

아시아나항공 (020560/매수)

운송

조금 더 긴 호흡이 필요한 시점

4Q12 Review: 일본 노선의 부진이 반영된 실적 악화

동사의 2012년 4/4분기 연결 기준 매출액은 전년동기 대비 2.4% 증가한 1조 4,750억원을 기록했지만 영업이익은 적자 전환하면서 156억원의 손실을 기록했다. 국제여객의 수송량은 전년동기 대비 9.9% 증가하면서, 탑승률도 전년동기 대비 1.3%p 호전된 76.0%를 기록했다. 하지만, 전년동기 대비 원화 단가(yield)가 7.8% 하락하면서 수익성이 악화되었다. 이는 원화 강세를 감안하더라도 큰 낙폭으로, 일본 노선의 수요 부진에 따른 항공권 판매 단가 하락(전년 대비 원화 yield 14.2% 하락)이 나타난 것으로 분석된다. 다만, 미주 노선은 원화 yield가 0.2% 상승하며 상대적인 견조세를 나타냈으며, 구주도 yield 하락이 3.1%에 그치며 상대적으로 선방한 것은 긍정적이다.

화물 부문은 수송량 증가(전년동기 대비 9.1%) 속에 원화 yield도 1.2% 하락에 그치며 상대적으로 호조세를 이어갔다. 가장 비중이 높은 미주 노선에서 원화 yield 하락이 전년동기 대비 0.1%에 그친 것이 주효했다. 화물 부문의 매출은 대부분 달러 매출로 원화 강세에 따른 단가 하락 요소가 있었던 점을 감안하면, 실질적으로 운송단가(yield)가 유지된 것으로 판단된다. 영업 외에서는 원화 강세에 따른 외화환산이익 1,002억원이 발생하고 순이자비용이 326억원으로 전년동기 대비 18.9% 하락(이상 별도 기준)하며, 연결 기준 216억원의 순이익을 실현하였다.

관건은 역시 일본 노선 회복 속도

전반적으로 이자비용이 감소하고 부채비율이 하락하는 등 재무적인 개선이 이루어지고, 수송 실적도 상대적으로 호전되고 있는 만큼 2012년 4/4분기 실적 악화의 주요 원인이었던 일본 노선의 회복이 실적 개선의 관건이라 할 수 있다. 4/4분기 25% 이상 감소했던 아시아나항공의 일본 입국 수요의 부진은 단체 수요의 감소(4/4분기 전년동기 대비 약 36% 하락)에 주원인이 있다. 개인 입국 수요는 전년동기 대비 5% 이상 증가했기 때문이다. 단체 수요의 감소에는 환율 이외에도 한일 양국간 정치적 요소도 어느정도 작용하는 만큼 당분간 수요가 크게 회복될 가능성은 높지 않으며, 2013년 2/4분기까지는 부진세를 이어갈 가능성이 높다고 판단된다.

목표주가 7,500원으로 하향하며 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 7,500원으로 하향하며 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2013년 예상실적 대비 PBR 1.6배 수준이다. 현 주가는 PBR 1.2배 수준으로 일본 노선이 추가적으로 악화되지 않는다면 추가 하락 위험은 크지 않은 상황으로 판단된다. 다만, 현 시점에서 1) 원화 추가 강세, 2) 유가 하락 등 외부 요소의 긍정적인 흐름이 관찰되지 않는다면, 공격적인 매수는 지양해야할 것으로 판단된다. 조금 더 긴 호흡이 필요한 시점이다.

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
12/12P	5,888	179	3.0	61	317	436	95	6.5	19.5	1.5	10.5
12/13F	6,029	232	3.9	103	527	511	162	9.3	11.3	1.2	9.0
12/14F	6,614	377	5.7	148	757	658	219	11.5	7.9	1.0	6.8

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)	7,500
현재주가(13/02/08, 원)	5,950
상승여력(%)	26.1
EPS 성장률(13F, %)	66.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.5
P/E(13F, x)	11.3
MKT P/E(13F, x)	9.2
KOSPI	1,950.90
시가총액(십억원)	1,161
발행주식수(백만주)	195
60D 일평균 거래량(천주)	754
60D 일평균 거래대금(십억원)	5
배당수익률(13F, %)	0.0
유동주식비율(%)	69.9
52주 최저가(원)	5,750
52주 최고가(원)	8,390
배타(12M, 일간수익률)	0.76
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.7
외국인 보유비중(%)	4.9

주요주주

금호산업(주) 외 3인(30.1%)

금호석유화학(주)(12.61%)

한국산업은행(6.25%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-22.2	-27.4
상대주가	-3.5	-24.7	-24.8

주요사업

국내외 항공여객 및 항공화물 수송



한편, 동사는 2013년 별도 기준 매출액 6조 3,000억원(전년 대비 11.7% 증가) 및 영업이익 3,600억원(전년 대비 171.6% 증가)의 경영계획을 제시했다. 부채비율도 2012년 말 506%에서 31.9%p 하락한 474.1%로 제시하였다. 하지만, 이 역시 여객 수요 부진과 yield 회복이 이루어지지 않는다면 달성하기가 쉽지 않은 상황으로 판단된다.

표 1. 아시아나항공의 4분기 실적 및 컨센서스

(십억원, %)

	4Q11	3Q12	4Q12P				
			실적	대우 예상치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,440	1,567	1,475	1,472	1,474	2.4	-5.8
영업이익	50	109	-16	2	18	적전	적전
영업이익률	3.5	6.9	-1.1	0.1	1.2	-	-
세전이익	-91	104	30	91	31	흑전	-71.4
순이익	-66	80	22	69	23	흑전	-73.0

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 아시아나항공, FN Guide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 아시아나항공 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	6,071	6,639	6,029	6,614	-0.7	-0.4	- 단가 하락
영업이익	267	431	232	377	-13.1	-12.5	- 단가 하락
세전이익	168	244	137	196	-18.3	-19.4	
순이익	127	185	104	149	-18.3	-19.4	
EPS(원)	646	940	527	757	-18.5	-19.5	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 아시아나항공 분기별 실적 추이 및 전망

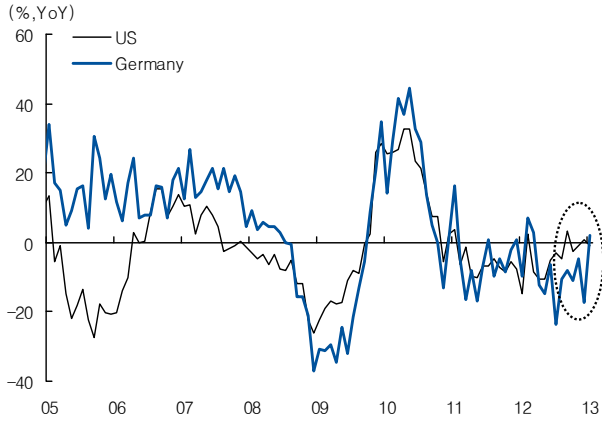
(십억원, %)

	2012				2013F				2011	2012P	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF				
매출액	1,415	1,432	1,567	1,475	1,409	1,443	1,614	1,563	5,609	5,888	6,029	6,614
영업이익	47	39	109	-16	21	50	124	38	358	179	232	377
세전이익	0	-48	104	30	-28	-21	103	83	-37	87	137	196
순이익	-2	-37	80	22	-21	-16	78	63	-30	62	104	149
영업이익률	3.3	2.7	6.9	-1.1	1.5	3.5	7.7	2.4	6.4	3.0	3.9	5.7
세전이익률	0.0	-3.3	6.7	2.1	-2.0	-1.4	6.4	5.3	-0.7	1.5	2.3	3.0
순이익률	-0.1	-2.6	5.1	1.5	-1.5	-1.1	4.9	4.0	-0.5	1.1	1.7	2.3
국제선 RPK 증감률(% YoY)	11.3	6.4	7.2	9.9	3.7	4.3	5.2	7.8	4.5	8.7	5.3	7.9
국제여객 L/F(%)	78.9	78.5	80.2	76.0	77.9	78.0	80.4	78.0	77.4	78.4	78.6	78.5
항공유가(\$/bbl)	132	122	126	129	125	125	129	131	126	127	127	129
환율(원/달러)	1,131	1,119	1,133	1,090	1,060	1,043	1,033	1,033	1,108	1,118	1,042	1,043

주: K-IFRS 연결 기준

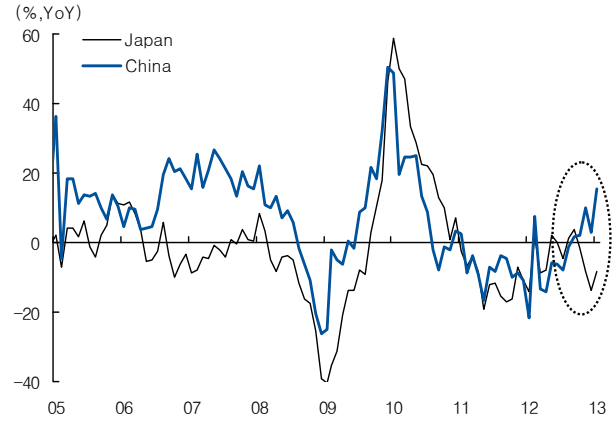
자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 인천국제공항 장거리 화물 수요 추이



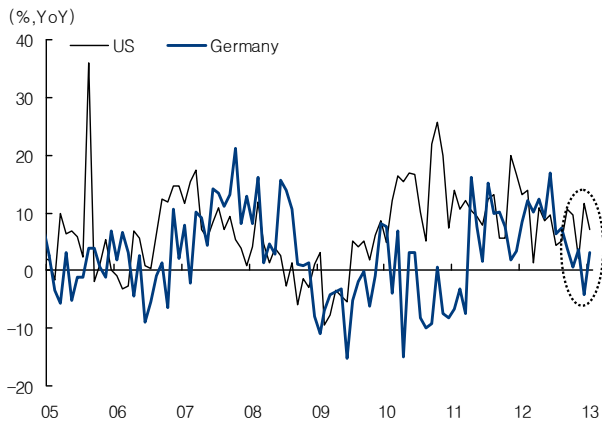
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 인천국제공항 단거리 화물 수요 추이



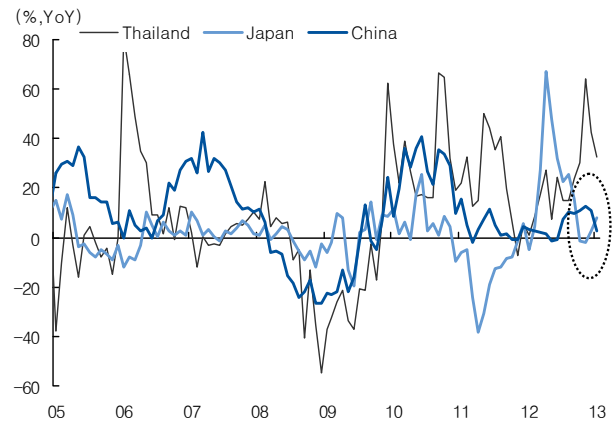
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 인천국제공항 장거리 여객 수요 추이



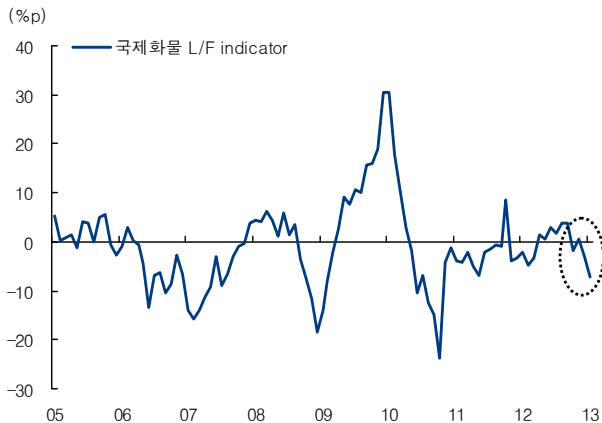
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 인천국제공항 단거리 여객 수요 추이



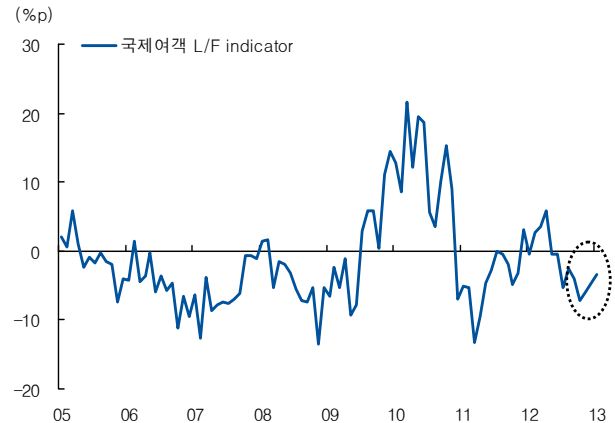
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 인천국제공항 국제화물 L/F 인디케이터



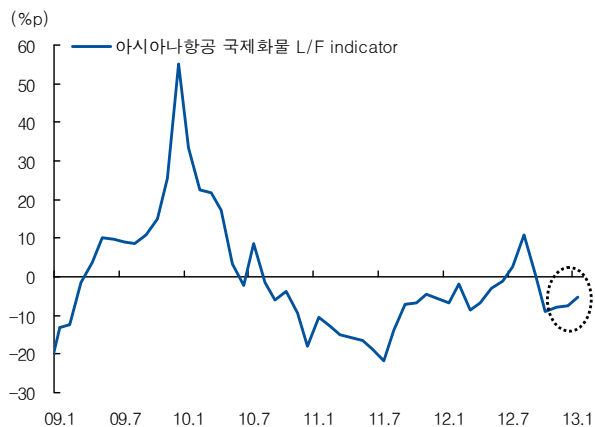
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 인천국제공항 국제여객 L/F 인디케이터



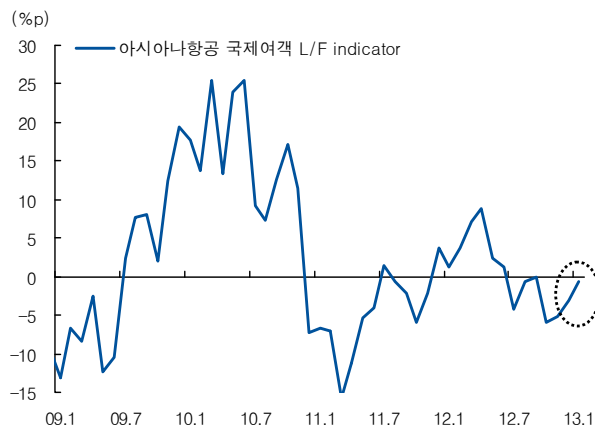
자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 아시아나항공 국제화물 L/F 인디케이터



자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

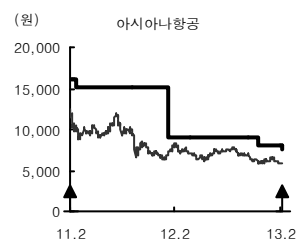
그림 8. 아시아나항공 국제여객 L/F 인디케이터



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	12/12P	12/13F	12/14F
매출액	5,609	5,888	6,029	6,614
매출원가	4,625	5,107	5,181	5,562
매출총이익	985	781	848	1,052
판매비와관리비	627	602	615	675
조정영업이익	358	179	232	377
영업이익	358	179	232	377
비영업손익	-395	-92	-95	-181
순금융비용	170	137	124	129
관계기업등 투자손익	-36	10	10	10
세전계속사업손익	-37	87	137	196
계속사업법인세비용	-7	25	33	48
계속사업이익	-30	63	104	149
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-30	63	104	149
지배주주	-31	61	103	148
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	-77	113	154	199
지배주주	-78	112	153	198
비지배주주	1	1	1	1
EBITDA	600	436	511	658
FCF	543	95	162	219
EBITDA마진율 (%)	10.7	7.4	8.5	10.0
영업이익률 (%)	6.4	3.0	3.9	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.6	1.0	1.7	2.2

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	778	561	433	614
당기순이익	-30	63	104	149
비현금수익비용가감	820	580	407	509
유형자산감가상각비	242	257	279	281
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-354	-290	-66	-66
영업활동으로인한자산및부채의변동	8	-50	-45	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-30	-32	-56
재고자산 감소(증가)	-19	8	-10	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	135	46	39	67
법인세납부	-21	-32	-33	-48
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	-67	-3	-150
장단기금융부채의 증가(감소)	-887	106	-200	-190
자본의 증가(감소)	24	59	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-155	-231	-138	-129
현금의증가	-13	-134	-3	113
기초현금	211	198	64	61
기말현금	198	64	61	174

자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
유동자산	1,095	1,017	1,066	1,267
현금 및 현금성자산	198	64	61	174
매출채권 및 기타채권	529	542	574	630
재고자산	158	162	172	189
기타유동자산	157	160	170	186
비유동자산	4,652	5,146	5,417	5,582
관계기업투자등	143	143	152	161
유형자산	3,242	3,287	3,309	3,378
무형자산	202	199	201	202
자산총계	5,747	6,163	6,482	6,849
유동부채	2,895	2,775	2,808	2,772
매입채무 및 기타채무	634	649	688	754
단기금융부채	1,710	1,562	1,522	1,362
기타유동부채	551	565	599	657
비유동부채	1,991	2,355	2,487	2,690
장기금융부채	1,371	1,723	1,898	2,038
기타비유동부채	484	554	568	631
부채총계	4,886	5,130	5,295	5,463
지배주주지분	858	1,029	1,182	1,380
자본금	917	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	-10	52	154	302
비지배주주지분	4	4	6	7
자본총계	861	1,033	1,187	1,387

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
P/E (x)	-	19.5	11.3	7.9
P/CF (x)	5.5	3.8	3.0	2.7
P/B (x)	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	7.1	10.5	9.0	6.8
EPS (원)	-171	317	527	757
CFPS (원)	1,168	1,645	1,955	2,197
BPS (원)	3,584	4,254	5,030	6,037
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	5.0	2.4	9.7
EBITDA증가율 (%)	-23.6	-27.3	17.1	28.7
영업이익증가율 (%)	-34.9	-50.0	29.6	62.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	66.1	43.8
매출채권 회전율 (회)	11.5	11.8	11.6	11.8
재고자산 회전율 (회)	37.7	36.7	36.1	36.7
매입채무 회전율 (회)	24.6	23.4	23.0	23.4
ROA (%)	-0.5	1.1	1.6	2.2
ROE (%)	-3.5	6.5	9.3	11.5
ROIC (%)	8.3	4.1	5.3	8.4
부채비율 (%)	567.3	496.6	445.9	393.9
유동비율 (%)	37.8	36.6	38.0	45.7
순차입금/자기자본 (%)	328.6	303.2	275.4	226.2
영업이익/금융비용 (x)	1.9	1.3	1.9	2.9