

2020. 3. 17

금융/리츠팀

이경자

Analyst

Kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

▶ AT A GLANCE

| | | |
|----------------|------------------|---------|
| 투자의견 | BUY | |
| 목표주가 | 13,000원 | (25.6%) |
| 현재주가 | 10,350원 | |
| 시가총액 | 3.6조원 | |
| Shares (float) | 349,044주 (90.6%) | |
| 52주 최저/최고 | 10,000원/12,150원 | |
| 60일-평균거래대금 | 86.4억원 | |

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

| | 1M | 6M | 12M |
|--------------------|------|-------|------|
| 맥쿼리인프라 (%) | -9.6 | -10.0 | 3.5 |
| Kospi 지수 대비 (%pts) | 18.3 | 8.2 | 31.3 |

▶ KEY CHANGES

| (원) | New | Old | Diff |
|-----------|--------|--------|------|
| 투자의견 | BUY | BUY | |
| 목표주가 | 13,000 | 13,000 | 0.0% |
| 2019E EPS | 711 | 711 | 0.0% |
| 2020E EPS | 744 | 744 | 0.0% |

▶ SAMSUNG vs THE STREET

| | |
|-----------------|-----|
| No of estimates | n/a |
| Target price | n/a |
| Recommendation | n/a |

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

맥쿼리인프라 (088980)

1Q Preview: 전년 일회성 제외 시 배당수익 77% 증가

- 1Q19 세금 환급의 일회성 요인에도 불구하고, 1Q20 영업이익은 전년과 유사할 전망
- 천안논산도로의 MRG 수취와 수정산/광주순환 3-1도로의 배당 시작이 실적 드라이버
- 1분기 실적 호조로 배당은 시장 우려와 달리 전년대비 늘어날 가능성이 높아짐, 2020년 예상 배당수익률 7.0%

WHAT'S THE STORY

코로나19 영향은 없다: 전년동기 세무소송 승소에 따른 환급액 380억원으로 베이스 부담이 컸음에도 1분기 배당수익은 전년보다 소폭 증가할 전망이다. 자산별 감사보고서를 토대로 근거는 다음과 같다. ① 수정산 터널: 작년에 차입금 상환으로 배당 지급 여력이 늘어, 배당 수익은 전년동기 대비 100억원 증가할 것이다. ② 천안논산도로: 전년에 세금환급 300억원이 반영됐음에도 배당수익은 전년동기 518억원에서 이번 분기 452억원으로 줄어드는데 그쳤다. 회수된 MRG(최소운영수입 보장)가 2018년 150억원에서 2019년 550억원으로 늘었기 때문이다. 전년 일회성 요인 배제 시, 이번 분기 배당수익 증가율은 77%에 달할 전망이다.

실적 upside 두 가지: 단중기 실적 드라이버는 다음과 같다. ① 현재 천안논산고속도로의 미수 MRG는 1,400억원에 육박하는 것으로 파악된다. 이는 2020~2021년 나눠 인식돼, 실적을 견인할 것이다. ② 2019년 수정산 고속도로와 광주순환 3-1도로가 차입금을 전액 상환하며 배당금 지급 단계에 접어들었다. 특히 광주순환 3-1은 맥쿼리인프라가 75%의 대주주로, 영업 상황이 양호할 경우 3분기 중간 배당도 기대 가능하다. 코로나19로 교통량 급감 우려가 있지만 배당을 지급하는 자산 모두 MRG가 적용되고 있어 안전자산 역할을 한다. 또한 MRG가 없는 자산은 현재 이자수익을 수취하는 단계로 코로나19의 영향이 미미하다.

신규 투자와 고배당 지속: 작년 말 '동북선 도시철도' 민간투자사업에 equity 354억원, 후순 위대출 473억원 등 총 827억원을 투자했다. 동북선 역세권 인구는 52만명으로 인구밀도가 높음에도 교통 인프라가 취약해 경쟁력 있는 교통수단이다. 정거장 16개 중 7개가 환승구간으로 9개 서울 지하철과 연결돼, 도심/여의도/강남권과 접근성이 용이하다. 이는 전사 포트폴리오의 5%에 해당되며, 보유 현금을 활용함으로써 배당 여력을 높였다. 시장 우려와 달리 올해 배당이 전년대비 늘어날 가능성이 높아져, 2020년 배당수익률은 7.0%에 육박한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------------|------|------|-------|-------|
| 운영수익 (십억원) | 262 | 295 | 307 | 313 |
| 영업이익 (십억원) | 208 | 248 | 260 | 265 |
| 순이익 (십억원) | 208 | 248 | 260 | 265 |
| EPS (adj) (원) | 595 | 711 | 744 | 758 |
| EPS (adj) growth (%) | 10.9 | 19.6 | 4.6 | 1.9 |
| 영업이익률 (%) | 79.4 | 84.1 | 84.5 | 84.6 |
| ROE (%) | 11.2 | 13.4 | 13.9 | 14.0 |
| P/E (adj) (배) | 15.6 | 16.3 | 14.0 | 13.8 |
| P/B (배) | 1.8 | 2.2 | 1.9 | 1.9 |
| ROA (%) | 9.8 | 11.7 | 12.3 | 12.3 |
| Dividend yield (%) | 6.7 | 6.0 | 7.0 | 7.1 |

자료: 삼성증권 추정

배당을 좌우하는 자산들

맥쿼리인프라의 영업수익은 주로 배당수익과 이자수익으로 구분된다. 2019년 수정산터널과 광주순환 3-1의 차입금을 전액 상환하며 이자수익은 하향 안정화된 상황이다. 대신 이들 자산에서 배당이 시작되며 실적을 견인할 것이다. 현재 수정산터널, 천안논산고속도로, 신공항 하이웨이에서 배당이 발생하고 있다. 한해 결산이 끝난 익년도 1분기에 각 자산의 배당이 맥쿼리인프라에게 지급되고 맥쿼리인프라는 이를 배당수익으로 인식하는 구조다. 상기 4개 자산은 각각 2020~2034년까지 MRG가 적용되는 자산들이라 코로나19에도 실적 안정성이 높다. 2020년 MRG 적용이 끝날 신공항 하이웨이의 2019년 EBITDA는 전년대비 2.5% 증가해 장기적으로도 배당 안정성이 높다.

동북선 도시철도 민간투자사업 투자

2019년 말 투자를 결정한 ‘서울 동북선 도시철도 민간투자사업’은 양호한 사업성으로 향후 실적에 기여할 것이다. 맥쿼리인프라는 equity의 30%인 354억원, 후순위 대출 총액의 50%인 473억원을 투자한다. 이는 맥쿼리인프라 포트폴리오의 5%에 해당되며 투자재원은 유상증자 없이 보유현금을 활용함으로써 배당 여력을 높였다. 이 사업은 서울 도심/여의도/강남권역으로 접근성이 용이해 투자가치가 높음에도 리스크를 낮추기 위해 주무관청과 현대엔지니어링 등 건설출자자로부터 다양한 안전장치를 확보했다. ① 서울시는 실시협약상 운임과 실제 운임간 차액 지급, 실시협약 해지 시 해지시지급금 지급 등을 보장하고, ② 건설사는 사업수입이 실시협약상 추정 사업수익의 80% 이하인 경우, 재무적 출자자(FI)의 투자금 및 대출 원리금 전액 상환을 보장한다.

후순위 대출금은 향후 2~3년에 걸쳐 출자되며 건설기간 중 고정금리는 9%, 운영기간은 14%다. 건설기간은 2024년까지이며 이후 30년간이 운영기간이다. 이에 따라 향후 이자수익 증분은 연간 약 14~63억 원에 달할 전망이다. 이 자산으로 맥쿼리인프라의 포트폴리오 평균 연령은 17.4년으로 1년 늘어났다.

단기적인 실적 견인 요인은 천안논산고속도로의 MRG 회수와 수정산터널/광주순환 3-1의 배당 증가 가능성이며 장기적으로는 신규 투자한 동북간선도로 민자사업에서 수취할 이자수익, 작년 하반기 240만 TEU에서 320만TEU로 확장한 ‘비엔씨티’의 배당 증가 가능성이다. 현 주가 기준 배당수익률은 7%로 매력적이다.

표 1. 맥쿼리인프라의 자산별 배당수익 현황(십억원)

| 자산 | 지분율 | 주식 | 후순위 | 선순위 | 배당수익 | | EBITDA | | | MRG 기한 |
|----------|--------|-------|----------|-------|------|-------|--------|-------|--------|--------|
| | | | | | 1Q19 | 1Q20E | 2018 | 2019 | YoY | |
| 백양터널 | 100.0% | 1.2 | - | 1.2 | - | - | 22.5 | 22.2 | -1.3% | 2025 |
| 광주순환도로투자 | 100.0% | 33.1 | 85.2 | 87.3 | - | - | 40.7 | 26.9 | -33.9% | 2028 |
| 신공항 하이웨이 | 24.1% | 23.6 | 51.7 | - | 27.7 | 23.7 | 221.7 | 227.2 | 2.5% | 2020 |
| 수정산투자 | 100.0% | 47.1 | - | - | 7 | 17 | 19.6 | 20.3 | 3.5% | 2027 |
| 천안논산고속도로 | 60.0% | 87.8 | 182.3 | - | 51.8 | 45.2 | 205 | 211.7 | 3.3% | 2022 |
| 우면산인프라웨이 | 36.0% | 5.3 | - | 15 | - | - | 22.4 | 23.2 | 3.6% | 없음 |
| 광주순환 | 75.0% | 28.9 | - | - | - | - | 14.5 | 14.5 | 0.0% | 2034 |
| 마창대교 | 70.0% | 33.8 | 79 | - | - | - | 28.3 | 28.2 | -0.4% | 2038 |
| 경수고속도로 | 43.8% | 51.5 | 99.6 | - | - | - | 44.5 | 46.8 | 5.2% | 2019 |
| 서울춘천고속도로 | 15.8% | 0.6 | 161.7 | - | - | - | 111.1 | 111.8 | 0.6% | 2024 |
| 인천대교 | 64.1% | 54.4 | 241 | - | - | - | 80.4 | 92 | 14.4% | 2024 |
| 비엔씨티 | 30.0% | 66.4 | 193 | - | - | - | 53.7 | 52.8 | -1.6% | 없음 |
| 동북선도시철도 | 30.0% | 35.4 | 47.3 | - | - | - | - | - | -- | 없음 |
| 계 | | 469.1 | 1,140.80 | 103.5 | 86.5 | 86 | | | | |

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

리스크 점검

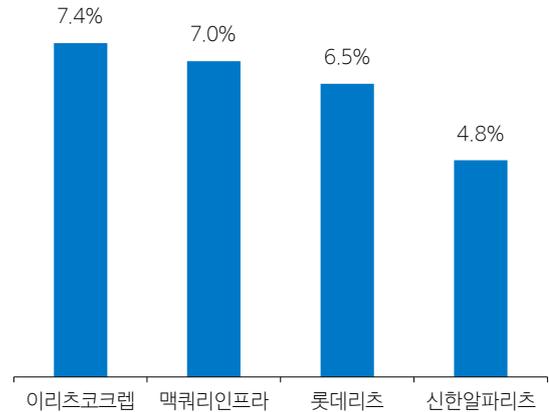
2018년 맥쿼리인프라는 인천대교 실시협약 상 경쟁방지 조항 해석을 놓고 중재를 신청했다. 쟁점은 실시협약에 따라 100% 보전 받기로 했던 인천대교의 영업수익을 정부 입장은 70%만 보장해주겠다는 것이다. 중재판정부는 2020년 상반기 최종 판정을 할 것으로 보인다. 최악의 시나리오 가정 시 매출 하락 효과는 약 300억원이며 인천대교가 개통될 2025년부터 실적에 영향을 주게 된다.

맥쿼리인프라 배당수익률과 국고채 5년 금리



자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 상장리츠/인프라펀드의 배당수익률 비교



자료: 각사, 삼성증권

표 2. 맥쿼리인프라 분기실적 추정(십억원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용수익 | 137 | 52 | 57 | 50 | 136 | 49 | 67 | 55 | 262 | 295 | 307 | 313 | 317 |
| YoY | 30.4% | 8.0% | -0.8% | -3.1% | -1.7% | -4.9% | 19.9% | 11.2% | 9.0% | 12.9% | 4.1% | 1.7% | 1.5% |
| 이자수익 | 51 | 49 | 49 | 50 | 49 | 49 | 49 | 54 | 196 | 199 | 201 | 203 | 205 |
| 배당수익 | 86 | 0 | 7 | - | 87 | - | 18 | - | 66 | 94 | 105 | 108 | 111 |
| 기타수익 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 운용비용 | 13 | 11 | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 54 | 47 | 48 | 48 | 48 |
| 운용수수료 | 10 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 10 | 38 | 36 | 37 | 37 | 37 |
| 이자비용 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 10 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 기타비용 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | - | 44 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 영업이익 | 124 | 40 | 46 | 38 | 123 | 37 | 56 | 44 | 208 | 248 | 260 | 265 | 269 |
| YoY | 34.2% | 15.1% | 5.8% | 2.9% | -1.0% | -8.3% | 22.5% | 14.9% | 10.9% | 19.6% | 4.6% | 1.9% | 1.8% |
| 당기순이익 | 124 | 40 | 46 | 38 | 128 | 37 | 51 | 44 | 208 | 248 | 260 | 265 | 269 |
| YoY | 34.2% | 15.1% | 5.8% | 2.9% | 3.0% | -8.3% | 11.6% | 14.9% | 10.9% | 19.6% | 4.6% | 1.9% | 1.8% |

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|------|------|------|-------|-------|
| 운용수익 | 240 | 262 | 295 | 307 | 313 |
| 이자수익 | 178 | 196 | 199 | 201 | 203 |
| 배당수익 | 62 | 66 | 94 | 105 | 108 |
| 기타운용수익 | 1 | 0 | 3 | 1 | 1 |
| 운용비용 | 53 | 54 | 47 | 48 | 48 |
| 이자비용 | 13 | 10 | 8 | 8 | 8 |
| 운용수수료 | 37 | 38 | 36 | 37 | 37 |
| 기타운용비용 | 39 | 44 | 3 | 3 | 3 |
| 영업이익 | 187 | 208 | 248 | 260 | 265 |
| 영업외손익 | - | - | - | - | - |
| 법인세차감전순이익 | 187 | 208 | 248 | 260 | 265 |
| 법인세비용 | - | - | - | - | - |
| 법인세율 (%) | - | - | - | - | - |
| 비지배주주지분 | - | - | - | - | - |
| 당기순이익 | 187 | 208 | 248 | 260 | 265 |

수익률

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|------|-------|------|-------|-------|
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 78.0 | 79.4 | 84.1 | 84.5 | 84.6 |
| 순이익률 | 78.0 | 79.4 | 84.1 | 84.5 | 84.6 |
| ROE | 10.7 | 11.2 | 13.4 | 13.9 | 14.0 |
| ROA | 8.9 | 9.8 | 11.7 | 12.3 | 12.3 |
| 배당수익률 | 6.4 | 6.7 | 6.0 | 7.0 | 7.1 |
| 배당성향 | 98.3 | 104.5 | 98.4 | 98.1 | 97.6 |
| Valuation(배) | | | | | |
| PER | 15.4 | 15.6 | 16.3 | 14.0 | 13.8 |
| PBR | 1.6 | 1.8 | 2.2 | 1.9 | 1.9 |

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 운용자산 | 1,756 | 1,730 | 1,668 | 1,688 | 1,702 |
| 대출금 | 1,227 | 1,268 | 1,197 | 1,209 | 1,221 |
| 현금및예치금 | 38 | 19 | 28 | 23 | 29 |
| 지분증권 | 491 | 443 | 443 | 456 | 452 |
| 기타자산 | 358 | 415 | 431 | 441 | 454 |
| 미수이자 | 348 | 409 | 423 | 435 | 448 |
| 미수금 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 선급비용 | 2 | 2 | 4 | 2 | 2 |
| 미수배당금 | 5 | 1 | - | - | - |
| 자산총계 | 2,114 | 2,145 | 2,099 | 2,130 | 2,156 |
| 운용부채 | 250 | 282 | 220 | 247 | 315 |
| 사채 | 250 | 199 | 200 | 210 | 210 |
| 장기차입금 | - | 83 | 20 | 37 | 105 |
| 미지급운용수수료 | 9 | 9 | 9 | 10 | 10 |
| 기타부채 | 6 | 7 | 7 | 15 | 14 |
| 부채총계 | 265 | 298 | 235 | 272 | 339 |
| 자본금 | 1,816 | 1,816 | 1,816 | 1,816 | 1,816 |
| 자본잉여금 | - | - | - | - | - |
| 자본조정 | - | - | - | - | - |
| 기타포괄손익누계액 | - | - | - | - | - |
| 이익잉여금 | 33 | 31 | 48 | 63 | 73 |
| 자본총계 | 1,848 | 1,847 | 1,864 | 1,879 | 1,889 |

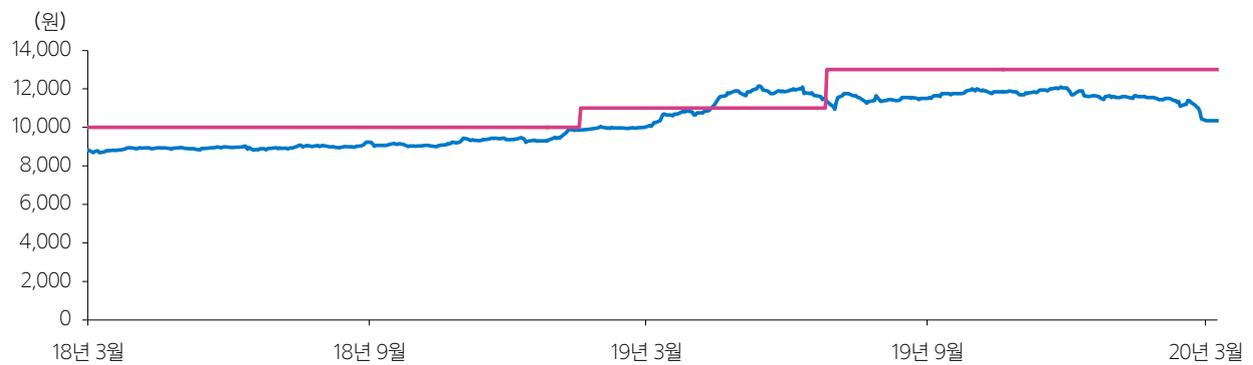
재무비율 및 주당지표

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성(% YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 5.8 | 9.0 | 12.9 | 4.1 | 1.7 |
| 영업이익증가율 | 44.2 | 10.9 | 19.6 | 4.6 | 1.9 |
| 순이익증가율 | 44.2 | 10.9 | 19.6 | 4.6 | 1.9 |
| EPS 증가율 | 36.9 | 10.9 | 19.6 | 4.6 | 1.9 |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 537 | 595 | 711 | 744 | 758 |
| BVPS | 5,295 | 5,290 | 5,340 | 5,383 | 5,411 |
| DPS | 527 | 620 | 700 | 730 | 740 |

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

| 일 자 | 2018/5/3 | 2019/2/1 | 7/12 |
|--------------|----------|----------|--------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY |
| TP (₩) | 10,000 | 11,000 | 13,000 |
| 과리율 (평균) | (8.67) | 0.12 | |
| 과리율 (최대or최소) | (1.00) | 10.45 | |

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM