

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

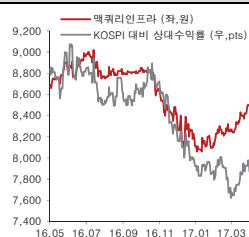
Company Data

자본금	1,671 십억원
발행주식수	33,146 만주
자사주	0 만주
시가총액	2,861 십억원
주요주주	
한화손해보험	14.03%
외국인지분율	22.50%
배당수익률	4.60%

Stock Data

주가(17/05/22)	8,630 원
KOSPI	2304.03 pt
52주 Beta	0.04
52주 최고가	9,020 원
52주 최저가	8,030 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.9%	-11.6%
6개월	.2%	-1.4%
12개월	-1.1%	-8.8%

맥쿼리인프라 (088980/KS | 중립(신규편입) | T.P 9,700 원(신규편입))

차별화된 배당 매력도를 가진 우량 인프라 펀드

SK 증권은 맥쿼리인프라에 대해 투자이전 중립과 목표주가 9,700 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 맥쿼리인프라의 현 주가 수준에서 높은 주가 수익률을 기대하기보다는 인프라 펀드 구조적으로 안정적이고 높은 배당수익률에 주목, 장기 배당주로서의 투자를 추천한다.

인프라 자산을 통해 장기적이고 확실한 수익을 창출

맥쿼리인프라는 사회간접시설, 특히 11 개의 유료 도로 자산과 1 개의 항만에 투자하고 있는 인프라 펀드로서, 대부분의 도로 자산은 시간이 지날수록 주변 도로와의 연결성 확대, 신도시 확대에 따른 이용객의 자연 증가에 따라 장기적이고 예측 가능한 현금 흐름을 기대할 수 있다. 특히, 항만을 제외한 대부분의 도로 자산이 최소운영수입 보장제 (Minimum Revenue Guarantee, MRG)가 적용되기 때문에, 추정 수입과 실제 운영수입의 괴리가 발생할 경우 주주관청이 수입 부족분을 지원한다. 따라서 하방 리스크가 상대적으로 제한적이라는 장점이 있다. 맥쿼리인프라는 투자 SOC의 대주이자 주주로서, 사업 초기에는 대출에 따른 이자수익을 수취하고, 사업 성장에 따른 이익 증가시 주주로서 배당이익을 수취한다. 보유 자산의 66%가 성장기에 진입했기 때문에, 향후 배당이익 증가에 따른 안정적 실적 증가가 기대된다.

시가 배당수익률 5% 수준, 매력적인 배당주로 주목

맥쿼리인프라의 안정적 비즈니스 모델과 후순위, 선순위, 자본투자에 따른 포트폴리오를 감안할 때, Sum-of-the-parts 밸류에이션에 따라 맥쿼리인프라의 목표주가를 9,700 원으로 산정한다. 따라서 현 시점에서 주가 업사이드는 크지 않지만, 배당 매력도에 주목해야한다는 판단이다. 맥쿼리인프라는 인프라 펀드이기 때문에 세무상 이익 또는 배당 가능이익의 100% 중 큰 금액을 주주에게 배당한다. 최근에는 주가 상승에 따른 배당수익률이 5% 미만으로 다소 떨어졌으나, 향후 1) 성장기 진입 자산의 통행료 수입 증가에 따른 배당수익 수취 가능성 확대, 2) 부산신항만 수익성 증가 기대감 등을 감안하면 배당 여력은 확대될 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
운용수익	십억원	181	219	227	237	268	271
YoY	%	-14.9	21.1	3.3	4.6	18.1	14.4
운용비용	십억원	56	66	97	95	74	74
YoY	%	2.2	17.8	47.6	-2.5	-23.3	-21.5
순이익	십억원	125	154	130	143	193	197
순이익률	%	69.2	70.1	57.3	60.2	72.2	72.7
EPS	원	379	464	392	431	584	595
PER	배	18.1	17.3	22.1	20.1	14.8	14.5
PBR	배	4.1	4.8	5.2	5.1	5.1	5.1
배당수익률	%	6.0	5.8	4.6	6.4	7.5	7.6
ROE	%	7.5	9.1	7.8	8.5	11.4	11.7
순차입비율	%	24.4	20.4	21.2	21.3	20.1	20.1
부채비율	%	27.9	22.0	25.4	24.4	23.1	23.6

맥쿼리인프라 Sum-of-the-parts Valuation

(십억원)	2017E
광주 제2순환도로, 1구간	315.2
광주 제2순환도로, 3-1구간	152.3
수정산터널	130.1
백양터널	40.1
인천국제공항고속도로	377.2
천안-논산고속도로	1,218.0
우면산터널	39.5
서울 춘천고속도로	246.3
마창대교	206.1
용인-서울고속도로	249.1
인천대교	414.2
부산항 신항 2-3단계	565.6
Total	3,953.6
+Cash at Bank	74.3
-맥쿼리인프라 Debt	-359.4
-PV of Fund Expenses	-463.0
맥쿼리인프라 순자산가치	3,205.5
발행주식수 (천주)	331,459
SOTP Valuation에 따른 목표주가 (원)	9,700

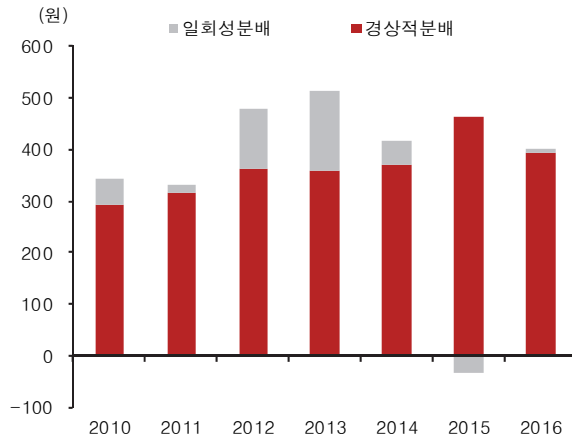
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 투자 포트폴리오 현황

(십억원)	주식	지분율 (%)	후순위대출	이자율 (%)	선순위대출	이자율 (%)	총계
백양터널	1.2	100.0			1.3	15.0	2.5
광주제2순환도로1구간	33.1	100.0	85.2	10.5~20.0	142.0	10.0	260.3
인천국제공항고속도로	23.6	24.1	51.7	13.5			75.3
수정산터널	47.1	100.0	14.5	20.0	14.4	8.5	76.0
천안~논산고속도로	87.8	60.0	182.2	20.0			270.0
우면산터널	5.3	36.0			15.0	12.0	20.3
광주제2순환도로3-1구간	28.9	75.0			26.8	7.9	55.7
마창대교	33.8	70.0	79.0	11.4			112.8
용인~서울고속도로	51.5	43.8	99.6	15.5			151.1
서울~춘천고속도로	48.6	15.0	87.4	11.6			136.0
인천대교	74.5	41.0	89.4	8.2	46.2	3.0	210.1
부산항신항2-3단계	66.4	30.0	243.0	12.0~14.0			309.4
총계	501.8		932.0		245.7		1,679.5
비율 (%)	29.9		55.5		14.6		100.0

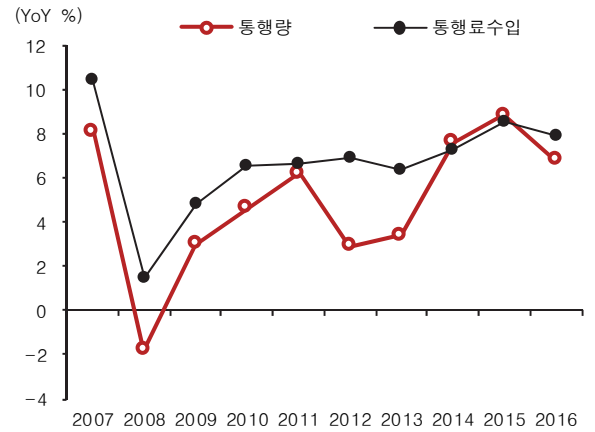
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 주당분배금 추이



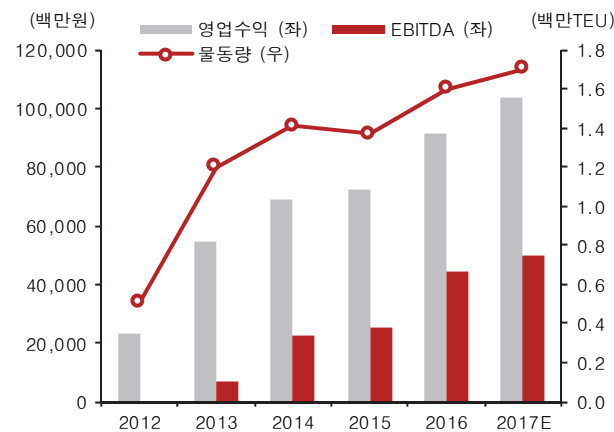
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 도로자산 일평균 통행량, 통행료수입 추이



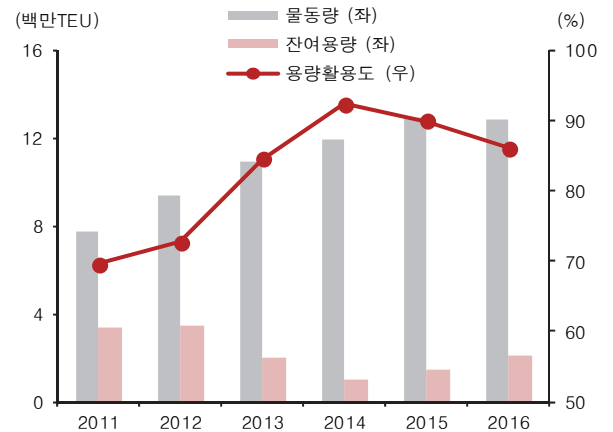
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 부산신항 2-3 단계 성과 추이 및 전망



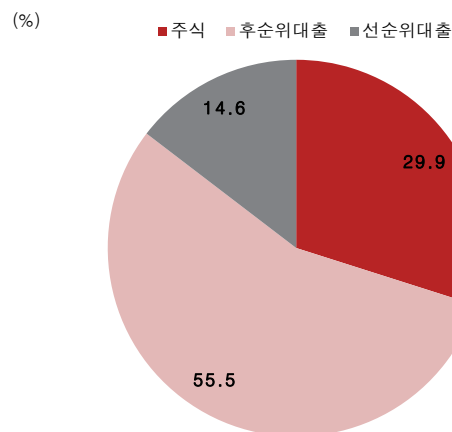
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

부산신항 전체 성과 추이



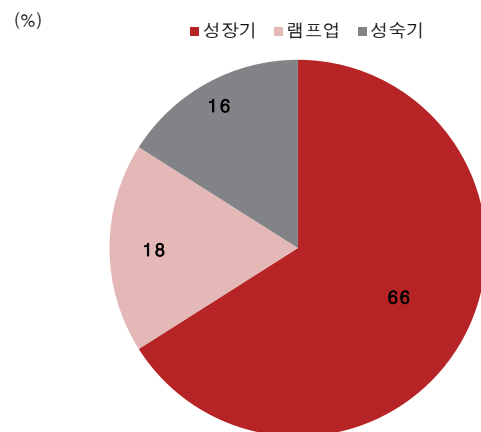
자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 투자형태별 포트폴리오 구성



자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

맥쿼리인프라 포트폴리오 자산 성장 단계별 구성



자료: 맥쿼리인프라, SK 증권

투자의견변경

일시

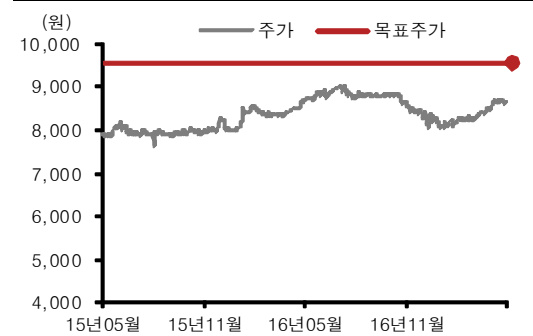
투자의견

목표주가

2017.05.23

HOLD

9,700원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 23일 기준)

매수	94.41%	중립	5.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
자산총계	2,145	2,057	2,089	2,097	2,081
운용자산	1,682	1,618	1,741	1,680	1,679
현금 및 예치금	49	16	59	41	38
대출금	1,080	1,090	1,172	1,114	1,125
지분증권	553	512	509	525	516
기타자산	463	440	348	417	402
미수이자	455	434	343	411	396
미수금	2	2	3	2	2
선급비용	5	4	3	4	4
부채총계	468	371	423	412	391
운용부채	458	359	411	400	379
사채	250	250	250	250	250
장기차입금	209	109	161	151	129
미지급금	0	0	0	0	0
미지급운용수수료	8	9	9	9	9
기타부채	2	3	3	3	3
자본총계	1,677	1,686	1,666	1,685	1,690
자본금	1,671	1,671	1,671	1,671	1,671
이익잉여금	6	15	-5	14	19

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업현금	80.2	229.6	157.6	139.5	159.1
이자수익	97.7	199.6	267.7	172.0	196.7
대출금의 회수	19.0	196.8	2.7	72.8	90.8
미수금의 회수	0.6	0.0	9.4	3.3	4.3
투자자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-/+) 지분증권의 취득	0.0	14.7	7.2	7.3	9.8
(-/+) 운용수수료지급	29.9	34.8	37.2	34.0	35.3
(-/+) 기타	-7.2	-117.3	-77.8	-67.4	-87.5
재무현금	-46.1	-262.8	-114.7	-268.6	-252.9
차입금증가	334.8	52.5	190.0	65.0	65.0
(-/+) 차입금상환	200.3	155.0	80.0	155.0	155.0
(-/+) 분배금지급	164.4	144.2	60.0	182.9	213.9
(-/+) 기타	-16.2	-16.1	-164.7	4.3	51.1
총현금흐름 (Gross CF)	34.1	-33.2	43.0	-129.1	-93.7

자료: 맥쿼리인프라, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
운용수익	181.2	219.5	226.8	237.3	267.8
증감률 (YoY %)	-14.9	21.1	3.3	4.6	18.1
이자수익	177.8	178.1	177.0	185.2	209.1
배당수익	3.4	40.9	40.2	42.1	47.5
운용자산매각이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타운용수익	0.0	0.5	9.5	10.0	11.2
운용비용	55.7	65.7	96.9	94.5	74.4
증감률 (YoY %)	2.2	17.8	47.6	-2.5	-23.3
운용수수료	30.8	35.4	37.7	38.2	38.9
자산보관수수료	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자비용	19.6	19.4	15.9	13.2	12.4
기타	5.0	10.6	43.0	42.7	22.8
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	125.5	153.8	129.8	142.8	193.5
증감률 (YoY %)	-20.8	22.6	-15.6	10.0	49.0
순이익률 (%)	69.2	70.1	57.3	60.2	72.2

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
Multiples (X, %, 원)					
PER	18.1	17.3	22.1	20.1	14.8
PBR	4.1	4.8	5.2	5.1	5.1
PSR	12.5	12.1	12.6	12.1	10.7
EV/ EBITDA	21.7	19.6	25.2	22.9	16.8
배당수익률	6.0	5.8	4.6	6.4	7.5
EPS	379	464	392	431	584
BPS	1,677	1,686	1,666	1,685	1,690
SPS	547	662	684	716	808
DPS	418	464	400	552	645
수익성지표 (%)					
ROA	6.0	7.3	6.3	6.8	9.3
ROE	7.5	9.1	7.8	8.5	11.4
ROIC	6.0	7.6	6.4	7.0	9.5
안정성지표 (%)					
부채비율	27.9	22.0	25.4	24.4	23.1
순차입비율	24.4	20.4	21.2	21.3	20.1
자산, 자본구조 (%)					
투자자본	97.3	98.7	96.6	97.5	97.6
차입금	458.1	359.1	411.2	400.2	378.8