

아시아나항공(020560)

중립(유지)

1Q18 Preview: 또 한 번의 서프라이즈

1분기 영업이익은 컨센서스를 크게 상회할 전망

1분기 매출액과 영업이익을 각각 1조 5,770억원, 560억원으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스(457억원)를 23% 상회할 전망이다. 화물과 유럽 여객 실적이 전년의 높은 베이스 부담에도 꾸준히 개선된 가운데 에어서울은 흑자전환에 성공했다. 특히 여객시장의 전통적 비수기인 3월에도 수요가 견고히 유지됐다. 2월 평창올림픽 영향으로 일시적으로 둔화된 여행수요가 3월로 이연됐고 동남아노선은 계절성을 뛰어넘어 성장하고 있기 때문이다. 또한 3월에는 중국노선의 기저효과 역시 예상보다 컸다. 1분기 모든 노선의 여객 실적은 전년보다 개선된 것으로 추정된다.

이유 있는 국제선 평균운임 하락

1분기 국제선 유임여객수는 전년동기대비 3% 증가했다. 5개 분기 만에 반등에 성공한 것이다. 저비용항공사(LCC)들의 공급확대폭이 가팔라 M/S 하락세는 막기 어려워 보이지만 근거리노선에서 LCC로의 수요이탈이 일단락된 것으로 보인다. 반면 유류할증료 부과에도 아시아나항공의 1분기 국제선운임은 전년대비 2% 하락했다. 다만 미주노선 증편에 따른 가격할인 영향이 커 보이며 유럽과 일본, 동남아는 모두 상승한 것으로 추정된다. 미주 여객수 역시 운임하락폭을 상회해 급증했다는 점에서 향후 장거리노선 전략의 변화가 예상된다.

재무 우려는 피크를 지났고 중국노선 회복은 가시권

작년 4분기 실적 서프라이즈에도 유동성 리스크와 중국노선 부진 때문에 주가는 정체됐다. 다만 주요 자산매각 및 전환사채 발행 등 자체적인 노력을 통해 채권은행단과의 협약을 이끌어낸 만큼 단기 유동성 우려는 제한적이다. 1분기 호실적에 이어 향후 중국노선 기저효과가 본격화됨에 따라 자금조달 여력도 높아질 것이다. 3월 중국노선의 여객매출은 기저효과만으로 15% 이상 증가한 것으로 추정된다. 2분기 중국 정부의 규제 해제를 가정하지 않더라도 매출증가폭은 더 커질 것이다. 중장기적으로 본업 경쟁력과 부채비율에 대한 고민이 상존해 '중립' 의견을 유지하나 단기 기대감과 재무 디스카운트 완화로 주가 변동성은 커지는 국면이다.

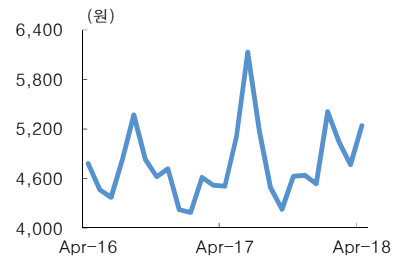
Stock Data

KOSPI(4/20)	2,476
주가(4/20)	5,240
시가총액(십억원)	1,075
발행주식수(백만)	205
52주 최고/최저가(원)	6,240/4,090
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,830
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.5/13.4
주요주주(%)	금호산업 외 4인 33.5
	금호석유화학 12.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.3	25.4	17.2
KOSPI 대비(%p)	10.7	25.9	2.0

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	5,764	256	49	251	NM	658	16.8	8.1	1.0	5.7	-
2017A	6,227	276	252	1,227	388.8	723	3.7	7.2	0.8	24.7	-
2018F	6,608	317	143	698	(43.1)	762	7.5	7.0	0.8	11.7	-
2019F	6,887	354	165	804	15.1	793	6.5	6.6	0.7	12.0	-
2020F	7,441	335	155	757	(5.8)	775	6.9	6.6	0.7	10.1	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최고운

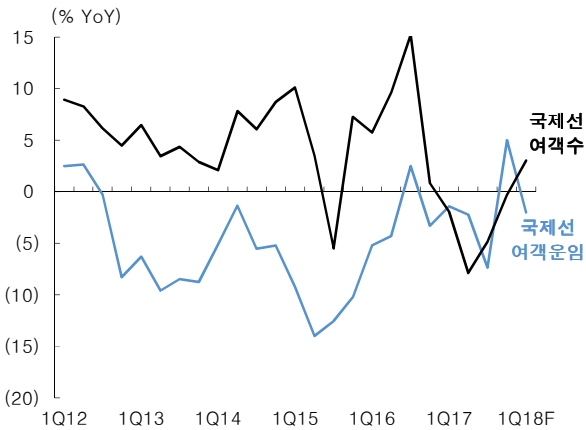
gowoon@truefriend.com

<표 1> 아시아나항공 1Q18 실적 전망

	한투증권 (십억원, %)	QoQ (%, %p)	YoY 컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원, %)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	1,577.4	(4.2)	8.3	1,569.3	0.4
영업이익	56.3	(36.2)	113.9	45.7	6.2
<i>영업이익률</i>	3.6	(1.8)	1.8	3.8	0.2
지배주주순이익	22.8	(89.2)	(77.3)	10.0	36.4

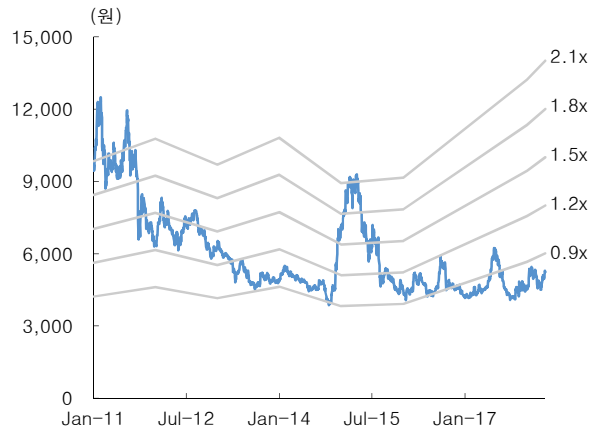
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 국제선 여객수는 5개 분기 만에 증가



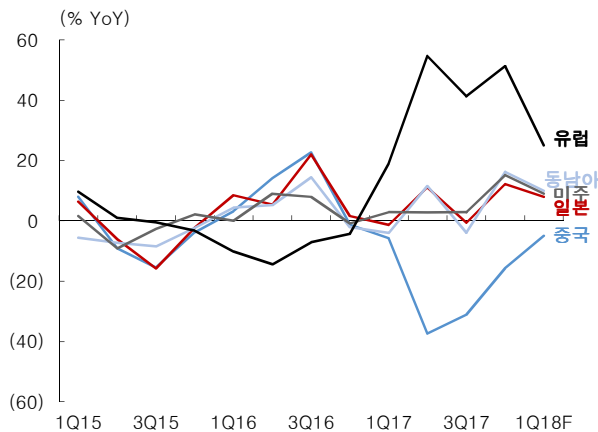
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 2] 현 주가는 2018F PBR 0.8배에 불과



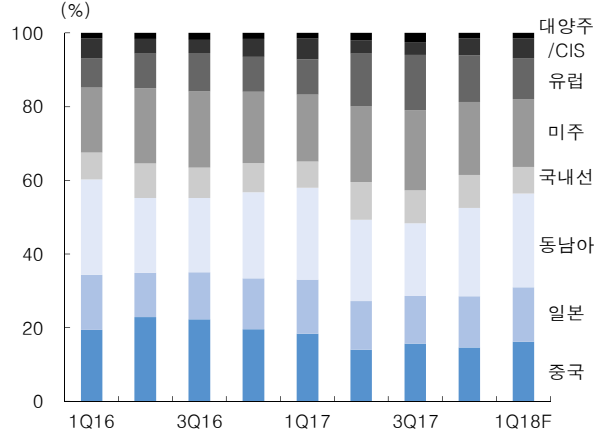
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 유럽노선 강세 이어진 가운데 중국 감소세 둔화



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 4] 중국 매출비중 높아 중국규제 완화 수혜 클 것



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,457	1,492	1,631	1,647	1,577	1,580	1,752	1,698	5,764	6,227	6,608	6,887
국내선(별도)	62	87	88	82	67	90	94	79	290	320	329	339
ASK(백만 km)	622	707	727	664	635	721	742	677	2,565	2,720	2,774	2,830
RPK(백만 km)	498	613	643	573	517	625	650	579	2,174	2,327	2,371	2,442
L / F(%)	80.0	86.7	88.5	86.4	81.5	86.7	87.6	85.5	84.8	85.6	85.5	86.3
Yield(원)	125.1	142.5	137.4	143.3	128.8	143.9	144.3	136.1	133.5	137.6	138.8	138.8
국제선(별도)	810	766	900	843	873	813	983	860	3,255	3,320	3,529	3,708
ASK(백만 km)	12,273	12,547	13,407	13,001	12,825	13,049	13,675	13,261	48,869	51,227	52,809	54,394
RPK(백만 km)	9,977	10,116	11,165	10,626	10,976	10,728	11,614	11,054	40,320	41,884	44,372	46,160
L / F(%)	81.3	80.6	83.3	81.7	85.6	82.2	84.9	83.4	82.5	81.8	84.0	84.9
Yield(원)	81.2	75.7	80.6	79.4	79.6	75.7	84.7	77.8	80.7	79.3	79.5	80.3
화물(별도)	280	318	320	386	318	342	338	407	1,105	1,305	1,406	1,462
AFTK(백만 km)	1,349	1,441	1,457	1,501	1,410	1,463	1,479	1,524	5,584	5,749	5,876	5,993
FTK(백만 km)	1,065	1,189	1,193	1,225	1,102	1,218	1,223	1,255	4,240	4,672	4,799	4,895
L / F(%)	78.9	82.5	81.9	81.6	78.2	83.3	82.7	82.4	75.9	81.3	81.7	81.7
Yield(원)	263.4	267.5	268.4	315.0	288.4	280.9	276.4	324.4	257.6	279.3	292.9	298.7
기타	304	320	322	336	320	335	337	352	1,113	1,283	1,344	1,378
매출액 증가율	6.5	8.5	4.8	12.5	8.3	5.9	7.4	3.1	4.0	8.0	6.1	4.2
국내선	(1.6)	11.0	6.3	26.2	7.1	3.0	6.1	(4.0)	0.3	10.3	2.8	3.0
ASK	(0.0)	9.5	10.7	3.4	2.0	2.0	2.0	2.0	(0.1)	6.0	2.0	2.0
RPK	2.5	9.5	12.9	6.6	3.9	2.0	1.0	1.0	10.4	7.0	1.9	3.0
L / F(%p)	2.0	(0.0)	1.7	2.6	1.5	0.0	(0.9)	(0.8)	8.1	0.8	(0.1)	0.8
Yield	(4.0)	1.4	(5.9)	18.4	3.0	1.0	5.0	(5.0)	(9.2)	3.1	0.9	0.0
국제선	0.1	0.4	(2.7)	11.4	7.8	6.1	9.2	1.9	4.4	2.0	6.3	5.1
ASK	0.5	6.0	6.7	6.1	4.5	4.0	2.0	2.0	3.7	4.8	3.1	3.0
RPK	1.5	2.7	5.0	6.1	10.0	6.1	4.0	4.0	6.9	3.9	5.9	4.0
L / F(%p)	0.8	(2.6)	(1.3)	(0.0)	4.3	1.6	1.7	1.6	2.5	(0.7)	2.3	0.8
Yield	(1.4)	(2.2)	(7.4)	5.0	(2.0)	0.0	5.0	(2.0)	(2.4)	(1.8)	0.3	1.0
화물	16.6	23.8	20.8	12.5	13.3	7.6	5.6	5.6	(3.4)	18.0	7.7	4.0
AFTK	3.3	3.7	2.5	(0.5)	4.5	1.5	1.5	1.5	2.2	3.0	2.2	2.0
FTK	12.5	11.4	10.8	1.6	3.5	2.5	2.5	2.5	5.5	10.2	2.7	2.0
L / F(%p)	6.5	5.7	6.2	1.7	(0.8)	0.8	0.8	0.8	2.3	5.3	0.4	0.0
Yield	3.6	11.1	9.0	10.7	9.5	5.0	3.0	3.0	(9.4)	8.4	4.9	2.0
기타	19.1	16.1	14.1	12.2	5.0	4.7	4.6	4.8	12.6	15.2	4.8	2.5
영업비용	1,431	1,449	1,512	1,559	1,521	1,535	1,621	1,613	5,507	5,951	6,290	6,533
증가율	7.3	7.7	7.7	9.4	6.3	5.9	7.2	3.5	0.2	8.1	5.7	3.9
유류비(별도)	357	338	357	386	407	430	457	453	1,239	1,437	1,747	1,888
증가율	23.7	15.1	9.6	16.3	14.2	27.2	28.2	17.3	(15.0)	16.0	21.6	8.1
인건비(별도)	185	181	187	188	188	185	191	192	720	741	756	771
임차료(별도)	144	151	156	157	155	159	170	159	574	608	644	675
정비비(별도)	94	113	125	104	104	102	112	107	381	436	425	438
영업이익	26	43	119	88	56	46	131	85	256	276	317	354
증가율	(26.5)	48.7	(21.8)	119.3	113.9	6.5	10.2	(3.7)	456.6	7.6	15.1	11.4
영업이익률	1.8	2.9	7.3	5.4	3.6	2.9	7.5	5.0	4.5	4.4	4.8	5.1
세전이익	132	(102)	27	294	30	11	96	50	70	351	187	216
지배주주순이익	101	(75)	16	211	23	8	73	39	49	252	143	165
증가율	1.3	NM	(0.9)	NM	(0.8)	NM	3.6	(0.8)	NM	4.1	(0.4)	0.2

자료: 아시아나항공, 한국투자증권

기업개요

아시아나항공은 우리나라 2대 국적항공사로 2017년 기준 국내 10개 도시와 해외 23개 국가, 65개 도시에 여객 및 화물을 운송하고 있음. 2017년 국내 항공시장에서 여객수 기준 국제선 점유율 17%, 국내선 점유율 18%를 차지함.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,197	1,221	1,296	1,351	1,459
현금성자산	271	276	293	306	330
매출채권및기타채권	522	514	546	569	614
재고자산	210	234	248	258	279
비유동자산	7,033	7,329	7,368	7,427	7,602
투자자산	460	342	363	378	409
유형자산	5,156	5,364	5,282	5,253	5,253
무형자산	246	262	279	290	314
자산총계	8,229	8,551	8,663	8,777	9,061
유동부채	3,274	3,544	3,344	3,221	3,286
매입채무및기타채무	921	952	1,010	1,053	1,138
단기차입금및단기사채	277	451	460	425	425
유동성장기부채	1,648	1,673	1,552	1,475	1,442
비유동부채	3,914	3,764	3,936	4,010	4,076
사채	725	758	802	823	823
장기차입금및금융부채	1,965	1,645	1,690	1,682	1,627
부채총계	7,187	7,308	7,280	7,231	7,362
지배주주지분	892	1,151	1,294	1,459	1,614
자본금	1,026	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	1	1	1	1	1
기타자본	(96)	(84)	(84)	(84)	(84)
이익잉여금	(121)	155	299	464	619
비지배주주지분	150	92	90	87	84
자본총계	1,042	1,242	1,384	1,546	1,699

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	659	660	428	529	600
당기순이익	53	248	141	162	153
유형자산감가상각비	401	447	444	440	440
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	12	37	(153)	(58)	4
기타	193	(72)	(4)	(15)	3
투자활동현금흐름	(55)	(655)	(391)	(420)	(490)
유형자산투자	(375)	(448)	(362)	(411)	(440)
유형자산매각	186	15	0	0	0
투자자산순증	372	11	11	20	7
무형자산순증	(7)	(6)	(16)	(12)	(23)
기타	(231)	(227)	(24)	(17)	(34)
재무활동현금흐름	(512)	(8)	(21)	(96)	(86)
자본의증가	50	(94)	0	0	0
차입금의순증	(561)	86	(23)	(99)	(88)
배당금지급	(0)	(0)	0	0	0
기타	(1)	0	2	3	2
기타현금흐름	(4)	8	0	0	0
현금의증가	88	5	17	12	25

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

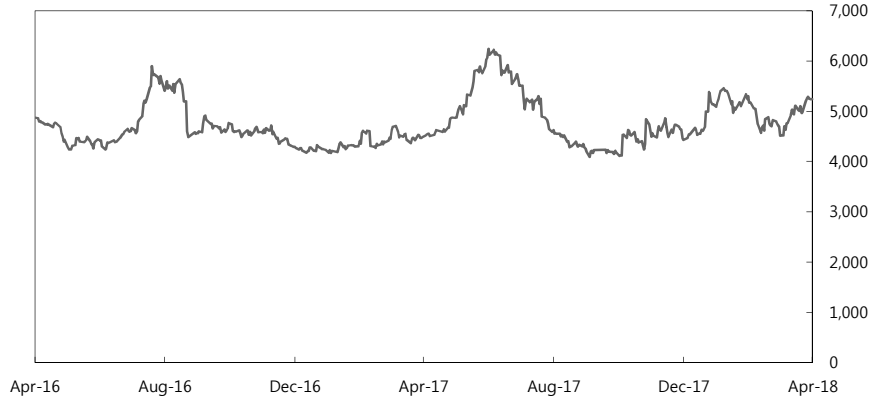
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,764	6,227	6,608	6,887	7,441
매출원가	4,909	5,341	5,645	5,863	6,382
매출총이익	854	886	962	1,024	1,059
판매관리비	598	610	645	670	724
영업이익	256	276	317	354	335
금융수익	9	3	6	7	7
이자수익	9	3	6	7	7
금융비용	144	173	176	180	176
이자비용	144	173	176	180	176
기타영업외손익	(76)	220	8	0	0
관계기업관련손익	24	25	32	35	37
세전계속사업이익	70	351	187	216	203
법인세비용	19	103	46	53	50
연결당기순이익	53	248	141	162	153
지배주주지분순이익	49	252	143	165	155
기타포괄이익	(18)	(5)	0	0	0
총포괄이익	35	242	141	162	153
지배주주지분포괄이익	31	246	143	165	155
EBITDA	658	723	762	793	775

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	251	1,227	698	804	757
BPS	4,346	5,607	6,305	7,109	7,866
DPS	0	0	0	0	0
성장성 (% YoY)					
매출증가율	4.0	8.0	6.1	4.2	8.0
영업이익증가율	456.6	7.6	15.1	11.4	(5.3)
순이익증가율	NM	411.2	(43.1)	15.1	(5.8)
EPS증가율	NM	388.8	(43.1)	15.1	(5.8)
EBITDA증가율	39.4	9.9	5.4	4.2	(2.4)
수익성 (%)					
영업이익률	4.5	4.4	4.8	5.1	4.5
순이익률	0.9	4.0	2.2	2.4	2.1
EBITDA Margin	11.4	11.6	11.5	11.5	10.4
ROA	0.6	3.0	1.6	1.9	1.7
ROE	5.7	24.7	11.7	12.0	10.1
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	4,312	4,207	4,165	4,051	3,935
차입금/자본총계비율(%)	443.0	364.2	325.4	284.8	254.0
Valuation(X)					
PER	16.8	3.7	7.5	6.5	6.9
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.1	7.2	7.0	6.6	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아시아나항공(020560)	2015.11.16	중립	-	-	-
	2016.11.16	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 22일 현재 아시아나항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.