

대한항공

아시아나항공 인수가 특별한 이유

- EC(유럽연합 집행위원회), 대한항공-아시아나 기업결합 심사 최종 승인
- 제한적인 항공기 공급 환경 속 의미 있는 공급 유연성 확보에 의미
- 목표주가 33,000원 및 매수 의견 유지: 연결 실적 산입 후 가치 재산정 가능

EU 당국, 대한항공-아시아나 기업결합 심사 최종 승인

언론에 따르면 EC(유럽연합 집행위원회)는 28일 대한항공과 아시아나항공의 기업결합 심사에 대해 최종 승인을 내렸다. DOJ(미국 법무부) 역시 독과점 소송 등 특별한 움직임이 보이지 않아, 관련국의 승인절차가 사실상 완료된 것으로 보인다. 동사는 향후 2년여 간 아시아나항공을 자회사로 운영한 이후 통합 항공사를 출범할 계획이다.

동사는 지금까지 아시아나항공 인수를 위해 신주인수 계약금(3,000억원)과 중도금(4,000억원)을 투입하였으며, 아시아나항공이 발행한 4,750억원의 영구전환사채를 인수하였다. 대한항공은 향후 8,000억원의 추가 자금 투입을 통해 주식 인수를 완료할 전망이다. 3자배정 유상증자 참여를 통해 보유할 아시아나항공의 주식수는 1억 3,157만여주이다. 대한항공의 아시아나항공에 대한 지분율은 63.9%가 될 전망이다. 영구전환사채가 전환될 경우, 지분율의 추가 상승도 가능하다.

제한적인 항공기 공급 환경 속 의미 있는 공급 유연성 확보에 의미

양사의 통합으로 1) 아웃바운드 장거리 노선 여객시장에서의 독보적인 입지 확보가 가능하다. 2) 이와 더불어, 자회사 LCC와 연계한 단거리 노선에서의 입지 강화까지 연결될 수 있다. 아시아나항공의 화물 부문 매각은 아쉬우나, 3) 벨리 카고 영업력을 감안할 때 항공화물 부문 경쟁력 강화로 이어질 수 있다는 점은 여전히 긍정적이다.

규모의 경제에 따른 원가 절감에 더해, 아시아나항공 및 산하 LCC가 대한항공의 정비 인프라를 이용할 수 있다는 점에서 직접적 비용 절감효과 역시 기대할 수 있다. 글로벌 항공기 공급이 원활하지 못한 상황에서 이번 M&A가 가지는 의미는 더욱 특별하다. 대한항공은 현재 여객기 기단이 136대로, 아시아나항공의 여객기단(장거리 46대, 단거리 22대)로 유연한 공급 능력을 갖출 수 있을 전망이다.

목표주가 33,000원 및 매수 의견 유지

대한항공에 대한 목표주가 33,000원 및 매수 의견을 유지한다. 현재 보유한 현금성 자산(3Q24말 별도 기준 4조 7,125억원)과 낮은 부채비율(191.4%)을 감안할 시, 아시아나항공 인수에 따른 재무 리스크는 제한적이다. 연결후 추정 부채비율은 292%로 동사의 2021년 수준에 불과하다. 현재 주가는 PBR 0.9배 수준으로 지난 5년간 저점의 평균(0.81) 수준과 비교할 시 부담스럽지 않다. 향후 연결 실적 편입에 따른 실질 효과 확인 이후 가치 재산정도 가능하다.

표 1. 대한항공-아시아나 연결 후 연결 손익계산서 추정

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F		
				연결 전	아시아나항공 (12M TTM)	연결 후
매출액	9,017	14,096	16,112	18,151	8,250	24,721
국내여객	268	454	479	477	561	1,038
국제여객	816	3,899	8,535	9,492	5,252	14,744
화물	6,695	7,725	4,030	4,525	1,680	4,525
기타 부대사업	974	1,335	1,532	3,656	757	4,414
매출원가	6,912	10,245	12,850	14,555	7,227	21,783
매출총이익	2,105	3,851	3,261	3,595	1,023	4,618
판매비와 관리비	687	1,020	1,471	1,565	663	2,228
영업이익	1,418	2,831	1,790	2,029	359	2,221
OPM(%)	15.7	20.1	11.1	11.2	4.4	9.0
이자비용	391	401	531	532	415	947
총차입금	12,516	11,145	10,974	10,992	6,741	17,733
평균이자율(%)	3.0	3.6	4.8	4.8	5.8	5.3
법인세차감전순이익	843	2,562	1,576	1,832	91	1,923
법인세비용	264	833	447	481	(73)	409
법인세율(%)	98	32	28	26	-80	21
당기순이익	579	1,730	1,129	1,388	164	1,552
지배주주지분 순이익	578	1,728	1,061	1,280	88	1,369

주: 아시아나항공 실적은 4Q23-3Q24 누적 기준, 영업이익의 경우 화물 부문(OPM 10% 가정) 차감 뒤 합산

자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

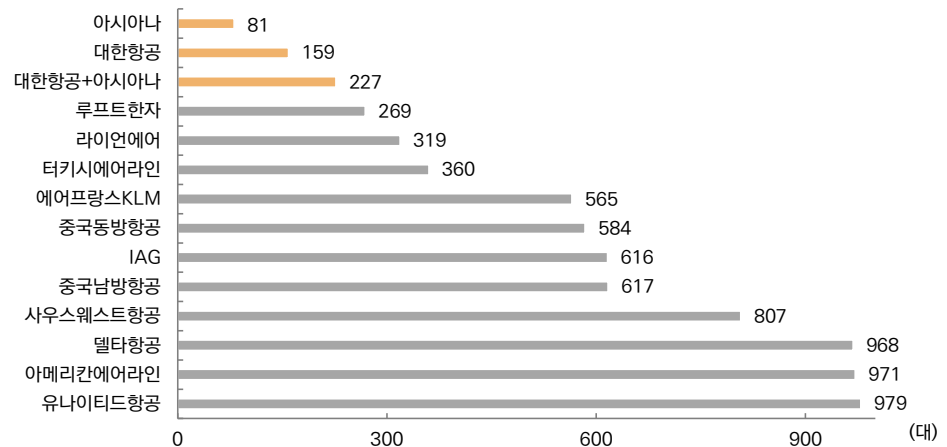
표 2. 대한항공-아시아나 연결 후 연결 재무상태표 추정

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F		
				연결 전	아시아나항공 (3Q24말)	연결 후
유동자산	6,641	8,091	8,595	9,486	2,283	11,769
현금및현금성자산	1,185	1,057	623	1,022	613	1,635
비유동자산	20,031	20,907	21,797	22,319	10,872	32,491
유형자산	16,914	17,079	18,175	18,538	8,962	26,800
(화물 부문)					700	
무형자산	276	874	824	779	50	829
자산총계	26,672	28,998	30,392	31,805	13,155	44,260
유동부채	8,445	8,475	9,410	9,694	5,565	15,259
단기차입금	986	906	1,021	1,071	1,800	2,871
유동성장기부채	4,372	2,750	2,718	2,450	724	3,174
비유동부채	11,361	11,230	11,167	11,197	6,914	17,711
장기차입금	919	1,624	1,994	1,600	1.2	1,601
장기금융부채	5,174	4,029	3,380	3,187	4,039	6,826
(화물 부문)					400	
부채총계	19,806	19,705	20,577	20,891	12,480	32,971
자본총계	6,866	9,292	9,815	10,914	676	11,290
지배주주지분	6,754	8,994	9,526	10,576	519	10,795
총차입금	12,516	11,145	10,974	10,439	6,741	17,180
순차입금	8,255	5,102	4,736	3,518	5,290	8,808
부채비율(%)	288.5	212.1	209.6	191.4	1,846.9	292.0
유동비율(%)	0.786	0.955	0.913	0.979	0.410	0.771
순차입금/자기자본 (%)	120.2	54.9	48.3	32.2	782.8	78.0
영업이익/금융비용 (x)	3.2	6.5	3.0	2.7	0.9	1.9

주: 아시아나항공 화물 부문에 해당하는 자산/부채금액은 차감 뒤 합산

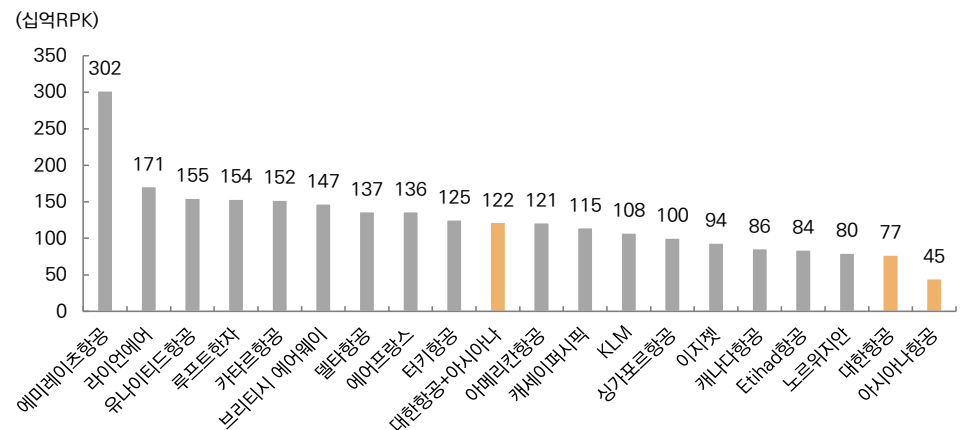
자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 주요 항공사 보유 항공기 수



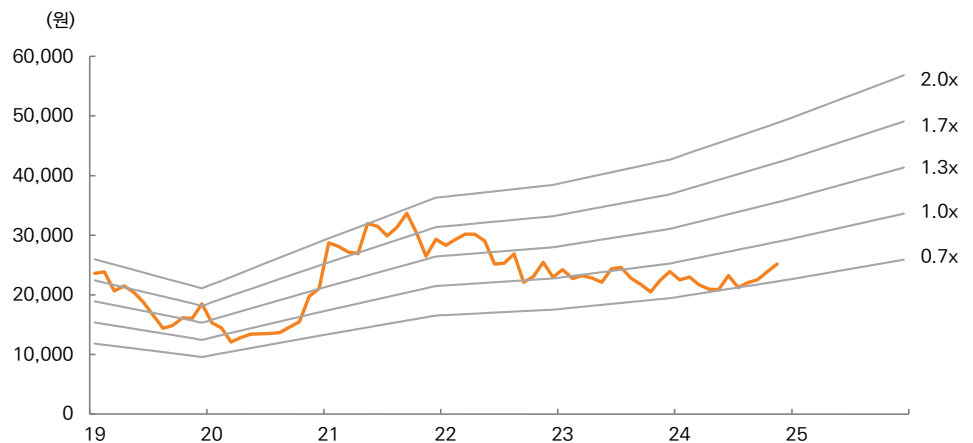
주: 아시아나 화물기는 합산에서 제외
 자료: CAPA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 주요 항공사 국제선 RPK 순위



주: 국제선 RPK(Revenue Passenger Kilos), 2019년 기준
 자료: IATA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 대한항공 12M FWD PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 운영 항공기 기단

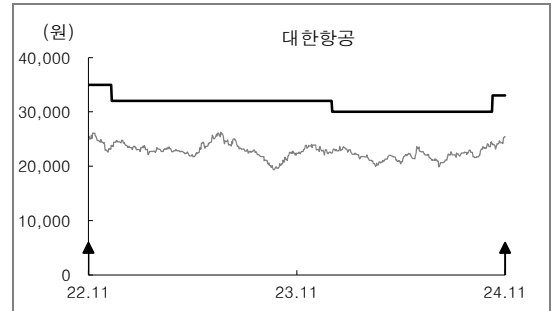
(대)

구분	기종	대한항공	아시아나항공	합산
중대형기	A330-200/300	23	15	38
	A350	-	15	15
	A380	8	6	14
	B747	8	-	8
	B767	-	1	1
	B777-200/300	37	9	46
	B787-8/9/10	16	-	16
소형기	A220	10	-	10
	A321	-	12	12
	A321-200N	12	10	22
	B737-800/900	17	-	17
	B737 Max 8	5	-	5
여객기 계		136	68	204
화물기	B767F	-	1	-
	B747-8F	7	12	7
	B747-400F	4	-	4
	B777F	12	-	12
화물기 계		23	13	23
총계		159	68	227

주: 2024년 3분기말 기준, 아시아나항공 화물기는 합산에서 제외
 자료: 회사 자료, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대한항공 (003490)				
2024.11.07	매수	33,000	-	-
2024.01.31	매수	30,000	-26.65	-18.33
2024.01.10	1년 경과 이후	32,000	-29.42	-27.66
2023.01.10	매수	32,000	-28.09	-17.97
2022.11.04	매수	35,000	-29.20	-24.29



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 대한항공 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.