



BUY(Maintain)

목표주가: 5,000원

주가(10/12): 4,225원

시가총액: 8,671억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

| KOSPI (10/12) | | 2,474.76p |
|---------------|---------|-----------|
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 6,240원 | 4,090원 |
| 등락률 | -33.17% | 1.96% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -4.5% | -8.3% |
| 6M | -6.1% | -18.9% |
| 1Y | -10.9% | -26.3% |

Company Data

| 발행주식수 | | 205,235천주 |
|-------------|-----------|-----------|
| 일평균 거래량(3M) | | 1,572천주 |
| 외국인 지분율 | | 11.32% |
| 배당수익률(17E) | | 0.00% |
| BPS(17E) | | 5,418원 |
| 주요 주주 | 금호산업 외 6인 | 33.49% |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 57,636 | 60,889 | 62,168 | 63,615 |
| 보고영업이익 | 2,565 | 2,320 | 2,736 | 2,882 |
| 핵심영업이익 | 2,565 | 2,320 | 2,736 | 2,882 |
| EBITDA | 6,578 | 6,333 | 6,749 | 6,895 |
| 세전이익 | 703 | 941 | 767 | 908 |
| 순이익 | 526 | 700 | 581 | 688 |
| 자배주주지분순이익 | 493 | 743 | 585 | 693 |
| EPS(원) | 267 | 341 | 283 | 335 |
| 증감률(%YoY) | N/A | 27.6 | -17.0 | 18.3 |
| PER(배) | 15.8 | 12.4 | 14.9 | 12.6 |
| PBR(배) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 8.0 | 7.9 | 7.3 | 6.9 |
| 보고영업이익률(%) | 4.5 | 3.8 | 4.4 | 4.5 |
| 핵심영업이익률(%) | 4.5 | 3.8 | 4.4 | 4.5 |
| ROE(%) | 5.6 | 6.5 | 5.1 | 5.7 |
| 순부채비율(%) | 413.8 | 375.2 | 346.0 | 314.4 |

Price Trend

 실적 Preview

아시아나항공 (020560)

중국 노선 수익 축소 지속



아시아나항공은 중국 노선 승객수 감소와 경쟁사들과의 단거리 노선 경쟁 심화가 겹치며 지난 3분기 영업이익으로 전년 동기 대비 감소한 1,098억원이 예상됩니다. 10월 연후 효과가 장거리 노선 승객수 증가로 연결됐고, 화물 부문이 계절적 성수기로 진입하고 있지만 중국 노선 수요 둔화에 따른 이익 감소 영향은 4분기에도 이어질 것으로 전망됩니다.

>>> 3Q 영업이익 1,098억원, 화물 호조와 중국 노선 부진

지난 3Q 아시아나항공은 IFRS 연결 기준 매출액 1조5,939억원(YoY 기준 +2.5%), 영업이익 1,098억원(-27.6%)이 예상됨. 매출 성장은 국제 여객과 화물 모두 공급을 늘린 효과로 해석됨. 영업이익은 화물 부문이 전년 대비 공급과 L/F, 운임 모두 상승하는 호조에도 불구하고 국제 여객 부문에서 핵심 수익 노선인 중국 노선에서 사드 배치 관련 인바운드 승객 감소가 이어지고 있고, 일부 도시를 제외하면 내국인의 중국 여행 수요도 감소하고 있어 L/F 유지에 어려움을 겪었을 것으로 추정됨. 영업 외 측면에서는 9월말 기준 원/달러 환율은 1,145원으로 6월말과 비슷한 수준이어서 외환 관련 비용은 크지 않았을 전망임.

>>> 내년 이후 운수권을 활용한 중국 노선 이익 회복 기대

지난 3분기 영업이익 규모가 전년 동기 대비 감소한 가장 큰 이유는 중국 노선 인바운드와 아웃 바운드 수요 둔화가 동시에 진행되고 있기 때문임. 한국-중국 노선은 항공자유화가 이루어지지 않아 운수권을 확보하고 있는 아시아나항공의 핵심 수익 노선이었기 때문에 승객수 감소가 이익 축소로 연결되고 있는 것으로 해석됨. 또한 중국 노선을 제외한 일본과 동남아 노선 역시 기존 FSC는 물론이고 신규 LCC와도 가격 경쟁이 이어지고 있어 아시아나항공은 향후 A350 확대 도입으로 미국과 유럽 등 장거리 노선을 강화하고 단거리 노선은 자회사인 에어서울과 에어부산을 활용할 것으로 전망함. 그러나 중국과의 항공 자유화가 단기에 성사될 가능성이 크지 않아 지난 3월부터 시작된 중국인 단체 여행객 급감 부담이 점진적으로 완화된다면 내년 부터 아시아나항공의 운수권 메리트 재부각이 기대되며, 영업이익 창출도 이어지고 있다는 점에서 투자의견 'BUY'는 유지함.

>>> 하락한 신뢰 회복과 영업이익률 정상화 확인은 필요

우리가 지난 7월 아시아나항공의 목표주가를 상향했던 근거는 CJ대한통운을 포함한 비영업 자산 매각 등을 통해 아시아나항공의 재무 부담 완화와 영업력 강화가 진행되고, 영업 측면에서도 사드 관련한 중국 노선 피해는 불가피하지만 기타 여객 노선과 화물 부문을 통한 실적 만회가 가능할 것으로 판단했기 때문임. 하지만 이후 다시 그룹 M&A 관련 지원 우려가 발생했고, 중국 노선을 포함한 다양한 노선에서 가격 경쟁이 지속됨에 따라 연간 영업이익의 추정치를 하향 조정함. 따라서 M&A와 관련해 하락한 신뢰 회복과 경쟁 항공사 대비 낮아진 영업이익률 회복 확인이 필요하다는 점에서 목표주가를 '5,000원'으로 변경함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 55,407 | 57,636 | 60,889 | 62,168 | 63,615 |
| 매출원가 | 49,314 | 49,095 | 49,490 | 47,740 | 49,930 |
| 매출총이익 | 6,093 | 8,541 | 11,399 | 14,427 | 13,685 |
| 판매비및일반관리비 | 5,632 | 5,976 | 9,079 | 11,692 | 10,803 |
| 영업이익(보고) | 461 | 2,565 | 2,320 | 2,736 | 2,882 |
| 영업이익(핵심) | 461 | 2,565 | 2,320 | 2,736 | 2,882 |
| 영업외손익 | -1,872 | -1,862 | -1,379 | -1,969 | -1,974 |
| 이자수익 | 77 | 91 | 269 | 271 | 277 |
| 배당금수익 | 3 | 5 | 7 | 9 | 9 |
| 외환이익 | 1,293 | 1,711 | 2,661 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 1,432 | 1,436 | 1,739 | 1,751 | 1,751 |
| 외환손실 | 2,104 | 2,331 | 2,024 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 298 | 240 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 60 | 385 | 4 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -66 | -526 | -558 | -497 | -509 |
| 법인세차감전이익 | -1,411 | 703 | 941 | 767 | 908 |
| 법인세비용 | -244 | 193 | 240 | 186 | 220 |
| 유효법인세율 (%) | 17.3% | 27.5% | 25.6% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | -1,392 | 526 | 700 | 581 | 688 |
| 지배주주지분순이익(억원) | -1,381 | 493 | 743 | 585 | 693 |
| EBITDA | 4,719 | 6,578 | 6,333 | 6,749 | 6,895 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 2,867 | 4,539 | 4,714 | 4,595 | 4,701 |
| 수정당기순이익 | -1,441 | 247 | 697 | 581 | 688 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | -5.1 | 4.0 | 5.6 | 2.1 | 2.3 |
| 영업이익(보고) | -53.0 | 456.6 | -9.6 | 17.9 | 5.3 |
| 영업이익(핵심) | -53.0 | 456.6 | -9.6 | 17.9 | 5.3 |
| EBITDA | 2.9 | 39.4 | -3.7 | 6.6 | 2.2 |
| 지배주주지분 당기순이익 | N/A | N/A | 50.8 | -21.2 | 18.3 |
| EPS | N/A | N/A | 27.6 | -17.0 | 18.3 |
| 수정당기순이익 | N/A | N/A | 182.3 | -16.6 | 18.3 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 12,448 | 11,966 | 13,867 | 15,499 | 17,256 |
| 현금및현금성자산 | 1,829 | 2,709 | 4,087 | 5,317 | 6,837 |
| 유동금융자산 | 3,291 | 328 | 347 | 354 | 362 |
| 매출채권및유동채권 | 5,200 | 6,222 | 6,573 | 6,908 | 7,068 |
| 재고자산 | 2,057 | 2,100 | 2,219 | 2,265 | 2,318 |
| 기타유동비금융자산 | 71 | 607 | 642 | 655 | 670 |
| 비유동자산 | 80,480 | 70,326 | 70,546 | 70,601 | 70,699 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 6,658 | 9,501 | 9,742 | 9,947 | 10,178 |
| 투자자산 | 9,721 | 4,814 | 4,945 | 5,016 | 5,097 |
| 유형자산 | 55,456 | 51,555 | 51,290 | 51,025 | 50,761 |
| 무형자산 | 6,461 | 2,462 | 2,462 | 2,462 | 2,462 |
| 기타비유동자산 | 2,184 | 1,994 | 2,106 | 2,151 | 2,201 |
| 자산총계 | 92,927 | 82,292 | 84,413 | 86,100 | 87,955 |
| 유동부채 | 33,109 | 32,737 | 32,884 | 32,870 | 32,893 |
| 매입채무및기타유동채무 | 13,144 | 13,389 | 13,531 | 13,515 | 13,535 |
| 단기차입금 | 2,930 | 2,774 | 2,774 | 2,774 | 2,774 |
| 유동성장기차입금 | 16,887 | 16,481 | 16,481 | 16,481 | 16,481 |
| 기타유동부채 | 149 | 93 | 98 | 101 | 103 |
| 비유동부채 | 51,302 | 39,137 | 40,410 | 41,530 | 42,674 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 7,560 | 5,721 | 5,906 | 6,030 | 6,171 |
| 사채및장기차입금 | 33,659 | 26,899 | 26,899 | 26,899 | 26,899 |
| 기타비유동부채 | 10,084 | 6,518 | 7,605 | 8,601 | 9,605 |
| 부채총계 | 84,412 | 71,874 | 73,294 | 74,400 | 75,567 |
| 자본금 | 9,755 | 10,262 | 10,262 | 10,262 | 10,262 |
| 주식발행초과금 | 11 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 이익잉여금 | -1,670 | -1,206 | -463 | 123 | 815 |
| 기타자본 | 199 | -142 | -142 | -142 | -142 |
| 지배주주지분자본총계 | 8,296 | 8,920 | 9,663 | 10,248 | 10,941 |
| 비지배주주지분자본총계 | 219 | 1,499 | 1,456 | 1,452 | 1,448 |
| 자본총계 | 8,516 | 10,419 | 11,119 | 11,700 | 12,388 |
| 순차입금 | 48,356 | 43,116 | 41,720 | 40,482 | 38,954 |
| 총차입금 | 53,476 | 46,153 | 46,153 | 46,153 | 46,153 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 4,425 | 6,588 | 4,293 | 4,098 | 4,396 |
| 당기순이익 | -1,392 | 526 | 700 | 581 | 688 |
| 감가상각비 | 4,258 | 4,013 | 4,013 | 4,013 | 4,013 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 587 | 509 | -637 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 35 | 366 | -4 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -298 | -240 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -159 | 116 | -412 | -489 | -297 |
| 기타 | 1,394 | 1,299 | 632 | -7 | -9 |
| 투자활동현금흐름 | -8,515 | -551 | -4,002 | -3,864 | -3,879 |
| 투자자산의 처분 | -4,160 | 3,717 | -145 | -71 | -81 |
| 유형자산의 처분 | 63 | 1,863 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -2,869 | -3,749 | -3,749 | -3,749 | -3,749 |
| 무형자산의 처분 | -75 | -72 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,474 | -2,311 | -108 | -44 | -50 |
| 재무활동현금흐름 | 3,289 | -5,116 | 1,088 | 996 | 1,004 |
| 단기차입금의 증가 | 5,795 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | -2,505 | -5,568 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 501 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 1,088 | 996 | 1,004 |
| 현금및현금성자산의순증가 | -800 | 880 | 1,378 | 1,230 | 1,520 |
| 기초현금및현금성자산 | 2,629 | 1,829 | 2,709 | 4,087 | 5,317 |
| 기말현금및현금성자산 | 1,829 | 2,709 | 4,087 | 5,317 | 6,837 |
| Gross Cash Flow | 4,584 | 6,472 | 4,704 | 4,587 | 4,693 |
| Op Free Cash Flow | 1,536 | 2,168 | 1,611 | 1,849 | 2,152 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | -713 | 267 | 341 | 283 | 335 |
| BPS | 4,365 | 5,076 | 5,418 | 5,701 | 6,036 |
| 주당EBITDA | 2,419 | 3,346 | 3,086 | 3,288 | 3,360 |
| CFPS | 1,469 | 2,309 | 2,297 | 2,239 | 2,291 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | -6.5 | 15.8 | 12.4 | 14.9 | 12.6 |
| PBR | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 8.0 | 7.9 | 7.3 | 6.9 |
| PCFR | 3.2 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.8 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 0.8 | 4.5 | 3.8 | 4.4 | 4.5 |
| 영업이익률(핵심) | 0.8 | 4.5 | 3.8 | 4.4 | 4.5 |
| EBITDA margin | 8.5 | 11.4 | 10.4 | 10.9 | 10.8 |
| 순이익률 | -2.5 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 1.1 |
| 자기자본이익률(ROE) | -14.1 | 5.6 | 6.5 | 5.1 | 5.7 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 0.8 | 3.5 | 3.3 | 3.9 | 4.1 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 991.2 | 689.9 | 659.2 | 635.9 | 610.0 |
| 순차입금비율 | 567.8 | 413.8 | 375.2 | 346.0 | 314.4 |
| 이자보상배율(배) | 0.3 | 1.8 | 1.3 | 1.6 | 1.6 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 10.3 | 10.1 | 9.5 | 9.2 | 9.1 |
| 재고자산회전율 | 28.5 | 27.7 | 28.2 | 27.7 | 27.8 |
| 매입채무회전율 | 4.6 | 4.3 | 4.5 | 4.6 | 4.7 |

Compliance Notice

- 당사는 10월 12일 현재 '아시아나 항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 괴리율(%) | |
|------------------------|------------|---------------|--------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 아시아나 항공 (020560) | 2015-10-15 | BUY(Maintain) | 6,500원 | 6개월 | -28.65 | -22.00 |
| | 2016-01-19 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -14.68 | -5.27 |
| | 2016-06-03 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2016-07-18 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2016-10-11 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2016-11-08 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2017-01-06 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2017-04-07 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2017-05-11 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -15.97 | -5.27 |
| | 2017-07-05 | BUY(Maintain) | 7,000원 | 6개월 | -22.04 | -15.43 |
| | 2017-08-11 | BUY(Maintain) | 7,000원 | 6개월 | -31.39 | -15.43 |
| | 2017-10-13 | BUY(Maintain) | 5,000원 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 152 | 93.25% |
| 중립 | 10 | 6.13% |
| 매도 | 1 | 0.61% |