KDB대우증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

안전벨트, 이제 풀어도 되나요?

항공

Earnings preview
2013. 10. 14

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	6,000
현재주가(13/10/11,원)	5,010
상승여력	20%

영업이익(13F,십억원)	7
Consensus 영업이익(13F,십억원)	33
EPS 성장률(13F,%)	적전
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.0
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	10.5
KOSPI	2,024.90
시가총액(십억원)	977
발행주식수(백만주)	195
유동주식비율(%)	69.9
외국인 보유비중(%)	4.2
베타(12M,일간수익률)	0.70
52주 최저가(원)	4,520
52주 최고가(원)	7,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	-6.4	-27.2
상대주가	4.0	-10.2	-31.9

운송

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

3Q13 실적: 높아진 유가 수준을 감안하면 기존 전망치와 유사한 실적 예상

동사의 3/4분기 실적은 매출액 1조 5,562억원, 영업이익 531억원으로 예상된다. 당초 기대했던 실적(영업이익 700억원)을 소폭 밑돌 전망이지만, 항공유가가 당초 예상보다 높았다는 점을 감안하면 당초 기대치를 크게 벗어나지 않는 것으로 보인다. 국제 여객 노선 수송량은 YoY 5% 증가할 것으로 보이나 공급 증가율이 YoY 5%에 그치면서 탑승율은 전년 동기와 유사한 수준을 기록할 전망이다. 국제여객노선의 Yield는 YoY 9%(원화기준) 하락하면서 전년 동기 대비 이익 악화의 주 원인이되고 있으나, 하락율은 2/4분기(YoY -10%, 원화기준) 대비 소폭 둔화될 전망이다. 순이익은 기말 환율 하락에 따른 외화환산이익 (506억원)이 발생하며 486억원을 기록할 것으로 전망된다.

실적 회복 가시화되는 몇 가지 신호

1)일본노선 개선: 여객 실적의 부진은 국제 여객 노선 매출의 15% 가량을 차지하고 있는 일본 노선의 부진에 기인하는데, 지난 2Q13에 이어 이어 3Q13에도 일본 노선 수송량의 감소세는 이어가고 있다. 다만, 4Q13에는 수송량이 증가세(YoY 4%)로 반전할 것으로 전망되고 있다. 공급량이 축소되면서 L/F의 개선(YoY 7%pt)와 Yield 개선세 둔화 (YoY -16%)로 최악의 국면은 지나가고 있다고 판단된다.

2) 화물 공급 축소 본격화: 그 동안 공격적인 공급 정책을 펼쳐왔던 화물 노선은 수요 하락으로 인해, 오히려 비용부담으로 작용해 왔다. 따라서, 화물 실적 개선이 필수적이라고 할 수 있다. 3/4분기 들어 동사는 적극적인 공급 축소를 시행하고 있는 것으로 보이는데, 이로인해, Yield 하락율은 YoY -1%에 그칠 것으로 보인다. 4/4분기 들어서도 이러한 기조가 이어지며, 탑재율 개선(YoY 2%pt)을 기대하고 있다.

3) 우호적인 매크로 환경: 무엇보다 중요한 비용변수인 환율과 유가가 최근 1,070원/달러, 123달러/barrel 수준으로 모두 하향 안정화되고 있다는 점은 4Q13 이후 실적 개선 가능성을 높여주고 있다. 여기에 미국 제조업 ISM지수가 56.2pt를 기록, 2011년 5월 이후 최고치에 도달하면서 화물 경기의 추가 개선 가능성도 높은 상황이다.

PBR 1.1배 수준의 주가 수준, 점진적 매수 유효

동사에 대한 목표주가 6,000원과 매수의견을 유지한다. 목표주가는 Mid-Cycle 밸류에이션을 적용한 것이다. 동사의 주가는 12개월 Forward BPS 대비 1.1배 수준이다. 지난 5년래 고점(2.4배)와 저점(0.7배)를 감안했을 때, 현재 주가는 최근에 나타나는 개선 신호를 충분히 반영되지 못했다는 판단이다. 선진국 경기 상황을 중심으로 항공 화물 경기 반등이 추가적으로 관찰된다면, 주가는 생각보다 빠르게 상승할 수 있을 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	5,285	5,609	5,888	5,858	6,066	6,491
영업이익(십억원)	551	358	179	7	168	199
영업이익률 (%)	10.4	6.4	3.1	0.1	2.8	3.1
순이익(십억원)	85	-31	61	-10	88	110
EPS (원)	484	-171	317	-49	451	564
ROE (%)	10.4	-3.5	6.6	-1.0	8.4	9.4
P/E (배)	20.0	-	19.5	-	11.1	8.9
P/B (배)	1.9	1.8	1.5	1.2	1.1	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	5,850	6,135	5,857	6,066	0.1	-1.1
영업이익	20	163	7	168	-64.7	3.1
세전이익	6	113	-7	118	적전	4.0
순이익	0	84	-10	88	적전	4.8
EPS (원)	1	433	-49	451		

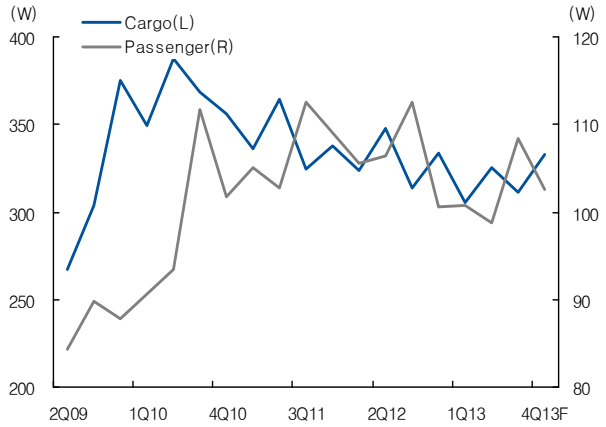
주: K-IFRS 연결 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 분기별 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F			
매출액	1,415	1,432	1,567	1,475	1,421	1,373	1,556	1,507	5,888	5,857	6,066
영업이익	47	39	109	-15	-21	-30	53	5	179	7	168
세전이익	0	-48	104	30	-61	-104	65	94	87	-7	118
순이익	-2	-38	80	21	-49	-80	49	71	61	-10	88
영업이익률	3.3	2.7	6.9	-1.1	-1.5	-2.2	3.4	0.3	3.0	0.1	2.8
세전이익률	0.0	-3.3	6.7	2.0	-4.3	-7.6	4.1	6.2	1.5	-0.1	1.9
순이익률	-0.2	-2.6	5.1	1.5	-3.4	-5.9	3.1	4.7	1.0	-0.2	1.5
국제선RPK 증감률 (%)	9.0	6.4	7.2	9.9	7.5	4.9	4.7	3.7	8.1	5.2	7.4
국제선 L/F (%)	77.3	78.5	80.2	76.0	77.6	76.8	80.0	75.0	78.0	77.4	77.7
항공유가 ($/bbl)	132	122	126	127	128	116	123	124	127	123	119
환율 (원/달러)	1,131	1,119	1,133	1,090	1,085	1,122	1,112	1,065	1,118	1,096	1,043

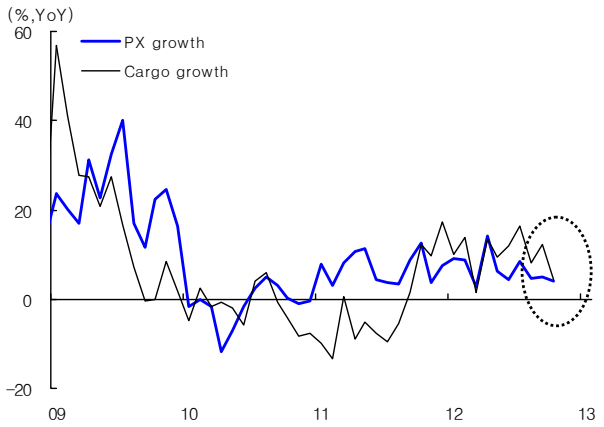
주: K-IFRS 연결 기준
자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 분기별 운임 변화율



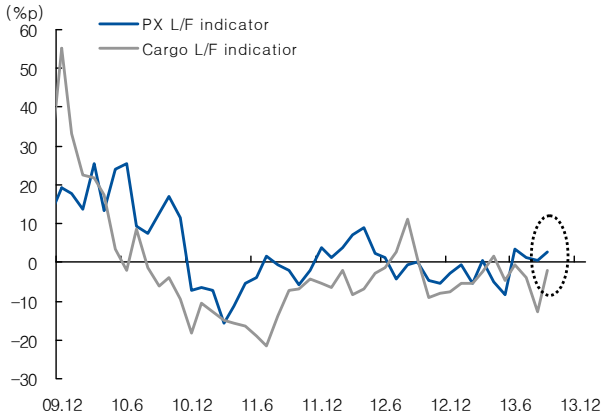
자료: CAPA, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 아시아나항공 여객/화물 수송 실적 변화



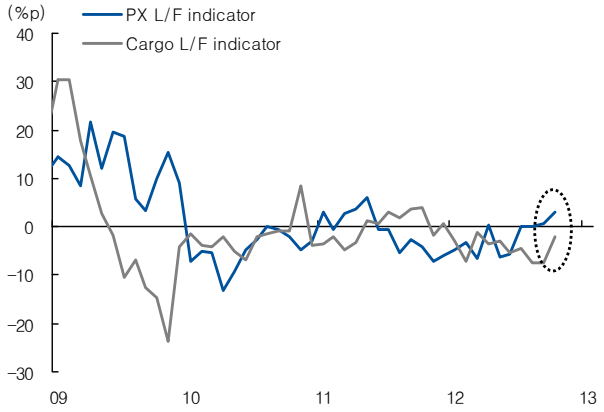
자료: 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 아시아나 항공 국제 L/F indicator 증감율



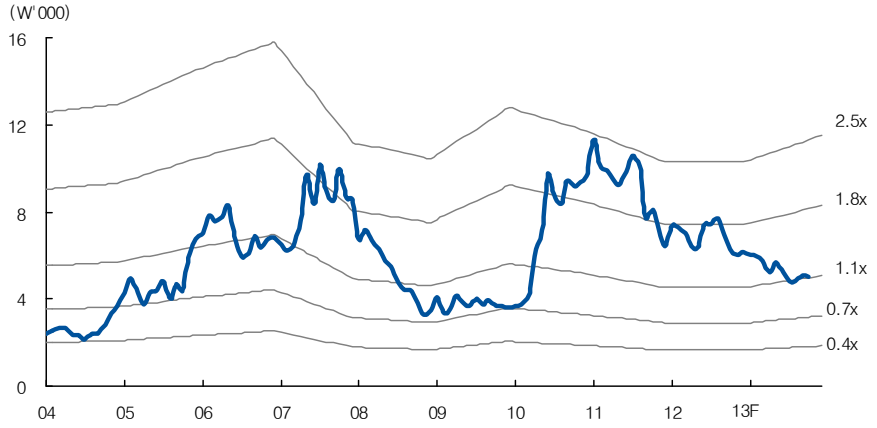
자료:인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 인천공항 국제 여객/화물 L/F indicator



자료: 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. PBR 밴드: 밸류에이션 부담은 크지 않다



자료: KDB대우증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	**5,888**	**5,858**	**6,066**	**6,491**
매출원가	**5,109**	**5,233**	**5,253**	**5,647**
매출총이익	**779**	**625**	**813**	**844**
판매비와관리비	**599**	**618**	**645**	**645**
조정영업이익	**179**	**7**	**168**	**199**
영업이익	**179**	**7**	**168**	**199**
비영업손익	**-93**	**-14**	**-51**	**-52**
순금융비용	135	94	98	100
관계기업등 투자손익	10	13	13	13
세전계속사업손익	87	-7	118	147
계속사업법인세비용	24	1	28	35
계속사업이익	63	-9	89	111
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**63**	**-9**	**89**	**111**
지배주주	61	-10	88	110
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	**85**	**4**	**101**	**123**
지배주주	84	3	100	122
비지배주주	1	1	1	1
EBITDA	464	314	466	530
FCF	-19	8	64	203
EBITDA마진율 (%)	7.9	5.4	7.7	8.2
영업이익률 (%)	3.1	0.1	2.8	3.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	-0.2	1.5	1.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	**1,065**	**1,091**	**1,158**	**1,234**
현금 및 현금성자산	163	174	211	227
매출채권 및 기타채권	453	463	479	513
재고자산	161	165	171	183
기타유동자산	192	196	203	217
비유동자산	**5,022**	**5,220**	**5,392**	**5,454**
관계기업투자등	142	239	252	265
유형자산	3,554	3,488	3,540	3,489
무형자산	198	200	205	209
자산총계	**6,086**	**6,312**	**6,550**	**6,689**
유동부채	**2,029**	**1,922**	**1,882**	**1,863**
매입채무 및 기타채무	576	588	609	652
단기금융부채	936	805	725	625
기타유동부채	517	528	547	585
비유동부채	**3,053**	**3,383**	**3,560**	**3,594**
장기금융부채	2,331	2,599	2,738	2,738
기타비유동부채	520	513	551	585
부채총계	**5,082**	**5,305**	**5,442**	**5,457**
지배주주지분	**1,001**	**1,003**	**1,104**	**1,226**
자본금	976	976	976	976
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	29	20	108	218
비지배주주지분	**4**	**3**	**5**	**6**
자본총계	**1,005**	**1,007**	**1,108**	**1,232**

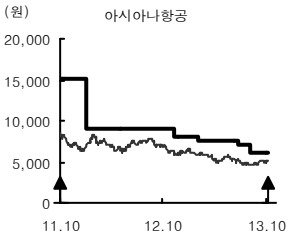
예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	445	435	430	500
당기순이익	63	-9	89	111
비현금수익비용가감	453	250	377	419
유형자산감가상각비	285	307	298	332
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-122	122	43	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	-45	209	-7	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	78	34	-17	-34
재고자산 감소(증가)	-3	4	-6	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-73	87	21	43
법인세납부	-26	-15	-28	-35
투자활동으로 인한 현금흐름	-595	-415	-354	-284
유형자산처분(취득)	-382	-302	-350	-280
무형자산감소(증가)	-2	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	2	0	0
기타투자활동	-177	-111		
재무활동으로 인한 현금흐름	118	-11	-39	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	184	48	-110	-100
자본의 증가(감소)	59	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-125	-138	-98	-100
현금의증가	-35	11	38	16
기초현금	198	163	174	211
기말현금	163	174	211	227

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	19.5	-	11.1	8.9
P/CF (x)	3.5	3.3	2.5	2.2
P/B (x)	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	9.7	14.2	9.6	8.2
EPS (원)	317	-49	451	564
CFPS (원)	1,787	1,526	1,979	2,263
BPS (원)	4,115	4,115	4,608	5,213
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 (%)	5.0	-0.5	3.6	7.0
EBITDA증가율 (%)	-22.7	-32.2	48.2	13.8
영업이익증가율 (%)	-49.9	-96.1	2,276.9	18.3
EPS증가율 (%)	흑전	적전	흑전	24.9
매출채권 회전율 (회)	12.8	13.6	13.7	13.9
재고자산 회전율 (회)	36.8	35.9	36.2	36.8
매입채무 회전율 (회)	22.9	21.7	21.8	22.2
ROA (%)	1.1	-0.1	1.4	1.7
ROE (%)	6.6	-1.0	8.4	9.4
ROIC (%)	3.9	0.1	3.5	4.1
부채비율 (%)	505.7	527.0	491.1	443.1
유동비율 (%)	52.5	56.8	61.6	66.3
순차입금/자기자본 (%)	299.3	311.5	285.0	247.0
영업이익/금융비용 (x)	1.1	0.1	1.7	2.0

자료: 아시아나항공, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 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 예상되나 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.