

아시아나항공 (020560/매수)

운송

여객 부진 여파 어닝 모멘텀 둔화 지속

4Q12 Preview: 여객 부진이 이끈 추정치 하락

4/4분기 영업이익은 BEP수준(20억원)으로 판단되며, 별도 기준으로는 소폭 영업적자를 기록했을 것으로 추정된다. 이는 컨센서스 297억원 대비 낮은 수준이다. 국제 여객 수송량은 전년동기 대비 9.7% 증가하며 호조를 보이고 76%의 높은 탑승률을 기록하겠지만, 원화 강세 등의 영향으로 원화기준 Yield가 전년동기 대비 6.2% 하락하면서, 수익성이 악화된 것으로 추정된다. 반면, 화물은 전년동기 대비 수송량이 8.5% 증가하며 상대적인 호조를 이어갈 전망이다. 특히, 화물은 원화 강세에도 불구하고 원화 Yield가 3.7% 하락에 그칠 것으로 보이는 데, 실질적으로 달러 기준으로는 전년 대비 개선되고 있는 것으로 추정된다.

영업외 측면에서는 340억엔과 10억달러 가량의 외화 부채로 인해 외화환산이익 1,120억원이 반영되면서 순이익은 691억원으로 선방할 것으로 보인다. 4/4분기 영업 부진을 반영하여, 2012년 및 2013년 영업이익의 추정치를 각각 25.7%, 30.2% 하향한다.

1Q13 이후 점진적 턴어라운드 기대

상대적으로 높은 비중을 취하고 있는 아시아 지역의 단거리 노선에서 일본/중국을 중심으로 수요 부진이 지속되면서 다소 부정적인センチメント가 형성되고 있다. 다만, 화물부문이 예상 외의 회복을 보여주고 있다는 점은 이러한 우려를 다소 더는 요인으로 작용하고 있다. 2013년 1/4분기 이후부터는 화물부문이 추가 개선될 것으로 전망되며, 여객부문도 원화강세에 따른 아웃바운드 수요개선을 바탕으로 점차 개선세가 나타날 것으로 기대된다.

투자이견 매수, 목표주가 8,000원 유지

동사에 대한 투자이견 매수와 목표주가 8,000원을 유지한다. 동사에 대한 투자포인트는 1) 화물부문의 안정화 시그널이 관찰되고 있고, 2) 원/달러, 원/엔 환율 하락에 따라 부채 부담이 줄어들고 있으며, 3) 밸류에이션상(2013년 예상 PBR 1.2배) 매력적인 주가 수준이라는 점이다. 화물부문은 2012년 4/4분기를 기점으로 이미 확인한 바닥 시그널이 관찰되고 있는 것으로 보인다. 아시아 지역에서의 여객 수요가 다소 부진한 만큼 당분간 주가 상승 모멘텀은 상대적으로 제한적이다. 다만, 선진국 통화 환율 약세로 인해 장부가치가 유지되며, 주가 하방 경직성은 존재할 것으로 기대된다.

▶ 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	5,885	197	3.3	109	562	454	107	11.3	11.0	1.4	10.0
12/13F	6,071	267	4.4	126	646	546	190	10.8	10.0	1.2	8.5
12/14F	6,639	431	6.5	184	940	712	257	13.4	6.9	1.0	6.3

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)	8,000
현재주가(13/01/11,원)	6,470
상승여력(%)	23.6
EPS 성장률(13F,%)	14.9
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.9
P/E(13F,x)	10.0
MKT P/E(13F,x)	9.0
KOSPI	1,996.67
시가총액(십억원)	1,262
발행주식수(백만주)	195
60D 일평균 거래량(천주)	911
60D 일평균 거래대금(십억원)	6
배당수익률(13F,%)	0.0
유동주식비율(%)	69.9
52주 최저가(원)	5,750
52주 최고가(원)	8,390
베타(12M,일간수익률)	0.80
주가변동성(12M daily,%,SD)	1.8
외국인 보유비중(%)	5.1

주요주주

금호산업(주) 외 3인(30.1%)

금호석유화학(주)(12.61%)

한국산업은행(6.25%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	-9.4	-2.4
상대주가	5.0	-18.7	-10.6

주요사업

국내외 항공여객 및 항공화물 수송



표 1. 아시아나항공 4분기 실적 전망 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	4Q11	3Q12	4Q12F			
			대우 예상치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,440	1,567	1,472	1,491	2.2	-6.0
영업이익	50	109	2	30	-96.1	-98.2
영업이익률	3.5	6.9	0.1	2.0	-3.4	-6.8
세전이익	-91	104	91	43	흑전	-12.6
순이익	-66	80	69	30	흑전	-13.8

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 아시아나항공, FN Guide, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 아시아나항공 환율 민감도(원화 1% 절상시)

(십억원)

매출액 감소	42
영업비용 감소	49
영업이익 증감	7
달러부채(십억달러)	1
엔화부채(십억엔)	34
영업외 수익 증감	15

주: 영업이익은 연평균 환율, 영업외 수익은 기말 환율 변동 기준

자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 아시아나항공 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	12F	13F	12F	13F	12F	13F	
매출액	5,901	6,245	5,885	6,071	-0.3	-2.8	- 여객/화물 동시 부진
영업이익	265	383	197	267	-25.7	-30.2	- 아시아 여객 수요 부진
세전이익	98	265	148	168	50.5	-36.6	- 원화 강세로 인한 외화환산이익(12F)
순이익	72	201	110	127	52.0	-36.6	
EPS(원)	368	1,031	562	646	52.8	-37.3	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 4. 아시아나항공 분기별 실적 추이 및 전망

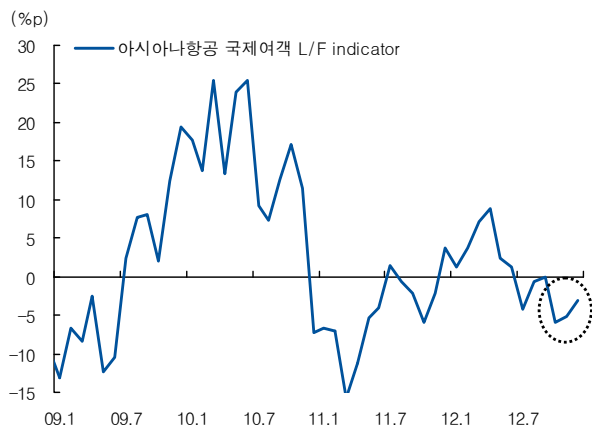
(십억원, %, %p)

	2012F				2013F				2011	2012F	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF				
매출액	1,415	1,432	1,567	1,472	1,446	1,451	1,588	1,586	5,609	5,885	6,071	6,639
영업이익	47	39	109	2	51	54	102	60	358	197	267	431
세전이익	0	-48	104	91	-4	-21	77	115	-37	148	168	244
순이익	-2	-37	80	69	-3	-16	59	87	-30	110	127	185
영업이익률	3.3	2.7	6.9	0.1	3.5	3.7	6.4	3.8	6.4	3.3	4.4	6.5
세전이익률	0.0	-3.3	6.7	6.2	-0.3	-1.4	4.9	7.2	-0.7	2.5	2.8	3.7
순이익률	-0.1	-2.6	5.1	4.7	-0.2	-1.1	3.7	5.5	-0.5	1.9	2.1	2.8
국제선 RPK 증감률(%YoY)	11.3	6.4	7.2	9.7	3.7	4.3	3.4	8.5	4.5	8.6	5.0	8.0
국제여객 L/F(%)	78.9	78.5	80.2	75.5	77.9	78.0	79.0	78.0	77.3	78.3	78.2	78.3
항공유가(\$/bbl)	132	122	126	130	127	126	129	128	126	128	127	127
환율(원/달러)	1,131	1,119	1,133	1,090	1,060	1,043	1,033	1,028	1,108	1,118	1,041	1,038

주: K-IFRS 연결 기준

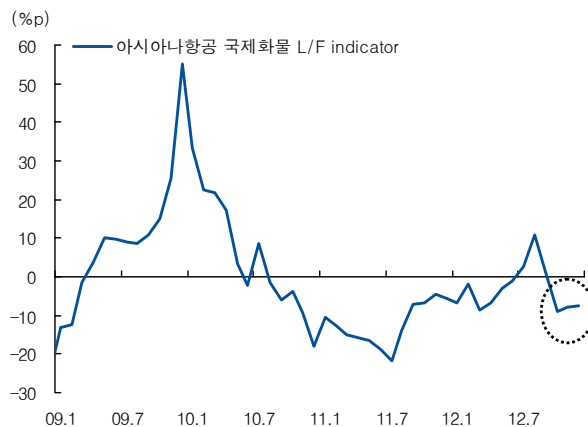
자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 여객 탑승율 지표: 전년비 악화 가능성 존재



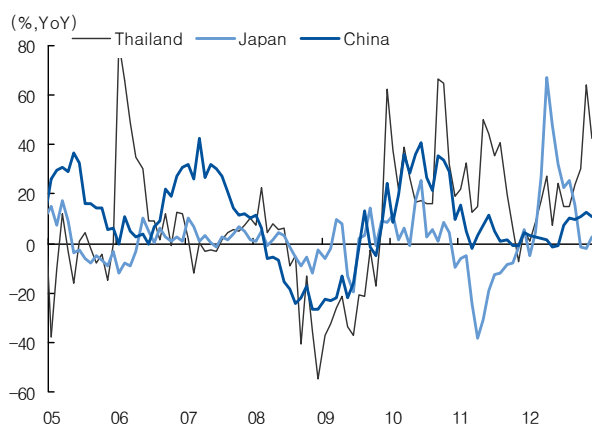
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 화물 탑재율 지표: 개선 추세 둔화



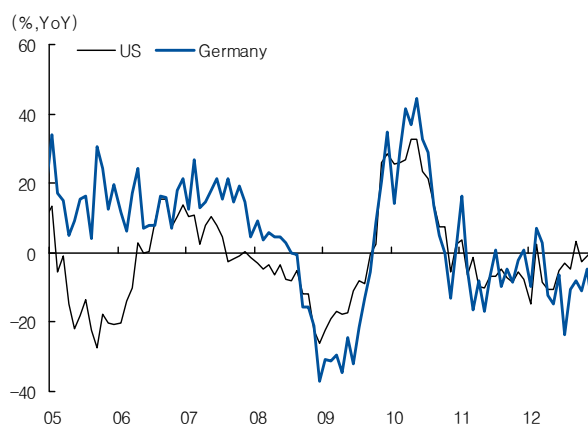
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 인천국제공항 단거리 여객 수요 추이



자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 인천국제공항 장거리 화물 수요 추이



자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	5,609	5,885	6,071	6,639
매출원가	4,625	5,089	5,173	5,519
매출총이익	985	796	898	1,120
판매비와관리비	627	599	631	689
조정영업이익	358	197	267	431
영업이익	358	197	267	431
비영업손익	-395	-49	-100	-187
순금융비용	170	100	136	136
관계기업등 투자손익	-36	10	10	10
세전계속사업손익	-37	148	168	244
계속사업법인세비용	-7	38	41	59
계속사업이익	-30	110	127	185
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-30	110	127	185
지배주주	-31	109	126	184
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	-77	160	178	235
지배주주	-78	159	177	234
비지배주주	1	1	1	1
EBITDA	600	454	546	712
FCF	543	107	190	257
EBITDA마진율 (%)	10.7	7.7	9.0	10.7
영업이익률 (%)	6.4	3.3	4.4	6.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.6	1.9	2.1	2.8

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	778	565	463	654
당기순이익	-30	110	127	185
비현금수익비용가감	820	551	419	527
유형자산감가상각비	242	257	279	281
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-354	-285	-60	-60
영업활동으로인한자산및부채의변동	8	-51	-42	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-29	-42	-55
재고자산 감소(증가)	-19	9	-13	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	135	44	50	65
법인세납부	-21	-45	-41	-59
투자활동으로 인한 현금흐름	226	-627	-433	-352
유형자산처분(취득)	-220	-301	-300	-350
무형자산감소(증가)	-1	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-81	0	0
기타투자활동	454	-244	-131	
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,017	-31	-135	-303
장단기금융부채의 증가(감소)	-887	106	-320	-320
자본의 증가(감소)	24	59	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-155	-195	-150	-136
현금의증가	-13	-93	-105	
기초현금	211	198	105	0
기말현금	198	105	0	0

자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	1,095	1,056	1,018	1,105
현금 및 현금성자산	198	105		0
매출채권 및 기타채권	529	541	583	637
재고자산	158	162	175	191
기타유동자산	157	160	173	189
비유동자산	4,652	5,152	5,441	5,612
관계기업투자등	143	143	152	161
유형자산	3,242	3,287	3,309	3,378
무형자산	202	199	201	202
자산총계	5,747	6,208	6,459	6,717
유동부채	2,895	2,773	2,707	2,669
매입채무 및 기타채무	634	648	698	763
단기금융부채	1,710	1,562	1,402	1,242
기타유동부채	551	564	607	664
비유동부채	1,991	2,354	2,494	2,555
장기금융부채	1,371	1,723	1,898	1,892
기타비유동부채	484	553	575	641
부채총계	4,886	5,127	5,201	5,223
지배주주지분	858	1,076	1,253	1,487
자본금	917	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	-10	99	225	408
비지배주주지분	4	4	6	7
자본총계	861	1,081	1,258	1,493

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	-	11.0	10.0	6.9
P/CF (x)	5.5	3.3	3.1	2.7
P/B (x)	1.8	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	7.1	10.0	8.5	6.3
EPS (원)	-171	562	646	940
CFPS (원)	1,168	1,890	2,075	2,380
BPS (원)	3,584	4,497	5,393	6,583
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	4.9	3.2	9.4
EBITDA증가율 (%)	-23.6	-24.4	20.3	30.3
영업이익증가율 (%)	-34.9	-45.1	35.8	61.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	14.9	45.6
매출채권 회전율 (회)	11.5	11.8	11.6	11.7
재고자산 회전율 (회)	37.7	36.7	36.1	36.4
매입채무 회전율 (회)	24.6	23.5	23.0	23.2
ROA (%)	-0.5	1.8	2.0	2.8
ROE (%)	-3.5	11.3	10.8	13.4
ROIC (%)	8.3	4.5	6.0	9.6
부채비율 (%)	567.3	474.5	413.4	349.8
유동비율 (%)	37.8	38.1	37.6	41.4
순차입금/자기자본 (%)	328.6	286.1	255.2	203.9
영업이익/금융비용 (x)	1.9	2.0	2.0	3.2

▶ 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 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

