

## 아시아나항공(020560)

중립(분석재개)

주가(4/19, 원)	4,470
시가총액(십억원)	917
발행주식수(백만)	205
52 주 최고/최저가(원)	5,900/4,165
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	1,951
유동주식비율(%)	60.6
외국인지분율(%)	7.9
주요주주(%)	금호산업 외 4 인
	금호석유화학
	12.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	5,541	46	(138)	(708)	NM	472	NM	12.2	1.1	(15.0)	-
2016A	5,764	256	49	251	NM	658	16.8	8.1	1.0	5.7	-
2017F	5,941	216	61	298	18.6	617	15.0	8.9	1.0	6.6	-
2018F	6,172	229	66	320	7.6	641	14.0	8.8	0.9	6.7	-
2019F	6,357	266	89	431	34.7	686	10.4	8.3	0.8	8.3	-

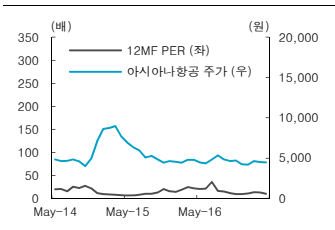
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 애매한 2 등

#### 주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	1.9	(3.1)	(11.1)
상대주가(%p)	3.1	(7.9)	(17.4)

#### 12MF PER 추이



**이익 증가를 기다리는 시점:** 아시아나항공에 대해 ‘중립’ 의견으로 분석을 재개한다. 에어부산에 이어 에어서울을 출범해 브랜드 다각화를 통해 노선운영의 효율성을 높이고 있다. 순수 LCC 모델인 에어서울에게 FSC로는 수익을 내기 어려운 노선을 전담시키고 있다. 그러나 현재 항공시장의 빠른 변화를 감안하면, 한 가지 사업모델에 집중하는 경쟁사들의 성과가 더 높을 것으로 판단한다. 아시아나항공은 장거리에서는 대한항공, 중/단거리에서는 LCC와의 경쟁 모두 신경써야 하는 불리한 상황이 이어지고 있다. 다소 불분명한 노선 전략은 경쟁사 대비 절반 수준의 영업이익률에서 드러난다. 에어서울은 L/F가 기대 이상이나 초기 비용부담이 커 이익기여는 2018년 상반기 이후로 예상된다. 멀티브랜드 전략의 중장기 성과를 기다리기에는 중국 규제, 유가 상승 등 단기 실적 우려요인이 상존한다.

**대의변수에 흔들리는 실적:** 아시아나항공의 2017년 실적은 경쟁심화와 유가상승의 영향으로 부진할 것이다. 2017년 매출은 전년대비 3.1% 증가에 그치고 영업이익은 18.7% 감소할 전망이다. 2016년 여객매출의 65%가 아시아시장에서 발생해 LCC와의 경쟁에 노출되어 있다. 최근 수요가 급증하는 일본과 동남아 시장에서 선전하고 있으나, 단위비용이 제주항공보다 두 배 높아 외형성장에 비해 이익기여는 제한적이다. 중국정부의 한국여행 규제로 상대우위 강점이었던 중국노선의 매출 역시 둔화되고 있다. 우리나라의 3월 중국노선 여객수는 전년동월대비 22.5% 급감했다. 아시아나항공의 2016년 중국노선 매출비중은 21%로 국내항공사 중 가장 높다. 현재로서는 규제가 장기화되는 경우를 염두에 두어야 한다. 또 유가상승으로 올해 유류비는 전년대비 27% 증가할 것이다. 당초 우려보다 유가의 상승세는 약해지고 있으나 영업이익 감소는 불가피하다.

**예단하기 어려운 투자심리 회복:** ‘중립’ 의견의 upside risk는 낮아진 주가에 대한 재평가이다. 3월 경쟁사들의 주가가 10% 오르는 동안 아시아나항공은 소외되었다. 예상보다 우호적인 환율과 화물부문의 호황은 대한항공과 똑같이 공유하는 호재다. 금호타이어 인수 과정에 참여할 수 있다는 막연한 우려와 중국의 한국여행 규제에 대한 불확실성이 해소될 경우 주가는 반등할 수 있다. 하지만 현재 주가에 내재되어 있는 시장의 불신이 상승폭을 제한할 것이다. 같은 이유로 작년 이례적인 저유가에도 항공운송 주가는 오르지 못했다. 항공운송 시장의 경쟁이 심화되고 유가와 환율이 오르는 상황에서 경쟁전략이 아직 과도기에 있는 약점을 고민하지 않을 수 없다.

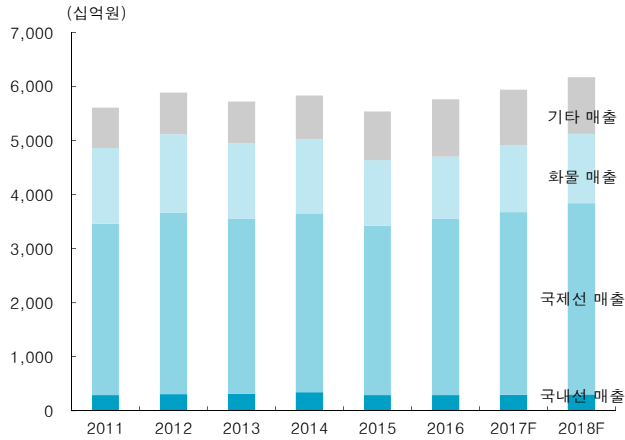
<표 10> 아시아나항공 실적 전망

(단위: 십억원, 백만 km, %, % YoY)

	2016				2017F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>1,476</b>	<b>1,267</b>	<b>1,555</b>	<b>1,465</b>	<b>1,416</b>	<b>1,392</b>	<b>1,620</b>	<b>1,513</b>	<b>5,541</b>	<b>5,764</b>	<b>5,941</b>	<b>6,172</b>
국내선	63	79	83	65	64	82	86	67	293	290	299	306
ASK(백만)	622	646	657	640	629	656	667	649	2,569	2,565	2,600	2,652
RPK(백만)	485	560	570	559	499	577	584	573	1,969	2,174	2,234	2,290
L / F(%)	78.0	86.7	86.8	87.4	79.5	88.0	87.6	88.2	76.7	84.8	85.9	86.3
Yield(원)	130.4	140.7	146.0	115.9	129.1	142.1	146.7	116.5	148.7	133.4	133.8	133.8
국제선	814	767	929	757	777	805	992	801	3,132	3,268	3,376	3,535
ASK(백만)	12,211	11,835	12,568	12,255	11,845	12,367	13,259	12,745	47,105	48,869	50,216	51,915
RPK(백만)	9,827	9,848	10,628	10,018	9,578	10,439	11,266	10,519	37,709	40,320	41,801	43,452
L / F(%)	80.5	83.2	84.6	81.7	80.9	84.4	85.0	82.5	80.1	82.5	83.2	83.7
Yield(원)	82.8	77.9	87.4	75.6	81.1	77.1	88.1	76.2	83.0	81.0	80.8	81.4
화물	257	275	284	333	290	301	297	351	1,213	1,149	1,238	1,281
AFTK(백만)	1,306	1,390	1,422	1,466	1,345	1,432	1,436	1,481	5,461	5,584	5,693	5,636
FTK(백만)	946	1,067	1,077	1,150	1,050	1,121	1,098	1,173	4,020	4,240	4,442	4,465
L / F(%)	72.5	76.8	75.7	78.5	78.1	78.3	76.5	79.2	73.6	75.9	78.0	79.2
Yield(원)	254.0	240.8	246.0	289.8	258.3	250.4	252.0	299.0	284.5	257.6	278.6	287.0
<b>매출액 증가율</b>	<b>4.9</b>	<b>(3.1)</b>	<b>9.4</b>	<b>4.4</b>	<b>(4.1)</b>	<b>9.8</b>	<b>4.2</b>	<b>3.3</b>	<b>(5.1)</b>	<b>4.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.9</b>
국내선	(13.3)	4.5	8.9	(4.9)	1.9	4.1	3.0	3.0	(15.7)	(1.0)	3.1	2.5
ASK(백만)	(2.5)	2.5	2.6	(3.0)	1.0	1.5	1.5	1.5	(2.3)	(0.1)	1.4	2.0
RPK(백만)	10.7	12.9	13.4	5.0	2.9	3.0	2.5	2.5	0.2	10.4	2.7	2.5
L / F(%p)	9.3	8.0	8.3	6.7	1.5	1.3	0.9	0.9	2.0	8.1	1.1	0.4
Yield(원)	(21.7)	(7.5)	(4.0)	(9.4)	(1.0)	1.0	0.5	0.5	(15.8)	(10.3)	0.3	0.0
국제선	1.6	4.9	11.8	(1.5)	(4.5)	4.9	6.7	5.8	(5.3)	4.3	3.3	4.7
ASK(백만)	9.2	3.2	3.7	(0.7)	(3.0)	4.5	5.5	4.0	6.7	3.7	2.8	3.4
RPK(백만)	7.2	9.6	9.1	2.0	(2.5)	6.0	6.0	5.0	7.5	6.9	3.7	4.0
L / F(%p)	(1.4)	4.9	4.2	2.1	0.4	1.2	0.4	0.8	0.6	2.5	0.7	0.5
Yield(원)	(5.2)	(4.3)	2.4	(3.3)	(2.0)	(1.0)	0.7	0.8	(11.9)	(2.4)	(0.4)	0.7
화물	(20.5)	(4.9)	(1.3)	6.4	12.9	9.2	4.5	5.2	(11.7)	(5.3)	7.7	3.5
AFTK(백만)	(3.0)	1.3	5.6	5.0	3.0	3.0	1.0	1.0	0.1	2.2	2.0	(1.0)
FTK(백만)	(6.4)	7.1	11.4	10.0	11.0	5.0	2.0	2.0	0.5	5.5	4.8	0.5
L / F(%p)	(2.6)	4.2	4.0	3.6	5.6	1.5	0.7	0.8	0.3	2.3	2.1	1.2
Yield(원)	(15.9)	(12.0)	(12.0)	2.5	1.7	4.0	2.4	3.2	(12.7)	(9.4)	8.1	3.0
<b>영업비용</b>	<b>1,418</b>	<b>1,261</b>	<b>1,404</b>	<b>1,425</b>	<b>1,392</b>	<b>1,375</b>	<b>1,483</b>	<b>1,475</b>	<b>5,495</b>	<b>5,507</b>	<b>5,724</b>	<b>5,943</b>
증가율	6.5	(8.7)	2.0	1.3	(1.8)	9.0	5.6	3.5	(4.2)	0.2	3.9	3.8
연료유류비	288	294	325	332	364	356	411	437	1,458	1,239	1,568	1,698
증가율	(19.3)	(20.4)	(11.7)	(8.4)	26.4	21.2	26.3	31.6	(27.2)	(15.0)	26.5	8.3
인건비	178	179	185	179	181	182	187	184	688	720	735	749
임차료	138	140	148	148	135	142	150	151	522	574	578	601
정비비	95	90	101	95	92	100	102	95	351	381	390	403
기타	719	559	644	671	619	595	632	607	2,475	2,593	2,453	2,491
<b>영업이익</b>	<b>59</b>	<b>6</b>	<b>152</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>137</b>	<b>38</b>	<b>46</b>	<b>256</b>	<b>216</b>	<b>229</b>
증가율	(23.7)	NM	233.0	NM	(59.0)	181.9	(9.4)	(5.5)	(53.0)	456.6	(15.7)	6.0
영업이익률	4.0	0.5	9.7	2.7	1.7	1.2	8.5	2.5	0.8	4.5	3.6	3.7
세전이익	63	(48)	201	(146)	64	(45)	80	(12)	(141)	70	88	94
증가율	(21.2)	NM	NM	NM	2.0	NM	(60.0)	NM	NM	NM	24.7	7.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>44</b>	<b>(27)</b>	<b>151</b>	<b>(119)</b>	<b>44</b>	<b>(30)</b>	<b>55</b>	<b>(8)</b>	<b>(138)</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>66</b>
증가율	(26.6)	NM	NM	NM	(0.1)	NM	(63.6)	NM	NM	NM	24.0	7.6

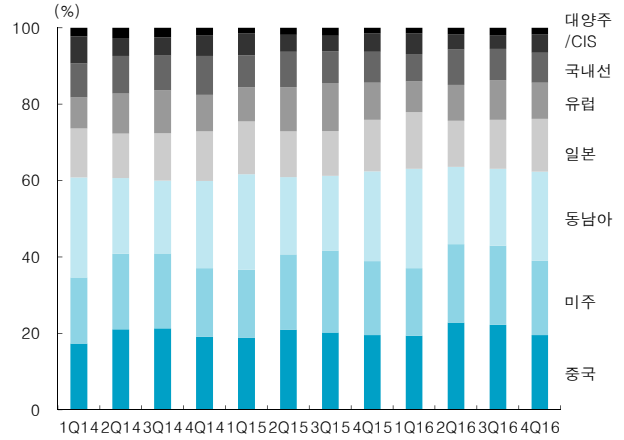
자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 67] 완만한 매출 증가



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

[그림 68] 노선별 여객매출 비중



자료: 아시아나항공, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

아시아나항공은 우리나라 2대 국적항공사로 2016년 기준 국내 10개 도시와 해외 23개 국가 65개 도시에 여객 및 화물운송사업을 영위하고 있음. 국내 항공시장에서 여객수 기준 국제선 점유율 19%, 국내선 점유율 18%를 차지.

- RPK(Revenue Passenger Kilometers): 유상 여객수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송실적 지표
- ASK(Available Seat Kilometers): 판매 가능한 좌석수에 이동 거리를 곱한 값으로 항공산업에서 사용하는 대표적인 수송공급 지표
- FTK(Freight Tonne Kilometers): 유상 화물톤수에 이동 거리를 곱한 값으로 RPK와 같은 개념의 화물 수송실적 지표
- AFTK(Available Freight Tonne Kilometers): 운송할 수 있는 화물탑재중량에 이동 거리를 곱한 값으로 ASK와 같은 개념의 화물 수송공급 지표
- L/F(Load factor): 공급 대비 이용률로 RPK/FTK에서 ASK/AFTK를 나눈 값

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,245	1,197	1,233	1,281	1,320
현금성자산	183	271	279	290	299
매출채권및기타채권	403	461	475	494	508
재고자산	206	210	216	225	232
비유동자산	8,048	7,033	7,242	7,475	7,650
투자자산	840	460	474	492	507
유형자산	5,546	5,156	5,307	5,465	5,580
무형자산	646	246	254	264	272
자산총계	9,293	8,229	8,475	8,757	8,970
유동부채	3,311	3,274	3,301	3,286	3,236
매입채무및기타채무	949	921	949	986	1,016
단기차입금및단기사채	293	277	262	251	243
유동성장기부채	1,689	1,648	1,681	1,636	1,609
비유동부채	5,130	3,914	4,067	4,293	4,463
사채	1,190	725	692	769	846
장기차입금및금융부채	2,176	1,965	2,114	2,214	2,267
부채총계	8,441	7,187	7,368	7,580	7,698
지배주주지분	830	892	953	1,019	1,107
자본금	976	1,026	1,026	1,026	1,026
자본잉여금	1	1	1	1	1
기타자본	(78)	(96)	(96)	(96)	(96)
이익잉여금	(167)	(121)	(59)	6	95
비지배주주지분	22	150	154	158	164
자본총계	852	1,042	1,107	1,177	1,272

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	443	659	448	490	472
당기순이익	(139)	53	65	70	94
유형자산감가상각비	426	401	401	411	421
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(16)	12	(24)	(1)	(50)
기타	172	193	6	10	7
투자활동현금흐름	(851)	(55)	(570)	(596)	(553)
유형자산투자	(287)	(375)	(553)	(570)	(535)
유형자산매각	6	186	0	0	0
투자자산순증	(416)	372	(1)	(5)	(1)
무형자산순증	(8)	(7)	(8)	(10)	(8)
기타	(147)	(231)	(8)	(11)	(9)
재무활동현금흐름	329	(512)	130	117	89
자본의증가	0	50	0	0	0
차입금의순증	329	(561)	134	121	95
배당금지급	(0)	(0)	0	0	0
기타	(0)	(0)	(4)	(4)	(6)
기타현금흐름	0	(4)	0	0	0
현금의증가	(80)	88	8	11	9

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,541	5,764	5,941	6,172	6,357
매출원가	4,931	4,909	5,102	5,296	5,429
매출총이익	609	854	838	875	928
판매관리비	563	598	622	646	662
영업이익	46	256	216	229	266
금융수익	8	9	7	7	7
이자수익	8	9	7	7	7
금융비용	143	144	135	129	132
이자비용	143	144	135	129	132
기타영업외손익	(81)	(76)	(13)	(26)	(27)
관계기업관련손익	30	24	13	13	14
세전계속사업이익	(141)	70	88	94	128
법인세비용	(24)	19	24	26	35
연결당기순이익	(139)	53	65	70	94
지배주주지분순이익	(138)	49	61	66	89
기타포괄이익	11	(18)	0	0	0
총포괄이익	(128)	35	65	70	94
지배주주지분포괄이익	(126)	31	61	66	89
EBITDA	472	658	617	641	686

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(708)	251	298	320	431
BPS	4,252	4,346	4,644	4,964	5,395
DPS	-	-	-	-	-
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(5.1)	4.0	3.1	3.9	3.0
영업이익증가율	(53.0)	456.6	(15.7)	6.0	16.0
순이익증가율	NM	NM	24.0	7.6	34.7
EPS 증가율	NM	NM	18.6	7.6	34.7
EBITDA 증가율	2.9	39.4	(6.2)	3.8	7.1
수익성(%)					
영업이익률	0.8	4.5	3.6	3.7	4.2
순이익률	(2.5)	0.9	1.0	1.1	1.4
EBITDA Margin	8.5	11.4	10.4	10.4	10.8
ROA	(1.6)	0.6	0.8	0.8	1.1
ROE	(15.0)	5.7	6.6	6.7	8.3
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	-	-	-	-	-
안정성					
순차입금(십억원)	4,836	4,312	4,436	4,545	4,630
차입금/자본총계비율(%)	628.0	443.0	429.0	413.7	390.5
Valuation(X)					
PER	NM	16.8	15.0	14.0	10.4
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.2	8.1	8.9	8.8	8.3

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 19일 현재 아시아나항공, 제주항공, CJ대한통운, 한진, 현대글로벌비스, 대한항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대글로벌비스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 대한항공 유상증자 대표주관업무를 수행한 증권사입니다

#### ■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.