1 900억원: 연 4.25% 2036년 1분기 만기  Tranche A-2 3,100억원: 91일CD금리 + 연 2.25%  Tranche B 1,353억원: 91일CD금리 + 연 2.50% 2031년 1분기 만기	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 추가설비 투자금 656억원 포함</li> <li>• 만기 약 8.25년 연장</li> <li>• 만기 연장 및 원금상환 일정 조정으로 비엔씨티의 부채 상환 역량은 개선될 것으로 전망</li> </ul>
신규 중순위차입금	없음	960억원: 연 5.5% 2036년 1분기 만기	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신규 중순위차입금</li> <li>• MKIF 투자금은 없음</li> </ul>
기존 후순위차입금	1,930억원: 연 12.0% 2033년 1분기 만기	동일	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 변동없음</li> </ul>
기존 후후순위차입금	446억원: 연 14.0% 2037년 4분기 만기  연체이자 492억원	없음	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MKIF 100% 보유</li> <li>• 원금 전액 상환</li> <li>• 연체이자 전액 수령</li> </ul>

주1: Tranche A-2의 가산금리가 Tranche B의 가산금리보다 낮은 이유는 Tranche A-2 원금은 신용보증기금의 보증이 적용되기 때문임

주2: 선순위차입금의 만기 연장은 최종 원금 상환시기 기준

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

맥쿼리인프라 DDM 밸류에이션

구분	2017	2018	2019E	2020E	2021E	내용
EPS(원)	557	595	706	689	692	
DPS(보통주, 현금)(원)	540	622	700	700	700	
배당성향(%)	96.9	104.5	99.2	101.6	101.2	
Risk Free Rate(%)			1.82			국고채 5년
Adj. Beta(W,2Yr)			0.42			Beta(W,2Yr) = 0.12
Risk Premium(%)			6.0			Rm-Rf
Cost of Equity(%)			4.32			Cost of Equity(%) 30% 할증
Adj. Cost of Equity(%)			5.62			
Cost of Debt(%)			3.86			
Equity to Capital(%)			90.6			
Debt to Capital(%)			9.4			
WACC(%)			5.5			
Forecast period (year)			3			
Current Month			4			
PVIF			0.96	0.91	0.87	
Present Value of DPS(원)			674.7	639.4	605.9	
Last forecasted PV of DPS(원)			605.9			
Terminal Growth (%)			0.10			ROE * (1 - 배당성향)
Terminal Value Multiple			18.45			(1 + TG) / (WACC - TG)
NPV of DPS(원)			1,920.0			
Terminal Value(원)			9,674.2			
Operating Value(원)			11,594			향후 현금흐름모델 발표 시 조정 가능
Appraised Share Price(원)			12,000			
Current Price(원)			10,850			
Upside Potential (%)			10.6			

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용수익	2,400	2,616	2,936	2,871	2,882
이자수익	1,778	1,958	1,974	1,937	1,898
운용자산매각이익	0	0	0	0	0
배당수익	615	656	937	931	981
기타운용수익	7	3	25	3	3
운용비용	528	539	473	465	466
운용수수료	365	385	340	362	370
자산보관수수료	3	4	4	4	4
사무관리수수료	2	2	2	2	2
이자비용	134	98	77	62	62
기타운용비용	23	50	50	35	28
법인세차감전이익	1,873	2,077	2,463	2,405	2,415
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	1,873	2,077	2,463	2,405	2,415
지배주주지분순이익	1,873	2,077	2,463	2,405	2,415
증감율(% YoY)					
운용수익	5.8	9.0	12.2	-2.2	0.4
운용비용	-45.6	2.1	-12.3	-1.6	0.2
당기순이익	44.2	10.9	18.6	-2.3	0.4
EPS	42.3	6.7	18.6	-2.3	0.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2017	2018	2019E	2020E	2021E
운용자산	17,557	17,297	17,188	17,070	16,999
현금및예치금	376	191	220	253	291
대출금	12,275	12,680	12,542	12,392	12,282
지분증권	4,906	4,426	4,426	4,426	4,426
기타자산	3,580	4,153	4,128	4,133	4,152
미수이자	3,478	4,093	4,084	4,091	4,111
미수금	28	27	27	27	27
선급비용	73	33	17	16	15
자산총계	21,137	21,450	21,316	21,204	21,151
운용부채	2,499	2,820	1,994	1,994	1,994
사채	2,499	1,994	1,994	1,994	1,994
장기차입금	0	826	0	0	0
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	93	95	100	105	110
기타부채	62	69	6	5	4
부채총계	2,654	2,985	2,100	2,104	2,108
자본금	18,156	18,156	18,156	18,156	18,156
이익잉여금	326	309	1,060	944	887
자본총계	18,482	18,465	19,216	19,100	19,043
부채및자본총계	21,137	21,450	21,316	21,204	21,151

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, GAAP 개별	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산운용활동 현금유입액	4,430	2,983	2,426	2,407	2,389
이자수익	1,727	1,340	1,351	1,325	1,299
배당금수익	615	656	937	931	981
대출금의 회수	1,859	338	138	150	109
미수금의 회수	0	0	0	0	0
투자자산의 처분	188	634	0	0	0
자산운용활동 현금유출액	-2,846	-1,286	-396	-403	-404
대출금의 증가	2,410	743	0	0	0
선급비용의 지급	0	0	0	0	0
운용수수료의 지급	366	383	338	360	368
자산보관수수료의 지급	3	4	4	4	4
사무관리수수료의 지급	2	2	2	2	2
기타운용비용의 지급	64	51	51	36	28
자산운용활동으로 인한 현금유입액	1,584	1,697	2,031	2,004	1,986
재무활동 현금유입액	950	3,350	0	0	0
차입금의 차입	2,422	5,350	0	0	0
재무활동 현금유출액	-4,216	-7,232	-2,522	-2,507	-2,507
차입금의 상환	2,578	2,530	0	0	0
분배금의 지급	1,492	2,094	2,443	2,443	2,443
이자비용의 지급	121	100	78	63	63
차입부대비용의 선급	1	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금유출액	-1,795	-1,882	-2,522	-2,507	-2,507
현금의 감소	-211	-185	29	33	38
기초의 현금및현금성자산	587	376	191	220	253
기말의 현금및현금성자산	376	191	220	253	291

투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

12월 결산, GAAP 개별	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	557	595	706	689	692
BPS	5,295	5,290	5,505	5,472	5,456
DPS	540	622	700	700	700
주가배수(배)					
PER	14.8	15.6	15.4	15.7	15.7
PBR	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
수익성(%)					
순이익률	78.0	79.4	83.9	83.8	83.8
ROE	10.7	11.2	13.1	12.6	12.7
ROA	8.9	9.8	11.5	11.3	11.4
배당성향	96.9	104.5	99.2	101.6	101.2
배당수익률	6.5	6.7	6.5	6.5	6.5
안정성(%)					
부채비율	14.4	16.2	10.9	11.0	11.1
차입한도 소진율	45.9	51.8	36.6	36.6	36.6
차입한도(억원)					
총 차입부채	2,499	2,820	1,994	1,994	1,994
차입한도	5,447	5,447	5,447	5,447	5,447
잔여차입한도	2,948	2,626	3,453	3,453	3,453

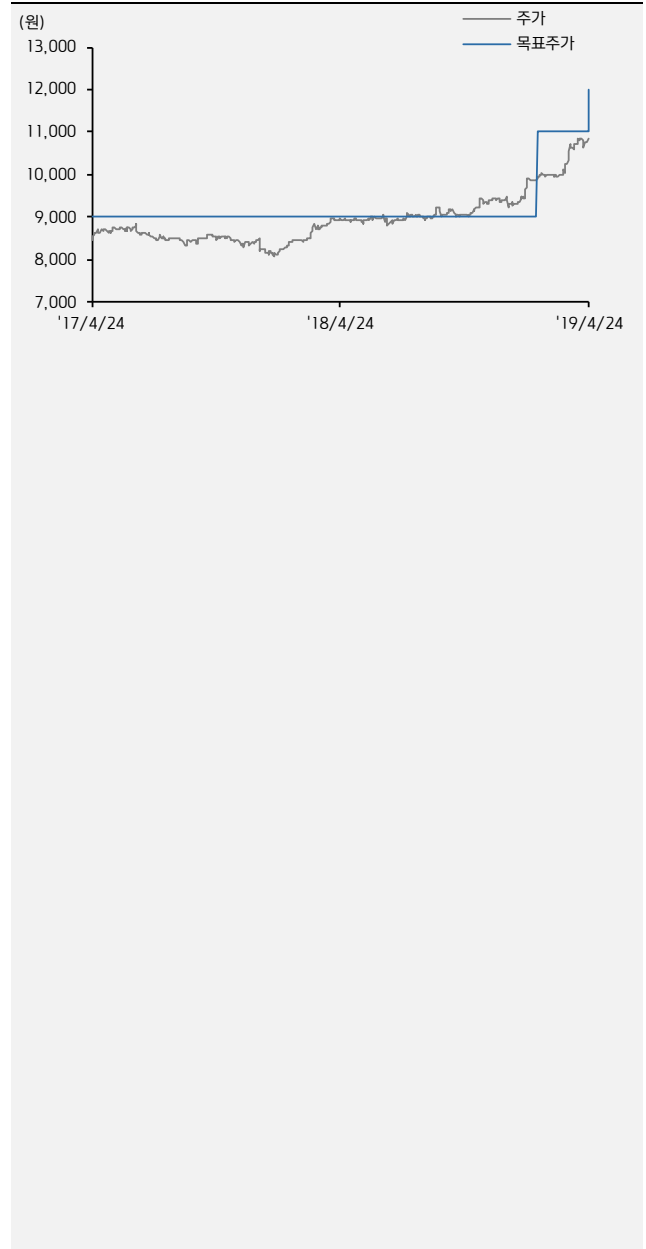
Compliance Notice

- 당사는 4월 23일 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)	2017/04/06	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.76	-4.11
	2017/05/02	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.30	-2.67
	2017/06/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.10	-1.89
	2017/07/05	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.28	-1.89
	2017/07/31	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.46	-1.89
	2017/08/18	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-4.89	-1.89
	2017/10/16	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-5.32	-4.56
	2017/11/01	Outperform (Maintain)	9,000원	6개월	-7.10	-4.56
	2018/02/01	BUY(Upgrade)	9,000원	6개월	-7.07	-4.56
	2018/02/20	Outperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-6.02	-0.56
	2018/04/16	Marketperform (Downgrade)	9,000원	6개월	-0.86	-0.56
	2018/05/02	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-0.80	-0.11
	2018/06/18	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-0.72	0.33
	2018/07/02	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-0.79	0.33
	2018/07/10	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-0.80	0.56
	2018/08/01	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-0.69	0.89
	2018/08/13	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	-0.21	2.67
	2018/11/01	Marketperform (Maintain)	9,000원	6개월	4.73	10.00
	2019/02/07	Outperform (Upgrade)	11,000원	6개월	-6.46	-1.36
	2019/04/24	Outperform (Maintain)	12,000원	6개월		

목표주가 추이



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%