



기업분석 | 운송

Analyst
안진아

02 3779 8687

aja1215@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

목표주가	4,400 원
현재주가	4,295 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(8/7)	2,351.67 pt
시가총액	9,588 억원
발행주식수	223,235 천주
52주최고가 / 최저가	6,580 / 2,270 원
90일 일평균거래대금	227.3 억원
외국인 지분율	5.8%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	2,747 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.9%
	6개월 -18.3%
	12개월 -39.7%
주주구성	금호산업 (외 6인) 30.8%
	금호석유화학 (외 1인) 11.0%
	오윤규 (외 1인) 0.0%

Stock Price



아시아나항공 (020560)

2분기 Review - 건조한 본업, 이익 턴어라운드

2Q20 Review - 본업만 놓고 보면 문제 없다

동사 별도기준 2분기 실적은 매출액 8,186억원(-44.7% YoY), 영업이익 1,151억원(흑자 전환 YoY)으로 컨센서스 크게 상회하며 어닝 서프라이즈 시현했다. 코로나 이전 통상적으로 매출의 약 70% 차지하는 여객 매출은 코로나 장기화에 여객 수요 급감하며 전체 매출 비중은 약 15%로 축소되었다. 2분기 여객 매출은 1,202억원(-87.5% YoY)으로 1)국내여객 342억원(-62% YoY), 2)국제여객 860억원(-90% YoY)을 기록했다. 국제선 운항 감소에 따라 국제선 일드는 전년동기대비 64% 상승, 단가가 높아진 상황이다.

반면, 여객과 달리 2분기 화물 매출은 6,379억원(+99.9% YoY)으로 당사 추정치 대비 1,000억원 이상 호실적 기록하며 2분기 별도 기준 영업이익 턴어라운드에 기여했다. 화물 매출은 2월 기점으로 전년동기대비 턴어라운드, 코로나 확산이 본격화된 시점인 3월부터 원화기준 화물 운임은 급증하는 모습이다. 코로나로 인한 화물 여객기 공급 부족에 화물 수요(Q)증가와 일드(P)가 동반 상승하며 호실적을 기록했다. 국제선 화물 일드는 전년동기대비 103% 급증, L/F 역시 전년동기대비 8%p 증가한 86%로 화물 적재율도 증가하는 모습이다.

하반기, 건조한 화물 매출 + 우호적 매크로 환경 조합 기대

코로나로 인한 외형축소 불가피한 가운데 동사가 마진을 확보 할 수 있는 조치는 비용 절감이다. 지난해 총당금 설정(약 1,000억원)으로 인한 고정비 선반영과 변동비 축소 노력은 연내 지속될 것으로 보인다. 2분기 기준 동사 별도 영업비용은 고정비와 변동비성 비용 모두 감소하며 전년동기대비 56% 감소했다. 한편, 영업외단 이익에서 환율효과로 인해 외화환산손익이 약 890억원 발생했다. 외화부채가 많은 입장에서 원/달러 환율이 하반기로 갈수록 하락한다면, 영업외손익 부분에서 이익을 추가적으로 기대해 볼 수 있다. 동사의 경우 원/달러 환율 10원 하락시, 400~450억원의 추가적 이익 확보가 가능하다. 하반기 1)우호적인 매크로 환경(저유가, 원/달러 환율) 가운데 2)화물매출 호조가 지속된다면, 생각보다 본업의 펀더멘탈은 건조하게 유지될 수 있다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,183	6,966	4,372	4,041	4,005
영업이익	28	-444	26	260	-278
세전계속사업손익	-250	-1,081	-875	120	-386
순이익	-196	-818	-886	105	-280
EPS (원)	-964	-3,646	-3,432	196	-523
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	적전
PER (x)	-4.3	-1.5	-1.3	22.0	-8.2
PBR (x)	0.9	1.5	1.6	1.5	1.8
EV/EBITDA (x)	7.4	13.8	4.6	3.7	5.8
영업이익률 (%)	0.4	-6.4	0.6	6.4	-7.0
EBITDA 마진 (%)	7.8	9.0	31.5	36.5	20.3
ROE (%)	-19.0	-90.7	-76.7	6.9	-19.5
부채비율 (%)	649.3	1,386.7	956.3	908.9	1,098.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q20 & 2020년 실적 전망

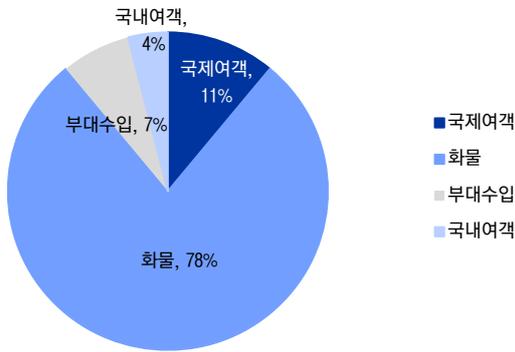
동사 별도기준 2분기 실적은 매출액 8,186억원(-44.7% YoY), 영업이익 1,151억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스 크게 상회하며 어닝 서프라이즈 시현했다. 코로나 이전 통상적으로 매출의 약 70% 차지하는 여객 매출은 코로나 장기화에 여객 수요 급감하며 전체 매출 비중은 약 15%로 축소되었다. 2분기 여객 매출은 1,202억원(-87.5% YoY)으로 1)국내여객 342억원(-62% YoY), 2)국제여객 860억원(-90% YoY)을 기록했다. 국제선 운항 감소에 따라 국제선 일드는 전년동기대비 64% 상승, 단가가 높아진 상황이다. 반면, 국내선 RPK는 4월 저점 기준으로 매월 개선되고 있으나 수익성 기여도는 낮은 편이다. 6월 동사는 국제선 일부 노선 운항을 재개했으나, 코로나 장기화로 인한 여객수요 급감 지속에 재차 운항을 축소한 바 있다. 현재 2분기말 기준으로 중국(23개노선)은 주 2회 정기편으로 운항, 일본은 11개 노선가운데 2개, 동남아는 17개 노선가운데 9개 노선을 운항중이다.

반면, 여객과 달리 2분기 화물 매출은 6,379억원(+99.9% YoY)으로 당사 추정치 대비 1,000억원 이상 호실적 기록하며 2분기 별도 기준 영업이익 턴어라운드 기여했다. 화물 매출은 2월 기점으로 전년동기대비 턴어라운드, 코로나 확산이 본격화된 시점인 3월부터 원화기준 화물 운임은 급증하는 모습이다. 코로나로 인한 화물 여객기 공급 부족에 화물 수요(Q)증가와 일드(P)가 동반 상승하며 호실적을 기록했다. 국제선 화물 일드는 전년동기대비 103% 급증, L/F 역시 전년동기대비 8%p 증가한 86%로 화물 적재율도 증가하는 모습이다. 화물운임 상승은 하반기에도 지속될 것으로 보이나, 운임 상승폭은 다소 축소될 것으로 예상된다. 다만, 1)화물 성수기(9월~연초) 시즌 도래, 2)코로나 장기화로 인한 화물 공급 부족 지속 등에 화물 부문 마진 확보는 당사 실적에 기여할 것으로 예상된다.

코로나로 인한 외형축소 불가피한 가운데 동사가 마진을 확보 할 수 있는 조치는 비용 절감이다. 지난해 총당금 설정(약 1,000억원)으로 인한 고정비 선반영과 변동비 축소 노력은 연내 지속될 것으로 보인다. 2분기 기준 동사 별도 영업비용은 고정비와 변동비 성 비용 모두 감소하며 전년동기대비 56% 감소했다. 특히 유류비(-81% YoY)의 경우 유가(-60% YoY) 하락과 운항 감소(-55% YoY)에 전분기에 이어 큰 폭으로 비용이 절감, 전체 영업비용의 축소를 견인했다. 이외 공항관련비(-66% YoY), 정비비(-54% YoY), 인건비(-40% YoY), 지급임차료(-39% YoY) 등 고정비 및 변동비 항목에서 유의미한 비용 절감이 두드러진 모습이다.

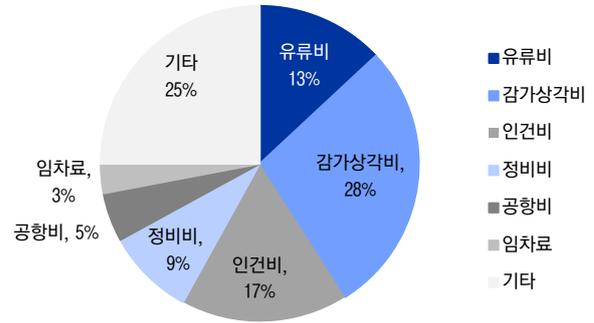
한편, 영업외단 이익에서 환율효과로 인해 외화환산손익이 약 890억원 발생했다. 외화 부채가 많은 입장에서 원/달러 환율이 하반기로 갈수록 하락한다면, 영업외손익 부분에서 이익을 추가적으로 기대해 볼 수 있다. 동사의 경우 원/달러 환율 10원 하락시, 400~450억원의 추가적 이익 확보가 가능하다. 하반기 1)우호적인 매크로 환경(저유가, 원/달러 환율) 가운데 2)화물매출 호조가 지속된다면, 생각보다 본업의 펀더멘탈은 견조하게 유지될 수 있다는 판단이다.

그림1 아시아나항공 2 분기 사업부문별 매출 비중(별도기준)



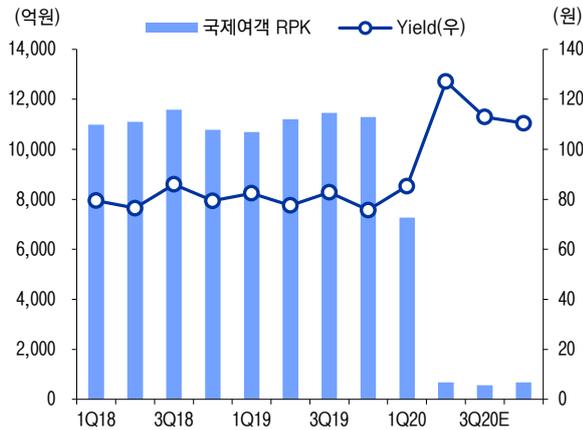
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2 분기 부문별 영업비용 비중(별도기준)



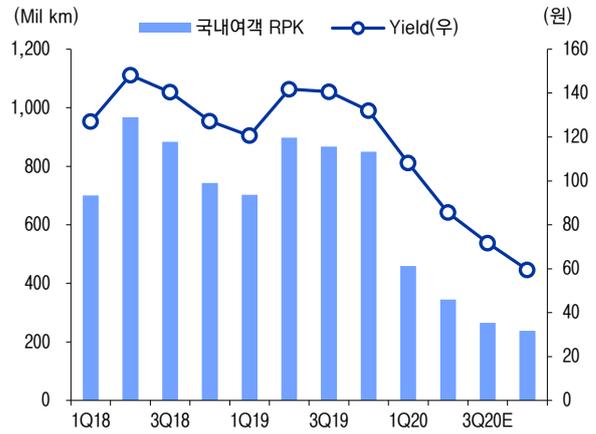
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 아시아나항공 국제여객 RPK/Yield 추이



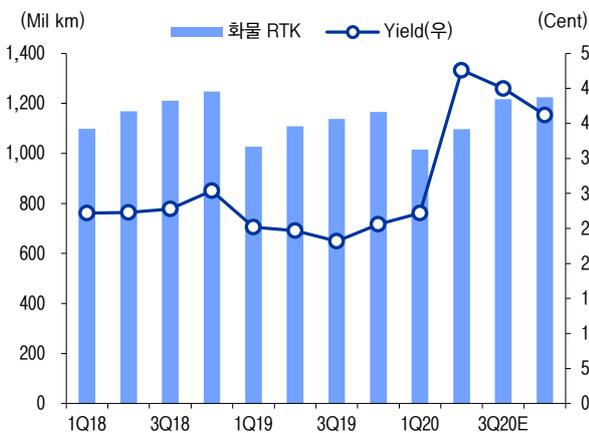
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 아시아나항공 국내여객 RPK/Yield 추이



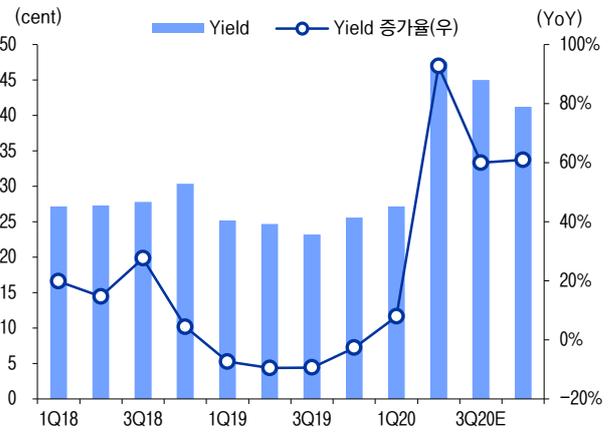
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 아시아나항공 화물 RTK/Yield 추이



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 화물 RPK/Yield 추이



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아시아나항공 실적 추이(별도기준)

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
영업수익	14,385	14,814	15,633	14,413	11,295	8,186	9,675	9,226	59,245	38,382	35,033
YoY	-2.5%	-1.3%	-7.6%	-6.0%	-21.5%	-44.7%	-38.1%	-36.0%	-4.5%	-35.2%	-8.7%
국제여객	8,819	8,691	9,506	8,556	5,840	860	647	748	35,572	8,421	3,912
YoY	1.1%	2.2%	-4.7%	0.0%	-33.8%	-90.2%	-93.1%	-91.2%	-0.5%	-76.3%	-53.5%
RPK(백만Km)	10,688	11,195	11,456	11,295	7,267	677	573	678	44,634	9,195	3,324
Yield(원)	82	78	83	76	85	127	113	110	80	109	109
L/F(%)	83.7%	83.9%	83.1%	82.8%	63.6%	32.3%	39.8%	40.0%	83.4%	59.4%	47.4%
국내여객	700	895	871	853	483	345	265	238	3,318	1,308	1,406
YoY	1.8%	-5.7%	-0.9%	14.5%	-31.0%	-61.6%	-69.5%	-72.0%	1.8%	-60.6%	7.5%
RPK(백만Km)	583	631	616	646	423	403	369	400	2,475	1,596	2,065
Yield(원)	121	142	141	132	108	86	72	60	134	81	68
L/F(%)	89.0%	88.7%	86.6%	89.9%	73.0%	70.2%	65.8%	70.1%	88.5%	70.1%	82.1%
화물	2,904	3,191	3,147	3,514	3,331	6,381	6,548	6,005	12,756	22,233	22,549
YoY	-8.7%	-5.6%	-16.2%	-17.9%	14.7%	99.7%	107.7%	71.1%	-12.6%	74.1%	1.4%
FTK(백만톤)	1,027	1,109	1,138	1,166	1,015	1,097	1,218	1,224	4,440	4,554	4,710
Yield(원)	25	25	23	26	27	48	45	41	287	484	479
L/F(%)	77.4%	77.2%	77.4%	77.7%	80.0%	81.0%	82.0%	81.0%	77.5%	82.0%	80.1%
기타(연결조정 포함)	1,963	2,037	2,110	1,490	1,641	605	2,215	2,235	7,599	6,696	7,167
영업비용	14,503	15,884	16,084	17,641	13,377	7,036	8,382	11,619	64,112	37,075	34,006
YoY	2.0%	7.8%	-0.1%	2.0%	-7.8%	-55.7%	-47.9%	-34.1%	2.8%	-42.2%	-8.3%
연료유류비	3,882	4,625	4,621	4,753	3,308	891	920	904	17,881	6,024	3,682
감가상각비	2,214	2,371	2,530	1,106	2,200	1,994	2,200	2,127	8,221	8,521	7,456
임차료	298	338	269	1,614	192	205	177	177	2,519	751	717
인건비	2,000	2,009	2,010	2,069	1,901	1,210	1,869	1,924	8,088	6,905	7,433
정비수리비	1,117	1,346	1,182	1,117	1,559	623	591	821	5,286	5,937	5,663
기타(연결조정 포함)	3,991	4,114	4,360	4,230	3,399	1,743	2,180	1,903	16,695	9,225	9,714
영업이익	-118	-1,070	-451	-3,228	-2,082	1,150	1,293	947	-4,867	1,307	1,028
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-21.4%
OPM	-0.8%	-7.2%	-2.9%	-22.4%	-18.4%	14.0%	13.4%	10.3%	-8.2%	3.4%	2.9%

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

아시아나항공 (020560)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,514	1,561	5,200	6,367	6,984
현금 및 현금성자산	414	194	4,205	5,135	5,781
매출채권 및 기타채권	515	419	183	295	256
재고자산	263	226	61	154	134
기타유동자산	322	722	752	782	814
비유동자산	6,677	11,943	10,948	10,073	9,318
관계기업투자등	125	141	146	152	159
유형자산	5,492	10,358	9,296	8,352	7,526
무형자산	218	204	215	226	236
자산총계	8,191	13,503	16,148	16,439	16,302
유동부채	3,369	4,558	6,181	6,266	6,288
매입채무 및 기타채무	520	483	341	359	311
단기금융부채	1,554	2,487	4,187	4,187	4,187
기타유동부채	1,295	1,589	1,653	1,720	1,790
비유동부채	3,729	8,037	8,438	8,544	8,653
장기금융부채	2,215	5,534	5,834	5,834	5,834
기타비유동부채	1,514	2,503	2,604	2,710	2,819
부채총계	7,098	12,595	14,619	14,810	14,942
지배주주지분	939	793	1,413	1,514	1,245
자본금	1,026	1,116	2,583	2,583	2,583
자본잉여금	5	586	586	586	586
이익잉여금	-66	-881	-1,727	-1,626	-1,895
비지배주주지분(연결)	154	115	115	115	115
자본총계	1,093	908	1,529	1,629	1,360

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	717	559	920	1,286	1,001
당기순이익(손실)	-196	-818	-886	105	-280
비현금수익비용가감	887	1,525	1,496	1,314	1,213
유형자산감가상각비	534	1,070	1,353	1,214	1,093
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	31	181	142	100	120
영업활동 자산부채변동	187	200	311	-133	69
매출채권 감소(증가)	-2	47	236	-112	39
재고자산 감소(증가)	-24	-31	165	-93	21
매입채무 증가(감소)	63	-19	-142	18	-48
기타자산, 부채변동	150	204	52	54	57
투자활동 현금	223	-848	-376	-355	-356
유형자산처분(취득)	-349	-388	-292	-269	-267
무형자산 감소(증가)	-8	-8	-11	-11	-11
투자자산 감소(증가)	155	-340	-24	-23	-24
기타투자활동	425	-111	-50	-52	-55
재무활동 현금	-815	64	3,466	0	0
차입금의 증가(감소)	-807	-708	2,000	0	0
자본의 증가(감소)	-11	-28	1,466	0	0
배당금의 지급	3	28	0	0	0
기타재무활동	4	801	0	0	0
현금의 증가	126	-220	4,011	931	646
기초현금	289	414	194	4,205	5,135
기말현금	414	194	4,205	5,135	5,781

자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,183	6,966	4,372	4,041	4,005
매출원가	6,453	6,689	3,707	3,401	3,721
매출총이익	730	277	665	641	284
판매비 및 관리비	702	721	639	381	563
영업이익	28	-444	26	260	-278
(EBITDA)	563	626	1,379	1,474	815
금융손익	-209	-530	-260	-231	-91
이자비용	163	350	269	237	96
관계기업등 투자손익	7	-15	-1	1	1
기타영업외손익	-76	-92	-641	90	-19
세전계속사업이익	-250	-1,081	-875	120	-386
계속사업법인세비용	-54	-263	11	15	-106
계속사업이익	-196	-818	-886	105	-280
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-196	-818	-886	105	-280
지배주주	-198	-785	-846	101	-269
총포괄이익	-204	-821	-886	105	-280
매출총이익률 (%)	10.2	4.0	15.2	15.9	7.1
영업이익률 (%)	0.4	-6.4	0.6	6.4	-7.0
EBITDA마진률 (%)	7.8	9.0	31.5	36.5	20.3
당기순이익률 (%)	-2.7	-11.7	-20.3	2.6	-7.0
ROA (%)	-2.3	-7.2	-5.7	0.6	-1.6
ROE (%)	-19.0	-90.7	-76.7	6.9	-19.5
ROIC (%)	0.4	-5.2	0.3	3.6	-3.7

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-4.3	-1.5	-1.3	22.0	-8.2
P/B	0.9	1.5	1.6	1.5	1.8
EV/EBITDA	7.4	13.8	4.6	3.7	5.8
P/CF	1.2	1.7	1.7	1.6	2.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	8.9	-3.0	-37.2	-7.6	-0.9
영업이익	-88.5	적전	흑전	896.3	적전
세전이익	적전	적지	적지	흑전	적전
당기순이익	적전	적지	적지	흑전	적전
EPS	적전	적지	적지	흑전	적전
안정성 (%)					
부채비율	649.3	1,386.7	956.3	908.9	1,098.3
유동비율	44.9	34.2	84.1	101.6	111.1
순차입금/자기자본(x)	301.4	815.3	351.7	271.8	276.7
영업이익/금융비용(x)	0.2	-1.3	0.1	1.1	-2.9
총차입금 (십억원)	3,769	8,021	10,021	10,021	10,021
순차입금 (십억원)	3,295	7,405	5,377	4,429	3,765
주당지표(원)					
EPS	-964	-3,646	-3,432	196	-523
BPS	4,576	3,584	2,747	2,942	2,420
CFPS	3,369	3,283	2,472	2,757	1,813
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아시아나항공 목표주가 추이		투자의견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2018.09.11	Buy	6,000	24.3	-31.3									
2018.12.26		커버리지제외											
2020.06.22	신규	안진아											
2020.06.22	Hold	3,400	4.7	15.0									
2020.08.10	Hold	4,400											

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안진아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)