

맥쿼리 인프라 (088980)

All Weather Infrastructure

장승우
Seungwoo.jang@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 신구

목표주가 **16,200**

현재주가 **13,950**
(22.05.11)

인프라 펀드

투자의견 BUY, 목표주가 16,200원 커버리지 개시

- 맥쿼리인프라 투자의견 BUY, 목표주가 16,200원 제시. 목표주가는 배당할인 모형으로 산출. 상승 여력은 +16.1%이며, 2022년 예상 배당수익률은 5.7%
- 자기자본비용(COE)는 6.4%(무위험수익률 3.0%, 주식위험프리미엄 6.8%, 조정 베타 0.5), 영구성장률은 1.5% 가정
- 2022년 기준 예상 영업수익은 3,830억원(+8.7% YoY), 주당배당금은 790원(+5.3% YoY) 증가 전망. 자산 편입 효과가 반영된 결과

투자 포인트

- **투자 포인트① 투자자산 다각화에 따른 실적 안정성 확대**
맥쿼리인프라는 유료도로, 철도, 도시가스 등에 투자하면서 포트폴리오 다변화를 시도. 특히 21년 말 투자한 도시가스는 건조한 매출이 발생하는 자산으로 맥쿼리인프라 실적 안정성 확대 예상. 2021년 기준 맥쿼리인프라의 유형별 투자 비중은 유료도로 68%, 철도 4%, 항만 11% 도시가스 18%
- **투자 포인트② 엔데믹에 따른 도로 통행량 회복. 이자 및 배당수익 증가 기대**
도심 외곽 교통량 증가로 통행량이 회복하면서 맥쿼리인프라의 이자 수익 및 배당 수익 증가 예상. 특히 인천 도로 실적 회복이 기대됨. 또한, 통행료 수입은 CPI에 연동되어 있기 때문에 인플레이션 헤지 효과도 존재
- **투자 포인트③ 낮은 차입 비율(LTV), 금리 상승 영향 제한적**
맥쿼리인프라 차입 비율은 19.7%. 민간투자법 규정에 따르면 상장 인프라 펀드 차입 한도 비율은 30%. 낮은 차입 비율로 인해 금리 상승에 따른 이자 비용 증가는 제한적. 실적에 영향 적음

기업 개요

- 맥쿼리인프라는 2002년 12월 민간투자법에 의해 설립되고 2006년에 상장한 국내 유일의 상장 인프라 펀드. 사회기반시설사업에 정의된 도로, 항만, 철도 등에 대출 및 주식 방식으로 투자. 보유 인프라는 총 17개이며, 유형별로는 도로 13개, 항만 1개 도시가스 2개, 철도 1개

KOSPI	2592.27
시가총액	5,648십억원
시가총액비중	0.26%
자본금	2,448십억원
52주 최고/최저	14,250원 / 12,000원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	14.95%
주요주주	미래에셋자산운용 6.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	0.7	1.5	15.3
상대수익률	3.5	6.8	14.5	42.7



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
운용수익	307	352	383	399	403
운용비용	45	51	63	67	67
당기순이익	262	297	320	332	336
분배금	260	292	320	332	336
EPS	727	764	790	820	830
DPS	720	750	790	820	830
P/E	14.7	18.5	17.8	17.2	17.0
배당수익률	6.8	5.3	5.6	5.8	5.9

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

Contents

Part 1.	Investment Summary	3
Part 2.	밸류에이션 및 실적 전망	6
Part 3.	투자 포인트	10
Part 4.	리스크 요인	17
Part 5.	기업 개요	18

I . Investment Summary

맥쿼리인프라, 시장 변동성이 확대되는 시기에 적합한 투자 대안

맥쿼리인프라(MKIF)는 유료도로, 항만, 철도, 도시가스 등의 자산에 투자하는 인프라 펀드다. 인프라 자산에 투자하는 방식은 주식 매입과 대출 실행이다. 투자금에서 발생한 이자와 배당금을 수취하며 사업을 영위하는 것이다. 현재와 같이 시장 변동성이 확대되고 비용 견인(Cost Push) 인플레이션이 우려되는 시기에는 주식 시장과 상관 관계가 낮고 인플레이션 헤지 효과도 있는 맥쿼리인프라에 주목할 것을 권한다.

변동성 낮은 고배당주

맥쿼리인프라는 견조한 실적을 바탕으로 높은 배당금을 지급해 주기 때문에 위험대비 수익률이 우수하다. 맥쿼리인프라의 운용수익 대부분은 이자수익으로 구성되어 있다. 이자수익은 고정금리로 수취되고 있어 실적 안정성이 높다. 또한, 맥쿼리인프라는 순이익의 100%를 배당으로 환원하는 “주주친화적 정책”도 펼치고 있어 배당 매력도 존재한다.

맥쿼리자산운용 노하우 활용, 굴지의 인프라 자산에 투자

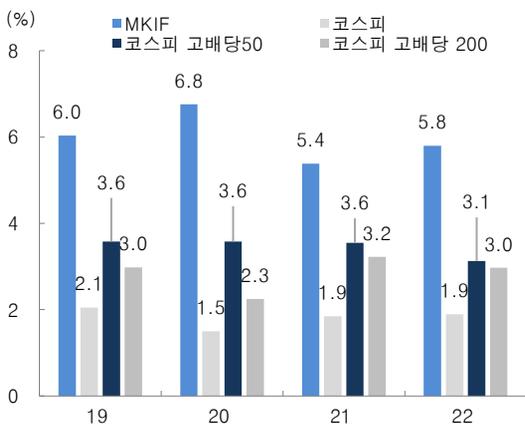
맥쿼리인프라가 견조한 외형 성장을 할 수 있었던 이유는 자산운용 능력 덕분이다. 맥쿼리인프라 보유 자산을 전문적으로 운용하는 “맥쿼리자산운용”은 인프라 투자 및 운용 분야에서 26년 이상의 경력을 보유하고 있다. 긴 업력을 통해 쌓인 많은 노하우가 있었기 때문에 2002년 설립 이후 국내 굴지의 인프라 자산에 투자할 수 있었다.

인플레이션 및 금리 영향 제한적

맥쿼리인프라가 인플레이션이 우려되는 시기에 투자 매력이 존재하는 이유는 유료도로와 도시가스 자산 덕분이다. 유료도로는 통행료는 CPI에 연동되어 있고 도시가스 가격은 천연가스 가격에 연동되어 있기 때문에 비용 전가가 가능한 구조다. 자산별 투자 비중은 유료도로 68%와 도시가스 18%다.

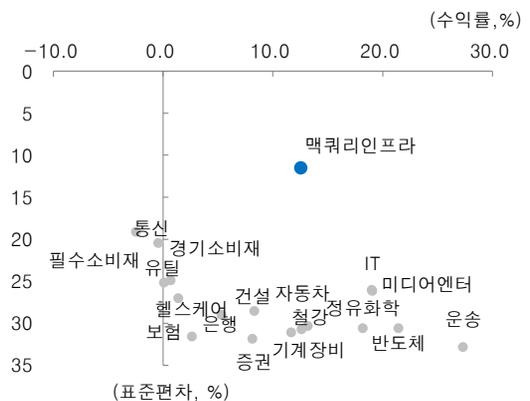
금리 상승 영향도 제한적이다. 맥쿼리인프라의 차입 비율(LTV 비율)은 19.7%다. 낮은 차입비율로 인해 금리 상승에 따른 이자비용 증가가 배당을 훼손시킬 가능성은 제한적이다.

그림 1. 배당수익률 비교



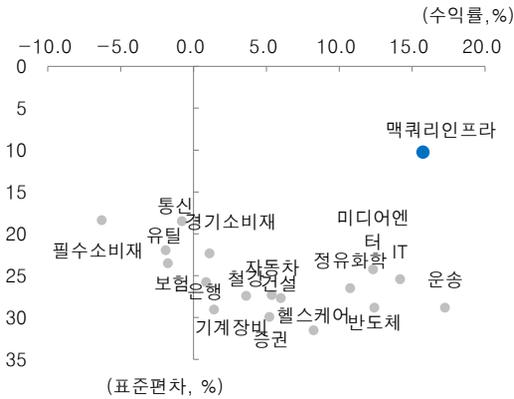
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center
주: 종가는 22년 5월 11일 기준

그림 2. 3년 연율화 총수익률, 표준편차 분포



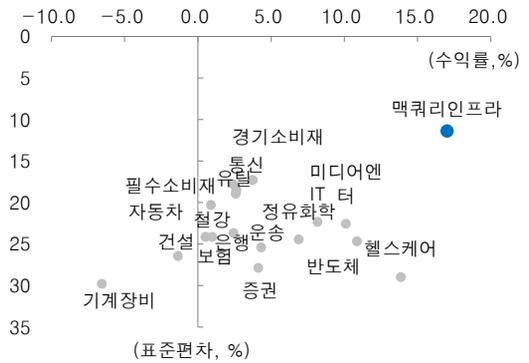
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center
주: 종가는 22년 5월 11일 기준

그림 3. 5년 연율화 총수익률, 표준편차 분포



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center
주: 종가는 22년 5월 11일 기준

그림 4. 10년 연율화 총수익률, 표준편차 분포



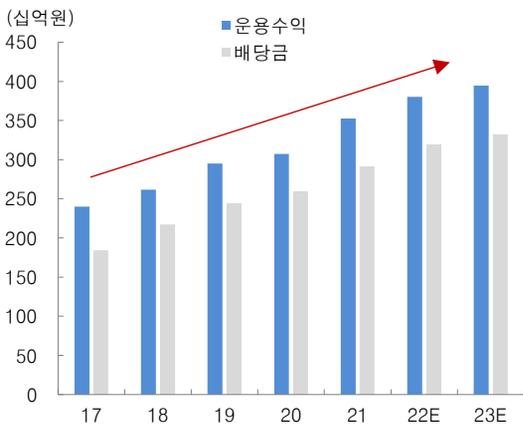
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center
주: 종가는 22년 5월 11일 기준

그림 5. MKIF 주가 추이 및 주요 이벤트



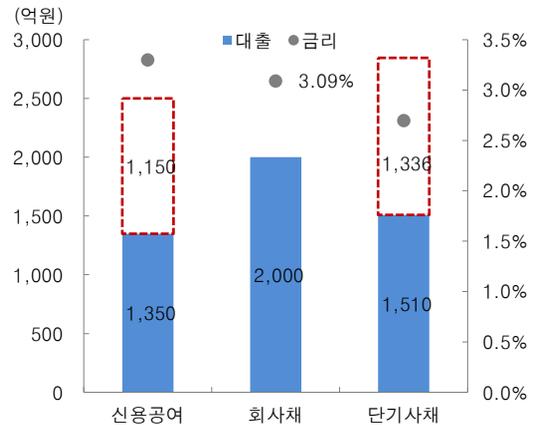
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 6. MKIF 운용수익 및 배당금 추이



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 7. MKIF 차입금 현황



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

표 1. 맥쿼리인프라 투자자산

투자 법인명	투자 자산명	약자	자산구분	실시협약기간	잔존기간 (년)	MKIF 투자금액 (십억원)	MKIF 투자 비중	주식 (십억원)	주식 지분율 (%)	대출금액 (십억원)	평균 대출금리	
1	백양터널(유)	백양터널	BYTL	유료도로	2024년 12월	2.7	2.3	0.1%	1.2	100%	1.1	15.0%
자산특징: 40.2km, 왕복 6-8차선 도로												
2	광주순환 도로투자(주)	광주제2순환 도로, 1구간	KBICL	유료도로	2028년 12월	6.7	178.6	7.7%	33.1	100%	145.5	12.5%
자산특징: 3.0km, 왕복 4차선 터널												
3	신공항 하이웨이(주)	인천국제공항 고속도로	NAHC	유료도로	2030년 12월	8.7	75.3	3.2%	23.6	24%	51.7	13.5%
자산특징: 12.3km, 왕복 6차선 교량												
4	수정산투자(주)	수정산투자	SICL	유료도로	2027년 3월	4.9	47.1	2.0%	47.1	100%	-	0.0%
자산특징: 22.9km, 왕복 4-6차선 도로												
5	천안논산고속 도로(주)	천안- 논산고속도로	CNEC	유료도로	2032년 11월	10.6	270.1	11.6%	87.8	60%	182.3	20.0%
자산특징: 5.6km, 왕복 6차선 도로												
6	우면산인프라 웨이(주)	우면산터널	WC	유료도로	2033년 12월	11.7	20.3	0.9%	5.3	36%	15.0	12.0%
자산특징: 3.2km, 왕복 6차선 도로												
7	광주순환(주)	광주제2순환 도로, 3-1구간	KRRC	유료도로	2034년 11월	12.6	28.9	1.2%	28.9	75%	-	0.0%
자산특징: 61.4km, 왕복 4-6차선 도로												
8	마창대교(주)	마창대교	MCB	유료도로	2038년 6월	16.2	112.8	4.8%	33.8	70%	79.0	11.4%
자산특징: 81.0km, 왕복 4차선 도로												
9	경수고속도로 (주)	용인- 서울고속도로	YSE	유료도로	2039년 6월	17.2	151.1	6.5%	51.5	44%	99.6	15.5%
자산특징: 2.3km, 왕복 4차선 터널												
10	서울- 춘천고속도로(주)	서울- 춘천고속도로	SCH	유료도로	2039년 6월	17.2	162.4	7.0%	0.6	16%	161.8	12.7%
자산특징: 2.3km, 왕복 4차선 터널												
11	인천대교(주)	인천대교	IBC	유료도로	2039년 9월	17.4	295.4	12.7%	54.4	64%	241.0	12.0%
자산특징: 15.3km, 왕복 4차선 도로												
12	부산신항제이 배후도로(주)	부산항신항 제2배후도로	B2RR	유료도로	2040년 3월	17.9	110.7	4.8%	41.5	48%	69.2	10.0%
자산특징: 1.3km, 왕복 4차선 교량												
13	인천김포고속 도로(주)	인천- 김포고속도로	IGEX	유료도로	2047년 3월	24.9	121.3	5.2%	36.9	23%	84.4	11.5%
자산특징: 28.9km, 왕복 4-6차선 도로												
14	비엔씨티(주)	부산항 신항 2-3 단계	BNP 2-3	항만	2040년 4월	17.9	259.4	11.1%	66.4	30%	193.0	12.0%
자산특징: 연 320만 TEU 처리 능력을 갖춘 컨테이너 항만												
15	동북선도시 철도(주)	동북선 도시철도	DBR	철도	2056년 7월	34.3	82.7	3.6%	35.4	30%	47.3	14.0%
자산특징: 13.4km, 지하 도시철도												
16	영산클린 에너지(유)	해양에너지	HY	도시가스	영속형	322.5	13.9%	32.3	100%	290.2	7.0%	
자산특징: 총 배관 513km의 경상북도 내 2개 지역 도시가스 공급회사												
17	보문클린 에너지(유)	서라벌 도시가스	SRB	도시가스	영속형	87.1	3.7%	8.7	100%	78.4	8.0%	
자산특징: 총 배관 2,405km의 광주시 및 전라남도 8개 지역 도시가스 공급회사												
합계/평균					14.7	2,328	100%	589		1,740	12.1%	

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

II. 밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 BUY, 목표주가 16,200원 제시. 상승여력 16.1%

TP 16,200원 제시

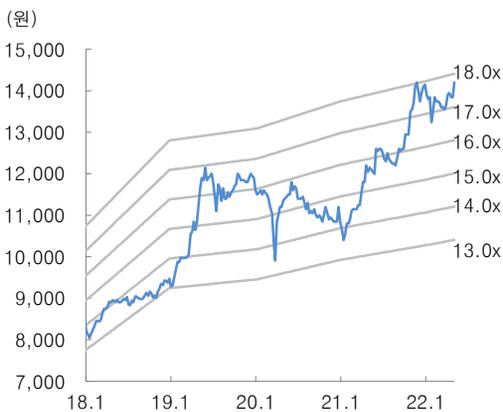
맥쿼리인프라 투자의견 BUY, 목표주가 16,200원을 제시한다. 상승여력은 16.1%이며, 배당수익률은 5.7%를 예상한다. 목표주가는 배당할인모형으로 산출했다. 자기자본비용은 6.4%(무위험수익률 3.0%, 주식위험프리미엄 6.8%, 조정 베타 0.5)로 가정했으며, 2022년 예상 주당 배당금은 790원이다. 무위험수익률은 국고채 10년물 금리(3개월 평균)을 사용했고, 영구성장률은 CPI 장기 평균 1.5%로 가정했다.

표 2. 맥쿼리인프라 적정주가 산출(배당할인모형)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
지배주주순이익	297	320	332	336	340	336
배당성장률(%)	100%					
배당금	297	320	332	336	340	336
자기자본비용 (COE)		6.4% (a): (b)+(c)x(d)				
무위험이자율 (통안채 1년)		3.0% (b): 국고채 10년물 금리(3개월 평균)				
주식위험프리미엄		6.8% (c): 코스피 12M Fwd PER 역수 - 국고채 10년 금리				
베타		0.5 (d): 60개월 조정 베타				
DPS	750	790	820	830	840	830
현재 계수		0.96	0.90	0.85	0.80	0.75
주당배당금 현재가치		758	739	703	669	621
주당배당금 현재가치 합계 (A)			3,491			
영구이익의 현재가치 (B)		12,740 (e): 2026년 주당배당금의 현재가치/(a)-(f))				
영구성장률		1.5% (f): CPI 장기 평균으로 가정				
총 주식수 (백만주)		405				
산출 주가(A)+(B)		16,233				
목표 주가		16,200				
현재 주가(5/11)		13,950				
상승여력(%)		16.1%				

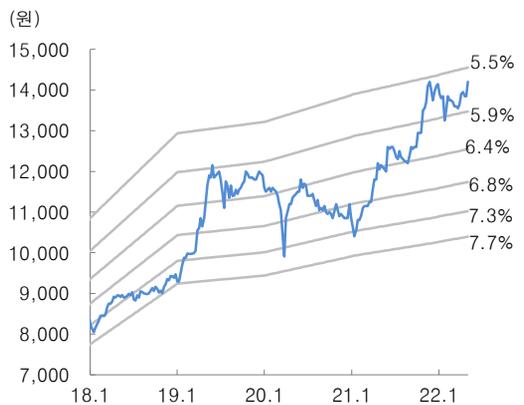
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. MKIF PER 밴드 차트



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 9. MKIF 배당수익률 밴드 차트



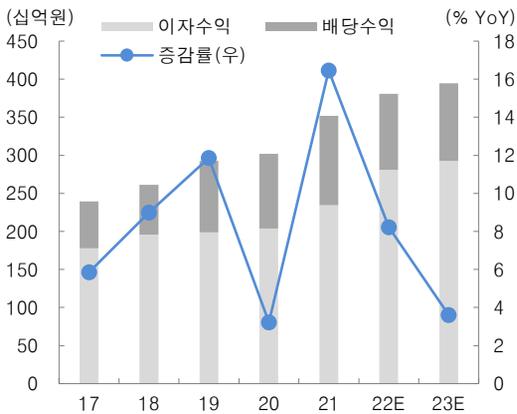
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

2022년 운용수익, 자산 편입에 따른 외형 성장 지속

2022년 운용 수익
+8.7% YoY 전망

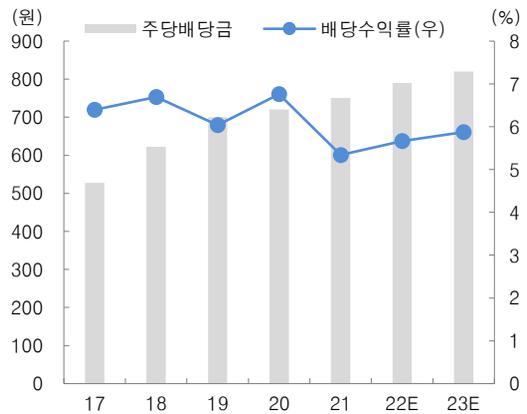
2022년 기준 맥쿼리인프라 예상 운용수익은 3,830억원으로 전년 대비 +8.7% 증가할 전망이다. 운용수익은 이자수익과 배당수익으로 구분되며, 유형별 운용수익은 이자수익 2,724억원(+16.2% YoY), 배당수익 1,105억원(-6.1% YoY)으로 예상된다. 이자수익 부문의 성장은 도시가스, 유료도로 등 신규 자산 투자에 따른 영향 덕분이다. 배당수익 감소가 예상되는 이유는 2021년 일회성 배당이익이 반영된 결과다.

그림 1. MKIF 운용수익 및 증감률



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 2. MKIF 주당배당금 및 배당수익률



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

표 3. MKIF 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
운용수익	219	227	240	262	295	307	352	383	399	403
이자수익	182	177	178	196	199	204	235	272	284	283
배당수익	41	30	62	66	94	103	118	111	115	120
기타이익	-3	20	1	0	3	0	0	0	0	0
% YoY	21.1	3.3	5.8	9.0	12.8	4.1	14.7	8.7	4.2	1.0
이자수익	2.1	-2.5	0.4	10.1	1.6	2.4	15.2	16.2	4.4	-0.4
배당수익		-26.4	104.5	6.5	43.0	10.2	13.9	-6.1	3.6	4.5
비중(%)										
이자수익	82.8	78.1	74.1	74.8	67.4	66.3	66.6	71.1	71.3	70.3
배당수익	18.6	13.3	25.6	25.1	31.7	33.6	33.4	28.9	28.7	29.7
운용비용	66	97	53	54	47	45	51	63	67	67
운용수수료	35	38	37	38	36	34	39	47	47	47
기타비용	30	59	16	15	11	11	11	16	20	20
당기순이익	154	130	187	208	248	262	297	320	332	336
% YoY	22.2	-15.6	44.2	10.9	19.5	5.6	13.2	7.9	3.7	1.2
분배금	153.8	132.6	184.1	217.1	244.4	259.6	291.6	320.0	331.9	335.9
배당성향(%)	100	102	98	105	98	99	98	100	100	100
주식수 (백만주)	331	331	349	349	349	361	389	405	405	405
주당분배금	464	400	527	622	700	720	750	790	820	830
배당수익률(%)	5.8%	4.9%	6.4%	6.7%	6.0%	6.8%	5.4%	5.6%	5.8%	5.9%

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

이자 수익, 신규 투자
및 미수금 회수로
증가 전망

2022년 기준 예상 이자수익은 2,724억원으로 전년대비 +16.2% 증가할 전망이다. 도시가스, 인천-김포 고속도로 등 신규 자산 편입 효과와, 코로나19 피해를 입었던 일부 도로와 부산항 신항 실적 개선에 따른 미수이자 수취가 반영된 결과다.

신규 투자 인프라는 2021년 6월에 투자한 해양에너지와 서라벌도시가스, 2022년 2월에 투자한 인천-김포 고속도로다. 세 인프라 자산에 투자된 총 대출금은 4,473억원, 수익증권은 836억원으로 전체 투자금액 내 비중은 24.6%를 차지한다. 해당 자산에서 발생하는 이자 수익은 356억원(가중평균 이자율 8%)으로 예상된다.

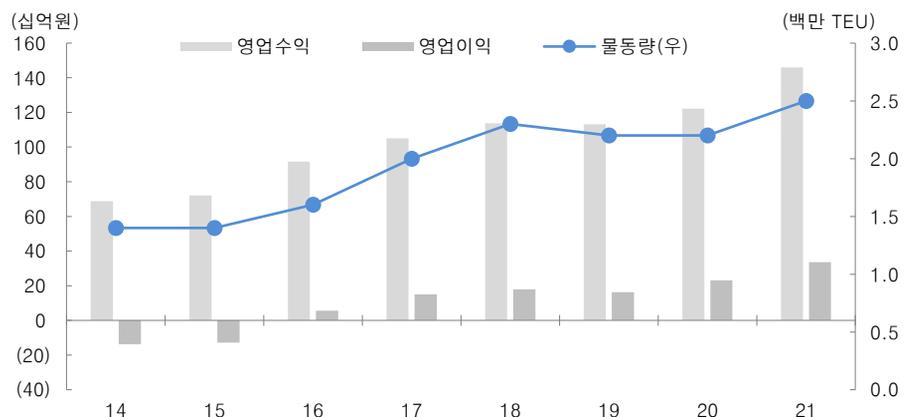
해양에너지와 서라벌도시가스는 다른 유료 도로 대비 후순위 대출 금리가 낮으나, 실적 안정성이 높다는 장점이 있다. 따라서 미수이자 발생 가능성이 낮다고 판단한다. 도시가스는 20년 이상 운영되고 있었던 사업으로 이미 도시가스 공급권역이 확정되어 있다. 또한, 부산항이 처리하는 컨테이너 물동량이 증가하고 있어 부산항신항 실적 개선에 따른 미수 이자 수취도 기대된다.

표 4. 신규편입 인프라 투자 구조

투자자산명	약자	조달 방식	투자 금액(억원)	만기	연 이자율
(주)해양에너지	HY	후순위대출	2,902	2051년	(고정) 7%
		지분/수익증권	323		
서라벌도시가스(주)	SRB	후순위대출	784	2051년	(고정) 8%
		지분/수익증권	87		
인천-김포 고속도로	IGEX	후순위대출	787	2041년	(고정) 11.5%
		후후순위대출	57	2041년	(고정) 11.5%
		지분/수익증권	369		
합계/평균			5,309		8%

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 3. 부산항신항(비엔씨티) 영업 실적



자료: 비엔씨티, 대신증권 Research Center

배당 수익, 신규 투자 및 도로 실적 개선으로 증가 전망

2022년 기준 예상 배당수익은 1,105억원으로 전년대비 -6.1% 감소가 예상된다. 배당 수익 감소가 예상되는 이유는 천안-논산고속도로(CNEC)에서 발생한 일회성 배당금 때문이다. 다만, 엔데믹에 따른 도로 실적 개선으로 CNEC를 제외한 모든 도로에서 배당 수익이 증가했다.

참고로 맥쿼리인프라가 투자한 자산 중 배당을 지급하는 도로는 1) 인천국제공항고속도로(NAHC), 2) 수정산터널(SICL), 3) 천안-논산고속도로(CNEC), 4) 광주제2순환도로 3-1구간(KRRC)가 있다.

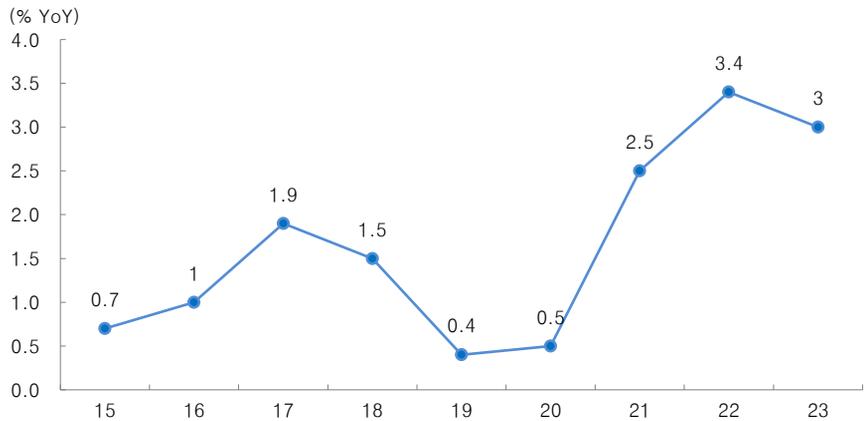
도로 통행료 수입은 저점을 지났다고 판단한다. 도심 외곽 도로 통행량 증가와 통행료 수입이 물가상승률과 연동되어 있다는 점을 감안하면, 배당금은 견조하게 증가할 것으로 판단한다.

표 5. 투자 인프라 실적 추이

사업명	약자	MKF 투자금액 (백만원)	MKF 지분율 (%)	(십억원, % YoY)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
인천국제공항고속도로	NAHC	23,600	24%	영업수익	247	241	242	251	262	205	274
				배당지급	120	100	160	130	145	130	55
				영업수익 증감률		-2.2	0.4	3.6	4.4	-21.6	33.5
				배당 증감률		-16.7	60.0	-18.8	11.5	-10.3	-57.7
수정산터널	SICL	47,100	100%	영업수익	24	30	24	24	25	24	24
				배당지급	12	6	-	-	7	17	17
				영업수익 증감률		24.1	-19.3	-1.3	3.0	-3.7	0.2
				배당 증감률		-50.0	-100.0			142.9	-26.5
천안-논산고속도로	CNEC	87,800	60%	영업수익	205	245	210	174	234	406	265
				배당지급	-	-	38	57	86	75	140
				영업수익 증감률		19.9	-14.6	-16.8	34.2	73.4	-34.8
				배당 증감률				48.9	51.3	-12.6	85.6
광주 제2 순환도로 3-1 구간	KRRC	28,900	75%	영업수익	21	22	23	23	24	23	26
				배당지급	-	-	-	-	-	7	4
				영업수익 증감률		4.1	5.7	-2.2	4.3	-2.2	10.8
				배당 증감률							-38.5

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 4. 소비자물가지수 추이 및 전망(전년대비)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 투자포인트

투자포인트 ① 투자자산 다각화로 포트폴리오 분산효과 有

**도로 외 자산 편입,
포트폴리오 다각화**

맥쿼리인프라 투자자산은 유료 도로에 집중되어 있었으나, 최근들어 철도, 항만, 도시가스 등에 투자하며 포트폴리오를 다변화하고 있다. 포트폴리오 다각화로 실적 안정성이 높아졌다고 판단한다. 2021년 기준 자산 유형별 투자 비중은 유료도로 68%, 철도 4%, 항만 11%, 도시가스 18%다.

맥쿼리인프라의 도로 이외의 자산은 동북선도시철도, 부산항신항 2-3단계, 해양에너지, 서라벌 도시가스가 있다.

도시가스(해양에너지, 서라벌도시가스)는 설립연도가 20년 이상된 인프라로서, 가스를 공급해주는 권역이 안정화되어있다. 견조한 실적이 발생하는 자산이기 때문에 안정적인 이자 수익 수취를 기대할 수 있다.

부산항 신항은 물동량이 증가하고 있어 의미있는 실적 개선세가 이어지고 있으며, 그간 쌓여있던 미수이자도 회수 가능성이 높아졌다. 마지막으로 현재 건설 중인 동북선도시철도는 성동구와 노원구까지 이어져있는 철도다. 대중교통을 이용하여 주요 업무지구에서 출퇴근하는 서울 거주민들의 활용성이 높을 것으로 보이기 때문에 완공 후 견조한 실적을 기록할 수 있는 자산으로 판단한다.

표 6. MKIF 투자법인 세부 정보

(십억원)

유형	투자자산명	약자	주식	지분율	후순위대출	선순위대출	MKIF 투자비중
	백양터널	BYTL	1.2	100%	-	1.1	0.1%
	광주제2순환도로, 1 구간	KBICL	33.1	100%	85.2	60.3	7.7%
	인천국제공항고속도로	NAHC	23.6	24%	51.7	-	3.2%
	수정산투자	SICL	47.1	100%	-	-	2.0%
	천안-논산고속도로	CNEC	87.8	60%	182.3	-	11.6%
	우면산터널	WIC	5.3	36%	-	15.0	0.9%
유료도로	광주제2순환도로, 3-1 구간	KRRC	28.9	75%	-	-	1.2%
	마창대교	MCB	33.8	70%	79.0	-	4.8%
	용인-서울고속도로	YSE	51.5	44%	99.6	-	6.5%
	서울-춘천고속도로	SCH	0.6	16%	161.8	-	7.0%
	인천대교	IBC	54.4	64%	241.0	-	12.7%
	부산신항 제2 배후도로	B2RR	41.5	48%	69.2	-	4.8%
	인천-김포고속도로	IGEX	36.9	23%	84.4	-	5.2%
항만	부산항 신항	BNP 2-3	66.4	30%	193.0	-	11.1%
철도	동북선도시철도	DBR	35.4	30%	47.3	-	3.6%
도시가스	해양에너지	HY	32.3	100%	290.2	-	13.9%
도시가스	서라벌도시가스	SRB	8.7	100%	78.4	-	3.7%
합계			589		1,663	76	100%

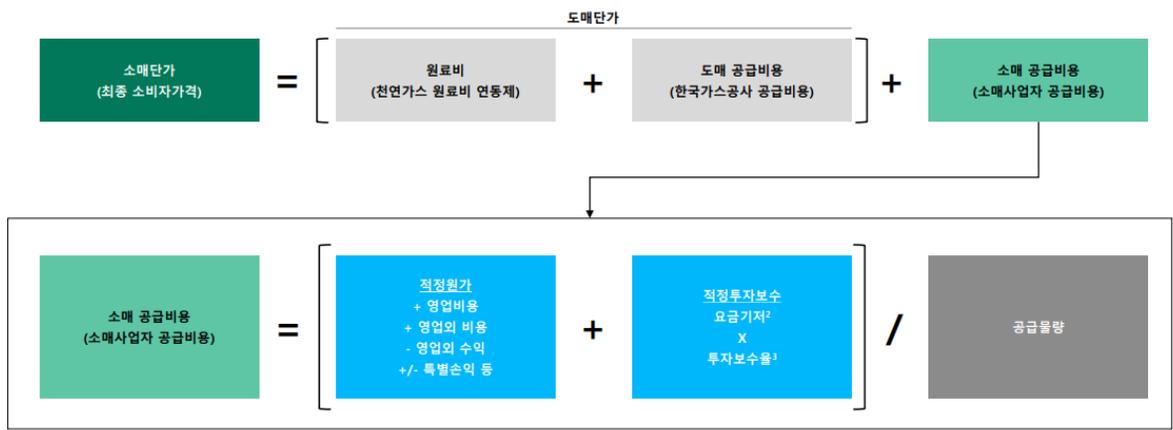
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

도시가스, 원료비 상승이 실적 개선으로

도시가스 사업은 영속형으로 운영되기 때문에 실적 안정성을 높여줄 뿐만 아니라, 인플레이션 헤지 효과도 있다. 도시가스의 도매단가 중 원료비에 해당하는 부분이 천연가스인데, 최근 지정학적 리스크에 따른 천연가스 가격 상승이 도매단가 상승으로 이어졌다. 결과적으로 해양에너지와 서라벌도시가스는 도매단가 상승에 따른 실적 개선세를 보였다. 1분기 기준 매출액은 해양에너지 2,479억원(+31.5% YoY), 서라벌도시가스 615억원(+43.6% YoY)를 기록했다.

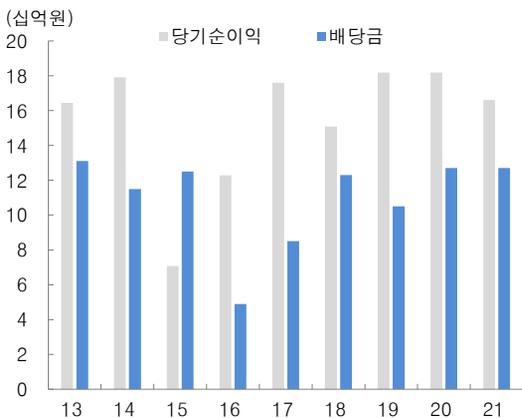
맥쿼리인프라가 해양에너지에 집행한 총 약정금액은 3,225억원이며, 지분증권 323억원, 주주대여금 2,902억원으로 구성되어 있다. 서라벌도시가스의 총 약정금액은 871억원이며 지분증권 87억원, 주주대여금 784억원으로 되어있다. 주주대여금 이자율은 해양에너지 7%, 서라벌도시가스 8%로 체결되어 있다.

그림 5. 도시가스 요금산정방식



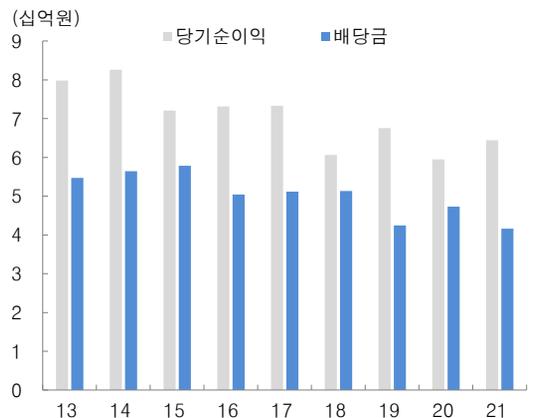
자료: 맥쿼리인프라

그림 6. 해양에너지 당기순이익 및 배당금



자료: 영신클린에너지, 대신증권 Research Center

그림 7. 서라벌에너지 당기순이익 및 배당금



자료: 보문클린에너지, 대신증권 Research Center

도시가스 기본 개요

서라벌도시가스는 2000년도에 설립되어 경상북도 2개 지역(경주시, 영천시)에 도시가스 및 가스용품 판매업을 하고 있다. 배관은 총 529km이며, 수요 가구수는 13만 세대다.

해양에너지는 1982년도에 설립되어 광주시 및 전라남도 내 8개 지역에 도시가스 및 가스용품 판매업을 지속하고 있다. 배관은 총 2,419km이며, 수요 가구수는 81만 세대다.

표 7. 도시가스 개요

자산개요		
투자법인명	서라벌도시가스(보문클린에너지)	해양에너지(영산클린에너지)
설립년도	2000	1982
사업기간	영속	영속
목적사업	도시가스 및 가스용품의 판매 등	도시가스 및 가스용품의 판매 등
공급권역	경상북도 내 2개 지역(경주시, 영천시)	광주시 및 전라남도 내 8개 지역 (나주시, 화순군, 장성군, 담양군, 영광군, 해남군, 함평군, 장흥군)
투자개요		
배관연장	총 529km	총 2,419km
수요가수	131,000	815,270
가스 공급량	202 백만 m3	803 백만 m3

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 8. 해양에너지 내부 구조



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 9. 서라벌도시가스 내부 구조



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

동북선 도시철도

동북선 도시철도는 성동구에서 노원구까지 서울 동북권을 잇는 총 연장 13.4km의 노선이다. 현재 건설기간은 2021년 상반기부터 2026년 상반기까지 예상되고 있으며, 운영기간은 준공 후 30년이다. 16개의 정거장 중 7개는 환승 구간으로, 연결된 다른 9개의 서울 도시철도 노선을 통해 서울 주요 업무지구 접근성이 좋은 자산이다. 맥쿼리인프라가 동북선 도시철도에 투자한 총 투자 약정금액은 827억원이며 주식 354억원, 후순위대출 473억원(이자율 14%)으로 되어있다.

부산항 신항 2-3단계

부산항 신항은 2007년 11월에 착공되어 2011년 11월에 준공되었다. 경기 침체 기간 동안 물동량이 저조하여 적자를 지속했으나, 물동량이 회복하면서 영업이익은 흑자전환에 성공했다. 2022년 1분기 물동량은 전년대비 +20.9% 증가한 67만TEU를 기록하여, 영업수익은 386억원(+21.3% YoY)을 기록했다. 부산항신항의 총 투자 약정금액은 2,594억원이며 주식 664억원, 후순위대출 1,930억원(이자율 12%)이다.

그림 10. 동북선 도시철도 자산 위치



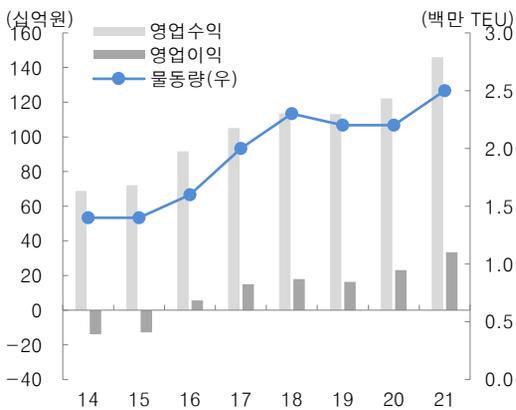
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 11. 부산항 신항 2-3단계



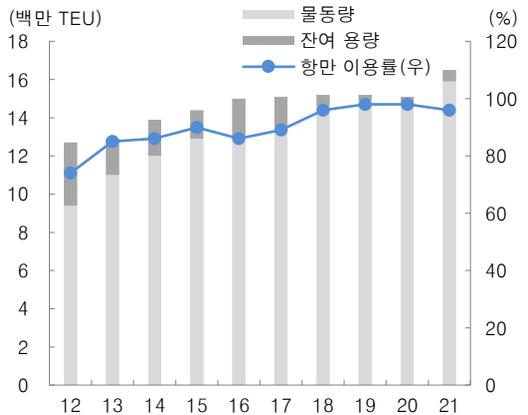
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 12. 부산항 신항 2-3단계 실적 및 물동량



자료: 비엔씨티, 대신증권 Research Center

그림 13. 부산항 물동량 추이



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

투자포인트 ② 엔데믹에 따른 도로 통행량 회복, 이자 및 배당수익 증가

**엔데믹에 따른
통행량 회복**

엔데믹에 따른 도심 외곽 도로 통행량 증가가 맥쿼리인프라의 운용수익을 개선시킬 것으로 판단한다. 통행량 회복이 기대되는 도로는 인천국제공항고속도로(NAHC)와 인천대교(IBC)다. 여행 수요 증가로 인천 도로 통행량이 늘어났기 때문이다. 맥쿼리인프라의 인천 도로 투자 비중은 16%이기 때문에 도로 실적 개선이 운용수익 증가에 미치는 영향은 클 전망이다.

맥쿼리인프라는 2022년 초 인천-김포 고속도로(IGEX)를 추가로 투자했는데, 해당 도로는 주변 경쟁 도로 대비 이동 시간을 크게 단축시킬 수 있기 때문에 지역 내 자산 경쟁력이 높다고 판단한다. 따라서 안정적인 이자 수취가 가능할 전망이다. 투자는 주식 369억원, 후순위대출 844억원(대출 금리 11.5%), 투자 비중은 5.2%다.

한편, 우면산터널(WIC)의 1분기 통행량은 전년대비 -15%로 감소했는데 이는 주변 경쟁도로 공사 완료에 따른 영향이다. 맥쿼리인프라 투자 금액 중 우면산 터널이 차지하는 비중은 0.9%로 낮기 때문에 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

표 8. 유료도로 통행량 및 증감률

(대/일,
% YoY)

약자	투자자산명	2017	2018	2019	2020	2021	20,03	21,03	22,03
BYTL	백양터널	78,477	76,796	77,599	72,029	73,395	69,812	71,550	68,618
KBICL	광주제2순환도로, 1 구간	52,844	55,139	59,202	59,994	64,911	54,307	59,027	59,995
NAHC	인천국제공항고속도로	82,015	88,640	95,091	68,272	67,439	79,096	60,393	64,212
SICL	수정산터널	49,713	48,840	49,220	45,680	46,372	44,348	44,960	43,489
CNEC	천안-논산고속도로	53,759	53,276	54,355	54,448	56,272	50,652	52,057	53,731
WIC	우면산터널	30,710	34,464	35,346	33,965	32,536	30,155	31,909	27,132
KRRC	광주제2순환도로, 3-1 구간	46,583	49,364	52,970	53,390	59,045	47,988	53,270	55,919
MCB	마창대교	39,214	39,026	39,646	38,565	42,561	35,247	38,840	40,115
YSE	용인-서울고속도로	92,283	94,002	98,825	94,088	94,762	88,156	88,417	86,511
SCH	서울-춘천고속도로	50,724	53,347	57,665	59,669	62,044	50,908	51,665	53,407
IBC	인천대교	47,848	52,339	57,397	43,144	44,119	48,480	39,057	42,575
B2RR	부산항신항 제2배후도로				17,839	19,659		18,618	19,675
IGEX	인천-김포고속도로								55,085
BYTL	백양터널	-0.2	-2.1	1.0	-7.2	1.9	-8.7	2.5	-4.1
KBICL	광주제2순환도로, 1 구간	28.9	4.3	7.4	1.3	8.2	-1.3	8.7	1.6
NAHC	인천국제공항고속도로	7.0	8.1	7.3	-28.2	-1.2	-11.6	-23.6	6.3
SICL	수정산터널	0.4	-1.8	0.8	-7.2	1.5	-8.1	1.4	-3.3
CNEC	천안-논산고속도로	4.2	-0.9	2.0	0.2	3.3	-4.6	2.8	3.2
WIC	우면산터널	4.1	12.2	2.6	-3.9	-4.2	-12.2	5.8	-15.0
KRRC	광주제2순환도로, 3-1 구간	-5.5	6.0	7.3	0.8	10.6	-2.5	11.0	5.0
MCB	마창대교	6.6	-0.5	1.6	-2.7	10.4	-7.4	10.2	3.3
YSE	용인-서울고속도로	0.6	1.9	5.1	-4.8	0.7	-6.5	0.3	-2.2
SCH	서울-춘천고속도로	7.0	5.2	8.1	3.5	4.0	-0.6	1.5	3.4
IBC	인천대교	7.4	9.4	9.7	-24.8	2.3	-11.4	-19.4	9.0
YSE	부산항신항 제2배후도로					10.2			5.7
IGEX	인천-김포 고속도로								

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

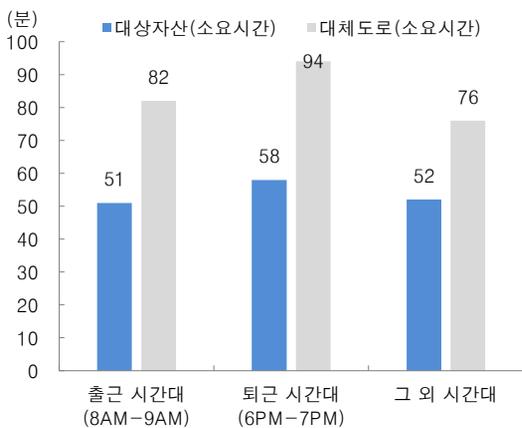
표 9. 일평균 통행료수입 및 증감률

(1,000 원/일, % YoY)

약자	투자자산명	2017	2018	2019	2020	2021	20.03	21.03	22.03
BYTL	백양터널	64,218	63,292	63,738	59,620	61,189	57,813	59,569	57,350
KBICL	광주제 2 순환도로, 1 구간	55,821	58,169	61,393	63,929	68,746	57,843	62,846	63,440
NAHC	인천국제공항고속도로	411,009	438,171	461,126	304,491	299,281	365,545	265,837	286,471
SICL	수정산터널	45,136	44,641	44,682	41,930	42,986	40,719	41,594	40,480
CNEC	천안-논산고속도로	447,401	441,927	428,734	249,780	261,341	226,109	242,441	248,314
WIC	우면산터널	66,738	75,116	76,631	74,371	71,419	65,915	69,945	59,640
KRRC	광주제 2 순환도로, 3-1 구간	49,822	52,863	55,777	57,299	63,480	51,439	57,213	60,067
MCB	마창대교	86,552	84,888	85,129	84,272	93,997	74,506	85,635	89,371
YSE	용인-서울고속도로	148,119	149,787	154,966	150,263	152,008	137,616	142,054	138,361
SCH	서울-춘천고속도로	324,576	304,018	312,476	326,062	271,794	269,076	228,382	234,189
IBC	인천대교	240,010	239,679	256,671	203,762	203,566	215,312	181,122	193,778
B2RR	부산항신항 제 2 배후도로				34,767	38,280		36,367	38,335
IGEX	인천-김포 고속도로								165,440
BYTL	백양터널	-0.7	-1.4	0.7	-6.5	2.6	-8.3	3.0	-3.7
KBICL	광주제 2 순환도로, 1 구간	28.4	4.2	5.5	4.1	7.5	-0.4	8.6	0.9
NAHC	인천국제공항고속도로	4.5	6.6	5.2	-34.0	-1.7	-15.7	-27.3	7.8
SICL	수정산터널	-0.0	-1.1	0.1	-6.2	2.5	-7.6	2.1	-2.7
CNEC	천안-논산고속도로	0.5	-1.2	-3.0	-41.7	4.6	-43.9	7.2	2.4
WIC	우면산터널	4.2	12.6	2.0	-2.9	-4.0	-12.0	6.1	-14.7
KRRC	광주제 2 순환도로, 3-1 구간	-4.6	6.1	5.5	2.7	10.8	-2.4	11.2	5.0
MCB	마창대교	5.0	-1.9	0.3	-1.0	11.5	-8.2	14.9	4.4
YSE	용인-서울고속도로	-0.2	1.1	3.5	-3.0	1.2	-7.0	3.2	-2.6
SCH	서울-춘천고속도로	4.7	-6.3	2.8	4.3	-16.6	-1.1	-15.1	2.5
IBC	인천대교	1.4	-0.1	7.1	-20.6	-0.1	-12.0	-15.9	7.0
YSE	부산항신항 제 2 배후도로					10.1			5.4
IGEX	인천-김포 고속도로								

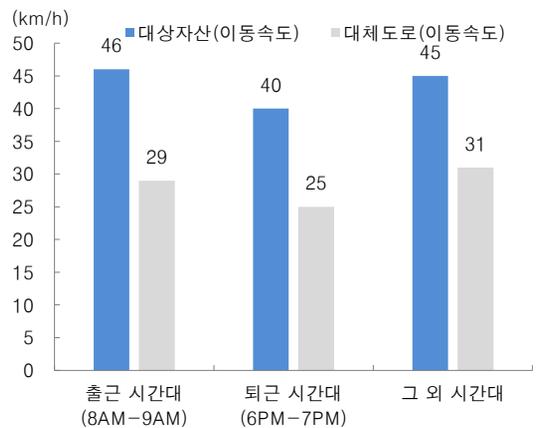
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 14. IGEX, 대체도로 소요시간 비교



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 15. IGEX, 대체도로 이동속도 비교



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

투자포인트 ③ 낮은 차입 비율, 금리 상승 영향 제한적

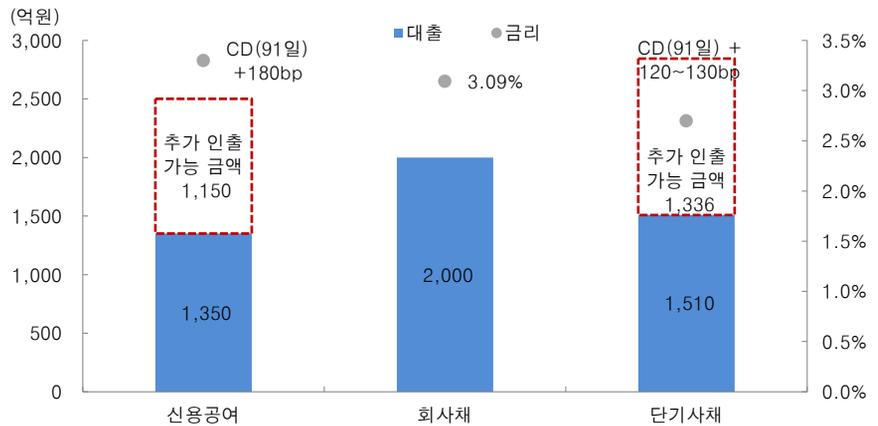
낮은 차입 비율,
금리 상승에 따른
이익 훼손 제한적

맥쿼리인프라는 차입 비율이 19.7%로 낮게 유지하고 있어 금리 인상에도 이자 비용이 크게 증가하지 않는다. 참고로 민간투자법에서 규정하고 있는 맥쿼리인프라의 최대 차입 한도 비율은 30%다.

맥쿼리인프라는 3가지 방식을 활용해 자금을 차입하고 있는데, 회사채는 고정금리, 신용공여와 단기사채는 CD(91일)에 연동되어 있다. 세부적으로 신용공여는 91일 CD+180bp, 회사채는 3.09%로 되어있다. 단기사채는 Tranche A와 B로 구분되며, Tranche A는 총 인수한도 800억원, Tranche B는 총 인수한도 2,046억원, 금리 CD(91일)+120~130bp로 설정되었다.

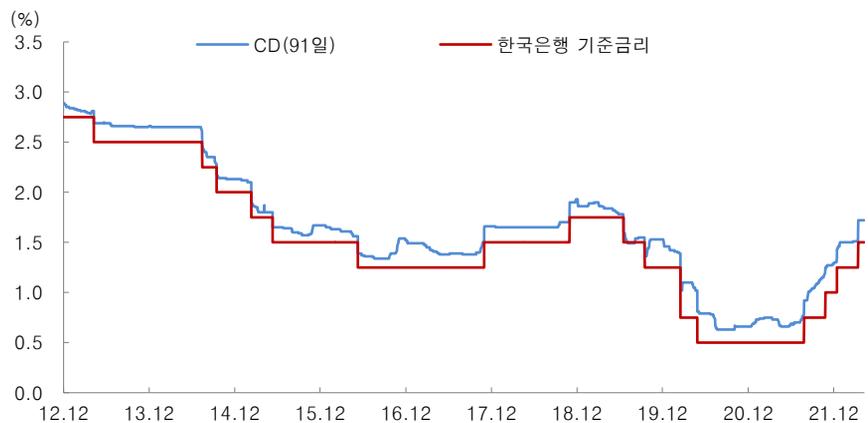
결론적으로 금리 수준은 모두 낮게 설정되어 있어 안정적인 자금 조달이 가능한 구조다.

그림 16. 맥쿼리인프라 차입금 구조



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 17. CD(91일) 및 기준금리 추이



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

IV. 리스크 요인

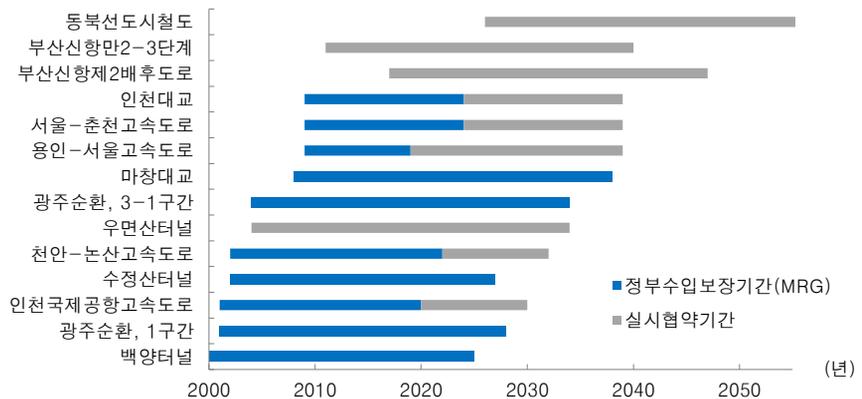
정부수입보장(MRG) 종료에 따른 투자자산 실적 변동성 확대

MRG 사업 종료, 실적 변동성 확대

2010년 이후 투자 자산은 정부수입보장(MRG)이 체결되지 않기 때문에 실적 변동성이 확대될 수 있다. MRG란, 도로 예상 실적이 일정 수준을 벗어날 경우 수입을 정부가 보장해주는 장치로, 채권자 주주에게 수익안정성을 높여주는 장치였다. 2022년에 MRG 기간이 끝나는 도로도 있기 때문에, 실적 변동성은 이전보다 확대되었다고 판단한다.

또한, 맥쿼리인프라는 외형 성장을 위해서는 끊임없는 자산편입을 필요로 한다. 맥쿼리인프라가 투자한 자산의 대부분은 폐쇄형으로 되어 있어 실시협약기간이 체결되어 있기 때문이다. 실시협약기간이 끝날 경우 사업은 종료된다.

그림 18. 민간투자사업 투자법인 운영 및 실시협약 기간



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

표 10. 투자자산별 주무관청 재정지원 조건

투자시설명	통행료 수입보장기준	통행료 수입환수기준	비고
광주 제 2 순환도로, 3-1 구간	90%	110%	
광주 제 2 순환도로, 1 구간	투자비 보전 방식		투자법인에 분기별 자금제공금을 지급하여 MKIF 투자수익률을 보장
수정산터널	90%	110%	실제 통행료수입이 90%에 미달할 경우 수입 부족분의 91.5%에 대해 서민 재정지원금을 제공
천안-논산고속도로	82%	110%	실제 통행료수입이 82% 초과~110% 이하 구간에 속할 경우, 주무관청은 해당구간 수입 일부를 환수함
광주 제 2 순환도로, 3-1 구간	90%	110%	
마창대교	75.78%	100%	수입보장기준은 처분가능수입계좌에 대해 적용 추정 통행료수입이 100% 초과 시 주무관청과 사업자가 초과분을 50:50 비율로 공유
서울-춘천 고속도로 4	60%	140%	
인천대교	80%	120%	

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

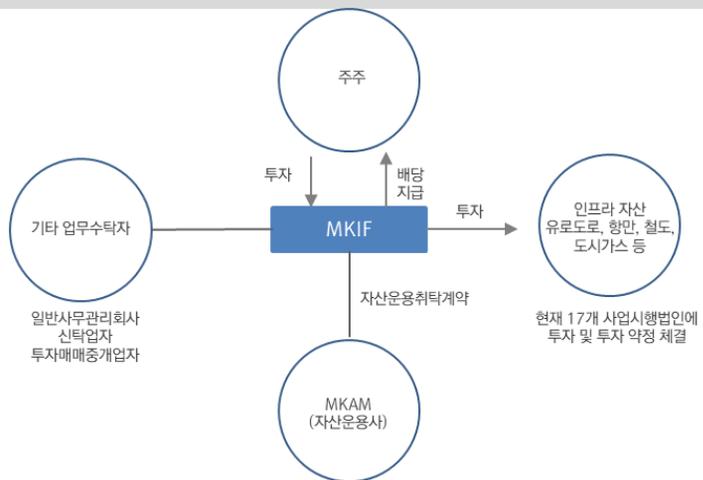
V. 기업 개요

국내 유일의 상장 인프라 펀드

맥쿼리인프라는 2002년 12월 민투법에 의해 설립되고 자본시장법에 따라 운용되는 국내 유일의 상장 인프라펀드다. 맥쿼리인프라는 건설 및 운영을 목적으로 설립된 사회적 반시설사업 법인의 주식 및 대출금 등에 투자한다. 총 17개 인프라에 총 2.2조원을 투자하고 있으며 유형별로는 도로자산 13개, 항만자산 1개, 도시가스 2개, 철도 1개다.

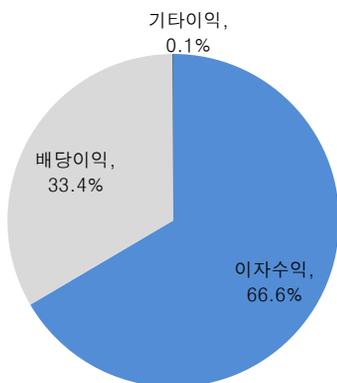
투자로 발생한 이자와 배당수익은 운영비용을 차감하고 주주에게 모두 지급하고 있다 (배당성향 100%). 4월 27일 기준 배당 수익률은 5.7%다.

그림 19. MKIF 비즈니스모델



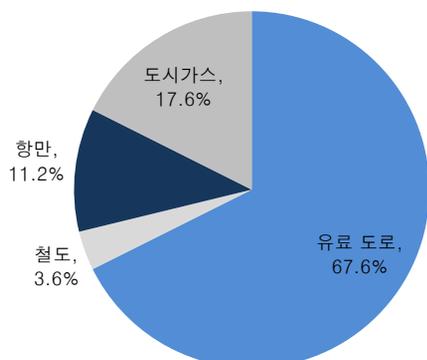
자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 20. MKIF 유형별 매출 비중(%)



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

그림 21. MKIF 투자자산 유형(%)



자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
운용수익	307	352	383	399	403
이자수익	204	235	272	284	283
배당수익	103	118	111	115	120
기타이익	0	0	0	0	0
운용비용	45	51	63	67	67
운용수수료	34	47	47	47	47
수탁수수료	0	0	1	0	0
사무관리수수료	0	0	0	0	0
이자비용	8	8	11	15	15
기타비용	2	2	4	4	4
경상적 당기순이익	262	297	320	332	336
당기순이익	262	297	320	332	336

주요 성장 지표

(십억원)	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
운용수익	4.1	14.7	8.7	4.2	1.0
이자수익	2.4	15.2	16.2	4.4	-0.4
배당수익	10.2	13.9	7.9	3.7	1.2
당기순이익	5.6	13.2	7.9	3.7	1.2
총 자산	9.4	20.3	8.4	0.0	0.0
운용자산	8.0	21.8	6.9	-1.0	-2.2
대출금	5.7	28.7	5.3	-1.4	-3.2
지분증권	4.8	10.3	15.0	0.0	0.0
순자산총액	11.6	18.9	0.0	0.0	0.0

자료: 맥쿼리인프라, 대신증권 Research Center

재무상태표

(십억원)	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
운용자산	1,801	2,194	2,345	2,322	2,272
현금및예치금	71	54	42	43	48
대출금	1,266	1,629	1,714	1,691	1,636
지분증권	464	512	588	588	588
기타자산	533	629	727	741	724
운용부채	200	271	502	502	502
사채	200	250	351	351	351
장기차입금	0	20	151	151	151
기타부채	17	19	20	20	20
부채총계	217	522	522	522	522
자본총계	2,080	2,473	2,473	2,473	2,473
부채및자본총계	2,297	2,763	2,995	2,995	2,995

주요 투자 지표

(십억원, 원, %)	2020 A	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
ROE	13.3	13.0	12.9	13.4	13.6
ROA	11.8	11.5	11.0	11.1	11.2
BPS	5,768	6,366	6,109	6,109	6,109
EPS	727	764	790	820	830
PBR	1.8	2.2	2.3	2.3	2.3
PER	14.7	18.5	17.8	17.2	17.0
배당금	260	292	320	332	336
DPS	720	750	790	820	830
배당수익률	6.8	5.3	5.6	5.8	5.9

[Compliance Notice]

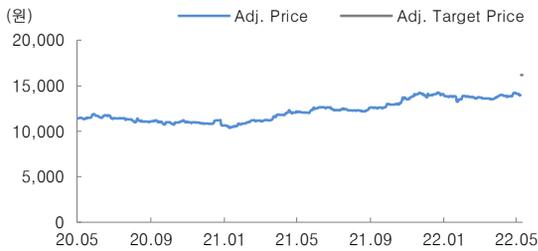
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:장승우)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

맥쿼리한국인프라투자회사(088980) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.05.12
투자의견	Buy
목표주가	16,200
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.8%	7.2%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상