

아시아나항공(020560)

BUY / TP 9,600원

성장통을 앓고 있는 시점

Analyst 강동진

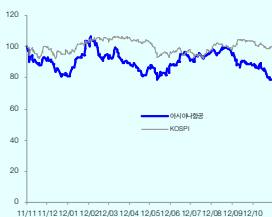
02) 3787-2228

dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (11/6)	6,390원
상승여력	50.2%
시가총액	1,247십억원
발행주식수	195,101천주
자본금/액면가	976십억원 / 5,000원
52주 최고가/최저가	8,320원/6,140원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인지분율	4.68%
주요주주	금호산업 외 3인 30.10%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.1 -15.6 -5.3
상대주가(%)	-3.9 -17.4 -2.3
당사추정 EPS	241원
컨센서스 EPS	524원
컨센서스 목표주가	9,905원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 당사 추정치에 부합하는 실적, 수익성 악화는 중장기적 관점에서의 투자로 인한 것
- 장거리 노선 강화 위한 투자 진행, 네트워크 안정화 시점까지 수익성 우려 불가피
- 본업에 충실하면서 꾸준히 재무구조 개선되고 있어

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	5,374	662	216	899	1,226	흑전	7.9	1.8	5.7	24.8
2011	5,609	358	-31	600	-171	적전	NA	1.8	6.7	-3.3
2012F	5,952	238	47	371	241	흑전	25.7	1.6	11.4	5.1
2013F	6,295	366	193	644	988	309.7	6.3	1.3	6.4	18.4
2014F	6,562	481	275	764	1,410	42.6	4.4	1.0	5.1	21.7

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

당사 추정치에 부합하는 실적, 수익성 악화는 중장기적 관점에서의 투자로 인한 것

아시아나항공의 3Q12 IFRS 연결기준 실적은 매출액 1조5,665억원(+5.2%, yoy), 영업이익 1,089억원(-39.8%, yoy)을 기록하여 당사 추정치에 부합하는 실적을 시현하였으나, 시장 컨센서스에는 미치지 못하였다. 동사의 수익성이 악화 된 주된 이유는 장거리 노선 확대와 적극적인 화물기 가동에 따라 비용부담이 늘어났기 때문이다. 하지만, 향후 장거리 노선의 경우 네트워크가 안정화 될 시에는 수익성이 개선될 수 있을 것으로 판단한다. 순이익 측면에서는 당사의 추정치와 컨센서스를 상회하는 실적을 시현하였는데, 이는 금융리스 항공기 도입에 따른 달러 부채가 증가하면서 환평가 이익이 예상상 상회하였기 때문인 것으로 판단한다.

장거리 노선 강화 위한 투자 진행, 네트워크 안정화 시점까지 수익성 우려 불가피

동사는 3분기에만 5대의 항공기 순증(여객기 4대, 화물기 1대)이 있었으며, 특히 장거리 노선 강화를 위한 대형기 3대 순증이 있었다. 장거리 노선 강화에 역점을 두고 있는 것이다. 우리는 이러한 투자가 LCC와 외항사의 영향력이 강화되면서 단거리 노선의 수익성이 위협받고 있는 상황에서 동사에게 필연적인 것이라고 판단한다. 향후 노선이 안정화 되면서 전체 장/단거리 노선의 시너지를 통해 네트워크가 안정될 수 있을 전망이다. 한동안 수익성 우려는 상존할 전망이다.

본업에 충실하면서 꾸준히 재무구조 개선되고 있어

아시아나항공의 별도기준 부채비율은 2011년 말 550.4%에서 3분기말 526.8%로 개선되었다. 금융비용 역시 차입금이 증가하였음에도 불구하고, 엔화 ABS 발행 등 저금리 조달과 시중 금리 하락에 따라 꾸준히 감소하고 있다. 이처럼 외부 변수의 불확실성이 상존하는 가운데 동사가 꾸준히 재무구조를 개선할 수 있는 이유는 무엇보다 본업에 집중하면서 본원적 경쟁력 강화를 위한 투자를 집행하고 있기 때문이다. 향후 중장기적인 관점에서 이러한 투자가 경쟁력 강화로 이어질 것으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 9,600원 유지

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 9,600원을 유지한다. 동사는 현재 외항사와 LCC의 영향력이 강화되는 상황에서 장거리 네트워크 경쟁력 강화를 위한 투자를 진행하고 있다. 이에 따라, 네트워크가 안정화되기 전까지 수익성 악화 우려는 상존 할 전망이며 본격적인 수익성 개선과 Fundamental 강화로 이어지기까지는 조금 더 시간이 필요할 것으로 판단한다.

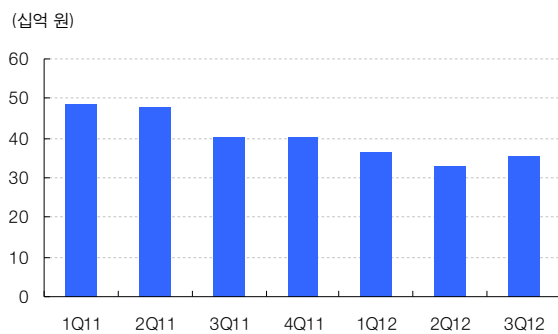
〈표1〉 3Q12 실적 정리

(단위: 십억원)

	분기 실적	당사 추정치		컨센서스	
	3Q12	3Q12	대비	3Q12	대비
매출액	1,567	1,592	-1.5%	1,596	-1.8%
영업이익	109	108	+0.9%	128	-14.8%
지배주주지분 순이익	80	64	+25.0%	78	+2.5%

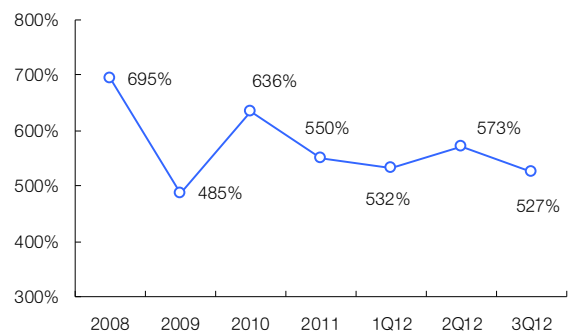
자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림1〉 아시아나항공 순이자비용 추이 (IFRS 별도)



자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림2〉 아시아나항공 부채비율 (IFRS 별도)



자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

〈표2〉 아시아나항공 상세 실적추정

(단위: 십억 원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12F	2011	2012F	2013F
가정											
원/달러(기말)	1,097	1,068	1,178	1,152	1,132	1,145	1,114	1,110	1,153	1,100	1,050
원/달러(평균)	1,120	1,083	1,085	1,144	1,131	1,152	1,133	1,100	1,108	1,129	1,101
항공유가 (\$/bbl)	121	131	126	126	133	123	122	136	125.9	128.5	126.6
급유단가 (\$/bbl)	131	132	126	139	123	124	127	132	130	132	129
국제여객											
RPK (백만 km)	6,850	6,974	7,840	7,317	7,621	7,448	8,404	7,827	28,981	31,299	32,802
Yield (원)	104	103	113	109	106	106	113	112	107	107	108
L/F (%)	77.8	76.4	80.6	76.2	78.9	78.5	80.2	75.8	77.8	78.4	79.0
화물											
FTK (백만 km)	961	985	966	1,030	1,025	1,008	1,052	1,083	3,942	4,415	4,503
Yield (원)	333	362	324	339	323	347	314	329	343	294	313
L/F (%)	78.9	77.6	74.7	78.6	80.8	79.3	77.5	79.3	77.4	81.1	81.1
영업수익 (십억 원)	1,308	1,372	1,489	1,440	1,414.9	1,431.5	1,566.5	1,539.6	5,609	5,952	6,295
국내여객 (십억 원)	56	84	76	73	64	79	84	88	289	316	348
국제여객 (십억 원)	752	735	891	791	805	786	946	895	3,170	3,433	3,604
항공화물 (십억 원)	333	355	342	364	323	347	314	356	1,395	1,340	1,453
기타 (십억 원)	223	281	255	284	287	298	307	289	476	636	649
영업비용 (십억 원)	1,238	1,314	1,309	1,339	1,368	1,411	1,458	1,497	5,200	5,654	5,930
유류비용	403	468	478	499	508	519	553	588	1,849	2,167	2,160
감가상각비	62	62	58	60	0	0	65	68	242	133	279
기타	773	785	772	780	860	891	840	841	3,110	3,353	3,491
영업이익 (십억 원)	70	58	180	50	47	39	109	43	358	238	366
세전이익 (십억 원)	62	35	-42	-91	0	-48	106	7	-37	66	255
EBITDA	143	109	239	110	47	39	174	111	600	371	644
순금융비용	37	37	57	40	40	39	41	40	170	121	163
순이익 (십억 원)	48	23	-35	-67	-2	-38	81	6	-31	47	193
국제여객											
RPK (yoy, %)	0.8	6.6	13.1	13.7	11.2	6.8	7.2	7.0	8.5	8.0	4.8
Yield (yoy, %)	11.0	6.6	-1.3	2.0	2.0	2.7	0.1	2.9	0.0	0.3	0.2
L/F (%pt)	-2.3	-0.6	3.2	4.3	1.5	2.7	-0.4	-0.5	0.9	0.6	0.6
화물											
FTK (yoy, %)	8.1	5.9	9.9	6.8	6.7	2.3	8.9	5.1	7.6	12.0	2.0
Yield (yoy, %)	-4.6	-6.5	-11.9	-4.9	-3.0	-4.0	-3.3	-3.0	-7.8	-14.2	6.3
L/F (%pt)	-3.3	-3.9	-2.6	-1.5	2.4	2.2	3.8	0.8	-2.3	3.6	0.0
영업수익 (yoy, %)	6.9	6.5	2.8	14.7	8.1	4.3	5.2	6.9	10.6	6.1	5.8
영업이익 (yoy, %)	-49.9	-52.7	-26.7	-86.7	-32.8	-32.5	-39.6	-15.1	-59.6	-33.7	53.9
세전이익 (yoy, %)	-51.6	160.9	적전	적지	-99.2	적전	흑전	흑전	적전	흑전	288
EBITDA	-27.5	-39.6	-21.4	-50.0	-67.0	-64.2	-27.1	0.8	-33.3	-38.2	73.8
순금융비용 (yoy, %)	-31.5	13.0	25.5	-18.6	9.0	5.8	-26.7	-0.3	-0.2	-28.7	34.5
순이익 (yoy, %)	-47.8	215.7	적전	적지	-104.6	적전	흑전	흑전	적전	흑전	313.0
별도기준											
영업수익	1,256	1,310	1,410	1,355	1,351	1,370	1,508	1,495	5,331	5,725	6,053
영업이익	75	61	152	55	36	27	96	36	343	195	325
순이익	48	23	-35	-66	-2	-37	80	6	-31	47	193

자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	5,374	5,609	5,952	6,295	6,562
증가율 (%)	31.4	4.4	6.1	5.8	4.2
매출원가	3,998	4,625	5,123	5,315	5,445
매출원가율 (%)	74.4	82.4	86.1	84.4	83.0
매출총이익	1,376	985	829	981	1,117
매출이익률 (%)	25.6	17.6	13.9	15.6	17.0
증가율 (%)	232.9	-28.4	-15.8	18.3	13.8
판매관리비	714	626	592	615	635
조정영업이익 (GP-SG&A)	662	358	238	366	481
조정영업이익률 (%)	12.3	6.4	4.0	5.8	7.3
증가율 (%)	흑전	-45.9	-33.7	53.9	31.6
기타영업손익	0	0	0	0	0
EBITDA	899	600	371	644	764
EBITDA 이익률 (%)	16.7	10.7	6.2	10.2	11.6
증가율 (%)	흑전	-33.3	-38.2	73.8	18.7
영업이익	662	358	238	366	481
영업이익률 (%)	12.3	6.4	4.0	5.8	7.3
증가율 (%)	흑전	-45.9	-33.7	53.9	31.6
금융손익	-177	-170	-156	-163	-162
기타영업외손익	-89	-234	-27	38	30
종속/관계기업관련손익	-37	10	12	14	14
세전계속사업이익	359	-37	66	255	364
세전계속사업이익률 (%)	6.7	-0.7	1.1	4.0	5.5
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	288.3	42.6
법인세비용	139	-7	19	64	91
계속사업이익	221	-30	47	191	273
당기순이익	221	-30	47	191	273
당기순이익률 (%)	4.1	-0.5	0.8	3.0	4.2
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	310.4	42.6
지배주주지분 순이익	216	-31	47	193	275
비지배주주지분 순이익	5	1	0	-2	-2
기타포괄이익	0	-47	8	-36	0
총포괄이익	0	-77	54	155	273

(단위: 십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	772	641	274	415	506
당기순이익	221	-30	47	191	273
유형자산 상각비	232	242	133	279	283
무형자산 상각비	5	0	0	0	0
외환손익	-10	19	-24	-38	-30
운전자본의 감소(증가)	148	8	-70	-2	-5
기타	175	402	189	-14	-14
투자활동으로인한현금흐름	-219	208	-586	-321	-266
투자자산의 감소(증가)	55	766	104	-6	20
유형자산의 감소	28	38	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-206	-259	-532	-327	-330
기타	-96	-338	-161	12	44
재무활동으로인한현금흐름	-528	-862	232	-28	-102
차입금의 증가(감소)	-321	-495	213	420	-34
사채의증가(감소)	-252	65	-212	156	-49
자본의 증가	16	24	59	0	0
배당금	-2	0	0	0	0
기타	31	-457	172	-603	-18
기타현금흐름	16	0	0	0	0
현금의증가(감소)	41	-13	-81	66	139
기초현금	98	211	198	117	183
기말현금	140	198	117	183	322

(단위: 십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,035	1,095	1,113	1,206	1,389
현금성자산	151	198	117	183	322
단기투자자산	60	53	76	80	80
매출채권	469	494	520	531	556
채고자산	139	158	180	184	193
기타유동자산	215	191	219	228	237
비유동자산	5,205	4,652	4,896	4,951	4,978
유형자산	3,300	3,242	3,484	3,532	3,579
무형자산	43	202	200	200	200
투자자산	1,192	426	322	328	309
기타비유동자산	669	783	890	890	890
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,240	5,747	6,009	6,157	6,367
유동부채	2,733	2,895	2,919	2,322	2,317
단기차입금	31	3	5	5	5
매입채무	207	248	255	260	273
유동성장기부채	1,679	1,613	1,730	1,127	1,109
기타유동부채	817	1,031	929	929	930
비유동부채	2,457	1,991	2,116	2,707	2,648
사채	564	629	418	573	524
장기차입금	406	136	504	933	997
장기금융부채 (리스포함)	875	606	541	532	433
기타비유동부채	612	620	653	669	694
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,190	4,886	5,035	5,028	4,965
지배주주지분	1,008	858	971	1,128	1,403
자본금	892	917	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
자본조정 등	-28	-28	-28	-28	-28
기타포괄이익누계액	208	-22	-14	-50	-50
이익잉여금	-66	-10	37	230	505
비지배주주지분	42	3	3	2	-1
자본총계	1,049	861	974	1,129	1,402

(단위: 원배,%)

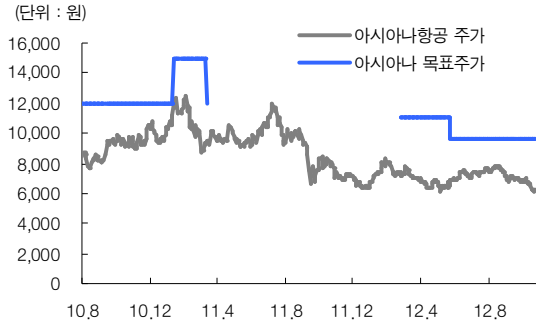
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	1,255	-166	241	980	1,398
EPS(지배순이익 기준)	1,226	-171	241	988	1,410
BPS(자본총계 기준)	5,645	3,603	3,968	4,761	6,159
BPS(지배지분 기준)	5,412	3,584	3,952	4,753	6,163
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	7.7	NA	25.7	6.3	4.4
PER(지배순이익 기준)	7.9	NA	25.7	6.3	4.4
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.8	1.6	1.3	1.0
PBR(지배지분 기준)	1.8	1.8	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA(Reported)	5.7	6.7	11.4	6.4	5.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	흑전	307.1	42.6
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	흑전	309.7	42.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	-3.1	5.1	18.2	21.5
ROE(지배순이익 기준)	24.8	-3.3	5.1	18.4	21.7
ROA	3.6	-0.5	0.8	3.1	4.4
안정성 (%)					
부채비율	494.5	567.3	516.7	445.3	354.1
순차입금비율	320.7	328.6	308.5	257.6	190.3
이자보상배율	3.6	1.9	1.8	2.1	2.7

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
11/01/25	BUY	15,000	12/07/27	BUY	9,600
11/02/11	BUY	15,000	12/08/08	BUY	9,600
11/03/24	BUY	12,000	12/08/16	BUY	9,600
12/03/07	BUY	11,000	12/08/23	BUY	9,600
12/03/23	BUY	11,000	12/09/10	BUY	9,600
12/04/04	BUY	11,000	12/09/11	BUY	9,600
12/04/09	BUY	11,000	12/10/10	BUY	9,600
12/05/08	BUY	11,000	12/11/07	BUY	9,600
12/05/21	BUY	11,000			
12/06/07	BUY	9,600			
12/06/11	BUY	9,600			
12/07/09	BUY	9,600			

▶ 최근 2년간 아시아나항공 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.