



BUY(Maintain)

목표주가: 6,000원

주가(02/07): 4,970원

시가총액: 10,200억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

| KOSPI (02/07) | 2,396.56p | |
|---------------|-----------|--------|
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 6,240원 | 4,090원 |
| 등락률 | -16.67% | 27.14% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 14.3% | 16.3% |
| 6M | 0.2% | -2.2% |
| 1Y | 21.4% | 2.8% |

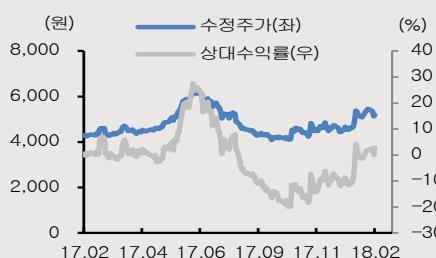
Company Data

| | |
|-------------|-----------|
| 발행주식수 | 205,235천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 2,541천주 |
| 외국인 지분율 | 11.51% |
| 배당수익률(17E) | 0.00% |
| BPS(17E) | 6,165원 |
| 주요 주주 | 금호산업 외 4인 |
| | 33.48% |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 57,636 | 62,320 | 65,309 | 67,252 |
| 보고영업이익 | 2,565 | 2,736 | 3,080 | 3,332 |
| 핵심영업이익 | 2,565 | 2,736 | 3,080 | 3,332 |
| EBITDA | 6,578 | 6,750 | 7,093 | 7,345 |
| 세전이익 | 703 | 2,882 | 1,149 | 1,396 |
| 순이익 | 526 | 2,234 | 872 | 1,060 |
| 지배주주지분순이익 | 493 | 2,276 | 878 | 1,067 |
| EPS(원) | 267 | 1,088 | 425 | 516 |
| 증감률(%YoY) | N/A | 307.0 | -60.9 | 21.5 |
| PER(배) | 15.8 | 3.9 | 9.9 | 8.2 |
| PBR(배) | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 8.0 | 7.2 | 6.7 | 6.2 |
| 보고영업이익률(%) | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 5.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 5.0 |
| ROE(%) | 5.6 | 19.4 | 6.7 | 7.5 |
| 순부채비율(%) | 413.8 | 318.0 | 286.7 | 253.1 |

Price Trend

 실적 Review

아시아나항공 (020560)

에어서울의 성공적 시장 안착 필요



아시아나항공은 지난 4분기 분기 최대인 860억원의 영업이익을 달성했습니다. 특히 중국 노선 회복이 더디게 진행되고 있고, 유가도 상승하는 국면에서 달성한 이익이어서 의미가 있다고 판단됩니다. 다만 항공사들의 항공기 투입이 늘어나며 고객 확보 경쟁이 이어지는 가운데 기대를 모았던 에어서울의 시장 안착이 지연되고 있다는 점이 아쉬운 상황입니다.

>> 4Q 영업이익 860억원, 유럽 노선과 화물 부문 호조

지난 4Q 아시아나항공은 IFRS 연결 기준 매출액 1조6,523억원(YoY 기준 +12.8%), 영업이익 860억원(+113.7%), 당기 순이익 1,850억원(흑자전환)을 기록했음. 국제 여객 부문은 4Q 초반 추석 연휴가 있었고, 중국 노선도 공급 조절을 통해 L/F를 상승시켰고, 유럽 노선이 규모의 경제 효과가 나타나기 시작했고, 화물 부문은 L/F와 Yield 상승 효과가 전체 매출과 영업이익 개선 요인으로 작용했음. 영업 외에서도 11억 달러 이상의 외화 부채에서 외화환산 이익과 자산매각 이익 등이 더해지며 당기 순이익도 흑자전환에 성공했음.

>> 장거리 노선 강화 전략으로 수익성 회복 시도

아시아나항공은 지난 6일 A380과 A350 등을 추가 도입해 장거리 노선을 강화하는 방향으로 변화하겠다고 발표했음. 일본과 동남아 등 중단거리 노선에서 LCC와의 가격 경쟁이 계속되면서 적정 운임을 부과하기 어려운 상황에서 수익성 강화를 위한 선택으로 판단됨. 문제는 장거리 노선은 운항 시간이 길어 가격 외에 서비스 수준도 선택의 주요 요인으로 작용하는데 단거리 노선에서 LCC와의 고객 확보 경쟁을 이어가면서 장거리 노선 서비스를 강화하기는 쉽지 않다는 점임. 따라서 단거리 노선은 지난 16년부터 운항을 시작한 아시아나항공의 100% 자회사 LCC인 에어서울이 가격 경쟁에 대응하고, 장거리 노선은 아시아나항공이 신기재를 도입한 이후 대한항공 및 외항사와 서비스 경쟁을 통해 고객을 확보하는 전략 구사가 예상됨.

>> 전략의 성공 여부 확인 이후 접근 제시

그러나 단거리 노선은 제주항공과 진에어 등 기존 LCC들이 항공기를 공격적으로 도입하며 노선 효율성을 강화시키고 있는 가운데 에어서울은 지난 해 말 기준 6대의 항공기를 운영하고 있어 금년에 항공기를 추가 도입해도 규모의 격차를 줄이기 쉽지 않고, 장거리 노선, 특히 미주 노선의 경우 경쟁 항공사는 미국 항공사와의 JV를 통해 고객 다양화 및 미국 국내선 네트워크 강화를 시도하고 있고, 서비스 경쟁력도 지난 수년간 약화된 상황이어서 전략의 성공 여부를 장담하기는 쉽지 않은 상황임. 또한 재무적으로도 단기 차입금에 대한 우려도 남아 있음. 따라서 단거리는 에어서울이, 중장거리는 아시아나항공이 공략하는 전략의 성공 여부 확인 이후 접근을 제시하지만 이익과 항공기 규모 대비 주가 측면에서 메리트가 존재한다는 점에서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '6,000원'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 55,407 | 57,636 | 62,320 | 65,309 | 67,252 |
| 매출원가 | 49,314 | 49,095 | 51,826 | 49,899 | 52,568 |
| 매출총이익 | 6,093 | 8,541 | 10,495 | 15,409 | 14,684 |
| 판매비 및 일반관리비 | 5,632 | 5,976 | 7,759 | 12,330 | 11,352 |
| 영업이익(보고) | 461 | 2,565 | 2,736 | 3,080 | 3,332 |
| 영업이익(핵심) | 461 | 2,565 | 2,736 | 3,080 | 3,332 |
| 영업외손익 | -1,872 | -1,862 | 146 | -1,931 | -1,936 |
| 이자수익 | 77 | 91 | 274 | 292 | 303 |
| 배당금수익 | 3 | 5 | 3 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 1,293 | 1,711 | 4,158 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 1,432 | 1,436 | 1,725 | 1,701 | 1,701 |
| 외환손실 | 2,104 | 2,331 | 2,852 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 298 | 240 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 60 | 385 | 109 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 14 | 0 | 0 |
| 기타 | -66 | -526 | 164 | -522 | -538 |
| 법인세차감전이익 | -1,411 | 703 | 2,882 | 1,149 | 1,396 |
| 법인세비용 | -244 | 193 | 648 | 277 | 336 |
| 유효법인세율 (%) | 17.3% | 27.5% | 22.5% | 24.1% | 24.1% |
| 당기순이익 | -1,392 | 526 | 2,234 | 872 | 1,060 |
| 지배주주지분순이익(억원) | -1,381 | 493 | 2,276 | 878 | 1,067 |
| EBITDA | 4,719 | 6,578 | 6,750 | 7,093 | 7,345 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 2,867 | 4,539 | 6,247 | 4,886 | 5,073 |
| 수정당기순이익 | -1,441 | 247 | 2,140 | 872 | 1,060 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | -5.1 | 4.0 | 8.1 | 4.8 | 3.0 |
| 영업이익(보고) | -53.0 | 456.6 | 6.7 | 12.6 | 8.2 |
| 영업이익(핵심) | -53.0 | 456.6 | 6.7 | 12.6 | 8.2 |
| EBITDA | 2.9 | 39.4 | 2.6 | 5.1 | 3.6 |
| 지배주주지분 당기순이익 | N/A | N/A | 361.9 | -61.4 | 21.5 |
| EPS | N/A | N/A | 307.0 | -60.9 | 21.5 |
| 수정순이익 | N/A | N/A | 766.7 | -59.2 | 21.5 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 4,425 | 6,588 | 5,729 | 4,378 | 4,758 |
| 당기순이익 | -1,392 | 526 | 2,234 | 872 | 1,060 |
| 감가상각비 | 4,258 | 4,013 | 4,013 | 4,013 | 4,013 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 587 | 509 | -1,306 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 35 | 366 | -109 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -298 | -240 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -159 | 116 | -403 | -504 | -315 |
| 기타 | 1,394 | 1,299 | 1,301 | -3 | 0 |
| | | | | | |
| 투자활동현금흐름 | -8,515 | -551 | -4,026 | -4,018 | -3,924 |
| 투자자산의 처분 | -4,160 | 3,717 | -121 | -166 | -108 |
| 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 | -156 | -103 | -67 |
| | | | | | |
| 재무활동현금흐름 | 3,289 | -5,116 | 1,154 | 1,075 | 1,027 |
| 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 | 1,154 | 1,075 | 1,027 |
| | | | | | |
| 현금및현금성자산의순증가 | -800 | 880 | 2,857 | 1,435 | 1,860 |
| 기초현금및현금성자산 | 2,629 | 1,829 | 2,709 | 5,566 | 7,001 |
| 기말현금및현금성자산 | 1,829 | 2,709 | 5,566 | 7,001 | 8,861 |
| Gross Cash Flow | 4,584 | 6,472 | 6,132 | 4,882 | 5,073 |
| Op Free Cash Flow | 1,536 | 2,168 | 1,936 | 2,095 | 2,475 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 12,448 | 11,966 | 15,576 | 17,697 | 19,876 |
| 현금및현금성자산 | 1,829 | 2,709 | 5,566 | 7,001 | 8,861 |
| 유동금융자산 | 3,291 | 328 | 355 | 372 | 383 |
| 매출채권및유동채권 | 5,200 | 6,222 | 6,728 | 7,257 | 7,472 |
| 재고자산 | 2,057 | 2,100 | 2,271 | 2,380 | 2,450 |
| 기타유동비금융자산 | 71 | 607 | 657 | 688 | 709 |
| 비유동자산 | 80,480 | 70,326 | 70,896 | 71,366 | 71,576 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 6,658 | 9,501 | 9,971 | 10,449 | 10,760 |
| 투자자산 | 9,721 | 4,814 | 5,017 | 5,169 | 5,267 |
| 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 | 2,156 | 2,259 | 2,326 |
| 자산총계 | 92,927 | 82,292 | 86,472 | 89,063 | 91,452 |
| 유동부채 | 33,109 | 32,737 | 33,204 | 33,558 | 33,672 |
| 매입채무및기타유동채무 | 13,144 | 13,389 | 13,849 | 14,198 | 14,309 |
| 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 | 101 | 106 | 109 |
| 비유동부채 | 51,302 | 39,137 | 40,616 | 41,981 | 43,196 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 7,560 | 5,721 | 6,045 | 6,335 | 6,523 |
| 사채및장기차입금 | 33,659 | 26,899 | 26,899 | 26,899 | 26,899 |
| 기타비유동부채 | 10,084 | 6,518 | 7,672 | 8,747 | 9,774 |
| 부채총계 | 84,412 | 71,874 | 73,820 | 75,539 | 76,868 |
| 자본금 | 9,755 | 10,262 | 10,262 | 10,262 | 10,262 |
| 주식발행초과금 | 11 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 이익잉여금 | -1,670 | -1,206 | 1,070 | 1,949 | 3,016 |
| 기타자본 | 199 | -142 | -142 | -142 | -142 |
| 지배주주지분자본총계 | 8,296 | 8,920 | 11,196 | 12,074 | 13,141 |
| 비지배주주지분자본총계 | 219 | 1,499 | 1,456 | 1,450 | 1,443 |
| 자본총계 | 8,516 | 10,419 | 12,652 | 13,524 | 14,584 |
| | | | | | |
| 순차입금 | 48,356 | 43,116 | 40,232 | 38,780 | 36,909 |
| 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 | 1,088 | 425 | 516 |
| BPS | 4,365 | 5,076 | 6,165 | 6,590 | 7,106 |
| 주당EBITDA | 2,419 | 3,346 | 3,289 | 3,456 | 3,579 |
| CFPS | 1,469 | 2,309 | 3,044 | 2,380 | 2,472 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | -6.5 | 15.8 | 3.9 | 9.9 | 8.2 |
| PBR | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 8.0 | 7.2 | 6.7 | 6.2 |
| PCFR | 3.2 | 1.8 | 1.4 | 1.8 | 1.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 0.8 | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 5.0 |
| 영업이익률(핵심) | 0.8 | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 5.0 |
| EBITDA margin | 8.5 | 11.4 | 10.8 | 10.9 | 10.9 |
| 순이익률 | -2.5 | 0.9 | 3.6 | 1.3 | 1.6 |
| 자기자본이익률(ROE) | -14.1 | 5.6 | 19.4 | 6.7 | 7.5 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 0.8 | 3.5 | 3.9 | 4.4 | 4.7 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 991.2 | 689.9 | 583.5 | 558.5 | 527.1 |
| 순차입금비율 | 567.8 | 413.8 | 318.0 | 286.7 | 253.1 |
| 이자보상배율(배) | 0.3 | 1.8 | 1.6 | 1.8 | 2.0 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 10.3 | 10.1 | 9.6 | 9.3 | 9.1 |
| 재고자산회전율 | 28.5 | 27.7 | 28.5 | 28.1 | 27.8 |
| 매입채무회전율 | 4.6 | 4.3 | 4.6 | 4.7 | 4.7 |

Compliance Notice

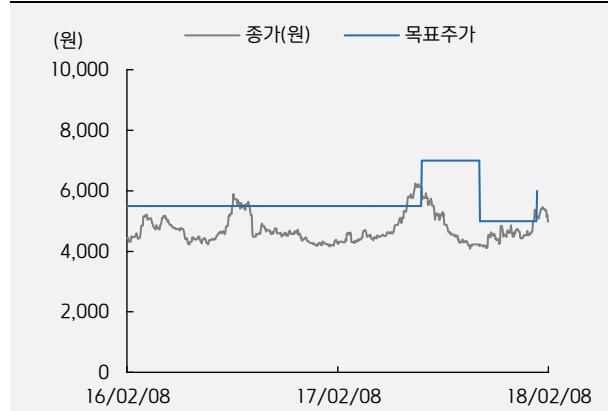
- 당사는 2월 7일 현재 '아시아나 항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상 시점 | | 과리율(%) | |
|-----------------|------------|---------------|--------|------------|---------|---------|---------|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 아시아나항공 (020560) | 2016-06-03 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -19.85 | -16.45 | |
| | 2016-07-18 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -12.02 | 7.27 | |
| | 2016-10-11 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -12.73 | 7.27 | |
| | 2016-11-08 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -13.22 | 7.27 | |
| | 2017-01-06 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -19.87 | -14.36 | |
| | 2017-05-11 | BUY(Maintain) | 5,500원 | 6개월 | -13.88 | 13.45 | |
| | 2017-07-05 | BUY(Maintain) | 7,000원 | 6개월 | -22.04 | -15.43 | |
| | 2017-08-11 | BUY(Maintain) | 7,000원 | 6개월 | -31.47 | -15.43 | |
| | 2017-10-13 | BUY(Maintain) | 5,000원 | 6개월 | -8.58 | 7.60 | |
| | 2018-01-22 | BUY(Maintain) | 6,000원 | 6개월 | -11.70 | -9.00 | |
| | 2018-02-08 | BUY(Maintain) | 6,000원 | 6개월 | | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2017/01/01~2017/12/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 159 | 95.21% |
| 중립 | 7 | 4.19% |
| 매도 | 1 | 0.60% |