

# 아시아나항공(020560)

## 중립(유지)

### 원가부담이 문제, 수요는 좋다

#### 성수기에도 여전히 쉽지 않은 경영환경

3분기에도 비우호적인 영업환경이 이어지고 있다. 6~8월 평균 항공유가는 전년동기대비 45% 올랐다. 항공사는 보통 유류재고를 1개월치 보유하고 있는데, 3분기 급유 단가의 상승폭은 2분기보다 가파를 전망이다. 원/달러 환율은 전년동기보다는 소폭 낮은 편이나, 6월 이후 4% 상승하면서 향후 비용부담에 대한 우려를 키우고 있다. 여기에 일본노선은 8월 폭염에 이어 9월에는 태풍과 지진으로 정상적인 영업을 못하고 있다. 7~8월 아시아나항공의 일본노선 여객비중은 14%였다. 5일부터 운항이 중단된 오사카는 3%다. 높은 수익성을 감안하면 이익비중은 이보다 높을 것이다. 그 결과 3분기 성수기 효과에 대한 기대감도 갈수록 낮아지고 있다.

#### 노선 포트폴리오 개선에 맞춰 항공수요는 꾸준히 증가

아시아나항공의 7~8월 국제선 유임여객수는 전년동기대비 정체됐다. 2분기 10% 증가에서 크게 둔화돼 성수기 수요에 대한 우려를 키우고 있다. 다만 이는 일본 등 근거리노선의 공급을 줄인 영향이 크다. 일본노선의 탑승률은 여름 수요의 부진에도 전년대비 향상될 것이다. 대신 3분기에 중점을 두고 있는 유럽과 중국 노선은 두자리수 매출증가가 예상된다. 무엇보다 국제선 운임은 유류할증료 효과를 제외하더라도 전년동기대비 상승하고 있다. 노선 포트폴리오의 조정에 맞춰 여객수요는 여전히 견고해 보인다. 한편 3분기 화물 물동량은 2분기와 마찬가지로 역성장할 전망이다. 다만 성수기가 가까워짐에 따라 운임은 더 큰 폭으로 상승할 것이다.

#### 항공업종 둘러싼 우려는 피크, 아시아나 주가에도 선반영

현재 항공업종의 투자심리는 원가부담 이상으로 수요의 둔화 가능성을 과도하게 우려하고 있다. 항공사들의 3분기 실적 컨센서스는 하향조정될 전망이다, 한편으로는 메르스 리스크나 일본 지진 등 예상할 수 있는 모든 악재가 터진 지금이 주가의 바닥으로 볼 수 있다. 아시아나항공은 대한항공과 저비용항공사 모두와 경쟁해야 하는 불리한 위치에 있고 단기실적 우려도 재무부담을 가중시킨다는 점에서 중립을 유지한다. 반대로 벨류에이션 부담이 가장 낮다는 점은 주목할 만하다.

	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	6,792	291	130	635	(48.2)	735	6.5	6.6	0.7	10.7	-
2019F	7,152	363	154	749	17.8	803	5.5	5.9	0.6	11.3	-
2020F	7,727	355	153	746	(0.4)	795	5.5	5.8	0.5	10.1	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

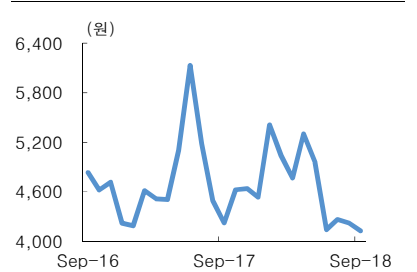
#### Stock Data

KOSPI(9/11)	2,283
주가(9/11)	4,125
시가총액(십억원)	847
발행주식수(백만)	205
52주 최고/최저가(원)	5,460/4,015
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,095
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.5/11.2
주요주주(%)	금호산업 외 5인 33.5
	금호석유화학 12.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.5)	(14.8)	(5.5)
KOSPI 대비(%p)	(2.5)	(7.6)	(2.3)

#### 주가추이



자료: WISEfn

#### 최고운

gowoon@truefriend.com

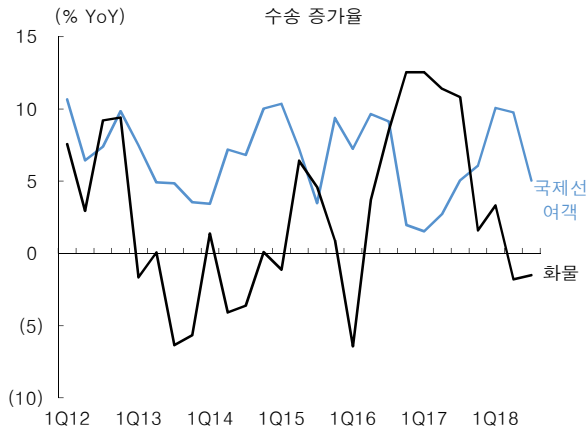
<표 1> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>1,457</b>	<b>1,492</b>	<b>1,631</b>	<b>1,647</b>	<b>1,603</b>	<b>1,643</b>	<b>1,797</b>	<b>1,750</b>	<b>5,764</b>	<b>6,227</b>	<b>6,792</b>	<b>7,152</b>
국내선(별도)	62	87	88	82	69	95	93	79	290	320	336	346
ASK(백만 km)	622	707	727	664	645	716	742	677	2,565	2,720	2,779	2,834
RPK(백만 km)	498	613	643	573	544	640	642	572	2,174	2,327	2,399	2,471
L/F(%)	80.0	86.7	88.5	86.4	84.4	89.5	86.6	84.5	84.8	85.6	86.3	87.2
Yield(원)	125.1	142.5	137.4	143.3	126.2	148.3	144.3	139.0	133.5	137.6	140.0	140.0
국제선(별도)	810	766	900	843	873	850	1,002	894	3,255	3,320	3,619	3,840
ASK(백만 km)	12,273	12,547	13,407	13,001	12,850	13,094	13,943	13,521	48,869	51,227	53,407	55,010
RPK(백만 km)	9,977	10,116	11,165	10,626	10,981	11,102	11,727	11,263	40,320	41,884	45,074	46,890
L/F(%)	81.3	80.6	83.3	81.7	85.5	84.8	84.1	83.3	82.5	81.8	84.4	85.2
Yield(원)	81.2	75.7	80.6	79.4	79.5	76.6	85.5	79.4	80.7	79.3	80.3	81.9
화물(별도)	280	318	320	386	318	338	347	413	1,105	1,305	1,416	1,488
AFTK(백만 km)	1,349	1,441	1,457	1,501	1,410	1,462	1,472	1,531	5,584	5,749	5,876	5,993
FTK(백만 km)	1,065	1,189	1,193	1,225	1,100	1,168	1,176	1,249	4,240	4,672	4,692	4,786
L/F(%)	78.9	82.5	81.9	81.6	78.0	79.8	79.9	81.6	75.9	81.3	79.9	79.9
Yield(원)	263.4	267.5	268.4	315.0	289.1	289.4	295.2	330.7	257.6	279.3	301.8	310.9
기타	304	320	322	336	344	360	355	363	1,113	1,283	1,422	1,478
<b>매출액 증가율</b>	<b>6.5</b>	<b>8.5</b>	<b>4.8</b>	<b>12.5</b>	<b>10.0</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>	<b>6.2</b>	<b>4.0</b>	<b>8.0</b>	<b>9.1</b>	<b>5.3</b>
<b>국내선</b>	<b>(1.6)</b>	<b>11.0</b>	<b>6.3</b>	<b>26.2</b>	<b>10.3</b>	<b>8.7</b>	<b>4.8</b>	<b>(3.2)</b>	<b>0.3</b>	<b>10.3</b>	<b>4.9</b>	<b>3.0</b>
ASK	(0.0)	9.5	10.7	3.4	3.6	1.2	2.0	2.0	(0.1)	6.0	2.2	2.0
RPK	2.5	9.5	12.9	6.6	9.3	4.4	(0.2)	(0.2)	10.4	7.0	3.1	3.0
L/F(%p)	2.0	(0.0)	1.7	2.6	4.4	2.8	(1.9)	(1.8)	8.1	0.8	0.8	0.8
Yield	(4.0)	1.4	(5.9)	18.4	0.9	4.0	5.0	(3.0)	(9.2)	3.1	1.8	0.0
<b>국제선</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>(2.7)</b>	<b>11.4</b>	<b>7.7</b>	<b>10.9</b>	<b>11.3</b>	<b>6.0</b>	<b>4.4</b>	<b>2.0</b>	<b>9.0</b>	<b>6.1</b>
ASK	0.5	6.0	6.7	6.1	4.7	4.4	4.0	4.0	3.7	4.8	4.3	3.0
RPK	1.5	2.7	5.0	6.1	10.1	9.7	5.0	6.0	6.9	3.9	7.6	4.0
L/F(%p)	0.8	(2.6)	(1.3)	(0.0)	4.2	4.2	0.8	1.6	2.5	(0.7)	2.6	0.8
Yield	(1.4)	(2.2)	(7.4)	5.0	(2.1)	1.1	6.0	0.0	(2.4)	(1.8)	1.3	2.0
<b>화물</b>	<b>16.6</b>	<b>23.8</b>	<b>20.8</b>	<b>12.5</b>	<b>13.4</b>	<b>6.2</b>	<b>8.3</b>	<b>7.1</b>	<b>(3.4)</b>	<b>18.0</b>	<b>8.6</b>	<b>5.1</b>
AFTK	3.3	3.7	2.5	(0.5)	4.5	1.5	1.0	2.0	2.2	3.0	2.2	2.0
FTK	12.5	11.4	10.8	1.6	3.3	(1.8)	(1.5)	2.0	5.5	10.2	0.4	2.0
L/F(%p)	6.5	5.7	6.2	1.7	(0.9)	(2.6)	(2.0)	0.0	2.3	5.3	(1.4)	0.0
Yield	3.6	11.1	9.0	10.7	9.8	8.2	10.0	5.0	(9.4)	8.4	8.1	3.0
기타	19.1	16.1	14.1	12.2	12.9	12.4	10.4	8.0	12.6	15.2	10.9	4.0
<b>영업비용</b>	<b>1,431</b>	<b>1,449</b>	<b>1,512</b>	<b>1,559</b>	<b>1,538</b>	<b>1,605</b>	<b>1,689</b>	<b>1,669</b>	<b>5,507</b>	<b>5,951</b>	<b>6,502</b>	<b>6,788</b>
<b>증가율</b>	<b>7.3</b>	<b>7.7</b>	<b>7.7</b>	<b>9.4</b>	<b>7.5</b>	<b>10.8</b>	<b>11.7</b>	<b>7.1</b>	<b>0.2</b>	<b>8.1</b>	<b>9.3</b>	<b>4.4</b>
유류비(별도)	357	338	357	386	398	438	506	485	1,239	1,437	1,826	2,010
<b>증가율</b>	<b>23.7</b>	<b>15.1</b>	<b>9.6</b>	<b>16.3</b>	<b>11.6</b>	<b>29.6</b>	<b>41.8</b>	<b>25.5</b>	<b>(15.0)</b>	<b>16.0</b>	<b>27.1</b>	<b>10.0</b>
인건비(별도)	185	181	187	188	190	188	193	192	720	741	763	786
임차료(별도)	144	151	156	157	154	157	163	160	574	608	634	671
정비비(별도)	94	113	125	104	100	103	112	104	381	436	419	431
기타	651	666	688	724	697	720	715	728	2,593	2,729	2,860	2,891
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>43</b>	<b>119</b>	<b>88</b>	<b>64</b>	<b>38</b>	<b>108</b>	<b>80</b>	<b>256</b>	<b>276</b>	<b>291</b>	<b>363</b>
<b>증가율</b>	<b>(26.5)</b>	<b>48.7</b>	<b>(21.8)</b>	<b>119.3</b>	<b>144.4</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(8.9)</b>	<b>(8.9)</b>	<b>456.6</b>	<b>7.6</b>	<b>5.4</b>	<b>25.0</b>
<b>영업이익률</b>	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	<b>7.3</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>	<b>2.3</b>	<b>6.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>	<b>5.1</b>
세전이익	132	(102)	27	294	(5)	(79)	212	44	70	351	173	203
<b>지배주주순이익</b>	<b>101</b>	<b>(75)</b>	<b>16</b>	<b>211</b>	<b>(6)</b>	<b>(51)</b>	<b>153</b>	<b>34</b>	<b>49</b>	<b>252</b>	<b>130</b>	<b>154</b>
<b>증가율</b>	<b>1.3</b>	<b>NM</b>	<b>(0.9)</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>NM</b>	<b>8.6</b>	<b>(0.8)</b>	<b>NM</b>	<b>4.1</b>	<b>(0.5)</b>	<b>0.2</b>

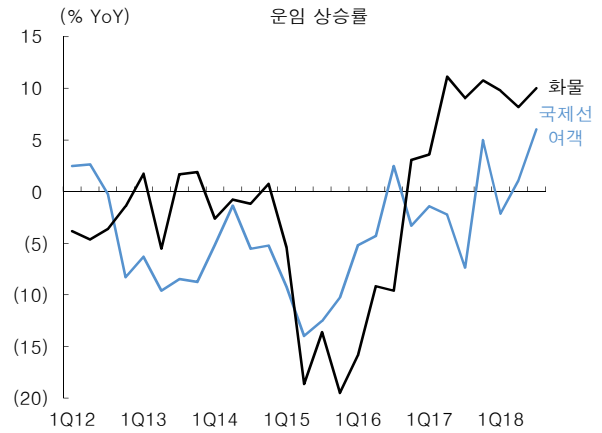
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 1] 수송량 증가율은 둔화될 전망이다



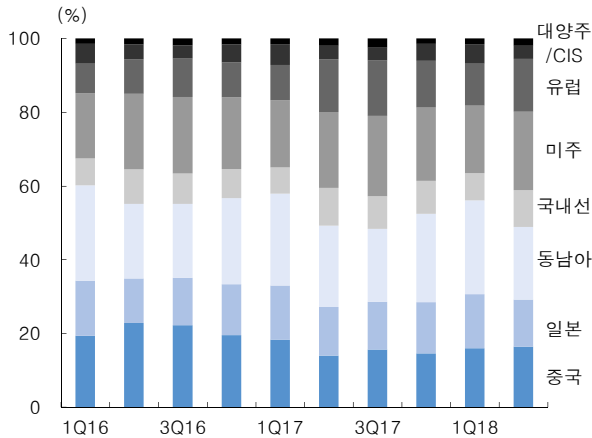
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 2] 유류할증료 이상으로 운임이 상승할 것



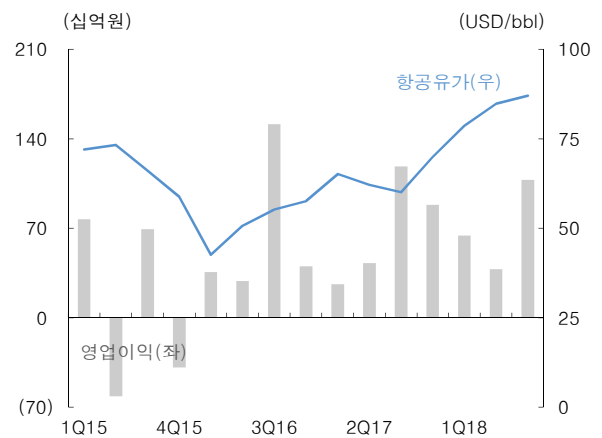
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 3] 올해 상반기 일본 여객매출 비중은 14%



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 4] 문제는 유가상승에 따른 비용부담



주: 항공유가는 1개월 후행  
자료: 아시아나항공, 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	1,235	1,336	1,443
현금성자산	271	276	204	250	270
매출채권및기타채권	522	514	561	590	638
재고자산	210	234	255	268	290
비유동자산	7,033	7,329	7,318	7,396	7,569
투자자산	460	342	265	279	301
유형자산	5,156	5,364	5,282	5,253	5,253
무형자산	246	262	286	301	326
자산총계	8,229	8,551	8,552	8,732	9,012
유동부채	3,274	3,544	3,377	3,313	3,369
매입채무및기타채무	921	952	1,039	1,094	1,182
단기차입금및단기사채	277	451	337	302	302
유동성장기부채	1,648	1,673	1,518	1,441	1,408
비유동부채	3,914	3,764	3,805	3,897	3,968
사채	725	758	802	823	823
장기차입금및금융부채	1,965	1,645	1,519	1,511	1,456
부채총계	7,187	7,308	7,183	7,209	7,337
지배주주지분	892	1,151	1,281	1,435	1,588
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	286	440	593
비지배주주지분	150	92	88	88	87
자본총계	1,042	1,242	1,369	1,523	1,675

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	659	660	590	572	592
당기순이익	53	248	127	153	153
유형자산감가상각비	401	447	444	440	440
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	12	37	7	(14)	(8)
기타	193	(72)	12	(7)	7
투자활동현금흐름	(55)	(655)	(315)	(427)	(484)
유형자산투자	(375)	(448)	(362)	(411)	(440)
유형자산매각	186	15	0	0	0
투자자산순증	372	11	106	21	15
무형자산순증	(7)	(6)	(24)	(15)	(24)
기타	(231)	(227)	(35)	(22)	(35)
재무활동현금흐름	(512)	(8)	(348)	(98)	(87)
자본의증가	50	(94)	0	0	0
차입금의순증	(561)	86	(351)	(99)	(88)
배당금지급	(0)	(0)	0	0	0
기타	(1)	0	3	1	1
기타현금흐름	(4)	8	0	0	0
현금의증가	88	5	(72)	47	20

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

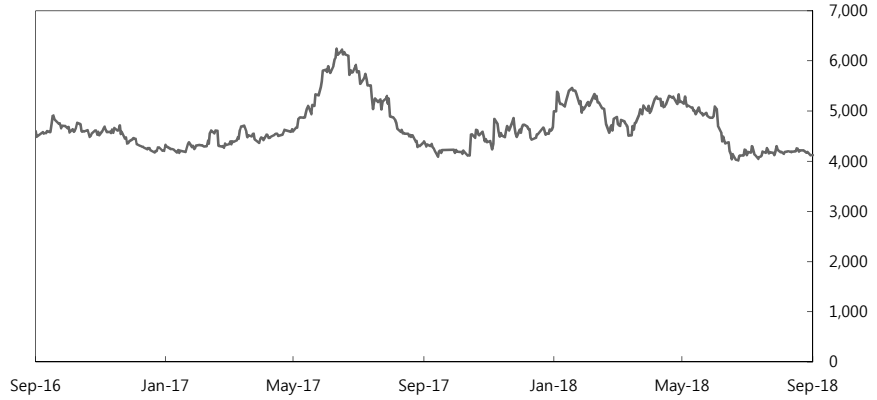
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,764	6,227	6,792	7,152	7,727
매출원가	4,909	5,341	5,842	6,099	6,628
매출총이익	854	886	951	1,052	1,099
판매관리비	598	610	660	689	744
영업이익	256	276	291	363	355
금융수익	9	3	4	5	6
이자수익	9	3	4	5	6
금융비용	144	173	175	200	195
이자비용	144	173	175	200	195
기타영업외손익	(76)	220	24	0	0
관계기업관련손익	24	25	28	35	37
세전계속사업이익	70	351	173	203	203
법인세비용	19	103	46	50	50
연결당기순이익	53	248	127	153	153
지배주주지분순이익	49	252	130	154	153
기타포괄이익	(18)	(5)	0	0	0
총포괄이익	35	242	127	153	153
지배주주지분포괄이익	31	246	130	154	153
EBITDA	658	723	735	803	795

**주요투자지표**

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	251	1,227	635	749	746
BPS	4,346	5,607	6,242	6,991	7,737
DPS	0	0	0	0	0
성장성 (% YoY)					
매출증가율	4.0	8.0	9.1	5.3	8.0
영업이익증가율	456.6	7.6	5.4	25.0	(2.3)
순이익증가율	NM	411.2	(48.2)	17.8	(0.4)
EPS증가율	NM	388.8	(48.2)	17.8	(0.4)
EBITDA증가율	39.4	9.9	1.7	9.3	(1.0)
수익성 (%)					
영업이익률	4.5	4.4	4.3	5.1	4.6
순이익률	0.9	4.0	1.9	2.1	2.0
EBITDA Margin	11.4	11.6	10.8	11.2	10.3
ROA	0.6	3.0	1.5	1.8	1.7
ROE	5.7	24.7	10.7	11.3	10.1
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금 (십억원)	4,312	4,207	3,925	3,777	3,665
차입금/자본총계비율 (%)	443.0	364.2	304.8	267.7	238.0
Valuation (X)					
PER	16.8	3.7	6.5	5.5	5.5
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.1	7.2	6.6	5.9	5.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아시아나항공 (020560)	2016.09.11	중립	-	-	-
	2017.09.11	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 12일 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 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 중 립 : 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.