

매수(유지) / TP 53,000원

# 대한항공 (003490)

기업브리프 | 조선/운송

2013년 03월 25일

Analyst 심원섭 ☎ 02 6915 5678 [wsshim@ibks.com]

## 대한항공, 분할을 통한 지주회사 체제 전환

- 대한항공과 한진칼홀딩스로 분할하는 분할 계획서 승인
- 분할 후, 한진칼홀딩스는 투자사업 총괄로 지주회사 역할, 대한항공은 기존의 항공사업 영위
- 순자산 기준 대한항공과 한진칼홀딩스의 분할비율은 0.8054032 : 0.1945968
- 지배구조상 합병 등의 추가적인 절차가 진행될 것으로 판단

### 대한항공, 한진칼홀딩스로 분할 승인

대한항공이 한진칼홀딩스(가칭)를 인적분할하기로 결정했다. 동사는 분할기일 8월 1일 까지 대한항공에서 한진칼홀딩스를 분할, 신설할 예정이다. 순자산 기준 대한항공과 한진칼홀딩스의 분할비율은 0.8054032 : 0.1945968이다. 분할 후, 대한항공은 사업회사로 항공운송, 항공우주, 기내식 사업 등을 영위하게 되며, 한진칼홀딩스는 칼호텔네트워크, 정석기업, 토포스여행정보, 진에어 등의 자회사를 총괄하는 업무와 대한항공 서소문 사옥 등 부동산 관리를 맡게 된다.

### 분할 후 부채비율을 근거로 추가절차가 진행될 것으로 예상

언론에 따르면, 한진칼홀딩스에 이전되는 자산은 현금 1,000억원, 자회사지분 5,000억원, 부동산 900억원, 매도가능증권 500억원이며, 차입금은 2,700억원으로 알려졌다. 그 결과 부채비율은 분할 후 대한항공 907.6%, 한진칼홀딩스 65.3%가 될 것으로 예상된다. 2012년말 별도기준 대한항공의 총차입금은 13조 7,538억원이며 현금성자산은 1조 3,000억원 내외로 순차입금은 12조원이 넘는 것으로 추산되며, 2013년 1분기 원/달러 환율이 상승하고 있어 1분기에는 대규모 외화환산손실이 불가피하다. 이에 따라, 계획대로 분할이 진행될 경우 분할 후 대한항공의 부채비율은 1,000%가 넘어설 것으로 추정된다. 분할 후 재무구조를 통해서 예상할 수 있는 점은 ▲ 한진칼홀딩스의 지배구조상 합병 등 추가절차 진행, ▲ 분할 후 대한항공의 보유지분 매각을 통한 재무구조 개선이다.

Company Data		(단위:십억원배)	2010	2011	2012P	2013F	2014F
현재가 (3/22)	41,200원	매출액	11,821	12,269	12,728	12,922	13,318
KOSPI (3/22)	1,948.71pt	영업이익	1,169	460	322	358	483
시가총액	3,018십억원	세전이익	690	-260	448	229	255
발행주식수	74,231천주	자배주주순이익	462	-219	242	172	192
액면가	5,000원	EPS(원)	6,294	-2,983	3,306	2,340	2,621
52 주 최고가	51,800원	증가율(%)	흑전	적전	흑전	-29.2	12.0
최저가	41,150원	영업이익률(%)	9.9	3.8	2.5	2.8	3.6
60 일		순이익률(%)	4.2	-1.6	2.0	1.3	1.5
일평균거래대금	18십억원	ROE(%)	14.1	-7.3	9.4	6.2	6.5
외국인 지분율	14.8%	PER	11.1	-14.6	13.7	17.6	15.7
배당수익률		PBR	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
(배당수익률 (11.12 월))	0.0%	EV/EBITDA	7.9	8.8	8.9	8.6	8.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

현재 동사의 주요 현금창출원은 영업현금흐름과 한진에너지로부터 받는 배당금(한진에너지는 S-oil 지분 24.8% 보유)이며, 현금사용처는 항공기재 투자이다. 분할에 따라 동사의 현금흐름은 미미한 변동만이 있을 뿐 큰 영향이 없을 것으로 판단된다. 그러나, 동사의 부채비율이 매우 높은 수준으로 상승하는 점은 부담요인이다. 항공사의 높은 부채비율은 향후 항공기 제작사와의 거래에서 불리하게 작용할 수 있기 때문에 보유지분 중 일부를 매각할 가능성이 있는 것으로 판단한다. 참고로 분할 후 대한항공의 보유지분은 장부가기준 1조 1,000억원, 시가기준 3조원이 넘어설 것으로 추정된다.

표 1. 분할 후 요약 B/S

(단위: 십억원)

대한항공				한진칼홀딩스			
자산	20,005.3	부채	18,019.9	자산	728.8	부채	287.8
		자본총계	1,985.4			자본총계	441.0
		부채비율	907.6%			부채비율	65.3%

주: 2012년말 재무제표 기준  
 자료: 공정공시, IBK투자증권

### 분할 이슈는 현재 대한항공 주가에 중립적

금번 분할 결정이 동사의 주가에 미치는 영향은 중립적일 것으로 판단한다. 이에 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 53,000원을 유지한다. 분할 후 추가적인 지배구조 개선작업에 따라 분할(신설)기업의 주가 방향성이 결정될 것으로 판단한다. 분할일까지 동사의 주가는 실적에 연동되는 흐름이 예상된다.

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 등 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행면	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자이견 안내

종목 투자이견 (절대수익률 기준)		업종 투자이견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40%~	비중확대	+10%~	12개월
매수	15%~	중립	-10%~ +10%	
중립	-15%~ 15%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~-15%			

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

