

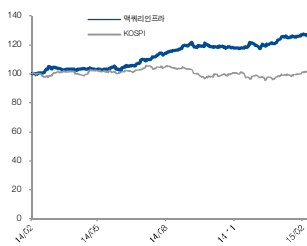
리스크를 감안해도 매력적인 배당주

현재주가 (3/5)	7,410원		
상승여력	N/A		
시가총액	24,561억원		
발행주식수	331,459천주		
자본금/액면가	1,671십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	7,440원/5,812원		
일평균 거래대금 (60일)	39억원		
외국인지분율	27.45%		
주요주주	Newton Investment Management Limited		
	8.28%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.4	8.0	9.5
상대주가(%)	-0.9	7.3	12.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(14)	EPS(15F)	T/P
Before	-	-	-
After	380	386	N/R
Consensus	-	-	-
Cons. 차이	NM	NM	NM

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 당사는 국내에 유일하게 상장된 인프라펀드로써, 현재 도로관련 (11개) 및 항만관련 (1개) 관련 인프라프로젝트(개별 운영회사)에 선순위/후순위 대출 및 지분투자 형태로 투자
- 현재 수익 대부분은 대출 이자수익에서 창출. 그외 지분을 매각하거나 프로젝트가 종료될 경우 일회성 분배가능 이익 발생. 추후 운영회사가 흑자전환시 배당금 수익도 발생 가능.
- 동사의 매출과 배당에 대한 가시성은 높은 편인데, 이는 실시협약에 따라 운영기간 (가중 평균 실시협약기간 21년) 및 정부수입보장(MRG, 가중평균 정부수입보장기간 9년)이 정해져 있어 투자자산으로부터 현금흐름 및 수익인식이 예측가능하며, 동사 특성상 법인세 면제 적용을 위해 순이익을 실질적으로 전부 배당하여 EPS와 DPS가 거의 비슷하기 때문.
- 현재 증가로 2015년 예상 배당수익률은 5.3%로 배당수익률은 시장내 최고 수준 (KRX100 2014 평균배당수익률 1.46%). 저금리 환경아래 매력적인 배당주.

2) 주요이슈

- 진행 중인 소송에서 패소시, 현금흐름/수익인식이 바뀔 수 있는 리스크 존재. 다만 대부분 소송이 실시협약상 합법적 범위내에서 운영한 동사에 전반적으로 더 유리하게 진행 중. (백양터널 및 수정산터널 1심 승소, 마창대교 소송 종결 협의중, 광주제2순환 건너 2심까지 패소했으나 대법원 상고심진행중) 최악의 경우 사업기간 종료전에 프로젝트가 종료/exit되더라도, 투자한 금액의 감액손처리가 아니라 대체적으로 지하철9호선 사례처럼 실시협약에 따른 IRR 및 기간에 기초해 산출된 현금 흐름의 현재가치를 받게 됨.
- 저유가 수혜 가능. 통행량 증대로 인해 투자회사의 흑자전환, 순현금유입 기조로 전환 시 배당금/미수이자 받을 가능성이 높아지기 때문..

3) 실적전망

- 선순위 대출금이 조금씩 상환되고 있으나 부산항신항2-3단계의 2015년 예정 신규대출과 미수이자 증가를 감안시 2015 이자수익성 자산 평잔은 약3% 성장예상. 2015년 순이익은 일회성 배당수익이 없는 결로 가정해 1,280억원 (+1.8% YoY) 예상. 우면산터널은 매각가능성 높아 보이나 관련 이자수익은 전체 이자수익의 1%로 이익 영향 제한적.
- 소송 외에 실적에 영향을 미칠수 있는 요인은 1) 신공항하이웨이의 배당금 지급 시작 여부; 2) 2016년/2018년 만기돌아오는 회사채의 리파이낸싱.

요약 실적 및 Valuation

구분	운영수익 (십억원)	운영비용 (십억원)	당기순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	PBR (X)	PER (X)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2011	162	57	106	-5.3%	5,086	319	1.5	23.2	6.2%	5.0%	4.5%
2012	206	52	154	46.0%	5,166	465	1.4	15.9	9.1%	7.4%	6.5%
2013	213	54	159	3.0%	5,174	479	1.4	15.5	9.3%	7.7%	6.9%
2014	181	55	126	-20.7%	5,058	380	1.5	19.5	7.4%	6.0%	6.5%
2015F	184	56	128	1.8%	5,038	386	1.5	19.2	7.7%	6.0%	5.3%

* K-IFRS 연결 기준

대부분의 자산이 현금흐름이
안정적이고 MRG가 적용된
인프라 프로젝트

개별 운영회사에 투자해 이자와 배당금 통해 수익, MRG로 인해 안정적인 수익구조

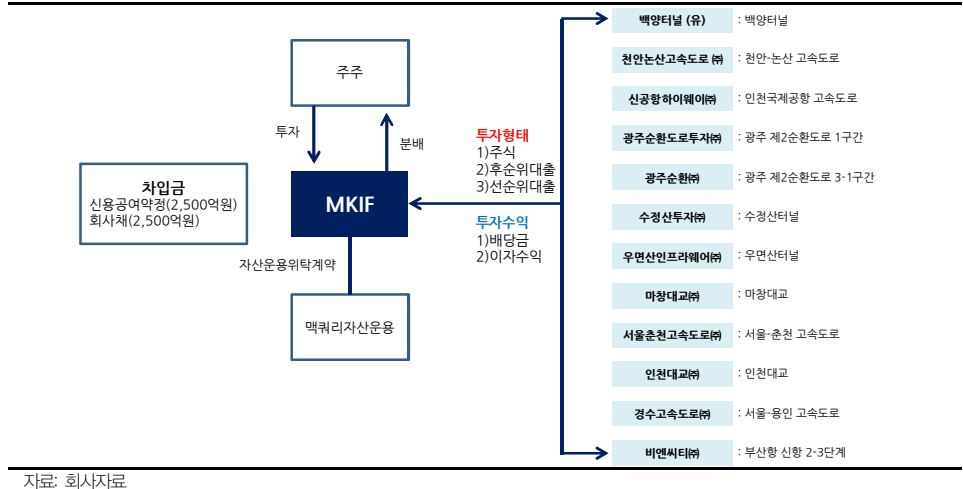
맥쿼리인프라는 맥쿼리자산운용을 통해 자산을 운용하는 개별 운영회사에 선순위/후순위 대출 및 지분매입 형태로 투자하여, 이자와 배당금을 통해 수익을 거두어 들인다. 인천국제공항 고속도로, 인천대교, 용인-서울 고속도로 등 우리나라 주요 도시 및 랜드마크 자산으로 포트폴리오가 구성되어 있으며, 총 12개의 인프라에 투자하고 있다. 그 중 11개의 자산은 현금흐름예측이 쉬운 도로이며, 나머지 1개는 항만 (부산항 신항 2-3단계)이다.

뿐만 아니라 11개 사업에 대해서는 정부수입보장(Minimum Revenue Guarantee: MRG, 가중평균 정부수입보장기간 9년) 제도가 적용되고 있다. MRG제도란 실제 통행료 수익이 보장기준 보다 낮을 때는 주무관청이 수입부족분을 지원해 주고, 환수기준보다 높을 때는 관련 주무관청이 수입의 초과분을 환수하는 제도이다. 또한 MRG가 적용되지 않은 부산항 신항 2-3단계의 경우 2012년(MRG폐지 이후) 운영이 개시된 자산이다.

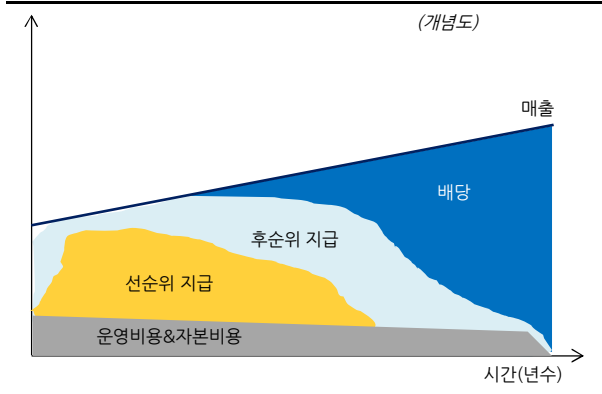
평균 자산운영기간은 8.5년으로 사업초기단계 위주의 포트폴리오로 구성되어 있다. 따라서 현재까지는 일회성 배당을 제외하고 배당을 받은 적이 없으며, 이자수익 중 일부는 미수이자로 인식한다. (이로 인해 미수이자에 대한 이자를 받으면서, 대출자산 자체는 선순위 대출 상환으로 인해 조금씩 감소하지만 미수이자 역시 이자수익성 자산으로 잡히면서 이자수익성 자산 증가로 인해 고정된 이자율에도 불구하고 이자수익은 매년 조금씩 늘어왔다.) 이후 자산이 램프업 단계를 지나 성장기를 거쳐 성숙기에 이르면서 미수이자가 현금으로 들어오며, 선순위대출이 상환되고 동사가 운영회사에서 배당을 받을 가능성도 높아진다.

동사는 법인세 면제 적용을 위해 배당가능이익을 모두 배당해왔으며, 매년 시가 기준 5~6%의 안정적인 배당수익률을 시현하고 있다.

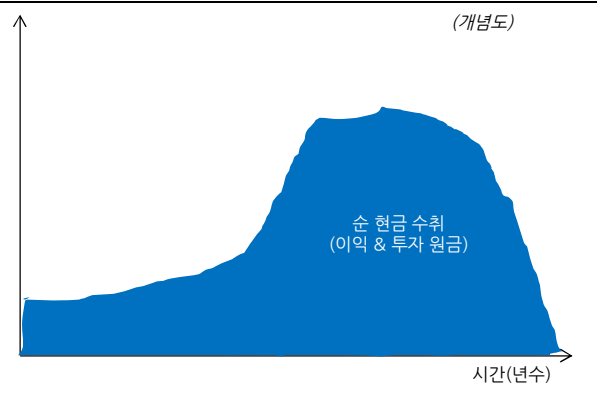
〈그림1〉 맥쿼리인프라 사업구조



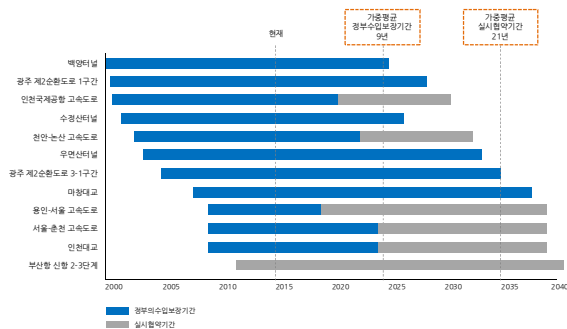
〈그림2〉 맥쿼리인프라가 투자한 사업시행자 현금흐름



〈그림3〉 맥쿼리인프라 유입 현금흐름

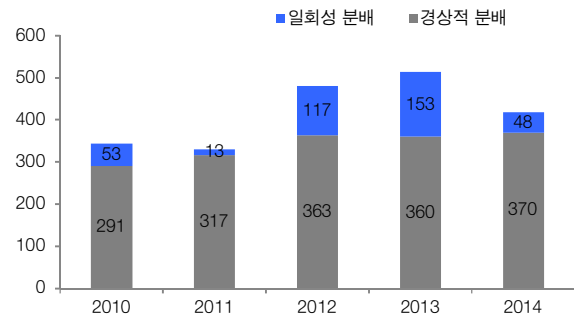


〈그림4〉 프로젝트별 정부수입보장기간 및 실시협약기간



자료: 회사자료

〈그림5〉 안정적인 분배금 지급 실적



자료: 회사자료

〈그림6〉 자산별 통행료 수입보장 내역

자산명	주무관청	사업시행기간	사업시행잔존기간	수입보장기간	수입보장잔존기간	통행료수입보장기준	통행료수입환수기준	비고
백양터널	부산시	25	10	25	10	90%	110%	*실제 통행료수입이 80%를 초과하고 110%이하일 경우 초과분의 일부를 환수함
광주 제2순환도로 1구간	광주시	28	14	28	14	85%	115%	
인천국제공항 고속도로	국토교통부	30	16	20	6	80%	110%	
수경산터널	부산시	25	13	25	13	90%	110%	
천안-논산 고속도로	국토교통부	30	18	20	8	82%	110%	*실제 통행료수입이 82%를 초과하고 110%이하일 경우 초과분의 일부를 환수함
우면산터널	서울시	30	19	30	19	79%	110%	
광주 제2순환도로 3-1구간	광주시	30	20	30	20	90%	110%	
마창대교	경상남도	30	24	30	24	75.78%	120%	*79~85%, 110% 이상 : 전액환수, 90~110% : 일부환수
용인-서울 고속도로	국토교통부	30	25	10	5	70%	130%	
서울-춘천 고속도로	국토교통부	30	25	15	10	80/70/60%	120/130/140%	*5년마다 변동
인천대교	국토교통부	30	25	15	10	80%		
부산항 신항 2-3단계	해양수산부	29	26	N/A	N/A			
가중평균		29	21	17	9			

자료: 회사자료

〈그림7〉 투자자산 포트폴리오

자산명	약자	주식	지분율(%)	후순위대출	이자율	선순위대출	이자율	총계
백양터널	BYTL	1.2	100.0%	-		1.5	15.0%	2.7
광주 제2순환도로 1구간	KBICL	33.1	100.0%	35.2	20.0%	142.0	10.0%	210.3
인천국제공항 고속도로	NAHC	58.2	24.1%	51.7	13.9%	-		109.9
수경산터널	SICL	47.1	100.0%	19.3	20.0%	28.8	8.5%	95.2
천안-논산 고속도로	CNEC	87.8	60.0%	182.2	20.0%	-		270
우면산터널	WIC	10.7	36.0%	9.6	20.0%	-		20.3
광주 제2순환도로 3-1구간	KRRRC	28.9	75.0%	-		39.0	7.9%	67.9
마창대교	MCB	33.8	70.0%	79.0	11.4%	-		112.8
용인-서울 고속도로	YSE	57.8	35.0%	77.0	15.0%	-		134.8
서울-춘천 고속도로	SCE	48.6	15.0%	87.4	11.6%	-		136
인천대교	IGB	74.5	41.0%	89.4	9.3%	-		163.9
부산항 신항 2-3단계	BNP	66.4	30.0%	243.0	12.0%	-		309.4
총계		548.1		873.8		211.3		1633.2
비율(%)		33.6%		53.50%		12.9%		100%

자료: 회사자료

4개의 소송이 진행중인 하나
1개는 승소판결로 거의 종료,
2개는 1차 승소 후 2심 진행중

광주제2순환의 경우 2심까지
패소후 대법원 상고심 진행중,
다만 패소하게 되더라도 EPS 감
소는 1.8%에 그칠 것

소송 관련 risk – 소송이 생기는 이유, 그리고 동사의 승소 가능성, 패소할 경우 impact

현재 동사가 투자한 회사 중 총 4개에 대해 소송이 진행 중이다. (백양터널, 수정산터널, 마창대교, 광주제2순환도로). 소송의 주요내용은 주로 자본구조를 실시협약 체결당시로 원상회복을 하라는 내용이 주를 이루고 소송 상대방은 각 주무관청 (부산시, 경상남도, 광주시) 등이다. 진행 중인 소송에서 패소시, 투자한 자본구조가 변경되면서 현금흐름/수익인식이 바뀔 수 있는 리스크 존재한다. 소송이 관여된 회사의 경우, 주로 맥쿼리가 감자를 하면서 자기자본을 줄이고 대신 후순위 대출을 늘린 경우가 대부분이다. 맥쿼리 입장에서는 법인세를 내야하고 현금흐름이 확정되지 않는 배당을 받는 것보다 확정이자를 지급하는 주주대출을 하는 것이 유리하기 때문에 이렇게 구조가 변경된 경우가 많은 것으로 추정된다. 주무관청들의 소송목적은, 대부분 사업이 MRG에 관련된 최소수입보장 수준 (보통 추정통행료 수입의 80-90%선)에 못 미치는 통행료를 기록하면서 매년 MRG를 지급해야하는 데에 부담을 느끼면서 주무관청들이 보다 유리한 조건으로 실시협약을 구조조정하기 위해 자본구조의 원상복구를 요구하는 것으로 보인다.

다만 맥쿼리인프라가 실시한 자본구조 재조정 자체는 각 운영회사 주주로서 실시협약 테두리 안에서 합법적인 범위내로 진행되었기 때문에 대부분 소송이 동사에 더 유리하게 진행 중이다. 백양터널 및 수정산터널의 경우 1심에서 승소한 후 2심 진행중이며, 마창대교 소송 경우 역시 국제상업회의소에서 시행자 승소 판정을 내리면서 경상남도는 2015년 1월6일자로 미지급 재정지원금을 지급하였으며 현재 소송의 종결을 위한 협의를 진행중이다.

광주제2순환도로1구간의 경우 2심까지 패소했으나 현재 대법원에서 현재 상고심이 진행중이다. 설사 최악의 경우 패소하게 될 경우 리스크는 1) 자본구조를 원상복구하게 되면서 이자수입이 소폭 줄어들게 되며 (이로 인해 도로 자본을 늘이고 대출을 줄이게 되면 동사의 EPS는 약 1.8% 줄어들 수 있을 것으로 예상); 혹은 2) 사업기간 종료전에 프로젝트가 종료/exit되더라도, 투자한 금액의 감액손처리가 아니라 대체적으로 최근 매각하고 나온 지하철9호선 사업 사례처럼 실시협약에 따른 IRR 및 기간에 기초해 산출된 현금 흐름의 현재가치를 받을 가능성이 높을 것으로 보인다. 다만 exit한 투자금액을 분배하지 않는다면 보다 낮은 수익률의 자산에 재투자해야 할 risk는 있을 것이다.

〈그림8〉 현재 소송관련 진행상황

자산	MKIF자산 비중	사건	진행상황	주무관청
백양터널	0.20%	자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분 취소 청구	*지방법원은 사업시행자 승소 판결을 내렸음 (2014년 10월 10일)	부산시
수정산터널	5.80%		*부산시가 부산고등법원에 항소하였음 (2014년 10월 24일)	
마창대교	6.90%	2013년도 미지급 재정지원금 약 131억원을 지급받기 위한 국제상업회의소 국제중재를 신청함	*경상남도는 2015년 1월 6일자로 미지급금 중 130억원 지급함 (이연이자 별도) *마창대교와 경상남도는 소송의 종결을 위한 협의를 진행중임	경상남도
광주제2순환도로 1구간	12.90%	자본구조를 실시협약 체결당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분의 취소 청구 자본구조 원상회복이 이행될때까지 최소통행료수입보전에 대한 지급을 유보한다는 내용의 행정처분의 취소 청구	*대법원에서 상고심 진행중 *행정처분의 취소를 청구하는 소송 준비중	광주시

자료: 회사자료

(단위:십억원)

손익계산서	2011	2012	2013	2014	2015F
운영수익	162.4	205.7	212.9	181.2	184.0
이자수익	161.8	171.9	173.6	177.8	184.0
배당수익	-	-	11.2	3.4	-
운용자산매각이익	0.6	33.2	28.0	-	-
기타운용수익	-	0.7	-	0.0	-
운용비용	56.8	51.6	54.2	55.4	56.0
운용수수료	24.2	27.8	30.8	30.8	30.0
자산보관수수료	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
사무관리수수료	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자비용	23.7	19.8	19.7	19.6	21.1
기타운용비용	8.4	3.5	3.1	4.4	4.3
당기순이익	105.6	154.1	158.7	125.8	128.0

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013	2014	2015F
총자산					
운용자산	1,869.9	1,691.1	1,637.9	1,681.6	1,622.9
현금 및 예치금	100.9	20.8	14.8	48.9	3.0
대출금	1,137.2	1,096.0	1,090.1	1,079.6	1,066.8
지분증권	631.8	574.3	533.1	553.1	553.1
기타자산	256.6	364.2	404.2	462.9	526.6
미수이자	242.4	351.6	394.9	455.1	518.8
미수금	4.5	4.5	2.9	2.4	2.4
선급비용	9.7	8.1	6.4	5.5	5.5
자산총계	2,126.5	2,055.3	2,042.2	2,144.5	2,149.6
부채					
미지급금	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
미지급운용수수료	6.1	7.5	7.4	8.3	8.3
장기차입금	183.9	84.9	68.6	208.6	231.8
사채	249.0	249.2	249.3	249.5	249.5
기타부채	1.8	1.5	1.5	1.6	1.6
부채총계	440.8	343.1	327.1	468.0	491.2
자본					
자본금	1,671.0	1,671.0	1,671.0	1,671.0	1,671.0
이익잉여금	14.7	41.2	44.1	5.5	-1.3
자본총계	1,685.7	1,712.2	1,715.1	1,676.5	1,659.7
부채 및 자본총계	2,126.5	2,055.3	2,042.2	2,144.5	2,161.0

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013	2014	2015F
자산운용활동 현금흐름					
자산운용활동 현금유입액	133.1	200.4	254.5	120.7	119.9
투자자산의 처분	20.6	91.2	131.4	-	-
대출금 회수액	14.5	45.8	8.5	19.0	18.2
이자수익 및 기타	98.1	63.4	114.7	101.7	101.7
자산운용활동 현금유출액	-100.1	-33.9	-68.7	-40.5	-37.3
대출금 및 지분증권의 취득	-74.4	-4.7	-36.0	-8.6	-5.4
수수료 및 비용	-25.7	-29.1	-32.7	-31.9	-31.9
자산운용활동 순현금흐름	33.0	166.5	185.8	80.2	82.6
재무활동 현금흐름					
차입금의 상환	-250.0	-180.0	-155.0	-200.3	-18.2
차입금의 차입	55.4	74.5	132.5	334.8	41.4
사채의 발행	250.0	-	-	-	-
분배금의 지급	-115.7	-127.6	-155.8	-164.4	-134.8
이자비용의 지급	-6.6	-13.4	-13.5	-13.8	-16.7
차입부대비용의 선급	-3.6	-0.1	-0.1	-2.4	-0.1
사채발행비용의 지급	-1.1	-	-	-	-
재무활동 순현금흐름	-71.5	-246.6	-191.9	-46.1	-128.4
현금 및 예치금의 증가	-38.5	-80.1	-6.1	34.1	-45.8
기초현금 및 예치금	139.4	100.9	20.8	14.8	48.9
기말현금 및 예치금	100.9	20.8	14.8	48.9	3.0

(단위: 원,%)

주요투자지표	2011	2012	2013	2014	2015F
EPS	319	465	479	380	386
% YoY	-5.1%	45.8%	3.0%	-20.7%	1.6%
경상적EPS	317	365	360	370	386
% YoY	8.9%	15.1%	-1.4%	2.8%	4.4%
BPS	5,086	5,166	5,174	5,058	5,038
DPS	330	480	513	481	396
PER	23.2	15.9	15.5	19.5	19.2
PBR	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5
배당수익률	4.5%	6.5%	6.9%	6.5%	5.3%
ROAE	6.2%	9.1%	9.3%	7.4%	7.7%
ROAA	5.0%	7.4%	7.7%	6.0%	6.0%
부채비율	26.2%	20.0%	19.1%	27.9%	29.4%
순차입금비율	20.2%	18.8%	18.2%	25.0%	29.2%
NIM	9.5%	10.3%	10.4%	10.3%	10.3%

* K-IFRS 연결/지배 기준

▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이신영의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.