

아시아나항공(020560)

골이 깊으면 산도 높다

■ 중국노선 여객수 회복 지연

한-중 관계 냉각기가 이어지면서 중국노선 여객수 회복이 지연되고 있다. 중국 여행에 불안감을 느낀 여행객들이 중국 대신 일본과 동남아를 여행지로 선택하기 때문이다. 운수권을 가지고 있어 수익성이 높은 중국노선 대신 일본과 동남아 노선의 매출 비중이 높아지면서 동사의 전체적인 수익성은 회복이 지연될 것으로 예상된다.

■ 항공화물이 실적 견인 예상

항공화물 물동량 증가는 성수기인 4Q17까지 이어질 것으로 예상된다. 항공화물 물동량의 선행지표인 미국의 재고액/판매액 비율이 감소(긍정적)하고 있고 글로벌 실리콘제품 출하량 증감률이 (+) 수준을 유지하고 있기 때문이다. 이에 따라 동사의 전체 매출과 영업이익에서 항공화물이 차지하는 비중도 높아지고 있다. 이러한 현상은 항공화물 시장이 호조를 보이는 4Q17까지 이어질 것으로 예상된다.

■ 골이 깊으면 산도 높다

동사는 중국 노선의 강자로 한-중 관계 냉각기가 길어지면서 항공여객사업부문 실적 회복이 지연되고 있다. 여기에 10월 긴 추석으로 항공여객 성수기 수요가 3분기와 4분기로 나눠지면서 3Q17 항공여객부문 이익은 다소 부진할 전망이다. 하지만 중국과의 관계 개선으로 중국 노선 여객수가 살아난다면 그 수혜도 가장 클 것으로 예상된다. 중국 노선 여객수 감소로 동사에 대한 투자 의견을 Hold로 변경하고 목표주가를 5,000원으로 하향 조정한다.

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

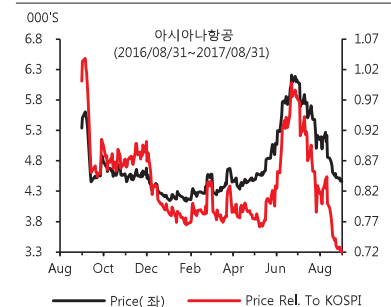
Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	5,000원
종가(2017/08/31)	4,485원

Stock Indicator

자본금	1,026십억원
발행주식수	20,524만주
시가총액	920십억원
외국인지분율	14.8%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	846원
BPS(2017E)	5,054원
ROE(2017E)	18.0%
52주 주가	4,165~6,240원
60일평균거래량	1,906,419주
60일평균거래대금	10.2십억원

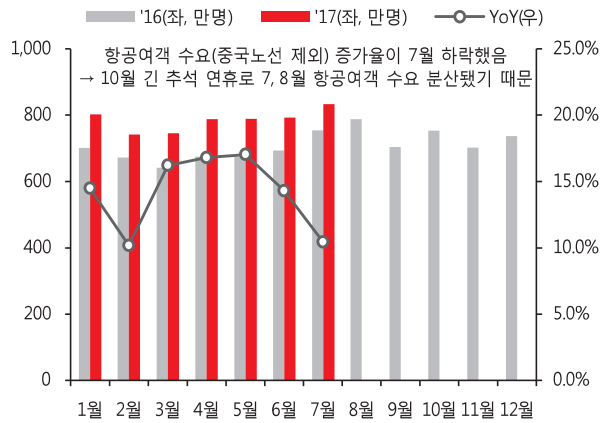
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	5,541	46	-138	-708		12.2	4,252	1.1	-16.6	991.2
2016	5,764	256	49	251	16.8	7.9	4,346	1.0	5.7	689.9
2017E	6,138	250	174	846	5.4	8.0	5,054	0.9	18.0	581.4
2018E	6,376	254	87	424	10.7	7.9	5,370	0.8	8.1	537.9
2019E	6,667	273	105	512	8.9	7.6	5,769	0.8	9.2	493.2

자료: 아시아나항공, 하이투자증권 리서치센터

〈그림1〉 항공여객수 증가율 추이



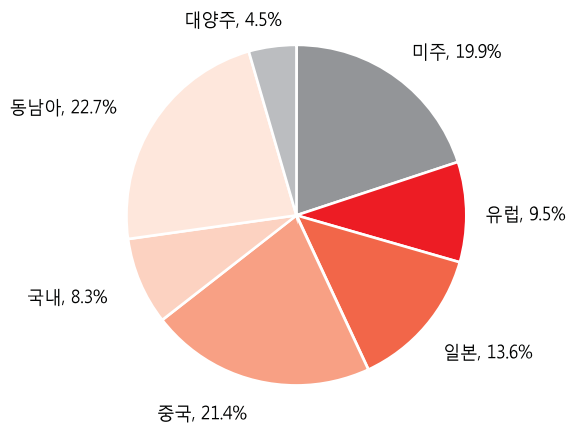
자료: 인천공항, 공항공사, 하이투자증권

〈그림2〉 10월 추석 연휴: 10월 2일이 임시 공휴일로 지정되거나 하루 휴가를 내면 최대 10일까지 쉬 수 있음



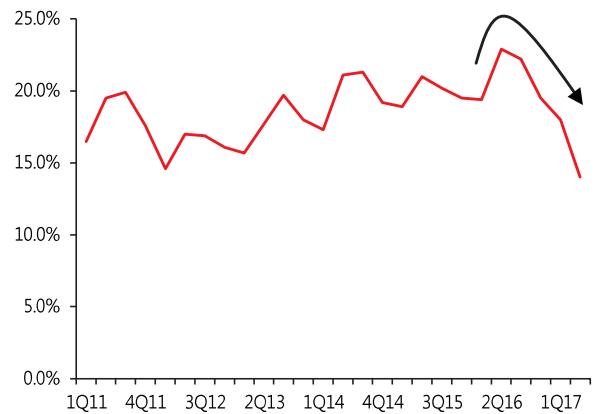
자료: Naver, 하이투자증권

〈그림3〉 아시아나항공 항공여객 노선별 매출 비중 (2016년)



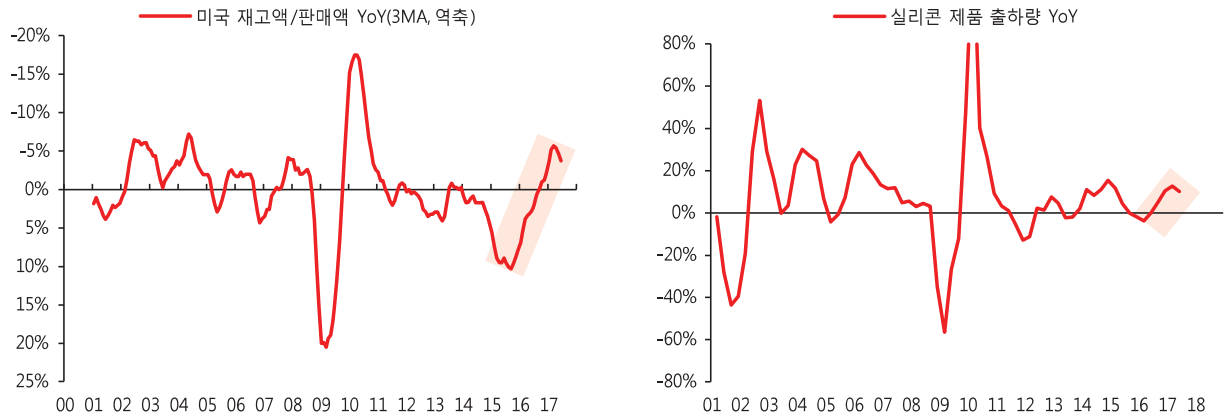
자료: 아시아나항공, 하이투자증권

〈그림4〉 아시아나항공 중국노선 매출 비중 추이



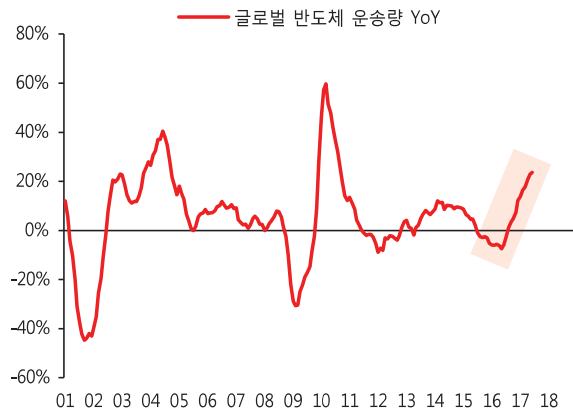
자료: 아시아나항공, 하이투자증권

〈그림5〉 항공화물 물동량(FTK)의 선행지표인 ①미국 재고액/판매액 YoY 증감률이 감소(긍정적)하고, ②실리콘제품 출하량 YoY 증감률이 (+) 수준을 유지하고 있음 → 하반기도 항공화물사업부문 실적 개선 이어질 것



자료: US Census Bureau, SEMI, 하이투자증권

〈그림6〉 글로벌 반도체 운송량 증가율 추이



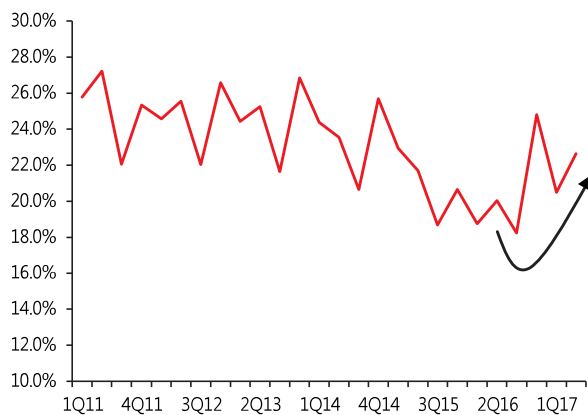
자료: SIA, 하이투자증권

〈그림7〉 미국 전자제품 수입액 증가율 추이



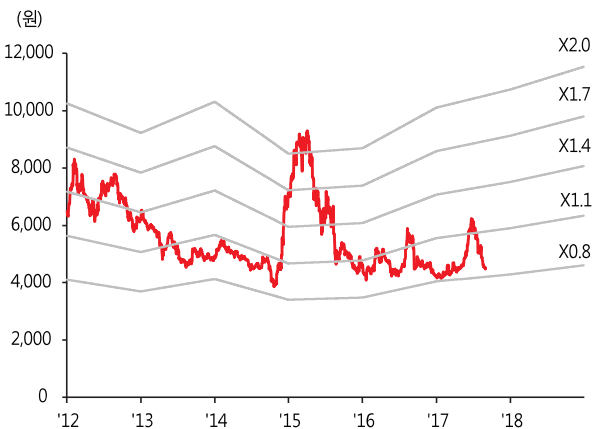
자료: US Census Bureau, 하이투자증권

〈그림8〉 아시아나항공 매출 중 항공화물 비중 추이



자료: 아시아나항공 하이투자증권

〈그림9〉 아시아나항공 PBR추이



자료: Quantiwise, 하이투자증권

〈표1〉 아시아나항공 실적추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
브렌트유(\$/bbl)	35.2	47.0	47.0	51.1	54.6	50.8	53.0	55.0	45.1	53.2	58.0
매출액(억원)	13,688	13,745	15,554	14,649	14,571	14,919	16,160	15,727	57,635	61,377	63,760
YoY(%)	-2.8%	3.1%	1.1%	-3.3%	6.5%	8.5%	3.9%	7.4%	-0.5%	6.5%	3.9%
여객 매출액(억원)	8,769	8,461	10,125	8,279	8,764	8,625	9,907	8,795	35,634	36,090	37,711
YoY(%)	0.4%	4.9%	11.5%	-1.0%	-0.1%	1.9%	-2.2%	6.2%	4.1%	1.3%	4.5%
ASK(백만)	12,833	12,481	13,224	12,897	12,895	13,254	14,121	13,397	51,435	53,666	54,995
YoY(%)	8.5%	3.2%	3.7%	-0.8%	0.5%	6.2%	6.8%	3.9%	3.5%	4.3%	2.5%
RPK(백만)	10,312	10,408	11,198	10,556	10,475	10,729	11,749	11,178	42,473	44,131	45,345
YoY(%)	7.4%	9.8%	9.3%	1.9%	1.6%	3.1%	4.9%	5.9%	7.0%	3.9%	2.7%
L/F(%)	80.4%	83.4%	84.7%	81.8%	81.2%	81.0%	83.2%	83.4%	82.6%	82.2%	82.5%
YoY(%pt)	-0.8%	5.0%	4.4%	2.2%	0.9%	-2.4%	-1.5%	1.6%	2.7%	-0.3%	0.2%
Yield(원)	85.0	81.3	90.4	78.4	83.7	80.4	84.3	78.7	83.9	81.8	83.2
YoY(%)	-6.5%	-4.5%	2.0%	-2.9%	-1.6%	-1.1%	-6.7%	0.3%	-2.8%	-2.5%	1.7%
화물 매출액(억원)	2,567	2,753	2,838	3,635	2,986	3,377	3,572	4,108	11,793	14,044	14,664
YoY(%)	-20.5%	-4.9%	-1.3%	16.1%	16.3%	22.7%	25.9%	13.0%	-2.8%	19.1%	4.4%
AFTK(백만)	1,306	1,390	1,422	1,509	1,349	1,441	1,472	1,569	5,627	5,832	5,861
YoY(%)	-3.0%	1.3%	5.6%	8.1%	3.3%	3.7%	3.5%	4.0%	3.0%	3.6%	0.5%
FTK(백만)	946	1,067	1,077	1,206	1,065	1,189	1,195	1,260	4,296	4,709	4,774
YoY(%)	-3.9%	7.1%	8.5%	12.5%	12.5%	11.4%	11.0%	4.5%	6.2%	9.6%	1.4%
L/F(%)	72.4%	76.8%	75.7%	79.9%	78.9%	82.5%	81.2%	80.3%	76.3%	80.7%	81.5%
YoY(%pt)	-0.7%	4.1%	2.0%	3.2%	6.5%	5.7%	5.5%	0.4%	2.3%	4.4%	0.7%
Yield(원)	271.4	257.9	263.5	301.5	263.4	284.1	284.6	310.6	274.5	298.3	307.2
YoY(%)	-17.3%	-11.2%	-9.0%	3.2%	-2.9%	10.1%	8.0%	3.0%	-8.5%	8.6%	3.0%
영업비용(억원)	13,330	13,457	14,038	14,246	14,308	14,490	14,937	15,139	55,071	58,875	61,222
YoY(%)	0.2%	-3.5%	-4.5%	-5.1%	7.3%	7.7%	6.4%	6.3%	-3.3%	6.9%	4.0%
연료유류비	2,968	2,891	3,218	3,203	3,600	3,403	3,755	3,827	12,280	14,586	15,768
YoY(%)	-15.9%	-20.7%	-15.2%	-14.2%	21.3%	17.7%	16.7%	19.5%	-16.5%	18.8%	8.1%
급유단가(\$/bbl)	58.5	59.2	61.7	64.1	71.6	67.1	70.1	72.4	60.9	70.3	73.9
YoY(%)	-28.3%	-28.2%	-17.3%	-10.5%	22.3%	13.3%	13.5%	13.0%	-21.5%	15.5%	5.1%
인건비	2,437	2,119	2,193	1,825	2,196	2,183	2,280	2,226	8,574	8,885	9,018
YoY(%)	18.9%	3.3%	-8.5%	-24.0%	-9.9%	3.0%	4.0%	22.0%	-3.6%	3.6%	1.5%
감가상각비	1,101	993	912	935	1,034	1,086	1,031	1,001	3,941	4,151	4,234
YoY(%)	8.0%	-9.6%	-14.9%	-12.5%	-6.1%	9.4%	13.0%	7.0%	-7.4%	5.3%	2.0%
정비비	971	923	1,044	965	966	1,155	1,075	974	3,903	4,170	4,276
YoY(%)	32.5%	-14.1%	23.0%	1.6%	-0.6%	25.1%	3.0%	1.0%	8.2%	6.8%	2.5%
공항관련비	888	878	926	893	897	878	972	911	3,585	3,659	3,696
YoY(%)	19.9%	3.5%	9.9%	2.2%	1.0%	0.0%	5.0%	2.0%	8.4%	2.1%	1.0%
영업이익(억원)	358	288	1,516	402	263	428	1,223	587	2,565	2,501	2,538
YoY(%)	-53.5%	-146.9%	118.5%	201.8%	-26.5%	48.6%	-19.4%	46.0%	161.0%	-2.5%	1.4%
영업이익률	2.6%	2.1%	9.7%	2.7%	1.8%	2.9%	7.6%	3.7%	4.5%	4.1%	4.0%

자료: 하이투자증권

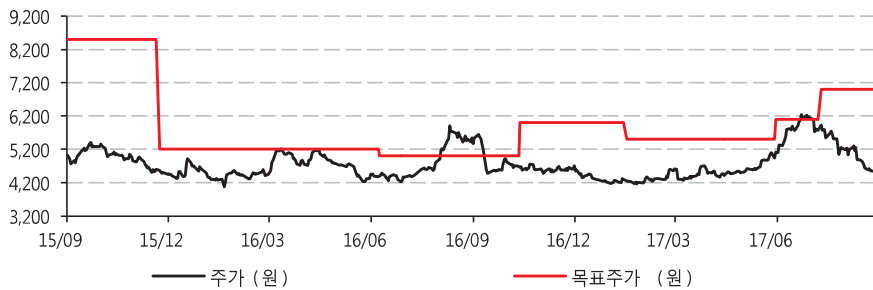
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,197	1,174	1,238	1,274	매출액	5,764	6,138	6,376	6,667
현금 및 현금성자산	271	183	214	210	증가율(%)	4.0	6.5	3.9	4.6
단기금융자산	33	33	33	33	매출원가	4,909	5,268	5,485	5,735
매출채권	461	491	510	533	매출총이익	854	870	891	932
재고자산	210	224	232	243	판매비와관리비	598	619	637	659
비유동자산	7,033	6,986	6,842	6,758	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,156	5,015	4,897	4,789	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	246	246	246	246	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,229	8,160	8,080	8,031	영업이익	256	250	254	273
유동부채	3,274	2,904	2,881	2,860	증가율(%)	456.6	-2.5	1.4	7.6
매입채무	139	148	154	161	영업이익률(%)	4.5	4.1	4.0	4.1
단기차입금	277	277	277	277	이자수익	9	7	8	8
유동성장기부채	1,648	1,300	1,300	1,300	이자비용	144	172	176	171
비유동부채	3,914	4,058	3,932	3,817	지분법이익(손실)	24	24	24	24
사채	725	776	478	333	기타영업외손익	-76	124	6	6
장기차입금	1,965	2,059	2,230	2,260	세전계속사업이익	70	233	116	140
부채총계	7,187	6,963	6,813	6,678	법인세비용	19	59	29	35
지배주주지분	892	1,037	1,102	1,184	세전계속이익률(%)	1.2	3.8	1.8	2.1
자본금	1,026	1,026	1,026	1,026	당기순이익	53	174	87	105
자본잉여금	1	1	1	1	순이익률(%)	0.9	2.8	1.4	1.6
이익잉여금	-121	43	125	225	지배주주귀속 순이익	49	174	87	105
기타자본항목	-96	-96	-96	-96	기타포괄이익	-18	-18	-18	-18
비지배주주지분	150	160	165	170	총포괄이익	35	156	69	87
자본총계	1,042	1,198	1,267	1,354	지배주주귀속총포괄이익	32	156	69	87

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	659	592	519	526	주당지표(원)				
당기순이익	53	174	87	105	EPS	251	846	424	512
유형자산감가상각비	401	390	378	368	BPS	4,346	5,054	5,370	5,769
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	2,292	2,747	2,268	2,307
지분법관련손실(이익)	24	24	24	24	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-55	-879	-770	-820	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-189	-250	-260	-260	PER	16.8	5.3	10.6	8.8
무형자산의 처분(취득)	9	-	-	-	PBR	1.0	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	-208	-88	31	-4	PCR	1.8	1.6	2.0	1.9
재무활동 현금흐름	-512	-367	-339	-289	EV/EBITDA	7.9	8.0	7.8	7.6
단기금융부채의증감	-56	-348	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	144	-126	-115	-85	ROE	5.7	18.0	8.1	9.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.4	10.4	9.9	9.6
배당금지급	0	-	-	-	부채비율	689.9	581.4	537.9	493.2
현금및현금성자산의증감	88	-88	31	-4	순부채비율	413.8	350.4	318.8	290.1
기초현금및현금성자산	183	271	183	214	매출채권회전율(x)	13.3	12.9	12.7	12.8
기말현금및현금성자산	271	183	214	210	재고자산회전율(x)	27.7	28.3	28.0	28.1

자료: 아시아나항공, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이(아시아나항공)



일자	투자이건	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-09-05	Hold	5,000	1년		
2017-07-10	Buy	7,000	1년	-17.2%	-10.9%
2017-05-30	Buy	6,100	6개월	-26.6%	-16.4%
2017-01-16	Buy	5,500	6개월	-18.5%	-13.4%
2016-10-12	Buy	6,000	6개월	-19.1%	-1.7%
2016-06-08	Hold	5,000	6개월	-7.5%	4.2%
2015-11-23	Hold	5,200	6개월	1.4%	28.5%

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	89.2%	10.8%	-