



기업분석 | 운송

Analyst  
**안진아**

02 3779 8687

aja1215@ebestsec.co.kr

## Hold (maintain)

목표주가	<b>4,400 원</b>
현재주가	<b>4,405 원</b>

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

### Stock Data

KOSPI(8/26)	2,369.32 pt	
시가총액	9,834 억원	
발행주식수	223,235 천주	
52주최고가 / 최저가	6,580 / 2,270 원	
90일 일평균거래대금	255.53 억원	
외국인 지분율	6.2%	
배당수익률(20.12E)	0.0%	
BPS(20.12E)	2,747 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	12.5%
	6개월	-12.6%
	12개월	-41.9%
주주구성	금호산업 (외 6인)	30.8%
	금호석유화학 (외 1인)	11.0%
	오윤규 (외 1인)	0.0%

### Stock Price



# 아시아나항공 (020560)

## Prepare for Landing? - HDC현산, 산은 회동

### 아시아나항공 인수 관련 논의 - HDC, 산업은행 세번 째 회동

HDC현대산업개발의 아시아나항공 인수(구주 30.8%, 3,228억원 + 유상증자 2조 1,772억원) 사안 두고 HDC현대산업개발과 산업은행 세번 째 회동. 그 동안 인수 관련 HDC 측의 재실사 요청 등 뚜렷하게 논의된 바 없었으나, 전일 회담에서 HDC현대산업개발 측 일부 계약금 관련 사항을 수용, 산업은행에서 아시아나항공 인수 시 일정 부분(약 8,000억)인수 금액을 영구채 또는 대출 형태로 인수 금액 관련 부담 완화에 긍정적 의사를 밝힘에 따라 HDC현대산업개발(+5.8%), 아시아나항공(+7.6%) 주가 상승 마감. 산업은행은 HDC현대산업개발이 동사를 인수 할 경우 1)산업은행이 보유한 영구채를 전환, HDC현대산업개발에 우선 매수권을 부여, 2)기존 연 7%대 발행한 영구채를 더 저렴한 대출로 전환해주는 등의 방안을 제시한 것으로 알려졌다나 확정된 바 없음. 다만, 금번 산업은행과 HDC현대산업개발 회동에서 논의된 바는 HDC현대산업개발 측의 기존 아시아나항공 관련 인수 금액(약 2.5조원) 부담 완화 및 동사 인수 관련 불확실성 리스크 완화에 긍정적으로 작용

### 코로나 불구 본업 펀더멘탈 유효 - 견조한 화물 매출 지속 예상

코로나 불구 동사 별도기준 2분기 실적은 매출액 8,186억원(-44.7% YoY), 영업이익 1,151억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스 크게 상회하며 어닝 서프라이즈 시현. 화물 매출은 코로나 확산이 본격화된 시점인 3월부터 원화기준 화물 운임은 급증하는 모습. 7월 국제선 화물 물량은 전월 대비 늘어났으나 일드 자체는 떨어진 상황. 화물운임 상승은 하반기에도 지속될 것으로 보이나, 운임 상승폭은 다소 축소될 것. 3분기 화물 일드는 전년동기대비 45~50% 증가할 것으로 예상. 다만, 4분기는 계절적인 화물 성수기로 물동량(Q) 및 운임(P)의 동반 상승이 재차 기대됨에 따라 동사는 여객기를 화물기로 전향 계획 보유. 1)화물 성수기(9월~연초) 시즌 도래, 2)코로나 장기화로 인한 화물 공급 부족 지속 등에 화물 부문 마진 확보는 동사 실적에 기여할 것으로 예상

### 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	22.5	-8.4
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

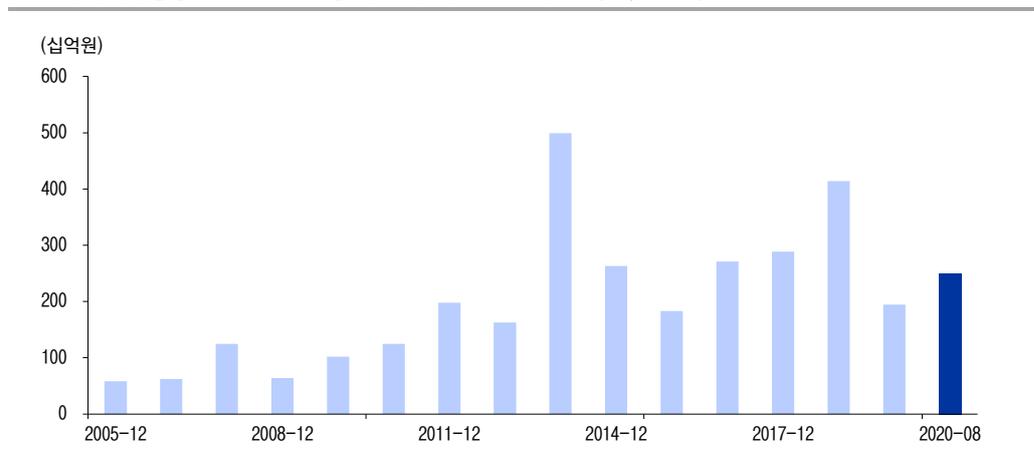
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 HDC현대산업개발, 아시아나항공 인수 개요

날짜	내용
2019.07.25	금호산업, 아시아나항공 매각 공고
2019.09.03	아시아나항공 매각 예비입찰 마감
2019.11.07	아시아나항공 매각 본입찰 마감
	HDC현대산업개발, 미래에셋대우 컨소시엄, 제주항공(애경)-스톤브릿지 컨소시엄, KCGI-뱅크스트리트 컨소시엄 신청
2019.11.12	아시아나항공 인수 우선협상대상자로 HDC현대산업개발, 미래에셋대우 컨소시엄 선정
2019.12.27	금호산업과 HDC현대산업개발, 아시아나항공 주식매매계약(SPA) 체결안 가결(3,200억원)
2020.01	HDC현대산업개발, 4,000억원 유상증자 결의
2020.03	정기주주총회에서 발행가능 주식 증가 정관 변경 COVID19 로 신용등급 하향 검토 7,107억원 규모 2차 유증 결의
2020.04	공정위, HDC현대산업개발 아시아나 인수 승인
2020.04.29	인수대금 총 2조5,000억원 납입 예정 HDC현대산업개발, 아시아나 지분 취득 예정이었으나 무기한 연기
2020.05.29	산업은행, HDC현대산업개발에 6월 말 까지 인수 의사 밝힐 것을 요청
2020.06.09	HDC현대산업개발, 채권단에 아시아나항공 인수 재실사 요청
2020.08.27	산업은행-HDC현대산업 개발 3번 째 회동, 아시아나항공 인수 방안 재논의

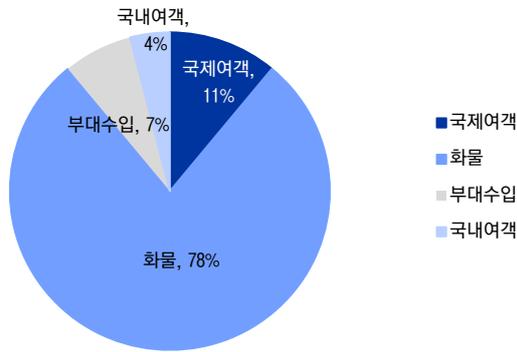
자료: 언론보도 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 아시아나항공 현금 및 현금성 자산 추이. 1H20 기준 약 2,500억원



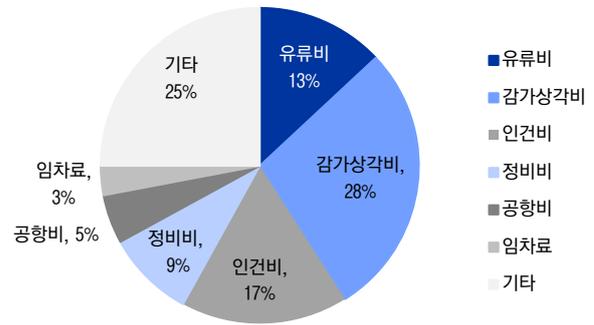
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 아시아나항공 2 분기 사업부문별 매출 비중(별도기준)



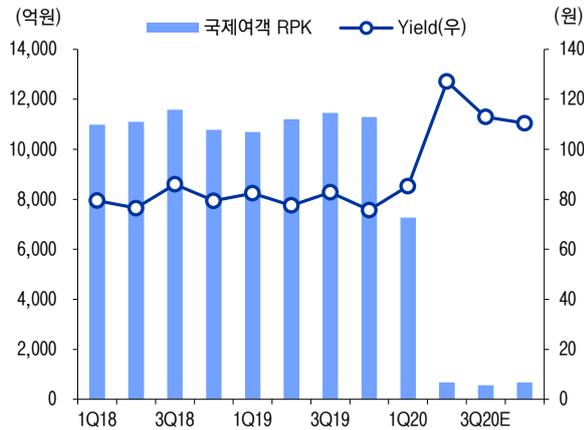
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 2 분기 부문별 영업비용 비중(별도기준)



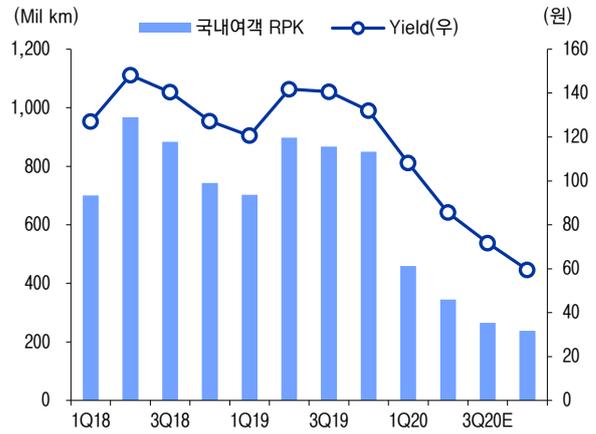
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 아시아나항공 국제여객 RPK/Yield 추이



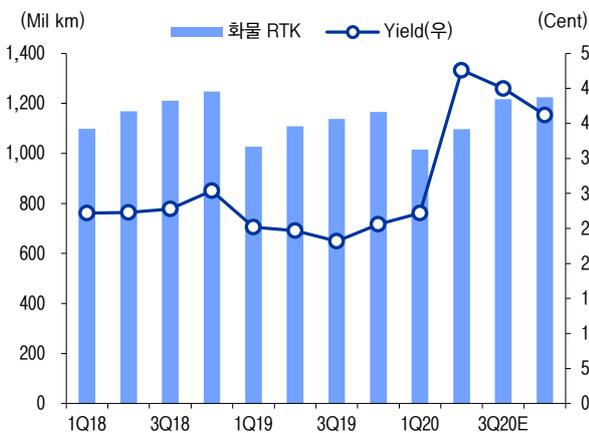
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 아시아나항공 국내여객 RPK/Yield 추이



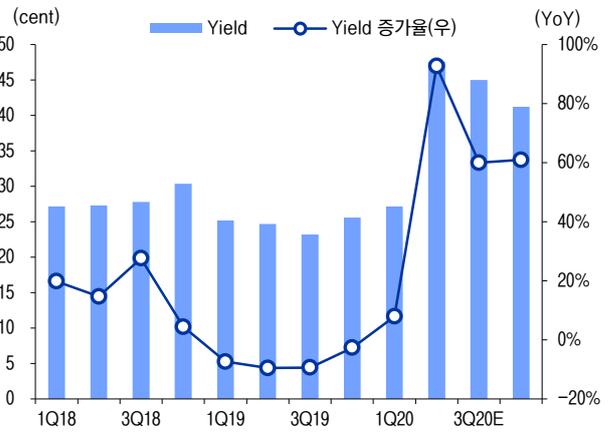
자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 아시아나항공 화물 RTK/Yield 추이



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 화물 RPK/Yield 추이



자료: 아시아나항공, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아시아나항공 실적 추이(별도기준)

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>영업수익</b>	<b>14,385</b>	<b>14,814</b>	<b>15,633</b>	<b>14,413</b>	<b>11,295</b>	<b>8,186</b>	<b>9,675</b>	<b>9,226</b>	<b>59,245</b>	<b>38,382</b>	<b>35,033</b>
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
<b>영업비용</b>	<b>14,503</b>	<b>15,884</b>	<b>16,084</b>	<b>17,641</b>	<b>13,377</b>	<b>7,036</b>	<b>8,382</b>	<b>11,619</b>	<b>64,112</b>	<b>37,075</b>	<b>34,006</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>-118</b>	<b>-1,070</b>	<b>-451</b>	<b>-3,228</b>	<b>-2,082</b>	<b>1,150</b>	<b>1,293</b>	<b>947</b>	<b>-4,867</b>	<b>1,307</b>	<b>1,028</b>
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
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	<b>8,191</b>	<b>13,503</b>	<b>16,148</b>	<b>16,439</b>	<b>16,302</b>
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	<b>7,098</b>	<b>12,595</b>	<b>14,619</b>	<b>14,810</b>	<b>14,942</b>
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	<b>1,093</b>	<b>908</b>	<b>1,529</b>	<b>1,629</b>	<b>1,360</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>717</b>	<b>559</b>	<b>920</b>	<b>1,286</b>	<b>1,001</b>
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
<b>영업활동 자산부채변동</b>	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
<b>투자활동 현금</b>	<b>223</b>	<b>-848</b>	<b>-376</b>	<b>-355</b>	<b>-356</b>
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
<b>재무활동 현금</b>	<b>-815</b>	<b>64</b>	<b>3,466</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>126</b>	<b>-220</b>	<b>4,011</b>	<b>931</b>	<b>646</b>
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
<b>매출액</b>	<b>7,183</b>	<b>6,966</b>	<b>4,372</b>	<b>4,041</b>	<b>4,005</b>
매출원가	6,453	6,689	3,707	3,401	3,721
<b>매출총이익</b>	<b>730</b>	<b>277</b>	<b>665</b>	<b>641</b>	<b>284</b>
판매비 및 관리비	702	721	639	381	563
<b>영업이익</b>	<b>28</b>	<b>-444</b>	<b>26</b>	<b>260</b>	<b>-278</b>
(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
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-250</b>	<b>-1,081</b>	<b>-875</b>	<b>120</b>	<b>-386</b>
계속사업법인세비용	-54	-263	11	15	-106
계속사업이익	-196	-818	-886	105	-280
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-196</b>	<b>-818</b>	<b>-886</b>	<b>105</b>	<b>-280</b>
지배주주	-198	-785	-846	101	-269
<b>총포괄이익</b>	<b>-204</b>	<b>-821</b>	<b>-886</b>	<b>105</b>	<b>-280</b>
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
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-4.3	-1.5	-1.3	22.5	-8.4
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
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표(원)</b>					
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		투자이견 변동내역																																																							
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">괴리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2018.09.11</td> <td>Buy</td> <td>6,000</td> <td>24.3</td> <td>-31.3</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2018.12.26</td> <td></td> <td>커버리지제외</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.06.22</td> <td>신규</td> <td>안진아</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2020.06.22</td> <td>Hold</td> <td>3,400</td> <td></td> <td>4.7</td> <td>15.0</td> </tr> <tr> <td>2020.08.07</td> <td>Hold</td> <td>4,400</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			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	2020.08.07	Hold	4,400				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">괴리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
						일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)																																																
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																																																				
2020.08.07	Hold	4,400																																																							
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)																																																						
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																				

**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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 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)	투자이견 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 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)