

# 항공

## 대한항공의 진에어 지분 취득

● 운송/조선/기계

Analyst 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA 오정하

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

### 대한항공은 한진칼로부터 진에어 지분 54.91% 전량 인수

대한항공이 한진칼로부터 진에어 보통주 28,665,046주를 시간외대량매매로 인수 함. 6,048억원 규모의 블록딜이며 주당 가격은 21,100원으로 한달평균주가 17,576원보다 높은 금액임. 2013년 3분기 한진칼 분할에 따른 이관 후 9년만에 진에어가 대한항공의 자회사로 편입됨. 취득 목적은 LCC 수직 계열화를 통한 사업 시너지 추구임

### 한진칼의 입장 - 실탄 확보, 지배구조 개선

1분기말 별도기준 한진칼의 현금은 1,207억원, 순차입금은 1조 2,862억원이었음. 진에어 매각 대금 6,048억원을 통해 1) 5월 13일 체결한 칼호텔네트워크 자금보충약정 2,000억원에 대한 부담 완화, 2) 재무구조 개선 효과를 획득할 수 있으며, 3) 한진칼-대한항공-진에어로 이어지는 수직계열화를 완성함

### 대한항공의 입장 - FSC 간 기업결합 진행 상황에 대한 힌트로 이해 가능

이번 블록딜은 대한항공-아시아나항공 간 기업결합을 위한 PMI (Post Merger Integration) 계획에 부합함. 두 FSC 간 기업결합의 진행 상황에 대한 시장의 궁금증을 해소해주는 시그널로 인식될 수 있음

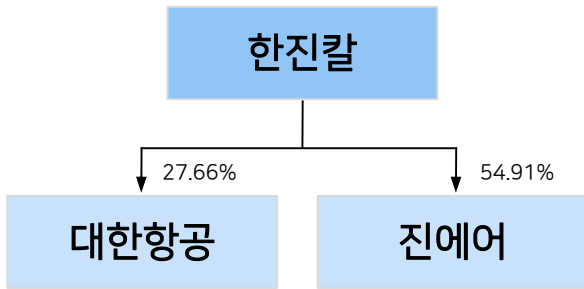
지난 5월 31일 자료에서 아시아나항공 인수효과를 배제한 2023년 대한항공만의 적정 시가총액을 11조 6,643억원으로 추정함 바 있음. 1) 진에어 지분 취득으로 인해 6,048억원의 현금은 줄었으나, 2) 2023년 진에어의 예상 EBITDA 1,639억원의 귀속효과가 크다면 대한항공의 2023년 적정 시가총액은 4.9% 증가할 수 있음. 남은 단계는 3) 산업은행 보유 영구채 3,000억원에 대한 전환청구 공시이며 보통주 20,399,836주가 발행돼 주식수는 5.9% 증가할 예정임

### 진에어의 입장 - 자본조달 능력이 LCC의 경쟁력인 현 상황. 긍정적 이벤트

수직계열화를 통해 재무구조개선에 유리한 지배구조 완성. 기존 지배구조하 1) 대주주인 한진칼의 현금 부담으로 인한 진에어에 대한 지원이 어려웠고, 2) 지분관계가 없는 대한항공으로부터 적극적인 지원을 받기 어려운 상황이었음

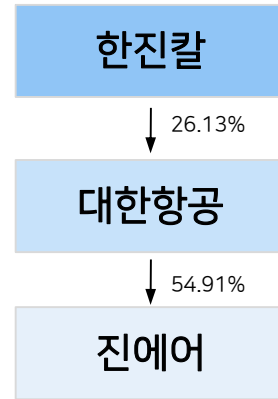
개편된 지배구조하 1) 한진칼이 손자회사인 진에어에 대한 지원 방법은 줄어들었으나, 2) 우월한 현금창출능력을 가진 대한항공의 지원이 가능하기 때문에, 2023년 여객시장 정상화까지 시장이 가진 진에어에 대한 우려를 완화함. 3) 한진칼이 지분 매각 대금을 활용하여 대한항공을 통해 진에어의 재무구조 개선을 지원할 수 있는 모습도 가능함

그림1 지배구조 개편 전



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지배구조 개편 후



자료: 대한항공, 메리츠증권 리서치센터

표1 진에어 인수 전 후 대한항공(연결)의 Valuation

|                 | 2019     | 2020     | 2021     | 2022E           | 2023E           |
|-----------------|----------|----------|----------|-----------------|-----------------|
| <b>진에어 인수 전</b> |          |          |          |                 |                 |
| EBITDA(대한항공 연결) | 2,258.7  | 2,076.4  | 3,113.3  | 2,221.5         | 1,980.6         |
| 대한항공(별도)        | 1,990.4  | 2,103.5  | 3,081.2  | 2,169.1         | 1,871.0         |
| 한국공항(별도)        | 72.9     | -26.5    | 20.2     | 2.3             | 36.1            |
| 순차입금(대한항공 연결)   | 15,302.2 | 13,713.7 | 8,254.6  | 8,040.7         | 5,636.8         |
| 조정 EV           | 18,212.8 | 18,517.2 | 27,196.1 | 19,405.2        | 17,301.1        |
| <b>시가총액</b>     |          |          |          | <b>11,364.5</b> | <b>11,664.3</b> |
| <b>진에어 인수 후</b> |          |          |          |                 |                 |
| EBITDA(대한항공 연결) |          |          |          | 2,100.4         | 2,071.0         |
| 대한항공(별도)        |          |          |          | 2,169.1         | 1,871.0         |
| 한국공항(별도)        |          |          |          | 2.3             | 36.1            |
| 진에어             |          |          |          | -71.0           | 163.9           |
| 순차입금(진에어 포함)    |          |          |          | 8,266.1         | 5,855.5         |
| 조정 EV           |          |          |          | 18,347.9        | 18,090.9        |
| <b>시가총액</b>     |          |          |          | <b>10,081.8</b> | <b>12,235.4</b> |

주: 아시아나항공의 인수 가치는 제외함. 단, 순차입금 계산 시 아시아나항공 지분 인수를 상정하여 현금 감소분은 반영함  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.