

아시아나항공 (020560/매수)

운송

고유가의 파고를 넘어서

목표주가 9,000원, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 9,000원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 당사 12개월 forward 추정 BPS 3,406원 대비 2.6배에 해당한다. 동사의 3/4분기 영업실적은 시장 컨센서스를 다소 밑돌겠지만, 1) 국제 여객부분이 고성장을 이어가고 있고, 2) 화물 부문의 실적이 점차 저점을 찾아가고 있으며, 3) 재무구조의 개선이 꾸준히 나타나고 있는 점은 분명 긍정적인 상황이다. 밸류에이션도 12개월 forward PBR 기준 2.1배로 향후 2년간 ROE 평균이 18% 수준으로 개선될 것임을 감안하면, 부담스럽지 않은 상황이다.

3/4분기 실적: 보수적인 당사 추정치와 큰 차이는 없을 듯

3/4분기 동사의 영업이익은 1,349억원으로 전망되며, 시장 컨센서스인 1,800억원 수준을 밑돌 것으로 전망된다. 유가 수준이 높은 상황에서, 유류비 부담이 큰 화물부문의 공격적인 공급 증가가 이루어져 유류비 비용이 증가한 반면, 전년대비 화물 효율(yield)이 5% 하락한 것이 주 원인이라고 할 수 있다.

국제여객 수요는 YoY 7~8% 증가했으나 공급 증가율(YoY +8%)을 소폭 밑돌며, 탑승률이 전년과 유사한 80%를 기록할 것으로 보인다. 미주, 유럽 노선의 공급 증가에도 불구하고 수송량 증가율이 따라오지 못하면서, 탑승률 개선이 미진할 것으로 전망된다. 단거리 노선에서는 9월 일본에서 전세기 수요가 증가했지만 최근 한일 관계의 긴장으로 인해 지난해 대비 단체수요가 감소하면서 긍정적인 효과를 상쇄하고 있는 것으로 보인다.

화물 수요는 YoY 8% 증가하며 공급 증가율(YoY +5~6%)을 상회할 것으로 보인다. 탑재율은 78%(YoY +3%p)를 넘어설 전망이다. 다만, 유가상승과 효율이 낮은 환적 및 수입물량 비중 확대에 따라 수익성은 악화될 전망이다. 한편, 이자비용 및 재무구조는 지속적으로 개선될 수 있을 것으로 보인다. 현재 평균 이자율은 약 4.5~4.6% 수준으로 낮아진 상태이며, 내년 교환사채(이자율 9.5%, 복리) 상환시 평균 이자율 및 이자비용도 추가 하락할 전망이다.

긍정적인 모멘텀이 나타날 차례: 원화강세와 재무구조 개선

상대적인 강세를 보이던 동사의 주가는 최근 유가에 대한 부담감, 3/4분기 실적에 대한 우려로 지난 1개월간 KOSPI 수익률을 8.8% 하회하였다. 하지만, 최근 원화강세가 지속되면서 비용감소, 부채비를 개선이 나타날 것으로 보인다. 화물실적도 점차 바닥을 다지고 있는 만큼, 중기적으로 지속적인 매수관점을 유지해야 할 것이라는 판단이다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	5,285	551	10.4	85	484	785	677	10.4	20.0	1.9	7.0
12/11	5,609	358	6.4	-31	-171	600	543	-3.5	-	1.8	7.1
12/12F	5,967	297	5.0	-7	-35	519	249	-0.8	-	2.0	8.4
12/13F	6,510	457	7.0	143	737	690	293	15.0	9.6	1.7	6.2
12/14F	7,059	605	8.6	241	1,243	845	349	21.5	5.7	1.3	4.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터

류제현

02-768-4175

jay.ryu@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	9,000
현재주가(12/09/19, 원)	7,050
상승여력(%)	27.7
EPS 성장률(12F, %)	적지
MKT EPS 성장률(12F, %)	12.2
P/E(12F, x)	-
MKT P/E(12F, x)	10.8
KOSPI	2,007.88
시가총액(십억원)	1,375
발행주식수(백만주)	195
60D 일평균 거래량(천주)	1,677
60D 일평균 거래대금(십억원)	12
배당수익률(12F, %)	0.0
유동주식비율(%)	69.9
52주 최저가(원)	6,090
52주 최고가(원)	9,260
베타(12M, 일간수익률)	1.30
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.6
외국인 보유비중(%)	5.2

주요주주

금호산업(주) 외 3인(30.1%)

금호석유화학(주)(12.61%)

가을투자자문(6.87%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	-8.3	-23.0
상대주가	-8.8	-6.4	-33.2

주요사업

국내외 항공여객 및 항공화물 수송

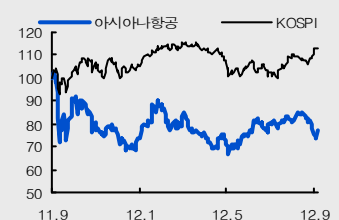


표 1. 아시아나항공 3분기 실적 전망 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	3Q11	2Q12	3Q12F			
			대우 예상치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,489	1,432	1,582	1,611	6.3	10.5
영업이익	180	39	135	179	-25.2	246.8
영업이익률	12.1	2.7	8.5	11.1	-3.6	5.8
세전이익	-42	-48	6	166	흑전	흑전
순이익	-35	-37	4	126	흑전	흑전

주: K-IFRS 연결기준, 자료: 아시아나항공, FN Guide, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 아시아나항공 수익예상 변경표

(십억원, 원, %)

	2011	변경 전		변경 후		변경률	
		12F	13F	12F	13F	12F	13F
매출액	5,609	5,961	6,503	5,967	6,510	0.1	0.1
영업이익	358	293	474	297	457	1.4	-3.6
세전이익	-37	-6	204	-3	190	50.0	-6.9
순이익	-30	-8	154	-6	144	25.0	-6.5
EPS	-171	-47	792	-35	737	25.5	-6.9

주: K-IFRS 연결기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

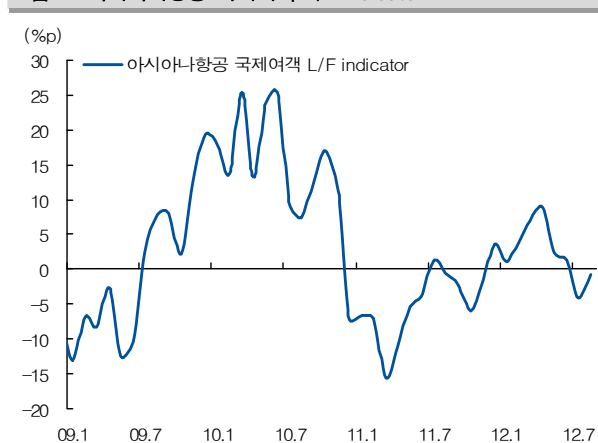
표 3. 아시아나항공 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	2011				2012F				3Q12 증감률		2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	QoQ	YoY			
매출액	1,308	1,372	1,489	1,440	1,415	1,432	1,582	1,538	10.5	6.3	5,609	5,967	6,510
영업이익	70	58	180	50	47	39	135	76	246.8	-25.2	358	297	457
세전이익	62	35	-42	-91	0	-48	6	39	흑전	흑전	-37	-3	190
순이익	48	23	-35	-66	-2	-37	4	29	흑전	흑전	-30	-6	144
영업이익률	5.4	4.2	12.1	3.5	3.3	2.7	8.5	4.9	5.8	-3.6	6.4	5.0	7.0
세전이익률	4.7	2.6	-2.8	-6.3	0.0	-3.3	0.4	2.5	3.7	3.2	-0.7	-0.1	2.9
순이익률	3.7	1.7	-2.3	-4.6	-0.1	-2.6	0.3	1.9	2.9	2.6	-0.5	-0.1	2.2
국제선 RPK 증감률(%)	-2.4	3.5	9.5	7.2	11.3	6.4	8.2	3.9	1.8	-1.4	4.4	7.4	8.0
국제선 L/F(%)	77.8	76.3	79.9	74.3	78.9	78.5	80.0	75.0	1.5	0.1	77.1	78.1	78.1
항공유가(\$/bbl)	121	131	126	125	132	123	126	132	2.9	0.2	126	128	133
환율(원/달러)	1,120	1,084	1,085	1,144	1,131	1,152	1,130	1,090	-1.9	4.1	1,108	1,126	1,064

주: K-IFRS 연결기준, 자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 아시아나항공 국제여객 L/F indicator



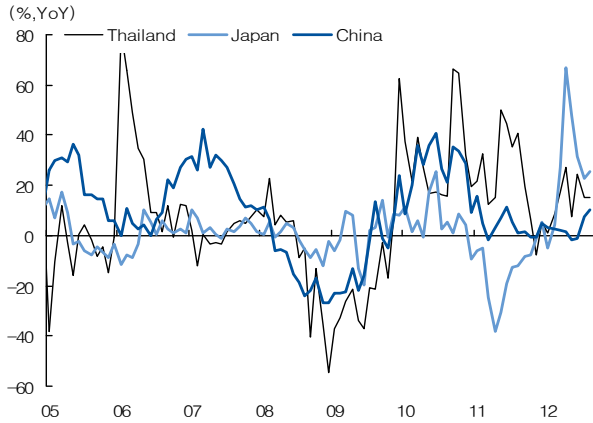
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 아시아나항공 국제화물 L/F indicator



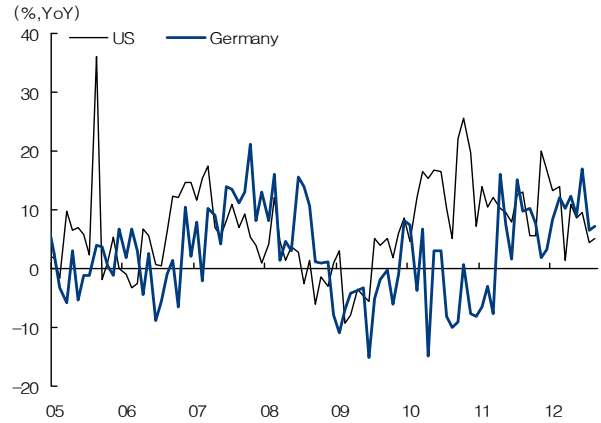
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 인천공항 단거리 여객 수요 추이



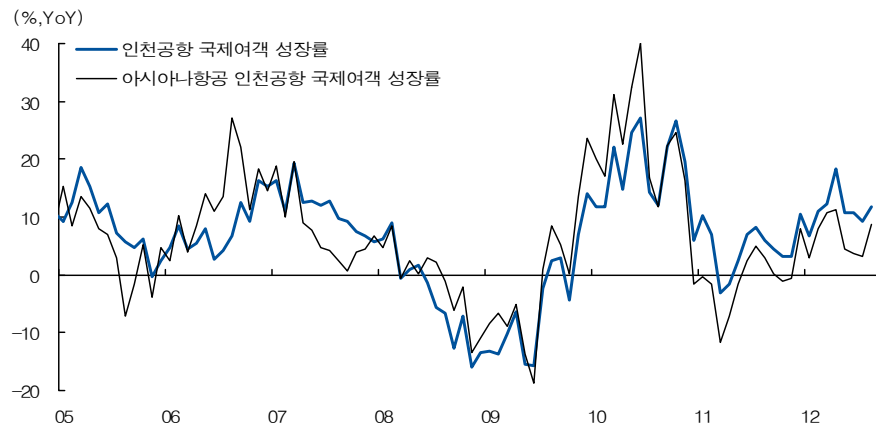
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 인천공항 장거리 여객 수요 추이



자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

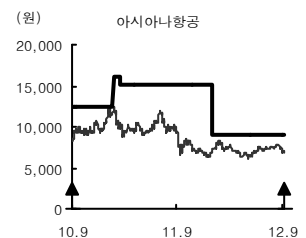
그림 5. 아시아나항공의 인천공항 국제여객 성장률 vs. 인천공항 국제여객 성장률



자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(□))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



아시아나항공 (020560)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	5,609	5,967	6,510	7,059
매출원가	4,625	5,043	5,364	5,707
매출총이익	985	924	1,146	1,352
판매비와관리비	627	627	689	747
조정영업이익	358	297	457	605
영업이익	358	297	457	605
비영업손익	-395	-300	-267	-286
순금융비용	170	138	130	127
관계기업등 투자손익	-36	11	11	11
세전계속사업손익	-37	-3	190	319
계속사업법인세비용	-7	3	46	77
계속사업이익	-30	-6	144	242
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-30	-6	144	242
지배주주	-31	-7	143	241
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	-77	-26	123	221
지배주주	-78	-28	122	220
비지배주주	1	1	1	1
EBITDA	600	519	690	845
FCF	543	249	293	349
EBITDA마진율 (%)	10.7	8.7	10.6	12.0
영업이익률 (%)	6.4	5.0	7.0	8.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.6	-0.1	2.2	3.4

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	778	691	602	770
당기순이익	-30	-6	144	242
비현금수익비용가감	820	670	547	603
유형자산감가상각비	242	223	234	240
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-354	-314	-170	-170
영업활동으로인한자산및부채의변동	8	56	-43	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-63	-56	-52
재고자산 감소(증가)	-19	0	-17	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	135	116	67	63
법인세납부	-21	-29	-46	-77
투자활동으로 인한 현금흐름	226	-549	-434	-352
유형자산처분(취득)	-220	-205	-300	-350
무형자산감소(증가)	-1	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-73	0	0
기타투자활동	454	-269	-132	
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,017	-27	-207	-447
장단기금융부채의 증가(감소)	-887	118	-320	-320
자본의 증가(감소)	24	59	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-155	-203	-141	-127
현금의증가	-13	115	-40	-30
기초현금	211	198	313	273
기말현금	198	313	273	244

자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	1,095	1,295	1,346	1,400
현금 및 현금성자산	198	313	274	244
매출채권 및 기타채권	529	565	621	673
재고자산	158	169	186	202
기타유동자산	157	167	184	199
비유동자산	4,652	4,710	4,986	5,203
관계기업투자등	143	147	158	169
유형자산	3,242	3,071	3,138	3,248
무형자산	202	201	203	205
자산총계	5,747	6,005	6,331	6,603
유동부채	2,895	2,931	2,897	2,855
매입채무 및 기타채무	634	677	744	807
단기금융부채	1,710	1,666	1,506	1,346
기타유동부채	551	589	648	702
비유동부채	1,991	2,180	2,417	2,511
장기금융부채	1,371	1,479	1,572	1,412
기타비유동부채	484	628	833	1,087
부채총계	4,886	5,111	5,314	5,365
지배주주지분	858	889	1,011	1,231
자본금	917	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	-10	-17	126	367
비지배주주지분	4	4	6	7
자본총계	861	894	1,017	1,238

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	-	-	9.6	5.7
P/CF (x)	5.5	6.3	3.6	2.8
P/B (x)	1.8	2.0	1.7	1.3
EV/EBITDA (x)	7.1	8.4	6.2	4.7
EPS (원)	-171	-35	737	1,243
CFPS (원)	1,168	1,115	1,944	2,480
BPS (원)	3,584	3,530	4,145	5,261
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	6.1	6.4	9.1	8.4
EBITDA증가율 (%)	-23.6	-13.5	33.0	22.3
영업이익증가율 (%)	-34.9	-17.2	54.0	32.4
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	68.5
매출채권 회전율 (회)	11.5	11.7	11.8	11.7
재고자산 회전율 (회)	37.7	36.4	36.7	36.4
매입채무 회전율 (회)	24.6	23.3	23.4	23.2
ROA (%)	-0.5	-0.1	2.3	3.7
ROE (%)	-3.5	-0.8	15.0	21.5
ROIC (%)	8.3	7.0	11.0	14.2
부채비율 (%)	567.3	571.9	522.7	433.5
유동비율 (%)	37.8	44.2	46.4	49.0
순차입금/자기자본 (%)	328.6	307.7	267.8	196.5
영업이익/금융비용 (x)	1.9	2.1	3.5	4.7