



BUY(Maintain)

목표주가: 5,500원

주가(4/6): 4,435원

시가총액: 9,102억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (04/06)		2,152.75p
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	5,900원	4,165원
등락률	-24.83%	6.48%
수익률	절대	상대
1M	3.3%	-0.2%
6M	-4.7%	-8.6%
1Y	-8.9%	-16.6%

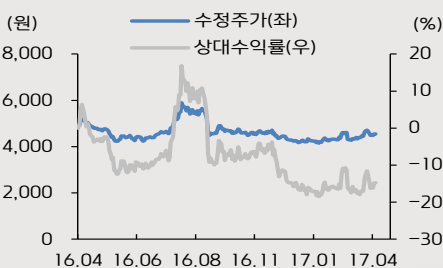
Company Data

발행주식수	205,235천주
일평균 거래량(3M)	917천주
외국인 지분율	7.65%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,245원
주요 주주	금호산업 외 5인 33.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	57,636	60,048	59,873	61,154
보고영업이익	2,565	2,323	2,533	2,807
핵심영업이익	2,565	2,323	2,533	2,807
EBITDA	6,578	6,336	6,547	6,821
세전이익	703	461	603	870
순이익	526	346	453	654
지배주주지분순이익	493	350	458	662
EPS(원)	267	169	221	319
증감률(%YoY)	N/A	-36.9	30.9	44.3
PER(배)	15.8	25.0	19.1	13.2
PBR(배)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	8.0	7.9	7.4	6.8
보고영업이익률(%)	4.5	3.9	4.2	4.6
핵심영업이익률(%)	4.5	3.9	4.2	4.6
ROE(%)	5.6	3.3	4.1	5.7
순부채비율(%)	413.8	386.8	356.4	321.4

Price Trend



아시아나항공 (020560)

화물 강세에도 중국 여객 수요 부진 영향 발생



아시아나항공은 지난 1분기 226억원의 영업이익이 기대됩니다. 계절적 비수기에 진입한 화물이 물량 증가 효과로 운임 및 L/F 강세가 이어지고 있지만 국제 여객이 3월부터 중국 노선 부진 영향이 나타나고 있습니다. 특히 중국 노선의 이익 기여도가 매출 비중보다 높았다는 점이 아쉬운 상황입니다. 다만 공급을 빠르게 줄이고 있어 그룹 관련 불확실성 해소 이후 반등 가능성은 여전히 높다고 판단합니다.

>>> 1Q 영업이익 226억원, 화물 강세와 중국인 수요 부진

지난 1Q 아시아나항공은 IFRS 연결 기준 매출액 1조4,563억원(YoY 기준 -1.4%), 영업이익 226억원(-61.4%)을 기록했을 것으로 전망함. 국제 화물이 계절적 비수기에 진입했음에도 불구하고 강한 수요와 함께 운임과 L/F가 동시에 상승하는 효과가 나타났고, 국제 여객도 2월까지의 호조를 이어가고 있었음. 그러나 3월부터 중국 발 정치적 이슈가 중국인 여행객 감소로 연결되면서 영업이익 규모가 당초 기대보다는 낮아졌을 것으로 추정됨. 또한 에어셔울도 정상화까지는 좀 더 시간이 필요할 것으로 전망됨.

>>> 중국 노선의 빠른 L/F 회복 필요

알려진 것처럼 한국-중국 노선은 항공 자유화 지역이 아니어서 운항 운수권이 필요한 지역인데 아시아나항공이 가장 많은 운수권을 확보하고 있었음. 지금까지 중국 노선 운수권은 아시아나항공의 가장 큰 메리트 중의 하나였지만 이번처럼 일시적 이벤트가 발생하는 경우에도 일정 수준의 운항 횟수는 유지해야 되는 부담도 있음. 아시아나항공도 빠른 감편 조치에 나서고는 있지만 수익 감소는 불가피한 상황임. 또한 중국인 수요만 급감했던 지난 메르스 사태와 비교하면 한국인의 중국 행 수요도 여행객 중심으로 감소할 조짐이 나타나고 있어 확산 여부를 주목할 필요가 있음. 특히 중국 노선의 이익 기여도가 국제 노선 가운데서도 높은 수준이었다는 점에서 빠른 L/F 정상화가 필요할 것임.

>>> 남아있는 M&A 관련 불확실성 해소 이후 반등 기대감 유지

단기적으로는 중국 노선 수익성 악화가 아쉬운 상황이지만 국제 유가와 원/달러 환율이 안정적 수준을 유지하고 있고, 일본 노선이 내국인 수요 급증뿐 아니라 일본인 수요까지 더해지며 수익에 기여하고 있음. 여기에 A350 도입으로 신기재 갈증도 일정 부분 해소가 기대된다는 점은 긍정적임. 무엇보다 항공사들의 운임 인상에도 여객 수요가 꺾이지 않고 있다는 점을 주목해야 할 것임. 16년말 기준 금호석유화학과 한국산업은행이 각각 11.98%와 5.94%의 아시아나항공 지분을 보유하고 있다는 점을 감안하면 아시아나항공이 금호타이어 M&A에 참여할 가능성은 극히 낮은 것은 사실이지만 본격적인 주가 상승을 위해서는 M&A 불확실성이 완전히 해소될 필요가 있다고 판단됨. 따라서 기존 투자 의견 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,407	57,636	60,048	59,873	61,154
매출원가	49,314	49,095	45,643	46,016	48,014
매출총이익	6,093	8,541	14,405	13,857	13,140
판매비및일반관리비	5,632	5,976	12,082	11,324	10,332
영업이익(보고)	461	2,565	2,323	2,533	2,807
영업이익(핵심)	461	2,565	2,323	2,533	2,807
영업외손익	-1,872	-1,862	-1,862	-1,930	-1,937
이자수익	77	91	277	281	285
배당금수익	3	5	0	0	0
외환이익	1,293	1,711	0	0	0
이자비용	1,432	1,436	1,732	1,732	1,732
외환손실	2,104	2,331	0	0	0
관계기업지분법손익	298	240	0	0	0
투자및기타자산처분손익	60	385	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-66	-526	-408	-479	-489
법인세차감이익	-1,411	703	461	603	870
법인세비용	-244	193	114	150	216
유효법인세율 (%)	17.3%	27.5%	24.9%	24.9%	24.9%
당기순이익	-1,392	526	346	453	654
지배주주지분손익(억원)	-1,381	493	350	458	662
EBITDA	4,719	6,578	6,336	6,547	6,821
현금순이익(Cash Earnings)	2,867	4,539	4,359	4,467	4,667
수정당기순이익	-1,441	247	346	453	654
증감률(% YoY)					
매출액	-5.1	4.0	4.2	-0.3	2.1
영업이익(보고)	-53.0	456.6	-9.4	9.0	10.8
영업이익(핵심)	-53.0	456.6	-9.4	9.0	10.8
EBITDA	2.9	39.4	-3.7	3.3	4.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-28.9	30.9	44.3
EPS	N/A	N/A	-36.9	30.9	44.3
수정순이익	N/A	N/A	40.2	30.9	44.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,425	6,588	4,387	4,464	4,684
당기순이익	-1,392	526	346	453	654
감가상각비	4,258	4,013	4,013	4,013	4,013
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	587	509	0	0	0
자산처분손익	35	366	0	0	0
지분법손익	-298	-240	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	116	32	-2	17
기타	1,394	1,299	-5	0	0
투자활동현금흐름	-8,515	-551	-3,968	-3,733	-3,865
투자자산의 처분	-4,160	3,717	-136	10	-72
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	-83	6	-44
재무활동현금흐름	3,289	-5,116	1,048	928	996
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	1,048	928	996
현금및현금성자산의순증가	-800	880	1,467	1,660	1,815
기초현금및현금성자산	2,629	1,829	2,709	4,176	5,835
기말현금및현금성자산	1,829	2,709	4,176	5,835	7,651
Gross Cash Flow	4,584	6,472	4,354	4,466	4,667
Op Free Cash Flow	1,536	2,168	2,058	2,183	2,410

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,448	11,966	13,821	15,452	17,473
현금및현금성자산	1,829	2,709	4,176	5,835	7,651
유동금융자산	3,291	328	342	341	348
매출채권및유동채권	5,200	6,222	6,482	6,463	6,602
채고자산	2,057	2,100	2,188	2,182	2,228
기타유동비금융자산	71	607	633	631	644
비유동자산	80,480	70,326	70,670	70,361	70,417
장기매출채권및기타비유동채권	6,658	9,501	9,899	9,870	10,081
투자자산	9,721	4,814	4,941	4,932	4,997
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	2,077	2,071	2,115
자산총계	92,927	82,292	84,491	85,814	87,890
유동부채	33,109	32,737	33,301	33,260	33,559
매입채무및기타유동채무	13,144	13,389	13,949	13,909	14,206
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	97	97	99
비유동부채	51,302	39,137	40,425	41,336	42,459
장기매입채무및비유동채무	7,560	5,721	5,960	5,943	6,070
사채및장기차입금	33,659	26,899	26,899	26,899	26,899
기타비유동부채	10,084	6,518	7,566	8,495	9,490
부채총계	84,412	71,874	73,726	74,596	76,018
자본금	9,755	10,262	10,262	10,262	10,262
주식발행초과금	11	5	5	5	5
이익잉여금	-1,670	-1,206	-855	-397	265
기타자본	199	-142	-142	-142	-142
지배주주지분자본총계	8,296	8,920	9,270	9,728	10,390
비지배주주지분자본총계	219	1,499	1,495	1,490	1,482
자본총계	8,516	10,419	10,765	11,218	11,872
순차입금	48,356	43,116	41,635	39,977	38,154
총차입금	53,476	46,153	46,153	46,153	46,153

투자지표

(단위: 원, 배, %)

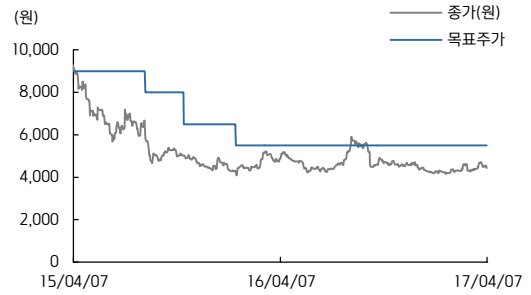
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-713	267	169	221	319
BPS	4,365	5,076	5,245	5,466	5,785
주당EBITDA	2,419	3,346	3,087	3,190	3,323
CFPS	1,469	2,309	2,124	2,176	2,274
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-6.5	15.8	25.0	19.1	13.2
PBR	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.2	8.0	7.9	7.4	6.8
PCFR	3.2	1.8	2.0	1.9	1.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.8	4.5	3.9	4.2	4.6
영업이익률(핵심)	0.8	4.5	3.9	4.2	4.6
EBITDA margin	8.5	11.4	10.6	10.9	11.2
순이익률	-2.5	0.9	0.6	0.8	1.1
자기자본이익률(ROE)	-14.1	5.6	3.3	4.1	5.7
투자자본이익률(ROIC)	0.8	3.5	3.3	3.6	4.1
안정성(%)					
부채비율	991.2	689.9	684.9	665.0	640.3
순차입금비율	567.8	413.8	386.8	356.4	321.4
이자보상배율(배)	0.3	1.8	1.3	1.5	1.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.3	10.1	9.5	9.2	9.4
채고자산회전율	28.5	27.7	28.0	27.4	27.7
매입채무회전율	4.6	4.3	4.4	4.3	4.4

- 당사는 04월 06일 현재 '아시아나항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
아시아나항공 (020560)	2015-01-13	BUY(Maintain)	9,000원
	2015-05-11	BUY(Maintain)	9,000원
	2015-08-12	BUY(Maintain)	8,000원
	2015-10-15	BUY(Maintain)	6,500원
	2016-01-19	BUY(Maintain)	5,500원
	2016-06-03	BUY(Maintain)	5,500원
	2016-07-18	BUY(Maintain)	5,500원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	5,500원
	2016-11-08	BUY(Maintain)	5,500원
	2017-01-06	BUY(Maintain)	5,500원
	2017-04-07	BUY(Maintain)	5,500원

목표주가 추이



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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%