



## 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	
52 주 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%

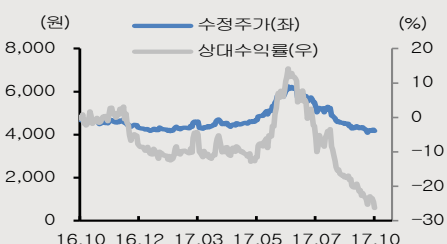
## Company Data

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



## 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 연휴 효과가 장거리 노선 승객수 증가로 연결됐고, 화물 부문이 계절적 성수기로 진입하고 있지만 중국 노선 수요 둔화에 따른 이익 감소 영향은 4분기에도 이어질 것으로 전망됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 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.

## &gt;&gt;&gt; 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 투자 의견 'BUY'는 유지함.

## &gt;&gt;&gt; 하락한 신뢰 회복과 영업이익을 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 만회 가능할 것으로 판단했기 때문임. 하지만 이후 다시 그룹 M&A 관련 우려가 발생했고, 중국 노선을 포함한 다양한 노선에서 가격 경쟁이 지속됨에 따라 연간 영업이익 추정치를 하향 조정함. 따라서 M&A와 관련해 하락한 신뢰 회복과 경쟁 항공사 대비 낮아진 영업이익을 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
관계기업지분손익	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
수정순이익	N/A	N/A	182.3	-16.6	18.3

## 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

## 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
채고자산	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

## 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
투자자본이익률(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
채고자산회전율	28.5	27.7	28.2	27.7	27.8
매입채무회전율	4.6	4.3	4.5	4.6	4.7

## Compliance Notice

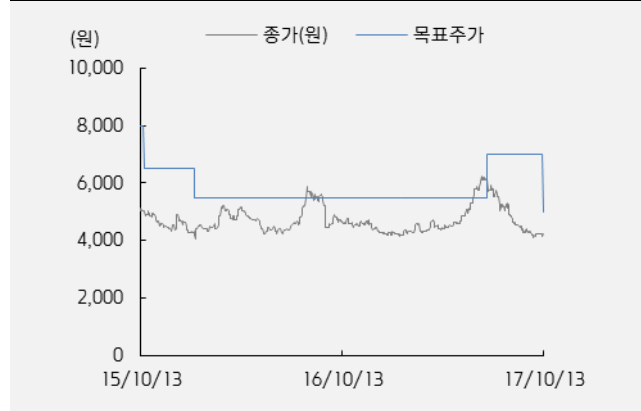
- 당사는 10월 12일 현재 '아시아나 항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					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 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 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%