공부해서 남 주는 애널리스트 강성진입니다.
(02)3770-3592 seongjin.kang@tongyang.co.kr

동양증권

대한항공 (003490)

분할상장후 투자전략

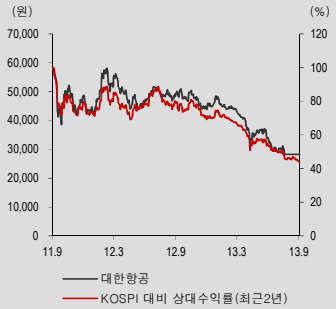
투자의견: HOLD (M)
목표주가: 35,000원 (D)

항공

주가	28,200원
자본금	3,003억원
시가총액	20,711억원
주당순자산	38,482원
부채비율	810.29%
총발행주식수	74,231,430주
60일 평균 거래대금	59억원
60일 평균 거래량	196,762주
52주 고	51,000원
52주 저	28,200원
외인지분율	12.23%
주요주주	한진 외 17인 25.88%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	(14.9)	(42.3)
상대	(6.1)	(18.5)	(44.7)
절대(달러환산)	2.4	(11.2)	(40.1)



자료: Datastream

Why This Report

회사분할로 인해 한달 반동안 거래가 중단되어있던 대한항공이 다음주 월요일 (9 월 16 일) 재상장됩니다. 기존 대한항공 주식의 주주들은 대한항공(사업회사) 또는 한진칼(신설지주회사)의 주식을 모두 갖게 되었는데요. 합리적인 투자자라면 어떤 주식을 보유하고, 어떤 주식을 처분해야할지 분석해보았습니다.

Investment Point

회사분할의 배경은 한진그룹의 지주사체제전환

- ▶ 대한항공의 분할은 한진그룹이 지주사체제로 가는 첫 걸음. 앞으로 한진칼의 대한항공 주식 공개매수(현물출자방식), 순환출자구조해소(정석기업과 한진칼 또는 ㈜한진과의 합병)의 과정이 이어질 것으로 예상
- ▶ 한진그룹의 대주주들은 지배구조의 정점에 오는 기업에 대한 지분율을 높이려고 할 것으로 추측됨. 이러한 관점에서 한진칼의 대한항공 주식 공개매수시는 대한항공 주가가 강세로 가는 것이 대주주에게 유리. 순환출자구조해소 단계에서는 한진칼 또는 ㈜한진의 주가 약세가 대주주들에게 유리함
- ▶ 대한항공주가가 강세로 갈 경우 한진칼의 대한항공 주식 공개매수시 대주주들이 한진칼에 대한 지분율을 늘릴 수 있어 긍정적이지만, 정석기업 대비 한진칼 또는 ㈜한진의 순자산가치가 상대적으로 커짐에 따라 대주주에게 불리할 수도 있음. 따라서 대한항공 주가 강세가 반드시 대주주에게 유리하지는 않을 듯

아직 항공업황의 턴어라운드 시그널은 보이지 않는 상황

- ▶ 일본노선 업황의 악화속도는 점차 진정되고 있으나, 아직 개선의 조짐은 없음. 중국노선은 호재와 악재가 혼재되어있어 방향성이 불분명하며, 항공화물의 회복도 뚜렷한 신호가 감지되지 않는 상황

투자의견 Hold, 목표주가 35,000원 제시

- **분할후 대한항공 적정주가는 35,000원 제시. 조정PBR 0.8배 적용**
- **한진칼 적정주가는 14,000원 수준으로 보나 투자의견은 제시하지 않음.**

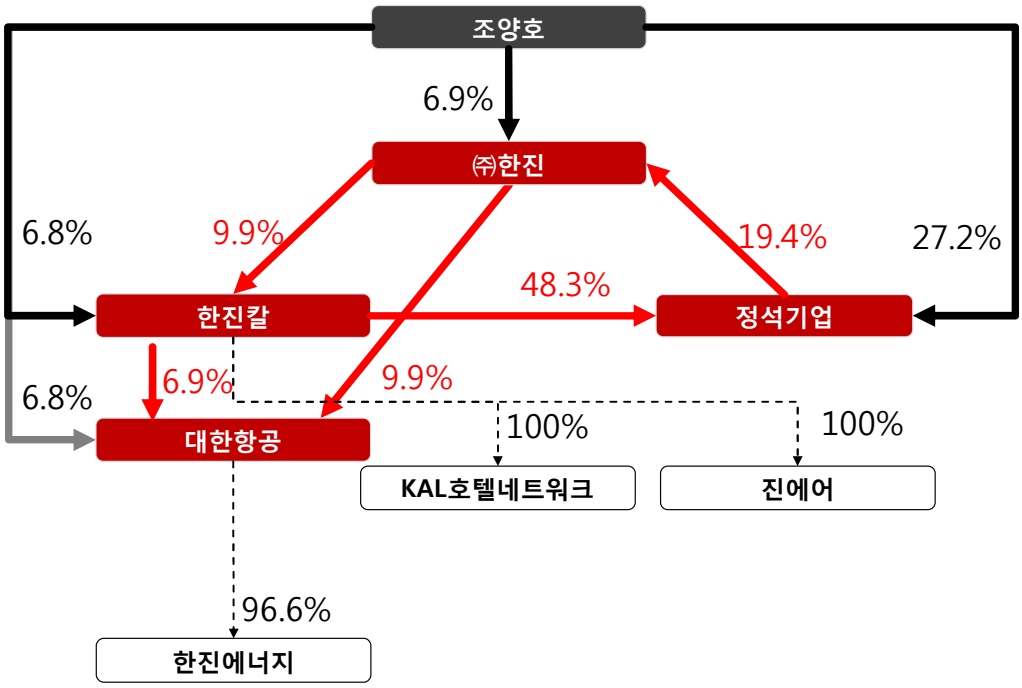
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	122,457	127,196	119,325	122,423	132,297
매출액증가율	5.2	3.9	-6.2	2.6	8.1
영업이익	4,526	3,186	-182	1,940	2,218
영업이익률	3.7	2.5	-0.2	1.6	1.7
지배주주귀속 순이익	-2,188	2,464	-2,885	351	128
지배주주 귀속 EPS	-3,040	3,424	-4,918	598	219
증가율	-138.9	-212.6	-243.6	-112.2	-63.4
PER	-19.8	14.2	-5.7	47.1	128.9
PBR	1.7	1.3	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.2	9.5	10.3	8.7	7.5
ROA	-1.0	1.1	-1.2	0.1	0.1
ROE	-8.4	9.7	-11.7	1.5	0.5

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

지난 8월 1일 대한항공은 사업회사인 대한항공과 지주회사인 한진칼로 인적분할 되었다. 한진칼은 KAL 호텔네트워크, 진에어 등 7개 종속기업과 대한항공 지분(매도가능금융자산)을 주요 자산으로 하는 지주회사이다. 대한항공 분할 이후 한진그룹 지배구조 및 두 주식의 적정가치는 아래와 같다

8 월 1 일 대한항공 분할 이후 한진그룹 지배구조



자료: 동양증권 리서치센터

대한항공 분할후 밸류에이션 (단위: 억원)

한진칼			대한항공		
항목	금액	비고	항목	금액	비고
자산총계	743.9		조정자본총계	2,509.0	
지분자산	652.7		자본총계	2,311.0	2013년말 (연결)
대한항공 지분	140.6	주당 34,861원	각종보정	198.0	
시장성 없는 지분	512.1	장부가치	IFRS 보정 (+)	737.6	
현금	100.0		자산재평가잉여금 (-)	330.8	
기타자산	91.2	장부가치	영구채 (-)	208.9	
부채총계	287.8		조정 PBR	0.8	거래정지 2일전 기준
적정시가총액	360.3	지분자산 30% 할인	적정시가총액	2,045.5	
유통주식총수	26,404,185	단위 : 주	유통주식수	58,675,43	단위 : 주
발행주식총수	28,353,630	단위 : 주	발행주식총수		단위 : 주
자사주	1,949,445	단위 : 주	자사주		단위 : 주
주당가치	13,644		대한항공 적정주가	34,861	

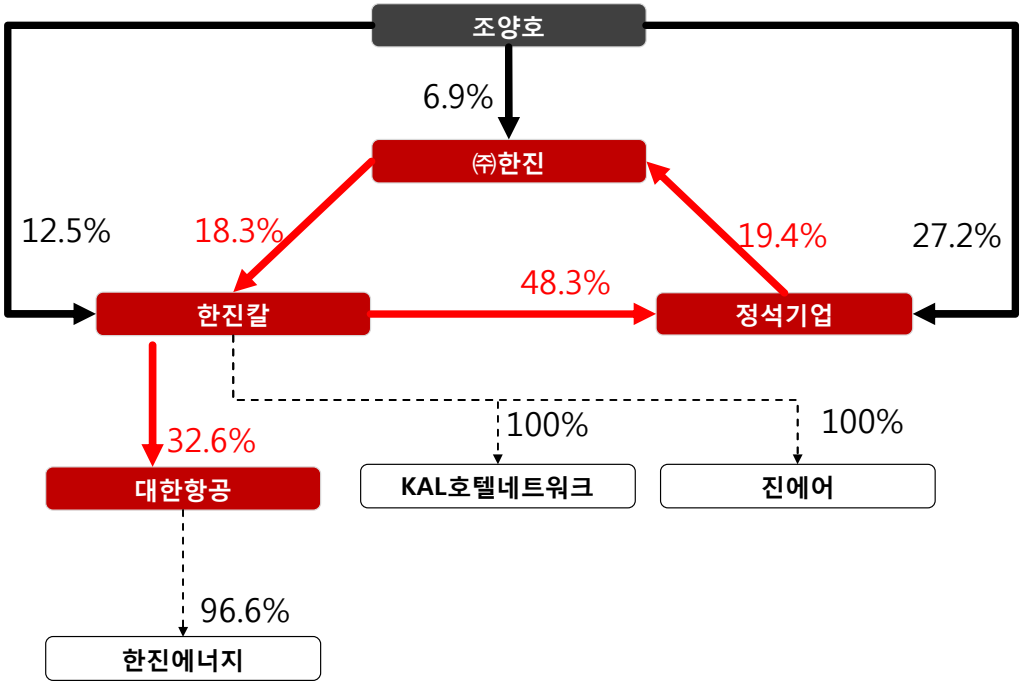
자료: 동양증권 리서치센터

우리는 한진그룹의 대주주 및 ㈜한진은 보유하고 있는 대한항공 지분을 한진칼에 현물출자하고 그 대가로 한진칼로부터 신주를 인수 받을 것이라고 예상한다. 이는, 한진칼은 지주사요건을 충족하기 위해 대한항공 지분을 20% 이상 취득해야 하는데, 한진칼이 대한항공에 대한 지분을 충분히 취득하게 되면 대주주들과 ㈜한진은 한진칼 지분만 갖고 있으면 대한항공을 지배할 수 있기 때문이다. 따라서 한진칼이 대한항공 주주들로부터 대한항공 주식을 현물출자 받아 그 대가로 신주를 발행하면, 위의 두 가지 목적을 동시에 달성할 수 있게 된다. 한진칼이 대한항공 주식에 대한 현물출자를 받은 이후의 상황은 아래 그림과 같을 것으로 추정한다.

분할 이후 대한항공 주식을 공개매수하는 과정에서 한진칼은 신주를 발행하게 되므로, 한진칼의 발행주식수는 증가하게 되고, 주가의 희석요인이 될 수 있다. 따라서 지배구조와 무관한 대한항공 일반 주주들은 굳이 한진칼 지분을 보유할 필요는 없을 것으로 보인다. 마찬가지로, 일반주주들은 한진칼의 대한항공 주식 공개매수(현물출자)에 참여할 필요도 없다.

위 현물출자 과정에서 대한항공의 대주주는 대한항공의 주가가 높고 한진칼의 주가가 낮을 수록, 더 많은 한진칼의 지분을 취득할 수 있다. 대한항공 주가 상승은 대주주들에게 긍정적인 상황이 된다. (그러나 다음 단계까지 고려하면 반드시 대한항공의 주가 상승이 대주주들에게 유리하지는 않을 수 있다. ➔ 다음페이지 참조)

한진칼의 대한항공 지분에 대한 현물출자 이후의 지배구조



자료: 동양증권 리서치센터

우리는 한진칼이 대한항공 주식을 공개매수한 상황을 전제로, 이후 시나리오는 두 개의 선택에 의해서 달라질 것으로 보고 있다. 첫번째 선택은 순환출자 구조의 해소에 관한 것으로, 우리는 삼각순환출자를 구성하고 있는 ㈜한진, 한진칼, 정석기업 중 두 기업을 합병할 것이라고 보고 있다. 그 중 ㈜한진과 한진칼은 모두 상장기업으로 일반주주의 비중이 높기 때문에 합병하기에 적합한 짝은 아니라는 판단이다. 따라서 우리는 한진그룹이 정석기업을 ㈜한진 또는 한진칼에 합병시킬 것으로 보고 있다. 두번째 선택은 대주주의 지배 기업을 결정하는 것이며, 대주주는 한진칼 또는 ㈜한진 중 1개 기업에 자신의 주식자산을 집중시킬 것이라는 판단이다.

정석기업을 한진칼이나 ㈜한진과 합병하는 단계에서는 정석기업의 지분 가치가 높게 평가받을수록 대주주가 지분율을 높이는데 유리할 것이라는 판단이다. 반면, 정석기업과 합병하게 되는 업체(한진칼 또는 ㈜한진)의 주가는 낮을수록 대주주가 지분율을 높이는데 유리할 것이다.

대주주가 정석기업을 활용해 한진칼 또는 ㈜한진의 지분율을 높이려고 한다는 전제하에, 대한항공 주가의 상승은 대주주들에게 유리하지 않은 상황이 된다. 정석기업과 합병된 기업에 대한 대주주의 지분율을 높이기 위해서는 한진칼이나 ㈜한진의 주식가치가 작을수록 좋다. 그러나, 대한항공의 주가가 강세로 갈 경우, 한진칼은 대한항공 주식을 공개매수하는 과정에서 더 많은 주식을 발행하게 되고, 이는 한진칼의 순자산가치가 커지는 결과를 낳는다. 한진칼의 지분을 보유하고 있는 ㈜한진의 순자산가치도 함께 증가하게 된다.

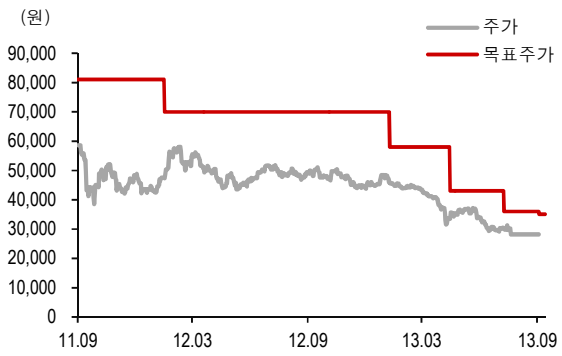
한진그룹 지배구조 변화과정에서의 분기점들 (단위: 억원)

시나리오의 분기 기준	시나리오 내용			
시작점	한진칼의 대한항공 공개매수			
정석기업은 어떤 기업에 합병될 것인가?	한진칼과 정석기업 합병		㈜한진과 정석기업 합병	
대주주는 어떤 기업을 직접 지배할 것인가?	대주주가 한진칼 지배	대주주가 ㈜한진 지배	대주주가 한진칼 지배	대주주가 ㈜한진 지배

자료: 동양증권 리서치센터

이상의 시나리오 분석은 당사의 추측에 불과하며, 실제 지배구조의 변화과정은 당사의 예상과 달리 진행될 수 있다.

대한항공 (003490) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-09-12	HOLD	35,000
2013-07-18	HOLD	36,000
2013-07-01	BUY	43,000
2013-04-23	BUY	43,000
2013-03-18	BUY	58,000
2013-02-04	BUY	58,000
2013-01-17	BUY	58,000
2012-11-19	BUY	70,000
2012-10-26	BUY	70,000
2012-10-15	BUY	70,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 강성진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.