

건설 (OVERWEIGHT)

2015.09.17

저금리 시대, 상장 리츠 & 인프라 펀드의 재조명



김세련
3777-8050
sally.kim@kbsec.co.kr

- ✓ 기준금리 1.50% 시대, 대체투자로 몰리는 자금의 증가
- ✓ 직접투자의 진입장벽을 낮추고 리스크를 분산시키는 간접투자 시장
- ✓ 배당수익률 5~6% 수준의 매력적인 상장 리츠, 인프라 펀드

Recommendations 기준일: 2015년 09월 16일

| | |
|------------------------|-----------------|
| 맥쿼리인프라 (088980) | 투자의견: BUY |
| 현재주가: 7,900원 | 목표주가: 9,500원 |
| 케이타리츠 (145270) | 투자의견: Not Rated |
| 현재주가: 5,900원 | 목표주가: N/A |

▶ **초저금리시대: 투자처를 잃은 자금을, 대체투자 시장으로 눈을 돌리다**

기준금리가 1.50%까지 내려가면서 투자자들은 yield를 조금이라도 더 얻기 위한 고민이 많아졌다. 투자처를 잃은 단기부동자금의 증가 추세도 가파르다. 이러한 실정이다 보니 과거에 비해 대체투자 시장의 성장 속도가 빨라졌다. 국민연금의 포트폴리오에서도 대체투자 비중은 10%까지 육박하게 되었다. 부동산, 인프라 등 실물자산에 직접 투자하는 경우도 증가하고 있다.

▶ **직접투자의 대안, 상장 고배당 REITs & 인프라 펀드에 주목**

최경환 경제부총리의 초이노믹스 효과에 힘입어 부동산 경기 호조에 따라 상업용 부동산 시장 분위기도 긍정적으로 돌아섰다. 민간SOC 투자도 활발해졌다. 그러나 아직 부동산, 인프라시설에 직접투자한 경험이 없는 자금의 경우는 직접투자에 진입하기가 쉽지 않다. 이에 간접투자인 리츠 (Real Estate Investment Trust, REITs) 상품이나 인프라 펀드에 대한 관심이 증가하고 있다. 투자자들은 간접투자를 통해 적은 돈으로 부동산과 인프라 자산 여러 개에 분산투자하는 효과를 누릴 수 있다. 상장 리츠나 인프라펀드는 실물자산으로 벌어들인 수익을 높은 배당으로 투자자들에게 환원하고 있기 때문에 상장 리츠, 인프라 펀드는 시가배당률이 6%에 육박, 저금리 시대에 매력도가 더욱 부각되고 있다.

상장 유일 인프라펀드인 맥쿼리인프라, REITs 대장주인 케이타리츠 추천

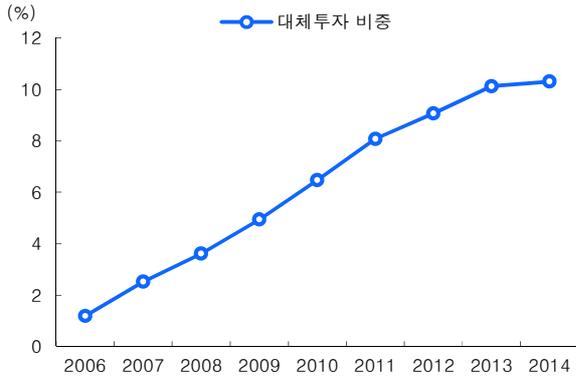
맥쿼리인프라는 인프라 핵심 자산 12개에 투자하는 국내 유일의 상장 인프라 펀드이다. 각 프로젝트별 가중평균 EBITDA 마진이 79%에 육박하고, 프로젝트 사업 성장기 진입에 따라 배당수익 증가도 기대된다. 케이타리츠는 자본금 270억원, 주요 상권에 빌딩 6개를 보유하여 연간 70억원의 운영수익을 창출하는 우량한 REITs이다. 두 종목은 공통적으로 1) Peer대비 높은 프로젝트 마진율을 보이고 있으며, 2) 배당수익률 5~6% 수준의 고배당이 지속될 것으로 보이고, 3) 신성장동력 보유로 향후 주가수익률 역시 기대할 만하다는 판단이다.

Contents

| | |
|---|-----------|
| I. Focus Charts | 4 |
| II. Executive Summary | 5 |
| 상장 리츠&인프라 펀드로 배당수익률 + 추가수익률 두마리 토끼를 잡자! | 5 |
| III. Investment Points | 6 |
| 1. 기준금리 1.50% 시대, 수익률을 찾아 대체투자로 몰리는 자금들 | 6 |
| 2. 리츠&인프라 펀드, 자산 간접투자로 리스크 분산 | 8 |
| 3. 배당수익률+추가수익률, 두 마리 토끼를 잡자 | 10 |
| Company analysis | 13 |
| 맥쿼리인프라 (088980) | 14 |
| 케이탈리츠 (145270) | 30 |

I. Focus Charts

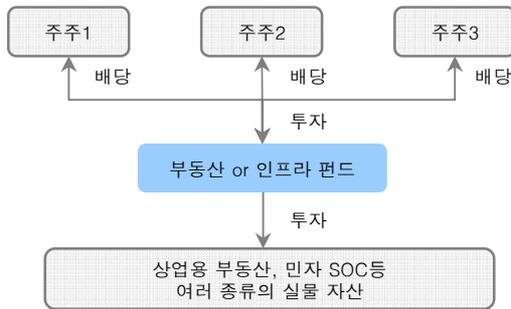
국민연금 포트폴리오에서 대체투자 비중이 점차 증가



자료: 국민연금, KB투자증권

- 기준금리 1.50% 시대, 투자처를 잃은 단기부동자금은 11% YoY로 빠르게 증가하고 있음
- 초저금리시대의 대안으로 대체투자 시장에 자금이 몰리고 있는 실정으로 판단됨
- 대표적으로 국민연금의 포트폴리오에서 대체투자 비중 추이만 보더라도 전체 포트폴리오에서 10%까지 비중이 확대됨
- 그밖에 부동산펀드, 특별자산펀드 등 대체투자 펀드의 규모도 점차 커지는 상황

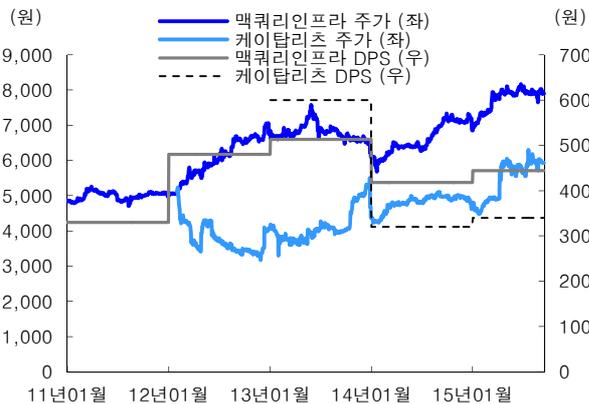
간접투자, 대체투자 진입장벽 낮추고 분산투자효과까지 기대



자료: KB투자증권

- 부동산이나 인프라 실물 자산에 투자하려면 초기에 많은 자금 소요가 필요하고, 투자기간도 길어 경험이 많지 않은 자금이 직접투자에 진입하기 쉽지 않음
- 간접투자의 경우는 비교적 적은 자금으로 실물 자산에 직접 투자하는 효과를 누릴 수 있으며, 자금 대비 여러 자산에 분산투자하는 효과가 있어 직접투자에 비해 리스크가 낮음

배당수익률+주가수익률 모두 기대되는 시점



자료: Fnguide, KB투자증권

- KOSPI 200의 배당수익률이 1.2% 수준인 반면, 상장 인프라 펀드인 맥쿼리인프라와 REITs 대장주인 케이탑리츠의 경우는 배당수익률이 5~6% 수준에 이릅니다. 일시적으로 배당 재원이 증가한 시기에는 배당수익률이 13%에 육박하기도 했음
- 부동산투자회사법 개정에 따른 정부의 긍정적 정책 기조로 성장동력이 마련됨에 따라 상장 인프라 펀드, 리츠의 주가수익률 역시 기대된다는 점에서 맥쿼리인프라, 케이탑리츠 추천

II. Executive Summary

상장 리츠&인프라 펀드로 배당수익률 + 주가수익률 두마리 토끼를 잡자!

저금리 기조로
단기부동자금의 증가

최근 자금시장의 흐름을 보면 M1, MMF, CMA 등의 단기 유동자금들의 비중이 빠르게 늘어나고 있는 모습이다. 최경환 경제부총리의 정책 기조에 따라 기준금리 1.50% 시대가 도래하면서 투자처를 잃은 자금이 많아지고 있다는 뜻으로 해석된다.

실정이 이렇다보니 투자자들은 yield을 위해 많은 고민을 할 수밖에 없는 환경에 놓이게 되었고, 변동성이 큰 주식이나 수익률이 낮은 채권에서 눈을 돌려 대체투자 시장으로 눈을 넓히고 있는 모습이다. 대체투자는 벤처, CRC, SOC, 부동산 등 투자처가 다양하고, 최근에는 전통적인 대체투자에서 벗어나 그 범위가 확대되는 모습이다. 국민연금의 포트폴리오에서 대체투자가 차지하는 비중은 2006년 1.2%, 2009년 4.9%로 꾸준히 늘어나 2014년 말 기준으로는 10.3%까지 빠르게 증가하고 있다.

부동산, 인프라 펀드의 재조명

대체투자 시장의 확대에 따라 리츠, 인프라 펀드의 재조명 역시 기대된다. 사실상 실물 자산에 직접 투자하게 되면 초기 비용이 많이 발생할 뿐만 아니라 투자 경험이 적은 자본의 경우에는 리스크 역시 무시할 수 없게 된다. 따라서 리츠, 인프라 펀드를 통한 간접투자를 통해 대체투자로의 비중 확대가 현명하다는 판단이다.

부동산, 인프라 펀드는 여러 주주들로부터 출자된 자금을 모아 여러 실물자산에 분산투자하고, 이로부터 발생하는 수익을 고배당정책을 통해 주주들에게 환원한다. 상장 유일 인프라 펀드인 맥쿼리인프라의 경우는 배당가능이익과 세무상 이익 중 큰 금액을 기준으로 배당성향 90% 이상으로 배당금을 지급한다. 우량 자기관리리츠인 케이탑리츠의 경우는 개정 전 부동산투자회사법에 따라 배당가능이익의 90%를 의무배당했다. 따라서 두 종목 모두 배당수익률은 5~6% 수준으로 유지되고 있어 KOSPI 200의 배당수익률이 1.2%임을 감안했을 때 초저금리 시대에 매력적이고 강력한 투자대안이 아닐 수 없다.

이렇듯 배당주로서의 매력도 부각에 따라 두 종목의 주가 흐름 역시 상승세가 지속될 가능성이 크다는 판단이다. 국고채 3년물 금리의 역계열과 두 종목의 주가 추이를 비교해보면, 금리가 낮아지면서 두 종목이 지닌 배당수익률에 대한 매력도가 부각되면서 주가가 우상향하는 흐름이 나타나는 것을 볼 수 있다. 또한 최근에는 대체투자를 활성화시키는 정부의 여러 긍정적인 정책에 따라 이러한 리츠, 인프라 펀드들의 먹거리가 이전보다 다양해지고 있어, 향후 신성장동력 모색에 따른 이익 레벨업이 기대된다.

맥쿼리인프라, 케이탑리츠는 향후 배당수익률에 따른 고배당주 매력도 부각과 더불어 마진을 성장에 따른 주가수익률 상승이 기대되므로 장기적인 관점에서의 투자를 고려해볼 만한 시점이 도래했다는 판단이다.

III. Investment Points

1. 기준금리 1.50% 시대, 수익률을 찾아 대체투자로 몰리는 자금들

초저금리시대,
대체투자 시장 규모 확대

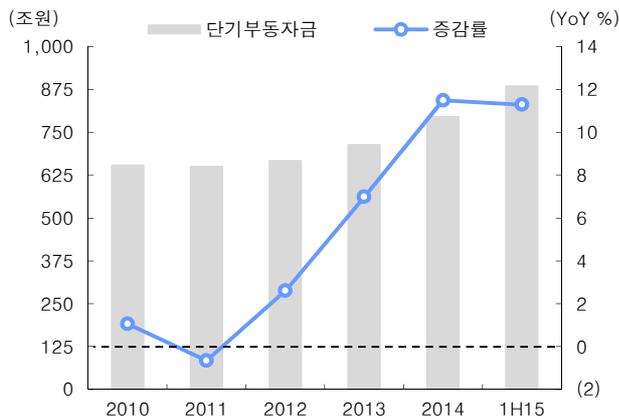
저금리 기조가 유지되다보니, 자금시장에서 단기 유동자금들의 비중이 빠르게 늘어나고 있는 모습이다. 최경환 경제부총리의 정책 기조에 따라 기준금리 1.50% 시대가 도래하면서 투자처를 잃은 자금들이 많아지고 있다는 뜻으로 해석된다.

이 중 부동산 펀드, 특별자산 펀드 등 대체투자 시장으로의 자금 증가가 눈에 띈다. 부동산 펀드는 2013년 상반기 21.4조원에서 2015년 상반기 31.8조원으로 규모가 확대되었다. 특별자산 펀드의 경우에도 2013년 상반기 21.7조원에서 34.6조원으로 금액 증가가 빠르게 나타나는 모습이다. 저금리 기조가 유지되다 보니 투자자들이 전통적인 투자처인 주식과 채권에서 대체투자로 눈을 돌린 것으로 보인다.

이러한 대체투자로의 자금 집중은 국민연금의 운용 포트폴리오를 보더라도 알 수 있는데, 국민연금 포트폴리오에서 대체투자가 차지하는 비중은 2006년 1.2%에 불과했으나 그 비중이 점차 빠르게 증가하여 2014년 말 기준 10.3%를 기록했다.

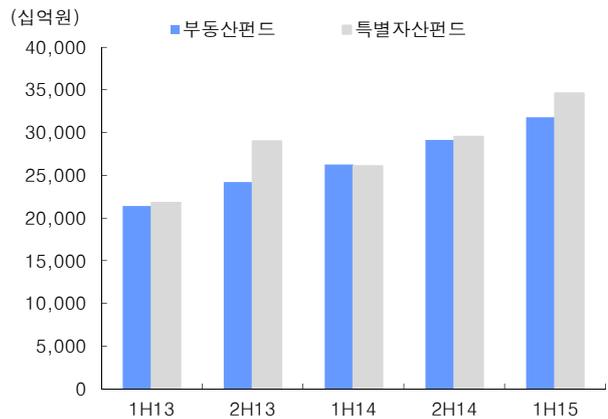
국민연금 포트폴리오에서 2014년 말 기준 대체투자 운용 규모는 43.3조원에 육박하며, 그 중에서도 부동산 투자와 사회간접시설 (SOC) 투자의 비중 합은 69.0%로 압도적으로 높다. 연기금뿐만 아니라 기관과 개인투자자 역시 전통적인 투자에서 눈을 돌려 부동산과 인프라 시설 투자에 대한 관심이 증대되는 시점이 도래했다는 판단이다.

그림 1. 저금리 기조 유지, 단기부동자금 증가 추이



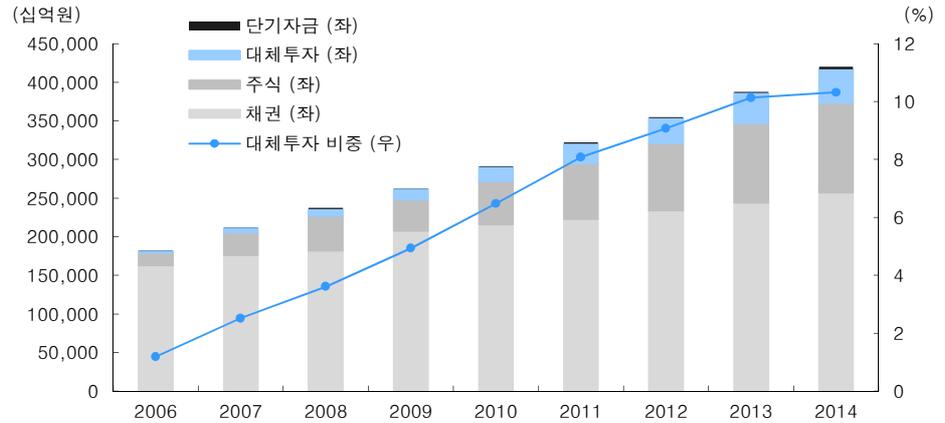
자료: 한국은행, KB투자증권
주: 단기부동자금=M1+MMF+CD+CMA+RP 등

그림 2. 부동산 펀드, 특별자산 펀드 등 대체투자 시장 규모 확대



자료: 금융투자협회, KB투자증권
주: 단기부동자금=M1+MMF+CD+CMA+RP 등

그림 3. 국민연금 부문별 운용 포트폴리오 현황: 대체투자 비중이 꾸준히 증가하는 추세



자료: 국민연금, KB투자증권

표 1. 국민연금 대체투자 운용 규모 세부 내역 추이

| (십억원) | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 대체투자 총계 | 2,152 | 5,322 | 8,568 | 12,908 | 18,855 | 26,016 | 32,181 | 39,210 | 43,326 |
| SOC투자 | 800 | 1,750 | 3,279 | 4,116 | 6,182 | 8,613 | 9,773 | 11,101 | 12,606 |
| 부동산투자 | 459 | 1,245 | 2,261 | 4,815 | 6,791 | 9,203 | 12,629 | 16,575 | 17,301 |
| 사모투자 | 263 | 1,529 | 2,243 | 3,226 | 4,902 | 7,237 | 8,291 | 9,880 | 11,747 |
| 벤처투자 | 364 | 338 | 323 | 267 | 327 | 367 | 487 | 579 | 681 |
| 인수금융 | 0 | 0 | 57 | 151 | 375 | 368 | 789 | 921 | 847 |
| CRC투자 | 267 | 459 | 405 | 334 | 278 | 228 | 212 | 154 | 144 |
| 부문별 비중 (%) | | | | | | | | | |
| SOC투자 | 37.2 | 32.9 | 38.3 | 31.9 | 32.8 | 33.1 | 30.4 | 28.3 | 29.1 |
| 부동산투자 | 21.3 | 23.4 | 26.4 | 37.3 | 36.0 | 35.4 | 39.2 | 42.3 | 39.9 |
| 사모투자 | 12.2 | 28.7 | 26.2 | 25.0 | 26.0 | 27.8 | 25.8 | 25.2 | 27.1 |
| 벤처투자 | 16.9 | 6.3 | 3.8 | 2.1 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| 인수금융 | 0.0 | 0.0 | 0.7 | 1.2 | 2.0 | 1.4 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| CRC투자 | 12.4 | 8.6 | 4.7 | 2.6 | 1.5 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.3 |

자료: 국민연금, KB투자증권

2. 리츠&인프라 펀드, 자산 간접투자자 리스크 분산

간접투자 방식 추천,
상장 부동산&인프라 펀드인
맥쿼리인프라, 케이탑리츠에 주목

대체투자 시장에 대한 관심은 증대되고 있지만, 선뜻 부동산이나 인프라와 같은 실물자산에 선뜻 투자하기 쉽지 않은 이유는 바로 투자비용의 소모가 크기 때문일 것이다. 뿐만 아니라 직접투자의 경험이 없는 자본의 경우에는 투자 판단을 하기 쉽지가 않으며, 규모가 크지 않기 때문에 단일 자산에 투자하는 경우가 많다.

때문에 간접투자 방식으로 대체투자 시장 접근을 하는 것이 용이하다는 판단이다. 부동산으로 예를 들면, 부동산 간접투자 시장 같은 경우는 부동산 관련 펀드, REITs, 인프라 펀드 등 여러 종류가 있는데, 이와 같은 펀드에 투자하여 모인 자금은 대형 부동산 자산 여러 곳에 분산 투자가 가능하기 때문에 단일자산 직접투자보다는 상대적으로 안정적인 수익 창출이 가능하다. 또한 직접투자를 통해 취득, 등록세, 종합부동산세 등 세금지출이 수반되며 수익 창출을 달성할 때까지 투자자금을 회수할 수 없는 단점이 있는데, 이러한 간접투자를 통한 투자는 세금이나 자금 회수 시점에서 자유롭다는 장점이 있다.

KB투자증권은 이러한 대체투자 시장으로의 간접투자를 위해서는 1) 상장되어 있고, 2) 구조적으로 Paper Company가 아니라 기업의 실체가 존재하며, 3) 포트폴리오 다각화가 이루어져 있으며, 4) 수익성이 높은 종목으로의 투자가 유효하다는 판단임에 따라, 상장 유일 인프라 펀드인 맥쿼리인프라, 우량 REITs인 케이탑리츠를 추천한다.

표 2. 부동산 직접투자자과 간접투자자 비교

| 구분 | 부동산 직접투자 | 부동산 간접투자 |
|------|--|---|
| 안정성 | 개인에 의한 투자로 안정성 하락 및 투자위험 존재 | 대형 부동산에 간접투자가 가능하기 때문에 안정적인 배당수익과 매각차익 시현 |
| 전문성 | 개인의 투자능력에 따른 투자 | 부동산 각 사업분야별 전문지식을 가진 전문운용인력에 의한 리스크 관리 가능 |
| 보유기간 | 개인의 판단에 따라 | 펀드, 리츠의 존속기간이 존재 |
| 투자비용 | 실물 부동산에 투자하기 때문에 거액의 투자비용 소모 | 적은 비용으로 투자 가능 |
| 세제혜택 | 세제혜택 없음 (토지분납과세, 종합부동산세과세, 국민주택채권매입의무 발생) | 취, 등록세 30% 감면, 토지분보유세 분리과세, 양도소득세 비과세 (상장주식에 한해) |

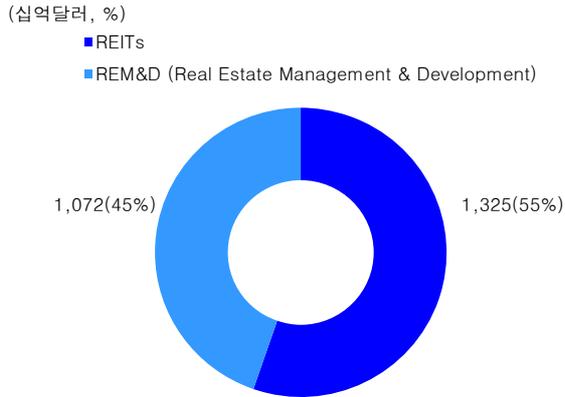
자료: KB투자증권

표 3. 리츠 (REITs)와 일반 부동산 펀드 (Real Estate Fund) 비교

| 구분 | 리츠 (REITs) | 부동산 펀드 (REF) |
|----|---|--|
| 도입 | 2002년 (상법근거), 국토교통부 | 2004년 (자본시장법 근거), 금융위원회 |
| 형태 | 주식회사 (직접식 투자 가능, 환매 가능, 상장 or 비상장) | 간접투자 수익증권 (거치식 투자, 중도 환매 불가능, 공모일 경우 반드시 상장) |
| 운용 | 부동산 및 부동산 관련 유가증권에 최소 70% 투자 자기자본의 2배까지 차입 가능 주주총회 특별 의결시 10배 가능 발생 수익의 90% 이상을 배당 | 부동산 및 부동산 관련 유가증권에 최소 50% 투자 부동산 취득세 30% 감면, 자기자본의 2배까지 차입 가능 |
| 유형 | 투자대상에 따른 분류: 기업구조조정 (CR REITs), 개발전문리츠 운용주체에 따른 분류: 자기관리형 (실체조직), 위탁관리형 (Paper company), 기업구조조정 (Paper company) | 투자대상에 따른 분류 임대형: 부동산 매입 후 임대 대출형: 부동산 개발회사에 대출 경공매형: 경공매부동산 매입 후 임대, 매각 개발형: 직접 개발, 분양 또는 임대 |

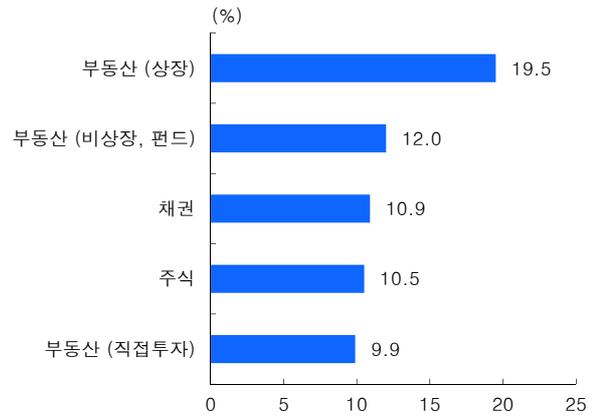
자료: KB투자증권

그림 4. 글로벌 부동산 증권화 시장 점유율: 리츠 vs 리츠 외



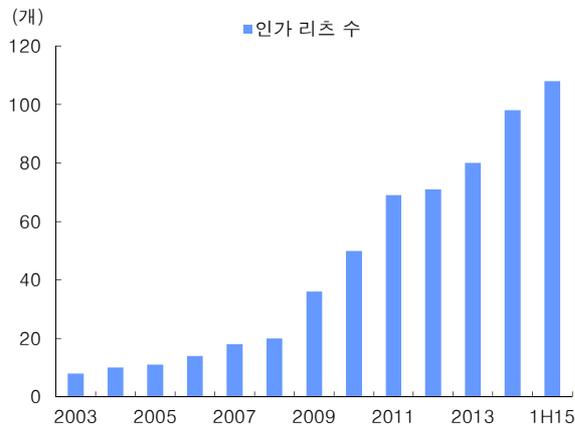
자료: S&P Dow Jones Indices LLC, KB투자증권

그림 5. 2014년 말 기준 글로벌 투자 자산별 수익률



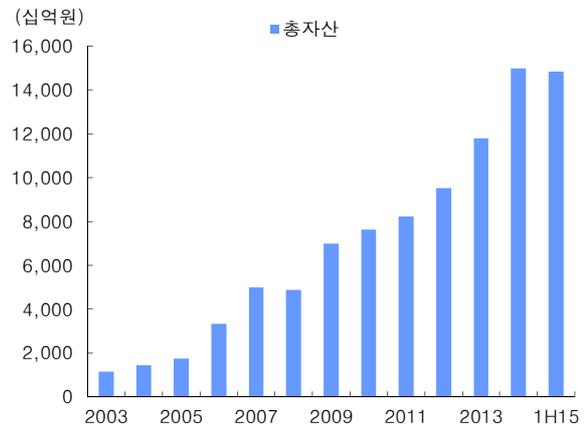
자료: Jones Lang Lusselle, KB투자증권

그림 6. 연도별 인가 리츠 수 현황



자료: 한국리츠협회, KB투자증권

그림 7. 연도별 리츠 자산규모 현황



자료: 한국리츠협회, KB투자증권

3. 배당수익률+주가수익률, 두 마리 토끼를 잡자

맥쿼리인프라, 케이탑리츠
고배당주 매력 부각,
주가수익률 역시 기대

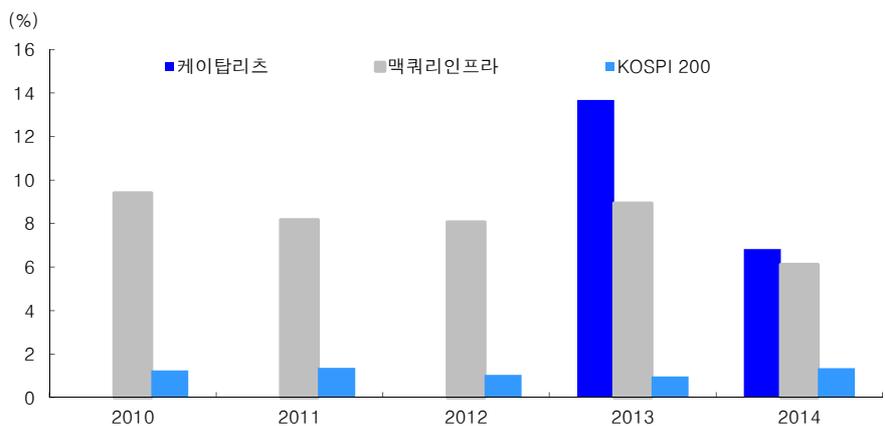
상장 리츠, 인프라 펀드는 구조적으로 고배당주일 수밖에 없다. 여러 투자자들의 자금을 모아 실물자산에 투자하고, 이를 통해 발생하는 수익을 다시 주주들에게 배당으로 환원하기 때문이다. REITs의 경우는 개정전 부동산 투자회사법에 따라 배당가능이익의 최소 90%를 의무배당 해왔으며 (현재 개정법에 따라서는 2016년까지 한시적으로 의무배당비율 50%까지 축소 가능), 인프라 펀드는 배당가능이익과 세법상 이익 중 큰 금액을 기준으로 90% 이상 배당을 해야한다. 따라서 맥쿼리인프라와 케이탑리츠의 경상적 이익 발생에 따른 배당수익률은 5~6% 수준으로, KOSPI 200의 배당수익률이 2014년 말 기준 1.2%라는 점을 감안하면 월등히 높은 수준이다.

이러한 메리트로 인해 상장 리츠, 인프라 펀드는 저금리 기조 유지 속에 주가 상승세도 꾸준히 지속되고 있어 투자자 입장에서는 배당수익과 더불어 주가 상승에 따른 투자수익률 역시 기대할 수 있다는 점에서 더욱 매력적이다.

국고채 3년물 금리의 역계열과 맥쿼리인프라, 케이탑리츠의 주가 추이는 유사한 방향성을 보이는데, 저금리 기조가 유지되면서 이러한 안정적 수익을 창출하는 종목으로의 시장 관심 증대가 주가로 나타나는 것으로 판단된다.

뿐만 아니라, 최근 정부의 부동산에 대한 여러 가지 규제 완화의 일환으로 상장 리츠와 인프라 펀드가 투자할 수 있는 투자자산의 범위가 확대되고 있다는 점에서 향후 신성장동력 확보로 이익 레벨업이 가능하다는 측면에서 주가의 우상향 역시 기대된다. 더 이상 맥쿼리인프라, 케이탑리츠를 배당 시점에 단기적으로 투자하여 배당수익만 수취하는 것이 아니라, 이익 성장성에 포커스하여 장기적으로 투자를 고려해볼 만한 시점이 도래했다는 판단이다.

그림 8. KOSPI 200, 맥쿼리인프라, 케이탑리츠의 배당수익률 비교



자료: 금융투자협회, FnGuide, KB투자증권

그림 9. 국고채 3년물 금리와 맥쿼리인프라, 케이탐리츠 주가 추이 비교



자료: 금융투자협회, FnGuide, KB투자증권

Company analysis

| | | | |
|-----------------|-----------|----|--------|
| 맥쿼리인프라 (088980) | BUY | TP | 9,500원 |
| 케이탑리츠 (145270) | Not Rated | TP | N/A |

김세련 02) 3777-8050
sally.kim@kbsec.co.kr

맥쿼리인프라 (088980)

Initiation

투자 의견 **BUY (신규)**
목표주가 **9,500원 (신규)**

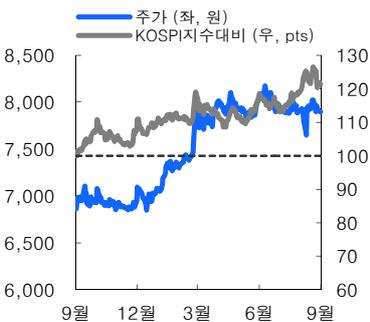
| | |
|-------------------------------|-------|
| Upside / Downside (%) | 20.1 |
| 현재가 (09/16, 원) | 7,910 |
| Consensus target price (원) | 9,250 |
| Difference from consensus (%) | 2.7 |

Forecast earnings & valuation

| Fiscal year ending | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| 운용수익 (십억원) | 181 | 198 | 220 | 247 |
| 운용비용 (십억원) | 56 | 50 | 55 | 88 |
| 순이익 (십억원) | 125 | 147 | 165 | 159 |
| EPS (원) | 379 | 444 | 497 | 480 |
| 증감률 (%) | (20.8) | 17.4 | 11.9 | (3.5) |
| PER (X) | 18.1 | 18.0 | 18.7 | 19.6 |
| EV/EBITDA (X) | 21.7 | 20.6 | 21.1 | 22.2 |
| PBR (X) | 4.1 | 4.7 | 5.5 | 5.6 |
| ROE (%) | 7.5 | 8.7 | 9.8 | 9.4 |
| 배당수익률 (%) | 6.0 | 5.6 | 5.4 | 4.9 |

Performance

| (%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---------------|-----|-------|-----|------|
| 절대수익률 | 0.1 | (2.1) | 1.3 | 15.2 |
| KOSPI대비 상대수익률 | 0.5 | 0.5 | 1.9 | 18.5 |



Trading Data

| | |
|----------------|---------------|
| 시가총액 (십억원) | 2,622 |
| 총주식수 (백만주) | 331 |
| 52주 최고/최저 (원) | 8,170 / 6,844 |
| 거래대금 (3M, 십억원) | 6 |
| 외국인 소유지분율 (%) | 25.7 |
| 주요주주 지분율 (%) | |

자료: Fnguide, KB투자증권

강력한 인프라 투자 회사, 저금리 시대에 꼭 맞는 투자처

- ✓ 민자SOC 12개에 투자하고 있는 유일한 상장 인프라 펀드
- ✓ 초저금리 시대, 배당수익률 5%로 배당주 매력 부각
- ✓ 프로젝트 성장기 진입, 실적 성장세 시현 지속될 것

▶ 보유 프로젝트 성장기 진입, EBITDAmargin 79.7% 달성

맥쿼리인프라는 국내 주요 유료도로 11개, 항만 1개에 투자하고 있는 인프라 펀드이다. 도로의 특성상 초기 투자비용이 높으나, 관리비용이 낮기 때문에 시간이 지나면서 통행량 증가와 주변 도로와의 시너지, 신도시 증설에 따라 자연스럽게 수익성이 개선된다. 프로젝트의 35%가 성장기에 진입함에 따라 향후 프로젝트의 실적 고마진세는 지속될 전망이다.

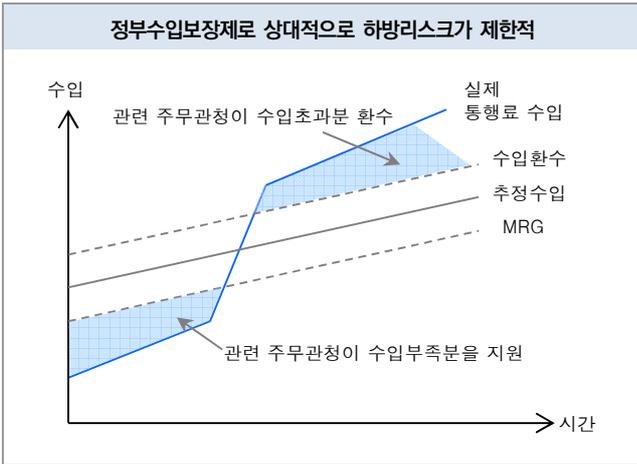
▶ 배당이익 수취로 일회성이 아닌 경상적 배당금 증대 기대

맥쿼리인프라의 이익은 주로 후순위대출에 대한 이자수익의 비중이 높는데, 맥쿼리인프라는 대주이자 동시에 주주이므로 프로젝트의 수익성 증대에 따라 배당수익이 증가할 것으로 기대된다. 과거 5%를 훨씬 상회하는 수준의 배당수익률을 기록하기도 했으나, 이는 일회성 요인이 크게 기인했기 때문이다. 경상적 이익으로 보면 5% 수준의 배당수익률이 지속되고 있는 것으로 보이며, 향후 프로젝트 배당수익 수취에 따른 이익규모 확대에 경상적 배당금이 증가할 것으로 예상된다.

▶ 투자의견 BUY, 목표주가 9,500원 제시하며 커버리지 개시

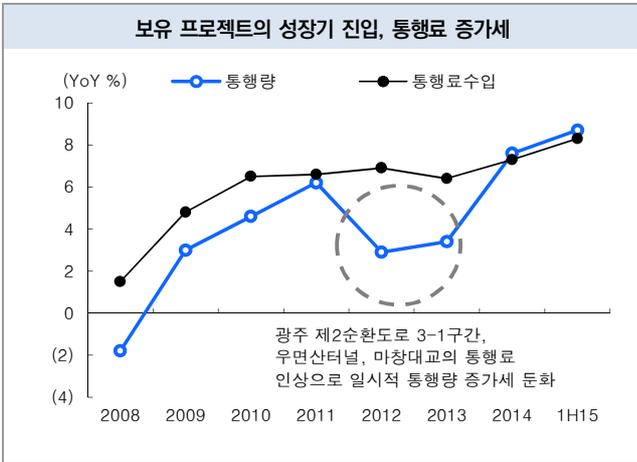
맥쿼리인프라는 사회간접시설에 투자하므로 투자자산으로부터 장기적이고 예측가능한 현금흐름을 기대할 수 있으며, 대부분의 프로젝트에 정부의 최소운영수입 보장 제도가 적용되고, 약정 해지지금금 조항이 있어 하방 리스크가 상대적으로 제한적인 종목이다. 이에 배당할인모형에 의해 산출한 목표주가 9,500원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다.

I. Focus Charts



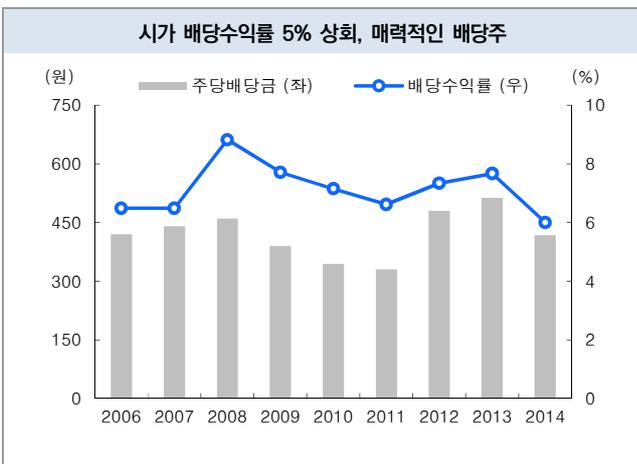
자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

- 최소운영수입 보장제 (Minimum Revenue Guarantee, 이하 MRG)는 민자 SOC 사업 시작 단계에서 설정된 추정수입과 실제 운영수입의 괴리가 발생하는 경우, 약속된 비율만큼의 수익 부족분을 지원하는 제도
- 2005년 이후 신설된 민자 SOC 프로젝트에는 MRG가 없음
- 맥쿼리인프라의 도로 프로젝트 11개 모두 MRG 계약이 되어 있기 때문에 하방 리스크가 상대적으로 제한적이라는 장점이 있음



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

- 맥쿼리인프라 수익=이자수익+배당수익
- 맥쿼리인프라는 대주이자 동시에 프로젝트의 지분을 보유하고 있는 주주로서 통행량과 통행료수익, 이에 따른 MRG 지급여부를 꾸준히 Tracking 할 필요가 있음
- 50%가 넘는 프로젝트가 아직 초기 사업단계에 있으나, 34.5%의 비중으로 성장기에 진입한 프로젝트가 있어 통행료수입과 전체 통행량의 높은 성장세 지속



자료: 맥쿼리인프라, Fnguide, KB투자증권
주: 연평균주가기준

- 맥쿼리인프라는 중간배당, 연말배당 연간 총 2회 배당 실시
- 법인세 공제를 위해 해당연도의 배당가능이익의 90% 이상을 배당하며, 최저배당지급기준은 세무상이익 또는 배당가능이익 중 큰 금액을 대상으로 함
- 초저금리시대에 연 5% 수준을 상회하는 높은 시가배당율로 매력도 부각

II. Valuation

DDM과 SOTP Valuation을 통해 투자 의견 BUY, 목표주가 9,500원 제시

맥쿼리인프라의 안정적인 비즈니스 모델과 고배당 메리트를 감안하여 투자 의견 BUY, 목표주가를 배당할인모형과 SOTP Valuation의 평균 수준인 9,500원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 배당할인모형에 사용된 할인율의 경우는 맥쿼리인프라의 배당수익률 6% 수준, 시장 배당수익률 1.2%의 갭에 무이자위험율 (국고채 20년물) 2.4%를 감안하여 7.2%를 적용하였으며, 따라서 주가가 9,200원보다 낮을 때 매수할 경우 7.2%의 yield를 기대할 수 있게 된다.

또한 전체 프로젝트의 후순위, 선순위, 주식 보유 비중에 따른 할인율을 별도로 적용하여 SOTP 방식에 의해 계산된 맥쿼리인프라의 NAV는 3조 1,845억원이며, 주당 NAV는 9,608원이다. 목표주가는 현 주가 대비 20.1%의 Upside가 있다는 판단이다.

표 4. DDM 적용 할인율 비교

| (%) | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Risk Free Rate | 2.4 | | | | | |
| Beta | 0.2 | | | | | |
| Risk Premium | 9.3 | | | | | |
| Cost of Equity | 3.8 | 5.0 | 6.0 | 7.2 | 8.0 | 9.0 |
| 주가 (원) | 13,615 | 11,792 | 10,532 | 9,268 | 8,548 | 7,762 |

자료: KB투자증권

표 5. Sum-of-the-part 방식에 따른 목표주가 산정

| (십억원) 프로젝트명 | 2015E |
|-----------------------------|---------|
| 광주 제2순환도로, 1구간 | 317.9 |
| 광주 제2순환도로, 3-1구간 | 155.7 |
| 수정산터널 | 144.8 |
| 백양터널 | 43.5 |
| 인천국제공항고속도로 | 492.4 |
| 천안-논산고속도로 | 1,213.0 |
| 우면산터널 | 52.2 |
| 서울-춘천고속도로 | 205.0 |
| 마창대교 | 228.1 |
| 용인-서울고속도로 | 284.6 |
| 인천대교 | 366.7 |
| 부산항 신항 2-3단계 | 497.6 |
| Total | 4,001.5 |
| +Cash at Bank | 99.2 |
| -맥쿼리인프라 Debt | 458.6 |
| -PV of Fund Expenses | 457.7 |
| 맥쿼리인프라 순자산가치 | 3,184.5 |
| 발행주식수 (천주) | 331,459 |
| SOTP Valuation에 따른 목표주가 (원) | 9,608 |
| DDM에 따른 목표주가 (원) | 9,268 |
| 목표주가 (원) | 9,500 |

자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

주: 신공황하이웨이 Refinancing 미반영

III. Investment Point

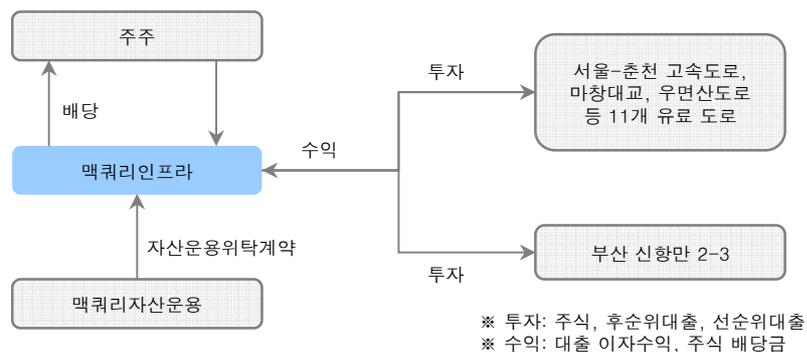
1. 인프라 자산을 통해 장기적이고 확실한 수익 창출

맥쿼리인프라는 맥쿼리자산운용을 통해 위탁 운용되는 국내 유일의 회사형 상장 인프라펀드이며, 11개 핵심 유료도로와 1개 항만 인프라 자산에 투자하고 있다. 종종 맥쿼리인프라가 직접 운용을 하여 통행료 수익을 수취한다고 오해하는 경우가 있는데, [그림6]의 투자 구조를 살펴보면 이러한 오해가 해소된다.

맥쿼리인프라는 운영법인이 아니라, 각 민자 SOC의 운영회사에 투자하는 대주이자 주주이며, 투자의 방식은 후순위대출, 선순위대출, 지분매입을 통해 이루어진다. 사실상 초기 투입비용이 많이 발생하는 인프라 사업의 특성상 해당 민자 SOC 프로젝트 초기 수익 실현을 위한 전략적 대출이 필요하며, 이에 따라 대주가 지분을 매입하면서 대주이자 주주가 되는 병행 구조가 많다.

따라서 맥쿼리인프라의 수익은 초기 사업년도에는 해당 프로젝트에서의 많은 비용 투입으로 인해 높지 않으므로, 대출금 이자를 통해 주로 발생한다. 프로젝트가 초기 성장기를 지나 성장기 국면에 접어들어 운영수익이 증가하는 시점에서는 상당부분 선순위 차입에 대한 상환이 일어나고, 또한 수익 창출에 따른 주주 배당이 가능해지므로 주주인 맥쿼리 인프라가 보유 지분에 대한 배당을 수취하는 구조로 이루어진다. 통행료수입을 맥쿼리인프라의 수입으로 볼 수는 없으나, 결국 해당 프로젝트의 수입 증가가 맥쿼리인프라의 수익과 직결되므로 개별 프로젝트에 대한 꾸준한 실적 트래킹이 필요하다.

그림 10. 맥쿼리인프라 사업 구조의 이해



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

2015년 상반기 기준 보유 투자자산의 가중평균 운영기간은 9년이며, 전체 프로젝트 통행료 수입은 8.3% YoY 상승하였다. 초기 성장기 사업 비중이 52.5%이며, 이 중 2009년에 개통하여 비교적 신규 개통 자산으로 분류되는 용인-서울 고속도로, 서울-춘천 고속도로, 인천대교의 경우 2015년 상반기 기준 실시협약상 예측통행량 대비 실제 통행량은 77% 수준까지 빠르게 올라오고 있는 상황이다.

전체 포트폴리오의 투자지분율에 따른 가중평균 EBITDA 마진율은 79.9%이다. 도로는 초기 투자가 끝나면 운영비용이 많이 들지 않고, 인구 증가와 주변 도로 증설, 신도시 계획에 따라 시간이 지나면서 통행량이 자연스럽게 늘기 때문에 높은 마진율 시현이 가능하다.

맥쿼리인프라의 향후 실적이 기대되는 포인트 중 하나는, 보유 프로젝트가 시간이 지나면서 초기 성장기에서 핵심 성장기로 진입한다는 점이다. 현재 전체 프로젝트 중 핵심 성장기에 국면한 프로젝트 비중은 34.5%이다. 앞서 언급했듯이 초기 성장기 프로젝트에서는 주로 후순위 대출에 대한 이자수익만 발생하는 반면, 성장기 프로젝트는 운영수입 증가 및 선순위 차입에 대한 이자비용 지출이 감소함에 따라, 보유 지분에 대한 배당수익 수취가 가능하다는 점에서 매력적이다.

표 6. 맥쿼리인프라 투자 자산 전체 운영 성과

| (십억원) | 2014 | | | | | | 2013 | | | | | |
|------------------|-------|------|--------|-------|------------------|-----------------------|-------|------|--------|-------|------------------|-----------------------|
| | 영업수익 | 영업비용 | EBITDA | 순부채 | EBITDA 마진 (%) | 순부채 /EBITDA (X) | 영업수익 | 영업비용 | EBITDA | 순부채 | EBITDA 마진 (%) | 순부채 /EBITDA (X) |
| 광주 제2순환도로, 1구간 | 16.2 | 6.5 | 9.7 | 1.7 | 59.9 | 0.2 | 33.5 | 5.5 | 28.0 | 1.5 | 83.5 | 0.1 |
| 광주 제2순환도로, 3-1구간 | 25.6 | 5.0 | 20.6 | 1.5 | 80.5 | 0.1 | 12.9 | 4.1 | 8.8 | 2.0 | 68.5 | 0.2 |
| 수정산터널 | 33.2 | 4.1 | 29.1 | 17.8 | 87.6 | 0.6 | 11.6 | 4.0 | 7.5 | 4.6 | 65.3 | 0.6 |
| 백양터널 | 25.8 | 4.4 | 21.5 | 121.9 | 83.1 | 5.7 | 18.9 | 5.1 | 13.9 | 131.0 | 73.3 | 9.4 |
| 인천국제공항 고속도로 | 240.0 | 26.3 | 213.8 | 160.8 | 89.1 | 0.8 | 227.2 | 26.2 | 201.0 | 117.2 | 88.5 | 0.6 |
| 천안-논산 고속도로 | 200.5 | 29.9 | 170.6 | 61.0 | 85.1 | 0.4 | 189.9 | 27.4 | 162.5 | 6.9 | 85.6 | 0.0 |
| 우면산터널 | 21.4 | 4.0 | 17.4 | 69.1 | 81.2 | 4.0 | 20.2 | 3.8 | 16.5 | 76.3 | 81.4 | 4.6 |
| 마창대교 | 24.3 | 5.5 | 18.8 | 236.4 | 77.3 | 12.6 | 27.0 | 4.9 | 22.0 | 231.3 | 81.7 | 10.5 |
| 용인-서울 고속도로 | 49.6 | 11.4 | 38.3 | 361.8 | 77.1 | 9.4 | 47.0 | 10.2 | 36.8 | 361.8 | 78.2 | 9.8 |
| 서울-춘천 고속도로 | 113.0 | 19.1 | 94.0 | 742.6 | 83.1 | 7.9 | 111.4 | 20.5 | 90.9 | 779.4 | 81.6 | 8.6 |
| 인천대교 | 83.6 | 17.4 | 66.2 | 541.3 | 79.2 | 8.2 | 77.3 | 16.2 | 61.1 | 562.5 | 79.0 | 9.2 |
| 부산항 신항2-3단계 | 68.7 | 46.3 | 22.4 | 510.0 | 32.6 | 22.8 | 54.8 | 47.9 | 6.9 | 526.1 | 12.6 | 76.2 |
| 투자지분율에 기초한 평균 | 32.2 | 6.5 | 25.7 | 69.1 | 79.7 | 2.7 | 29.2 | 6.1 | 23.1 | 81.4 | 79.2 | 3.5 |

자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

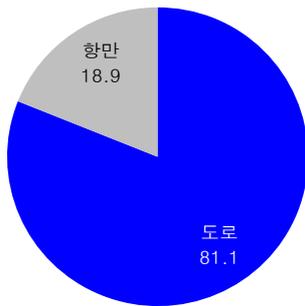
표 7. 맥쿼리인프라 투자 자산 포트폴리오

| (십억원, 년) | 자산명 | MKIF 지분 (%) | 주식 | 후순위대출 | 선순위대출 | 합계 | 사업시행기간 | 운영기간 | 잔여기간 |
|----------|------------------|-------------|------|-------|-------|-------|---------|------|------|
| 성숙기 | 백양터널 | 100 | 1.2 | 0.0 | 1.4 | 2.6 | 25 | 15 | 10 |
| | 광주 제2순환도로, 1구간 | 100 | 33.1 | 35.2 | 142.0 | 210.3 | 28 | 14 | 14 |
| 성장기 | 인천국제공항 고속도로 | 24 | 58.2 | 51.7 | | 109.9 | 30 | 14 | 16 |
| | 수정산터널 | 100 | 47.1 | 19.3 | 28.8 | 95.2 | 25 | 13 | 12 |
| | 천안-논산 고속도로 | 60 | 87.8 | 182.2 | | 270.0 | 30 | 12 | 18 |
| | 우면산터널 | 36 | 10.7 | 9.6 | | 20.3 | 30 | 11 | 19 |
| | 광주 제2순환도로, 3-1구간 | 75 | 28.9 | 0.0 | 39.0 | 67.9 | 30 | 10 | 20 |
| 초기성장기 | 마창대교 | 70 | 33.8 | 79.0 | | 112.8 | 30 | 6 | 24 |
| | 용인-서울 고속도로 | 35 | 57.8 | 77.0 | | 134.8 | 30 | 5 | 25 |
| | 서울-춘천 고속도로 | 15 | 48.6 | 87.4 | | 136.0 | 30 | 5 | 25 |
| | 인천대교 | 41 | 74.5 | 89.4 | | 163.9 | 30 | 5 | 25 |
| | 부산항 신항 2-3단계 | 30 | 66.4 | 243.0 | | 309.4 | 29 | 3 | 26 |
| | 합계 | | | 548.1 | 873.8 | 211.2 | 1,633.1 | | |

자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권
 주: 2014년말 기준

그림 11. 자산 종류별 구분

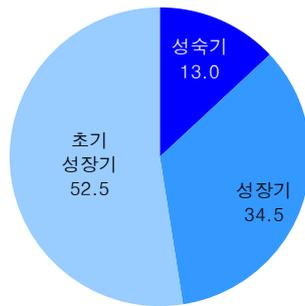
(%)



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 12. 자산의 성장 단계

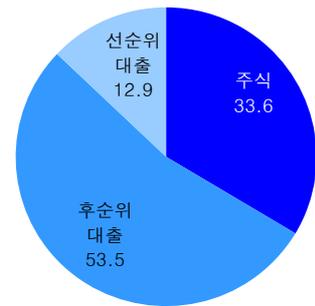
(%)



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 13. 투자 형태

(%)



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

2. 부산항 신항 2-3 (BNCT) 프로젝트, MRG 없어도 긍정적인 실적 시현 전망

부산 신항만에서 현재 운영 중인 컨테이너 터미널은 총 5개이며, 2-4단계 사업 및 서컨테이너 사업이 착공 예정에 있다. 부산 신항만은 유럽, 미주, 아시아 주요 간선항로에 위치하여 꾸준히 물동량이 증가하고 있다. 맥쿼리인프라가 투자한 터미널은 신항 2-3 (BNCT)이며, 부산 신항 내 증가하고 있는 물동량 처리 수요를 확보하기 위해 2015년 5월 터미널 확장을 진행, 연간 예상 처리 물동량이 기존에 180만TEU (Twenty-foot-Equivalent Units)에서 최대 250TEU로 확대될 수 있을 것으로 예상된다.

부산항 신항 2-3 (BNCT) 프로젝트는 맥쿼리인프라가 보유하고 있는 12개 프로젝트 중 유일한 항만 프로젝트이자, 유일하게 MRG가 없는 프로젝트이다. 또한 투자 규모 역시 전체 포트폴리오에서 18.9%를 차지하고, 안정적인 유로 도로에 비해 물동량 증가 등에 따른 실적 변동성이 있기 때문에 향후 맥쿼리인프라의 투자수익에 영향을 미치는 중요한 프로젝트라고 할 수 있다.

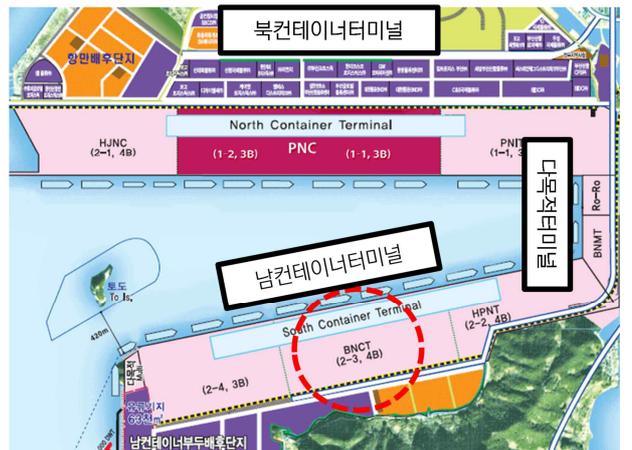
부산신항만의 2014년 연간 처리 물동량은 141만TEU로 17.0% YoY 증가했으며, 매출액은 687억원을 기록하며 25.5% YoY 증가했다. EBITDA의 경우는 224억원으로 224.5% YoY 증가하며 큰 폭의 실적 개선세를 보였는데, 이는 매출증가 효과와 더불어 TEU당 운영비용의 효율적 관리에 기인한다.

그림 14. 부산 신항만 위치: 도로 및 on-dock철로 보유



자료: 부산신항만주식회사, KB투자증권
 주: 붉은선은 도로, 점선은 철로이며 신항과 연계된 추가 도로 증설 중

그림 15. 부산 신항만 레이아웃 및 2-3 터미널

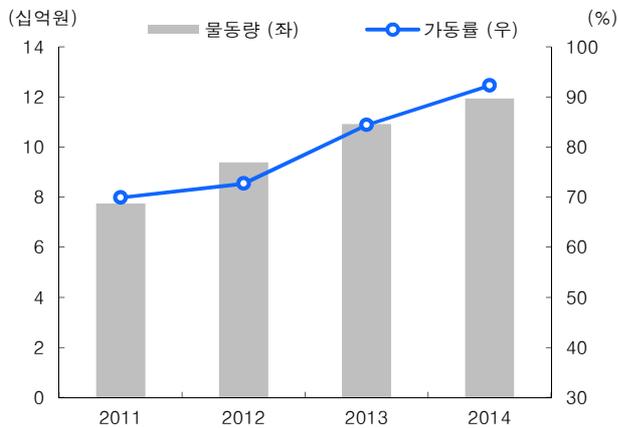


자료: 부산신항만주식회사, KB투자증권

그러나 2015년 상반기 처리 물동량은 Ocean 3 해운동맹 내 선사들의 입항 일정 지연에 따라 9.3% YoY 감소한 62만 TEU를 기록했다. 부산 신항만 2015년 연간 예상 처리 물동량은 163만TEU, 목표 영업수익은 880억원이며, 하역료 인상과 운용비용 절감효과, 물동량 증대에 따른 레버리지 효과로 인해 부산 신항만 2-3의 경우에는 EBITDA는 380억원 수준이 예상된다.

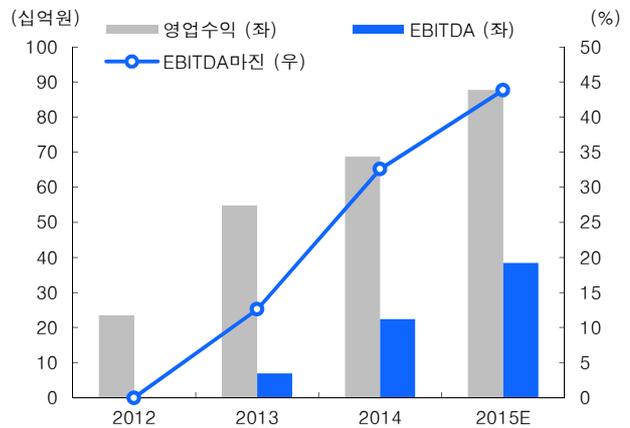
따라서 꾸준한 물동량의 증대로 인한 항만 가동률 증가와 이에 따른 EBITDA 마진의 성장세는 지속될 것으로 전망되며, 신규 항만 증설까지 최소 2~3년 이상의 시간이 소요될 것으로 보여 경합성이 증가하기 전까지 높은 가동률 유지가 가능할 전망이다. 장기적으로 신항만 2-4의 착공과 서항만 신규 증설이 완료되는 시점에는 다소 경합성이 올라가겠지만, 부산 신항만 2-3의 가치 증대 및 물동량 증대에 따른 성장 시너지가 기대된다는 점은 고무적이다. 기존 유로 도로보다 실적 변동성이 크고 MRG도 없는 대신 장기적으로 수익률 레벨업이 가능한 프로젝트라는 점에서 상당히 매력적이라는 판단이다.

그림 16. 부산 신항만 물동량 및 가동률 (용량 활용도) 추이



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 17. 부산 신항만 2-3 (BNCT) 실적 추이 및 가이던스



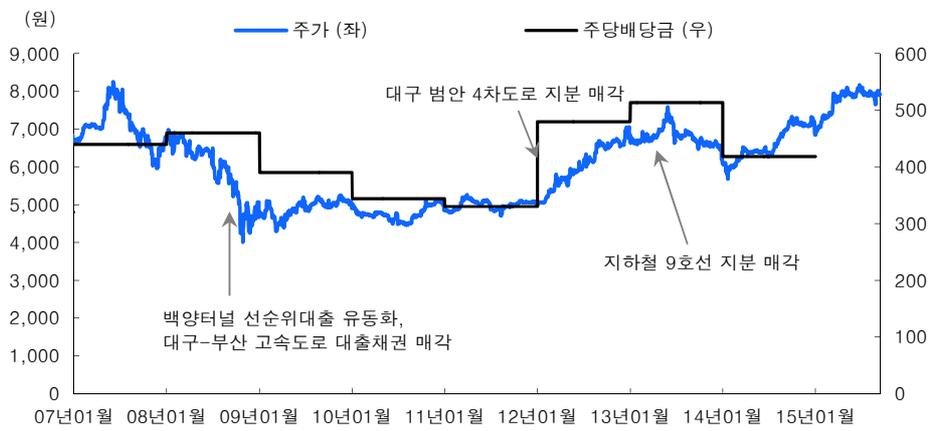
자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

3. 배당수익률 5~6%, 일시적 배당이 아닌 경상적 배당의 증가 전망

맥쿼리인프라는 법인세 공제를 위해 최저분배지급기준을 따르고 있으며, 이는 세무상이익 또는 배당가능이익의 100% 중 큰 금액을 기준으로 한다. 배당은 중간배당, 연말배당을 시행하고 있으며, 최근에는 주가가 높아 시가기준 배당수익률을 낮아졌으나 수익구조 개선에 따라 연간 7% 수준의 배당수익률을 목표로 한다.

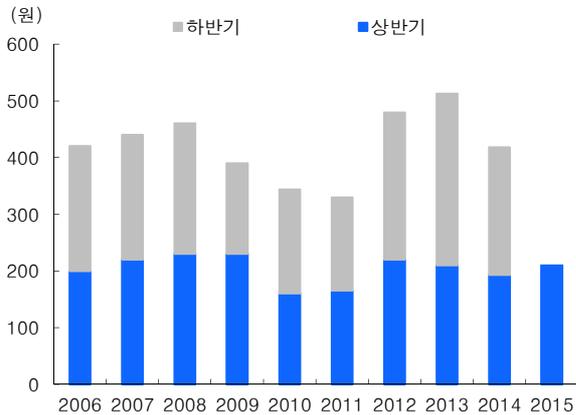
2012년과 2013년에는 대구범안 4차도로 지분 매각, 지하철 9호선 지분 매각에 따른 일회성이익 발생으로 높은 주당 배당금을 지급했다. 그러나 앞서 언급했듯이 1) 보유하고 있는 일부 프로젝트의 성장기 진입에 따른 통행료수입 증대로 이자수익뿐만 아니라 배당수익 수취가 가능하다는 점, 2) 신규 프로젝트인 부산 신항만의 용량 활용도 증대에 따른 수익성 레벨업이 예상된다는 점을 감안하면, 향후 일회성 요인이 아닌 경상적 배당 자체가 증가할 것으로 보여 고배당주 메리트가 지속될 것으로 전망한다.

그림 18. 맥쿼리인프라 주가 및 주당배당금 추이: 과거 자산 매각에 따른 일시적 배당금 증가



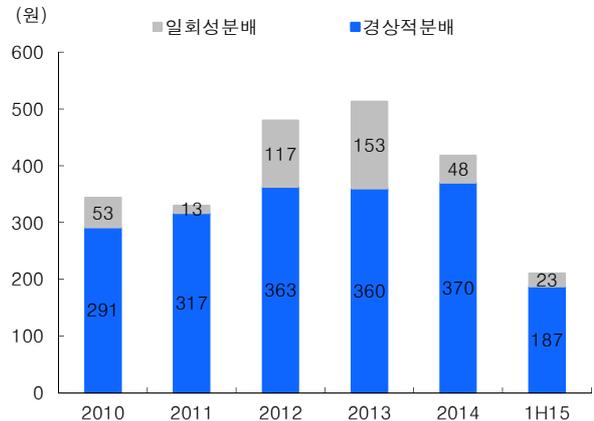
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 19. 주당 현금배당금 추이



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 20. 배당금 성격별 분류: 경상적 분배 증가 전망



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

4. 인천공항고속도로 자금 재조달, 하반기 일회성 배당금 증가요인 발생

지난 8월 인천공항고속도로 관리운영법인인 신공항하이웨이는 신규차입, 자본감소 등의 자금 재조달 (Refinancing, 리파이낸싱) 및 통행료 인하를 결정했다. 인천공항고속도로는 30년간 사업 시행자 (신공항하이웨이)에게 관리운영권이 양도된 도로로서 운영 개시일로부터 20년간 (2020년까지) 정부의 최소수입보장제가 적용되는 프로젝트다. 맥쿼리인프라는 지분율 24.1%를 보유한 2대 주주이다.

금번 자금 재조달과 더불어 통행료 인하에 따라 신공항하이웨이의 영업수익이 감소할 수 있으나, 맥쿼리인프라의 경우는 프로젝트 목표 IRR에 영향이 없도록 좋은 조건으로 선순위 차입금을 조달하고, 유상감자액을 주주에게 즉시 반환케 하는 등 향후 3~4년간 거래 전 대비 높은 배당 지급이 가능하게끔 현금흐름을 앞당길 수 있게끔 재구조화하였다.

따라서 금번 자금 재조달을 통해 맥쿼리인프라는 신공항하이웨이로부터 유상감자액의 일부인 217억원과 중간배당금 289억원을 수령했다. 맥쿼리인프라의 정상적 배당뿐만 아니라 연초 예상하지 못했던 이러한 일시적 이벤트로 인해 하반기 주당배당금의 증가 요인이 발생했다는 점에서 더욱 매수에 매력적인 시점이라는 판단이다.

표 8. 신공항하이웨이 자금 재조달 전 후 맥쿼리인프라 투자금 비교

| | 거래 전 | 거래 후 |
|---------------------|---------------|---------------|
| 자본금 | 582억원 (24.1%) | 236억원 (24.1%) |
| 후순위대출 | 388억원 | 517억원 |
| 투자금 총계 | 970억원 | 753억원 |
| 맥쿼리인프라 포트폴리오 비중 (%) | 6.0 | 4.7 |

자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

표 9. 자금 재조달 내역

| 비교 | |
|--|----------------------|
| 신규 1,438억원 선순위차입금 조달 | |
| 이자율 | 연 4.3% |
| 만기 | 2026년 11월 |
| 상환기간 | 2017년 2월부터 10년간 분할상환 |
| 후순위 차입금 규모는 1,608억원에서 2,144억원으로 증가 (신규 조달된 후순위 차입금은 전액 주주로부터 지분율대로 투자됨) | |
| 이자율 | 연 13.5% |
| 만기 | 2028년 11월 |
| 상환기간 | 2027년 2월부터 2년간 분할상환 |
| 자본금 2,198억원 중 유상감자 시행하여 1,438억원에 대해 지분비율대로 주주 환원 | |
| 통행료 7,600원에서 6,600원으로 인하 | |

자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

IV. Risk 요인

소송 진행건

마창대교는 2015년 2월 중 미지급 재정지원금을 전액 지급받은 바, 2015년 4월 2일 화해중재판정을 통해 ICC 국제중재 절차를 종결하였으나, 그 밖에 지방정부와 협약을 맺어 운영중인 자산 중 3개 자산 (부산시: 백양터널, 수정산터널 / 광주시: 광주 제2순환도로 1구간)에 대해 현재 주무관청과 소송을 진행하고 있다.

광주 제2순환도로 1구간에 대해 광주시가 자본구조 원상회복 이행 시까지 최소 통행수입 보전 지급을 유보한다는 건에 대해 맥쿼리인프라가 행정처분 취소 청구를 했던 건의 경우는 지난달인 8월 21일에 서울행정법원이 소를 각하하는 판결을 내렸다. 이는 기존 광주시의 행정처분에 대한 처분성이 없다는 해석이므로, 맥쿼리인프라가 추후 미지급 MRG에 대한 지급 요청이 진행 가능할 것으로 판단한다.

표 10. 소송 진행 현황

| 자산 | 맥쿼리인프라 자산비중 (%) | 사건 | 진행현황 | 주무관청 |
|----------------|-----------------|---|--|------|
| 백양터널 | 0.2 | 자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분 취소 청구 | - 부산지방법원은 사업시행자 승소 판결을 내림 (2014년 10월 10일) - 부산시가 부산고등법원에 항소 (2014년 10월 24일) | 부산시 |
| 수정산터널 | 5.6 | 자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분 취소 청구 | | |
| 광주 제2순환도로, 1구간 | 13.3 | 자본구조를 실시협약 체결 당시의 자본구조로 원상회복하라는 내용의 행정처분 취소 청구 자본구조 원상회복이 이행될때까지 최소 통행료수입보전에 대한 지급을 유보한다는 내용의 행정처분 취소 청구 | - 대법원에서 상고심 진행중 - 서울행정법원은 행정처분의 취소를 청구하는 1심 소송을 각하함 | 광주시 |

자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

V. Appendix

그림 21. 맥쿼리인프라 투자 유료 도로 개괄: 용인-서울 고속도로, 서울-춘천 고속도로, 인천대교

| | | |
|------------------|---------------|---------|
| 프로젝트명 | 용인-서울 고속도로 | |
| 사업시행자 | 경수고속도로(주) | |
| 주무관청 | 국토교통부 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2039년 만료 | |
| MRG보장기간 | 10년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 1,348억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 3.8 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 70,603 | 75,856 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 6.8 | 7.4 |
| 통행료수입 (1,000원) | 126,531 | 136,019 |
| YoY (%) | 11.7 | 7.5 |
| EBITDA 마진 (%) | 78.2 | 77.1 |



| | | |
|------------------|---------------|---------|
| 프로젝트명 | 서울-춘천 고속도로 | |
| 사업시행자 | 서울춘천고속도로(주) | |
| 주무관청 | 국토교통부 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2039년 만료 | |
| MRG보장기간 | 15년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 1,360억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 8.3 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 39,763 | 41,020 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 1.5 | 3.2 |
| 통행료수입 (1,000원) | 251,815 | 260,182 |
| YoY (%) | 5.2 | 3.3 |
| EBITDA 마진 (%) | 81.6 | 83.1 |



| | | |
|------------------|---------------|---------|
| 프로젝트명 | 인천대교 | |
| 사업시행자 | 인천대교(주) | |
| 주무관청 | 국토교통부 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2039년 만료 | |
| MRG보장기간 | 15년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 1,639억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 10.0 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 30,990 | 34,909 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 8.5 | 12.6 |
| 통행료수입 (1,000원) | 161,047 | 180,235 |
| YoY (%) | 11.8 | 11.9 |
| EBITDA 마진 (%) | 79.0 | 79.2 |



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 22. 맥쿼리인프라 투자 유료 도로 개발: 마창대교, 인천국제공항 고속도로, 광주 제2순환도로 (3-1구간)

| | | |
|------------------|------------------|---------|
| 프로젝트명 | 마창대교 | |
| 사업시행자 | (주)마창대교 | |
| 주무관청 | 경상남도 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2038년 만료 | |
| MRG보장기간 | 30년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 1,128억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 6.9 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 17,009 | 26,054 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 9.8 | 53.2 |
| 통행료수입 (1,000원) | 37,559 | 85,128 |
| YoY (%) | 24.1 | 54.6 |
| EBITDA 마진 (%) | 81.7 | 77.3 |
| 프로젝트명 | 인천국제공항 고속도로 | |
| 사업시행자 | 신공항하이웨이(주) | |
| 주무관청 | 국토교통부 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2030년 만료 | |
| MRG보장기간 | 20년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 1,088억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 6.7 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 54,858 | 60,467 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 3.6 | 10.2 |
| 통행료수입 (1,000원) | 347,812 | 368,479 |
| YoY (%) | 2.9 | 5.9 |
| EBITDA 마진 (%) | 88.5 | 89.1 |
| 프로젝트명 | 광주 제2순환도로, 3-1구간 | |
| 사업시행자 | 광주순환(주) | |
| 주무관청 | 광주광역시 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2034년 만료 | |
| MRG보장기간 | 30년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 679억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 4.2 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 33,420 | 34,092 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | (3.9) | 2.0 |
| 통행료수입 (1,000원) | 35,292 | 36,009 |
| YoY (%) | 1.6 | 2.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 68.5 | 80.5 |



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 23. 맥쿼리인프라 투자 유료 도로 개발: 광주 제2순환도로 (1구간), 우면산터널, 천안-논산 고속도로

| | | |
|------------------|----------------|--------|
| 프로젝트명 | 광주 제2순환도로, 1구간 | |
| 사업시행자 | 광주순환도로투자(주) | |
| 주무관청 | 광주광역시 | |
| 관리운영기간 | 28년, 2028년 만료 | |
| MRG보장기간 | 28년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 2,103억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 12.9 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 40,008 | 41,794 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 5.5 | 4.9 |
| 통행료수입 (1,000원) | 42,035 | 44,287 |
| YoY (%) | 5.7 | 5.4 |
| EBITDA 마진 (%) | 83.5 | 59.8 |



| | | |
|------------------|---------------|--------|
| 프로젝트명 | 우면산터널 | |
| 사업시행자 | 우면산인프라웨이(주) | |
| 주무관청 | 서울특별시 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2034년 만료 | |
| MRG보장기간 | 30년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 203억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 1.3 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 25,648 | 27,010 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 2.2 | 5.7 |
| 통행료수입 (1,000원) | 55,393 | 58,551 |
| YoY (%) | 2.0 | 5.7 |
| EBITDA 마진 (%) | 81.4 | 81.2 |



| | | |
|------------------|---------------|---------|
| 프로젝트명 | 천안-논산 고속도로 | |
| 사업시행자 | 천안논산고속도로(주) | |
| 주무관청 | 국토교통부 | |
| 관리운영기간 | 30년, 2032년 만료 | |
| MRG보장기간 | 20년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 2,700억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 16.5 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 44,785 | 46,950 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 3.2 | 4.8 |
| 통행료수입 (1,000원) | 372,580 | 392,258 |
| YoY (%) | 7.7 | 5.3 |
| EBITDA 마진 (%) | 85.6 | 85.1 |



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

그림 24. 맥쿼리인프라 투자 유료 도로 개발: 수정산터널, 백양터널

| | | |
|------------------|---------------|--------|
| 프로젝트명 | 수정산터널 | |
| 사업시행자 | 수정산투자(주) | |
| 주무관청 | 부산광역시 | |
| 관리운영기간 | 25년, 2027년 만료 | |
| MRG보장기간 | 25년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 952억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 5.8 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 43,409 | 45,761 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 2.1 | 5.4 |
| 통행료수입 (1,000원) | 31,662 | 33,419 |
| YoY (%) | 1.8 | 5.5 |
| EBITDA 마진 (%) | 65.3 | 87.6 |



| | | |
|------------------|---------------|--------|
| 프로젝트명 | 백양터널 | |
| 사업시행자 | 백양터널(유) | |
| 주무관청 | 부산광역시 | |
| 관리운영기간 | 25년, 2025년 만료 | |
| MRG보장기간 | 25년 | |
| 맥쿼리인프라 투자금액 | 26억원 | |
| 포트폴리오비중 (%) | 0.2 | |
| | 2013 | 2014 |
| 통행량 (차량/일) | 72,324 | 73,587 |
| 전년대비 통행량 증가율 (%) | 2.1 | 1.7 |
| 통행료수입 (1,000원) | 51,844 | 52,816 |
| YoY (%) | 2.0 | 1.9 |
| EBITDA 마진 (%) | 73.3 | 83.1 |



자료: 맥쿼리인프라, KB투자증권

손익계산서

| | (십억원) | | | | |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 운용수익 | 212.9 | 181.2 | 197.8 | 219.9 | 247.4 |
| 증감률 (% YoY) | 3.4 | (14.9) | 9.1 | 11.2 | 12.5 |
| 이자수익 | 173.6 | 177.8 | 194.0 | 215.8 | 242.7 |
| 배당수익 | 11.2 | 3.4 | 3.7 | 4.1 | 4.6 |
| 운용자산매각이익 | 28.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타운용수익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운영비용 | 54.6 | 55.7 | 50.5 | 55.1 | 88.3 |
| 증감률 (% YoY) | 5.0 | 2.2 | (9.5) | 9.1 | 60.3 |
| 운용수수료 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 35.4 | 39.5 |
| 자산보관수수료 | 0.3 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자비용 | 19.7 | 19.6 | 17.2 | 17.2 | 17.2 |
| 기타 | 3.7 | 5.0 | 2.5 | 2.5 | 31.6 |
| 법인세비용 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 158 | 125 | 147 | 165 | 159 |
| 증감률 (% YoY) | 2.9 | (20.8) | 17.4 | 11.9 | (3.5) |
| 순이익률 (%) | 74.4 | 69.2 | 74.5 | 75.0 | 64.3 |

현금흐름표

| | (십억원) | | | | |
|------------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 영업현금 | 185.8 | 80.2 | 159.4 | 175.0 | 206.0 |
| 이자수익 | 101.9 | 97.7 | 176.9 | 198.6 | 225.6 |
| 대출금의 회수 | 8.5 | 19.0 | 24.4 | 17.3 | 20.3 |
| 미수금의 회수 | 1.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.7 |
| 투자자산의 처분 | 131.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| (-/+) 지분증권의 취득 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| (-/+) 운용수수료지급 | 30.9 | 29.9 | 29.1 | 30.0 | 29.7 |
| (-/+) 기타 | (26.6) | (7.2) | (13.5) | (11.9) | (10.9) |
| 재무현금 | (191.9) | (46.1) | (192.1) | (199.1) | (207.4) |
| 차입금증가 | 132.5 | 334.8 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| (-/+) 차입금상환 | 155.0 | 200.3 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| (-/+) 분배금지급 | 155.8 | 164.4 | 147.3 | 167.3 | 154.0 |
| (-/+) 기타 | (13.6) | (16.2) | (39.8) | (26.8) | (48.4) |
| 총현금흐름 (Gross CF) | (6.1) | 34.1 | (32.7) | (24.1) | (1.3) |

자료: Fnguide, KB투자증권

재무상태표

| | (십억원) | | | | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 자산총계 | 2,042.2 | 2,144.5 | 2,080.7 | 2,089.1 | 2,104.8 |
| 운용자산 | 1,637.9 | 1,681.6 | 1,670.2 | 1,663.2 | 1,671.7 |
| 현금 및 예치금 | 14.8 | 48.9 | 28.1 | 30.6 | 35.9 |
| 대출금 | 1,090.1 | 1,079.6 | 1,088.6 | 1,086.1 | 1,084.8 |
| 지분증권 | 533.1 | 553.1 | 553.5 | 546.6 | 551.1 |
| 기타자산 | 404.2 | 462.9 | 410.5 | 425.9 | 433.1 |
| 미수이자 | 394.9 | 455.1 | 400.5 | 416.8 | 424.2 |
| 미수금 | 2.9 | 2.4 | 3.3 | 2.9 | 2.8 |
| 선급비용 | 6.4 | 5.5 | 6.7 | 6.2 | 6.1 |
| 부채총계 | 327.1 | 468.0 | 394.9 | 401.6 | 417.9 |
| 운용부채 | 317.9 | 458.1 | 385.6 | 392.2 | 408.3 |
| 사채 | 249.3 | 249.5 | 249.3 | 249.4 | 249.4 |
| 장기차입금 | 68.6 | 208.6 | 136.3 | 142.8 | 158.9 |
| 미지급금 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 미지급운용수수료 | 7.4 | 8.3 | 7.7 | 7.8 | 7.9 |
| 기타부채 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 자본총계 | 1,715.1 | 1,676.5 | 1,685.7 | 1,687.5 | 1,686.9 |
| 자본금 | 1,671.0 | 1,671.0 | 1,671.0 | 1,671.0 | 1,671.0 |
| 이익잉여금 | 44.1 | 5.5 | 14.7 | 16.5 | 15.9 |

주요 투자지표

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Multiples (X, %, 원) | | | | | |
| PER | 12.8 | 18.1 | 18.0 | 18.7 | 19.6 |
| PBR | 3.6 | 4.1 | 4.7 | 5.5 | 5.6 |
| PSR | 9.5 | 12.5 | 13.4 | 14.0 | 12.6 |
| EV/EBITDA | 14.8 | 21.7 | 20.6 | 21.1 | 22.2 |
| 배당수익률 | 7.7 | 6.0 | 5.6 | 5.4 | 4.9 |
| EPS | 478 | 379 | 444 | 497 | 480 |
| BPS | 1,715 | 1,677 | 1,686 | 1,687 | 1,687 |
| SPS | 642 | 547 | 597 | 663 | 746 |
| DPS | 513 | 418 | 444 | 505 | 464 |
| 수익성지표 (%) | | | | | |
| ROA | 7.7 | 6.0 | 7.0 | 7.9 | 7.6 |
| ROE | 9.2 | 7.5 | 8.7 | 9.8 | 9.4 |
| ROIC | 7.8 | 6.0 | 7.2 | 8.0 | 7.7 |
| 안정성지표 (% , X) | | | | | |
| 부채비율 | 19.1 | 27.9 | 23.4 | 23.8 | 24.8 |
| 순차입비율 | 17.7 | 24.4 | 21.2 | 21.4 | 22.1 |
| 자산/자본구조 (%) | | | | | |
| 투하자본 | 98.8 | 97.3 | 98.2 | 98.1 | 97.8 |
| 차입금 | 317.9 | 458.1 | 385.6 | 392.2 | 408.3 |

김세련 02) 3777-8050
sally.kim@kbsec.co.kr

케이타리츠 (145270)

기업 코멘트

투자 의견 **Not Rated**
목표주가 **N/A**

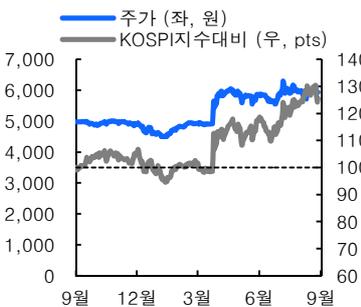
| | |
|-------------------------------|-------|
| Upside / Downside (%) | n/a |
| 현재가 (09/16, 원) | 5,900 |
| Consensus target price (원) | n/a |
| Difference from consensus (%) | n/a |

Forecast earnings & valuation

| Fiscal year ending | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------|-------|--------|--------|-------|
| 매출액 (백만원) | 988 | 13,854 | 7,945 | 9,511 |
| 영업이익 (백만원) | (623) | 11,085 | 4,946 | 6,729 |
| 순이익 (백만원) | (672) | 8,784 | 3,609 | 3,735 |
| EPS (원) | (124) | 1,620 | 666 | 689 |
| 증감률 (%) | n/a | 흑전 | (58.9) | 3.5 |
| PER (X) | n/a | 2.5 | 6.6 | 6.8 |
| PBR (X) | n/a | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROE (%) | (6.0) | 24.5 | 9.1 | 9.3 |
| 배당수익률 (%) | n/a | n/a | 13.7 | 6.8 |

Performance

| (%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---------------|-------|-----|------|------|
| 절대수익률 | (0.8) | 0.5 | 19.8 | 18.5 |
| KOSPI대비 상대수익률 | (0.4) | 3.1 | 20.4 | 21.8 |



Trading Data

| | |
|----------------|---------------|
| 시가총액 (십억원) | 32 |
| 유통주식수 (백만주) | 5 |
| Free Float (%) | 88.8 |
| 52주 최고/최저 (원) | 6,300 / 4,500 |
| 거래대금 (3M, 십억원) | 0 |
| 외국인 소유지분율 (%) | 5.4 |
| 주요주주 지분율 (%) | 이명석 14.5 |

자료: Fnguide, KB투자증권

디벨로퍼로서의 성장 시나리오까지 겸비한 배당주

- ✓ 보유 투자부동산 수익률, 시장대비 높은 수준 유지
- ✓ 초저금리 시대, 배당수익률 5-6%로 하반기 배당주 매력 부각
- ✓ 정책 변경에 따라 향후 디벨로퍼로서의 성장 가능성 확보

▶ 효율적 포트폴리오 관리, 연 70억원의 운영수입 확보

케이타리츠는 2010년에 설립된 자기관리 리츠로서, 보유 투자부동산은 총 6개로 모두 핵심 상권에 위치하고 있으며, 시설 용도의 다변화를 통한 리스크 분산 효과 역시 나타나고 있다. 현 서울지역 자본환원율 (Capitalization Rate, 이하 CAP Rate)이 5% 아래로 떨어졌음에도 불구하고, 6% 이상의 건조한 CAP Rate을 보이고 있다는 점에서 긍정적이다. 자본금 270억원 규모에 연간 부동산 운영매출을 70억원 수준까지 확보했다.

▶ 배당가능이익의 50%를 의무배당, 저금리 시대에 매력도 부각

리츠의 특성상 배당가능이익의 50%를 의무배당 하도록 규정되어 있으나, 실적 부진에 따라 적자를 면치 못해 배당을 주지 못하는 리츠도 있다. 케이타리츠의 경우 상장 리츠 중 배당수익률이 가장 높은 6.8%를 기록하고 있으며, 향후 5~6% 수준의 배당수익률을 꾸준히 시험할 것으로 전망한다.

▶ 액면분할, 중간배당, 사업다각화로 주가 반등의 재료 확보

건조한 프로젝트 마진과 높은 배당수익률에도 불구하고, 유통물량이 적다는 점이 아쉬웠으나, 지난 7월 31일 주식분할을 결정, 9월 22일 임시주총을 앞두고 있어 향후 재상장 시 긍정적인 주가 흐름이 기대된다. 또한 주총에서 중간배당 결의도 함께 앞두고 있다는 점 역시 고무적이다. 뿐만 아니라 개정된 부동산투자회사법에 따라 자기관리리츠인 케이타리츠 역시 디벨로퍼로서의 사업 다각화 기회가 열리고, 유보율을 한시적으로 늘릴 수 있는 기회를 획득함에 따라 외형 성장의 발판 역시 마련되었다는 판단이다.

I. Investment Point

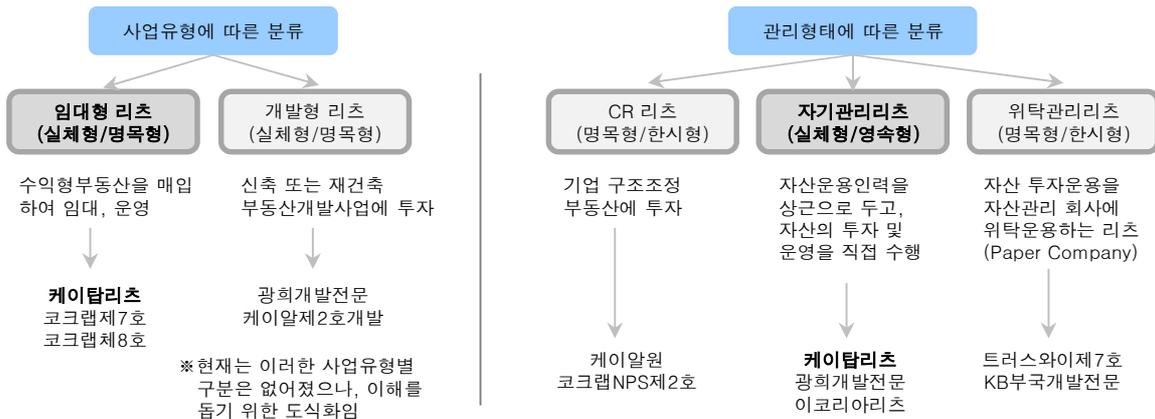
1. 투자부동산의 ROE 14.5%, CAP Rate 6%의 높은 수익률 시현

케이타리츠는 부동산투자회사법에 따른 자기관리형 리츠로서, 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산에 투자하여 그 수익을 투자자에게 배당하는 회사이다. 따라서 케이타리츠 주식을 취득함으로써 인해 부동산에 직접 투자한 것과 같은 수익을 얻을 수 있고, 여러 부동산에 분산 투자하는 효과를 간접적으로 누리기 때문에 직접 투자 리스크를 희석시키는 장점이 있다.

따라서 리츠는 구성하고 있는 자산의 포트폴리오 수익률에 따라 투자 매력도가 결정된다고 할 수 있는데, 케이타리츠의 경우는 보유 프로젝트의 ROE가 14.5% (주디스태화 제외 시), 평균 CAP Rate은 6.7% 수준으로 양호한 수익률을 시현하고 있다. 현재 서울 핵심 상권의 CAP Rate이 5% 아래로 떨어진 시장 환경을 감안했을 때, 보유 프로젝트 대부분이 6%를 상회하는 CAP Rate을 시현하고 있다는 점은 고무적이다.

또한 상장 리츠사의 연도별 ROE 변동 폭이 확대되는 가운데, 일부 상장 리츠사의 경우는 현재 마이너스 수익률을 벗어나지 못하고 상장폐지의 위기에 놓여있다. 그러나 케이타리츠의 경우는 초기 투자금으로 수익형 부동산 투자를 통해 운영수익 기반을 마련하고, 현재는 9.3%의 안정적인 ROE를 시현하고 있다.

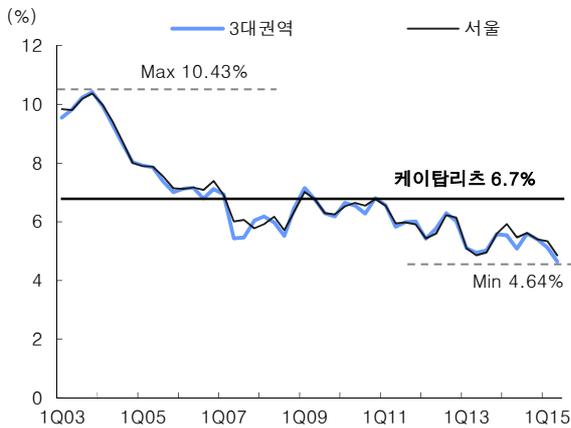
그림 25. 리츠의 분류: 개정된 부동산투자회사법 기준에 따라 케이타리츠는 자기관리리츠로 분류



자료: 케이타리츠, KB투자증권

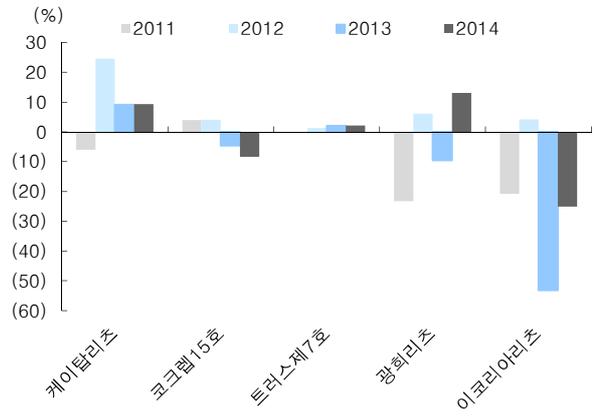
케이타리츠의 특성을 살펴보게 되면, 1) 보유 투자부동산의 위치가 대부분 핵심 도심 상권이 며, 2) 근린생활시설, 교육연구시설, 단독주택 등 건축물 용도 다변화로 리스크를 축소하고, 3) 부동산 투자 70%, 금융자산 30%로 투자자산을 나누어 안정적인 자산배분을 유지하고 있기 때문에 타사 및 시장 대비 높은 투자수익률을 달성하고 있는 것으로 판단된다. 이러한 높은 수익률 달성이 가능한 가장 큰 이유는 물론 투자, 자산운용의 핵심 인력 보유뿐만 아니라 회 계, 법률 등의 전 분야에 강력한 맨파워를 보유하고 있기 때문일 것이다.

그림 26. CAP Rate 하락에도 불구하고, 케이타리츠 CAP Rate은 6% 수준



자료: 젠스타, KB투자증권
 주: 3대권역은 서초, 강남, 여의도권역을 말함

그림 27. 상장 리츠사 ROE 연도별 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

표 11. 케이타리츠 보유 투자부동산 수익률 비교

| (단위: 백만원) | 자기자본(A) | 차입금(B) | 임대보증금(C) | 총 취득가 (A+B+C) | 매출액 | 순이익 | CAP Rate (%) | ROE (%) |
|-----------|---------|--------|----------|---------------|-------|-------|--------------|---------|
| 주디스태화 | 387 | 11,000 | 2,946 | 14,333 | 1,641 | 831 | 8.8 | 214.7 |
| 완정빌딩 | 2,425 | 3,000 | 910 | 6,335 | 514 | 300 | 6.6 | 12.4 |
| 판교아펠바움 | 1,377 | 3,330 | 30 | 4,737 | 300 | 193 | 6.3 | 14.0 |
| 화정빌딩 | 13,510 | 15,000 | 8,230 | 36,740 | 2,999 | 2,029 | 6.9 | 15.0 |
| 미원빌딩* | 2,086 | 6,600 | 473 | 9,159 | 485 | 242 | 5.1 | 11.6 |
| 서초빌딩 | 4,604 | 12,000 | 500 | 17,104 | 1,133 | 712 | 6.6 | 15.5 |
| 합계 | 24,389 | 50,930 | 13,089 | 88,408 | 7,072 | 4,307 | 6.7 | 17.7 |
| 주디스태화 제외시 | 24,002 | 39,930 | 10,143 | 74,075 | 5,431 | 3,476 | 6.3 | 14.5 |

자료: 케이타리츠, KB투자증권
 주: 전체 CAP Rate은 단순 평균값임

2. 초저금리 시대, 5~6%의 고배당 수익률로 매력 발산

케이탑리츠는 과거 부동산투자회사법에 따라 배당가능이익의 90%를 주주에게 의무배당 해왔다. 케이탑리츠의 경우는 2013년에 보유하고 있던 주디스태화 빌딩의 지하 1층을 매각하여 매각차익으로 57억원을 확보하고, 이에 따라 배당재원이 증가하여 주당 현금배당 600원을 시행하여 시장의 주목을 받았다. 이후에는 안정적인 부동산 운영 수입을 통해 배당수익률 6.8%라는 고배당 수익률로 여전히 시장에 매력을 어필하고 있다. 이는 전체 상장 리츠사의 투자자산 규모와 비교해 보아도 월등히 우수한 수준이다.

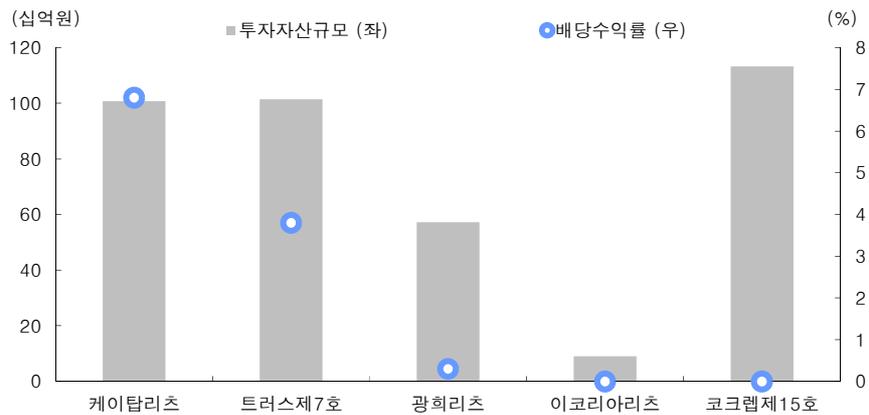
케이탑리츠는 개정 부동산특별법에 따라 유보율을 한시적으로 높일 것으로 예상되나, 보유 투자부동산의 일부 처분 계획을 통한 배당가능 이익 규모의 증대를 통해 연간 5%를 상회하는 배당수익률을 유지할 것으로 보인다. 따라서 저금리 기조가 유지되는 현 시장 상황에서 더욱 매력도가 부각되는 시점이라는 판단이다.

표 12. 케이탑리츠 배당 현황

| (백만원) | 2013 | 2014 |
|-----------|-----------|-----------|
| 당기순이익 | 3,609 | 3,735 |
| 배당가능이익 | 3,419 | 1,528 |
| 배당성향 (%) | 90.1 | 46.4 |
| 배당금 | 3,252 | 1,735 |
| 발행주식수 (주) | 5,421,000 | 5,421,000 |
| 주당배당금 (원) | 600 | 320 |
| 배당수익률 (%) | 13.7 | 6.8 |

자료: 케이탑리츠, KB투자증권

그림 28. 상장 리츠별 부동산 투자자산 규모 및 배당수익률 비교



자료: DART, KB투자증권

3. 액면분할+중간배당+개발 비즈니스 확장, 주가 상승 재료가 많다

과거 일부 리츠사의 경우 거금의 횡령으로 상장 후 얼마 지나지 않아 상장폐지가 되거나, 뚜렷한 프로젝트 수익률 시현을 하지 못해 전체적인 리츠 시장에 다소 부정적인センチ먼트가 있었다. 따라서 초기 투자자금이 많이 들어가는 리츠는 과거 연기금의 지분 비중이 높아 개인의 부동산 간접투자 목적에 다소 부합하지 않기도 했다.

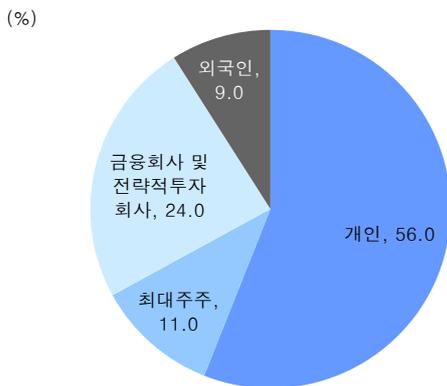
케이탑리츠는 현재 꾸준히 개인 비중이 늘어 현재는 개인 지분율이 56%까지 올라온 상황이지만, 전체 발행 주식수가 5백만주, 시가총액이 300억원 수준으로 발행 규모가 크지 않으며 3월 말 배당 지급일 전후에 일시적으로 거래량이 증가할 뿐, 일 평균 거래량이 3만주가 되지 않는다. 따라서 케이탑리츠는 최근 액면분할을 결정, 11월 4일 변경상장 예정이다. 분할 후 주식수는 5배 증가하여 2천 7백만주가 되므로, 적당한 거래량에 숨통이 트이면 평소 대체투자에 관심이 많던 투자자들의 활발한 참여로 인해 주가가 긍정적인 방향으로 움직일 가능성이 크다는 판단이다.

표 13. 케이탑리츠 주식 액면분할 개요

| 구분 | 분할전 | 분할후 |
|--------------|------------------------|------------|
| 액면가 (원) | 5,000 | 1,000 |
| 발행주식총수 (보통주) | 5,421,000 | 27,105,000 |
| 주주총회예정일 | 2015년 9월 22일 | |
| 구주권제출 | 2015년 09월 23일~10월 22일 | |
| 매매거래정지기간 | 2015년 10월 21일~변경상장일 전일 | |
| 신주권상장예정일 | 2015년 11월 04일 | |

자료: DART

그림 29. 케이탑리츠 주주 현황



자료: 케이탑리츠, KB투자증권
주: 1H15 기준

그림 30. 케이탑리츠 주가 추이

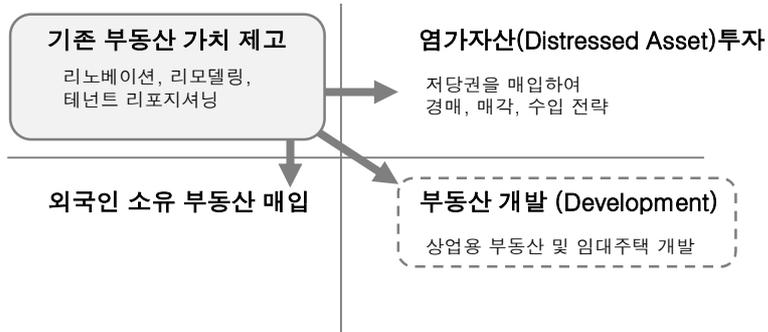


자료: FnGuide, KB투자증권

또한 최근 개정 시행된 부동산투자회사법에 따르면, 리츠의 포트폴리오 다변화와 외형 성장에 힘을 실어주는 분위기이다. 과거 개발사업 투자비용의 경우 케이탑리츠는 총 자산의 30% 이내에서 투자가 가능했기 때문에, 규모적 측면에서 사실상 개발사업을 시작하기 쉽지 않은 구조였다. 그러나 개정된 법안에서는 이를 주주총회 특별 결의사항으로 열어 두어 개발리츠가 아닌 일반 리츠도 부동산 개발사업에 투자할 수 있는 기회가 열린 셈이다.

성장 재원의 마련을 위해 기존 배당가능이익의 90%를 현금 의무배당으로 규정했다면, 개정안에서는 주식배당이 가능해졌으며, 특히 케이탑리츠와 같은 자기관리리츠의 경우에는 의무 배당 비율을 90%에서 2016년까지 50% 수준으로 한시적으로 완화하여 유보금 증가를 통한 성장 재원을 마련하게 했다. 의무배당비율이 줄어드는 것은 앞서 언급했던 케이탑리츠의 고배당 메리트와 상충되는 것처럼 보이지만, 케이탑리츠는 보유 투자부동산의 일부 매각 계획을 가지고 투자수익률을 확보하고, 기존에 없던 중간배당을 시행함으로써 5%를 상회하는 배당수익률시현으로 주주친화적 정책 기조를 유지할 것으로 보인다. 고배당 메리트의 지속과 성장 잠재력 확보로 인해 주가 반등의 기회가 도래했다는 판단이다.

그림 31. 기존 테넌트 리포지셔닝을 통한 수익 창출에서 향후 개발사업으로의 영역 확대 가능성



자료: 케이탑리츠, KB투자증권
 주: 실선은 케이탑리츠가 현재 운영하는 비즈니스 모델, 점선은 향후 확장 가능성이 있는 영역

표 14. 2015년 6월 22일부터 개정 시행된 부동산투자회사법 내용

| 주요내용 | 기존 | 개정 |
|------------------|--|---|
| 민간임대주택리츠 투자여건 개선 | 총 자산의 전부를 임대주택에 투자하는 리츠는 주식의 공모, 분산의무를 면제 | 연면적 70% 이상 임대주택에 투자하면 공모, 분산의무 면제 |
| 개발사업 투자비용 자율화 | 개발전문리츠는 상장, 비상장 관계없이 70% 이상 개발사업 투자 운용, 일반리츠는 상장 후 총 자산의 30% 이내만 투자 가능 | 개발사업 투자비용의 자율화 (주총 특별결의로 결정) |
| 이익배당의무 완화 | 배당가능이익의 90%이상 현금배당 | 현물로 배당방법을 확대하고, 자기관리리츠의 경우는 의무배당비율을 2016년 말까지 한시적으로 90%에서 50%로 완화 |

자료: 국토교통부, KB투자증권

II. Appendix

그림 32. 케이타리츠 보유 투자부동산 현황: 주디스태화, 완정빌딩, 판교 아벨바움

| | |
|----------------|------------------------------------|
| 건물명 | 주디스태화 |
| 위치 | 부산광역시 부산진구 부전동 중앙대로 694 |
| 취득금액/감정평가액 | 143억원 / 203억원 |
| 용도/구조 | 판매, 교육연구, 근린생활, 문화 및 집회시설/철근콘크리트조 |
| 대지 (전체) | 1,961.30㎡ |
| 대지 (케이타리츠 소유) | 809.73㎡ |
| 연면적 (전체) | 15,926.92㎡ |
| 연면적 (케이타리츠 소유) | 6,578.19㎡ |
| 건폐율/용적률 | 77.93% / 628.34% |
| 준공년도 | 1983년 4월 28일 (2003년 6월, 76.81㎡ 증축) |
| 규모 (전체) | 지하 3층 ~ 지상 9층 |
| 당사소유 | 지상 2층 ~ 지상 5층 |
| 최고높이 | 지상 48.30M, 지하 12.50M, 기준층 층고 3.75M |
| 주차대수 | 102대 (옥내 기계식 100대, 옥내 자주식 2대) |
| 비고 | 2013년 지하 1층 매각, 54억원 매각차익 실현 |



| | |
|------------|-----------------------------------|
| 건물명 | 완정빌딩 |
| 위치 | 인천 서구 원당대로 649 (인천 서구 마전동 1015-4) |
| 취득금액/감정평가액 | 63억원 / 71억원 |
| 용도/구조 | 업무시설, 제1종 근린생활시설 / 철근콘크리트조 |
| 대지면적 | 743.1㎡ |
| 연면적 | 3,876.08㎡ |
| 준공년도 | 2008년 5월 27일 |
| 규모 | 지하 2층 ~ 지상 7층 |



| | |
|------------|---------------------|
| 건물명 | 판교 아벨바움 |
| 위치 | 경기도 성남시 분당구 산운로 199 |
| 취득금액/감정평가액 | 47억원 / 47억원 |
| 용도/구조 | 단독주택 / 철근콘크리트조 |
| 대지면적 | 598.20㎡ |
| 연면적 | 580.77㎡ |
| 준공년도 | 2012년 7월 30일 |
| 규모 | 지하 1층 / 지상 2층 |



자료: 케이타리츠, KB투자증권

그림 33. 케이타리츠 보유 투자부동산 현황: 화정빌딩, 미원빌딩, 서초빌딩

| | |
|------------|--------------------------------|
| 건물명 | 화정빌딩 |
| 위치 | 경기도 고양시 덕양구 화중로 72 |
| 취득금액/감정평가액 | 367억원 / 408억원 |
| 용도/구조 | 업무시설, 운동시설, 근린생활시설 / 철골철근콘크리트조 |
| 대지면적 | 1,327.8㎡ |
| 연면적 | 17,255.64㎡ |
| 준공년도 | 2009년 11월 2일 |
| 규모 | 지하 4층 ~ 지상 12층 |



| | |
|------------|--------------------------------|
| 건물명 | 미원빌딩 |
| 위치 | 서울시 영등포구 국제금융로 70 미원빌딩 14, 19층 |
| 취득금액/감정평가액 | 91억원 / 98억원 |
| 용도/구조 | 업무시설, 운동시설, 근린생활시설 / 철골철근콘크리트조 |
| 대지면적 | 총 3,696㎡ 중 373.26㎡ |
| 연면적 | 총 연면적 36,106.02㎡ 중 3,646.22㎡ |
| 준공년도 | 1984년 09월 27일 |
| 규모 | 지하 4층 ~ 지상 21층 (14, 19층 소유) |



| | |
|------------|---------------------------|
| 건물명 | 서초빌딩 |
| 위치 | 서울시 서초구 반포대로4길 58 |
| 취득금액/감정평가액 | 171억원 / 186억원 |
| 용도/구조 | 교육연구시설 / 철골철근콘크리트구조, 철골구조 |
| 대지면적 | 989.9㎡ |
| 연면적 | 4,588.44㎡ |
| 준공년도 | 2007년 08월 27일 |
| 규모 | 지하 3층 ~ 지상 6층 |



자료: 케이타리츠, KB투자증권

| 손익계산서 | (백만원) | | | |
|-----------|--------|--------|-------|---------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 영업수익 | 988 | 13,854 | 7,945 | 9,511 |
| 관리비수익 | 301 | 683 | 651 | 1,163 |
| 임대수익 | 682 | 2,315 | 2,429 | 5,410 |
| 투자부동산평가이익 | 5 | 10,856 | 4,865 | 2,938 |
| 영업비용 | 1,611 | 2,769 | 3,000 | 2,782 |
| 인건비 | 797 | 1,371 | 1,251 | 1,404 |
| 감가상각비 | 41 | 12 | 17 | 34 |
| 관리비 | 753 | 789 | 1,710 | 1,333 |
| 기타영업비용 | 20 | 597 | 23 | 12 |
| 영업이익 | (623) | 11,085 | 4,946 | 6,729 |
| 영업외손익 | (49) | 116 | (431) | (1,969) |
| 영업외수익 | 156 | 401 | 491 | 252 |
| 영업외비용 | 204 | 285 | 923 | 2,221 |
| 세전이익 | (672) | 11,201 | 4,515 | 4,760 |
| 법인세 | 0 | 2,416 | 905 | 1,025 |
| 당기순이익 | (672) | 8,784 | 3,609 | 3,735 |
| 지배주주순이익 | (672) | 8,784 | 3,609 | 3,735 |
| 이익률 (%) | | | | |
| 영업이익률 | (63.0) | 80.0 | 62.2 | 70.7 |
| 세전이익률 | (68.0) | 80.8 | 56.8 | 50.0 |
| 순이익률 | (68.0) | 63.4 | 45.4 | 39.3 |

| 성장성 | (%) | | | |
|------------|------|---------|--------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 총자산증가율 | n/a | 57.7 | 142.5 | 22.9 |
| 자기자본증가율 | n/a | 220.7 | 10.5 | 1.3 |
| 영업수익증가율 | n/a | 1,301.9 | (42.6) | 19.7 |
| 영업이익증가율 | n/a | 흑전 | (55.4) | 36.0 |
| 판관비증가율 | n/a | (70.8) | 36.9 | 107.4 |
| 지배주주순이익증가율 | n/a | 흑전 | (58.9) | 3.5 |

자료: Fnguide, KB투자증권

| 재무상태표 | (백만원) | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 자산총계 | 23,081 | 36,391 | 88,242 | 108,447 |
| 유동자산 | 3,110 | 15,738 | 15,604 | 6,648 |
| 현금 및 현금등가물 | 672 | 1,914 | 630 | 3,033 |
| 단기금융자산 | 2,023 | 7,637 | 13,061 | 3,100 |
| 기타유동자산 | 415 | 6,187 | 1,912 | 516 |
| 비유동자산 | 19,971 | 20,654 | 72,638 | 101,799 |
| 투자부동산 | 19,918 | 20,567 | 72,280 | 100,667 |
| 기타비유동자산 | 52 | 86 | 358 | 1,132 |
| 부채총계 | 11,904 | 9,110 | 48,636 | 68,330 |
| 유동부채 | 9,784 | 3,115 | 8,453 | 22,452 |
| 매입채무및기타채무 | 1,246 | 68 | 51 | 32 |
| 단기금융부채 | 8,000 | 0 | 3,700 | 14,277 |
| 보증금 | 0 | 440 | 3,143 | 5,817 |
| 기타 | 538 | 2,607 | 1,559 | 2,327 |
| 비유동부채 | 2,120 | 5,995 | 40,183 | 45,878 |
| 장기금융부채 | 0 | 3,000 | 28,690 | 36,600 |
| 장기보증금 | 0 | 3,396 | 9,877 | 7,055 |
| 기타충당부채 | 2,120 | (401) | 1,617 | 2,222 |
| 자본총계 | 11,177 | 27,282 | 39,606 | 40,117 |
| 자본금 | 12,105 | 27,105 | 27,105 | 27,105 |
| 자본잉여금 | 0 | 683 | 843 | 843 |
| 이익잉여금 | (756) | (506) | 11,658 | 12,097 |
| 자본조정 및 기타포괄손익누계 | (171) | (0) | 0 | 72 |

| 주요 투자지표 | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Multiples (X, %, 원) | | | | |
| EPS | (124) | 1,620 | 666 | 689 |
| BPS | 2,061 | 6,604 | 7,280 | 7,376 |
| 보통주DPS | 0 | 0 | 600 | 320 |
| PER | n/a | 2.5 | 6.6 | 6.8 |
| PBR | n/a | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROE | (6.0) | 24.5 | 9.1 | 9.3 |
| 배당수익률 | 0 | 0 | 13.7 | 6.8 |
| 배당성향 | 0 | 0 | 90.1 | 46.4 |

주: EPS는 완전회석 EPS

KB 리서치 커버리지 스타일 분류

- KB투자증권 커버리지 종목에 대하여 애널리스트 의견 및 계량 분석을 통해 해당 종목의 투자기간, 스타일, 투자성향을 분류하여 제시함

| 구분 | | 맥쿼리인프라 (088980) | | | | 기준 |
|------|-----|--------------------|--|--|--|---|
| 투자기간 | 단기 | | | | | 6개월 이내 의미 있는 주가 변동이 예상되는 종목 |
| | 장기 | ✓ | | | | 12개월 이내 의미 있는 주가 변동이 예상되는 종목 |
| 스타일 | 성장 | ✓ | | | | 해당 기업의 매출액, 당기순이익의 3년 평균 성장률, 지속가능성장률을 중심으로 점수를 산정 후 평균 점수 이상인 종목 |
| | 가치 | | | | | 해당 기업의 주당순자산비율 (PBR), 주가수익비율 (PER), 배당수익률을 중심으로 상대적으로 저평가된 종목 |
| | 배당 | ✓ | | | | 배당의 연속성 (3년 연속 배당), 배당성장, 배당 증가 여부, 이익의 안정 및 성장 등을 종합적으로 분석하여 배당주로서 매력이 존재하는 종목 |
| 투자성향 | 고위험 | | | | | 주가 변동성 (수익률의 표준편차)이 상위 1/3에 포함시 고위험, 중위 1/3에 포함시 중위험, 하위 1/3에 포함시 저위험으로 분류함 |
| | 중위험 | | | | | |
| | 저위험 | ✓ | | | | |

주1: 위의 커버리지 스타일은 KB투자증권의 자체 기준으로 분류한 것으로 해당 종목에 대한 절대적인 기준이 아닌 참고용 자료임

주2: 스타일은 각 Factor에 대해 상대비교에 의하여 선정되는 것으로, 일정 기준에 부합되지 않을 경우 제시되지 않을 수 있음

최근 2년간 투자이전 및 목표주가 추이



투자등급 및 적용기준

| 구분 | 투자등급 | 적용기준 (향후 1년 기준) |
|------------|--------------------|-------------------------|
| 업종(Sector) | OVERWEIGHT (비중확대) | 시장대비 7% 이상 상승 예상 |
| | NEUTRAL (중립) | 시장대비 -7%~7% 수익률 예상 |
| | UNDERWEIGHT (비중축소) | 시장대비 7% 이상 하락 예상 |
| 기업(Report) | BUY (매수) | 추정 적정주가 15% 이상 상승 예상 |
| | HOLD (보유) | 추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상 |
| | SELL (매도) | 추정 적정주가 15% 이상 하락 예상 |

투자의견 비율 (기준일: 2015/06/30)

| 투자등급 | 비율 |
|------|-------|
| BUY | 86.5% |
| HOLD | 13.5% |
| SELL | 0% |

[Compliance Notice]

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.