

금융/리츠팀

이경자

Analyst

kyungja.lee@samsung.com

02 2020 7857

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	13,000원	(13.5%)
현재주가	11,450원	
시가총액	4.0조원	
Shares (float)	349,044,336주 (90.6%)	
52주 최저/최고	9,580원/12,150원	
60일-평균거래대금	110.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
맥쿼리인프라 (%)	7.5	-3.4	2.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.2	3.8	16.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	13,000	13,000	0.0%
2020E EPS	738	738	0.0%
2021E EPS	752	752	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	12,500
Recommendation	4.0

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

맥쿼리인프라 (088980)

위기에 빛난 실적

- 일회성 제외 시 1분기 배당수익은 전년대비 88%, 운용수익은 42% 성장
- 미수 MRG 회수에 따른 천안논산고속도로의 배당수익 증가가 2021년 이후 upside

실적 해석 및 시사점

380억원의 일회성 이익이 반영된 전년대비 순이익 증가: 1분기 운용수익은 전년대비 2.6%, 순이익은 4.7% 증가하며 우리의 예상을 각각 4%, 2% 상회. 전년동기 3개 자산(수정산터널, 천안논산고속도로, 신공항하이웨이)에서 세무소송 환급분 380억원이 배당수익으로 반영된 바 있음. 따라서 올 1분기 전년대비 운용수익 감소가 예상됐으나 이를 뛰어넘는 실적. 수정산터널 배당수익이 전년대비 100억원 증가한 170억원을 기록한 것이 주요인. 전년 일회성 요인 제외 시, 1분기 배당수익은 전년대비 88%, 운용수익은 42% 성장. 수정산터널은 2018년 차입금을 전액 상환하며 2019년 첫 배당은 적었지만 2020년부터 증가세

Upside는 천안논산고속도로: 맥쿼리인프라의 연간 실적은 대체로 1분기 결정됨. 12개 자산의 전년실적을 기반으로 익년도 1분기 배당이 지급되기 때문. 2021년부터 실적 upside는 천안논산고속도로에서 발생할 것. 천안논산의 미수 MRG(최소 보장수익)이 약 840억원(지분율 60% 기준)으로 파악되며 2022년까지 회수될 전망. 이번 1분기 인식된 452억원의 배당수익은 경상적 수준의 MRG 수입으로 미수 MRG 회수분 포함 시 천안논산고속도로에서만 2021~2022년 연평균 750억원의 배당수익 예상, 2020년 대비 65% 증가하는 것. 3분기 인식되는 중간배당은 신공항하이웨이(전년 배당수익 70억원) 외에 아직 중간배당이 확정된 자산은 없음. 광주3-1은 2019년 차입금을 전액 상환함에 따라 올 3분기 중간 배당 개시를 기대할 수 있음

뛰어난 운영역량, 배당수익률 6.4%: 코로나19에 따른 교통량 감소 우려가 있으나 배당 단계의 자산은 모두 MRG가 적용 중이고 MRG가 없는 자산은 후순위 위주의 이자수익 수취 단계로 위기에 견고한 사업 구조 입증. 2021년 동북선 민간투자사업에 827억원의 투자가 집행될 예정, 운영자산 증가에 따른 배당 증가는 추세적

맥쿼리인프라 1Q20 review

(십억원)	1Q20	4Q19	전분기 대비 (%)	1Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
운용수익	141	50	182.0	137	2.6	n.a	n.a	136	3.7
영업이익	130	38	242.1	124	4.7	n.a	n.a	123	5.7
순이익	130	38	242.1	124	4.7	n.a	n.a	128	1.6
이익률 (%)									
영업이익	92.2	76.0	21.3	90.5	1.9	n.a	n.a	90.4	2.0
순이익	92.2	76.0	21.3	90.5	1.9	n.a	n.a	94.1	-2.0

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	운용수익	순이익	BPS (배)	EPS (배)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	DPS (원)	배당수익률 (%)
2018	262	208	5,290	595	15.6	1.8	9.8	11.2	620	6.7
2019	295	248	5,340	711	16.3	2.2	11.7	13.4	700	6.0
2020E	305	258	5,378	738	15.5	2.1	12.2	13.8	730	6.4
2021E	310	262	5,400	752	15.2	2.1	12.2	14.0	740	6.5
2022E	315	267	5,425	766	15.0	2.1	12.3	14.1	740	6.5

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

표 1. 맥쿼리인프라 분기실적(십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
운용수익	137	52	57	50	141	50	61	53	262	295	305	310	315
YoY	30.4%	8.0%	-0.8%	-3.1%	2.6%	-3.0%	7.6%	7.5%	9.0%	12.9%	3.4%	1.7%	1.5%
이자수익	51	49	49	50	50	49	49	54	196	199	201	203	205
배당수익	86	0	7	-	91	-	12	-0	66	94	103	106	109
기타운용수익	0	2	0	0	0	1	0	-0	0	3	1	1	1
운용비용	13	11	11	12	11	11	13	13	54	47	48	48	48
운용수수료	10	9	9	9	8	9	10	10	38	36	37	37	37
이자비용	2	2	2	2	2	2	2	2	10	8	8	8	8
기타운용비용	1	1	1	1	1	0	1	1	44	3	3	3	3
영업이익	124	40	46	38	130	39	48	41	208	248	258	262	267
YoY	34.2%	15.1%	5.8%	2.9%	4.7%	-3.3%	5.0%	6.8%	10.9%	19.6%	3.8%	1.9%	1.8%
당기순이익	124	40	46	38	130	39	48	41	208	248	258	262	267
YoY	34.2%	15.1%	5.8%	2.9%	4.7%	-3.3%	5.0%	6.8%	10.9%	19.6%	3.8%	1.9%	1.8%

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

표 2. 운영자산 현황

자산	출자금				배당수익			조정 EBITDA			
	지분율	주식	후순위	선순위	1Q19	1Q20	3Q20F	2018	2019	YoY	MRG기한
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	28.9	7.2	221.7	227.2	2.5%	2020
수정산투자	100.0%	47.1			7.0	17.0	-	19.6	20.3	3.5%	2027
천안논산고속도로	60.0%	87.8	182.3		51.8	45.3	-	205.0	211.7	3.3%	2022
우면산인프라웨이	36.0%	5.3		15.0	-	-	-	22.4	23.2	3.6%	없음
광주순환	75.0%	28.9			-	-	5.0	14.5	14.5	0.0%	2034
마창대교	70.0%	33.8	79.0		-	-	-	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	241.0		-	-	-	80.4	92.0	14.4%	2024
비엔시티	30.0%	66.4	193.0		-	-	-	53.7	52.8	-1.6%	없음
동북선도시철도	30.0%	35.4	47.3		-	-	-				없음
계		469.1	1,140.8	103.5	86.5	91.2	12.2				

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

표 3. 2020년 맥쿼리인프라 배당 추정 근거 (십억원, 원)

	배당수익	중간배당	이자수익	합계
총 배당과 이자수익	91	12	189	292
주당 배당과 이자수익(원)	261	35	541	837
주당 영업비용(원)				109
주당 분배금(원)				730

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
운용수익	262	295	305	310	315
이자수익	196	199	201	203	205
배당수익	66	94	103	106	109
기타운용수익	0	3	1	1	1
운용비용	54	47	48	48	48
이자비용	10	8	8	8	8
운용수수료	38	36	37	37	37
기타운용비용	44	3	3	3	3
영업이익	208	248	258	262	267
영업외손익	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	208	248	258	262	267
법인세비용	-	-	-	-	-
법인세율 (%)	-	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-	-
당기순이익	208	248	258	262	267

수익률

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성(%)					
영업이익률	79.4	84.1	84.4	84.5	84.8
순이익률	79.4	84.1	84.4	84.5	84.8
ROE	11.2	13.4	13.8	14.0	14.1
ROA	9.8	11.7	12.2	12.2	12.3
배당수익률	6.7	6.0	6.4	6.5	6.5
배당성향	104.5	98.4	98.9	98.4	96.7
Valuation(배)					
PER	15.6	16.3	15.5	15.2	15.0
PBR	1.8	2.2	2.1	2.1	2.1

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
운용자산	1,730	1,668	1,688	1,702	1,714
대출금	1,268	1,197	1,209	1,221	1,233
현금및예치금	19	28	23	29	29
지분증권	443	443	456	452	452
기타자산	415	431	441	454	468
미수이자	409	423	435	448	462
미수금	3	3	3	3	3
선급비용	2	4	2	2	2
미수배당금	1	-	-	-	-
자산총계	2,145	2,099	2,130	2,156	2,182
운용부채	282	220	247	315	315
사채	199	200	210	210	210
장기차입금	83	20	37	105	105
미지급운용수수료	9	9	10	10	10
기타부채	7	7	15	14	14
부채총계	298	235	272	339	339
자본금	1,816	1,816	1,816	1,816	1,816
자본잉여금	-	-	-	-	-
자본조정	-	-	-	-	-
기타포괄손익누계액	-	-	-	-	-
이익잉여금	31	48	61	69	78
자본총계	1,847	1,864	1,877	1,885	1,894

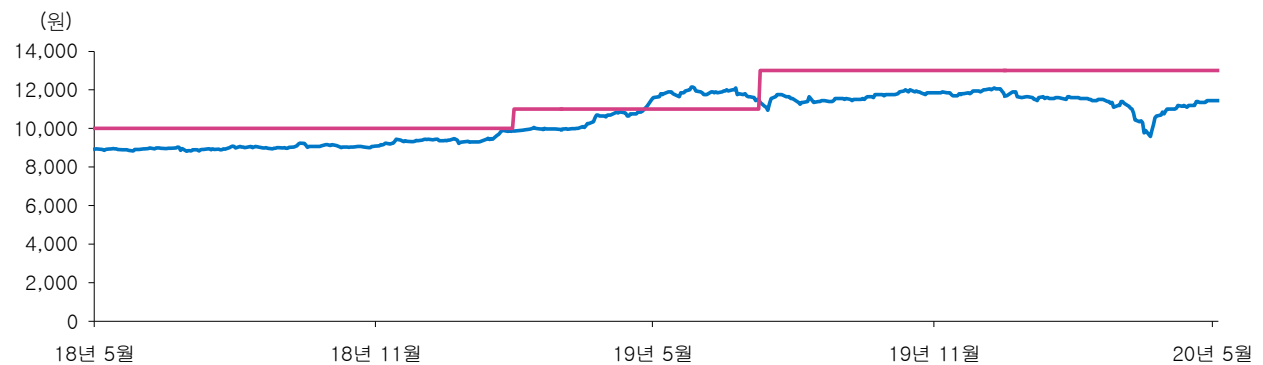
재무비율 및 주당지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.0	12.9	3.4	1.7	1.5
영업이익증가율	10.9	19.6	3.8	1.9	1.8
순이익증가율	10.9	19.6	3.8	1.9	1.8
EPS 증가율	10.9	19.6	3.8	1.9	1.8
주당지표(원)					
EPS	595	711	738	752	766
BVPS	5,290	5,340	5,378	5,400	5,425
DPS	620	700	730	740	740

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 4월 29일 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 (최대/최소)	-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 2020년 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 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