2018/02/08

아시아나항공(020560)

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

2018년 중국노선과 항공화물이 이익성장 이끈다

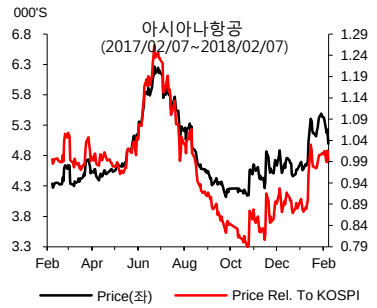
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	6,500원
종가 (2018/02/07)	4,970원

Stock Indicator

자본금	1,026십억원
발행주식수	20,524만주
시가총액	1,020십억원
외국인지분율	11.5%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,145원
BPS(2017E)	5,368원
ROE(2017E)	22.4%
52주 주가	4,090~6,240원
60일평균거래량	2,560,900주
60일평균거래대금	12.5십억원

Price Trend



■ 4Q18 Review: 장거리 여객, 항공화물 호조로 어닝 서프라이즈

동사의 4Q17 실적은 매출액 16,523억원(YoY +12.8%), 영업이익 860억원(YoY +113.7%)로 시장 기대치를 상회했다. 추석 성수기가 4Q17로 이연 되었고 항공화물사업부문이 성수기 효과를 누렸기 때문이다.

항공여객사업부문은 추석 연휴가 4Q17로 이연되면서 국제선과 국내선 모두 양호한 실적을 시현했다. 국제선의 경우 긴 연휴로 장거리 노선이 강세를 보이면서 L/F가 86.4%(YoY +2.6%p), 원화일드가 79.4원(YoY +5.0%)으로 증가했다. 국내선도 항공기를 B767로 변경해 공급좌석수를 대폭 늘렸음에도 불구하고 수요가 증가하면서 L/F 82.0%(YoY +0.1%p), 원화일드 143.3원(YoY +18.4%) 상승했다. **항공화물사업부문**도 계절적 성수기에 경기확장까지 맞물려 원화일드가 79.4원(YoY +5.0%)으로 증가했다. **영업비용** 측면에서는 유가상승(4Q17 평균 $61.5/bbl YoY +20.4%)으로 유류비가 YoY +16.0% 상승했다. 또한 4Q17 항공기 반납에 따라 정비비가 YoY +10% 증가하였으나 1Q18부터는 정상화 될 것으로 추정한다.

■ 2018년 중국노선과 항공화물이 이익성장 이끈다

2018년에는 중국노선 회복과 항공화물사업 호조가 동사의 영업이익 성장을 이끌 것으로 예상한다. 고수익 노선인 중국 노선은 2017년 3월 67%까지 하락했던 탑승률이 2018년 1월 81%까지 상승했다. 또한 예약률로 미루 볼 때 이러한 추세는 1Q18까지 이어질 것이며 이 후 한-중 관계가 회복되면서 탑승률은 추가 상승할 것으로 예상한다. 항공화물사업부문도 IT산업 중심의 물량 증가와 국내 주요 업체들의 반도체 설비 투자가 지속되면서 2018년 양호한 실적을 시현할 것이다.

동사의 높은 부채비율은 리스크 요인이라는 판단이다. 동사의 부채비율은 2015년말 991.2%에서 2017년말 602.2%로 꾸준히 낮아졌다. 다만, 2019년부터 IFRS16이 도입되면 부채비율이 200%p정도 증가하기 때문에 지속적인 관리가 필요한 상황이다. 동사도 이러한 사실을 인지하고 부채감축을 위해 자산매각 및 영구채 발행등의 다양한 방법을 고려하고 있어 향 후 동사의 움직임에 주목할 필요가 있다는 판단이다(투자의견 Buy, 목표주가 6,500원 유지)

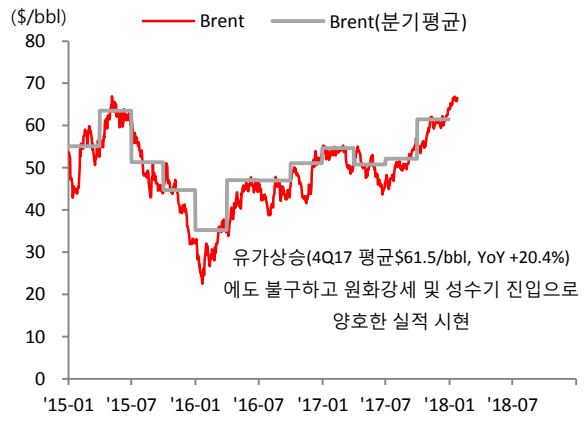
<표 1> 아시아나항공 4Q17 Review

(단위: 억원)

	4Q16	3Q17	4Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	4Q17	대비
매출액	14,649	16,308	16,523	12.8%	1.3%	15,978	3.4%
영업이익	402	1,185	860	113.7%	-27.5%	720	19.5%
OPM	2.7%	7.3%	5.2%	-	-	4.5%	-

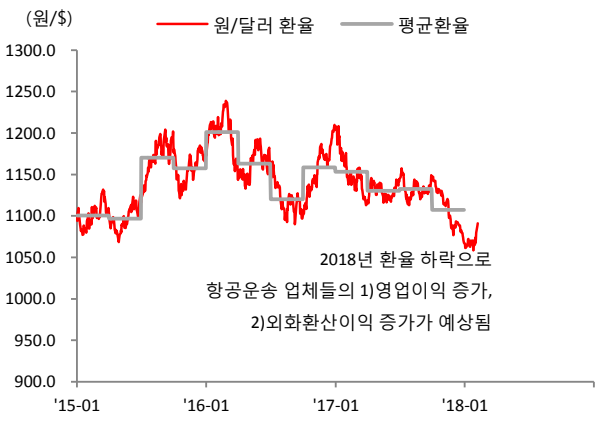
자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 1> 국제 유가 추이



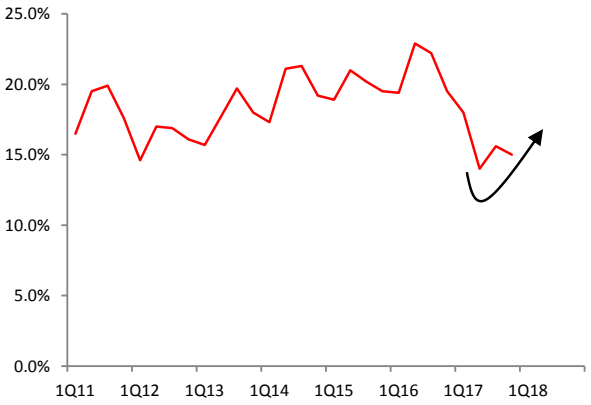
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 2> 원/달러 환율 추이



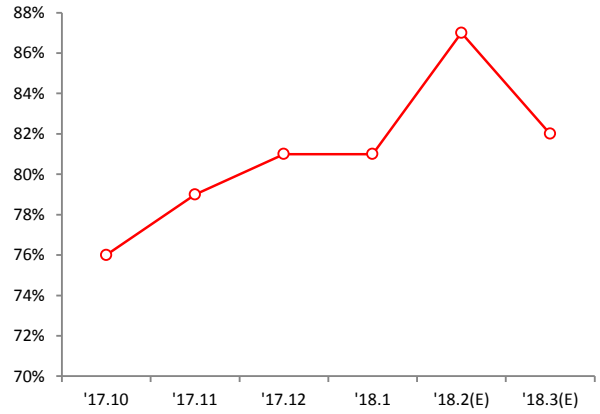
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> 항공여객 매출 중 중국노선 비중 추이: 중국 노선 정상화로 2018 년 중국 노선 매출 비중 상승할 것



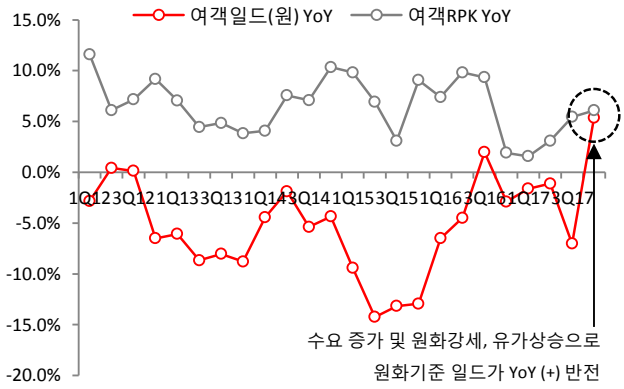
자료: 아시아나항공, 하이투자증권

<그림 4> 중국노선 월별 탑승률(L/F) 추이



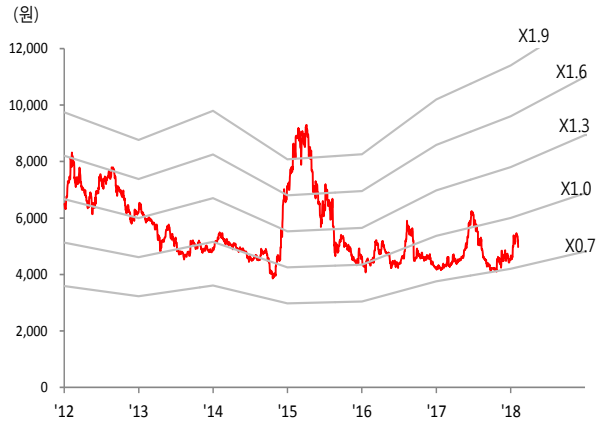
자료: 아시아나항공, 하이투자증권

<그림 5> 아시아나항공 여객일드 YoY 및 여객 RPK YoY 추이



자료: 아시아나항공, 하이투자증권

<그림 6> 아시아나항공 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<표 2> 아시아나항공 실적추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
평균환율(원/$)		1153.1	1130.3	1132.6	1107.3	1070.0	1060.0	1055.0	1048.0	1160.6	1130.8	1048.0
브렌트유($/bbl)		54.6	50.8	52.2	61.5	64.0	63.0	64.0	64.0	45.1	54.8	63.6
매출액(억원)		**14,571**	**14,919**	**16,308**	**16,523**	**15,122**	**15,718**	**17,388**	**17,257**	**57,635**	**62,321**	**65,485**
	YoY(%)	6.5%	8.5%	4.8%	12.8%	3.8%	5.4%	6.6%	4.4%	-0.5%	8.1%	5.1%
여객	매출액(억원)	8,764	8,625	9,926	9,254	9,204	9,086	10,668	9,619	35,634	36,568	38,577
	YoY(%)	-0.1%	1.9%	-2.0%	11.8%	5.0%	5.3%	7.5%	3.9%	4.1%	2.6%	5.5%
	ASK(백만)	12,895	13,254	14,134	13,665	13,275	13,707	14,618	14,133	51,435	53,947	55,733
	YoY(%)	0.5%	6.2%	6.9%	6.0%	3.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	4.9%	3.3%
	RPK(백만)	10,475	10,729	11,808	11,199	10,834	11,152	12,330	11,529	42,473	44,211	45,845
	YoY(%)	1.6%	3.1%	5.4%	6.1%	3.4%	3.9%	4.4%	2.9%	7.0%	4.1%	3.7%
	L/F(%)	81.2%	81.0%	83.5%	82.0%	81.6%	81.4%	84.3%	81.6%	82.6%	82.0%	82.3%
	YoY(%pt)	0.9%	-2.4%	-1.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.8%	-0.4%	2.7%	-0.6%	0.3%
	Yield(원)	83.7	80.4	84.1	82.6	85.0	81.5	86.5	83.4	83.9	82.7	84.1
	YoY(%)	-1.6%	-1.1%	-7.0%	5.4%	1.5%	1.4%	2.9%	1.0%	-2.8%	-1.4%	1.7%
화물	매출액(억원)	2,986	3,377	3,397	4,209	3,048	3,671	3,693	4,544	11,793	13,970	14,956
	YoY(%)	16.3%	22.7%	19.7%	15.8%	2.1%	8.7%	8.7%	8.0%	-2.8%	18.5%	7.1%
	AFTK(백만)	1,349	1,441	1,457	1,501	1,356	1,449	1,464	1,509	5,627	5,749	5,778
	YoY(%)	3.3%	3.7%	2.5%	-0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	3.0%	2.2%	0.5%
	FTK(백만)	1,065	1,189	1,193	1,225	1,075	1,207	1,211	1,249	4,296	4,672	4,743
	YoY(%)	12.5%	11.4%	10.8%	1.6%	1.0%	1.5%	1.5%	2.0%	6.2%	8.8%	1.5%
	L/F(%)	78.9%	82.5%	81.9%	81.6%	79.3%	83.3%	82.7%	82.8%	76.3%	81.3%	82.1%
	YoY(%pt)	6.5%	5.7%	6.2%	1.7%	0.4%	0.8%	0.8%	1.2%	2.3%	4.9%	0.8%
	Yield(원)	263.4	284.1	284.7	343.7	270.0	289.8	290.4	346.4	274.5	299.0	315.4
	YoY(%)	-2.9%	10.1%	8.0%	14.0%	2.5%	2.0%	2.0%	0.8%	-8.5%	8.9%	5.5%
영업비용(억원)		**14,308**	**14,490**	**15,123**	**15,664**	**14,777**	**15,207**	**15,836**	**16,261**	**55,071**	**59,585**	**62,082**
	YoY(%)	7.3%	7.7%	7.7%	9.9%	3.3%	4.9%	4.7%	3.8%	-3.3%	8.2%	4.2%
	연료유류비	3,600	3,403	3,589	3,862	3,820	3,876	4,128	4,035	12,280	14,455	15,858
	YoY(%)	21.3%	17.7%	11.5%	20.6%	6.1%	13.9%	15.0%	4.5%	-16.5%	17.7%	9.7%
	급유단가($/bbl)	71.6	67.1	66.5	78.4	81.3	80.2	81.3	81.3	60.9	70.9	81.0
	YoY(%)	22.3%	13.3%	7.8%	22.3%	13.6%	19.5%	22.3%	3.7%	-21.5%	16.4%	14.3%
	인건비	2,196	2,183	2,271	1,916	2,218	2,205	2,294	1,973	8,574	8,566	8,690
	YoY(%)	-9.9%	3.0%	3.6%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3.0%	-3.6%	-0.1%	1.4%
	감가상각비	1,034	1,086	1,143	1,122	1,075	1,119	1,177	1,156	3,941	4,385	4,527
	YoY(%)	-6.1%	9.4%	25.3%	20.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-7.4%	11.3%	3.2%
	정비비	966	1,155	1,271	1,061	985	1,172	1,296	1,072	3,903	4,453	4,525
	YoY(%)	-0.6%	25.1%	21.8%	10.0%	2.0%	1.5%	2.0%	1.0%	8.2%	14.1%	1.6%
영업이익(억원)		**263**	**428**	**1,185**	**860**	**345**	**511**	**1,552**	**995**	**2,565**	**2,736**	**3,403**
	YoY(%)	-26.5%	48.6%	-21.8%	113.7%	31.1%	19.4%	30.9%	15.8%	161.0%	6.7%	24.4%
	영업이익률	1.8%	2.9%	7.3%	5.2%	2.3%	3.3%	8.9%	5.8%	4.5%	4.4%	5.2%

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,197	1,188	1,238	1,271
현금 및 현금성자산	271	207	210	216
단기금융자산	33	33	33	33
매출채권	461	474	504	514
재고자산	210	231	242	254
비유동자산	7,033	7,364	7,270	7,186
유형자산	5,156	5,015	4,897	4,789
무형자산	246	246	246	246
자산총계	8,229	8,552	8,508	8,457
유동부채	3,274	3,007	2,985	2,961
매입채무	139	151	158	161
단기차입금	277	277	277	277
유동성장기부채	1,648	1,400	1,400	1,400
비유동부채	3,914	4,298	4,142	3,932
사채	725	746	58	8
장기차입금	1,965	2,329	2,860	2,700
부채총계	7,187	7,305	7,128	6,893
지배주주지분	892	1,102	1,232	1,411
자본금	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	-121	107	255	453
기타자본항목	-96	-96	-96	-96
비지배주주지분	150	146	149	153
자본총계	1,042	1,247	1,381	1,564

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,764	6,232	6,549	6,676
증가율(%)	4.0	8.1	5.1	1.9
매출원가	4,909	5,330	5,554	5,616
매출총이익	854	903	995	1,059
판매비와관리비	598	629	654	660
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	256	274	340	399
증가율(%)	456.6	6.7	24.4	17.2
영업이익률(%)	4.5	4.4	5.2	6.0
이자수익	9	7	8	8
이자비용	144	175	175	167
지분법이익(손실)	24	24	24	24
기타영업외손익	-76	158	4	4
세전계속사업이익	70	288	202	268
법인세비용	19	65	50	67
세전계속이익률(%)	1.2	4.6	3.1	4.0
당기순이익	53	223	151	201
순이익률(%)	0.9	3.6	2.3	3.0
지배주주귀속 순이익	49	223	151	201
기타포괄이익	-18	-18	-18	-18
총포괄이익	35	205	133	183
지배주주귀속총포괄이익	32	205	133	183

현금흐름표 (단위:십억원)

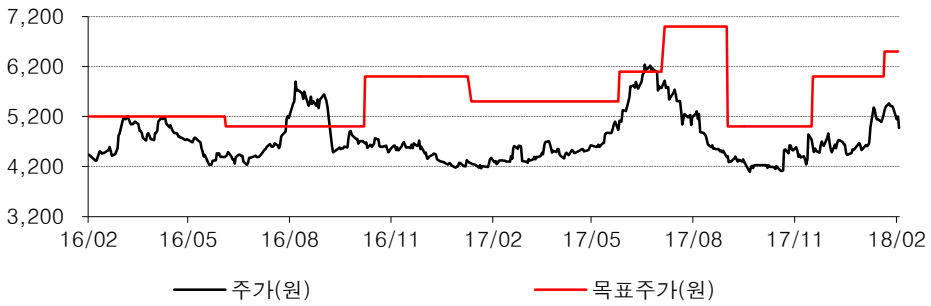
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	659	631	579	616
당기순이익	53	223	151	201
유형자산감가상각비	401	390	378	368
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	24	24	24	24
투자활동 현금흐름	-55	-749	-820	-820
유형자산의 처분(취득)	-189	-250	-260	-260
무형자산의 처분(취득)	9	-	-	-
금융상품의 증감	-208	-64	3	6
재무활동 현금흐름	-512	-157	-409	-304
단기금융부채의증감	-56	-248	-	-
장기금융부채의증감	385	-156	-210	-180
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	-	-	-
현금및현금성자산의증감	88	-64	3	6
기초현금및현금성자산	183	271	207	210
기말현금및현금성자산	271	207	210	216

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	251	1,145	737	981
BPS	4,346	5,368	6,002	6,877
CFPS	2,292	3,145	2,580	2,776
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	16.8	4.3	6.7	5.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	1.8	1.6	1.9	1.8
EV/EBITDA	7.9	8.3	7.5	6.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.7	22.4	13.0	15.2
EBITDA 이익률	11.4	10.7	11.0	11.5
부채비율	689.9	585.7	516.3	440.7
순부채비율	413.8	361.7	315.3	264.5
매출채권회전율(x)	13.3	13.3	13.4	13.1
재고자산회전율(x)	27.7	28.3	27.7	26.9

자료 : 아시아나항공, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(아시아나항공)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-06-08	Hold	5,000	6개월	-2.8%	18.0%
2016-10-12	Buy	6,000	6개월	-25.4%	-20.6%
2017-01-16	Buy	5,500	6개월	-18.5%	-7.3%
2017-05-30	Buy	6,100	6개월	-4.6%	2.3%
2017-07-10	Buy	7,000	1년	-27.5%	-17.3%
2017-09-05	Hold	5,000	1년	-13.3%	-3.2%
2017-11-21	Buy	6,000	1년	-21.2%	-10.3%
2018-01-25	Buy	6,500	1년		

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 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-