

아시아나항공(020560)

중장기적 관점에서 접근할 필요

2021.07.19

투자의견: **HOLD**(유지)

목표주가: **19,000**원(상향)

현재주가: 18,650원(07/16)

시가총액: 1,388(십억원)

Commodity/Logistics_방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

2Q21 연결 영업이익 277 억원(흑전 qoq, +18.2%yoy) 예상

매출액은 9,831 억원(+16.0%qoq, +10.9%yoy), 영업이익 277 억원(흑전 qoq, +18.2%yoy)을 기록할 전망이다.

화물 매출은 7,028 억원(+15.1%qoq, +10.0%yoy)을 기록할 전망이다. 운임은 높은 기저에 의해 전년동기와 유사한 수준이 예상되나 수송이 10%가량 증가하면서 탑재율(L/F)이 97%에 육박할 전망이다. 반면 국제선 여객 매출은 전년동기와 유사할 전망으로 2019년 2분기 대비 -90% 수준이 될 것임.

유류비가 전분기비 300 억원 이상 증가할 것으로 추정하나 외형 성장이 이를 커버하고도 남아 별도 영업이익 1,070 억원(흑전 qoq, -7.1%yoy) 수준을 예상함. 다만 연결 자회사(저비용 항공사) 손실이 이를 상당부분 상쇄할 것이며 연결 영업이익 277 억원은 금융비용을 커버하기에는 역부족임.

대한항공과의 통합 후 체질 개선 기대 유효

공정거래위원회의 기업결합 심사가 연내 이루어진다면 해외 기업결합심사도 탄력을 받게 될 것으로 이르면 2023년 대한항공과 아시아나항공의 인수 통합이 마무리될 가능성. 이후 동사의 노후화된 운용리스 기재를 정리하는 합리화를 진행하게 될 것이며 노선 포트폴리오 재조정도 효과적으로 이루어진다면 저비용항공사(LCCs)와의 경합 노선을 축소시켜 평균 운임이 제고될 가능성.

투자의견 HOLD 유지

다만 양사의 완전 통합까지 2년 이상 남아 있는 가운데 의미 있는 여객 수요 회복은 내년 하반기부터 가시화될 수 있어 당분간 순손실이 누적(자본 축소)될 가능성. 따라서 장기적 관점에서 접근할 필요. 목표주가는 올해 예상 순자산가치(예정된 유상증자 1.5조원 감안)에 Target PBR 2.0배를 적용하여 산출한 적정가치에 근거하여 19,000원을 제시함.

발행주식수	74,412천주
52주 최고가	22,000원
최저가	2,995원
52주 일간 Beta	0.70
3개월 일평균거래대금	10,846백만원
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(2021F)	0.0%

주주구성		
금호산업 (외 2인)		30.8
금호석유화학 (외 1인)		11.0

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8.5	-2.6	-36.5
절대기준	8.4	3.6	13.6

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	19,000	15,000	▲
영업이익(21)	-81	-	-
영업이익(22)	121	-	-

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q21E			시장 전망치	3Q21E			2020	2021E		2022E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	983	16.0	10.9	886	974	-0.9	17.5	3,895	3,883	-0.3	5,855	50.8
영업이익	28	흑전	18.3	23	-28	적전	적전	-276	-81	적지	121	흑전
세전이익	-62	적지	적전	46	-133	적지	적전	-457	-610	적지	-266	적지
순이익	-52	적지	적전	0	-111	적지	적전	-503	-567	적지	-226	적지
OP Margin	2.8	13.3	0.2	2.6	-2.8	-5.7	-4.5	-7.1	-2.1	5.0	2.1	4.1
NP Margin	-5.3	35.7	-10.9	0.0	-11.4	-6.2	-12.6	-12.9	-14.6	-1.7	-3.9	10.7
EPS(원)	-2,560	적지	적전	3,164	-5,519	적지	적전	-5,373	-7,018	적지	-2,794	적지
BPS(원)	7,529	-7.8	244.8	8,578	6,149	-18.3	175.0	13,861	5,443	-60.7	2,649	-51.3
ROE(%)	-34.0	176.2	-83.1	36.9	-89.7	-55.7	-110.2	-43.8	-72.7	-28.9	-69.1	3.7
PER(X)	na	-	-	5.9	na	-	-	na	na	-	na	-
PBR(X)	2.5	-	-	2.2	3.0	-	-	1.3	3.4	-	7.0	-

자료: 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 아시아나항공 분기실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,294	886	830	886	847	983	974	1,079	3,895	3,883	5,855
여객	633	120	173	117	137	161	191	219	1,042	709	3,334
화물	333	639	484	685	611	703	625	711	2,142	2,649	1,845
영업이익	-292	23	13	-21	-89	28	-28	8	-276	-81	121
영업이익률(%)	-22.6	2.6	1.6	-2.4	-10.5	2.8	-2.8	0.7	-7.1	-2.1	2.1
지배주주순이익	-652	60	26	167	-319	-48	-103	-53	-400	-522	-208
증감률(YoY,%)											
매출	-24.9	-49.2	-54.8	-44.1	-34.5	10.9	17.5	21.8	-43.4	-0.3	50.8
여객	-33.5	-87.5	-83.4	-87.6	-78.3	34.0	10.3	88.0	-73.2	-32.0	370.5
화물	14.7	100.2	53.9	95.1	83.3	10.0	29.0	3.8	67.9	23.7	-30.4
영업이익	적전	흑전	흑전	흑전	적지	18.2	적전	흑전	적지	적지	흑전
순이익	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지
RPK(YoY,%)											
여객	-31.8	-90.9	-89.9	-91.2	-84.2	27.0	17.0	83.2	-76.6	-46.2	443.1
화물	-1.2	-1.1	-2.2	7.8	17.3	10.0	7.5	3.2	0.9	9.1	-10.2
L/F(%)											
여객	71.1	40.4	35.3	30.6	32.5	35.2	35.1	42.3	54.2	36.5	75.5
화물	80.0	85.1	86.9	90.9	97.2	96.5	96.3	96.7	85.8	96.7	84.3
*원화 Yield(YoY,%)											
여객	-2.6	37.4	64.9	41.1	37.2	5.5	-5.7	2.7	14.4	26.6	-10.1
화물	16.1	102.4	57.4	80.9	56.2	0.0	20.0	0.5	64.7	14.5	-23.2
항공유 평균(\$/bbl)	72.3	32.9	43.5	43.2	59.1	68.8	74.6	74.6	48.0	69.3	74.6
평균환율(KRW/USD)	1,194	1,221	1,188	1,118	1,114	1,121	1,121	1,121	1,180	1,119	1,121

자료: 아시아나항공, 유진투자증권

도표 2. 아시아나항공 밸류에이션

(십억원)	2020	2021F	유상증자 감안	비고
자본총계	1,089	435	1,935	
발행주식수(천주)	74,412	74,412	205,991	
BPS(원)	14,639	5,852	9,396	
적정가치(원)			18,792	Target PBR 2.0배

자료: 유진투자증권

아시아나항공(020560.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	13,503	13,851	13,385	13,499	13,695
유동자산	1,561	2,386	2,530	3,023	3,505
현금성자산	619	1,022	997	1,139	1,557
매출채권	419	393	501	731	769
재고자산	226	193	246	359	378
비유동자산	11,943	11,465	10,855	10,476	10,190
투자자산	1,381	1,852	1,871	1,946	2,026
유형자산	10,358	9,533	8,903	8,441	8,071
기타	204	80	82	88	94
부채총계	12,595	12,762	12,950	13,271	13,433
유동부채	4,558	5,247	5,295	5,505	5,551
매입채무	483	319	429	626	658
유동성이자부채	2,487	3,630	3,555	3,555	3,555
기타	1,589	1,298	1,311	1,324	1,337
비유동부채	8,037	7,515	7,654	7,766	7,883
비유동이자부채	5,534	4,832	4,891	4,891	4,891
기타	2,503	2,683	2,764	2,876	2,992
자본총계	908	1,089	435	228	261
자본지분	793	1,031	405	197	231
자본금	1,116	372	372	372	372
자본잉여금	586	1,990	1,161	1,161	1,161
이익잉여금	(881)	(1,305)	(1,106)	(1,314)	(1,280)
기타	(29)	(25)	(22)	(22)	(22)
비자본지분	115	58	30	30	30
자본총계	908	1,089	435	228	261
총차입금	8,021	8,462	8,446	8,446	8,446
순차입금	7,402	7,441	7,450	7,307	6,889

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	559	(405)	298	743	1,067
당기순이익	(818)	(503)	(567)	(226)	37
자산상각비	1,070	1,088	1,026	967	923
기타비현금성손익	181	(255)	409	143	126
운전자본증감	200	(901)	(481)	(141)	(19)
매출채권감소(증가)	47	11	(94)	(230)	(38)
재고자산감소(증가)	(31)	27	(53)	(113)	(18)
매입채무증가(감소)	(19)	(241)	82	197	32
기타	204	(698)	(417)	5	5
투자현금	(848)	(1,032)	(738)	(637)	(688)
단기투자자산감소	(340)	(101)	(376)	(37)	(38)
장기투자증권감소	0	0	(13)	(18)	(18)
설비투자	464	336	359	506	552
유형자산처분	76	17	4	0	0
무형자산처분	(8)	(2)	(5)	(6)	(6)
재무현금	64	1,750	28	0	0
차입금증가	(708)	793	(265)	0	0
자본증가	(28)	(56)	0	0	0
배당금지급	28	56	0	0	0
현금 증감	(220)	314	(407)	106	379
기초현금	414	194	503	96	202
기말현금	194	508	96	202	582
Gross Cash flow	707	840	867	884	1,086
Gross Investment	308	1,831	843	741	668
Free Cash Flow	399	(991)	24	143	417

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	6,887	3,895	3,883	5,855	6,389
증가율(%)	(4.1)	(43.4)	(0.3)	50.8	9.1
매출원가	6,614	3,818	3,653	5,190	5,345
매출총이익	273	77	230	665	1,044
판매 및 일반관리비	708	354	311	544	617
기타영업손익	1	(50)	(12)	75	13
영업이익	(436)	(276)	(81)	121	426
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	251.8
EBITDA	634	812	945	1,088	1,349
증가율(%)	12.7	28.0	16.5	15.1	23.9
영업외손익	(605)	(181)	(529)	(387)	(383)
이자수익	11	9	10	18	20
이자비용	348	380	339	338	338
지분법손익	3	(8)	(13)	(13)	(13)
기타영업외손익	(272)	198	(188)	(54)	(52)
세전순이익	(1,041)	(457)	(610)	(266)	44
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	(255)	25	(45)	(40)	7
당기순이익	(818)	(503)	(567)	(226)	37
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(785)	(400)	(522)	(208)	34
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	(32,609)	(103,154)	(44,952)	(17,897)	2,905
EPS(원)	(3,518)	(5,373)	(7,018)	(2,794)	453
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
수경EPS(원)	(3,518)	(5,373)	(7,018)	(2,794)	453
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(3,518)	(5,373)	(7,018)	(2,794)	453
BPS	3,552	13,861	5,443	2,649	3,103
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	41.1
PBR	6.5	1.3	3.4	7.0	6.0
EV/EBITDA	13.6	10.3	9.3	8.0	6.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	7.3	1.6	1.6	1.6	1.3
수익성(%)					
영업이익률	(6.3)	(7.1)	(2.1)	2.1	6.7
EBITDA이익률	9.2	20.8	24.3	18.6	21.1
순이익률	(11.9)	(12.9)	(14.6)	(3.9)	0.6
ROE	(90.7)	(43.8)	(72.7)	(69.1)	15.8
ROIC	(5.1)	(2.4)	(0.7)	1.2	4.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	814.9	683.0	1,710.7	3,210.7	2,636.4
유동비율	34.2	45.5	47.8	54.9	63.1
이자보상배율	(1.3)	(0.7)	(0.2)	0.4	1.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5
매출채권회전율	14.8	9.6	8.7	9.5	8.5
재고자산회전율	28.2	18.6	17.7	19.4	17.3
매입채무회전율	13.7	9.7	10.4	11.1	10.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	92%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	8%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.6.30 기준)

