

아시아나항공 (020560)

Marketperform (유지)



운송 Analyst **곽성환**
02-6114-2947 sunghwan.kwak@hdsr.com

여객 수요 긍정적이나 실적 개선 지켜보아야

4Q15 실적 Preview: 영업이익 컨센서스 하회

아시아나항공의 4Q15 연결실적은 매출액 1조4,764억원(-0.7%YoY), 영업이익 354억원(+12.5%YoY), 지배주주순이익 361억원(-66.5%YoY)으로 시장 컨센서스 영업이익(1/21 444억원)을 하회할 것으로 전망된다. 분기말 원달러 환율 1,172원(-1.9%QoQ) 감안 시 외화환산차익이 소폭 발생하여 영업외에서는 특이할 만한 이슈가 없을 것으로 보인다.

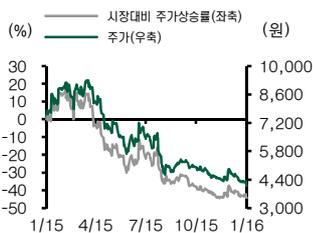
여객/화물 부문 Yield 하락이 유류비 절감 효과를 상쇄 중

국제선 여객 부문은 RPK +9.1%YoY, L/F 79.5%(+0.6%pt, YoY)로 수요 호조는 이어지나, 원화 Yield -10.4%YoY를 기록하며 유류할증료 인하분과 중단거리 노선 경쟁 심화에 따른 요율 하락세가 이어질 전망이다. 화물 부문은 FTK -1.2%YoY, L/F 74.5%(-0.5%pt, YoY)로 수요 부진이 지속되고, 원화 Yield -18.4%YoY를 기록하며 미 서부항만 사태 기저효과에 따른 큰 폭의 요율 감소가 나타날 것으로 예상된다. 유류비는 3,671억원(-22.1%YoY)을 기록한 것으로 추정된다. 여객과 화물 부문 모두 Yield 하락률이 커 유류비 절감분을 상쇄시키고 있다. 3Q15부터 종속법인으로 편입된 금호고속이 금번 분기에도 동사 연결영업이익에 기여했을 것으로 판단된다.

투자의견 Marketperform 유지: 실적 개선세 지켜보아야

인천공항 기준 동사 4Q15 국제선 여객은 +7.1%YoY 늘어났다. 예약률에 기반한 1,2월 예측 수송량은 +10%YoY 이상 상승할 것으로 추정된다. Jet유 가격은 현재 \$34.5/bbl 수준으로 -45%YoY 감소했음에도, 1)원/달러 환율 상승 2)화물 업황 부진 지속 3)중단거리 노선 경쟁 심화에 따른 Yield 하락이 예상되는 현 시점에서는 여전히 실적 개선세를 지켜보아야 한다는 판단이다.

주가(1/20)	4,080원		
목표주가	6,000원		
업종명/산업명	항공운송		
업종 투자 의견	Neutral		
시가총액 (보통주)	7,960억원		
발행주식수 (보통주)	195,101,365주		
유동주식비율	63.7%		
KOSPI 지수	1,845.45		
KOSDAQ 지수	669.68		
60일 평균 거래량	862,342주		
60일 평균 거래대금	40억원		
외국인보유비중	5.0%		
수정EPS 성장률(15~17 CAGR)	1.9%		
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		
52주 최고/최저가 (보통주)	9,290원		
	4,080원		
베타(12M, 일간수익률)	1.0		
주요주주	금호산업 외 3인 30.1%		
주가상승률	1개월 3개월 6개월		
절대	-17.0%	-18.7%	-36.4%
상대	-11.1%	-10.2%	-28.6%



계산기말	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	5,723.5	5,836.2	5,756.4	5,987.2	6,090.9
영업이익 (십억원)	(11.2)	98.1	120.4	238.3	195.5
순이익 (십억원)	(114.7)	63.3	(51.5)	29.5	68.0
지배기업순이익 (십억원)	(115.7)	62.2	(53.7)	27.4	65.8
EPS (원)	(593)	319	(275)	140	337
수정EPS (원)	(593)	319	(275)	140	337
PER* (배)	NA-NA	23.1-12.0	NA-NA	29.1	12.1
PBR (배)	1.1	1.4	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	14.0	11.1	10.6	8.6	8.7
배당수익률 (%)	NA	NA	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(12.2)	6.5	(5.4)	2.8	6.4
ROIC (%)	(1.4)	4.2	0.7	3.6	3.0

적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 아시아나항공, 현대증권

그림 1> 아시아나항공 4Q15 실적 추정

(십억원)	4Q15F	증감률 (%)		시장 컨센서스	차이 (%)
		YoY	QoQ		
매출액	1,476.4	(0.7)	(4.0)	1,432.2	3.1
영업이익	35.4	12.5	(48.9)	44.4	(20.2)
세전이익	46.7	(56.2)	흑자전환		
지배기업순이익	36.1	(66.5)	흑자전환	32.5	11.0

자료: Fnguide, 현대증권

그림 2> 실적 추정 변경

(십억원)	변경후		변경전		변경률 (%)	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	5,756.4	5,987.2	5,711.3	6,040.2	0.8	(0.9)
영업이익	120.4	238.3	137.7	216.2	(12.6)	10.2
세전이익	(42.2)	37.9	(67.9)	61.1	(37.9)	(38.1)
지배주주순이익	(53.7)	27.4	(73.7)	45.6	(27.2)	(40.0)
BPS (원)	4,957	5,097	4,854	5,088	2.1	0.2

자료: 현대증권

그림 3> 아시아나항공 부문별 영업실적 Table

단위	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014A	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2015F	2016F	
평균환율	원/달러	1,069.0	1,030.4	1,025.8	1,086.7	1,053.0	1,100.3	1,097.8	1,167.8	1,157.7	1,130.9	1,212.0
기말환율	원/달러	1,068.8	1,014.4	1,050.6	1,099.2	1,099.2	1,105.0	1,124.1	1,194.5	1,172.0	1,172.0	1,210.0
항공유가	달러/배럴	123.3	120.2	119.2	103.4	116.5	72.2	73.7	67.4	60.0	68.3	55.0
영업수익	십억원	1,414.8	1,410.3	1,524.3	1,486.9	5,836.2	1,407.9	1,333.6	1,538.5	1,476.4	5,756.4	5,987.2
국제여객*	십억원	799.4	792.2	922.3	790.7	3,304.6	800.9	731.5	899.0	771.4	3,202.8	3,225.2
국내여객*	십억원	78.3	87.1	91.5	90.2	347.2	72.7	75.2	82.7	69.8	300.5	284.8
화물*	십억원	344.4	332.4	315.2	381.9	1,373.9	322.5	289.9	310.8	351.0	1,274.1	1,265.5
부대수익*	십억원	126.9	128.7	123.5	146.6	262.4	125.5	138.2	149.4	144.9	273.7	282.0
기타 부문 및 조정	십억원	65.7	69.8	71.9	77.5	548.2	86.3	98.8	96.6	139.3	705.3	929.7
영업비용	십억원	1,416.9	1,407.3	1,458.5	1,455.4	5,738.2	1,330.9	1,395.0	1,469.2	1,441.0	5,636.1	5,748.9
연료유류비*	십억원	518.2	500.5	511.4	471.5	2,001.6	357.4	368.9	368.5	367.1	1,461.9	1,408.6
영업이익	십억원	(2.1)	3.0	65.7	31.5	98.1	77.0	(61.4)	69.3	35.4	120.4	238.3
세전이익	십억원	(66.4)	(21.2)	22.2	106.5	41.1	80.2	(100.8)	(68.2)	46.7	(42.2)	37.9
순이익	십억원	(46.6)	(11.8)	13.5	108.1	63.3	59.6	(85.4)	(62.2)	36.4	(51.5)	29.5
지배주주순이익	십억원	(47.0)	(11.8)	13.2	107.8	62.2	60.2	(87.4)	(62.5)	36.1	(53.7)	27.4
영업이익률	%	(0.1)	0.2	4.3	2.1	1.7	5.5	(4.6)	4.5	2.4	2.1	4.0
세전이익률	%	(4.7)	(1.5)	1.5	7.2	0.7	5.7	(7.6)	(4.4)	3.2	(0.7)	0.6
순이익률	%	(3.3)	(0.8)	0.9	7.3	1.1	4.2	(6.4)	(4.0)	2.5	(0.9)	0.5
지배주주순이익률	%	(3.3)	(0.8)	0.9	7.2	1.1	4.3	(6.6)	(4.1)	2.4	(0.9)	0.5
국제여객												
국제선유임승객	천명	2,128,812	2,195,918	2,487,252	2,331,016	9,142,998	2,383,016	2,254,442	2,279,965	2,501,845	9,419,268	9,832,832
ASK	백만km	10,600	10,656	11,511	11,382	44,150	11,186	11,460	12,118	12,331	47,096	50,440
RPK	백만km	8,304	8,374	9,411	8,982	35,071	9,164	8,981	9,738	9,801	37,684	40,186
L/F	%	78.3	78.6	81.8	78.9	79.4	81.9	78.4	80.4	79.5	80.0	79.7
Yield	¢	9.1	9.1	9.6	8.3	9.0	7.9	7.5	7.4	6.8	7.4	6.6
화물												
화물운송	천톤	158,563	150,413	147,660	161,426	618,062	149,458	150,490	152,989	159,759	612,696	581,449
ATK	백만km	1,390	1,334	1,320	1,415	5,458	1,346	1,372	1,347	1,407	5,471	5,254
FTK	백만km	1,022	967	949	1,061	4,000	984	997	966	1,049	3,996	3,755
L/F	%	73.6	72.5	71.9	75.0	73.3	73.1	72.6	71.8	74.5	73.0	71.5
Yield	¢	30.3	31.5	31.1	32.4	31.3	28.4	25.2	24.5	24.0	25.5	22.5

참고: * 표시된 항목은 K-IFRS 별도 기준 수치임

자료: 아시아나항공, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
매출액	5,723.5	5,836.2	5,756.4	5,987.2	6,090.9
매출원가	5,159.6	5,186.8	5,067.7	5,182.8	5,330.0
매출총이익	563.9	649.5	688.7	804.4	760.9
판매비와관리비	575.1	551.4	568.4	566.1	565.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	(11.2)	98.1	120.4	238.3	195.5
EBITDA	286.3	458.4	535.0	629.3	598.0
영업외손익	(129.3)	(57.0)	(162.5)	(200.4)	(108.3)
금융손익	(126.6)	(134.9)	(155.3)	(145.7)	(147.1)
지분변손익	18.7	25.6	81.0	80.0	80.0
기타영업외손익	(21.4)	52.3	(88.3)	(134.7)	(41.2)
세전이익	(140.6)	41.1	(42.2)	37.9	87.2
법인세비용	(25.9)	(22.2)	9.4	8.3	19.2
당기순이익	(114.7)	63.3	(51.5)	29.5	68.0
지배기업순이익	(115.7)	62.2	(53.7)	27.4	65.8
총포괄이익	(99.6)	107.0	(36.9)	29.5	68.0
지배기업총포괄이익	(100.6)	105.9	(38.7)	27.4	65.8
손비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	(115.7)	62.2	(53.7)	27.4	65.8

연금흐름표 (십억원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
당기순이익	(114.7)	63.3	(51.5)	29.5	68.0
유무형자산상각비	297.5	360.3	414.7	391.0	402.5
기타비연금손익 조정	261.7	43.1	213.3	(71.7)	(60.8)
연진자산투자	407.6	22.0	(22.7)	53.0	22.1
기타영업연금흐름	(113.1)	(115.3)	(124.5)	(11.0)	(22.0)
영업활동 현금흐름	739.0	373.4	429.3	391.3	409.7
설비투자	(377.5)	(245.0)	(297.7)	(309.6)	(307.7)
무형자산투자	(18.8)	(4.2)	(6.6)	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(130.4)	(102.4)	279.6	(1.3)	(1.4)
투자자산증감	(245.0)	(21.8)	(14.5)	(40.8)	(42.5)
기타투자연금흐름	(39.1)	(17.0)	(395.2)	(23.4)	(24.4)
투자활동 현금흐름	(810.8)	(390.5)	(434.5)	(375.1)	(375.9)
금융부채 증감	411.2	(217.7)	78.4	(203.2)	(195.2)
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(2.0)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
기타채무연금흐름	0.0	0.0	27.5	151.8	154.8
재무활동 현금흐름	409.2	(217.9)	105.7	(51.4)	(40.4)
기타연금흐름	(1.3)	(1.1)	1.9	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	336.1	(236.0)	102.4	(35.2)	(6.6)
기초 현금 및 현금성자산	162.8	498.9	262.9	365.2	330.0
기말 현금 및 현금성자산	498.9	262.9	365.2	330.0	323.4
총영업연금흐름	250.4	516.6	446.1	569.7	549.8
임여연금흐름	868.8	606.3	160.9	346.0	297.8
순연금흐름	6.5	(555.5)	(1,156.9)	169.3	190.0
순연금 (순지급)	(3,046.5)	(3,602.0)	(4,758.9)	(4,589.6)	(4,399.6)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 성장률	(2.8)	2.0	(1.4)	4.0	1.7
영업이익 성장률	NA	NA	22.7	97.9	(18.0)
EBITDA 성장률	(38.3)	60.1	16.7	17.6	(5.0)
지배기업순이익 성장률	NA	NA	NA	NA	140.1
수정순이익 성장률	NA	NA	NA	NA	140.1
영업이익률	(0.2)	1.7	2.1	4.0	3.2
EBITDA이익률	5.0	7.9	9.3	10.5	9.8
당기순이익률	(2.0)	1.1	(0.9)	0.5	1.1
수정순이익률	(2.0)	1.1	(0.9)	0.5	1.1

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균의석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (손비경상손익)
 순이익성장률: 세무 비경상항목의 순이익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 유흥관련손익, 중년사업손익 등을 포함)
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-I = 개별재무제표, IFRS-S = 별도재무제표
 자료: 아시아나항공, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/13A (IFRS-C)	12/14A (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)	12/17F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	498.9	262.9	365.2	330.0	323.4
단기금융자산	227.8	325.4	32.6	33.9	35.3
매출채권	383.5	388.1	358.9	349.9	361.6
재고자산	178.8	182.8	213.9	208.5	215.5
기타유동자산	177.7	169.2	211.4	220.0	228.9
유동자산	1,466.7	1,328.3	1,182.0	1,142.4	1,164.7
투자자산	803.5	831.4	1,004.9	1,045.7	1,088.1
유형자산	3,757.4	5,061.9	5,558.5	5,477.1	5,382.4
무형자산	209.9	209.4	705.4	705.4	705.4
이연법인세자산	129.6	170.0	236.6	246.2	256.2
기타비유동자산	645.1	610.6	576.3	599.7	624.0
비유동자산	5,545.3	6,883.3	8,081.7	8,074.1	8,056.1
자산총계	7,012.0	8,211.6	9,263.7	9,216.5	9,220.9

매입채무	167.2	156.4	141.3	137.7	142.3
단기금융부채	1,066.0	1,252.4	1,641.0	1,576.4	1,514.2
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	815.5	957.7	1,034.1	1,085.4	1,130.4
유동부채	2,048.7	2,366.5	2,816.4	2,799.5	2,787.0
장기금융부채	2,707.2	2,937.8	3,515.7	3,377.2	3,244.1
장기충당부채	104.7	100.0	72.0	75.0	78.0
퇴직급여부채	215.7	278.3	395.4	411.5	428.2
이연법인세부채	53.3	143.5	169.9	176.8	184.0
기타비유동부채	979.0	1,266.3	1,301.7	1,354.6	1,409.6
비유동부채	4,060.0	4,726.0	5,454.8	5,395.0	5,343.8
부채총계	6,108.7	7,092.5	8,271.2	8,194.4	8,130.9

자본금	975.5	975.5	975.5	975.5	975.5
자본잉여금	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
기타자본잉여금	(28.5)	(28.5)	(28.5)	(28.5)	(28.5)
기타포괄손익누계액	17.7	76.6	93.3	93.3	93.3
이익잉여금	(65.9)	(18.9)	(74.3)	(46.9)	18.9
지배기업 자본총계	899.9	1,005.9	967.1	994.5	1,060.3

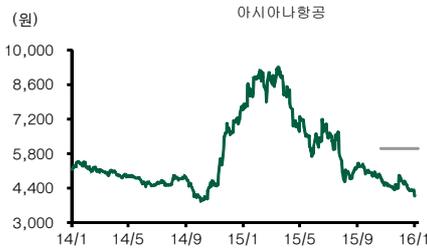
비지배지분	3.4	113.3	25.4	27.5	29.7
자본총계	903.3	1,119.1	992.5	1,022.0	1,090.0
부채와자본총계	7,012.0	8,211.6	9,263.7	9,216.4	9,220.9

주당지표 (원)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
EPS	(593)	319	(275)	140	337
수정EPS	(593)	319	(275)	140	337
주당순자산(BPS)	4,613	5,156	4,957	5,097	5,435
주당매출액(SPS)	29,336	29,914	29,505	30,687	31,219
주당총영업연금흐름(GCFPS)	1,283	2,648	2,287	2,920	2,818
주당배당금	0	0	0	0	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	NA	1.9	NA	(57.9)

주주가지 및 재무구조 (%)	12/13A	12/14A	12/15F	12/16F	12/17F
ROE	(12.2)	6.5	(5.4)	2.8	6.4
ROA	(0.0)	2.4	0.9	1.6	2.0
ROIC	(1.4)	4.2	0.7	3.6	3.0
WACC	4.6	3.6	3.0	3.0	3.1
ROIC/WACC (배)	(0.3)	1.2	0.2	1.2	1.0
경제적이익 (EP, 십억원)	(215.5)	39.6	(92.9)	28.7	(3.9)
부채비율	676.3	633.8	833.4	801.8	745.9
순금융부채비율	337.3	321.9	479.5	449.1	403.6
이자보상배율 (배)	1.9	3.0	3.2	4.0	3.8

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
아시아나항공	15/10/27	Marketperform	6,000

■ 당사는 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자의견 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 투자등급 비율 (2015. 12. 31 기준)

매수	중립	매도
86.4	13.2	0.3

* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 동지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.