



BUY(Maintain)

목표주가: 7,000원

주가(08/10): 5,250원

시가총액: 10,775억원

조선/운송/여행

Analyst 조병희

02) 3787-5129 bhcho@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (08/10)		2,359.47p
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	6,240원	4,165원
등락률	-15.87%	26.05%
수익률	절대	상대
1M	-11.3%	-10.5%
6M	21.7%	7.0%
1Y	-11.0%	-22.9%

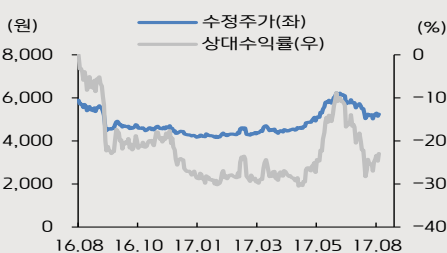
Company Data

발행주식수	205,235천주
일평균 거래량(3M)	1,603천주
외국인 지분율	13.08%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,585원
주요 주주	금호산업 외 5인 33.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	57,636	61,185	60,860	62,144
보고영업이익	2,565	2,796	2,887	2,990
핵심영업이익	2,565	2,796	2,887	2,990
EBITDA	6,578	6,809	6,900	7,004
세전이익	703	1,394	882	978
순이익	526	1,044	669	741
지배주주지분순이익	493	1,089	673	746
EPS(원)	267	509	326	361
증감률(%YoY)	N/A	90.3	-36.0	10.9
PER(배)	15.8	8.3	13.0	11.7
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.0	7.2	6.9	6.5
보고영업이익률(%)	4.5	4.6	4.7	4.8
핵심영업이익률(%)	4.5	4.6	4.7	4.8
ROE(%)	5.6	9.5	5.7	5.9
순부채비율(%)	413.8	356.6	320.6	286.5

Price Trend



아시아나항공 (020560)

화물 부문 Yield와 L/F 동반 상승



아시아나항공은 국제 여객 부문의 중국 노선 부진에도 불구하고 화물 부문 호황이 지속되며 428억원의 영업이익을 기록했습니다. M&A 불확실성이 다시 커지고 자산 매각 기대감이 약화된 것은 아쉽지만, 공급 경쟁이 완화된 화물 부문 호조 지속과 탑승률이 크게 낮아진 중국 노선도 추가적인 수요 감소보다는 점진적인 감소폭 축소가 기대된다는 점에서 하반기 실적 개선 추세는 이어질 것으로 전망합니다.

>>> 2Q 영업이익 428억원, 화물 부문 호조 지속

지난 2Q 아시아나항공은 IFRS 연결 기준 매출액 1조4,919억원(YoY 기준 +8.5%), 영업이익 428억원(+48.7%), 당기순이익 -748억원(-180.6%)을 기록했음. 매출 증가는 중국 노선을 제외한 대부분의 노선이 강한 아웃바운드 수요를 기반으로 성장이 이어졌고, 화물 부문도 IT 제품을 중심으로 미주와 동남아 노선이 크게 성장한 영향이 반영됐음. 영업이익은 화물 부문 Yield와 L/F 가 동시에 개선된 효과로 판단됨. 영업외로는 원화 약세에 따른 외화환산손익이 -1,005억원에 달함에 따라 당기순이익은 적자가 이어졌음.

>>> 일본과 동남아 노선 강세에도 중국 노선 부진이 발목

아시아나항공은 투입 항공기를 소형기로 변경하며 공급을 축소시키고 있지만 사드 배치 관련한 부정적인 중국 노선 수요 급감 효과가 나타나고 있음. 특히 운수권을 가지고 있어 수요가 부진한 주요 대도시에도 운항을 이어가야 되는 점이 가장 큰 부담이 되고 있음. 또한 저가 수요 확보 및 아시아나항공의 적자 노선 적자 규모 축소를 위해 설립된 에어서울의 영업도 정상 궤도 진입이 늦어지며 아시아나항공에 재무적으로나 영업적으로나 기대했던 효과가 나타나지 못하고 있음. 따라서 하반기 에어서울의 항공기 추가와 노선 다양화 결과를 추가적으로 지켜볼 필요가 있겠음.

>>> 화물 호조 지속 및 점진적 중국 노선 회복에 무게

당사가 지난 번 보고서를 통해 아시아나항공의 목표주가를 상향 시킨 근거는 모그룹 M&A와 관련한 불확실성이 해소됐고, CJ대한통운과 대우건설 등의 자산을 활용해 재무 건전성 개선 및 영업력 강화를 기대했기 때문임. 하지만 이후 M&A 관련 이슈가 다시 불거지고 있고, 매각 가능 자산들의 주가 하락이 이어지며 매각 기대감도 약화되고 있음. 또한 기존 LCC들의 가격 경쟁 지속과 신규 LCC 진입 가능성도 주가에 부정적으로 작용했음. 그러나 이런 요인들을 감안하더라도 영업이익이 지속적으로 창출되고 있는 기업이 액면가 수준에 머물고 있다는 점은 가격 메리트로 작용할 것이며, 공급 경쟁이 약화된 화물 부문의 수요 증가가 이어지며 이익 기여가 지속되고 있다는 점은 주가에 긍정적 요인임. 무엇보다 중국 노선 부진이 이어지고 있지만 추가적인 수요 감소보다는 점진적 감소폭 축소 가능성이 높다는 점에서 아시아나항공 실적 회복은 하반기에도 지속될 가능성이 높다고 판단됨. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '7,000원'을 유지함.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	55,407	57,636	61,185	60,860	62,144
매출원가	49,314	49,095	48,246	46,991	49,114
매출총이익	6,093	8,541	12,939	13,869	13,030
판매비및일반관리비	5,632	5,976	10,143	10,981	10,039
영업이익(보고)	461	2,565	2,796	2,887	2,990
영업이익(핵심)	461	2,565	2,796	2,887	2,990
영업외손익	-1,872	-1,862	-1,401	-2,005	-2,012
이자수익	77	91	272	272	275
배당금수익	3	5	4	4	4
외환이익	1,293	1,711	2,458	0	0
이자비용	1,432	1,436	1,763	1,794	1,794
외환손실	2,104	2,331	1,892	0	0
관계기업지분법손익	298	240	0	0	0
투자및기타자산처분손익	60	385	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-66	-526	-480	-487	-497
법인세차감이익	-1,411	703	1,394	882	978
법인세비용	-244	193	350	213	237
유효법인세율 (%)	17.3%	27.5%	25.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	-1,392	526	1,044	669	741
지배주주지분순이익(억원)	-1,381	493	1,089	673	746
EBITDA	4,719	6,578	6,809	6,900	7,004
현금순이익(Cash Earnings)	2,867	4,539	5,058	4,682	4,755
수정당기순이익	-1,441	247	1,043	669	741
증감율(% YoY)					
매출액	-5.1	4.0	6.2	-0.5	2.1
영업이익(보고)	-53.0	456.6	9.0	3.3	3.6
영업이익(핵심)	-53.0	456.6	9.0	3.3	3.6
EBITDA	2.9	39.4	3.5	1.3	1.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	121.1	-38.2	10.9
EPS	N/A	N/A	90.3	-36.0	10.9
수정순이익	N/A	N/A	322.6	-35.9	10.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	4,425	6,588	5,096	4,672	4,766
당기순이익	-1,392	526	1,044	669	741
감가상각비	4,258	4,013	4,013	4,013	4,013
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	587	509	-565	0	0
자산처분손익	35	366	-1	0	0
지분법손익	-298	-240	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	116	48	-4	17
기타	1,394	1,299	558	-6	-6
투자활동현금흐름	-8,515	-551	-4,070	-3,719	-3,865
투자자산의 처분	-4,160	3,717	-200	18	-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	-122	11	-44
재무활동현금흐름	3,289	-5,116	1,101	921	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	1,101	921	996
현금및현금성자산의순증가	-800	880	2,127	1,874	1,896
기초현금및현금성자산	2,629	1,829	2,709	4,836	6,710
기말현금및현금성자산	1,829	2,709	4,836	6,710	8,606
Gross Cash Flow	4,584	6,472	5,049	4,676	4,749
Op Free Cash Flow	1,536	2,168	2,432	2,449	2,549

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	12,448	11,966	14,760	16,685	18,895
현금및현금성자산	1,829	2,709	4,932	6,910	8,913
유동금융자산	3,291	328	349	347	354
매출채권및유동채권	5,200	6,222	6,605	6,570	6,709
채고자산	2,057	2,100	2,229	2,218	2,264
기타유동비금융자산	71	607	645	641	655
비유동자산	80,480	70,326	70,954	70,612	70,671
장기매출채권및기타비유동채권	6,658	9,501	10,087	10,033	10,245
투자자산	9,721	4,814	4,998	4,985	5,054
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	2,117	2,105	2,150
자산총계	92,927	82,292	85,715	87,297	89,567
유동부채	33,109	32,737	33,567	33,491	33,791
매입채무및기타유동채무	13,144	13,389	14,213	14,138	14,436
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	99	98	100
비유동부채	51,302	39,137	40,591	41,480	42,603
장기매입채무및비유동채무	7,560	5,721	6,073	6,041	6,168
사채및장기차입금	33,659	26,899	26,899	26,899	26,899
기타비유동부채	10,084	6,518	7,619	8,540	9,536
부채총계	84,412	71,874	74,158	74,970	76,394
자본금	9,755	10,262	10,262	10,262	10,262
주식발행초과금	11	5	5	5	5
이익잉여금	-1,670	-1,206	-116	557	1,303
기타자본	199	-142	-142	-142	-142
지배주주지분자본총계	8,296	8,920	10,009	10,682	11,429
비지배주주지분자본총계	219	1,499	1,454	1,449	1,444
자본총계	8,516	10,419	11,463	12,132	12,873
순차입금	48,356	43,116	40,872	38,897	36,886
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	509	326	361
BPS	4,365	5,076	5,585	5,911	6,272
주당EBITDA	2,419	3,346	3,318	3,362	3,413
CFPS	1,469	2,309	2,464	2,281	2,317
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-6.5	15.8	8.3	13.0	11.7
PBR	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	12.2	8.0	7.2	6.9	6.5
PCFR	3.2	1.8	1.7	1.8	1.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.8	4.5	4.6	4.7	4.8
영업이익률(핵심)	0.8	4.5	4.6	4.7	4.8
EBITDA margin	8.5	11.4	11.1	11.3	11.3
순이익률	-2.5	0.9	1.7	1.1	1.2
자기자본이익률(ROE)	-14.1	5.6	9.5	5.7	5.9
투하자본이익률(ROIC)	0.8	3.5	4.0	4.2	4.3
안정성(%)					
부채비율	991.2	689.9	646.9	618.0	593.4
순차입금비율	567.8	413.8	356.6	320.6	286.5
이자보상배율(배)	0.3	1.8	1.6	1.6	1.7
활동성(배)					
매출채권회전율	10.3	10.1	9.5	9.2	9.4
채고자산회전율	28.5	27.7	28.3	27.4	27.7
매입채무회전율	4.6	4.3	4.4	4.3	4.3

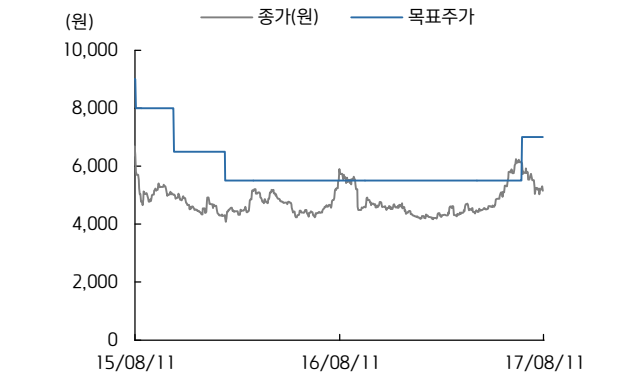
Compliance Notice

- 당사는 8월 10일 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)	2015-08-12	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
	2017-05-11	BUY(Maintain)	5,500원
	2017-07-05	BUY(Maintain)	7,000원
	2017-08-11	BUY(Maintain)	7,000원

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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%