

아시아나항공 (020560.KS)

구조조정 부진과 외생변수 악재

Company Comment | 2016. 12. 16

아시아나항공은 2016년 해외여행 호조로 영업이익 급증세를 기록했지만, 구조조정 부진과 최근 외생변수의 부정적 흐름으로 주가 약세. 금리상승 흐름 속에서 동사의 신용등급 하락으로 2017년 자금조달 부담 예상

최근 환율/유가/금리 부정적 흐름, 재무 안정성 하락 우려

항공운송산업은 올해 여객수송량 급증 속에서 저유가 수혜를 받으면서 호조세 시현. 대부분 항공사들은 2016년 영업이익 급증세 기록. 그렇지만, 주가는 하락 또는 횡보 흐름이 이어지고 있음. 이는 2017년 실적에 대한 기대치가 낮아지고 있기 때문. 항공업종에 가장 민감하게 영향을 주는 외생변수인 환율/유가/금리가 모두 부정적인 흐름으로 전개되고 있음

아시아나항공은 3분기에 1,516억원 영업이익을 달성하는 호조를 기록했지만, 최근 비수기 진입과 중국의 한류금지 정책 영향을 받고 있고 구조조정 성과도 미미한 상황이어서 주가 하락세가 이어짐. 특히 12월에는 한기평 신용등급이 BBB-로 하락하면서 한 단계만 떨어져도 투기등급으로 전락하는 상황. 최근 시중 금리도 상승하면서 향후 자금조달에 있어 부담을 받을 전망. 2017년에도 2016년처럼 실적 증가세가 유지된다면 재무 리스크는 약화되겠지만, 최근 여건은 부정적으로 전환되고 있는 상황

투자의견 및 목표주가 하향 조정

아시아나항공의 2016년 매출액은 5조8,046억원(+0.2% y-y), 영업이익 2,555억원(+160.0% y-y) 추정. 2017년에는 중국선 부진과 체트유가 상승, 원화약세 등으로 영업이익 악화가 불가피할 전망. 매출액은 5조9,321억원(+2.2% y-y), 영업이익 2,436억원(-4.7% y-y) 전망. 2016년, 2017년 영업이익률은 각각 4.4%, 4.1%, EPS는 각각 420원, 400원 전망

향후 영업실적 정체가 예상되며, 재무 리스크가 부각되면서 주가 약세 상황이 이어질 전망. 2016년, 2017년 EPS를 각각 -16.6%, -18.4% 하향 조정하며, 목표주가를 6,400원에서 5,100원으로 하향 조정. 주가 상승여력 축소와 재무안정성 리스크 감안하여 투자의견을 Buy에서 Hold로 하향 조정

Hold (하향)

목표주가 5,100원 (하향)

현재가 ('16/12/15) 4,445원

업종 운수항공

KOSPI / KOSDAQ 2,036.65 / 620.61

시가총액(보통주) 912.3십억원

발행주식수(보통주) 205.2백만주

52주 최고가('16/08/10) 5,900원

최저가('16/01/20) 4,080원

평균거래대금(60일) 3,432백만원

배당수익률(2016E) 0.00%

외국인지분율 8.4%

주요주주

금호산업 외 5 인 33.5%

금호석유화학 12.0%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) -0.9 2.4 1.4

상대수익률 (%) -2.7 -1.0 -3.8

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	5,795	5,805	5,932	6,111
증감률	-0.7	0.2	2.2	3.0
영업이익	98	256	244	255
영업이익률	1.7	4.4	4.1	4.2
(지배지분)순이익	-138	83	82	95
EPS	-708	420	400	461
증감률	적전	흑전	-4.8	15.3
PER	N/A	10.6	11.1	9.6
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.4	6.3	6.3	6.1
ROE	-15.0	9.2	8.2	8.8
부채비율	991.2	847.3	784.9	738.2
순차입금	3,493	3,647	3,498	3,424

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 송재학

02)768-7473, martin.song@nhqv.com

아시아나항공 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					수정치	y-y	q-q	기준추정	컨센서스	
매출액	1,515.3	1,368.7	1,374.5	1,555.4	1,505.9	-0.6	-3.2	1,533.8	1,460.7	1,460.1
영업이익	13.3	35.8	28.8	151.6	39.3	194.2	-74.1	51.2	50.4	36.8
영업이익률	0.9	2.6	2.1	9.7	2.6			3.3	3.4	2.5
세전이익	-75.5	40.3	-25.5	201.1	-107.4	적지	적전	51.8	-12.8	12.5
(지배)순이익	-48.3	44.2	-26.8	151.1	-85.9	적지	적전	33.2	-4.2	9.5

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

아시아나항공 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	5,795.3	5,804.6	5,932.1	6,111.5
	- 수정 전	-	5,814.0	5,924.2	6,098.5
	- 변동률	-	-0.2	0.1	0.2
영업이익	- 수정 후	98.3	255.5	243.6	255.5
	- 수정 전	-	225.6	246.4	259.8
	- 변동률	-	13.3	-1.2	-1.6
영업이익률(수정 후)		1.7	4.4	4.1	4.2
EBITDA		524.1	722.3	707.5	715.9
(지배지분)순이익		-138.1	82.6	82.1	94.6
EPS	- 수정 후	-708	420	400	461
	- 수정 전	-	504	490	547
	- 변동률	-	-16.6	-18.4	-15.8
PER		N/A	10.6	11.1	9.6
PBR		1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA		8.4	6.3	6.3	6.1
ROE		-15.0	9.2	8.2	8.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

제트유가 최근 상승세



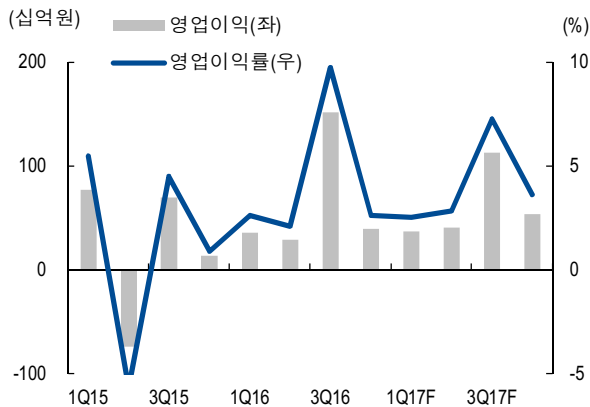
자료: Bloomberg

원화 약세 기조



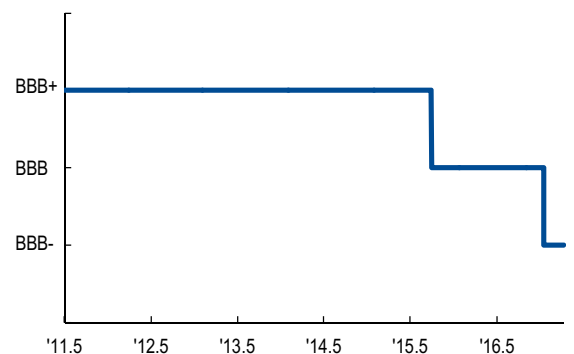
자료: Bloomberg

아시아나항공 분기별 영업이익 및 영업이익률을 추이



자료: 아시아나항공, NH투자증권 리서치센터 전망

아시아나항공 회사채 신용등급 변화



자료: 한기평, NH투자증권 리서치센터

아시아나항공 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Net profit	83	82	95	123	144	168	176	184	193	202	211	221
Shareholder's equity	964	1,044	1,105	1,185	1,275	1,379	1,487	1,596	1,707	1,819	1,931	2,045
Forecast ROE (FROE)	9.2%	8.2%	8.8%	10.7%	11.7%	12.7%	12.3%	11.9%	11.7%	11.4%	11.3%	11.1%
Spread (FROE-COE)	-0.8%	-1.8%	-1.2%	0.7%	1.7%	2.7%	2.3%	1.9%	1.7%	1.4%	1.3%	1.1%
Residual income	-7	-18	-13	9	21	35	33	30	28	25	24	22
Cost of equity (COE)	10.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	830											
PV of forecast period RI	82											
PV of continuing value	41											
Equity value (C+P)	953											
No of shares (common, mn)	205,235											
		12m TP										
Fair price (C)		5,108										
Current price (C)		4,445										
Upside (-downside)		14.9%										
Implied P/B (x)		1.1										
Implied P/E (x)		12.8										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	5,795.3	5,804.6	5,932.1	6,111.5
증감률 (%)	-0.7	0.2	2.2	3.0
매출원가	5,118.2	4,945.3	5,061.7	5,202.6
매출총이익	677.1	859.3	870.4	908.9
Gross 마진 (%)	11.7	14.8	14.7	14.9
판매비와 일반관리비	578.8	603.8	626.9	653.4
영업이익	98.3	255.5	243.6	255.5
증감률 (%)	0.2	160.0	-4.7	4.9
OP 마진 (%)	1.7	4.4	4.1	4.2
EBITDA	524.1	722.3	707.5	715.9
영업외손익	-262.7	-147.0	-135.8	-131.2
금융수익(비용)	-165.0	-198.4	-203.9	-197.7
기타영업외손익	-92.6	49.2	64.5	61.4
종속, 관계기업관련손익	-5.0	2.2	3.6	5.0
세전계속사업이익	-164.4	108.5	107.8	124.3
법인세비용	-25.2	26.3	26.1	30.1
계속사업이익	-139.2	82.3	81.7	94.2
당기순이익	-139.2	82.3	81.7	94.2
증감률 (%)	적전	흑전	-0.7	15.3
Net 마진 (%)	-2.4	1.4	1.4	1.5
지배주주지분 순이익	-138.1	82.6	82.1	94.6
비지배주주지분 순이익	-1.1	-0.4	-0.4	-0.4
기타포괄이익	10.9	1.4	-2.6	-2.5
총포괄이익	-128.3	83.6	79.1	91.7

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	N/A	10.6	11.1	9.6
PBR(배)	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR(배)	1.6	1.1	1.2	1.2
PSR(배)	0.2	0.2	0.2	0.1
EV/EBITDA(배)	8.4	6.3	6.3	6.1
EV/EBIT(배)	45.0	17.9	18.2	17.1
EPS(원)	-708	420	400	461
BPS(원)	4,252	4,698	5,086	5,384
SPS(원)	29,704	29,521	28,904	29,778
자기자본이익률(ROE, %)	-15.0	9.2	8.2	8.8
총자산이익률(ROA, %)	-1.6	0.9	0.9	1.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	0.8	4.0	3.0	3.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	3.4
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	32.5
총현금배당금(십억원)	0	0	0	31
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	150
순부채(현금)/자기자본(%)	410.2	369.9	328.4	304.1
총부채/ 자기자본(%)	991.2	847.3	784.9	738.2
이자발생부채	5,348	5,246	5,183	5,040
유동비율(%)	37.6	37.8	39.6	39.2
총발행주식수(백만)	195	205	205	205
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	4,630	4,445	4,445	4,445
시가총액(십억원)	903	912	912	912

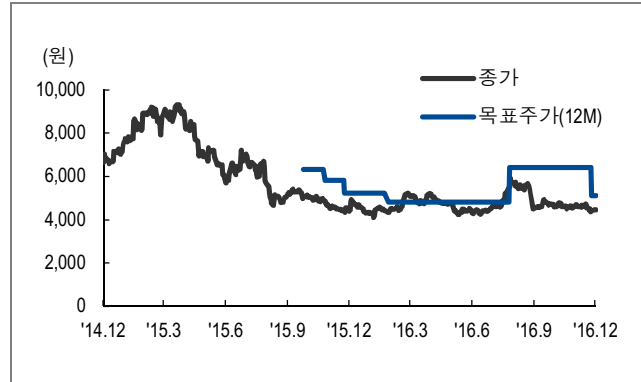
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	182.9	223.1	242.8	191.2
매출채권	332.8	333.6	343.8	354.2
유동자산	1,244.8	1,287.4	1,339.5	1,321.0
유형자산	5,545.6	5,468.0	5,482.1	5,488.5
투자자산	839.7	832.7	851.0	876.8
비유동자산	8,048.0	8,052.1	8,084.5	8,116.7
자산총계	9,292.7	9,339.4	9,424.0	9,437.7
단기성부채	1,981.7	2,070.6	2,018.4	1,970.7
매입채무	135.4	135.6	138.6	142.8
유동부채	3,310.9	3,402.0	3,379.0	3,372.5
장기성부채	3,365.9	3,175.4	3,164.8	3,069.2
장기충당부채	488.7	489.5	500.2	515.3
비유동부채	5,130.2	4,951.6	4,980.0	4,939.3
부채총계	8,441.2	8,353.5	8,359.0	8,311.8
자본금	975.5	1,026.2	1,026.2	1,026.2
자본잉여금	1.1	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	-167.0	-84.3	-2.3	61.5
비지배주주지분	21.9	21.6	21.2	20.8
자본총계	851.6	985.9	1,065.0	1,125.9

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	442.5	570.5	556.4	592.4
당기순이익	-139.2	82.3	81.7	94.2
+ 유/무형자산상각비	425.8	466.8	463.9	460.4
+ 종속, 관계기업관련손익	5.1	-2.2	-3.6	-5.0
+ 외화환산손실(이익)	58.7	11.5	-28.7	0.6
Gross Cash Flow	582.4	775.1	735.3	769.9
- 운전자본의증가(감소)	-15.9	12.1	43.1	42.3
투자활동 현금흐름	-851.5	-479.4	-473.9	-500.8
+ 유형자산 감소	6.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-286.9	-389.2	-478.0	-466.8
+ 투자자산의매각(취득)	-115.0	10.6	-17.2	-23.2
Free Cash Flow	155.6	181.3	78.4	125.6
Net Cash Flow	-409.0	91.1	82.5	91.6
재무활동현금흐름	328.9	-50.9	-62.8	-143.2
자기자본 증가	0.0	50.7	0.0	0.0
부채증감	328.9	-101.6	-62.8	-143.2
현금의증가	-80.0	40.2	19.7	-51.6
기말현금 및 현금성자산	182.9	223.1	242.8	191.2
기말 순부채(순현금)	3,493.1	3,647.2	3,497.8	3,423.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
아시아나항공	020560.KS	2016.12.16	Hold	5,100원(12개월)
		2016.08.09	Buy	6,400원(12개월)
		2016.02.11	Hold	4,800원(12개월)
		2015.12.08	Hold	5,200원(12개월)
		2015.11.09	Buy	5,800원(12개월)
		2015.10.08	Buy	6,300원(12개월)

아시아나항공은 2014.12.12~2015.9.30 동안 당사의 조사분석제한 종목이었음



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 9일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
78.3%	21.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '아시아나항공'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.