

아시아나항공(020560)

BUY / TP 7,500원

탐방브리프: 일본노선 수요 악화로 실적 부진할 전망

Analyst 강동진

02) 3787-2228

dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (12/14)	6,240원
상승여력	20.2%
시가총액	1,217십억원
발행주식수	195,101천주
자본금/액면가	976십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	8,320원/5,800원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	4.88%
주요주주	금호산업 외 3 인
	30.10%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-0.5 -10.3 -9.7
상대주가(%)	-5.5 -9.8 -15.3
당사추정 EPS	283원
컨센서스 EPS	295원
컨센서스 목표주가	9,233원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 일본노선 중심 여객부문 악화에 따라 실적추정치 하향. 목표주가 7,500원으로 하향
- 일본노선 비중 큰 동사에게 한일관계 악화 영향 상대적으로 커
- 최근 화물 사업 확대, 화물시황 저점을 지나면서 수익성 개선 중
- 영업이익 역성장 추세는 1Q13까지 지속될 전망. 당분간 주가 모멘텀 찾기 힘들어

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	5,374	662	216	900	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	5,898	208	55	208	283	흑전	22.3	1.6	21.1	5.9
2013F	6,039	306	107	306	549	94.1	11.5	1.4	15.2	10.5
2014F	6,378	360	144	360	740	34.7	8.5	1.2	13.5	12.8

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

여객 수요 둔화에 따른 실적추정치 하향

아시아나항공에 대해 투자의견 매수를 유지하나 목표주가는 기존 9,600원에서 7,500원으로 하향한다. 동사의 IFRS 연결기준 4Q12 실적은 일본노선을 중심으로 한 여객수요 악화로 영업수익 1조4,846억원(+3.1% yoy), 영업이익 130억원(-74.0% yoy)을 기록할 것으로 추정된다. 이에 따라, 전년동기 대비 영업이익 역성장 추세가 확대될 전망이다. 목표주가는 2013년 BPS 4,404원에 Target PBR 1.7배를 적용한 수치이다.

일본노선 수요 둔화는 일시적 요인이나, 일본비중 높아 상대적으로 부담 가중

지난 3분기까지 전년동기대비 20% 이상 고성장이었던 인천공항 일본노선 여객 처리량이 한일관계 악화로 2개월 연속 전년동기비 하락하였다. 동사의 일본노선 역시 입국자 중심으로 여객 수요가 둔화추세에 있는 것으로 파악된다. 동사는 전체 여객매출 중 일본노선 매출이 18.8%로 상대적으로 높은 편이다. 게다가 일본 노선은 수익성이 상당히 좋은 노선이기 때문에 실적에 미치는 영향이 클 수 밖에 없다. 하지만, 일본노선을 제외한 중단거리 노선과 최근 공급을 확대한 미주노선의 경우 수요가 양호해 L/F 자체는 2012년 4분기 대비 0.2%p 증가하겠지만, yield가 7.7% 감소(원화기준) 할 것으로 추정되어 수익성이 악화 될 전망이다.

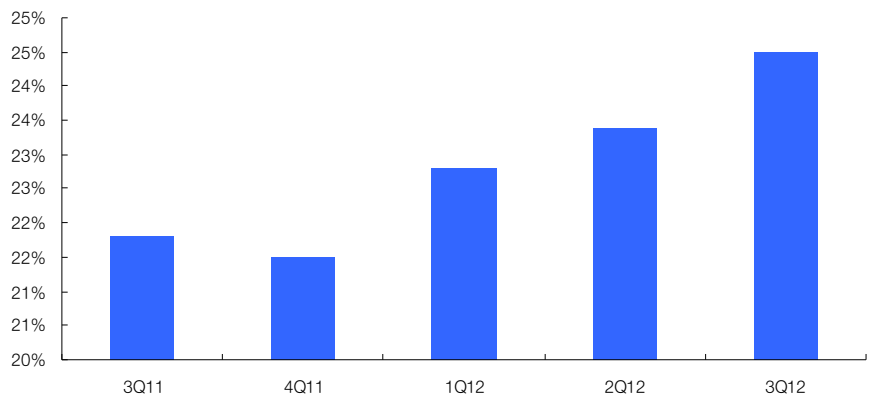
화물시황 저점을 지나는 중. M/S 확대 효과가 나타나고 있어

동사는 최근 화물시황이 부진한 가운데 6월과 8월 화물기를 2대 추가하면서 M/S를 확대하였다. 이에 따라, 4Q11 21.5%였던 화물부문 M/S는 3Q12 24.5%로 3.0%p 확대되었다. 최근 IT 수요를 중심으로 화물 수요가 점진적으로 회복하고 있어 공급량을 확대하면서 M/S를 확보한 효과가 나타나고 있는 것으로 파악되는 점은 긍정적이다. 향후 화물시황 개선시 이익 개선 추세는 가파르게 나타날 수 있을 것으로 전망된다.

당분간 주가 반등 모멘텀 찾기는 힘들 전망

일본노선 수요 둔화는 1Q13까지도 지속될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 이에 따라, 영업이익 역성장 추세는 최소 1Q13까지 이어질 것으로 판단되어 당분간은 주가 상승 모멘텀을 찾기 쉽지 않을 것으로 판단한다. 하지만, 1)화물 시황 저점을 지나면서 M/S 확대 효과 나타나고 있다는 점, 2)CJ대한통운 주식 매각 등 유흥자산 매각을 통해 꾸준히 재무구조를 개선하고 있는 점은 긍정적이다. 또한, 일본노선 수요 악화는 일회적인 성격이 강하며, 향후 확대해 놓은 장거리 노선이 안정화 될 것으로 전망되는 2Q13부터는 전년동기 대비 실적 회복 추세로 전환 될 수 있을 것이다.

〈그림1〉 아시아나항공 화물수송 점유율 꾸준히 상승중



자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

〈표1〉 아시아나항공 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	2011	2012F	2013F
가정											
원/달러(기말)	1,097	1,068	1,178	1,152	1,132	1,145	1,114	1,065	1,153	1,065	1,050
원/달러(평균)	1,120	1,083	1,085	1,144	1,131	1,152	1,133	1,090	1,108	1,127	1,070
항공유가 (\$/bbl)	121	131	126	126	133	123	122	132	125.9	127.6	122.3
급유단가 (\$/bbl)	131	132	126	135	124	124	127	126	133	135	132
국제여객											
RPK (백만 km)	6,850	6,974	7,840	7,317	7,621	7,448	8,404	8,116	28,981	31,589	33,169
Yield (원)	104	103	113	109	106	106	113	101	107	105	102
L/F (%)	77.8	76.4	80.6	76.2	78.9	78.5	80.2	76.4	77.8	78.5	79.2
화물											
FTK (백만 km)	961	985	966	1,030	1,025	1,008	1,052	1,121	3,942	4,494	4,583
Yield (원)	333	362	324	339	323	347	314	338	345	313	309
L/F (%)	78.9	77.6	74.7	78.6	80.8	79.3	77.5	78.8	77.4	80.8	80.8
영업수익 (십억 원)	1,308	1,372	1,489	1,440	1,415	1,431.5	1,567	1,485	5,609	5,898	6,039
국내여객 (십억 원)	57	85	76	73	64	79	84	91	291	318	350
국제여객 (십억 원)	752	735	891	791	813	795	954	832	3,170	3,395	3,457
항공화물 (십억 원)	337	373	328	364	347	366	345	390	1,404	1,448	1,460
기타 (십억 원)	219	263	269	284	254	271	267	262	466	506	516
영업비용 (십억 원)	1,238	1,314	1,309	1,339	1,368	1,411	1,458	1,472	5,200	5,628	5,733
유류비용	403	468	478	499	508	519	553	565	1,849	2,144	2,058
기타	773	785	772	780	860	891	905	907	3,110	3,484	3,675
영업이익 (십억 원)	70	58	180	50	47	39	109	13	358	208	306
세전이익 (십억 원)	62	35	-42	-91	0	-48	104	20	-37	77	143
EBITDA	143	109	239	110	47	39	109	13	600	208	306
순이익 (십억 원)	48	23	-35	-67	-2	-38	80	15	-31	55	107
국제여객											
RPK (yoy, %)	0.8	6.6	13.1	13.7	11.2	6.8	7.2	10.9	8.5	9.0	5.0
Yield (yoy, %) (원화)	11.0	6.6	-1.3	2.0	2.0	2.7	0.1	-7.7	0.0	-1.8	-3.0
L/F (%pt)	-2.3	-0.6	3.2	4.3	1.5	2.7	-0.4	0.3	0.9	0.7	0.8
화물											
FTK (yoy, %)	8.1	5.9	9.9	6.8	6.7	2.3	8.9	8.8	7.6	14.0	2.0
Yield (yoy, %) (원화)	-4.6	-6.5	-11.9	-4.9	-3.0	-4.0	-3.3	-0.4	-7.3	-9.5	-1.2
L/F (%pt)	-3.3	-3.9	-2.6	-1.5	2.4	2.2	3.8	0.1	-2.3	3.3	0.0
영업수익 (yoy, %)	6.9	6.5	2.8	14.7	8.1	4.3	5.2	3.1	10.6	5.1	2.4
영업이익 (yoy, %)	-49.9	-52.7	-26.7	-86.7	-32.8	-32.5	-39.6	-74.0	-59.6	-41.9	47.3
세전이익 (yoy, %)	-51.6	160.9	적전	적지	-99.2	적전	흑전	흑전	적전	흑전	87
EBITDA	-27.5	-39.6	-21.4	-50.0	-67.0	-64.2	-54.4	-88.1	-33.3	-65.3	47.3
순이익 (yoy, %)	-47.8	215.7	적전	적지	-104.6	적전	흑전	흑전	적전	흑전	95.7

자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	5,374	5,609	5,898	6,039	6,378
증가율 (%)	31.5	4.4	5.1	2.4	5.6
매출원가	3,998	4,625	5,094	5,136	5,395
매출원가율 (%)	74.4	82.4	86.4	85.0	84.6
매출총이익	1,376	985	803	903	983
매출이익률 (%)	25.6	17.6	13.6	15.0	15.4
증가율 (%)	233.0	-28.4	-18.4	12.4	8.9
판매관리비	714	627	595	597	623
조정영업이익 (GP-SG&A)	662	358	208	306	360
조정영업이익률 (%)	12.3	6.4	3.5	5.1	5.6
증가율 (%)	흑전	-45.9	-41.9	47.3	17.6
기타영업손익	0	0	0	0	0
EBITDA	900	600	208	306	360
EBITDA 이익률 (%)	16.7	10.7	3.5	5.1	5.6
증가율 (%)	흑전	-33.3	-66.3	47.3	17.6
영업이익	662	358	208	306	360
영업이익률 (%)	12.3	6.4	3.5	5.1	5.6
증가율 (%)	흑전	-45.9	-41.9	47.3	17.6
금융손익	-177	-170	-156	-187	-208
기타영업외손익	-89	-234	15	11	28
종속/관계기업관련손익	-37	10	10	13	13
세전계속사업이익	359	-37	77	143	193
세전계속사업이익률 (%)	6.7	-0.7	1.3	2.4	3.0
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	87.0	34.7
법인세비용	139	-7	21	36	48
계속사업이익	221	-30	56	108	145
당기순이익	221	-30	56	108	145
당기순이익률 (%)	4.1	-0.5	0.9	1.8	2.3
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	92.8	34.7
지배주주지분 순이익	216	-31	55	107	144
비지배주주지분 순이익	5	1	1	0	1
기타포괄이익	0	-47	16	-36	0
총포괄이익	0	-77	71	71	145

(단위: 십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	772	641	203	114	105
당기순이익	221	-30	56	108	145
유형자산 상각비	232	242	0	0	0
무형자산 상각비	5	0	0	0	0
외환손익	-10	19	-36	-11	-28
운전자본의 감소(증가)	149	8	-74	31	1
기타	175	402	258	-13	-13
투자활동으로인한현금흐름	-219	208	-522	-385	-301
투자자산의 감소(증가)	55	766	-66	-13	18
유형자산의 감소	28	38	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-206	-259	-346	-357	-359
기타	-96	-338	-114	-16	40
재무활동으로인한현금흐름	-528	-862	284	373	134
차입금의 증가(감소)	74	-539	436	672	63
사채의증가(감소)	-253	65	159	480	-78
자본의 증가	16	24	59	0	0
배당금	-2	0	0	0	0
기타	-363	-413	-370	-779	149
기타현금흐름	16	1	-1	0	0
현금의증가(감소)	41	-13	-36	101	-62
기초현금	98	211	198	162	263
기말현금	140	198	162	263	200

(단위: 십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,035	1,095	1,122	1,229	1,220
현금성자산	151	198	162	263	200
단기투자자산	60	53	77	81	82
매출채권	470	494	495	489	521
채고자산	139	158	161	159	169
기타유동자산	216	191	228	237	247
비유동자산	5,205	4,652	5,098	5,467	5,808
유형자산	3,300	3,242	3,587	3,943	4,302
무형자산	44	202	199	199	199
투자자산	1,192	426	492	504	487
기타비유동자산	669	783	821	821	821
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,240	5,747	6,220	6,696	7,028
유동부채	2,733	2,895	2,611	1,831	1,996
단기차입금	31	3	3	3	3
매입채무	207	248	244	241	257
유동성장기부채	1,679	1,613	1,434	655	804
기타유동부채	817	1,031	930	932	932
비유동부채	2,457	1,991	2,617	3,803	3,824
사채	564	629	789	1,269	1,191
장기차입금	406	136	512	1,193	1,354
장기금융부채 (리스포함)	875	606	665	666	558
기타비유동부채	612	620	651	685	722
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,190	4,886	5,229	5,633	5,821
지배주주지분	1,008	858	987	1,058	1,202
자본금	892	917	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
자본조정 등	-28	-29	-29	-29	-29
기타포괄이익누계액	208	-22	-6	-42	-42
이익잉여금	-66	-10	45	152	296
비지배주주지분	42	4	4	5	5
자본총계	1,050	861	991	1,063	1,207

(단위: 원배,%)

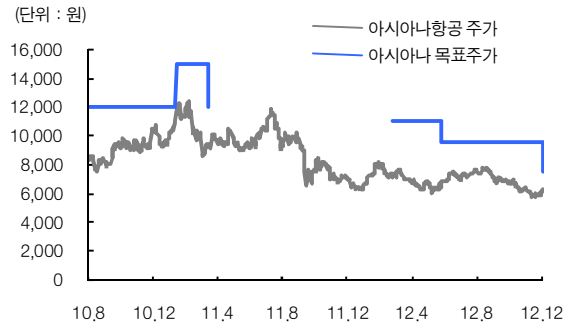
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	1,255	-166	288	552	743
EPS(지배순이익 기준)	1,226	-171	283	549	740
BPS(자본총계 기준)	5,645	3,604	4,064	4,428	5,171
BPS(지배지분 기준)	5,411	3,584	4,041	4,404	5,143
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	7.7	-38.9	21.9	11.4	8.5
PER(지배순이익 기준)	7.9	-37.7	22.3	11.5	8.5
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.8	1.6	1.4	1.2
PBR(지배지분 기준)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	5.7	6.7	21.1	15.2	13.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	흑전	91.4	34.7
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	흑전	94.1	34.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	-3.1	6.0	10.5	12.8
ROE(지배순이익 기준)	24.8	-3.3	5.9	10.5	12.8
ROA	3.6	-0.5	0.9	1.7	2.1
안정성 (%)					
부채비율	494.5	567.3	527.4	530.2	482.1
순차입금비율	320.7	328.6	319.3	323.1	300.5
이자보상배율	3.6	1.9	2.4	1.6	1.7

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

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
10/10/19	BUY	12,000	12/06/11	BUY	9,600
11/01/25	BUY	15,000	12/07/09	BUY	9,600
11/02/11	BUY	15,000	12/07/27	BUY	9,600
11/03/24	BUY	12,000	12/08/08	BUY	9,600
*담당자 변경			12/09/10	BUY	9,600
12/03/07	BUY	11,000	12/09/11	BUY	9,600
12/03/23	BUY	11,000	12/10/10	BUY	9,600
12/04/04	BUY	11,000	12/11/07	BUY	9,600
12/04/09	BUY	11,000	12/12/17	BUY	7,500
12/05/08	BUY	11,000			
12/05/21	BUY	11,000			
12/06/07	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.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 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 종목투자 의견은 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.