

2009년 11월 7일

맥쿼리인프라(MKIF)(088980)

BUY

앵무새를 이겨보자.

**인프라에 투자하라!

기존의 타 기업과 차별화되는 사업 모델. 상장된 펀드 중 유일하게 인프라에 투자하는 펀드이다. 정부의 지원을 받아, 유리한 조건에서 민간자본유치 시장에 뛰어들어 꾸준한 이자수익과 배당수익을 거두고 있다.

**작지만 꾸준한 수익

연 평균 8-12%의 수익률. 작지만 꾸준하다! 누적수익률은 시장에서 압도적!

**높은 배당 수익률

안정적인 수익 기반을 바탕으로 높은 배당을 꾸준히 유지하고 있다. 배당성장 100%의 배당을 위한 기업.

**높은 배당을 가능케 하는 안정성

정부가 보장해주는 수입은 동사의 향후 배당을 더욱 믿음직스럽게 만들어 준다.

**절세효과

배당성향이 90%가 넘을 경우 법인세를 공제받을 수 있으며, 인프라 펀드에 투자할 경우 분리과세 효과가 있어, 두 배로 절세를 노릴 수 있다.

적정주가:

7,093원

현재주가:

5,110원 (11/6기준)

상승여력: 38.81%

시가총액 : 16,938억원

ROE : 0.11

ROA : 0.09

영업이익률 :

배당수익률 : 12%

P/E Ratio : 9.22

P/B Ratio : 5.38

주요주주

군인공제회(11.8%)

신한금융그룹(11.2%)

금호생명(7.5%)

캐피탈 리서치 &매니지먼트(6.0%)

대한생명(5.9%)

공무원연금(5.4%)

라자드자산운용(5.0%)

맥쿼리 그룹(4.4%)

SMIC 리서치 3팀

팀장 신태현

팀원 박상민

임수진

황용주



I. 인프라 펀드?

1. 상장 펀드

MKIF는 인프라 펀드중 유일하게 상장되어 있다

흔히 기업만 주식시장에 상장되어 있다고 생각하기 쉽지만, 기업 이외에도 '거복선1~6호' 같은 펀드 들이 상장되어 있다. 상장된 펀드의 종류는 앞서 말한 거복선 1~6호 와 같은 선박펀드, 국고채 지수 등 지수 연동 ETF 펀드, 맵스 리얼티 같은 부동산 (REITS) 관련 펀드, 그리고 인프라 펀드로 나뉜다. 현재 인프라 펀드 중 상장된 펀드는 2006년 상장된 MKIF(Macquarie Korea Infrastructure Fund)펀드가 유일하다.

인프라 개발 수요가 높으며 인프라 투자는 안정적 수입을 보장해 준다

인프라투자는 안정적으로 수입을 보장해주는 좋은 수단으로 각광받고 있다. 왜냐하면 주식 투자는 높은 변동성으로 인해 보수적인 투자자들에게는 부담이 될 수 있고 채권 투자는 저금리 기조로 인해 수익률이 기대에 못 미치기 때문이다 (다른 투자처 대비 맥쿼리 인프라의 투자 매력은 다음 파트에 비교되어 있다). 인프라 자산은 경제성장과 국가경쟁력 확보를 위한 필수 요건이다. 도로자산만 살펴보았을 때도 우리나라는 OECD 선진국 대비 약 30% 수준의 보급률로 아직도 인프라 개발에 대한 수요는 높은 상황이다.

정부의 재정부족으로 인해 인프라 투자에 민간투자사업이 활발하게 이루어지고 있다

하지만 인프라 건설에는 막대한 투자자본이 요구된다. '사회기반시설에 대한 민간 투자법' (민투법)이 1994년 제정되고 2000년대부터 본격적으로 시작되기 이전에는, 인프라 투자는 정부를 통해 이루어졌다. 입찰을 통해 건설기업에게 발주 후, 건설이 완료 되면 해당 기관이 운영하는 방식이었다. 그러나 정부의 불충분한 재정수입, 복지 투자 필요성 증가 및 민간투자를 통한 효율성 재고를 위해 민간투자사업(PFIs, private finance initiatives)이 확대되고 있다. MKIF는 이 분야의 국내 최대 선두 펀드이다. 이제 BM에서 MKIF의 목적과 사업구조에 대해 알아보자.

표 1. 상장펀드 비교				차트 1. GDP 대비 각국 교통 SOC 축적도 (단위: %)												
	인프라펀드	선박펀드	부동산펀드	<table border="1"> <caption>차트 1. GDP 대비 각국 교통 SOC 축적도 (단위: %)</caption> <tr><th>국가</th><th>축적도 (%)</th></tr> <tr><td>한국</td><td>42%</td></tr> <tr><td>일본</td><td>61%</td></tr> <tr><td>미국</td><td>73%</td></tr> <tr><td>독일</td><td>91%</td></tr> <tr><td>영국</td><td>114%</td></tr> </table>	국가	축적도 (%)	한국	42%	일본	61%	미국	73%	독일	91%	영국	114%
국가	축적도 (%)															
한국	42%															
일본	61%															
미국	73%															
독일	91%															
영국	114%															
발행주체	투융자회사	선박투자회사	부동산투자회사													
최소유지자본금	50억	5천만 원	250억													
투자대상	후순위 채권 등	해외자회사 후순위 차입금	국내부동산 직접투자													
투자수익률	10%내외	5.8~6.2%	7.1%~11.7%													
근거법	민투법, 간투법	선박투자회사법	부동산투자회사법													

출처: 금융감독원

출처: 국토해양부, '국가기간교통망계획'

2. BM

MKIF는 인프라 자산의 채권 및 주식에 투자하는 투융자회사로 2006년 상장되었다

MKIF는 유료도로, 교량, 터널, 항만 등의 인프라 건설 및 운영을 목적으로 하는 SPC (special purpose company)의 자산 및 채권에 투자하는 투융자 회사이다. 2002년 12월에 설립되었다. 동사는 인프라에 투자하는 민간 투융자 회사이기 때문에 '사회기반시설에 대한 민간투자법'(민투법)과 '간접투자자산운용업법(간투법)'에 영향을 받는다. 동사는 2006년 3월 한국의 증권선물거래소 와 런던증권거래소에 동시 상장하였다.

동사는 SPC로 부터의 배당수익 이자수익 등을 매출로 인식한다

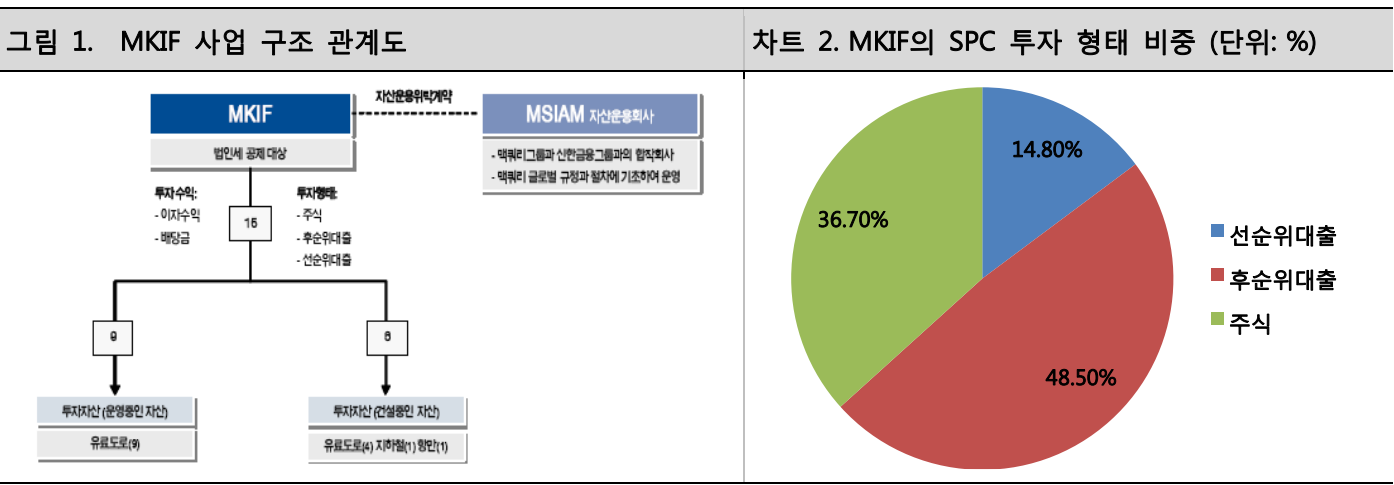
동사는 SPC의 주식 및 채권 등에 투자하여 얻은 배당수익, 이자수익 등을 수익으로 인식한다. 피투자 자산의 입장에서 보면 통행료 수입에서 운영비용을 차감한 후, 이를 채권자 혹은 주주에게 이자수익과 배당금의 형태로 지급하게 되는데 동사는 이를 매출액으로 인식하는 것이다. 동사는 그 후 운영 및 이자비용을 차감한 후 최종적으로 MKIF 주주에게 배당금을 지급하게 된다.

동사의 자산운용은 MSIAM에 위탁운영된다

MKIF의 자산운용은 맥쿼리그룹과 신한금융그룹의 합작 회사인 맥쿼리신한 인프라스트럭처 자산운용(Macquarie Shinhan Infrastructure Asset Management, MSIAM)에 위탁운영 된다. 동사는 운용 계약에 따라 운용보수 및 성과보수를 MSIAM에 지급하게 된다. SPC에 대한 투자 형태는 선순위 대출, 후순위 대출, 주식으로 구분된다. 선순위 대출은 상대적으로 이자율이 낮지만 회수기간이 짧기 때문에 안정적인 측면이 강하다. 후순위 대출과 주식은 상대적으로 이자율, 분배금이 크지만 회수기간이 길다.

사업의 성숙도에 따라 SPC에 대한 투자형태가 구분된다

사업 초기단계에서는 수입규모의 변동성이 클 수 있으므로 현금의 우선 확보를 위해 선순위 채권 투자를 하게 된다. 동사가 100%를 소유하고 있는 백양 터널의 경우가 그 예이다. 백양 터널 총 투자액 1,254억 원은 9.9억 원의 지분투자과 1,244억 원의 선순위채권 투자에 사용되었다. 그 후 현금 창출 능력이 충분한 시점이 되면 후순위 채권으로 교체 또는 더 낮은 이자율의 선순위 채권으로 제 3자에게 양도한 후 환수된 원금은 신규 사업의 후순위 채권, 주식 확보에 사용하는 방식을 취하게 된다.



출처: 맥쿼리인프라

출처: 맥쿼리인프라

3. 투자 자산 구성 및 주주구성

동사는 현재 15개의 인프라 관련 자산을 보유하고 있다

동사는 현재 15개 인프라자산에 투자하고 있다. 15개 자산 중 인천국제공항 고속도로 등 10개 자산은 운영 중에 있고, 인천대교, 서울 춘천 고속도로, 서울시 도시철도 9호선 등 4개 자산은 올해 하반기 개통하였다 따라서 현재 운영중인 자산은 총 14개 이다. 나머지 1개 자산인 부산 신항만(2-3단계)은 2011년 말 운영을 개시할 예정이다.

동사의 자산 구성 포트폴리오는 성장여력을 가지고 있다

동사의 15개 자산은 유료도로 중심으로 구성되어 있다. 인천국제공항 고속도로 등 82.8%의 자산이 유료도로(터널 및 교량 포함)이며, 항만 13.4%, 지하철 3.8%로 구성되어 있다. 운영단계별로 살펴보면, 58%의 자산이 초기운영 단계이거나 건설 중인 상황이고, 28%의 자산이 성장기, 15%의 자산이 성숙기에 위치해 대부분의 자산이 성장성이 크다.

동사의 주요 주주는 군인공제회 등 다수이다

동사의 주요주주 현황을 살펴보면, 군인공제회가 11.8%로 최대지분을 보유하고 있고, 신한금융그룹(11.2%), 금호생명(7.5%), 캐피탈 리서치&매니지먼트(6.0%), 대한생명(5.9%), 공무원연금공단(5.4%), 맥쿼리그룹(4.4%) 등이 그 뒤를 잇고 있다.

차트 3. 투자 자산 포트폴리오 (단위: %)

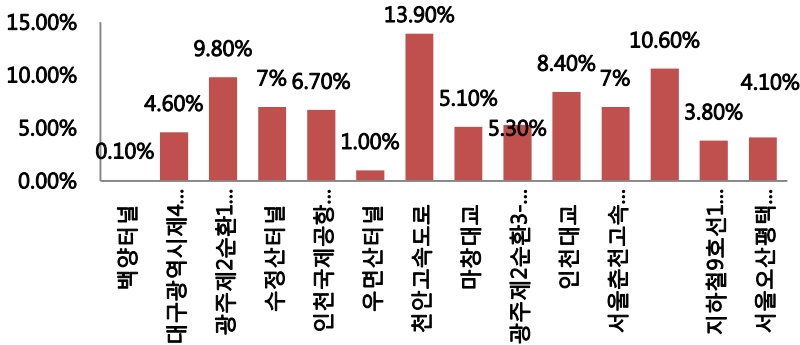
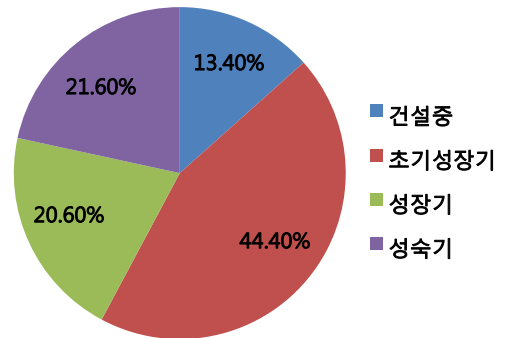


차트 4. 투자자산 성숙도 구성 (단위: %)



출처: 맥쿼리인프라

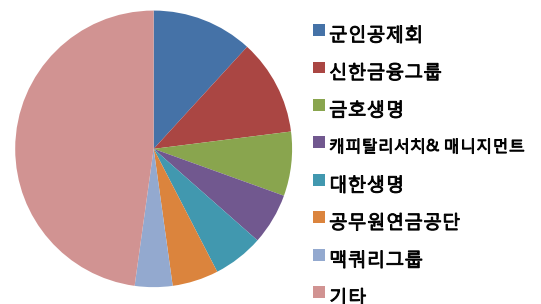
출처: 맥쿼리인프라

표 2. 2009년 하반기 신규개통 자산

	용인 서울고속도로	서울춘천고속도로	METRO 9호선	인천대교
관리 운영	30년	30년	30년	30년
최소수입 보장	10년	15년	15년	15년
통행료 수입 보장	70%	80% 순차적 하락	80% 순차적 하락	80%
개통일	7월1일	7월 15일	7월24일	10월 23일

출처: 맥쿼리인프라

차트 5. 주주 구성 비율 (단위: %)



출처: 맥쿼리인프라

4. 기타 재무 정보

1) 현금흐름의 낮은 변동성

동사의 현금흐름은 MRG에 의해 낮은 변동성을 보인다

동사가 보유한 총 15개 자산 중 가장 최근에 건설중인 부산 신 항만을 제외하고 14개 투자자산에 정부수입보장 조건을 가지고 있다. 영업활동에 의한 현금흐름 대부분이 이 정부 수입 보장에 기반한다. 2008년 말 기준 투자 지분율에 기초한 총 현금 및 현금성 자산은 3500억 원대 이다(동사의 현금 및 현금성 자산 1820억 원 포함). 투자자산의 영업수익은 모두 물가에 연동되는 구조로 되어 있다.

2) 재무적 건전성

동사는 부채비율이 낮고 현금성자산이 풍부하여 재무적 건전성을 갖추고 있다

동사는 재무상태 안정적이다. 현재 부채비율은 20%대로 상대적으로 낮다. 투자 지분율 기초한 총 부채비율은 47% 정도이다. 자본규모의 30% 이상으로 부채를 끌어다 쓸 수 없으며 장기부채는 5000억 원이 한도로 규정되어 있다. 운용 비용은 운용수수료, 성과수수료, 이자비용 등 예측이 비교적 가능한 항목들로 구성되어, 자산 운용 상의 현금흐름이 안정적이다. 현금성 자산이 풍부하고 향후 투자 계획이 없어 3년 이내에는 외부자금 조달이 불필요할 것으로 보인다. 모든 자산의 차입은 원리금 분할 상환 구조로 조달되었으며, 가중평균으로 계산된 상환만기는 9년 이상이다. 향후 2년간 차입금의 59%가 고정금리 혹은 이자율헷징(hedging)이 되어 있어 안정적이다.

차트 6. 현금 자산 및 장기부채 (단위: 천만 원)

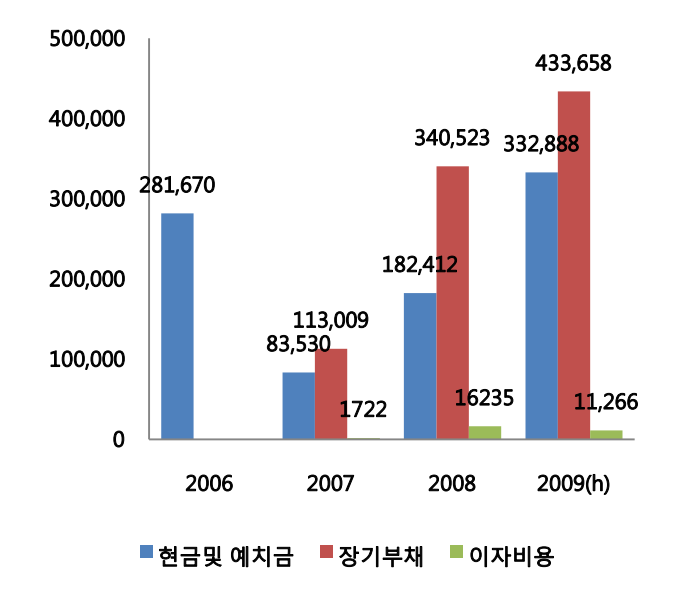
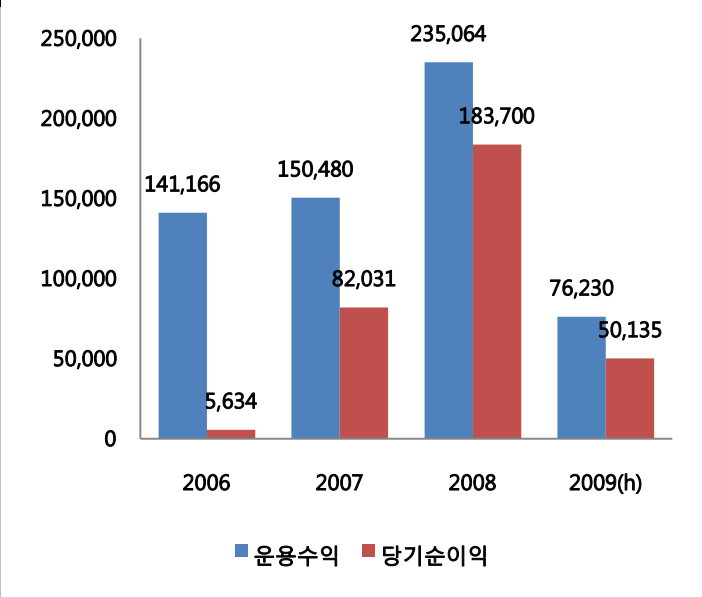


차트 7. 운용 수익 및 당기 순이익 (단위: 천만 원)



출처: 감사보고서

출처: 감사보고서

II. 왜 맥쿼리인프라인가?

1. 다 필요 없고, 오직 배당!

주가의 움직임이 크지 않다

동사에서 기대할 수 있는 매매차익은 그리 크지 않다. 기존 주가 흐름을 통해 알 수 있듯이 타 주식에 비해 등락폭이 적기 때문이다. 시장에서 돋보이는 배당매력을 바탕으로 하락장에서는 시장 대비 하락폭이 적으며, 상승장에서는 상대적으로 배당매력이 떨어져 크게 오르지 못한다. 동사의 3년간 최대 베타 값이 0.33 정도로, 크게 낮은 것을 통해 알 수 있다. (평균은 0.28)

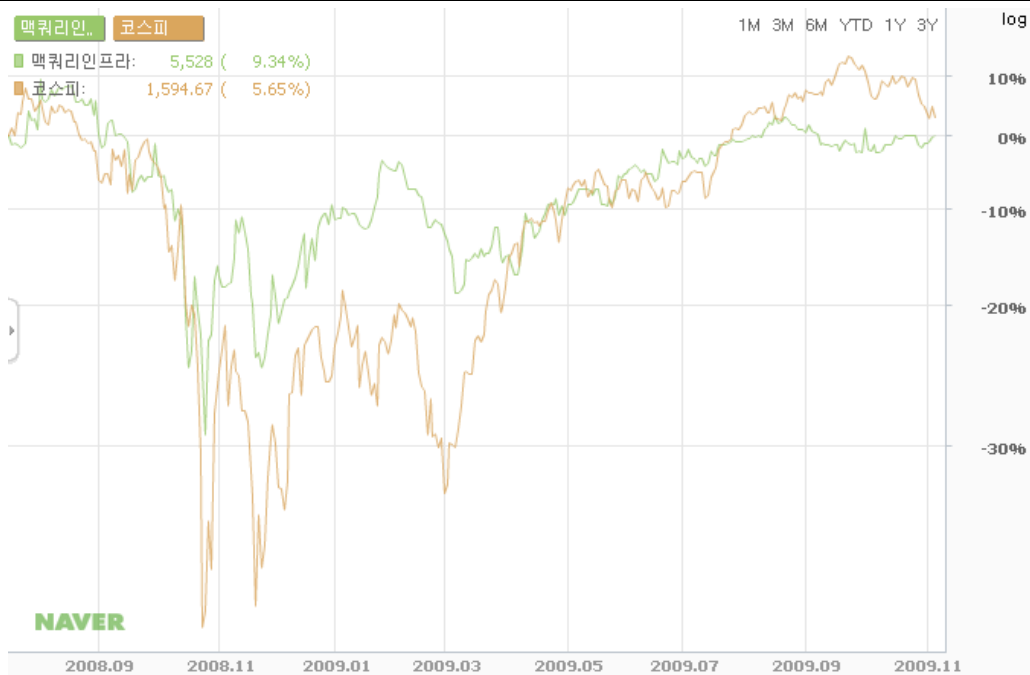
동사의 매력은 높은 배당수익이다

매매차익을 기대하기 어려움에도 동사가 매력적으로 보이는 이유는 높은 배당 수익이다. 과거 배당 수익률을 통해 확인할 수 있으며, 뒤에서 분석한 예상 배당액을 통해 예측한 동사의 배당 수익률은 이를 더욱 뛰어넘는다. 최소 9%에서 최대 11%까지 상당히 높은 수준의 배당 수익을 기대할 수 있다. 이는 채권이나 예금 등에 비해 공격적이지만, 주식시장에서는 상대적으로 보수적인 투자자들에게 매력적으로 다가간다.

동사는 금리의 영향이 크다

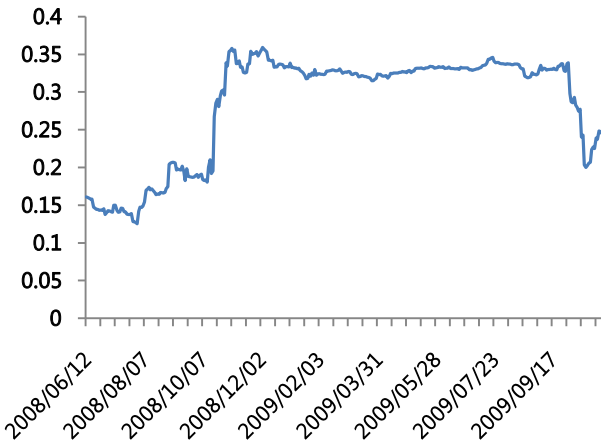
이러한 이유로 동사는 위험 5등급 중 4등급에 해당한다. 이는 채권형 펀드의 위험등급과 같은 것으로, 동사의 라이벌은 타 기업이 아닌 채권이나 예금, 적금 등이라 할 수 있다. 이들과의 관계는 뒤에서 자세히 다루도록 하겠다.

그림 2. 코스피 지수와 비교한 맥쿼리인프라의 주가 흐름



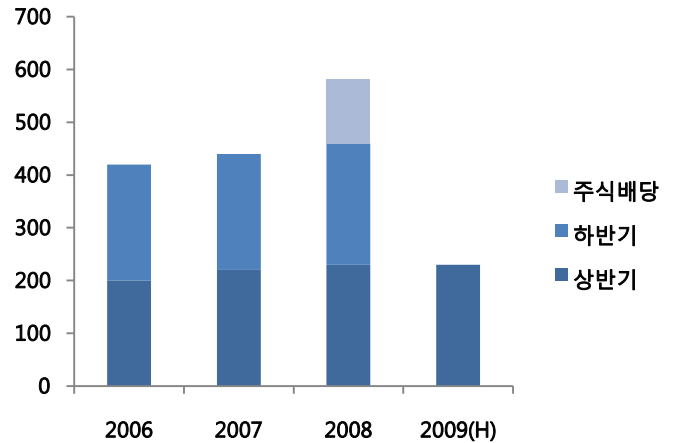
출처: 키움증권

차트 8. 맥쿼리인프라의 일별 베타 추이



출처: SMIC research team 3

차트 9. 맥쿼리인프라의 배당수익 (단위: 원)



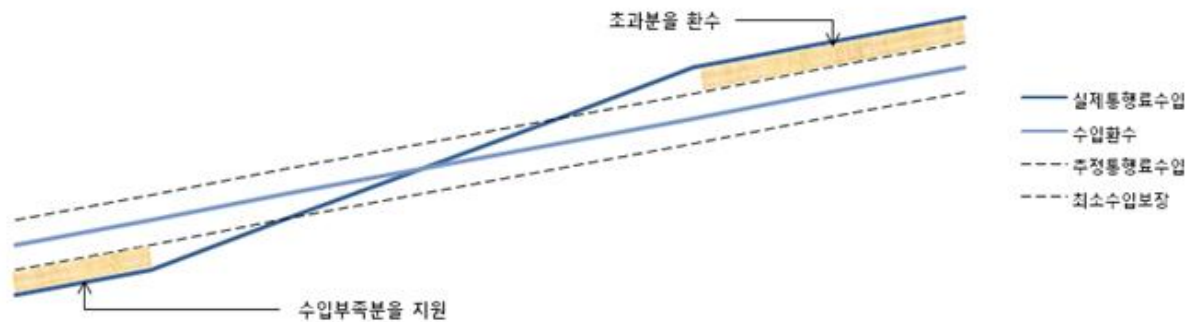
출처: 맥쿼리인프라, SMIC research team 3

2. 배당을 예측 가능하게 하는 안정성

정부의 수입보장과 꾸준한 배당정책은 동사의 기대 이익에 안정성을 제공한다

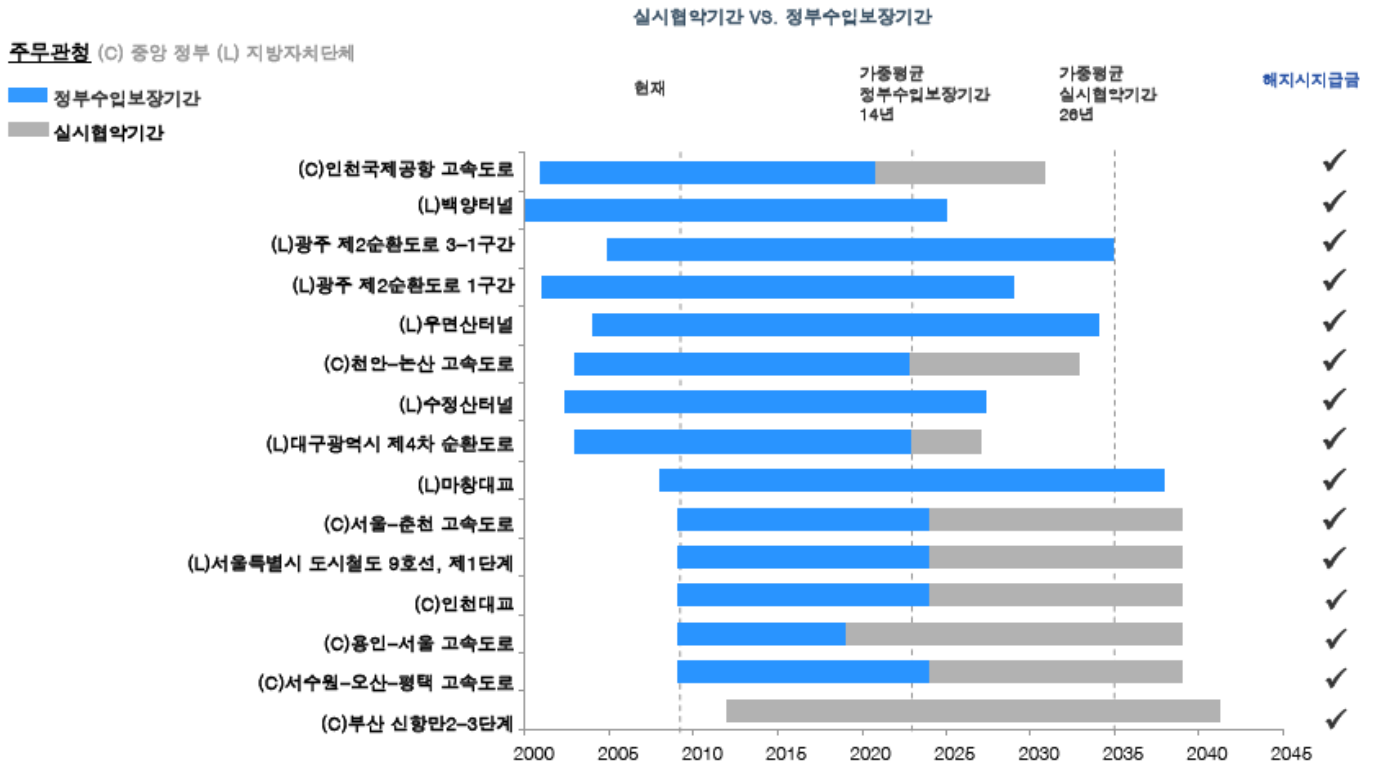
동사의 또 하나의 매력은 앞에서 언급한 배당 수익률을 꾸준히 유지할 수 있다는 것이다. 이렇게 꾸준한 배당을 할 수 있는 원동력은 1) 정부의 '최소수입보장'이다. 각 투자 자산 예측통행료 수입의 80% 이상을 정부가 보장하는 것으로, 실제 수입이 이에 미달될 경우에는 정부가 계약한 선까지 수입을 보전해주는 형식이다. 이 대신 예측통행료 수입의 일정 수준을 넘으면, 수익을 회수하게 된다. 그러나 예측통행료에 절반 수준에서 실제통행료가 이루어지는 현재의 관례를 볼 때, 동사의 수익은 각 도로의 최소수입 보장 선에서 결정될 확률이 가장 높다. 또한 이러한 최소수입보장은 물가에 연동되어 결정되기 때문에, 수익의 안정성을 보장해 준다. 이러한 이유로 동사의 기대 이익은 상당히 정확한 수준에서 예측이 가능하며, 투자자에게 배당을 주는 것을 최종 목표로 하는 펀드의 운영방침으로 2) 지속적으로 100%에 가까운 배당성향을 보여주고 있다.

그림 3. 정부의 최소수입보장



출처: 맥쿼리인프라, SMIC research team 3

그림 4. 각 자산 별 최소수입보장 구간



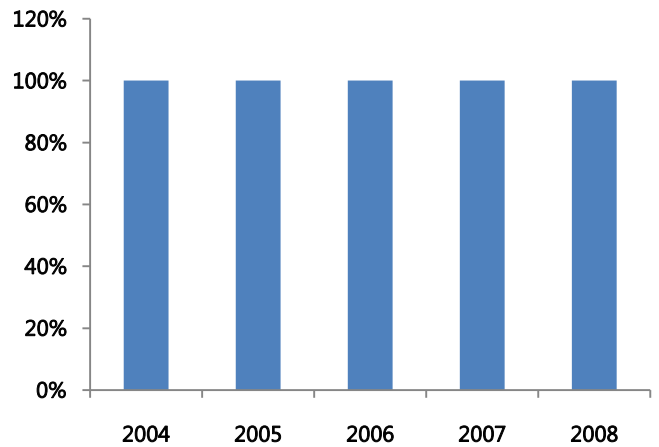
출처: 맥쿼리인프라

그림 5. 펀드의 운영 방침

자산의 수익률이 적시 상환에 따라, 적시금 투자자에게 이익분배 조건/그리고 이익초과분배를 결의하고 지급할 수 있게 되어 있습니다. 이익초과분배는 해당 회계기간중 회계초과하여 주주들에게 지급되는 분배금입니다. 그러한 이익초과분배는 회사가 보유하고 현금이나, 대출금에 대한 원금회수분 및 자금재조달 (refinancing)을 통해 유입된 자금재원으로 할 수 있습니다.

회사는 국내 법인세법상 과세대상이익으로부터 배당소득공제를 지속적으로 부여받기 주주들에게 회계상이익의 100%를 매 6개월마다 (반기) 분배를 선언하고 지급할 계획

차트 10. 맥쿼리인프라의 배당 성향



출처: 투자설명서

출처: 맥쿼리인프라, SMIC research team 3

3. 세제 혜택

법인세에 대한 소득공제 혜택을 받고있다

또한 1) 간접투자자산운용법(이하 간투법)에 의해 90% 이상을 배당할 경우 법인세에 대한 소득공제 혜택이 가능하기 때문에, 투자 수익의 대부분을 배당하는 동사의 경우 투자의 효율이 다른 펀드에 비해 상대적으로 높아진다. 이는 주주들에게 배당할 수 있

는 이익이 더 커진다는 것을 의미한다.

배당소득에 대해 저율과세 및 분리과세 혜택을 받을 수 있다

또한 2) 개인투자자의 경우 배당소득에 대해서는 저율과세 및 분리과세 혜택이 주어진다. 이는 점도 매력적이다(조세특례제한법 제 91조 4 '사회기반시설투자회사 주식의 배당소득에 대한 관세특례'에 의거). 즉 투자금액 1억원 미만 투자자의 배당소득에 대해서는 저율(2009년 5.5%, 2010년 6.6%)로 과세하고 1억원을 초과하는 보유주식 부분의 배당소득에 대해서만 15.4%의 세율을 적용하며, 금융소득 4,000만원 이상인 경우 종합소득과세를 하도록 되어 있으나 동사로부터 받는 배당금의 경우 분리과세 혜택을 볼 수 있게 하였다.

표 3. 저율과세 및 분리과세 적용시 배당소득 과세율

	투자금액	배당소득세	주민세	총 과세율
1억원 + a	1억원까지	5%	배당소득세액의 10%	5.50%
	a	14%	배당소득세액의 11%	15.40%

출처: 맥쿼리인프라, SMIC research team 3

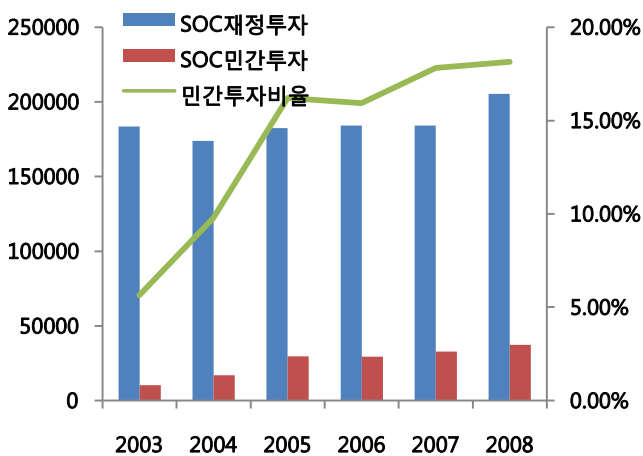
4. 커져가는 시장

민간투자시장은 꾸준히 성장하고 있다

게다가 동사가 투자할 수 있는 대상도 증가하고 있다. 사회간접자본(SOC)에 대한 투자가 향후 지속적으로 증가할 것으로 예상되며, 이 시장에서 민간자본의 비중 역시 꾸준한 상승세를 보이고 있기 때문이다. 투자 필요성이 증대되는 이유는 1) (국토의 크기를 감안한다 하더라도) 타 OECD 국가에 비해 상당히 낮은 도로연장 수준과 2) 높은 교통혼잡비용, 3) 동북아 물류허브를 꿈꾸는 정부의 중장기 목표 등과 관련이 있다. 또한 이러한 과정에 있어서 민간자본을 유치하려는 정부의 노력이 지속되고 있어, 향후 동사의 투자를 필요로 하는 사업이 증가할 것으로 예상된다.

차트 11. 연도별 SOC 투자규모

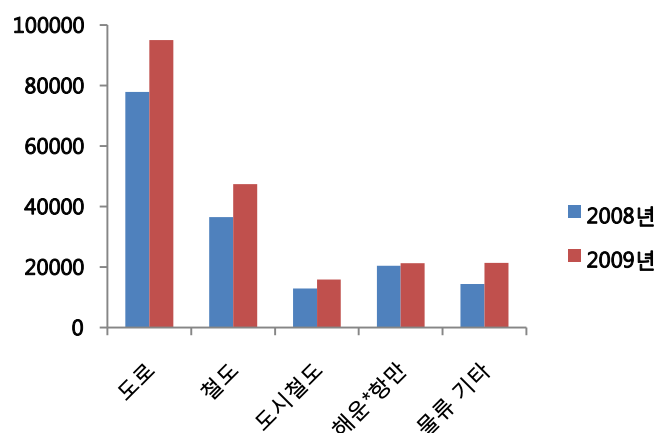
(단위: 억)



출처: 기획예산처, SMIC research team 3

차트 12. 각 SOC 별 사업규모

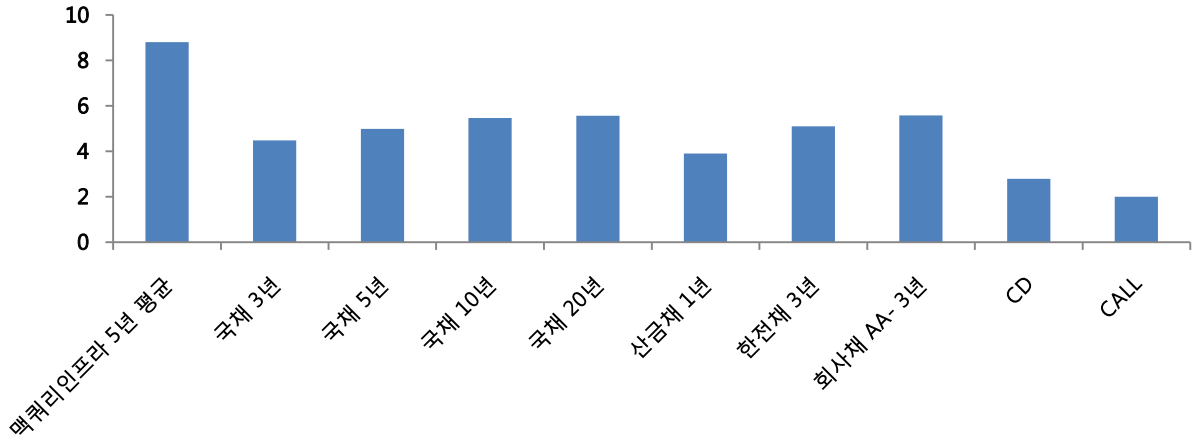
(단위: 억)



출처: 기획예산처, SMIC research team 3

Ⅲ. 정말 다른 투자자산보다 좋은가?

차트 13. 채권시장 대비 수익률 비교 (11월 5일 기준)



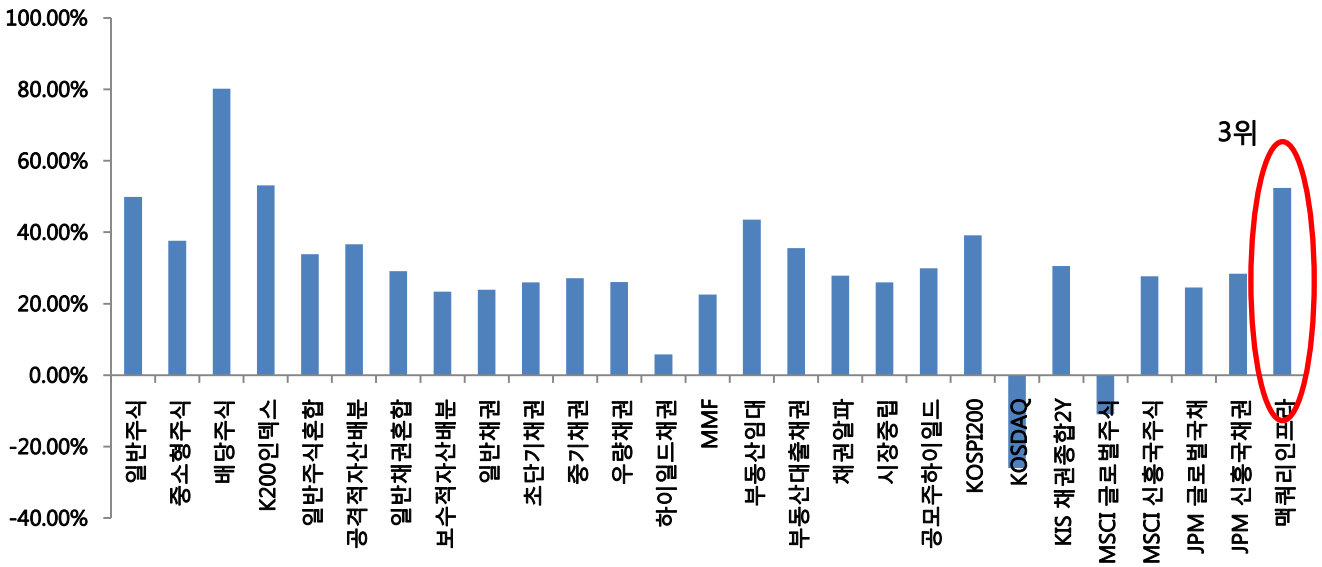
출처: 맥쿼리인프라, KOSCOM, SMIC research team 3

표 4. 각 펀드 대비 수익률 비교

대유형	소유형	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년
주식형	일반주식	5.46%	63.72%	0.96%	41.99%	-39.44%
	중소형주식	-0.58%	76.86%	-2.99%	30.33%	-38.11%
	배당주식	26.31%	56.53%	4.26%	37.66%	-36.51%
	K200 인덱스	11.76%	54.85%	6.83%	33.36%	-37.90%
주식 혼합형	일반주식혼합	4.14%	28.91%	2.80%	21.19%	-19.97%
	공격적자산배분	4.98%	21.79%	6.29%	22.89%	-18.20%
채권 혼합형	일반채권혼합	4.95%	15.27%	3.35%	12.76%	-8.44%
	보수적자산배분	5.82%	10.27%	5.06%	11.81%	-10.02%
채권형	일반채권	6.30%	2.21%	4.94%	3.86%	4.61%
	초단기채권	4.94%	2.70%	4.47%	5.02%	6.56%
	중기채권	8.43%	-1.45%	5.28%	2.06%	10.73%
	우량채권	5.22%	1.46%	4.46%	3.60%	9.11%
	하이일드채권	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.78%
MMF	MMF	3.58%	3.19%	4.04%	4.66%	5.30%
부동산형	부동산임대	0.00%	0.00%	9.44%	17.35%	11.77%
	부동산대출채권	0.00%	7.67%	8.06%	7.66%	8.20%
절대수익 추구형	채권알파	4.83%	8.71%	3.58%	7.68%	0.57%
	시장중립	-0.84%	8.36%	2.27%	7.01%	7.13%
	공모주하이일드	6.27%	8.15%	4.13%	6.22%	2.20%
KOSPI200		9.54%	53.95%	4.49%	30.14%	-39.34%
KOSDAQ		-15.24%	84.52%	-13.63%	16.18%	-52.85%
KIS 채권종합 2Y		7.14%	2.44%	5.15%	3.82%	8.96%
MSCI 글로벌주식		9.74%	14.76%	14.40%	5.53%	-41.44%
MSCI 신흥국주식		12.90%	31.54%	25.58%	30.29%	-47.44%
JPM 글로벌국채		4.81%	3.67%	0.81%	3.91%	9.39%
JPM 신흥국채권		11.59%	10.73%	9.88%	6.18%	-10.97%
맥쿼리인프라		8.41%	10.81%	6.27%	6.49%	12.13%

출처: FundDoctor, SMIC research team 3

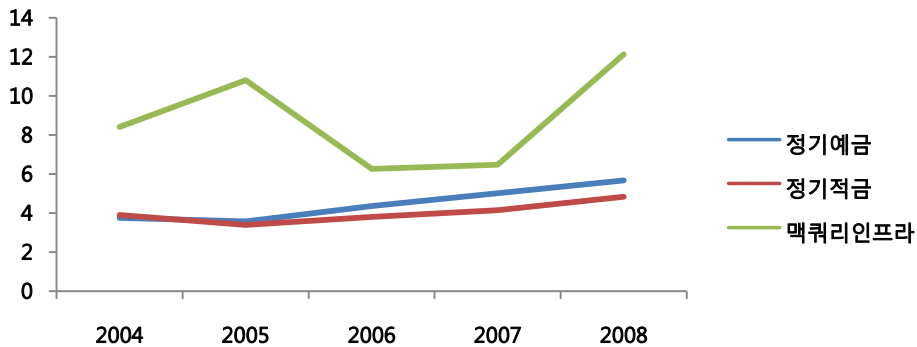
차트 14. 2004-2008년 누적 수익률



출처: SMIC research team 3

차트 15. 정기예금*적금 대비 수익률 비교

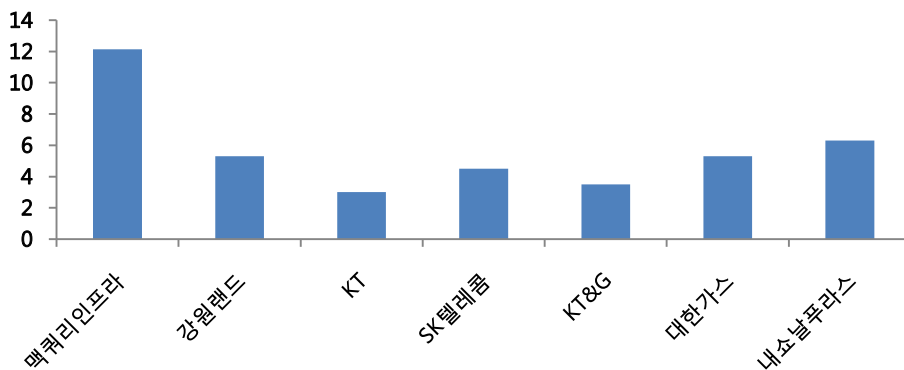
(단위: %)



출처: 맥쿼리인프라, 한국은행, SMIC research team 3

차트 16. 타 배당주 대비 수익률 비교 (2008년 기준)

(단위: %)



출처: 각 사 공시자료, SMIC research team 3

IV. 위험요소는?

1. 금리 인상

금리가 인상되면 동사의 투자 매력은 상대적으로 하락한다

금리가 인상되면 동사에게 크게 두 가지의 영향을 미친다. 금리가 상승함에 따라 할인율이 증가하여 1) 동사의 가치가 하락하며, 이와는 반대로 경쟁 관계에 있는 채권, 예금, 적금 등의 절대 수익률이 상승하여, 2) 상대적으로 투자 매력도가 감소한다. 기대 배당 수익의 할인율에 따른 기업가치의 변화는 다음 Valuation에서 스프레드로 나타내도록 하겠다. 한편 금리에 비해 물가 상승의 리스크는 적다고 판단되며, 그 이유는 정부의 최소수입보장이 물가에 연동되어 조정되기 때문이다.

2. 정부 지원 축소

정부의 지원이 축소된다는 이야기가 있으나 그 영향은 크지 않다

민간자본 SOC사업에 대한 과도한 지원 및 특혜 논란에 따라, 정부의 지원 축소가 이야기되고 있다. 그러나 최근 경기 침체로 인해, 민간자본을 유치하기 위해 과거 이상의 혜택을 주고 있는 것이 현실이다. 단, 이전과 같은 최소수입보장 기간은 줄어들고, 특별용자나 보증, 유동성 공급 등을 통해 민간자본의 활성화를 노리고 있다. 따라서 동사가 향후 투자하는 자산들에서 과거와 같은 높은 수준의 수익을 보장받기는 어려울 것으로 보인다. 그러나 이미 계약을 체결한 기존의 자산들에서는 영향이 미미하여, 기업가치에 영향을 주지는 못할 것으로 판단된다. 다음의 Valuation에서는 보수적으로 지금까지의 자산에서 투자활동을 멈춘다고 가정하였다. 5-8년 정도로 회수되는 채권을 감안할 때, 현재 전체 자산의 약 63.3%를 차지하는 채권이 곧 현금으로 유입될 것으로, 추가 투자 활동 또는 배당이 이루어질 것으로 예상된다. 따라서 기대 수익은 본 리서치 팀에서 예측한 수준 이상이 될 것으로 보인다.

3. 2009년 완공된 SOC

예상 수입액의 50%달성 여부가 중요하다.

동사의 투자 아래 2009년 7월에 개통된 서울~용인고속도로, 서울~춘천고속도로, 지하철 9호선(METRO 9)은 정부와의 최소수입보장 기준이 다른 자산들과는 약간 다르다. 타 자산들이 조건 없이 최소수입보장을 받지만 위 3개의 신규개통 자산의 경우 예상수입의 50%를 넘지 못하면 아예 정부지원을 받지 못하는 것이다. 따라서 신규개통 자산의 실제 통행 실적은 MKIF의 중단기적 자본관리에 중대한 영향을 미칠 것이다.

1) 서울-용인고속도로

고속도로 주변의 신도시 입주가 완료되면 50% 이상 수입달성이 확실하다

용인-서울 고속도로는 경부 고속도로에서 수원과 서울 외각구간 사이의 심각한 교통체증을 완화시키기 위해 건설된 대체도로이다. 총 연장 22.9 km의 왕복 4~6차선 고속도로로, 용인시 영덕리부터 서울시 세곡동까지 연결하는 6개의 교량, 10개의 터널과 6개의 인터체인지를 포함하고 있다. 2009년 7월 1일부터 운영되기 시작했으며

운영 개시일부터 3분기말까지의 일평균 통행량은 32,953 대로, 실시협약의 예측통행량의 44% 수준이다. 이는 최소수입보장인 50%에 못 미치는 수치이다. 개통직후 통행량이 낮았던 이유는 대체로 도로주변 신도시 개발 지연에 따른 영향 때문이다. 하지만 일평균 통행량이 7월 25,218대, 8월 33,003대, 9월 40,892대로 가파른 속도로 통행량이 증가하고 있다. 이런 추세는 용인-서울 고속도로 주변의 흥덕지구, 광고신도시, 성북지구, 신봉지구, 서판교 신도시 등의 입주가 완료됨에 따라 출퇴근 차량 통행량이 점점 증가할 것으로 보인다. .

2) 서울-춘천고속도로

서울과 강원도를 40분 만에 연결하여 교류가 활발해진다

서울-춘천고속도로는 총 연장 61.4km의 왕복 4~6차선 고속도로로, 서울과 춘천을 연결하는 직접도로이다. 본 고속도로는 경기도를 거쳐 서울의 동측구간에서 춘천까지 연결되는 도로로서, 인접지역 고속도로의 주말 교통체증을 완화하기 위해 생긴 대체도로이다. 이 도로를 이용하면 서울에서 춘천까지 40분만에 갈 수 있다. 일평균 통행량은 7월 31,779대, 8월 38,058대, 9월 26,346대로 교통수요가 집중된 7~8월에 큰 폭의 증가를 보였다. 이는 서울~춘천고속도로의 특성을 잘 보여주는데, 서울권 주민들이 강원도의 자연과 지방음식문화, 관광, 레저 생활(산행, 스키, 수상스키, 골프 등) 등의 여가생활을 즐기는 데에 있어 이 도로를 많이 사용한다는 뜻이다. 이러한 양상은 접근성 향상으로 인한 강원권의 관광자원 활성화 계획, 수도권 기업의 유치에 의한 강원도 지역 경제 발전 더불어 더욱 뚜렷해질 것으로 보인다. 또한 올해 착공예정인 춘천양양 구간이 완성되면 서울 강동에서 강원도 양양까지 연결되어 서울과 강원도 사이의 교통 편의성은 더욱 높아질 전망이다며 교통량은 그에 맞춰 증가할 것으로 보인다. 이미 3분기 운영 실적이 실시협약의 예측 통행량의 70%수준인데 위에서 언급한 상황을 고려한다면 50%이상의 수입달성에는 문제가 없을 것이다.

그림 6. 용인-서울 고속도로



출처: 맥쿼리인프라

그림 7. 서울-춘천 고속도로



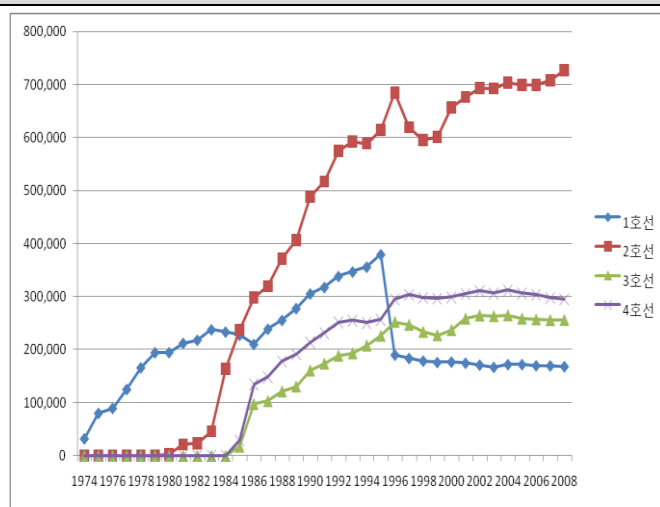
출처: 맥쿼리인프라

김포공항과 서울의 주
거, 상업 중심지역을 연
결해준다

3) 지하철 9호선

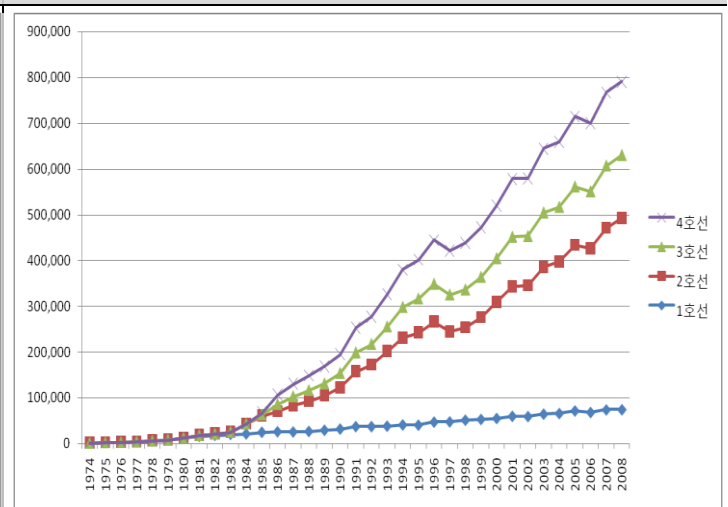
서울특별시 도시철도 9호선, 1단계는 6개의 환승역을 포함하여 25개의 역사를 운행하는 총 25.5km의 지하철 노선으로, 김포공항과 여의도, 반포, 강남 등 서울의 주요 상업지역 및 거주지역을 연결하고 있다. 2009년 7월 24일부터 유료 운영을 개시하였으며, 운영 개시일로부터, 3분기말까지 일평균 승차인원은 130,687 명으로, 실시협약의 예측승차인원 79% 수준이다. 일평균 순승차 인원은 8월 123,569명, 9월 138,153명으로 증가세를 보였다. 사실 이 9호선의 실시협약에는 개통 후 2년 동안은 예상운임대비 실제 운임실적이 50%가 안되더라도 정부수입보장을 지급하기로 되어있다. 따라서 지하철 9호선은 2년 안에 안정적으로 자리를 잡는다면 지속적인 수입 보장이 가능하다. 아래 차트 17, 18을 살펴보면 이용 승객수는 지하철 개통 초반에는 폭발적인 상승세를 보이다가 시간이 지나면 그 증감이 어느 정도 일정해지는 구간이 생긴다. 하지만 이용금액을 살펴보면 계속해서 증가하는 추세인 것을 볼 수 있다. 이는 지하철 노선의 건설 후 성숙기에 접어들어 이용 승객수가 증가하지 않더라도 물가상승에 따른 지하철 요금 상승에 의해 그 수입이 늘기 때문이다. 지하철 9호선도 이와 비슷한 양상을 보인다고 가정하면 도입 후 몇 년 동안은 폭발적인 성장세를 보일 것이다. 3분기 실적에서 이미 예상승차인원의 79%를 달성했기 때문에 앞으로 최소수입보장이상의 수입을 달성할 것으로 보인다.

차트17. 서울메트로(1~4호선) 이용 승객 수 (천명)



출처: 서울메트로, SMIC research team 3

차트18. 서울메트로(1~4호선) 수입현황 (천만원)



출처: 서울메트로, SMIC research team 3

V. Valuation

배당예상액을 통한 기대 수익률 예측

동사의 매출액은 크게 두 가지로 이루어진다. 채권에서 오는 이자수익과 지분증권에서 오는 배당수익이다. 동사가 보유하고 있는 선순위채권 및 후순위채권의 경우 모든 자산이 향후 7년 내에는 상환예정이 없기 때문에 이자수익이 거의 확정적이다. 각 자산의 수익성이 확보되는 3-7년부터 배당이 이루어지는 인프라 자산들의 특징을 반영해, 신규 자산에서의 배당수입은 7년간 0으로 가정하였다.

이와 같은 과정을 통해 계산된 동사의 예상 총 운용수익은 다음과 같으며,

(단위: 천 원)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
총 운용수익	210529949.7	205963101.4	211913868.1	219776271.6	230640633.7	244064062.7	241700023.4

구체적인 세부 항목은 다음과 같다.

(단위: 천 원)

			2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
후순위 채권	서울-춘천 고속도로	대출원금	87450000	87450000	87450000	87450000	87450000	87450000	87450000
		이자율	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
		이자수익	9619500	9619500	9619500	9619500	9619500	9619500	9619500
	서울특별시도시철도 9호선, 1단계	대출원금	33460000	33460000	33460000	33460000	33460000	33460000	33460000
		이자율	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
		이자수익	5019000	5019000	5019000	5019000	5019000	5019000	5019000
	인천대교	대출원금	63789203	63789203	63789203	63789203	63789203	63789203	63789203
		이자율	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
		이자수익	7654704.36	7654704.36	7654704.36	7654704.36	7654704.36	7654704.36	7654704.36
	용인-서울 고속도로	대출원금	45555000	45555000	45555000	45555000	45555000	45555000	45555000
		이자율	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
		이자수익	6833250	6833250	6833250	6833250	6833250	6833250	6833250
	서수원-오산-평택 고속도로 3	대출원금	72400000	72400000	72400000	72400000	72400000	72400000	72400000
		이자율	0.13	0.13	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15
		이자수익	9412000	9412000	9412000	10860000	10860000	10860000	10860000
	부산 신항만 2-3 단계	대출원금	60022000	60022000	60022000	60022000	60022000	60022000	60022000
		이자율	0.1	0.1	0.1	0.12	0.12	0.12	0.12
		이자수익	6002200	6002200	6002200	7202640	7202640	7202640	7202640
	마창대교	대출원금	51254319	51254319	51254319	51254319	51254319	51254319	51254319
		이자율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		이자수익	10250863.8	10250863.8	10250863.8	10250863.8	10250863.8	10250863.8	10250863.8
	대구광역시 제 4차 순환도로	대출원금	32045000	32045000	32045000	32045000	32045000	32045000	32045000
		이자율	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
		이자수익	5447650	5447650	5447650	5447650	5447650	5447650	5447650

선순위 채권	수정산터널	대출원금	19260587	19260587	19260587	19260587	19260587	19260587	19260587
		이자율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		이자수익	3852117.4	3852117.4	3852117.4	3852117.4	3852117.4	3852117.4	3852117.4
	천안-논산 고속도로	대출원금	182250000	182250000	182250000	182250000	182250000	182250000	182250000
		이자율	0.16	0.16	0.16	0.16	0.2	0.2	0.2
		이자수익	29160000	29160000	29160000	29160000	36450000	36450000	36450000
	우면산터널	대출원금	9600000	9600000	9600000	9600000	9600000	9600000	9600000
		이자율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		이자수익	1920000	1920000	1920000	1920000	1920000	1920000	1920000
	인천국제공항 고속도로	대출원금	51670400	51670400	51670400	51670400	51670400	51670400	51670400
		이자율	0.139	0.139	0.139	0.139	0.139	0.139	0.139
		이자수익	7182185.6	7182185.6	7182185.6	7182185.6	7182185.6	7182185.6	7182185.6
	광주 제 2 순환도로, 1 구간	대출원금	31950000	31950000	31950000	31950000	31950000	31950000	31950000
		이자율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		이자수익	6390000	6390000	6390000	6390000	6390000	6390000	6390000
	수익			108743471.2	108743471	108743471	111391911	118681911	118681911
	백양터널	대출원금	124408000	124594612	124781503.9	124968676.2	125156129.2	125343863.4	125531879.2
		이자율	0.1485	0.1485	0.1485	0.1485	0.1485	0.1485	0.1485
이자수익		18474588	18502299.8	18530053.3	18557848.4	18585685.1	18613563.7	18641484.0	
수정산터널		대출원금	70151250	63136125	56121000	70151251	63136126	56121001	70151252
		이자율	0.085	0.085	0.085	0.085	0.085	0.085	0.085
		이자수익	5962856.25	5366570.6	4770285	5962856.3	5366570.7	4770285.0	5962856.4
광주 순환도로		대출원금	142000000	142000000	142000000	142000000	142000000	142000000	142000000
		이자율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
		이자수익	14200000	14200000	14200000	14200000	14200000	14200000	14200000
	대출원금	73354846	73354846	66019361	58683876	51348391	44012906	36677421	
이자율	0.0785	0.0785	0.0785	0.0785	0.0785	0.0785	0.0785		
이자수익	5758355.4	5758355.4	5182519.8	4606684.2	4030848.6	3455013.1	2879177.5		
수익			44395799	43827225	42682858	43327389	42183104	41038861	

(단위: 천 원)

광주순환 1	5720600	6720200	7719800	8433800	9147800	19933200	10718600
광주순환 3-1	492375	752250	1012125	1272000	1427925	1531875	1635825
수정산터널	2340833.48	2340833.48	4123874.6	4123874.6	4123874.6	4123874.6	4123874.6
백양터널	-1874000	-1517760	-1154395.2	-783763.104	-405718.3661	-20112.7334	373205.0119
인천국제공항	22334434	9979810	10916818	11767066	12912298	13970770	15063946
천안-논산	17946360	22504740	24763020	26770380	28735920	30617820	32583360
우면산터널	4723236	6605136	6805872	7006608	7207344	7408080	9540900
대구 4 차순환	3832840.4	4489434.8	5146029.2	5683242.8	6220456.4	6757670	7294883.6
마창대교	-14676000	-14121600	-13628800	-13074400	-12396800	-11904000	-11349600
** 기타 자산에서의 지분수익은 0 으로 계산하였다 **							

비용은 운용수수료, 성과수수료, 이자비용, 기타비용으로 나뉜다. 운용수수료는 운용자산 규모가 크게 변하지 않을 예정이므로 크게 변하지 않는다고 가정하였으며, 성과수수료는 운용사와 체결한 성과수수료율을 적용하였다. 이자비용은 30% 이상의 부채비율을 넘기지 않는다는 운용 규칙에 근거해 현재의 이자비용을 지속적으로 가정하였으며, 실제로 이자율을 낮추는 리파이낸싱을 수행하고 있는 것으로 볼 때 보수적이라 평가할 수 있다. 기타비용은 이전의 평균 비용 이상을 가정하였다.

(단위: 천 원)

운용수수료	23188000	23188000	23188000	23188000	23188000	23188000	23188000
성과수수료	8508683.524	7595313.856	8785467.21	10357947.9	12530820.33	15215506.12	14742698.26
이자비용	22532000	23532000	23532000	23532000	23532000	23532000	23532000
기타비용	5000000	7000000	5000000	7000000	5000000	7000000	5000000

이를 통해 예측한 향후 7년 간의 순이익은 다음과 같으며,

순이익	151301266.2	144647787.5	151408400.9	155698323.7	166389813.4	175128556.6	175237325.1
-----	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

기대 배당액과 배당수익률은 다음과 같다.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
배당액	467.7151404	447.1473501	468.0463243	481.3076926	514.3581208	541.3720551	541.7082897
배당수익률	9.35%	8.94%	9.36%	9.63%	10.29%	10.83%	10.83%

올해 동사에 투자한다면 연평균 9.89%의 수익률이 예상되며, 앞에서 리서치 한 결과와 마찬가지로 안정적인 수익이 예상되는 것을 알 수 있다.

적정주가 산정

동사가 배당금과 이자수익을 기대하고 있는 투자자산들은 모두 도로, 항만, 지하철이다. 대부분의 자산이 정부의 정률 보상을 받고 있어 수익 예상이 용이하고, 도로와 지하철 같은 SOC의 특성상 비용도 예측이 가능해 동사가 얻을 수 있는 배당금 수익을 산출할 수 있다. 또한 채권에서 발생하는 이자수익도 예측 가능해 맥쿼리 인프라의 모든 비용만 산출할 수 있다면 펀드 종료시점까지의 당기순이익을 구할 수 있다. 게다가 배당성향이 100%인 것을 감안하면 DDM(Discounted Dividend Model)의 방식으로 적정주가의 계산이 가능하다.

WACC의 산출

자기자본 비용은 6.25로 한국시장 프리미엄 7.31%, 국채수익률 4.46%, 베타 0.2454를 이용하여 산출하였다.

WACC은 6.14%로 한계 차입비용으로 사용할 동사의 신용도인 AA-채권수익률 5.58%와 자기자본비용을 가중 평균하여 산출하였고, 동사는 간접 투자법에 따라 운용되고 있어 세법상 배당가능 이익의 100%를 배당하고 있기 때문에 법인세 비용이 발생하지 않는다.

영업비용, 영업 외 비용

영업비용은 운용수수료, 성과수수료를 반영하였고, 영업 외 비용의 현재가치는 동사가

약정 내 최대 대출금액인 5,000억의 현재가치를 차감해준 것이다.

(단위:백만원)	배당금과 채권, 이자율의 현재가치
광주 제 2 순환도로 1 구간	409,714
광주 제 2 순환도로 3-1 구간	163,523
수정산 터널	213,814
백양터널	44,015
인천국제공항 고속도로	341,345
천안논산 고속도로	840,922
우면산 터널	44,758
대구 동부 4 차 순환도로	158,901
마창대교	177,728
서울춘천 고속도로	198,251
METRO9	107,443
용인서울 고속도로	126,729
인천대교	194,925
서수원-오산-평택 고속도로	78,266
부산 신항만 2-3 단계	100,587
예상 현재가치의 합	3,200,921
영업비용의 현재가치	515,667
영업외비용의 현재가치	500,000
이익잉여금	109,297
전체 가능 배당액의 가치	2,294,551
희석유통주식수	323,490,204
적정주가(원)	7,093
현재주가(원)	5,110
자본이득안전마진(%)	38.81%

Appendix

대차대조표	2008	2007	2006	2005
자산				
운용자산				
현금및현금성자산	182,411,903	83,529,392	131,744,049	172,074,321
대출금	1,144,655,688	1,070,291,315	923,653,801	714,865,607
지분증권	602,553,300	473,504,141	421,074,231	274,583,705
채무증권		41,167,966	38,230,118	44,954,208
기타유가증권			149,926,019	70,945,682
	1,929,620,891	1,668,492,81	1,671,352,308	1,270,699,433
기타자산				
미수이자	160,031,079	148,289,652	92,085,723	55,271,995
미수금	2,427,455	54,808	927,233	815,529
선급비용	7,752,226	8,153,344	7,462,467	8,500,040
	170,210,760	156,497,804	100,475,423	64,587,564
자산총계	2,099,831,651	1,824,990,618	1,771,827,731	1,335,286,997
부채및자본				
부채				
미지급금	9,605,635	121,258	826,245	14,910,216
미지급운용수수료	5,974,591	8,138,823	7,331,842	4,174,003
미지급성과수수료				1,265,049
기타부채	2,900,647	1,023,517	399,948	2,687,881
장기차입금	113,008,618	340,523,026		
부채총계	359,003,899	122,292,216	8,558,035	23,037,149
자본				
자본금	1,631,530,557	1,652,985,097	1,757,635,947	1,258,699,893
이익잉여금	109,297,195	49,713,305	5,633,749	53,549,955
자본총계	1,740,827,752	1,702,698,402	1,763,269,696	1,312,249,848
부채및자본총계	2,099,831,651	1,824,990,618	1,771,827,731	1,335,286,997

손익계산서	2008	2007	2006	2005
운용수익				
이자수익	154,387,607	140,363,418	125,029,668	87,494,366
수수료수익	2,895,000	875,000	961,950	7,650,726
배당수익	9,842,462	482,000	6,958,152	
운용자산매매차익	79,399,902			
지분증권매매차익				23,544,139
채무증권평가차익	-2,921,659	-3,786,242	6,724,090	-1,883,003
기타운용수익	821,149	3,185,704	1,491,820	-37,451
	235,063,999	150,480,342	141,165,680	116,768,777
운용비용				
운용수수료	27,835,500	32,139,364	26,436,493	17,100,634
자산보관수수료	387,173	513,35	533,496	434,728
판매수수료				77,246
사무관리수수료	301,863	299,455	291,281	357,556
지급수수료				
성과수수료		27,341,394	103,165,697	2,738,115
이자비용	16,235,49	1,721,716		966,788
기타운용비용	6,604,027	6,433,764	5,104,964	1,093,583
	51,364,057	68,449,044	135,531,931	22,768,650
당기순이익	183,699,942	82,031,298	5,633,749	94,000,127
주당순이익	568 원	254 원	18 원	516 원

	2008	2007	2006	2005
자산운용활동현금흐름				
자산운용활동현금유입액	97,102,233	386,126,607	313,852,487	352,794,496
기타유가증권의 처분			219,953,769	
지분증권의 처분				161,138,385
투자예치금및 선급비용회수			1,546,000	129,801,923
이자수익	80,325,211	101,540,741	83,394,344	55,002,124
배당수익	9,842,462	482,000	961,950	6,852,064
수수료수익	1,686,404	2,895,000	6,958,152	
대출금의 회수	1,798,750	-	-	-
기타운용수익	3,449,406	890,018	1,038,272	
투자자산의 처분	-	280,318,848		
자산운용활동 현금유출액	-264,640,317	-355,673,504	-799,610,658	-676,193,030
지분증권의 취득	-51,818,145	-118,660,750	-159,931,312	-480,677,509
대출금의 지급	-144,613,485	-195,824,340	-206,538,146	-102,664,587
선급비용의 지급	-3,554,312	-2,462,641	-4,392,291	-2,132,139
기타유가증권의 취득			-298,955,975	-71,000,000
운용수수료의 지급	-31,332,383	-29,999,731	-23,278,654	-13,145,837
성과수수료의 지급	-27,341,394	-	-104,430,746	-1,473,066
자산보관수수료의 지급	-517,185	-428,102	-520,161	-388,088
판매수수료의 지급			-10533	-81,873
사무관리수수료의 지급	-301,691	-300,351	-305,016	-333,725
이자비용의 지급	-	-765,617		-971,759
기타운용비용의 지급	-5,161,722	-7,231,972	-1,247,824	-3,324,447
자산운용활동으로인한 현금 유입액	-167,538,084	30,453,103	-485,758,171	-323,398,534
재무활동 현금흐름				
주식의 발행			582,489,855	489,316,177
차입금의 상환	-266,903	-100,000,000		
신주발행비의 지급	112,000,000	-	-18,813,960	
차입금의 차입	-142,335,689	314,000,000		2,995,032
차입금의 상환				-17,815,262
분배금의 지급	-30,602,592	-145,570,592	-118,247,996	-68,120,496
재무활동으로 인한 현금유입액	-198,140,676	68,429,408	445,427,899	406,375,451
현금의 증가	281,670,068	98,882,511	-40,330,272	82,976,917
기초의 현금및예치금	83,529,392	83,529,392	172,074,321	89,097,404
기말의 현금및예치금	386,126,607	182,411,903	131,744,049	172,074,321

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.