

아시아나항공(020560)

BUY / TP 6,600원

저점은 확인하였으나, 모멘텀은 3분기 이후

Analyst 강동진

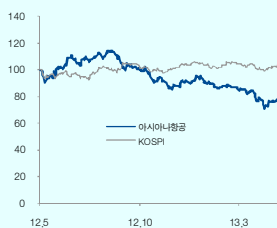
02) 3787-2228

dongjin.kang@hmcib.com

현재주가 (5/10)	5,320원
상승여력	24.1%
시가총액	1,038십억원
발행주식수	195,101천주
자본금/액면가	976십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	7,790원/4,815원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	4.58%
주요주주	금호산업 외 3인
	30.10%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-0.7 -10.6 -17.5
상대주가(%)	-1.2 -10.3 -19.2
당사추정 EPS	-36원
컨센서스 EPS	193원
컨센서스 목표주가	7,081원

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 일본노선 및 화물 수익성 악화로 기대치 부진한 1Q13 실적 기록
- 일본노선 수익성 단기간에 회복되기는 쉽지 않아
- 장거리 노선 확대와 중국, 동남아시아 노선 성장으로 3분기 이후 점진적 전망
- 일본노선 수익성 개선 또는 하락이 둔화되는 시점에서 저점 매수 유효

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	5,609	358	-31	600	-171	적전	NA	1.8	6.7	-3.3
2012	5,888	179	61	464	317	흑전	19.5	1.5	9.1	6.6
2013F	5,877	115	-7	412	-36	적전	NA	1.4	10.0	-0.7
2014F	6,284	231	70	535	357	흑전	14.9	1.3	7.6	7.2
2015F	6,615	296	110	606	564	57.9	9.4	1.1	6.6	10.4

* K-IFRS 연결 기준

일본노선 및 화물 수익성 악화로 기대치 부진한 1Q13 실적 기록

동사의 IFRS 연결기준 1Q13 실적은 일본노선을 중심으로 한 여객수요 악화와 항공화물부문 수익성 악화로 영업수익 1조4,207억원(+0.4% yoy), 영업이익 -211억원(적전 yoy)을 기록하여 당사 추정치를 소폭 하회하였으나, 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적을 기록하였다. 아시아나항공 별도기준 실적은 매출액 1조3,562억원(+0.4%, yoy), 영업이익 -322억원(적전 yoy)을 기록하였으나, 아시아나항공개발, 금호터미널, 아스공항 등 자회사들의 실적 호조로 적자 폭을 축소하였다.

일본노선 수익성 단기간에 회복되기는 쉽지 않아

한·일본노선은 복합적인 요인으로 인해 수익성이 하락하고 있다. 엔화 약세로 인한 수익성 악화뿐만 아니라, 엔저로 인한 일본인 입국자 둔화 및 대북 Risk 등이 주요 요인인 것으로 판단한다. 그리고 항공자유화의 진전 역시도 일본노선의 경쟁심화를 야기 할 수 있는 요소 인 것으로 판단한다. 이러한 요인으로 동사의 일본 노선 yield가 15.8%(yoy) 역성장 하면서 전체 Yield를 2.4% 감소시켰다.

이러한 환경적 요인은 한동안 지속될 수 밖에 없어, 과거 높은 수익성으로 국내 항공사의 Cash Cow 역할을 했던 일본노선의 수익성 개선은 단기간에 가시화 되기는 쉽지 않을 것으로 판단한다. 향후 관건은 성장하고 있는 동남아시아, 중국, 미주 노선이 일본노선을 얼마나 대체 할 수 있는가 일 것이다.

장거리 노선 확대와 중국, 동남아시아 노선 성장으로 3분기 이후 점진적 회복 전망

동사는 미주노선에 대한 투자와 중국 신규노선 발굴로 LCC와의 경쟁 및 일본 노선 악화에 대응하고 있다. 또한, 동남아시아 노선 수요 확대에 이 노선의 Yield 역시 강세를 지속하고 있다. 동사의 여객부문 Yield가 2.4% 하락하였으나, 노선별로는 일본노선이 15.8% 역성장 한 것을 제외하고 대부분의 노선에서 Yield는 2%대 상승하고 있어, 일본노선 수익성 하락 속도가 완화될 것으로 전망되는 3분기부터는 수익성이 일부 회복 될 수 있을 것이다.

일본노선 수익성 개선 또는 하락이 둔화되는 시점에서 저점 매수 유효

향후 동사가 지속적으로 강화하고 있는 장거리 노선과 동남아시아, 중국 노선의 성장이 악화된 일본노선의 이익을 만회하는 것이 중요한 투자 포인트가 될 것이며, 이는 3분기 이후 점진적으로 가시화 될 수 있을 것으로 전망한다. 현재 주가 수준은 PBR 1.4배 수준으로 Valuation이 역사적 Band 중반 수준을 유지하고 있어, 부담스러운 수준은 아니기 때문에 매수 의견을 유지한다. 향후 일본노선의 수익성 개선 또는 하락이 둔화되는 시점에서 저점 매수 기회를 찾을 수 있을 것이다.

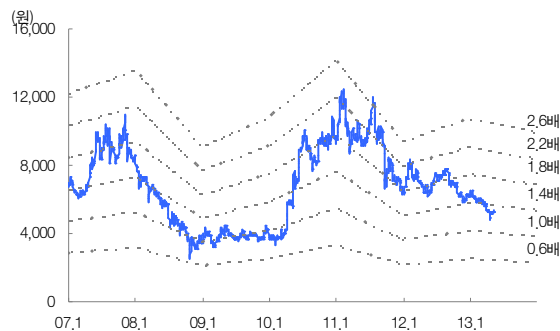
〈표1〉 아시아나항공 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q13P	HMC 투자증권	diff.	Consensus	diff.	1Q12	%, yoy	4Q12	%, QoQ
매출액	1,421	1,452	-2.2%	1,417	0.3%	1,415	0.4%	1,475	-3.7%
영업이익	-21	-25		-14		47	적전	-16	적지
OPM	-1.5%	-1.7%	0.2%p	-1.0%	-0.5%p	3.3%	-4.8%p	-1.1%	-0.4%p
당기순이익	-48	-78		-64		-2	적지	21	적전
NPM	-3.4%	-5.4%	2.0%p	-4.5%	0.9%p	-0.2%	-3.2%p	1.5%	-4.9%p

자료: 아시아나항공, HMC투자증권

〈그림1〉 중국 AI 사망자 (누적)



자료: Datastream, HMC투자증권

〈그림2〉 항공유가 추이



자료: Bloomberg

〈그림3〉 여객 노선별 주요 지표 성장률

(yoy)	ASK	RPK	Yield
국제여객	7.1%	7.5%	-2.6%
미주	5.9%	10.6%	2.3%
동남아	7.2%	5.8%	2.7%
구주	2.3%	2.6%	2.3%
중국	14.6%	14.4%	-1.2%
일본	5.3%	0.0%	-15.8%
대양주	12.6%	12.1%	-2.3%
CIS	5.2%	3.8%	6.2%

자료: Bloomberg, 한국관광공사, HMC투자증권

〈표1〉 아시아나항공 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
가정											
원/달러(기말)	1,132	1,145	1,114	1,071	1,113	1,115	1,093	1,068	1,071	1,068	1,053
원/달러(평균)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,086	1,090	1,085	1,070	1,127	1,083	1,062
항공유가 (\$/bbl)	133	123	123	130	128	117	112	112	127.1	117.3	129.8
급유단가 (\$/bbl)	131	132	126	133	134	121	115	115	130	121	123
국제여객											
RPK (백만 km)	7,468	7,448	8,404	7,886	8,028	8,190	9,167	8,291	31,206	33,702	36,399
Yield (원)	106	106	113	101	103	99	101	97	105	99	100
L/F (%)	77.3	78.5	80.2	76.0	77.6	78.3	79.5	75.8	78.0	78.0	79.5
화물											
FTK (백만 km)	1,025	1,008	1,052	1,124	1,086	1,062	1,062	1,127	4,209	4,335	4,465
Yield (원)	323	347	314	334	310	328	291	311	330	310	310
L/F (%)	80.8	79.3	77.5	79.0	80.1	79.1	77.5	79.1	79.1	79.1	79.1
영업수익 (십억 원)	1,415	1,432	1,567	1,475	1,420.7	1,477.0	1,555.2	1,424.3	5,888	5,877	6,283
국내여객 (십억 원)	64	79	84	78	66	78	88	79	305	313	322
국제여객 (십억 원)	813	795	946	793	816	830	944	822	3,347	3,413	3,722
항공화물 (십억 원)	347	366	345	375	347	359	319	361	1,434	1,386	1,428
기타 (십억 원)	254	271	275	307	257	288	292	241	544	537	575
영업비용 (십억 원)	1,368	1,411	1,458	1,491	1,442	1,454	1,462	1,404	5,651	5,771	5,901
유류비용	508	519	553	562	548	509	526	497	2,142	2,080	2,205
기타	860	891	905	644	821	872	861	832	3,225	3,394	3,392
영업이익 (십억 원)	47	39	109	-16	-21	22	93	20	179	115	231
세전이익 (십억 원)	0	-48	104	30	-65	-19	72	2	87	-11	93
순이익 (십억 원)	-2	-38	80	21.5	-48	-14	53	2	61	-7	70
국제여객											
RPK (yoy, %)	9.0	6.8	7.2	9.9	7.5	10.0	9.1	5.1	8.2	8.0	8.0
Yield (yoy, %)	2.0	2.7	0.1	-7.8	-2	-6	-10	-3	-1.9	-5.6	1.0
L/F (%pt)	-0.7	2.7	-0.4	1.7	0.4	-0.2	-0.9	-0.2	0.6	0.0	1.5
화물											
FTK (yoy, %)	6.7	2.3	8.9	9.1	5.9	5.4	1.0	0.3	6.8	3.0	3.0
Yield (yoy, %)	-3.0	-4.0	-3.3	-1.2	-3.9	-5.7	-7.1	-6.9	-3.2	-6.1	0.0
L/F (%pt)	2.4	2.2	3.8	0.4	-0.8	-0.3	0.0	0.2	1.7	0.0	0.0
영업수익 (yoy, %)	8.1	4.3	5.2	2.4	0.4	3.2	-0.7	-3.4	5.0	-0.2	6.9
영업이익 (yoy, %)	-32.8	-32.5	-39.6	-131.1	적전	-42.2	-14.4	-231.4	-49.9	-35.9	100.5
세전이익 (yoy, %)	-99.2	적전	흑전	흑전	적전	적지	-31.3	적전	흑전	-112	-967
순이익 (yoy, %)	-104.6	적전	흑전	흑전	적전	적지	-33.2	적전	흑전	-111.5	-1,086

자료 : 아시아나항공, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,609	5,888	5,877	6,284	6,615
증가율 (%)	4.4	5.0	-0.2	6.9	5.3
매출원가	4,625	5,109	5,184	5,429	5,671
매출원가율 (%)	82.4	86.8	88.2	86.4	85.7
매출총이익	985	779	693	854	944
매출이익률 (%)	17.6	13.2	11.8	13.6	14.3
증가율 (%)	-28.4	-20.9	-11.0	23.2	10.5
판매관리비	627	599	578	624	648
판매비율 (%)	11.2	10.2	9.8	9.9	9.8
EBITDA	600	464	412	535	606
EBITDA 이익률 (%)	10.7	7.9	7.0	8.5	9.2
증가율 (%)	-33.3	-22.7	-11.3	29.9	13.4
영업이익	358	179	115	231	296
영업이익률 (%)	6.4	3.0	2.0	3.7	4.5
증가율 (%)	-45.9	-49.9	-35.9	100.5	28.4
영업외손익	-405	-102	-140	-151	-163
금융수익	16	27	14	11	11
금융비용	186	162	180	177	173
기타영업외손익	-234	32	26	14	-1
중속/관계기업관련손익	10	10	14	14	14
세전계속사업이익	-37	87	-11	94	148
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	1.5	-0.2	1.5	2.2
증가율 (%)	적전	흑전	적전	흑전	58.0
법인세비용	-7	24	-4	23	37
계속사업이익	-30	63	-7	70	111
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-30	63	-7	70	111
당기순이익률 (%)	-0.5	1.1	-0.1	1.1	1.7
증가율 (%)	적전	흑전	적전	흑전	57.9
지배주주지분 순이익	-31	61	-7	70	110
비지배주주지분 순이익	1	1	0	1	1
기타포괄이익	-47	22	-57	0	0
총포괄이익	-77	85	-64	70	111

(단위: 십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	641	346	303	342	399
당기순이익	-30	63	-7	70	111
유형자산 상각비	242	285	297	304	310
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	19	-103	4	-14	1
운전자본의 감소(증가)	8	-45	23	-4	-9
기타	402	147	-14	-14	-14
투자활동으로인한현금흐름	208	-621	-384	-290	-307
투자자산의 감소(증가)	776	-15	4	27	25
유형자산의 감소	38	7	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-259	-388	-332	-332	-332
기타	-348	-225	-55	15	-1
재무활동으로인한현금흐름	-862	243	116	-85	-92
차입금의 증가(감소)	-539	665	998	45	-178
사채의증가(감소)	65	294	-103	-278	240
자본의 증가	24	59	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-413	-776	-779	149	-154
기타현금흐름	1	-3	0	0	0
현금의증가(감소)	-13	-35	35	-32	-1
기초현금	211	198	163	198	165
기말현금	198	163	198	165	165

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,095	1,065	1,109	1,122	1,164
현금성자산	198	163	198	165	165
단기투자자산	53	96	91	90	90
매출채권	494	425	434	461	486
채고자산	158	161	160	170	179
기타유동자산	191	220	226	235	245
비유동자산	4,652	5,022	5,067	5,082	5,093
유형자산	3,242	3,554	3,590	3,618	3,640
무형자산	202	198	198	198	198
투자자산	426	450	460	447	436
기타비유동자산	783	820	820	820	820
기타금융융합자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,747	6,086	6,176	6,205	6,257
유동부채	2,895	2,029	1,289	1,463	1,324
단기차입금	3	1	1	1	1
매입채무	248	267	252	268	282
유동성장기부채	1,613	935	156	305	151
기타유동부채	1,031	826	880	889	890
비유동부채	1,991	3,053	3,946	3,731	3,811
사채	629	924	821	543	783
장기차입금	136	796	1,803	1,946	1,968
장기금융부채 (리스포함)	606	611	602	504	304
기타비유동부채	620	722	720	738	756
기타금융융합부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,886	5,082	5,235	5,194	5,135
지배주주지분	858	1,001	937	1,006	1,116
자본금	917	976	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1	1
자본조정 등	-29	-29	-29	-29	-29
기타포괄이익누계액	-22	23	-34	-34	-34
이익잉여금	-10	29	22	92	202
비지배주주지분	4	4	4	5	6
자본총계	861	1,005	941	1,011	1,122

(단위: 원배, %)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	-166	323	-36	359	567
EPS(지배순이익 기준)	-171	317	-36	357	564
BPS(자본총계 기준)	3,604	4,137	3,808	4,168	4,735
BPS(지배지분 기준)	3,584	4,114	3,786	4,143	4,707
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	NA	19.2	NA	14.8	9.4
PER(지배순이익 기준)	NA	19.5	NA	14.9	9.4
PBR(자본총계 기준)	1.8	1.5	1.4	1.3	1.1
PBR(지배지분 기준)	1.8	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	6.7	9.1	10.0	7.6	6.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	적전	흑전	57.9
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	적전	흑전	57.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-3.1	6.7	-0.7	7.2	10.4
ROE(지배순이익 기준)	-3.3	6.6	-0.7	7.2	10.4
ROA	-0.5	1.1	-0.1	1.1	1.8
안정성 (%)					
부채비율	567.3	505.7	556.4	513.7	457.8
순차입금비율	328.6	299.3	328.9	301.0	263.2
이자보상배율	1.9	1.1	0.6	1.3	1.7

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	일자	투자이건	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	13/02/08	BUY	7,500
12/05/21	BUY	11,000	13/04/19	BUY	6,600
12/06/07	BUY	9,600	13/05/13	BUY	6,600

▶ 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.

▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류: HMC투자증권의 업종투자이건은 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 종목투자이건은 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.