

2024. 12. 12

대체투자팀

이경자

팀장

kyungja.lee@samsung.com

홍진현

Research Associate

jinhyun.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	15,300원	37.8%
현재주가	11,100원	
시가총액	5,330원	
Shares (float)	478,921,993주 (95.0%)	
52주 최저/최고	10,730원/12,918원	
60일-평균거래대금	90.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
맥쿼리인프라 (%)	-4.0	-12.0	-11.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.5	-2.5	-8.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	15,300	15,300	0.0%
2024E EPS	697	697	0.0%
2025E EPS	804	804	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	15,300
Recommendation	4.0

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

맥쿼리인프라 (088980)

하반기 배당 발표: 유상증자에도 상반기 수준 유지

- 상반기와 같은 주당 380원의 분배금 발표, 2024년 배당은 전년 대비 2% 하락
- 비엔씨의 이자율 변경으로 이자 수익 감소 영향, 본격적 실적 개선은 2030년 전후
- 2024년 배당이 하단이 될 전망, 신규 투자 영향은 2025년 하반기부터 발휘

WHAT'S THE STORY?

주당 380원의 분배금 발표: 하반기 분배금은 주당 380원으로 상반기와 동일. 10월 말 5천억원의 유상증자를 완료, 10%의 주식 수 증가에도 불구하고 견조한 배당을 유지. 증자로 마련한 자금 중 4,230억원은 하남 데이터센터 매입에, 2,137억원은 동부간선도로 지하화 사업에 투입 예정. 하반기 리츠 업계에 1조원대 유상증자 영향으로 맥쿼리인프라의 주가 역시 약세. 특히 전통적인 투자 주체인 보험사들이 연말 재무 비율을 맞추기 위해 매도한 영향도 가세. 그러나 본질적 이유는 2024년 상반기 배당이 전년 대비 5원 하락했기 때문. 큰 하락 폭은 아니었지만 2016년부터 꾸준히 배당이 상승해 왔기에 이례적으로 받아들여짐

비엔씨 영향: 2024년 배당이 소폭 하락한 이유는 비엔씨(부산 신항만) 영향으로 분석. 2024년 초, 비엔씨의 실적 침체를 고려해 후순위채권의 약정 이자율을 기존의 12%(고정금리)에서 6~12%로 변경. 비엔씨는 코로나19 특수을 누렸으나 이후 경쟁 항만 개소, 지정학적 리스크로 단기에 유의미한 실적 개선이 어려운 상황. 우리는 비엔씨의 이자율을 6%로 적용하고 타 자산들의 배당 수익 증가까지 고려 시 DPS는 기존 추정치 대비 3% 하락할 것으로 예상했으며 2024년 최종 배당은 이를 반영한 수준. 비엔씨의 본격적인 실적 개선은 선순위 대출 상황이 시작되는 2030년 전후가 될 전망

2025년 하반기부터 배당 성장 재개: 최근 편입한 자산들의 완전한 가동 및 수익 창출까지는 1~2년의 기간이 소요될 전망. 데이터센터는 추가 공사로 매년 20%씩 가동률이 상승하기 시작해 2026년 100% 도달 예상. 동북간선도로는 착공 초기로 향후 5년의 공사 기간에 투자금이 분산 투입됨. 그럼에도 주요 유로도로의 통행량은 코로나19 이후 연간 20% 내외의 성장률을 보이며 천안논산고속도로, 신공항하이웨이 등은 자산단에서 각각 3천억원, 1천억원의 유보 현금이 축적된 상태라 든든한 배당 재원으로 작용할 것. 업계 유상증자 이슈가 일단락되고 비엔씨 타격에도 주당 760원의 배당 지급 체력을 보였다는 점에서 긍정적 시각 유지. 또한 10월 발표된 '민간 투자 활성화 방안'에서 공모 인프라펀드의 차입 한도를 기존 대비 3배 이상 증대(자본금의 30%→100%)함으로써 잦은 유상증자의 리스크를 줄이고, 레버리지 효과를 극대화할 수 있게 되었다는 점은 중장기적으로 긍정적 변화

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	377	396	407	451
영업이익 (십억원)	315	326	334	385
순이익 (십억원)	315	326	334	385
EPS (adj) (원)	779	748	697	804
EPS (adj) growth (%)	6.2	(3.9)	(6.8)	15.3
EBITDA margin (%)	83.7	82.3	82.1	85.4
ROE (%)	12.4	12.0	10.6	11.2
P/E (adj) (배)	14.2	16.6	15.9	13.8
P/B (배)	1.8	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	10.7	10.2	9.3	10.0
Dividend yield (%)	7.0	6.2	6.8	6.8

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

비엔씨티 약점에도 견고한 배당: 비엔씨티는 맥쿼리인프라 포트폴리오에서 8%를 차지한다. 비엔씨티의 실적은 투자 초기부터 개선되지 못하다가, 2020~2022년 코로나19 영향으로 물동량 증가와 EBITDA 마진 회복이 두드러지게 나타났다. 그러나 2023년 하반기부터 지정학적 리스크와 인근 경쟁 항만 개소, 경기 둔화 영향으로 물동량과 마진 하락이 다시 나타나는 것으로 판단된다. 유류 도로의 경우 통행료가 CPI에 연동되고 익년도에 주무 관청으로부터 차액을 보전 받는 등 기본적으로 경기 방어적인 특성을 보이거나 항만은 경기 민감 자산군에 속한다.

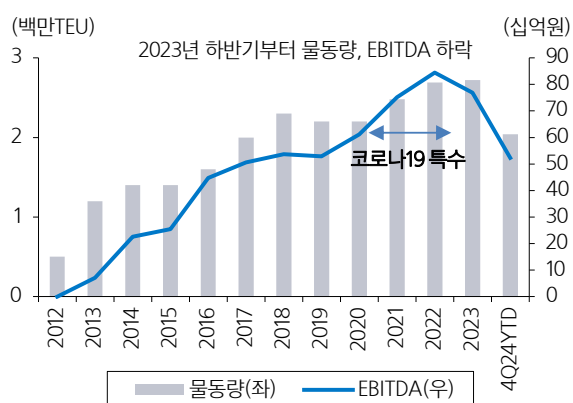
비엔씨티의 부정적 영향은 선순위 대출 상황이 시작되는 2030년부터 본격 축소될 것으로 예상된다. 또한 유류 도로들은 비약적 성장을 하고 있고 천안논산고속도로와 신공항하이웨이는 각각 자산단에서 3천억원, 1천억원 이상의 유보 현금을 지니고 있다. 종합적으로 판단 시 중장기적으로 맥쿼리인프라의 배당은 주당 760원이 하단이 될 가능성이 높다.

표 1. 비엔씨티 선순위 차입금 현황

구분	차입처		이자율 (%)	최종 만기일	규모 (십억원)
선순위	Tranch I -1	신한BNPP펀드	4.25	2035-12-31	73
	Tranch I -2	신한BNPP펀드	5.84-6.23	2035-12-31	253
	Tranch II	한화손해보험	6.09-6.48	2030-12-31	14
		롯데손해보험	6.09-6.48	2030-12-31	14
		신한은행	6.09-6.48	2030-12-31	96
중순위	Tranch III	케이디비생명보험	5.5	2035-12-31	50
		한화손해보험	5.5	2035-12-31	15
		롯데손해보험	5.5	2035-12-31	15
		신한은행	5.5	2035-12-31	16
후순위	Tranch I	맥쿼리인프라	12.0	2033-02-25	193
소계					739

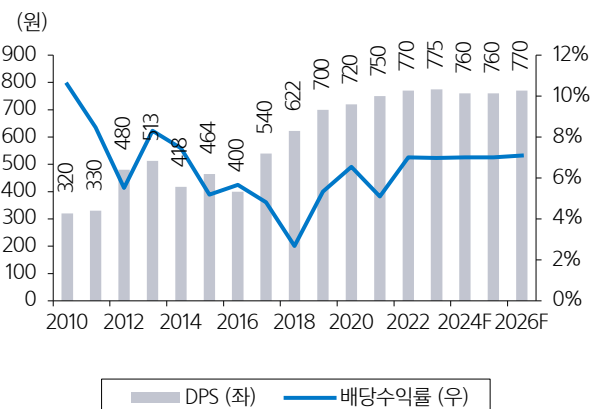
자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

그림 1. 비엔씨티 실적 추이



자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

그림 2. 맥쿼리인프라 DPS 추이



자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

표 2. 맥쿼리인프라 포트폴리오 현황

출자금						배당수익				MRG 기한	통행량 YoY	
(십억원)	지분율	주식	후순위 대출	선순위 대출	총 투자액	1Q23	3Q23	1Q24	3Q24		2Q24	3Q24
백양터널	100.0%	1.2	-	1.0	2.2					2025	-4.2%	-2.6%
광주순환도로투자 1	100.0%	33.1	85.2	41.3	159.6					2028	0.6%	-0.6%
신공항하이웨이	24.1%	25.2	51.7		76.9	16.9	2.4	21.7	7.2	2020	22.5%	17.6%
수정산투자	100.0%	47.2			47.2	13.5		17.0		2027	0.8%	-0.3%
천안논산고속도로	60.0%	93.8	182.3		276.1	60.0		54.0		2022	0.1%	-1.3%
우면산인프라웨이	36.0%	5.3		15.0	20.3	1.5		2.2		없음	-1.1%	-2.2%
광주순환 3-1	75.0%	28.9			28.9	12.0		12.0		2034	0.3%	-0.8%
마창대교	70.0%	33.9	79.0		112.9					2038	4.3%	5.5%
경수고속도로	43.8%	52.1	99.6		151.7					2019	0.4%	0.1%
서울춘천고속도로	18.2%	5.1	87.5		92.5					2024	6.1%	6.1%
인천대교	64.1%	58.1	241.0		299.1					2024	11.3%	6.2%
비엔씨티	30.0%	67.0	193.0		260.0					없음		
동북선도시철도	30.0%	35.4	47.3		82.7					없음		
부산신항만 제2배후도로	47.6%	18.9	69.2		88.1					없음	-4.6%	-9.3%
서라벌도시가스	100.0%	32.3	290.2		322.5					없음		
해양에너지	100.0%	8.7	78.4		87.1					없음		
인천김포 고속도로	22.8%	44.2	78.7		122.8					없음	3.6%	2.1%
씨엔씨티에너지	48.0%	186.7			186.7			4.1	-	없음		
동부간선도로	27.6%	35.5	94.8		130.3					없음		%
계		812.6	1,677.8	57.3	2,547.6	103.9	2.4	111.0	7.2		4.3%	2.6%

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
운용수익	377	396	407	451	461
이자 수익	268	290	289	326	330
배당수익	108	106	118	124	130
기타운용수익	0	0	0	1	1
운용비용	61	70	73	66	62
이자비용	14	22	21	14	14
운용수수료	44	45	48	49	47
기타운용비용	3	4	4	3	1
영업이익	315	326	334	385	399
영업외손익	-	-	-	-	-
법인세차감전순이익	315	326	334	385	399
법인세비용	-	-	-	-	-
법인세율 (%)	-	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-	-
당기순이익	315	326	334	385	399

수익률

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
수익성(%)					
영업이익률	83.7	82.3	82.1	85.4	86.6
순이익률	83.7	82.3	82.1	85.4	86.6
ROE	12.4	12.0	10.6	11.2	11.6
ROA	10.7	10.2	9.3	10.0	10.3
배당수익률	7.0	6.2	6.8	6.8	6.9
배당성향	98.9	100.6	109.0	94.5	92.4
Valuation(배)					
PER	14.2	16.6	15.9	13.8	13.3
PBR	1.8	1.9	1.6	1.5	1.5

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 맥쿼리인프라, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
운용자산	2,306	2,499	3,013	3,031	3,048
대출금	1,707	1,704	1,721	1,738	1,755
현금및예치금	28	24	24	24	24
지분증권	571	772	1,269	1,269	1,269
기타자산	742	840	836	828	848
미수 이자	736	834	830	821	842
미수금	2	2	3	3	3
선급비용	2	1	2	2	2
미수배당금	-	-	-	-	-
자산총계	3,048	3,339	3,849	3,858	3,897
운용부채	486	406	406	406	406
사채	349	309	309	309	309
장기차입금	137	96	96	96	96
미지급운용수수료	10	12	-	8	8
기타부채	11	10	29	9	12
부채총계	507	427	435	423	426
자본금	2,449	2,807	3,304	3,304	3,304
자본잉여금	-	-	-	-	-
자본조정	-	-	-	-	-
기타포괄손익누계액	-	-	-	-	-
이익잉여금	92	104	111	132	167
자본총계	2,541	2,912	3,415	3,436	3,471

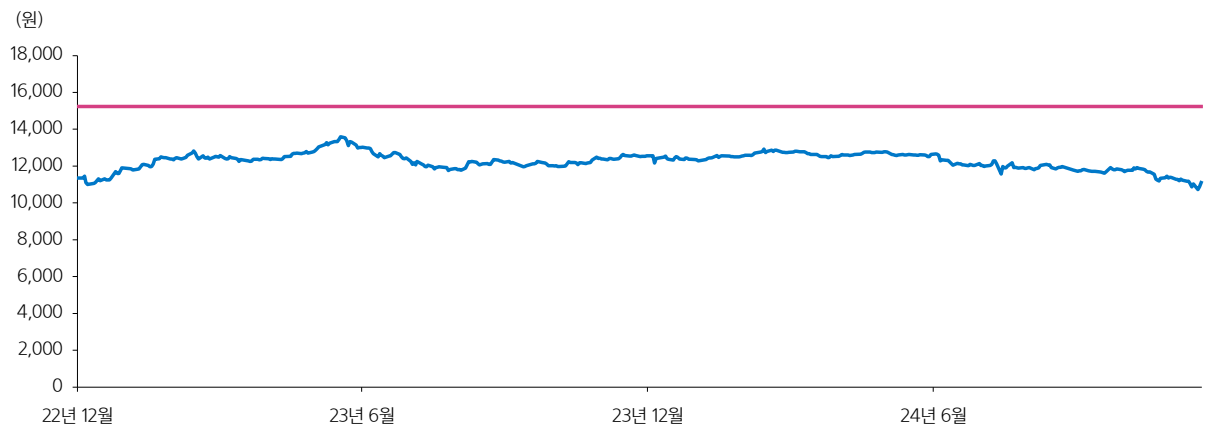
재무 비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024F	2025F	2026F
성장성(%, YoY)					
매출증가율	8.1	5.2	2.7	10.9	2.2
영업이익증가율	6.2	3.5	2.4	15.3	3.7
순이익증가율	6.2	3.5	2.4	15.3	3.7
EPS 증가율	6.2	(3.9)	(6.8)	15.3	3.7
주당지표(원)					
EPS	779	748	697	804	834
BVPS	6,276	6,682	7,130	7,174	7,248
DPS	770	775	760	760	770

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 12월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/12/17	2022/12/17	2023/7/31	2024/7/31	2024/10/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	15239	15239	15239	15239	15239
과리율 (평균)	-15.58	-18.84	-18.74	-21.88	
과리율 (최대or최소)	-6.86	-10.85	-15.23	-19.42	

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

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024. 9.30 기준

매수(81.3%) 중립(18.7%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA