

# 대한항공

# HOLD(유지)

003490 기업분석 | 운송

목표주가(상향)	25,000원	현재주가(11/16)	26,950원	Up/Downside	-7.2%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2020. 11. 17

## 아시아나항공 인수, 우려 반 기대 반

### News

**대한항공, 아시아나항공 인수 결정:** 11/16일 대한항공은 아시아나항공 인수를 공시했다. 인수를 위해 대한항공은 아시아나항공의 유상증자 신주 약 1.3억주를 1조 5천억원에 인수할 예정이다. 또한 아시아나항공이 발행하는 3,000억원의 영구전환사채도 인수한다. 유상증자 완료 시 대한 항공은 지분율 64%로 아시아나항공의 대주주로 등극할 예정이다.

**인수 자금을 위한 유상증자:** 인수 자금 확보를 위해 한진칼은 산업은행을 대상으로 한 5천억원의 유상 증자와 3천억원의 사모교환 사채를 발행할 예정이다. 이를 통해 대한항공에 8천억원을 대어 한다. 여기에 더해 대한항공은 기존 주주 대상으로 약 2조 5천억원의 유상증자를 실시할 예정이다.

### Comment

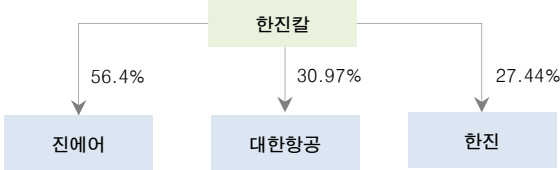
**우려와 기대 공존:** 유상증자가 완료될 경우 대한항공은 아시아나항공 인수 비용을 제외하더라도 총 1조 5천억원의 추가적인 자금을 확보하게 된다. 여객부문의 회복이 불투명한 가운데 안정적인 재원을 확보할 수 있게 된 셈이다. 아시아나항공이 화물부문의 높은 수익성을 통해 3Q20에도 흑자 기조를 유지한 점을 감안하면 추가적인 재무 구조 악화에 대한 우려는 높지 않을 것으로 판단된다. 문제는 인수를 통한 시너지 효과이다. 두 항공사의 주요 여객 노선은 크게 겹치지 않지만 인력 중복 및 LCC가 문제이다. 특히 LCC 부문의 경우 아시아나항공이 에어부산 및 에어서울 2개사를 보유하고 있고 대부분 전어와 노선이 중복되어 추가적인 교통 정리가 필요할 예정이다.

### Action

**여객부문 회복 불투명:** 예상을 뛰어넘은 20년 실적을 고려해 목표주가를 25,000원으로 상향한다. 유상증자를 통한 희석을 제외하더라도 여객부문의 회복 가능성은 여전히 불가피하다. 투자 의견을 HOLD로 유지한다.

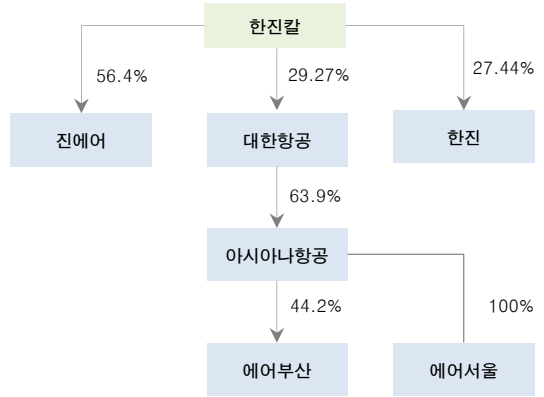
Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	11,373/26,950원
매출액	13,012	12,683	7,658	8,261	10,311	KOSDAQ /KOSPI	847/2,543pt
(증가율)	7.6	-2.5	-39.6	7.9	24.8	시가총액	46,950억원
영업이익	671	257	59	349	372	60일-평균거래량	3,550,873
(증가율)	-28.6	-61.6	-77.2	495.7	6.6	외국인지분율	12.6%
지배주주순이익	-168	-629	-410	105	150	60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
EPS	-1,780	-6,633	-4,326	1,109	1,578	주요주주	한진칼 외 18 인 31.1%
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA	24.3	17.1	(천원)	
PBR (H/L)	1.2/0.8	1.5/0.8	1.2	1.1	1.0	대한항공(좌)	(pt)
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.8	8.1/7.5	7.9	7.0	6.9	KOSPI지수대비(우)	200
영업이익률	5.2	2.0	0.8	4.2	3.6		0
ROE	-5.1	-22.1	-16.7	4.6	6.2		19/11 20/03 20/06 20/09
						주가상승률	1M 3M 12M
						절대기준	32.4 38.2 19.4
						상대기준	21.9 30.8 1.5

도표 1. 한진 그룹 현재 지배구조



자료: DB금융투자

도표 2. 아시아나항공 인수 완료 시 한진 그룹 지배 구조



자료: DB금융투자

도표 3. 아시아나항공 유상증자 내역

구분	내용	기타
유상 증자 신주 수	131,578,947	3자(대한항공) 배정 유상 증자
신주 발행 가액	11,400원	신주 발행 가액은 무상 감자 완료 기준 산정 금액
시준 발행 총 금액	약 1.5조원	
자금 조달의 목적	운영 자금 채무 상환 자금	1 조원 5,000억원
납입일	21년 6/30일	
아시아나 현재 주식 수	223,235,294	
12월 무상 감자 이후 주식 수	74,411,764	보통 주식 3주 보통 주식 1주 비율로 무상 병합
보통주 감자 완료 가정 주가(11/16일 증가 기준)	16,710원	
신주의 상장 예정일	21년 7/21일	
신주 상장 이후 주식 수	205,990,711	
신주 상장 이후 대한항공 지분율	63.9%	
유상 증자 완료 후 희석 주가	13,318원	
주가 희석률	-20.3%	

자료: DB금융투자

도표 4. 대한항공 전환사채권 취득 내역

사채 종류	무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채
사채권 발행 회사	아시아나 항공
사채의 권면 총액	3,000억원
표면 이자율	7.2%
만기 이자율	7.2%
전환비율	100%
전환가액	13,650원/주
전환에 따라 발행할 주식	21,978,022
전환청구기간	2021년 12/29일~2050년 11/29일

자료: DB금융투자

도표 5. 한진칼 유상증자 내역

구분	내용	기타
유상 증자 신주 수	7,062,146	3자(산업은행) 배정 유상 증자
예정 발행 가액	70,800원	
자금 조달의 목적	기타	약 5,000억원
납입일	20년 12/2일	
신주의 상장 예정일	20년 12/22일	
11/16일 총가	82,200원	
유증 증자 완료 후 희석 증가	80,984원	
추가 희석률	-1.5%	

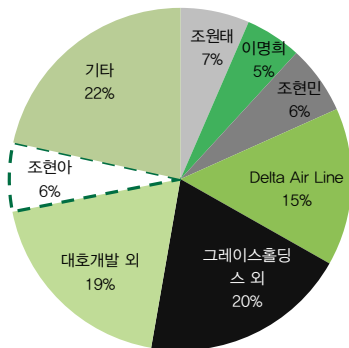
자료: DB금융투자

도표 6. 한진칼 교환 사채 발행 내역

사채 종류	무기명식 사모 전환사채
인수자	산업은행
사채의 권면 총액	3,000억원
표면 이자율	2.25
만기 이자율	4.0%
전환비율	100%
전환가액	대한항공 보통주 24,317원/주
전환에 따라 발행할 주식	12,337,048
전환청구기간	2021년 1/3일~2050년 11/23일

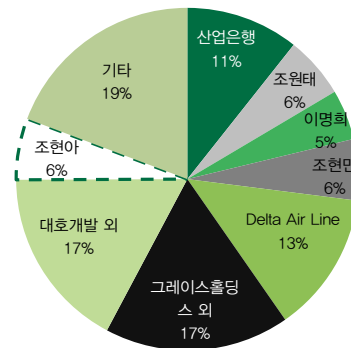
자료: DB금융투자

도표 7. 한진칼 지분율



자료: DB금융투자

도표 8. 유상증자 완료 이후 한진칼 지분율 변화



자료: DB금융투자

도표 9. 대한항공 유상증자 내역

구분	내용	기타
유상 증자 신주 수	173,611,112	주주 배정 후 실권주 일반 공모
예정 발행 가액	14,400원	11/16일 증가 26,950원
자금 조달의 목적	채무 상환	1조원
	타법인 증권 취득 자금	1조 5,000억원
1주당 신주 배정 주식 수	0.7921999108	
우리사주조합원 우선 배정 비율	20%	
신주 배정 기준일	2021년 1/26	
청약 예정일	21년 3/4일	우리사주/구주주 청약 예정일 동일, 종료일 우리사주 3/4일, 구주주 3/5일
납입일	21년 3/12일	
신주의 상장 예정일	21년 3/24일	

자료: DB금융투자

도표 10. 대한항공 주가 희석률 추정

	내용
기존 보통주 주식 수	174,209,713
예정 발행 가액	14,400원
신주 발행 주식 수	173,611,112
유상 증자 완료 후 주식 수	347,820,825
현재 시가총액	4조 6,950억원
11/16일 증가	26,950원
유증 증자 완료 후 희석 증가	20,686원
주가 희석률	-23.2%

자료: DB금융투자, 주: 유상 증자 발행 가액 14,400원, 실권주 0 가정

도표 11. 대한항공 목표주가 산정

21년 FWD BPS(원)	24.502	
Target PBR(배)	1.0	2018년 이후 PBR 저점
Target Price(원)	25,000	
상승여력(%)	-7.2	11/16일 증가 기준

자료: DB금융투자, 주: 유상증자 효과 제외 기준

도표 12. 대한항공 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,139</b>	<b>3,121</b>	<b>3,383</b>	<b>3,299</b>	<b>2,427</b>	<b>1,728</b>	<b>1,595</b>	<b>1,907</b>	<b>12,942</b>	<b>7,658</b>	<b>8,261</b>
국제여객	1,800	1,813	1,982	1,686	1,216	163	209	340	7,281	1,927	2,757
국내여객	106	133	132	115	67	41	64	117	486	289	297
화물	645	630	640	643	648	1,226	1,016	1,199	2,557	4,089	3,735
기타	500	445	528	494	255	113	92	445	2,538	1,200	1,308
매출원가	2,645	2,825	2,908	2,762	2,291	1,472	1,493	1,490	11,139	6,746	7,021
매출총이익	494	296	475	537	136	257	102	417	1,802	912	1,240
판매 및 관리비	353	395	379	160	219	146	133	355	1,287	853	891
<b>영업이익</b>	<b>141</b>	<b>-99</b>	<b>96</b>	<b>378</b>	<b>-83</b>	<b>110</b>	<b>-31</b>	<b>63</b>	<b>262</b>	<b>59</b>	<b>349</b>
영업이익률	4.5	-3.2	2.9	11.4	-3.4	6.4	-2.0	3.3	2.0	0.8	4.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>-63</b>	<b>-398</b>	<b>-254</b>	<b>85</b>	<b>-732</b>	<b>123</b>	<b>-29</b>	<b>228</b>	<b>-629</b>	<b>-410</b>	<b>105</b>
지배주주순이익률	-2.0	-12.8	-7.5	2.6	-30.1	7.1	-1.8	12.0	-4.9	-5.4	1.3

자료: DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	3,750	3,575	4,292	4,449	4,473
현금및현금성자산	1,504	816	2,039	2,247	2,101
매출채권및기타채권	883	900	582	591	699
재고자산	918	713	449	507	632
비유동자산	22,092	23,439	22,342	21,317	20,501
유형자산	20,098	21,310	20,241	19,242	18,449
무형자산	301	295	266	241	218
투자자산	402	358	358	358	358
자산총계	25,843	27,014	26,634	25,766	25,182
유동부채	7,557	8,777	8,712	8,740	8,796
매입채무및기타채무	1,075	1,136	1,070	1,098	1,155
단기차입금및단기차채	732	763	763	763	763
유동성장기부채	3,589	4,507	4,507	4,507	4,507
비유동부채	15,123	15,456	15,756	14,756	13,756
사채및장기차입금	3,893	3,850	3,850	2,850	1,850
부채총계	22,680	24,233	24,468	23,496	22,552
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	946	720	720	720	720
이익잉여금	213	-346	-756	-651	-501
비지배주주지분	123	125	129	128	129
자본총계	3,163	2,781	2,375	2,479	2,630

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	2,793	2,334	3,063	2,876	2,601
당기순이익	-161	-623	-406	104	151
현금유출이없는비용및수익	2,843	3,276	2,882	2,812	2,685
영업및무형자산상각비	1,751	2,083	2,366	2,250	2,146
영업관련자산부채변동	101	-367	532	-14	-197
매출채권및기타채권의감소	-112	-23	318	-9	-108
재고자산의감소	-247	-237	264	-58	-125
매입채무및기타채무의증가	60	67	-65	28	57
투자활동현금흐름	-658	-1,595	-1,238	-1,034	-1,151
CAPEX	-1,276	-1,183	-1,269	-1,225	-1,330
투자자산의순증	74	45	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,408	-1,447	-347	-1,634	-1,596
사채및차입금의 증가	880	1,261	300	-1,000	-1,000
자본금및자본잉여금의증가	0	-227	0	0	0
배당금지급	-68	-77	0	0	0
기타현금흐름	16	21	-256	0	0
현금의증가	743	-688	1,222	208	-146
기초현금	761	1,504	816	2,039	2,247
기말현금	1,504	816	2,039	2,247	2,101

자료: 대한항공, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	13,012	12,683	7,658	8,261	10,311
매출원가	10,964	11,139	6,746	7,021	8,796
매출총이익	2,048	1,544	912	1,240	1,515
판매비	1,376	1,287	853	891	1,143
영업이익	671	257	59	349	372
EBITDA	2,422	2,340	2,425	2,599	2,518
영업외손익	-849	-992	-520	-219	-183
영업순이익	-455	-464	-498	-145	-90
투자손익	1	0	1	0	0
기타영업외손익	-395	-528	-23	-74	-93
세전이익	-178	-734	-462	130	189
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-161	-623	-406	104	151
자배주주지분순이익	-168	-629	-410	105	150
비지배주주지분순이익	7	6	4	-1	2
총포괄이익	-393	-681	-406	104	151
증감률(%YoY)					
매출액	7.6	-2.5	-39.6	7.9	24.8
영업이익	-28.6	-61.6	-77.2	495.7	6.6
EPS	적전	적지	적지	흑전	42.3

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	-1,780	-6,633	-4,326	1,109	1,578
BPS	31,677	27,682	23,406	24,502	26,062
DPS	250	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	24.3	17.1
P/B	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.1	7.8	7.9	7.0	6.9
수익성(%)					
영업이익률	5.2	2.0	0.8	4.2	3.6
EBITDA마진	18.6	18.5	31.7	31.5	24.4
순이익률	-1.2	-4.9	-5.3	1.3	1.5
ROE	-5.1	-22.1	-16.7	4.6	6.2
ROA	-0.6	-2.4	-1.5	0.4	0.6
ROIC	3.1	1.1	0.3	1.5	1.7
안정성및기타					
부채비율(%)	717.1	871.5	1,030.4	947.9	857.5
이자보상배율(배)	1.2	0.4	0.1	0.6	0.6
배당성향(배)	-14.7	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대한항공 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/03	Buy	40,000	-20.5	-5.6					
19/07/24	Buy	34,000	-26.3	-14.4					
20/01/29	Buy	31,000	-31.8	-12.9					
20/05/14	Hold	18,000	25.2	70.7					
20/11/17	Hold	25,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경