

아시아나항공(020560)

하회 부합 **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

무시할 수 없는 서프라이즈

여객과 화물 수요증가에 힘입어 영업이익은 컨센서스를 32% 상회
 유가상승과 계절성을 뛰어넘는 여객수요의 강세는 2분기에도 이어질 것
 재무 우려는 단기 피크를 지난만큼 밸류에이션 매력에 부각

Facts : 1분기 영업이익은 컨센서스를 크게 상회

1분기 매출액은 1조 5,887억원으로 전년동기대비 9.0% 늘었으며 영업이익은 643억원으로 144.4% 급증했다. 영업이익 컨센서스는 3월 이후 21% 올랐는데 이마저 32% 상회하는 서프라이즈다. 여객부문의 비수기인 3월에도 여객수요가 견고히 유지되며 1분기 실적은 유가상승 영향을 뛰어넘었다. 국제선운임은 전년동기대비 2.1% 하락했지만 RPK(여객수에 이동거리를 곱한 수송실적지표)가 3년만에 두자리수 증가했다. 반대로 화물부문은 9.8% 상승한 운임이 실적개선을 견인했다. 또한 작년 59억원 적자였던 에어서울은 처음으로 분기 흑자전환했다. 반면 원/유료, 엔 환율상승에 따른 외화환산손실 반영으로 순손실 57억원을 기록했다.

Pros & cons : 국제선여객 실적개선은 2분기에도 이어질 것

작년 4분기에 이어 1분기에도 영업이익은 컨센서스를 30% 이상 상회했다. 4분기에는 일회성 성격의 추석연휴 효과가 컸고 중국노선이 여전히 부진해 보수적인 시각이 우세했다. 반면 이번 호실적 요인들은 2분기에도 유효해 향후 실적전망에 대한 눈높이가 높아질 것이다. 먼저 동남아와 일본을 중심으로 늘어나는 여객수요는 계절성을 뛰어넘고 있다. 3월에는 유류할증료가 올해 가장 높았음에도 아시아나항공의 국제선여객은 9% 증가했다. 특히 중국노선 매출이 1년만에 전년동월대비 증가했다. 2분기는 항공여객의 비수기로 전년 베이스부담도 높지만 계절을 가리지 않는 아웃바운드 수요 강세와 중국노선의 기저효과가 이를 상회할 전망이다.

Action : 항공업종 내 밸류에이션 매력 부각

1분기 실적과 중국노선의 정상화에 대한 기대감으로 최근 주가는 반등했지만 여전히 2018F PBR 0.8배에 불과하다. 3월 항공업종 리레이팅 이후 잠시 쉬어가는 국면에서 아시아나항공의 저평가 매력에 부각될 것이다. 또한 채권은행단과의 MOU 체결과 본업실적의 개선에 따라 영구채나 ABS 발행 등 재무 융통성은 높아지고 있다. 다만 유동성에 대한 우려는 2019년 회계기준 변경 이후 높아지는 부채비율 리스크로 확대됐다. 저비용항공사들에게 위협받는 시장지위와 부채비율 상승부담은 풀어야 할 숙제로 남아있다.

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(5/3)	2,487
주가(5/3)	5,260
시가총액(십억원)	1,080
발행주식수(백만)	205
52주 최고/최저(원)	6,240/4,090
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,594
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.5/14.0
주요주주(%)	금호산업 외 4인 33.5
	금호석유화학 12.0

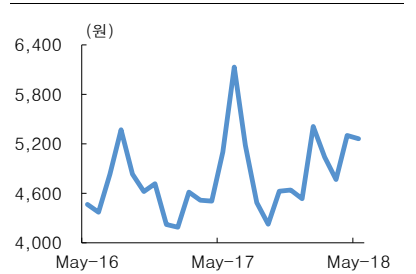
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	3.7	9.2	6.8
PBR(x)	0.8	0.9	0.8
ROE(%)	24.7	9.7	11.7
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	7.2	6.6	6.3
EPS(원)	1,227	574	771
BPS(원)	5,607	6,181	6,952

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.6	16.4	16.1
KOSPI 대비(%p)	2.7	19.1	4.1

주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

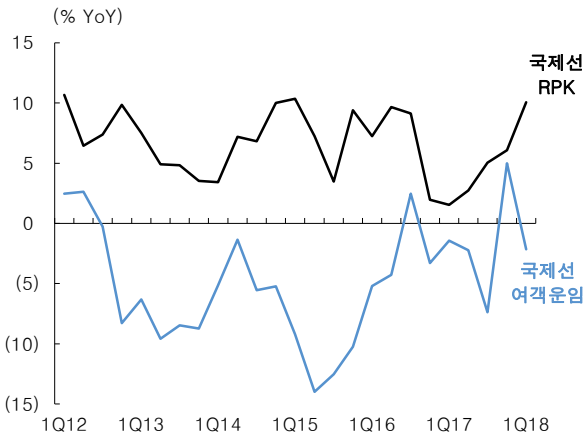
<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,457.1	1,491.9	1,630.8	1,647.3	1,588.7	(3.6)	9.0	1,567.8
영업이익	26.3	42.8	118.5	88.2	64.3	(27.1)	144.4	48.9
영업이익률(%)	1.8	2.9	7.3	5.4	4.0	(1.3)	2.2	3.1
세전이익	132.1	(102.3)	27.0	294.2	(5.0)	NM	NM	21.3
순이익	100.6	(75.3)	16.0	210.6	(5.7)	NM	NM	13.3

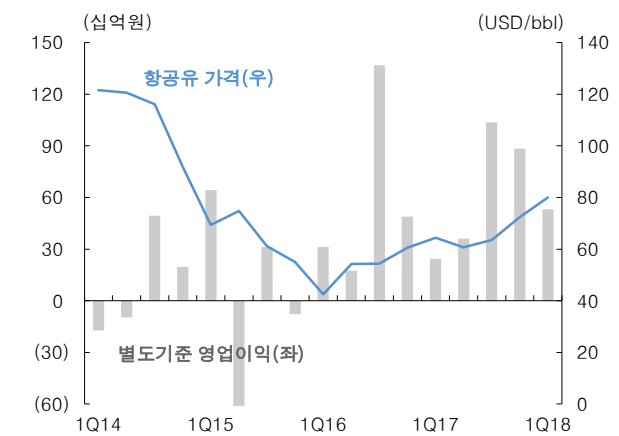
자료: 한국투자증권

[그림 1] 운임하락 이상으로 국제선 RPK가 증가



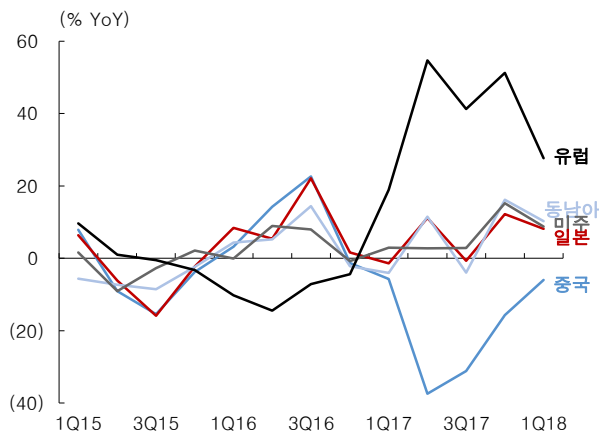
주: RPK는 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 수송실적 지표
 자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 2] 유가상승을 뛰어넘어 영업이익 증가



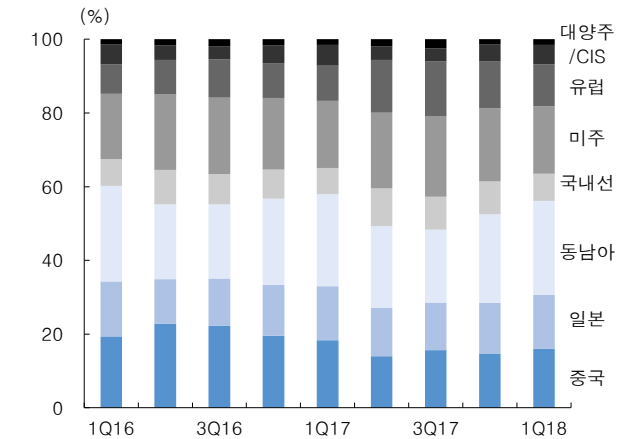
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 3] 유럽노선 강제 이어진 가운데 중국 감소세 둔화



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 4] 매출비중 높은 중국노선의 기저효과 본격화될 것



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

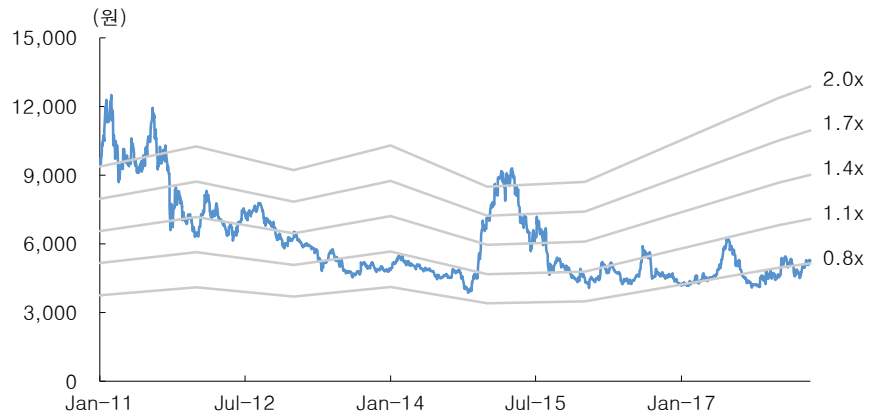
<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,457	1,492	1,631	1,647	1,589	1,588	1,758	1,704	5,764	6,227	6,639	6,968
국내선(별도)	62	87	88	82	69	91	94	79	290	320	332	342
ASK(백만 km)	622	707	727	664	645	721	742	677	2,565	2,720	2,784	2,840
RPK(백만 km)	498	613	643	573	544	631	650	579	2,174	2,327	2,404	2,476
L/F(%)	80.0	86.7	88.5	86.4	84.4	87.5	87.6	85.5	84.8	85.6	86.3	87.2
Yield(원)	125.1	142.5	137.4	143.3	126.2	143.9	144.3	136.1	133.5	137.6	138.1	138.1
국제선(별도)	810	766	900	843	873	813	983	860	3,255	3,320	3,528	3,707
ASK(백만 km)	12,273	12,547	13,407	13,001	12,850	13,049	13,675	13,261	48,869	51,227	52,834	54,419
RPK(백만 km)	9,977	10,116	11,165	10,626	10,981	10,728	11,614	11,054	40,320	41,884	44,378	46,166
L/F(%)	81.3	80.6	83.3	81.7	85.5	82.2	84.9	83.4	82.5	81.8	84.0	84.8
Yield(원)	81.2	75.7	80.6	79.4	79.5	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	1,491
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	5,994
FTK(백만 km)	1,065	1,189	1,193	1,225	1,100	1,218	1,223	1,255	4,240	4,672	4,797	4,941
L/F(%)	78.9	82.5	81.9	81.6	78.0	83.3	82.7	82.4	75.9	81.3	81.6	82.4
Yield(원)	263.4	267.5	268.4	315.0	289.1	280.9	276.4	324.4	257.6	279.3	293.0	301.8
기타	304	320	322	336	329	342	343	359	1,113	1,283	1,373	1,427
매출액 증가율	6.5	8.5	4.8	12.5	9.0	6.4	7.8	3.5	4.0	8.0	6.6	5.0
국내선	(1.6)	11.0	6.3	26.2	10.3	4.0	6.1	(4.0)	0.3	10.3	3.7	3.0
ASK	(0.0)	9.5	10.7	3.4	3.6	2.0	2.0	2.0	(0.1)	6.0	2.4	2.0
RPK	2.5	9.5	12.9	6.6	9.3	3.0	1.0	1.0	10.4	7.0	3.3	3.0
L/F(%p)	2.0	(0.0)	1.7	2.6	4.4	0.8	(0.9)	(0.8)	8.1	0.8	0.8	0.8
Yield	(4.0)	1.4	(5.9)	18.4	0.9	1.0	5.0	(5.0)	(9.2)	3.1	0.4	0.0
국제선	0.1	0.4	(2.7)	11.4	7.7	6.1	9.2	1.9	4.4	2.0	6.3	5.1
ASK	0.5	6.0	6.7	6.1	4.7	4.0	2.0	2.0	3.7	4.8	3.1	3.0
RPK	1.5	2.7	5.0	6.1	10.1	6.1	4.0	4.0	6.9	3.9	6.0	4.0
L/F(%p)	0.8	(2.6)	(1.3)	(0.0)	4.2	1.6	1.7	1.6	2.5	(0.7)	2.2	0.8
Yield	(1.4)	(2.2)	(7.4)	5.0	(2.1)	0.0	5.0	(2.0)	(2.4)	(1.8)	0.3	1.0
화물	16.6	23.8	20.8	12.5	13.4	7.6	5.6	5.6	(3.4)	18.0	7.8	6.1
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	3.3	2.5	2.5	2.5	5.5	10.2	2.7	3.0
L/F(%p)	6.5	5.7	6.2	1.7	(0.9)	0.8	0.8	0.8	2.3	5.3	0.4	0.8
Yield	3.6	11.1	9.0	10.7	9.8	5.0	3.0	3.0	(9.4)	8.4	4.9	3.0
기타	19.1	16.1	14.1	12.2	8.3	6.7	6.6	6.7	12.6	15.2	7.1	3.9
영업비용	1,431	1,449	1,512	1,559	1,524	1,542	1,625	1,622	5,507	5,951	6,313	6,623
증가율	7.3	7.7	7.7	9.4	6.5	6.4	7.5	4.0	0.2	8.1	6.1	4.9
유류비(별도)	357	338	357	386	398	426	461	454	1,239	1,437	1,739	1,936
증가율	23.7	15.1	9.6	16.3	11.6	26.2	29.3	17.6	(15.0)	16.0	21.0	11.3
인건비(별도)	185	181	187	188	190	185	191	192	720	741	758	773
임차료(별도)	144	151	156	157	154	160	170	159	574	608	642	673
정비비(별도)	94	113	125	104	100	102	112	107	381	436	421	433
기타	651	666	688	724	683	670	691	709	2,593	2,729	2,754	2,807
영업이익	26	43	119	88	64	45	133	83	256	276	326	345
증가율	(26.5)	48.7	(21.8)	119.3	144.4	5.4	12.6	(6.1)	456.6	7.6	18.1	5.9
영업이익률	1.8	2.9	7.3	5.4	4.0	2.8	7.6	4.9	4.5	4.4	4.9	5.0
세전이익	132	(102)	27	294	(5)	11	99	49	70	351	154	207
지배주주순이익	101	(75)	16	211	(6)	9	78	37	49	252	118	158
증가율	1.3	NM	(0.9)	NM	NM	NM	3.9	(0.8)	NM	4.1	(0.5)	0.3

자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 5] 현 주가는 여전히 2018F PBR 0.8배에 불과



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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.

- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- FTK(Freight Tonne Kilometers): 유상 화물톤수에 이동 거리를 곱한 값으로 RPK와 같은 개념의 화물 수송실적 지표
- AFTK(Available Freight Tonne Kilometers): 운송할 수 있는 화물탑재중량에 이동 거리를 곱한 값으로 ASK와 같은 개념의 화물 수송공급 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK/FTK에서 ASK/AFTK를 나눈 값

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,197	1,221	1,207	1,301	1,406
현금성자산	271	276	199	244	263
매출채권및기타채권	522	514	548	575	622
재고자산	210	234	249	261	283
비유동자산	7,033	7,329	7,272	7,341	7,509
투자자산	460	342	259	272	293
유형자산	5,156	5,364	5,282	5,253	5,253
무형자산	246	262	280	294	317
자산총계	8,229	8,551	8,478	8,642	8,915
유동부채	3,274	3,544	3,348	3,272	3,321
매입채무및기타채무	921	952	1,015	1,065	1,151
단기차입금및단기사채	277	451	337	302	302
유동성장기부채	1,648	1,673	1,518	1,441	1,408
비유동부채	3,914	3,764	3,772	3,857	3,924
사채	725	758	802	823	823
장기차입금및금융부채	1,965	1,645	1,519	1,511	1,456
부채총계	7,187	7,308	7,120	7,128	7,245
지배주주지분	892	1,151	1,269	1,427	1,585
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	273	432	590
비지배주주지분	150	92	90	87	85
자본총계	1,042	1,242	1,359	1,514	1,670

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	659	660	566	564	587
당기순이익	53	248	116	156	156
유형자산감가상각비	401	447	444	440	440
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	12	37	3	(20)	(12)
기타	193	(72)	3	(12)	3
투자활동현금흐름	(55)	(655)	(294)	(422)	(482)
유형자산투자	(375)	(448)	(362)	(411)	(440)
유형자산매각	186	15	0	0	0
투자자산순증	372	11	111	22	15
무형자산순증	(7)	(6)	(17)	(14)	(24)
기타	(231)	(227)	(26)	(19)	(33)
재무활동현금흐름	(512)	(8)	(349)	(97)	(86)
자본의증가	50	(94)	0	0	0
차입금의순증	(561)	86	(351)	(99)	(88)
배당금지급	(0)	(0)	0	0	0
기타	(1)	0	2	2	2
기타현금흐름	(4)	8	0	0	0
현금의증가	88	5	(77)	45	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

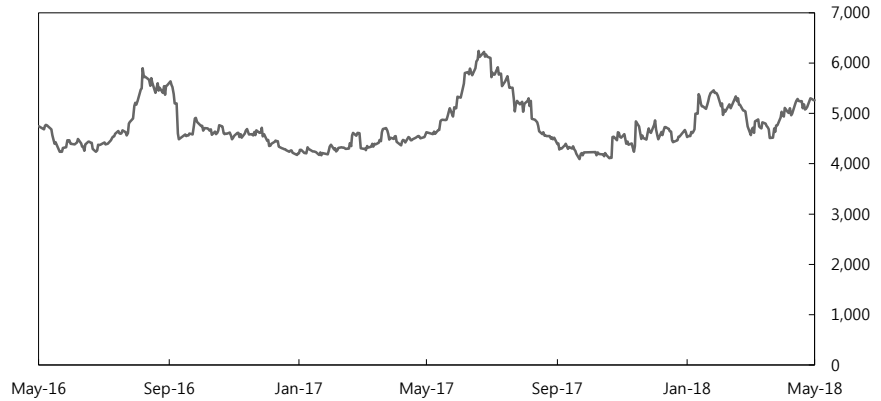
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,764	6,227	6,639	6,968	7,528
매출원가	4,909	5,341	5,666	5,944	6,457
매출총이익	854	886	973	1,024	1,071
판매관리비	598	610	647	679	734
영업이익	256	276	326	345	337
금융수익	9	3	6	7	8
이자수익	9	3	6	7	8
금융비용	144	173	174	180	176
이자비용	144	173	174	180	176
기타영업외손익	(76)	220	(31)	0	0
관계기업관련손익	24	25	28	35	37
세전계속사업이익	70	351	154	207	207
법인세비용	19	103	38	51	51
연결당기순이익	53	248	116	156	156
지배주주지분순이익	49	252	118	158	158
기타포괄이익	(18)	(5)	0	0	0
총포괄이익	35	242	116	156	156
지배주주지분포괄이익	31	246	118	158	158
EBITDA	658	723	770	785	777

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	251	1,227	574	771	770
BPS	4,346	5,607	6,181	6,952	7,722
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	4.0	8.0	6.6	5.0	8.0
영업이익증가율	456.6	7.6	18.1	5.9	(2.2)
순이익증가율	NM	411.2	(53.2)	34.2	(0.1)
EPS증가율	NM	388.8	(53.2)	34.2	(0.1)
EBITDA증가율	39.4	9.9	6.5	1.9	(1.0)
수익성(%)					
영업이익률	4.5	4.4	4.9	5.0	4.5
순이익률	0.9	4.0	1.8	2.3	2.1
EBITDA Margin	11.4	11.6	11.6	11.3	10.3
ROA	0.6	3.0	1.4	1.8	1.8
ROE	5.7	24.7	9.7	11.7	10.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	4,312	4,207	3,930	3,784	3,673
차입금/자본총계비율(%)	443.0	364.2	307.3	269.1	238.8
Valuation(X)					
PER	16.8	3.7	9.2	6.8	6.8
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.1	7.2	6.6	6.3	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 4일 현재 아시아나항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 높게 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.